

本篇报告从 Temu 崛起的原因出发，探讨美国电商行业格局变化的本质与发展。我们认为不仅是其自身的优势以及海外需求变化的原因（消费者更趋向于购买高性价比的商品），核心是美国市场渗透率与格局特点的催化。回看国内电商发展路径，线上主要在效率和价格方面区别于线下零售，而美国电商的效率（物流）以及价格体系都弱于线下渠道，因此电商渗透率低（中美渗透率分别为 46%/16%）。亚马逊通过 FBA 解决了效率痛点，成为电商第一大巨头（市占率接近 40%），而市场上无人解决价格问题，格局方面呈现“一家独大”的局面（第二大电商市占率 6.3%），掌握价格优势的 Temu 有望成为美国电商行业的“破局者”，而 TK、Shein 这类同样具有性价比定位的电商发展，还要看其供应链深度，以及物流仓储配套设施的完善。

➤ **美国电商市场为何呈现规模大、增速高、渗透率低、格局单一的特点？** 作为全球第一大零售消费市场，以及全球第二大电商市场，美国的电商规模增速仍然保持高于全球增速的水平，2022 年同比增长 15.9%，全球增速为 12%。2022 年美国是全球 GDP 规模最大的国家，其中 83% 由终端消费贡献，随着电商渗透率的提升，以及格局的变化，我们认为美国电商市场的空间仍然非常广阔，同时也拥有较高的新兴电商天花板。

➤ **海外供应商占比提升，性价比需求增长，全托管模式成为“时代宠儿”。** 从供给端来看，美国电商市场的海外供应商占比逐渐提升，亚马逊平台的海外卖家占比由 2017 年 27% 提升至 23 年 52%。跨境贸易链条更长，其中涉及的业务与运营更复杂，全托管模式是为卖家解决复杂运营的优质商业模式。从需求端来看，海外的性价比需求不断增长，性价比零售商获得超额增长，而全托管模式是强有力的控价模式。当下的美国市场，全托管模式能够高度适应行业变化，诸如 Temu、Shein、Tiktokshop、Lazada、Shopee 均开启该模式。而三方平台模式更有利于平台品类完善，Temu 自 24 年 1 月开启半托管模式。

➤ **亚马逊：降佣金及仓储费用，同时提升库存周转要求，以面对擅长低价与“爆品”的新兴电商平台。** 降佣或可重新吸引服装卖家在平台上销售低价服装产品，销售佣金的大幅降低也会提高卖家的利润。除了服装这一类目销售佣金降低之外，亚马逊还将在 2024 年实行多项服务费用的变更，包括收取入库配置服务费、降低亚马逊 Vine 计划的费率、下调亚马逊物流配送费以及非旺季月度仓储费下调等。23 年 8 月，平台还取消轻小计划，也是出于提高件商品的配送效率的考虑。**核心竞争优势：平台通过 FBA 仓储及物流解决电商的效率痛点，并通过 Prime 会员稳固效率优势，以及提高服务性价比，增强用户粘性。** 尽管性价比电商竞争日趋激烈，亚马逊仍然以突出的市占率作为美国唯一的头部电商平台，23 年黑五实现 50 亿美元 GMV。

➤ **Temu：全托管模式的“集大成者”，充分发挥供应链及互联网经验优势。** 具有社交属性的性价比平台电商，23 年 GMV 同比增长 22 倍，快速打开美国电商市场。流量方面仍以拼多多国内擅长的社交“裂变”模式为主，其 52% 的流量源自于用户之间的传播。Temu 的快速崛起一方面源自美国市场的特点，另一方面在于其商业模式的优势。全托管模式是电商平台掌握经营权，商家仅掌握货权的模式。对商家来说，更适合缺乏运营能力的工厂型卖家，恰恰适合国内丰富的轻小工业商品的出口。相比三方平台模式，Temu 可以直连供应商与消费者，减少运营商加价与平台扣点，整体上商品全链路成本更低。此外，平台加大力度营销，大量平台流量吸引商户不断入驻，以及增加对消费者的补贴，实现突出的价格优势。目前 Temu 的短板在于履约，配送周期为 7-10 天。当前已启动美国本土海外仓建设，以及墨西哥仓储布局。

➤ **投资建议：**看好全托管模式平台的发展前景，当前 Temu、Shein、TKShop 平台的短板仍在履约端，跨境电商的履约效率起到至关重要的作用。推荐布局提升履约效率的标的**乐歌股份**，建议关注**极兔速递、东航物流、大健云仓**。卖家端来看，工厂型卖家首先受益于全托管模式的崛起，而布局亚马逊平台的企业，首选推荐运营能力以及在平台细分类目保持竞争力的标的**华凯易佰、赛维时代**，建议关注在东南亚及日韩地区具有比较优势的**吉宏股份**。此外，推荐国内跨境电商出海平台**小商品城、焦点科技**。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，行业竞争加剧。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600729.SH	小商品城	8.59	0.49	0.54	0.63	18	16	14	推荐
600859.SH	乐歌股份	17.67	1.97	1.53	1.64	9	12	11	推荐
600738.SH	赛维时代	26.29	0.95	1.28	1.64	28	21	16	推荐
600827.SH	华凯易佰	19.98	1.18	1.61	1.78	17	12	11	推荐
002419.SZ	焦点科技	34.77	1.18	1.52	1.87	29	23	19	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 4 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**研究助理 刘彦菁**

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

### 相关研究

- 折扣零售框架研究深度：海外折扣零售行业穿越周期，探索我国线下折扣零售渠道发展空间-2024/03/05
- 跨境电商行业深度一：浪潮之下，如何看美国电商格局重构-2024/03/04
- 零售周观点：上美 23 年业绩预告净利润同增 180%，唯品会 23 年财报公告净利润同增 39%-2024/03/03
- 零售周观点：昊海生科发布 2023 年业绩快报，央视报道医美直播乱象，利好产品合规化发展-2024/02/25
- 零售周观点：2 月中国零售业景气度环比小幅提升，1 月淘系+抖音美妆大盘 GMV 同比 +78%-2024/02/18

# 目录

<b>1 为何美国电商行业呈现渗透率低、格局一家独大的特点？</b> .....	<b>3</b>
1.1 行业现状：规模大、渗透率低、增速高，格局仍未稳定 .....	3
1.2 商业模式：为什么全托管模式成为出海“利器”，多个平台采用该商业模式？ .....	21
1.3 趋势展望：海外供应商占比提升，性价比需求增长，全托管模式成为“时代宠儿” .....	26
<b>2 Temu：全托管模式的“集大成者”，充分发挥供应链及互联网经验优势</b> .....	<b>29</b>
2.1 平台概况：具有社交属性的性价比平台电商，23年GMV同比增长22倍，快速打开美国电商市场 .....	29
2.2 优势：核心来源是全托管商业模式，以及成熟的互联网经营 .....	32
2.3 展望：海外仓布局后完善品类矩阵，开放三方平台优化盈利模式 .....	36
<b>3 其他平台：针对全托管模式，进行模式和规则上的更新</b> .....	<b>40</b>
3.1 Tiktok—采用自运营与全托管模式相结合，以社交电商流量优势实现产品“突围” .....	40
3.2 亚马逊—降佣金及仓储费用，同时提升库存周转要求，以面对擅长低价与“爆品”的新兴电商平台 .....	43
<b>4 投资建议</b> .....	<b>46</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>48</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>49</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>50</b>

本篇报告从行业视角出发回答五个问题：

1.为何美国坐拥全球规模第二的电商市场规模，但渗透率仍然低于国内以及众多发展中国家？

2.中国、东南亚市场电商格局呈现多强局面，而美国电商格局为何呈现“一家独大”的特征？

3.美国电商市场全托管模式兴起的原因以及优势何在？

4.性价比产品是所有消费者共有的需求，为什么 Temu 的性价比优势更加突出？如何判断未来持续性和空间？

5.对于全托管模式的兴起，美国电商行业发生了哪些变化？

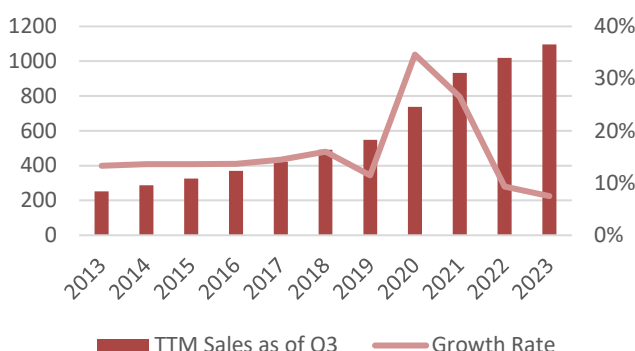
## 1 为何美国电商行业呈现渗透率低、格局一家独大的特点？

### 1.1 行业现状： 规模大、渗透率低、增速高，格局仍未稳定

作为全球第一大零售消费市场，以及全球第二大电商市场，美国的电商规模增速仍然保持全球增速的水平，2022 年同比增长 15.9%，全球增速为 12%。美国是全球 GDP 规模最大的国家，2022 年其中 83%由终端消费贡献，随着电商渗透率的提升，以及格局的变化，我们认为美国电商市场的空间仍然非常广阔。此外，其电商市场格局呈现“一家独大”的局面，未来有继续变化的空间，我们认为美国市场也拥有较高的新兴电商天花板。

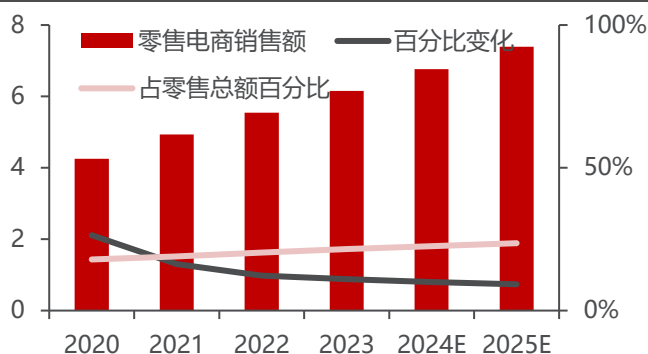
2022 年美国电商规模增长 870 亿美元，是全球电商增量最多的国家。2022 年美国电子商务销售额达万亿美元，作为全球第一大电商市场，仍然保持 9.3%的同比增速。主要原因是①疫情后消费习惯的变化：消费者逐渐建立线上消费习惯，②基础设施的完善：海外仓的发展使得跨境电商快速增长，③渠道多样化带来更丰富的价格带与品类：新的电商平台 Temu、Shein、Tiktok 贡献电商增速。

图1: 13-23 年美国电商销售额 (十亿美元) 及其增速



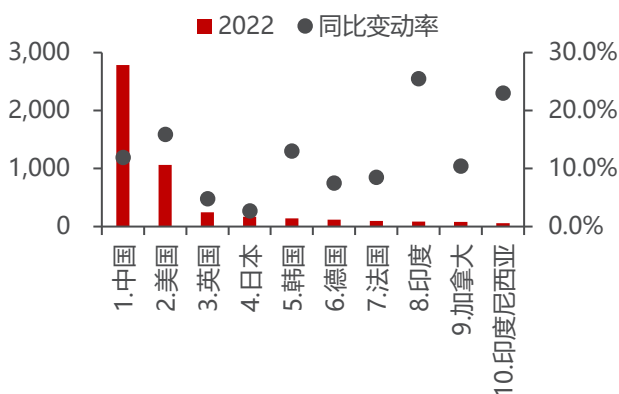
资料来源: 美国商务部人口普查局, 民生证券研究院

图2: 全球电子商务销售额及其增速 (万亿美元)



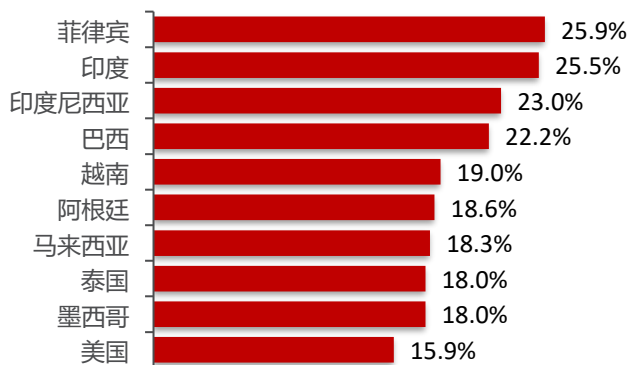
资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

图3: 2022 年全球电商规模前十大国家 (十亿美元)



资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

图4: 2022 年美国是电商增速最快的前十大国家中电商规模最大的国家

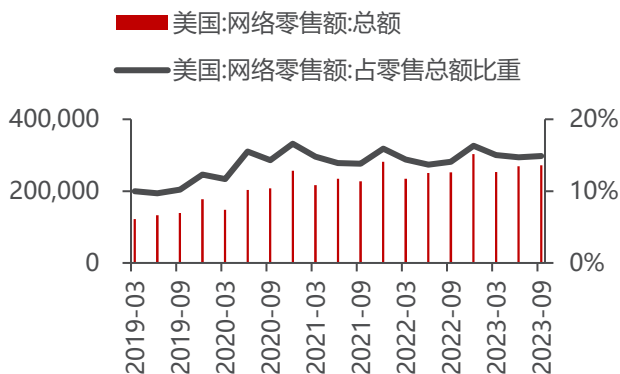


资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

疫情后美国线上零售额占比逐渐提升。2019Q1 网络零售额占比 10%，2023Q3 该比例上升为 15.6%，在总体零售额保持 5-10% 的增速背景下，线上占比的提升为网络零售额带来了更快的增长。2023Q3 相比 2019Q3，规模增长为 2 倍水平，2019Q3 为 1387 亿美元，2023Q3 为 2717 亿美元。

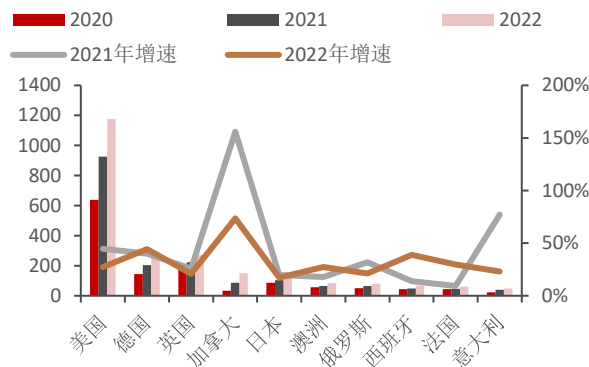
美国海外仓的数量不断增长，2020-2022 年 CAGR 为 36%。至 2022 年年末，海外仓数量前十的国家及地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲（含新西兰）、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2356 个仓库，较上年末增长 30.17%，面积合计约 2600 万平方米，较上年末增长约 58%。其中，美国市场 2022 年新增 253 个海外仓，新增面积 653.5 万平方米，平均单仓面积达到 1.41 万平，呈现出一定的规模化趋势。

图5：美国网络零售额（百万美元）及占比（%）



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6：美国海外仓数量（个）及增速（%）

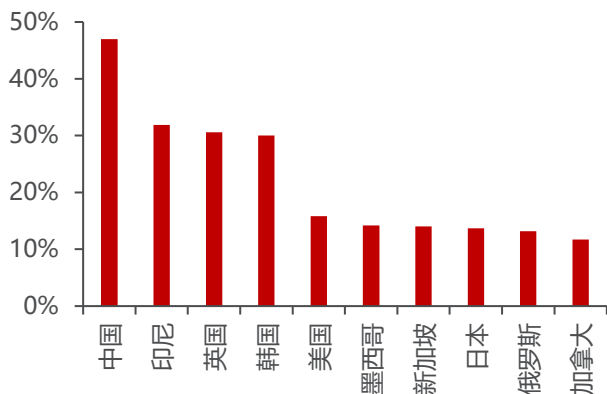


资料来源: 跨境眼科技《2023年海外仓白皮书》, 民生证券研究院

### 1.1.1 渗透率低：价格和效率缺乏优势，线上渗透率低于全球水平

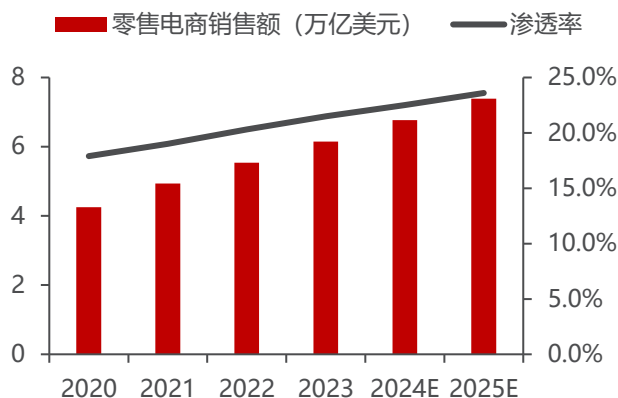
美国电商渗透率低于全球平均水平。受新冠疫情和数字技术快速发展的催化，2022年全球电商渗透率达到20.3%，零售额从2017年的2.4万亿美元提升至2022年的5.5万亿美元，全球电商市场环境稳步向好。从全球地区来看，中国的电子商务渗透率位居第一且超过40%，美国电商渗透率仅16%，低于全球电商渗透率水平。

图7：2023年部分国家电商渗透率



资料来源: statista, 民生证券研究院

图8：全球电子商务销售额及渗透率



资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

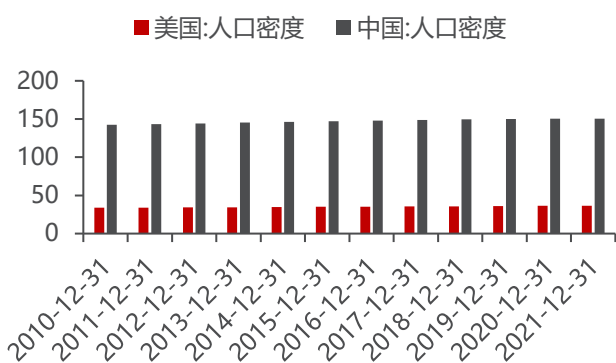
我国电商发展迅速的本质原因在于效率和价格。线上零售与线下零售的区别在于品类、效率与价格。电商的“场”相比线下零售的“场”具有品类更丰富的特征，这是全球的电商共有的优势。而国内的电商渗透率远远高出其他发达国家及地区，参考其发展历程，核心原因在于效率和价格的优势。以传统的头部电商淘宝平台为例，电商缩短了供应链环节，其中节约的成本让利给消费者。电商信息流双向传输，链路短，反应快。此外，国内社会化物流的效率做到大部分地区2-3天送达，线上购物的效率得以保证。

**表1：电商供应链更短，信息流反应更快**

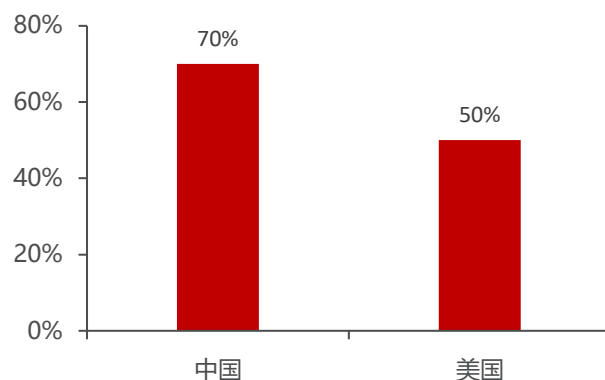
模式	实物流	信息流	利润模式
传统零售供应链	厂商→总代→经销商→门店→客户，逐级下探，货物必须经过多次搬运	消费者对商品的使用反馈只能通过实物流逆向传递，链路长，信息衰减，反应慢	中间各级环节消耗较大
电商供应链	厂商→电商→客户，集成中间环节的短链模式，减少搬运次数	信息流双向传输，利于厂家收集商品使用反馈意见，敦促正向优化	可最大化削减中间利润损耗，最大化让利给客户和消费者

资料来源：供应链管理 SCM 资讯，民生证券研究院

美国电商在价格和效率方面与线下零售相比没有明显优势。物流价格高，配送效率低，从物流体系的效率来看，人口密度越大，对于快递配送的成本均摊越小。2021年中国人口密度为150人/平方公里，而美国的该数据为36人/平方公里，同样数量的货品，对美国快递员来说需要配送的区域面积远远大于在中国的面积，因此美国的四大快递费用要远高于国内的快递费用。《全球快递发展报告（2023）》显示，2022年我国快递包裹业务量为1105.8亿件，同比增长2.1%，快递包裹业务收入达10566.7亿元，美国快递包裹业务量为212亿件，但美国快递行业业务收入为1981亿美元，平均单个包裹价格为国内快递的6.6倍。

**图9：美国地广人稀，物流体系价格高昂（人口密度：人数/公里土地）**


资料来源：ifind，民生证券研究院

**图10：2021年中美电商快递占总快递量比例**


资料来源：双壹咨询，民生证券研究院

**表2：2022年部分国家快递包裹量与快递收入**

	包裹量 (十亿件)	快递收入 (十亿美元)	平均单价 (美元/件)
中国	110.6	157.3	1.4
美国	21.2	198.1	9.3
日本	9.1	26.6	2.9
英国	5.1	22.5	4.4
德国	4.2	21.9	5.2
印度	3.2	5.4	1.7
法国	1.7	15.2	8.9
加拿大	1.3	13	10.0

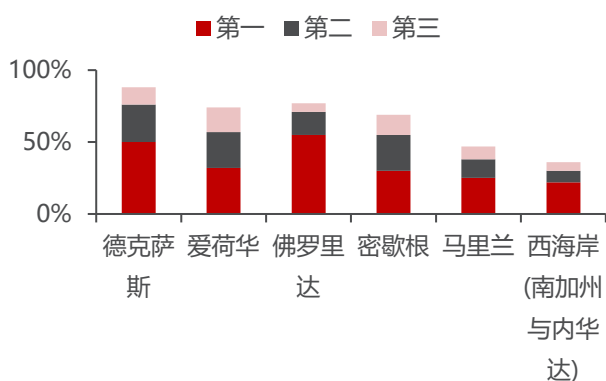
资料来源：国家邮政局《全球快递发展报告（2023）》，民生证券研究院

**表3：中美快递的效率与价格对比**

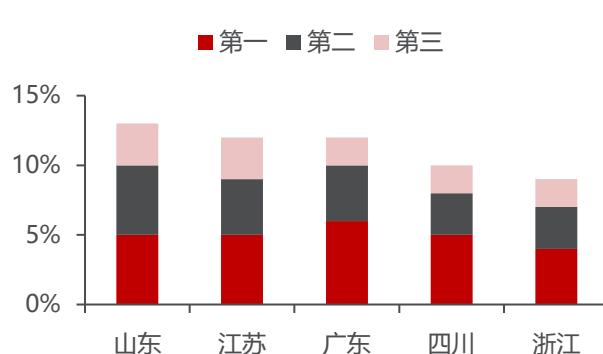
快递类型	普快		加急	
	中国	美国	中国	美国
运输主体	顺丰、韵达、中通、圆通、京东、极兔	USPS、UPS、Fedex	顺丰、韵达、中通、圆通、京东、极兔	USPS、UPS、Fedex
运输时效	1-3天	1-3天	当日/次日达	发货后下一个工作日送达
计费方式	首重 10-30 元/kg, 续重 5-20 元/kg	起价约 63 元 (9 美元)	20-40 元/kg	起价约 190 元 (27 美元)
优势	实用性强, 可追踪邮件位置	实用性强, 可追踪邮件位置	运输速度快	运输速度快
劣势	时效越高价格越贵	时效越高价格越贵	价格高	价格高

资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

**美国线下零售发展成熟, 线上零售差异化不足。**从市场集中度来看, 同样等级的城市, 美国线下零售的 CR3 市占率大多在 30-80%, 而中国则不足 15%, 线下零售发达的地区, 德克萨斯州的 CR3 达到 88%。线下零售业态丰富, 包括百货、超市以及性价比的业态, 而国内的线下业态较为单一。2022 年, 电商龙头亚马逊的电商市占率达 37.6%, 第二名沃尔玛的电商市占率仅为 6.3%, 而在全中国零售市场, 亚马逊和沃尔玛的市占率分别为 5.5%/7.8%, 线下零售的发达程度超过线上。

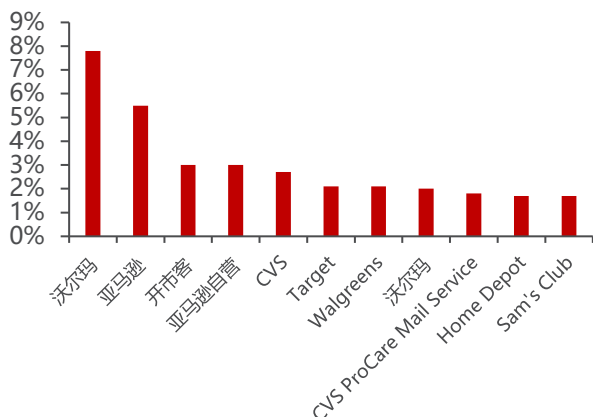
**图11：2021 年美国线下零售市场集中度**


资料来源: BCG、CCFA《区域零售企业的未来: 打造中国“人本主义零售”》, 民生证券研究院

**图12：2021 年中国线下零售市场集中度**


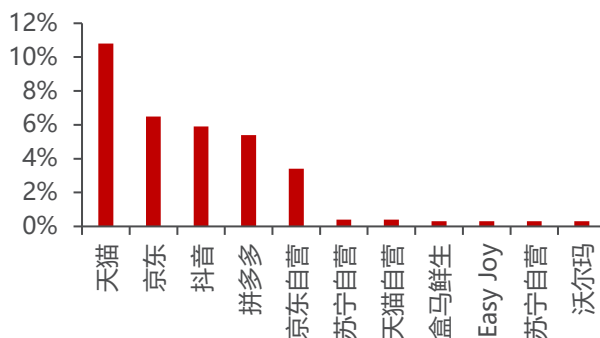
资料来源: BCG、CCFA《区域零售企业的未来: 打造中国“人本主义零售”》, 民生证券研究院

图13: 2023 年美国零售市场格局



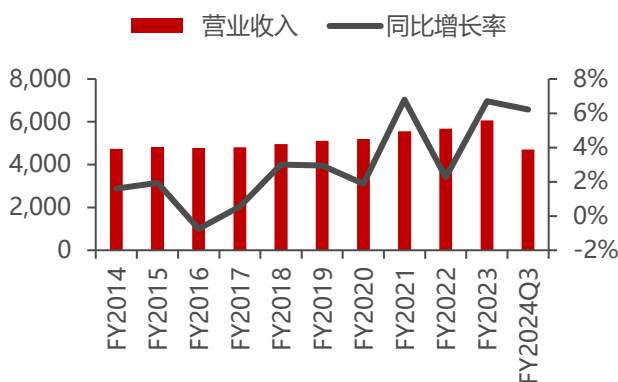
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图14: 2023 年中国零售市场格局



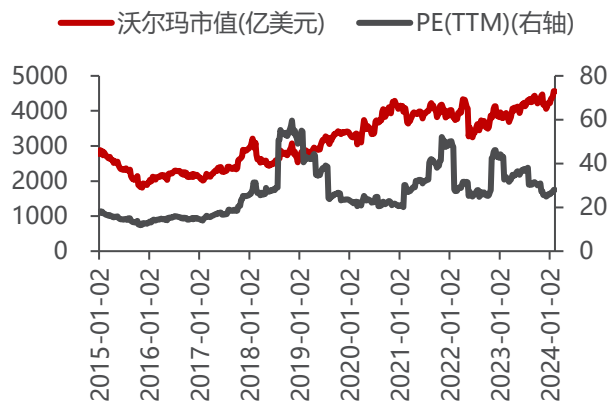
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图15: 沃尔玛营业收入 (亿美元) 及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 沃尔玛市值 (亿美元) 和 PE(TTM) 变化



资料来源: ifind, 民生证券研究院

从线上零售的价格来看，线上线下的价格基本一致。线上渠道的价格并未有  
明显差异化，对比了日用品、图书、服饰、3C 电子等品类的部分产品在 dollar  
Tree/Amazon/Walmart/Target 网站的价格，线下零售商的价格整体更具优势。

表4: 各零售商价格对比

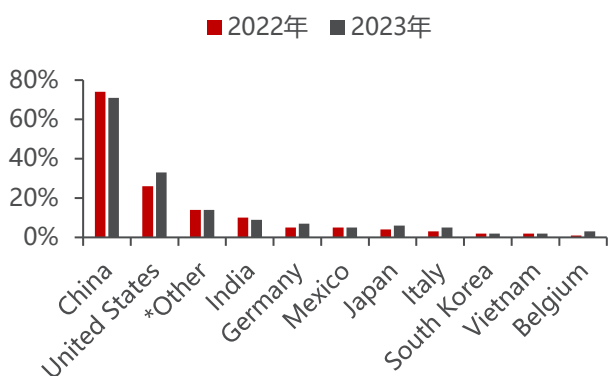
商品 (单位: 美元)	Dollar Tree	Amazon	Walmart	Target
Ajax 洗洁精(12.4oz)	1.25	3.16	1.24	2.59(无小包装, 28oz)
高露洁牙膏(5oz)	1.25	3.85	1.97(无小包装, 6oz)	2.49(无小包装, 8oz)
儿童读物《南希德鲁和线索小组推理图书》	1.25	5.99	5.99	5.99
白衬衣	-	7.20	8.00	8.00
玻璃杯	1.25	6.96	3.74	5.00
bose 头戴式蓝牙耳机	-	349.00	349.00	349.99

资料来源: Dollar Tree 官网, Amazon 官网, Walmart 官网, Target 官网, 民生证券研究院

美国制造发达程度低于国内水平。国内的制造业丰富，2021 年制造业增加值占 GDP 为 27.55%，而美国同期数据为 10.71%。国内制造业发达、产能丰富，

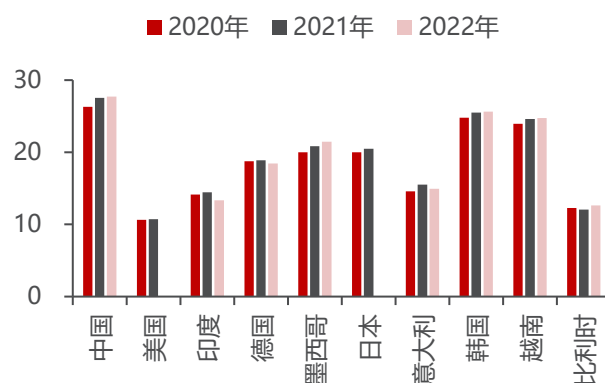
电商 C2C 转型及性价比电商拼多多的崛起，放大电商性价比优势。沿海一带，包括广东、长三角等地区的轻小工业制造，精细化供应链进一步压低了商品价格。国内电商平台的崛起，包括阿里从 B2C 转型至 C2C，拼多多从低价且缺乏渠道的农产品起家，为众多小制造企业和工厂提供的销售渠道，并进一步压低价格。而美国的制造业发达程度不及中国，国内商品更多依赖进口。从亚马逊供应商结构来看，2022、2023 年 70%的供应商来自海外。而海外的供应链和线下零售相比没有效率和成本的优化，因此线上零售的价格与线下相比没有明显优势。

图17：亚马逊供应商地区分布



资料来源：junglescout，民生证券研究院

图18：亚马逊供货商国家的制造业增加值占其 GDP 比重(%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：亚马逊平台跨境电商商品流转过程



资料来源：网经社，亚马逊全球开店官网，民生证券研究院

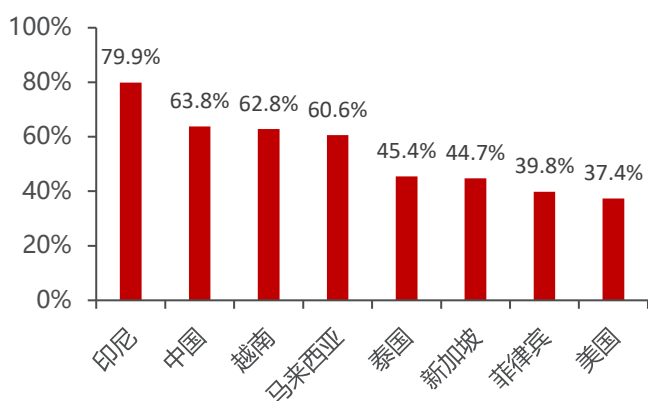
### 1.1.2 格局“一家独大”：亚马逊解决线上购物的效率痛点，其他电商缺乏差异化优势

美国电商集中度低，2022 年 CR3 为 48%。2022 年国内按零售额电商平台 CR3 为 84.8%，分别为阿里巴巴、京东、拼多多，相比国内的电商市场，美国电商平台格局相对分散。根据 eMarketer，2022 年美国电商按网络零售额份额计

算，前三的电商平台为亚马逊、Walmart、Apple，市占率分别为 37.8%、6.3%、3.9%。虽然亚马逊 GMV 远超其他平台，但整体电商集中度仍然较低，新的电商平台具有足够的市场空间。

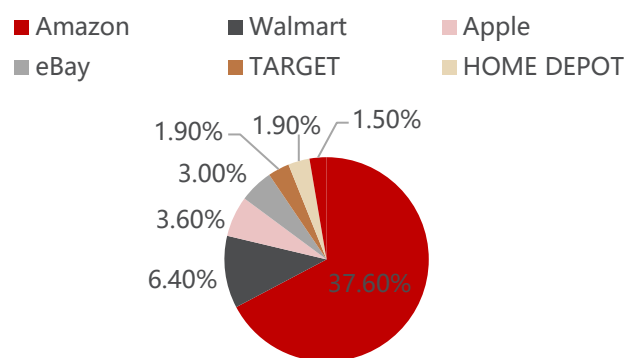
**亚马逊，沃尔玛，eBay 的市场地位保持不变，Target、Carvana、Lowe's 等小型公司的市场排名上升。**2023 年亚马逊占美国电子商务份额 37.6%，排名第一；沃尔玛占 6.4%，排名第二；eBay 占 3.0%，排名第四。从平台的流量来看，亚马逊和在东南亚具有绝对优势的 Shopee 平台月活人数显著高于其他平台。

图20：2023 年部分国家电商集中度对比 (CR3)



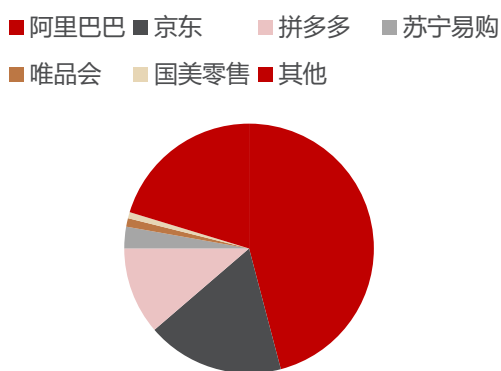
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图21：2023 年美国电商格局



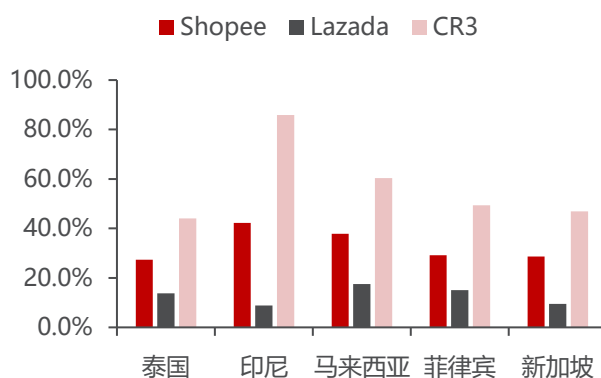
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图22：2022 年中国电商格局



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图23：2022 年东南亚各国电商格局



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

**表5: 2023H1 主流电商平台总月活人数**

APP 名称	总月活 (万)	备注
Amazon	52739	环比上涨 1 亿, 增量主要来自印度
Shopee	28522	东南亚、南美, 发展势头良好
Lazada	14460	东南亚、南美, 发展势头良好
Shein	13240	欧美, 几乎翻倍
Aliexpress	12670	活跃用户数略有回升
美客多	10180	欧美, 几乎翻倍
Temu	5750	
Ebay	5630	欧美
Walmart	3370	主要是美国买家
Ozon	3116	俄罗斯
Coupang	2075	韩国
Alibaba	1861	美国 b 端用户
Etsy	1523	北美, 对比 22 年 12 月数据减少 18 万
Wish	1334	呈下降趋势
Dhgate	145	敦煌网

资料来源: Questmobile, 民生证券研究院

**表6: 美国主流电商平台**

	Amazon	Shein	Temu	ebay	Wish	TiktokShop	
客单价区间(美元)	同类产品的价格是 Temu 的 2.5 倍左右	70-80	35	-	-	东南亚地区客单价 5 美元左右, 英国地区客单价 10~20	
平台定位	综合性的电商平台, 商品和服务覆盖多个品类。除零售外还提供其他服务: 电子书, 出版, 云计算服务和生鲜连锁超市	B2C, 专注于快时尚和服装。性价比的垂类电商, 首先是供应链公司, 其次是电商零售商	低价策略货架电商。是供应链公司, 其次是电商零售商。	全球性在线购物和拍卖平台, 商品多样化。容纳个体卖家和小商家或个人的平台	全球 B2C 电商, 主打兴趣电商 (内容电商)。涵盖时尚、家居、电子产品、美频购物广告, 美妆、运动用品等多个品类	直播引流+短视频, 个人防护、珠宝配饰	是核心品类
用户画像	年龄跨度广泛, 商品种类丰富, 全球化使其用户来自不同国家多元文化。	以 20-25 岁年轻女性为主	美国地区流量占比大, 以中青年为主。吸引寻找独特商品、聚焦年轻群体和价格折扣或二手商品的敏感群体	用户年龄跨度广泛。价格敏感型购物者	年轻一代用户, 特别 Z 世代和年轻的千禧一代 (青少年到 30 岁出头的人群)		
布局	主要面向欧美发达国家的消费者, 主流站点包括北美站, 欧洲站, 日本站和新型站点。覆盖 24 个国家	47 个国家	已进入 39 个国家地区, 其中大部分位于北美和欧洲	主要覆盖美国和欧洲, 覆盖全球 38 个站点	主要用户集中在欧美地区, 覆盖全球近 80 个国家, 超过 75% 用户来自欧美	中国内地和中国香港, 英国、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡、美国	
GMV(亿美元)(2022)	6928	227	6	546.1	-	2023 电商销售目标提高至 200 亿美元	
月用户数(万)(2023H1)	52739	13240	5750	5630	1334	1500	
履约	FBA 仓, 1-2 天配送	5-15 天, QuickShip 选项将配送时效缩短	7-15 天, 超过 99 美元免费配送, 以色列	-	1-2 天发货, 5 天内到达	3 天发货, 5-10 天到货	

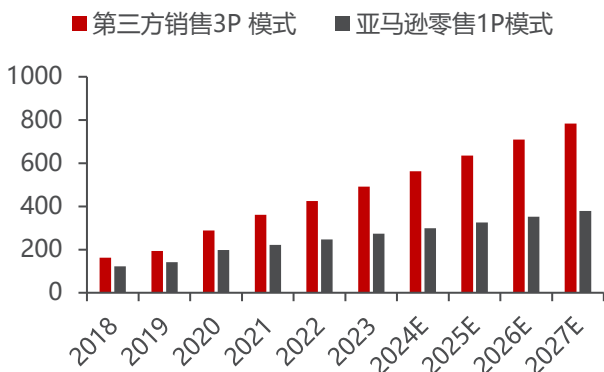
	至 4-6 个工作日	列 6-15 天、超时赔 获积分, 菲律宾合作 极免 5-10 工作日	
售后	45 天内接受退货。 期限要求在收到货 品后 30 天内。商品 详细信息页面显示 “免费退货” 则不用 承担退货运费。	(免费礼品、紧身 衣、内衣、泳装、珠 宝、美容、内衣、活 动和派对用品、DIY 用品、宠物用品和配 饰不可退货) 不提供换货服务。自 购买之日起 90 天 内, 可以退货。	由卖家决定是否接 受。且卖家指定退货 期限及退货邮费支付 方式。 自商品“已送达”之 日起有 30 天的时间 发起退货。订单出现 “延迟交货”, 买家 有可 48 小时内退 款。

资料来源: 各平台官网, 民生证券研究院

### 1.1.3 为什么亚马逊可以成就龙头地位: Prime 会员与 FBA 形成飞轮效应, 构筑核心壁垒

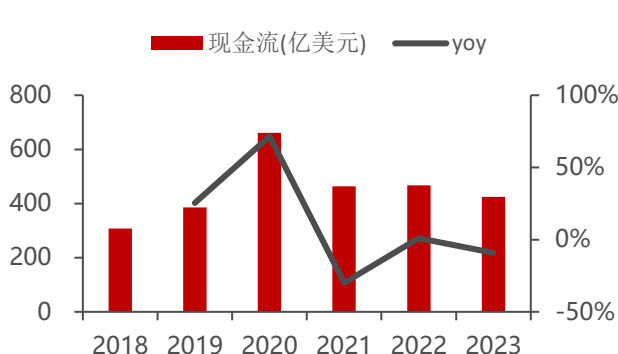
亚马逊电商主业稳固竞争力, 云计算业务拓宽新增长曲线。公司多年维持营收及现金流高速增长, 坚持长期主义基建及研发投入, 物流履约壁垒稳固有望驱动长期稳健增长。

图24: 亚马逊各模式销售收入 (十亿美元)



资料来源: statista, 民生证券研究院

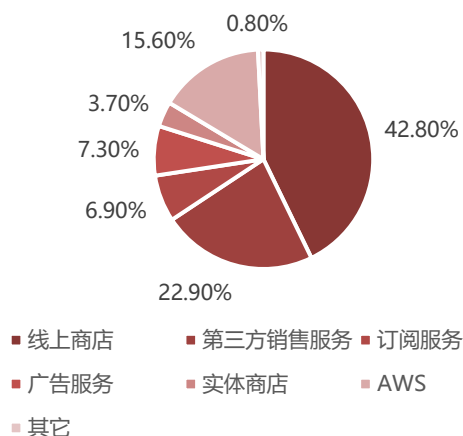
图25: 亚马逊现金流变化及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

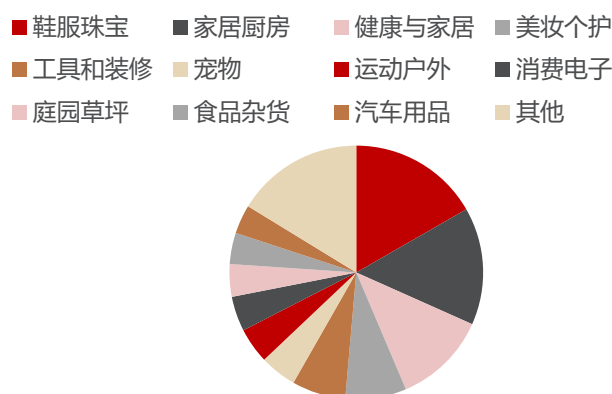
业务结构以电商零售为核心, 积极拓展云服务。亚马逊电商业务以图书音像自营起家, 2000 年前后开始积极布局仓储物流体系建设, 提升自营商品履约效率; 2001 年亚马逊开放平台服务吸引第三方卖家, 构建多样化商品组合、扩大平台规模; 2007 年推出 FBA 服务, 将自有物流履约能力赋能第三方卖家, 整体提高平台商品履约质量、逐步构建起稳固竞争力。收入来源包括线上商城、第三方卖家服务、订阅服务、广告收入、AWS 云服务等, 2022 年分别占比营收 42.80%/22.9%/6.85%/7.34%/15.58%。

图26: 2023年亚马逊各业务结构占比



资料来源: 亚马逊公司财报, 民生证券研究院

图27: 2023年亚马逊品类结构



资料来源: 久谦数据, 民生证券研究院

➤ FBA 物流履约能力构筑坚实壁垒

**FBA 提升配送效率, 优化费用。**亚马逊第三方卖家通常会采用 FBA 或 FBM 履约模式: FBM (Fullfillment by merchants) 即卖家自配送, 由商家自行负责从库存到客户服务的一系列流程, 运输环节使用 UPS、Fedex 等常见国际快递, 仓储环节及尾程配送环节通过自有仓库/第三方海外仓及美国邮政完成, 亚马逊仅作为销售平台。FBA 服务 (Fullfillment by Amazon) 最初于 2006 年推出时主要是为避免 3P 扩张造成商品履约等环节的掌控力减弱, 从而导致消费者体验的急剧下降, 因此平台将自营模式供应链以增值服务的方式卖给 3P 商家, 允许第三方卖家使用亚马逊自建仓配物流系统完成配送, 相比 FBM 自配送模式能够帮助 3P 卖家提高履约确定性, 使其享受与自营商品一致的标准化履约时效, 改善消费者体验。FBA 商品通常 1-2 个工作日即可完成尾程配送, 相比直邮模式 (3-5 工作日) 具有更高时效性, 而同等时效下 FBA 配送费用低于美国商业快递。

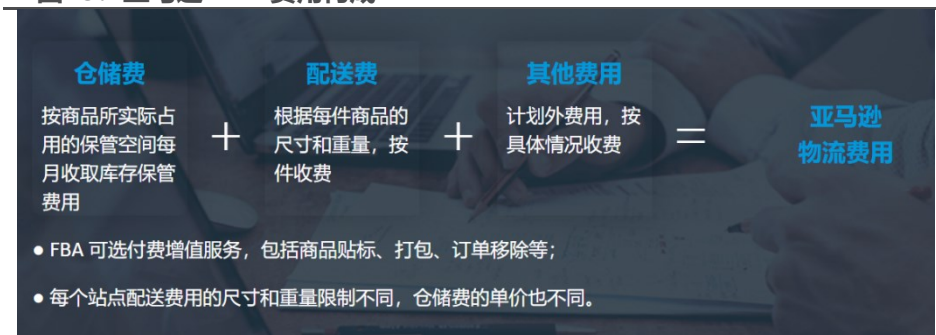
表7: FBA 和 UPS 的快递效率及费用 (单位: 美元) 对比

重量	亚马逊(非服饰类)		USPS	
	3-5 个工作日	2-5 个工作日	隔日达	1-3 个工作日
<4oz	3.22; 3.31	5.0	26.35	
4-8oz	3.40; 3.49	5.7		9.25
8-12oz	3.58; 3.68	6.5	26.75	
12-16oz	3.77; 3.82	8.0		
1-1.5lb	5.40		27.15	10.35
1.5-2lb	5.69	8.95		

资料来源: FBA 全球开店官网、USPS 公司官网, 民生证券研究院; 注: 1lb=16oz

**FBA 整体的物流成本明显高于第三方海外仓, 服务的主要用户是 prime 会员。**对于非会员的卖家费用较高。FBA 费用主要包含三个部分, 仓储费、配送费和其他费用, 其他费用主要包含操作费、退货费用等。

图28: 亚马逊 FBA 费用构成



资料来源: 亚马逊全球开店官网, 民生证券研究院

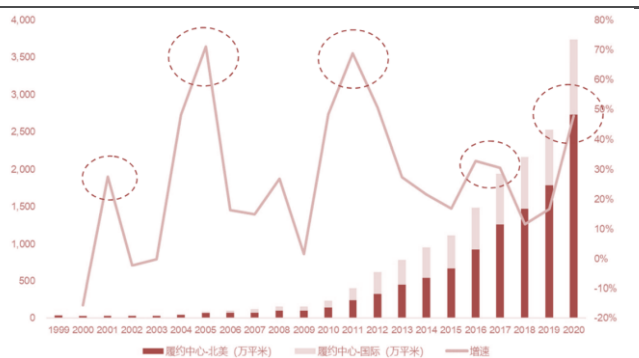
**物流履约能力持续提升。**截至 2013 年, 亚马逊共有 40 座配送中心。为降低尾程配送对 FedEx 和 USPS 的依赖, 亚马逊提出“Operation Dragon Boat”战略打造自有运输配送和履约能力, 2014 年起开始大规模建立分拣中心和配送站点, 提高自主运输配送比例, 加强对客户最后一公里交付质量及成本的控制。亚马逊美国站点基本可做到 1-2 日送达, 普遍快于自发货。此外, 随着亚马逊仓储及配送网络的持续扩建和完善, 时效仍在持续改善, 2019 年起 Prime 会员免费两日达服务升级为免费一日达。2014 年至 2020 年亚马逊在其履约中心面积年复合增速达 25%, 截至 2021 年, 亚马逊在北美拥有 253 个履约中心、110 个分拣中心。据 MWPVL 统计, 截至 24 年 3 月, 亚马逊在全球运营 1363 个物流设施 (包括末端配送站), 面积约 4046 万平方米, 在建物流设施 170 个, 面积约 596 万平方米, 截至 22 年末, 拥有货机 86 架。

图29: 亚马逊美国地区的物流设施和占地面积在 2020 年疫情期间实现急速增长



资料来源: Freight Waves, 民生证券研究院

图30: 亚马逊国际履约中心面积



资料来源: Freight Waves, 民生证券研究院

**配送速度的提高是亚马逊快递规模增长的关键驱动力, 并使 Prime 会员的购买频率增加。**亚马逊成为美国头部快递企业, 年发送包裹预计达 59 亿个。在截至 23 年感恩节, 亚马逊已在美国投递了超过 48 亿个包裹, 其内部预测到 23 年年底将投递数量将达到约 59 亿个包裹。23Q1-3, UPS 总计在美国国内处理了约 34 亿个包裹。

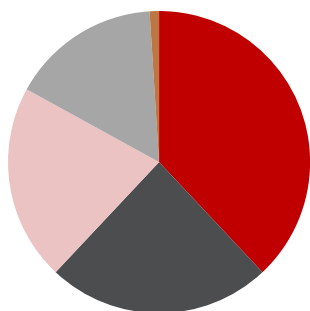
**表8：全球快递规模前十大企业**

22 年排名	21 年排名	公司	总部地点	22 年快递收入 (百万美元)	22 年总收入 (百万美元)	快递收入占比
1	-	Amazon.com inc.	USA	117,716	514,044	22.9%
2	1	UPS Inc.	USA	100,338	100,338	100.0%
3	2	FedEx Corp.	USA	90,155	90,155	100.0%
4	3	DHL Group	Germany	87,036	108,254	80.4%
5	5	Maersk	Denmark	80,023	81,490	98.2%
6	4	United States Postal Service	USA	78,507	78,507	100.0%
7	6	CMA CGM	France	74,500	74,500	100.0%
8	7	COSCO Shipping Group	China	58,108	58,108	100.0%
9	8	Kuehne+ Nagel International	Switzerland	45,066	45,066	100.0%
10	12	SF Express	China	41,838	41,838	100.0%

资料来源：Transport Topics, 民生证券研究院

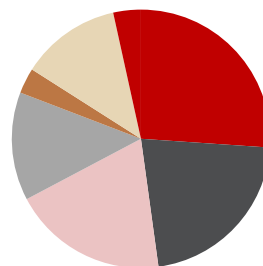
**图31：2020 年美国快递市场格局**

■ USPS ■ UPS ■ 亚马逊 ■ 联邦快递FedEx ■ 其他



资料来源：网经社, 民生证券研究院

**图32：2020 年国内快递市场格局**

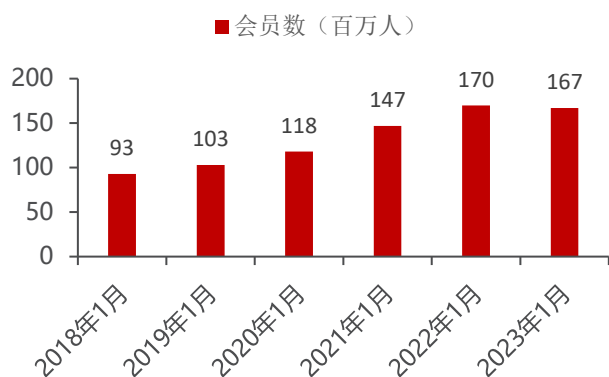
 ■ 中通快递 ■ 韵达股份 ■ 圆通速递 ■ 申通快递  
 ■ 极兔速递 ■ 顺丰控股 ■ 京东物流


资料来源：国家邮政局, 艾媒咨询, 民生证券研究院

### ➤ Prime 会员强化用户粘性

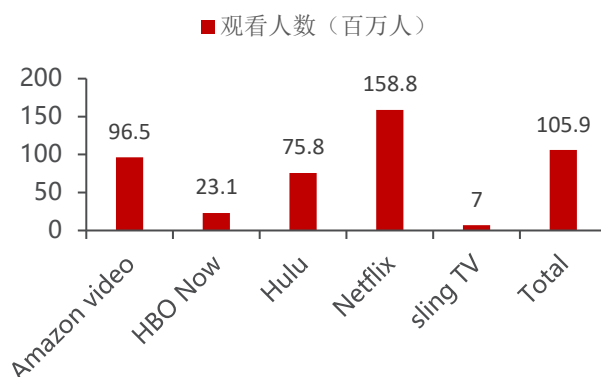
**会员享有多项便利及优惠，和 FBA 相辅相成，形成飞轮效应。**2001 年亚马逊开放三方平台后，在飞轮效应的理念下，平台入驻了非常多物流能力参差不齐的外包服务商，给平台招致大量投诉。为解决平台服务质量的问题，2005 年，亚马逊推出了 Prime 会员服务，最初仅包含“两日达”免运费快递服务。2007 年引入了 FBA 后，将自有物流履约能力赋能第三方卖家，推动 Prime 商品种类进一步丰富。目前 Prime 会员权益包括 4 大类：1) 物流配送权益，含免费两日送到、部分地区免费当日送达、2 小时送达等；2) 流媒体权益，含 Prime Video、Prime Music 等；3) 购物权益，主要为购物返现和亚马逊自有品牌产品的优惠折扣等；4) 阅读及其他权益，含超过 35 万本 Kindle 电子书免费下载和有声书收听等服务，以及会员分享、免费的无限照片存储空间等。

图33: 亚马逊会员人数: 23 年 1 月为 1.67 亿



资料来源: 民生证券研究院

图34: 2019 年亚马逊会员视频服务已成为美国除了 netflix 外的, 第二大视频服务商



资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

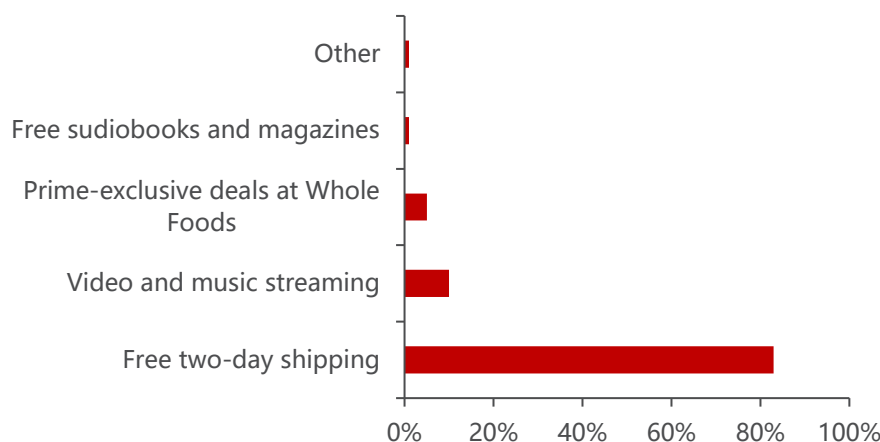
解决用户的核心物流痛点, 物流权益是 Prime 会员最满意的服务。在物流方面, 非亚马逊 prime 会员的美国境内配送是 9.99 美元起步, 对比顺丰和 USPS 配送时效及价格可得, 同等时效下美国物流快递成本明显高于国内 (同样取履约时效 2 天、重量 1kg, 顺丰特快跨省配送价格约 23 元, USPS Priority Mail Express 基础距离配送价约 26 美元)。

表9: 部分国家/地区亚马逊非会员配送费用 (每单/美元)

地区	标准配送	加急配送	优先配送
亚洲	5.99 起	10.99 起	13.99 起
澳大利亚	4.99 起	-	14.99 起
加拿大	6.99 起	-	13.99 起
加勒比海	6.99 起	13.99 起	39.99 起
中美洲	9.99 起	10.99 起	18.99 起

资料来源: 亚马逊官网, 民生证券研究院

图35: 2019 年美国亚马逊 prime 会员最满意的服务

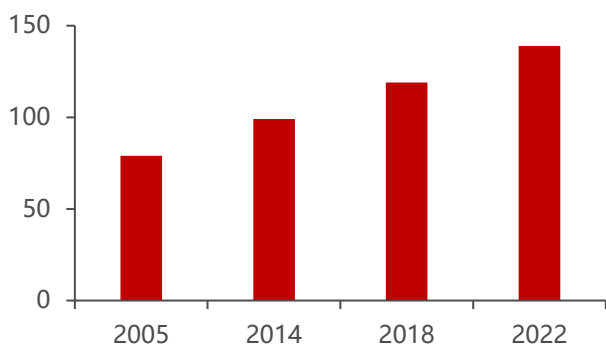


资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

会员服务收入成为亚马逊三大业务支柱之一, 同时会员支出比非会员多出接近一倍。2018 年, 亚马逊 Prime 会员数超过 1 亿, 接近以会员制著称的零售

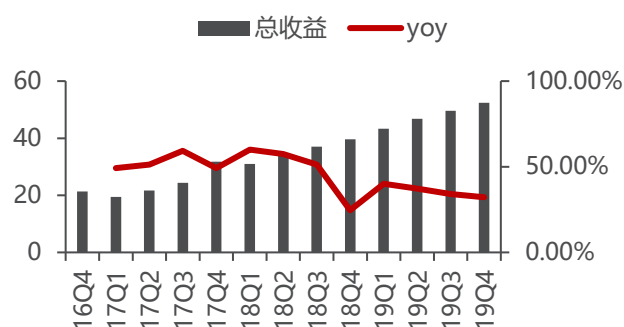
商 Costco 的 2018 年会员数的 2 倍，亚马逊 Prime 会员平均在亚马逊消费 1400 美元，非会员则消费不到一半，只有 600 美元。2015 年 7 月 16 日，Amazon Prime Day 首次推出，同步在美国、英国等 9 个国家上线。短短三年内，Prime Day 就成了 Prime 会员全球广泛关注的购物活动。2016 年 Prime Day 购物时长为 24 小时，2017 年延长至 30 个小时。2018 年购物时长持续 36 小时，在此期间 Prime 会员购买了超过 1 亿件商品。

图36：亚马逊 prime 会员价格（美元）不断提升



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

图37：会员服务费收入（亿美元）及其增速



资料来源：36 氪，民生证券研究院

**亚马逊在开展付费会员制的时间和会员量级上，领先于国内电商平台。**

Prime 会员和国内电商的会员，包括京东 Plus 会员、天猫 88vip 会员，从本质上讲是一种营销工具，是刺激会员消费的方式。但随着亚马逊业务和会员体系的发展，它成为一种向会员提供一系列不断变化的福利和特权的方式，这些额外的权益内容创造了亚马逊的新业务线。Prime 竞争力的优势在于具有可复制性，Prime 享有的权益和服务基于亚马逊打造的商品生态系统，因此 Prime 可以遍布亚马逊布局的业务领域。

图38：亚马逊 Prime 会员所处的业务生态系统



资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

**国内外电商市场差异大，平台采用会员制的目标不同。**国外的会员模式不适用于内市场。物流是海外电商的一个痛点，亚马逊 Prime 会员享受全国范围两天

内免费送货上门服务，而普通用户则有免运费门槛，且到货时间为 5-6 天，付费会员优势明显。物流不是国内电商的痛点，在中国市场，包邮、两日达是行业平均水平，继续提升性价比不高，付费会员无法形成差异化体验。且国内电商已进入拼存量阶段，新用户增长空间有限。与 prime 模式的追求更多新会员，赚会员费、增值服务费盈利的目的不同。

**表10：三种电商平台会员模式**

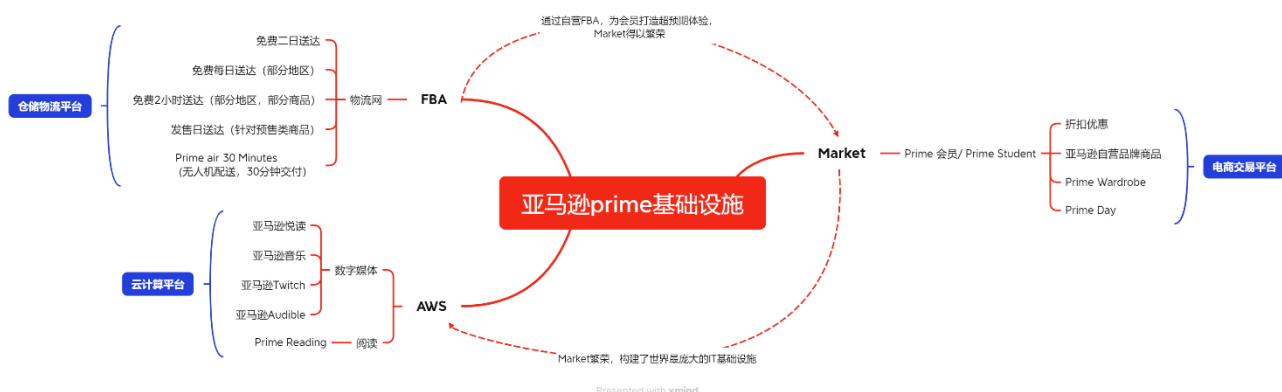
	京东 PLUS 会员	天猫 88VIP	亚马逊 prime 会员
权益	1.plus 京典卡 <i>购物:</i> 10 倍返京豆; 100 元金品类券/月; Plus 会员价; 品牌 95 折; 专属购物节 <i>联名:</i> 长期与多企业联合, 且提供多种生活特权 <i>服务:</i> 免费退换货+专属客服等: 健康特权; 读书会员 2.Plus 联名卡 与 B 站, 百度文库, 喜马拉雅等联名	<i>购物:</i> 天猫自营及 88 家品牌产品 95 折优惠+专享购物券 (300 元品类券) <i>联名:</i> 万豪金卡+优酷+淘票票+饿了么+网易云音乐+高德打车一年会员等 <i>其他:</i> 阿里健康 95 折+天猫通用红包 (每月 4 张积分兑)+小样加赠服务: 运费险卡+专属管家+退货免首重费用等	<i>邮寄服务:</i> 免运费二日达, 慢速邮寄获赠代金券, 部分地区 2 小时送达或当日达 <i>多媒体服务:</i> Prime Video 等电视电影视频节目, 收费电视台观看, 亚马逊无线音乐 <i>购物体验:</i> 亚马逊 Pantry 配送, 亚马逊购物退现权益活动; 提前进入闪购 <i>阅读服务:</i> 35 万本 Kindle 电子书免费下载, 有声读物免费收听; 获赠 6 个月华盛顿邮报存储服务
开通费用	plus 京典卡 149 元/年, 免费试用 30 天 (自动续费 4.9 元试用 30 天) Plus 联名卡 178 元/年	淘气值 >=1000 分, 88 元 淘气值 < 1000 分, 888 元 淘气值根据近 12 个月的消费行为表现 (消费金额、购买频次、互动、信誉等) 综合计算而来	119 美元/年或 12.99 美元/月

资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

**Prime 会员为收入增长带来高效的持续性。** 1.创造循环价值, 从而产生了更多可预测的现金流。2.形成了用户自反馈的转化漏斗, 意味着未来企业创造增量价值的成本通过会员推荐的方式变低。3.会员持续消费带来的数据增长, 有助于企业开展业务洞察, 更好的了解用户购物行为并服务用户, 甚至会影响企业发展策略。

**建立付费会员体系是一个需要迎合市场动态且不断调整、完善的过程。** 付费会员制为企业带来的商业价值并不是在短时间内体现出来的, 只有当会员达到一定量级后, 会员红利才有可能释放。

图39：亚马逊 prime 会员业务建立在其 3 大基础设施上：网站、FBA、AWS

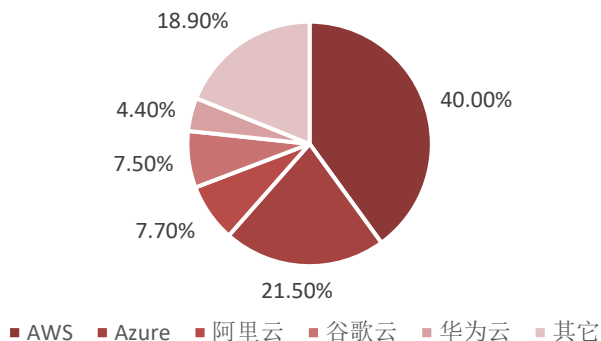


资料来源：36 氪，民生证券研究院

➤ 云服务打造新增长引擎

2017-2022 年全球云计算市场规模 CAGR 为 21.8%。全球云计算市场竞争格局为一超多强，2022 年 AWS 在全球云基础设施服务市场份额为 40%，保持行业第一位置，Azure、阿里云、谷歌云分别占据第二至四位，分别占比 21.5%、7.7%、7.5%。

图40：2022 年全球云基础设施服务市场份额



资料来源：Gartner，民生证券研究院

(1) AWS 收入来源：向初创公司、企业、政府机构和学术机构销售计算、存储、数据库等服务产品。自 2015 年起 AWS 销售额维持高速增长，2015-2023 年复合增长率达 35.73%。2023 年 AWS 净销售额为 907.57 亿美元，同比增长 13.31%，高于亚马逊整体的净销售额增速 11.83%。AWS 净销售额占比 2015 年为 7.36%，持续增长，2023 年为 15.79%。AWS 持续贡献利润增量，2023 年实现营业利润 246 亿美元，营业利润率为 27.09%。

(2) AWS 公有云产品服务：IaaS（基础设施即服务），PaaS（平台即服务），SaaS（软件即服务）。AWS 通常通过合作伙伴和市场（AWS Marketplace）提供，以企业应用和行业解决方案为主。AWS 提供的产品服务种类繁多，涵盖计算、存储、机器学习、区块链、物联网、量子技术等多个类别。目前 AWS 在全球范围内拥有广泛的客户分布，在全球 31 个地理区域内运营着 99 个可用区，客户覆

盖零售、电信、汽车、医疗、游戏、金融等多个细分行业。

(3) 2023 年业绩：2024 年 2 月 2 日，亚马逊发布 23 年财报。1) 2023：净销售额 5747.85 亿美元，同比增长 11.83%，营业利润 368.52 亿美元，同比增长 200.88%，净利润 304.25 亿美元，22 年同期为-27.22 亿美元。2) 23Q4：净销售额 1699.61 亿美元，同比增长 13.91%，营业利润 132.09 亿美元，同比增长 382.61%，净利润 106.24 亿美元，同比增长 3721.58%。

**表11：亚马逊 2023 年财报数据**

	净销售额 (亿美元)	营业利润 (亿美元)	净利润 (亿美元)
22Q4	1492.04	27.37	2.78
23Q4	1699.61	132.09	106.24
2022	5139.83	122.48	-27.22
2023	5747.85	368.52	304.25

资料来源：亚马逊 2023 年财报，民生证券研究院

2023 年各业务稳定增长。受益于单位销售额的增长和客户使用量的增加，北美、国际、AWS 业务的净销售额分别同比增长 12%、11%、13%；业务类型上，广告服务和第三方卖方服务的净销售额同比增长 24.29%、18.98%，而营收贡献最大的网店业务的增速仅为 5.39%。北美和国际业务的营业收入分别增加了 177.24、50.90 亿美元，主要源于单位销售额和广告销售额的增加，同时，AWS 业务的营收同比增长 7.84%。

**表12：各渠道、各类型、各地区业务的净销售额 (亿美元) 变动情况**

		2022	2023	YOY
分渠道	北美	3158.80	3528.28	11.70%
	国际	1180.07	1312.00	11.18%
	AWS	800.96	907.57	13.31%
分类型	网店	2200.04	2318.72	5.39%
	第三方卖方服务	1177.16	1400.53	18.98%
	AWS	800.96	907.57	13.31%
	广告服务	377.39	469.06	24.29%
	订阅服务	352.18	402.09	14.17%
	实体店	189.63	200.30	5.63%
	其他	42.47	49.58	16.74%
分地区	美国	3561.13	3956.37	11.10%
	德国	335.98	375.88	11.88%
	英国	300.74	335.91	11.69%
	日本	243.96	260.02	6.58%
	世界其他地区	698.02	819.67	17.43%

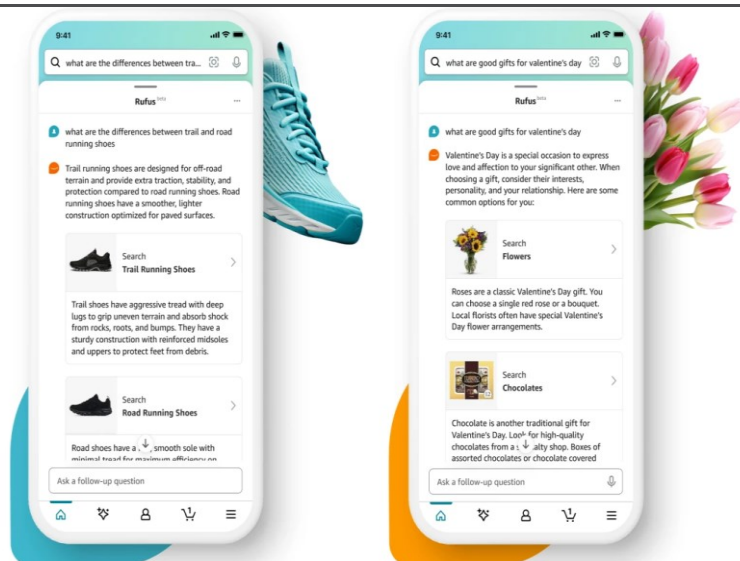
资料来源：亚马逊 2023 年财报，民生证券研究院

**23Q4 促销活动推动亚马逊业绩飙升。**在 23 年 10 月亚马逊 Prime 会员日和黑色星期五、网络星期一假日购物季活动中，数百万新客户注册成为 Prime 会员，亚马逊全球的商品销售量超 10 亿件，以 1061.8 亿美元的销售额成为美国促销活动的电商霸主。各销售渠道表现亮眼，北美业务的销售额为 1055 亿美元，同比增长 13%，国际业务的销售额为 402 亿美元，同比增长 17%。同时，网店、第

三方卖方服务、AWS、广告服务、订阅服务、实体店等业务的净销售额均同比增长，其中，广告服务的同比增幅达 27%，第三方卖方服务的净销售额同比增长 20%，订阅服务和 AWS 的增幅超 10%。

**发布 AI 购物助手。**2024 年 2 月 1 日，亚马逊推出 Rufus 生成式 AI 购物助手，对卖家来说，主要功能包括 AI 评论整合，AI 服装合身功能，AI 链接编写工具，这三类工具对转化率层面产生的影响更明显，对买家来说，可以帮助用户回答问题、提出建议、比较商品，提升其购物体验，长期来看，生成式 AI 智能服务的发展有望增加公司的收入。

**图41：亚马逊推出 Rufus 生成式 AI 购物助手**



资料来源：WeAreSellers，民生证券研究院

## 1.2 商业模式：为什么全托管模式成为出海“利器”，多个平台采用该商业模式？

全托管模式是电商平台掌握经营权，商家仅掌握货权的模式。对商家来说，更适合缺乏运营能力的工厂型卖家；同时，平台掌握经营权后，对产品的价格和质量可以同时把控，对消费者来说可以满足性价比需求。而三方平台模式更适合贸易型或者工贸一体的卖家，其本身具备一定运营能力，对跨境卖家来说，则还需要具备物流、仓储、税收等方面的处理能力；但是对消费者来说，三方平台的产品品类更完善，选择更多。

根据商家和平台之间的合作模式、权责分配方式不同，电商平台的商业模式主要分为三大类型，全托管模式、三方平台以及自营模式。

**1) 全托管模式拥有更大的议价权，可以通过找到货源获得较低的供货价，利用自身的供应链优势赚取利润。**对于全托管模式，商家只需“纯供货”，商家推款、寄样，审核通过后，商家将产品提供给平台，由平台负责后续的商品运营、

履约和售后环节。其中的费用分配则根据平台的不同有细微的差别，目前全托管模式平台包括 Temu、Tiktok、Lazada，都采取“0 佣金”模式，商家或承担售后的费用。因此全托管模式对商家来说，费用较低，但是在价格上的把控权较低，毛利率较低，Temu 商家毛利率约为 20%左右。大多数电商利用全托管模式来打造“超低价”商品，主要以引流为目的。

**2) 三方平台通过会员费和增值服务向商家进行收费，平台对商家和产品的掌控程度最低，承担的责任也最少，同时对商家的独立性要求最高。**商家把控产品的定价权、运营以及履约。对商家来说，准入门槛较低，但运营的门槛较高。从以亚马逊平台为主要渠道的跨境电商卖家毛利率来看，华凯易佰/赛维时代/乐歌股份 2023Q3 的毛利率分别为 37.81%/69.74%/36.52%。

**3) 自营模式主要通过赚取商品差价。**平台对供应商议价能力比较强，而且大批量订货，从而从供应商获取较低的供货价。2022 年京东毛利率为 14.06%。

**表13：三种平台商业模式对比**

	全托管模式	三方平台	自营模式
运营责任分配	平台负责店铺运营、订单处理、物流等，商家专注于货品提供。	平台提供交易与服务规范，但商家需自行负责商品运营、价格制定、物流服务。	平台完全自主运营，包括商品上架、订单处理、物流等。
商家参与程度	商家提供货品，参与程度相对较低。	商家需要负责商品的运营、价格决定、物流服务等，参与程度较高。	商家完全参与平台的全部运营活动。
利润分配方式	利润相对较薄，平台承担更多责任。	利润由商家决定，平台收取服务费。	利润由平台完全掌握。
风险与责任	风险相对较低，责任主要由平台承担。	商家需要承担更多的责任，包括商品质量、售后服务等。	平台对所有风险和责任负责。
门槛与投入	降低了运营门槛，商家投入相对较低。	需要较高的运营门槛，商家需要投入更多资源。	对平台来说门槛最高，需要大量资金和资源投入。
灵活性与创新	商家相对较少的运营权可能导致创新受限，但能够专注于产品创新。	商家有更多灵活性，能够自主决定运营策略，推动创新。	平台有更大的灵活性，能够直接推动创新，但可能受到内部体系限制。
市场适应性	适合工厂型卖家和有产品研发能力的卖家，对于大规模商品提供有利。	相对灵活，适合各类商家，但需要具备较高的运营实力。	需要大量资源，适合规模庞大、实力雄厚的平台。
市场竞争与饱和度	由于门槛较低，可能导致市场竞争激烈，饱和度较高。	竞争程度中等，较全托管模式更具挑战性，但市场相对更广。	由于门槛高，竞争相对较小，但市场可能相对有限。
合作伙伴关系	商家与平台之间更像合作伙伴，合作关系较为紧密。	商家与平台是合作关系，但相对独立，有更多独立决策权。	平台对商家的依赖相对较低，关系更像是供应商与平台。

资料来源：Shopee 跨境电商，雨果网，Kalodata 研究院，民生证券研究院

**表14：三大平台商业模式的优劣势对比**

	全托管模式	三方平台	自营模式
优势	对于工厂型卖家和有产品研发能力的卖家，全托管模式降低了运营门槛，提高了进入跨境电商领域的速度。节省了卖家的运营成本，简化了运营流程，让卖家能够更专注于产品研发和供货。	商家有更多的自主权，可以自行制定商品价格、进行独立的运营活动。利润较全托管模式更灵活，由商家自主决定。	平台拥有对整个运营过程的完全掌控权，能够保障品牌形象和服务质量。利润完全由平台掌握，有更大的盈利潜力。
劣势	利润相对较薄，商家可能感受到竞争激烈，且难以通过定价获取更多利润。对于不具备供应链资源的小卖家来说，可能会感到生存压力增大，因为平台更倾向于与具备稳定供货能力的卖家合作。	运营门槛较高，对于初入行或没有大量资源的卖家来说，可能难以竞争。需要商家自行承担更多的责任，包括售后服务、物流等，增加了运营的复杂性。	运营成本和门槛最高，需要大量资金和资源投入。与全托管模式相比，对商家的依赖较低，但也意味着商家失去了一定的自主权。

资料来源：Shopee 跨境电商，雨果网，Kalodata 研究院，亿邦动力，民生证券研究院

### 1.2.1 全托管模式：以低价和高效为目的，集供应链优势与平台运营和营销能力于一体

**全托管模式有利于平台集中流量，对商家来说有利于节约运营与人力成本，将多精力放在研发与生产。**全托管模式对于货源充足、具备供应链优势的企业来说，无需再进行前端的销售和运营，相应地可以节省大量时间与人力成本。商家将释放大量的时间和精力，专注在产品研发和生产环节，不断提升生产效能。并且比起单个供应商企业，平台运营在流量和营销方面的经验和能力更强，可以在全局角度上，发挥规模效益，集中流量打造热销产品，弥补企业在选品方面的空缺，提升消费者购物体验。

#### 1.速卖通

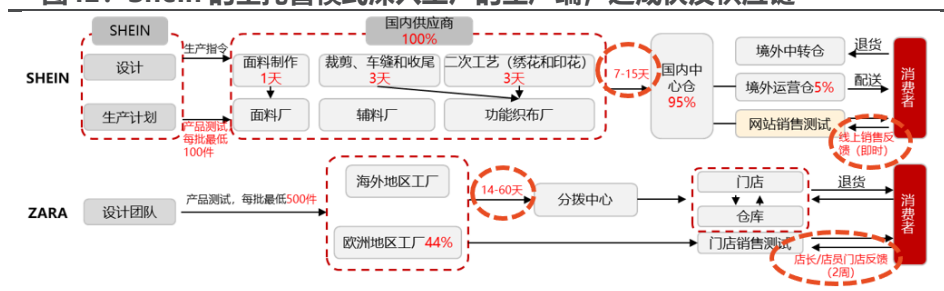
**速卖通平台主要是中国供应商向国外工厂提供商品的小型跨境电子商务业务。**65%的速卖通业务客户是个人，35%的客户是从事小批发业务的企业。目前，速卖通的全托管店铺实际上是一种卖家供货给平台的模式。在全托管店铺中，所有产品仍然展示在官网和速卖通买家 APP 上。平台提供全托管服务，包括产品上架、订单处理、物流配送、客户服务等一系列服务，同时还提供营销推广、数据分析等增值服务。卖家就只需专注货品和研发，备货入仓即可，在回款方面也会相对更加自由。

#### 2.SHEIN

**DTC 巨头 Shein，成立之初就采取了工厂供货，平台运营的合作模式。**为保证生产速度和质量，SHEIN 自建了一套管理供应链的系统，通过自研的订单管理系统，以人货标签结合销售数据，融通商家与消费者，实现了精准运营。近期 SHEIN 最近推出的第三方平台业务模式亦包含了全托管模式，主要针对的是部分优质的 SMB 卖家。SHEIN 全托管代运营模式卖家只需供货至中国 SHEIN 仓库，定价/运营/物流等一切都交给 SHEIN 打理。借助 SHEIN 庞大的资源和优势，企业省去了自己建立和维护运营体系的繁琐流程，是减轻压力和降低成本的高效选

择。

图42: Shein 的全托管模式深入工厂的生产端, 达成快反供应链



资料来源: 搜狐“DATA 数据分析站”, 晚点 latepost, 民生证券研究院

### 3.Temu

Temu 采用的是“寄售模式”, 即卖家只需要承担上传产品, 并把货物寄送到 Temu 国内仓库, 后续销售运营物流全部由平台承担。相比于 SHEIN, Temu 采取了一种简单而直接的方式, 针对海外市场的热门产品进行商家招募通过竞价模式追求最低价, 力求实现价格的极致优势。

### 4. TikTok Shop

在全托管模式下, 商家仅需要负责供货, 而平台将全权负责商品的运营与流量面, 这大大的降低了商家在 TikTok 的运营门槛, 可以说是 OBM 商家不可错过的新商机。经营服饰、3C 数码类外贸工厂享受到早期和先发机会, 产品上架很快就售罄, 平台目前也正紧急加大服饰、3C 数码、美容美妆等品类招商力度。TikTok 全托管模式的优势有很多比如入驻 0 佣金、0 保证金、0 入驻费、0 海外仓储成本、回款快速、“躺平式”经营、无压力销售。

表15: 全托管模式平台

	Temu 全托管模式	AliExpress	Lazada 全托管模式	TikTok shop	Shopee
推出时间	2022 年 9 月	2022 年 12 月	2023 年 4 月 25 日	2023 年 5 月 16 日	2023 年 7 月 27 日
推出地区	47 国	西班牙、波兰、智利、巴西、韩国、美国等	菲律宾, 后续会开放其他站点	沙特、英国、美国	菲律宾、巴西、泰国、越南、新加坡、马来西亚、墨西哥、智利以及哥伦比亚
面向对象	B2C, 工贸一体、工厂型商家, 供应链整合能力强的贸易商	B2B 有货品优势的商家	工贸一体、工厂型商家, 国内品牌商家, 传统欧美商家	工贸一体、工厂型商家、有跨境运营经验的商家、有跨境供货经验商家有意向跨境供货的内贸商家	有其他平台全托管经验的工贸一体工厂型商家, 有供应链资源的贸易商
品类	覆盖全品类	偏向标类商品	偏向日用消耗品普通标类商品包括电子、服饰箱包、生活美家、大快消	覆盖全品类, 重点是服饰、箱包配饰、家居、户外、文具、美妆个护、玩具、30 小家电、汽摩配件	覆盖全品类, 重点是电子、时尚生活、快消品类
选品	平台与商家协商	平台与商家协商	平台与商家协商	平台与商家协商	商家提报平台筛选

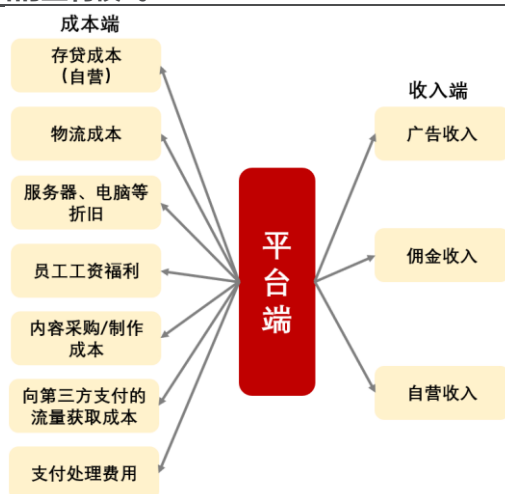
发货	商家备货入库或使用 JIT 模式	商家负责	平台提货量建议卖家负责发货到仓库，计划未来上线 JIT 模式	商家负责	商家首次发 20 个到平台国内仓库，后续商家根据平台备货建议发货至集货仓
定价	平台定价	平台与商家协商	平台与商家协商	平台与商家协商	平台提供建议，商家定价
运营	卖家提供产品图片描述、价格、重量等信息，平台进行推广	卖家提供产品图片描述、价格、重量等信息；平台设置 choice 频道，进行推广	卖家提供产品图片描述、价格、重量等信息；平台设置 choice 频道，进行推广	卖家提供产品图片描述、价格、重量等信息；平台进行推广	卖家提供产品图片描述、价格、重量等信息；平台进行推广
物流	平台负责第三方物流	平台负责第三方物流	平台负责第三方物流	平台负责第三方物流	平台负责第三方物流
回款	卖家签收日 T+1	未提及	7-14 天	每月 1 日 16 日商家和平台结算	平均 14 天结算一次
售后	卖家承担	合作 3 个月内售后退款全部由 AliExpress 负责	退货货品无法二次销售，平台承担；无破损可二次销售，则重新上架	未提及	未提及

资料来源：易仓科技 ERP，民生证券研究院

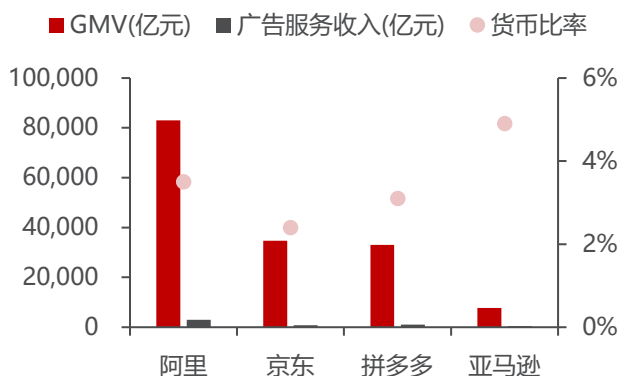
### 1.2.2 三方平台：传统电商模式，主要收入来源是广告和佣金

三方平台的收入来源主要是广告和佣金，商家运营对平台的依赖较小，自主性更强。从平台货币化率来看，货币化率越高，说明平台里有越多的流量分配给了商业化，平台上商家可以获得的免费流量越少。亚马逊平台的流量分配机制偏向于将自然流量更多给予销量及评价较好的产品，需要长期的销售积累，而平台的货币化率明显高于国内的电商平台，这意味着在亚马逊平台的新产品推广将花费更多的流量推广和广告费用。从广告收入占比来看，京东和亚马逊的占比不足 10%，主要因为其核心业务是自营，自营部分的商品 GMV 可以算作收入，但是其商品成本很高。

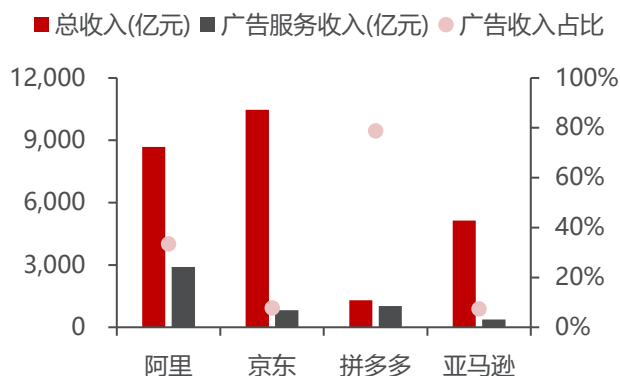
图43：三方平台的盈利模式



资料来源：阿里巴巴、亚马逊公司年报，民生证券研究院

**图44：2022 年电商平台货币化率**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图45：2022 年电商平台广告收入占比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

## 1.3 趋势展望：海外供应商占比提升，性价比需求增长，全托管模式成为“时代宠儿”

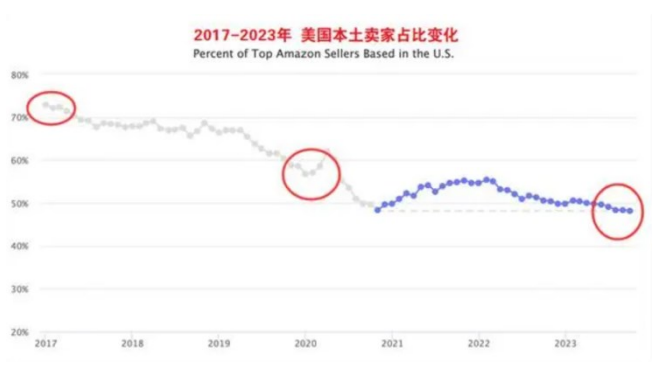
从供给端来看，在美国电商市场，海外供应商占比逐渐提升，亚马逊平台的海外卖家占比由 2017 年 27% 提升至 23 年的 52%。跨境卖家的贸易链条更长，其中涉及的业务与运营更复杂，全托管模式是为卖家解决复杂运营的优质商业模式。从需求端来看，海外的性价比需求不断增长，性价比零售商获得超额增长，而全托管模式是强有力的控价模式。因此我们认为，当下的美国市场，全托管模式能够高度适应行业变化，诸如 Temu、Shein、Tiktokshop、Lazada、Shopee 均开启全托管模式。

### 1.3.1 供给端：海外供应商占比不断提升，电商贸易链条加长

**海外供应商占比逐渐提高，贸易链条加长，运营门槛提升。**2017 年，亚马逊上有 73% 都是美国本土卖家，其他国家的卖家只占 27%。2020 年该比例降至 60%，2023 年仅有 48% 的卖家是美国本土卖家，52% 为海外供应商。

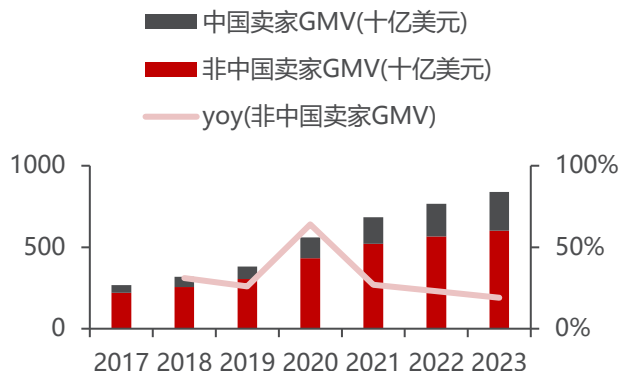
**中国卖家规模快速增长，亚马逊上有超过四分之一的商品交易额，都是中国卖家创造的。**2017 年开始，中国卖家在亚马逊上所占的市场份额呈现出快速增长的趋势。2017 年，中国卖家在亚马逊上的 GMV 为 480 亿美元，仅相当于亚马逊总 GMV 的 18%。2020 年，中国卖家创造的 GMV 达到了 1280 亿美元，占亚马逊总 GMV 的比重达到了 23% 以上，近三年 GMV 增长了近三倍。2023 年，中国卖家的 GMV 达到了 2380 亿美元，占据亚马逊 GMV 的比重来到了 28% 的历史最高点。

图46: 亚马逊平台的本土卖家占比逐渐降低 (%)



资料来源: Marketplus, 民生证券研究院

图47: 亚马逊中国卖家占比增加, 规模增速超全平台



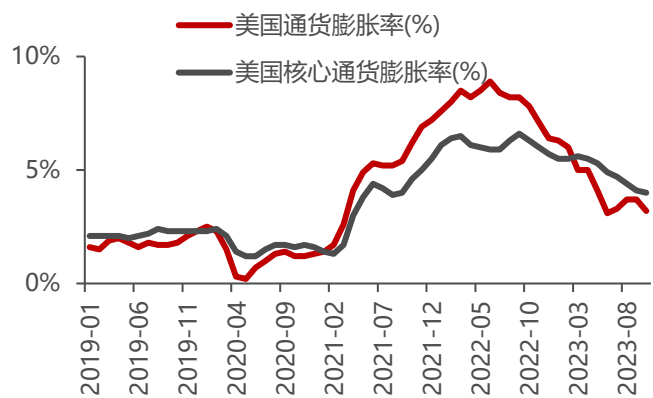
资料来源: Forst&Sullivan, 民生证券研究院

### 1.3.2 需求端: 性价比需求增长, 性价比电商空缺

**美国通胀水平长期维持高位。**纽约联储最新发布的统计显示, 美国消费者预计未来一年通胀依然将维持在 6% 的高位。高通胀正在持续冲击美国家庭的购买力, 虽然紧张的劳动力市场推高了薪资增速, 但美国劳工部数据显示, 过去一年美国个人收入在通胀调整后下降了 2.6%。受此影响, 密歇根大学消费调查显示, 5 月美国消费者信心指数降至 2011 年以来的最低水平, 其中耐用品购买指数创下了 1978 年启动调查以来的新低。

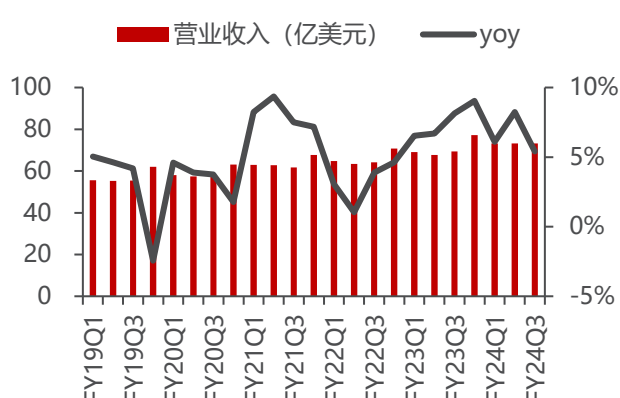
**性价比需求增长, 平价零售商业绩显著增长。**通胀水平提升给平价零售商带来机遇, 达乐 (Dollar General) 23Q1 营收 69 亿美元, 同比增长 6.5%, 其中食品和饮料销售额增长 9.2%, 抵消了部分服装和家居产品类别销售额的下降。旗下的门店销售一季度迎来了历史新高, 同店销售额增长 11.2%。美国最大零售商沃尔玛的财报显示, 消费者逐渐倾向于性价比更高的自营品牌, 特别是熟食、乳制品等生鲜类别中, 自营品牌渗透率的增加迹象明显。

图48: 美国通胀水平变化



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图49: Dollar Tree 收入变化



资料来源: ifind, 民生证券研究院

**亚马逊会员日的销售占比提升, 反映消费者对性价比商品的需求增长。**2022 年 12 月, 亚马逊自有品牌在平台销售的所有产品中占比 17.4%, 而在 2021 同期

数据为 13.2%。期间产品销量增长了 9300 件，共计 12 亿美元。

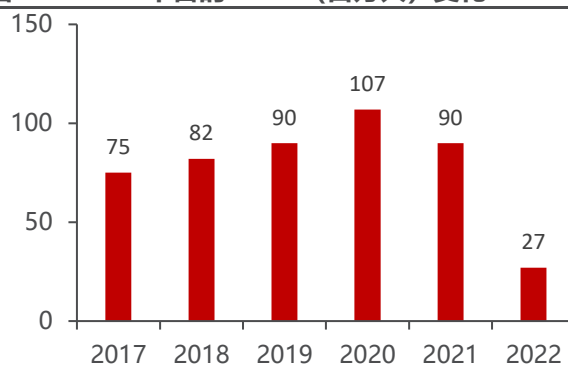
**海外性价比电商龙头空缺。**2013 年 Wish 进入跨境电商领域，主打低价折扣，区别于其他的电商。与亚马逊、eBay、速卖通位列全球四大跨境电商。平台定位“廉价”的同时，没有保证合规和产品品质以及售后质量，自 2020 年开始营收持续下滑。22 年 11 月因“产品不合规、不合法”在法国市场被下架。23Q3Wish 收入 6000 万美元，同比下降 52%；净亏损 8000 万美元。

图50：亚马逊会员日的销售占比提升



资料来源：LinkedIn 领英，民生证券研究院

图51：Wish 平台的 MAU (百万人) 变化



资料来源：businessofapps，民生证券研究院

## 2 Temu：全托管模式的“集大成者”，充分发挥供应链及互联网经验优势

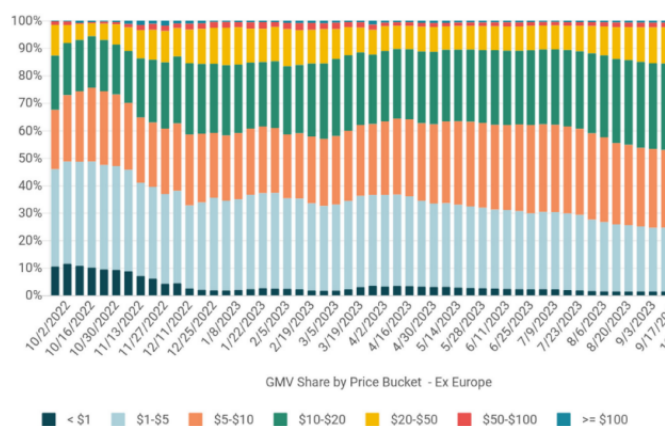
### 2.1 平台概况：具有社交属性的性价比平台电商，23 年 GMV 同比增长 22 倍，快速打开美国电商市场

#### 2.1.1 市场定位：具有社交属性的性价比平台电商，瞄准年轻/低收入/女性用户

强调平台的社交属性，通过用户间传播拉新。Temu 是拼多多旗下跨境电商平台，App Store 应用详情页显示意为“Team Up, Price Down”，与国内名拼多多的意思相近，即买的人越多，价格越低。延续国内拼多多的拉新玩法，Temu 同样通过用户间的相互传播获取新客户。例如，成功邀请新用户后双方均可获得六折优惠，邀请 2 名新用户可获得按摩仪、洗衣机、耳机等奖品，或者直接领取 20 美元现金补贴。除此之外，平台推出“养鱼”游戏，邀请新用户下单后可获得“鱼粮”，“鱼”收成后，可用“鱼粮”换取免费礼物。

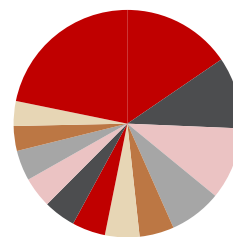
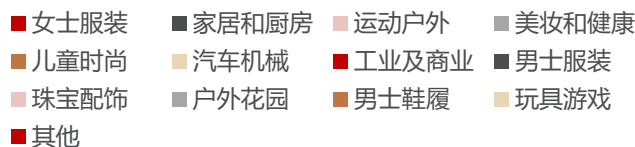
低收入、年轻人群是 Temu 的主要用户，补全美国电商市场的性价比空缺。价格方面，同样的产品，Temu 的定价为亚马逊的 1/3-1/2。以太阳能灯类目为例，亚马逊 Best Seller 前八名近 30 天的总销售量约计 6.5 万单，价格为 20~50 美元。而 Temu 的同款产品总销量约计 40 万单，定价基本在 10 美元以内。此外，据三方数据机构估算，Temu 在美国的每一个订单都要补贴 30 美元。Temu 的崛起不仅对电商平台形成竞争，也直接冲击线下平价消费。1 元店的品类和 Temu 高度重合，用户人群也较为重合。

图52：Temu 1-20 美元的订单贡献大部分 GMV



资料来源：YipitDATA，民生证券研究院

图53：2023 年 Temu 品类结构



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

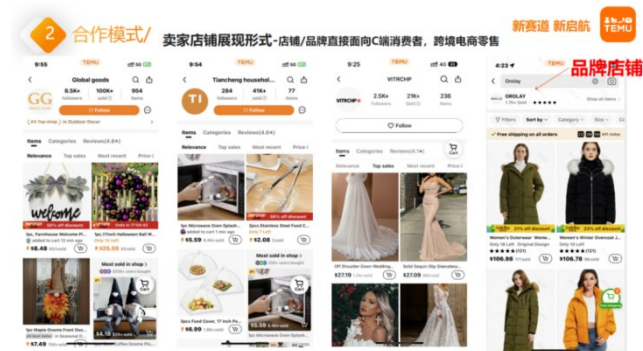
表16: Temu 和 Shein 服饰类商品的部分产品均价

单位: 澳元	Temu	Shein
牛仔裤	23.13	33.36
吊带背心	12.11	7.1
t恤	11.45	11.61
卫衣	19.29	17.25
外套	27.63	32.66

资料来源: Temu 官网, Shein 官网, 民生证券研究院 (价格为 2023 年 12 月 24 日官网显示)

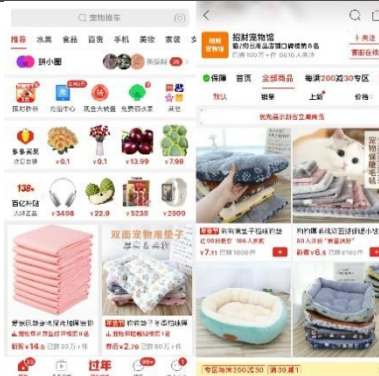
页面简洁, 品类基本涵盖日常生活。相比国内拼多多, Temu 页面更加简洁, APP 的橙色 Logo 中除了 Temu 的英文, 还有裙子、玩具马、高跟鞋和箱包图案, 与 Temu 目前主打的品类一致。商品分类主要包括家居园艺、宠物用品、女士服装、童装、男士服装、鞋包、内衣、电子产品、美妆、运动等全品类。

图54: Temu APP 页面截图



资料来源: Temu APP, 民生证券研究院

图55: 拼多多 APP 页面截图



资料来源: 拼多多 APP, 民生证券研究院

以美国为首站尝试地区, 现已上线全球 47 个国家或地区。23 年 10 月, Temu 日均 GMV 突破 150 万美元, 入驻的商家数量近 3 万个。23 年 4 月, 先后进驻英国、法国、德国等发达国家; 7 月开始布局亚洲市场, 先后在日本、韩国上线; 8、9 月分别在菲律宾、马来西亚开设站点, 逐步打开东南亚市场, 参与 Shopee、Lazada 等头部区域电商的竞争。截至 23 年 12 月, Temu 已经上线了全球 47 个国家地区。

Temu 团队大部分来自“多多买菜”。Temu 背后的团队主要由来自“多多买菜”的一级主管组成, 其中包括 COO 顾娉娉, 拥有丰富的出海经验。此前曾经负责多多买菜多个省区的一级主管赵佳臻和葡萄(花名)被调任至 Temu, 参与美国市场的招商工作。拼多多主站增长负责人吴垚负责 Temu 的广告投放推广, 供应链负责人刘鑫琦同时也负责拼多多主站和多多买菜的供应链。

图56: Temu 扩张路线



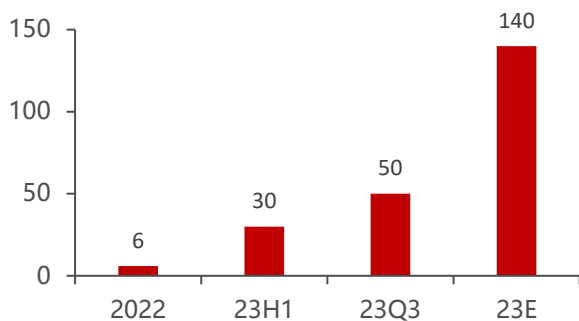
资料来源: 晚点 LatePost, 民生证券研究院

### 2.1.2 经营现状: 平台 GMV 预计 23 年同比增长 22 倍, 月活人数达到亚马逊的一半

Temu 开始大幅贡献收入, 预计 23 年完成 140 亿美元 GMV。第三季度拼多多的交易服务收入为 291.5 亿元, 同比增长 315%, 交易服务收入的大幅增长主要来源于拼多多海外业务 Temu 的快速扩张。23Q3 Temu 的销售额超过 50 亿美元, 9 月份其单日 GMV 达到 8000 万美元, 月销售额与上半年 30 亿美元的 GMV 几乎持平。Temu 预估 2023 年全年将完成 140 亿美元 GMV。

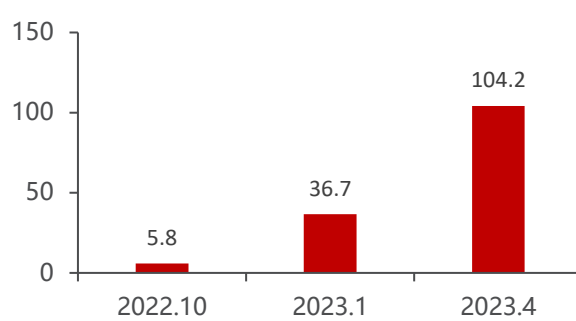
23 年 4 月平台用户数量超过 1 亿。23 年 6 月, Temu 美国的月为 4200 万, 约为亚马逊美国 MAU 的 60%。2023 年 10 月, Temu 英国月活为 1520 万, Shein 为 730 万, Amazon 为 2520 万。得益于平台的流量增长, 23H1 有 14% 的亚马逊卖家开拓了 Temu 渠道, 是其他电商渠道中布局新开拓数量最多的。

图57: 23 年 Temu 预计实现 140 亿美元 GMV



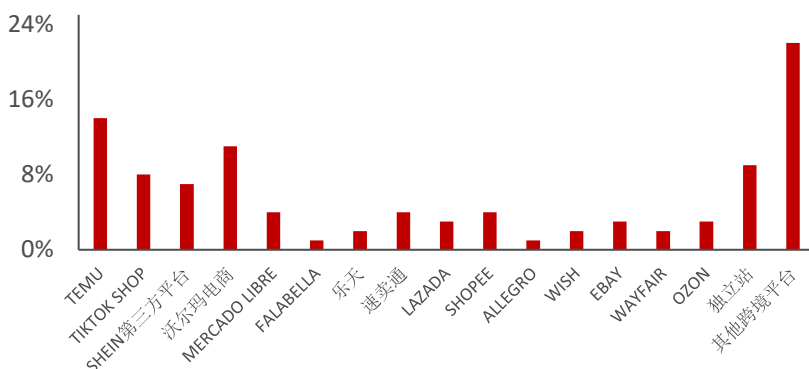
资料来源: businessofapps, 民生证券研究院

图58: Temu 平台用户数量 (百万人) 快速增加



资料来源: Bloomberg, secondMeasure, 民生证券研究院

图59：23H1 亚马逊卖家布局其他电商平台的比例：其中 14%的亚马逊卖家开拓了 Temu 渠道



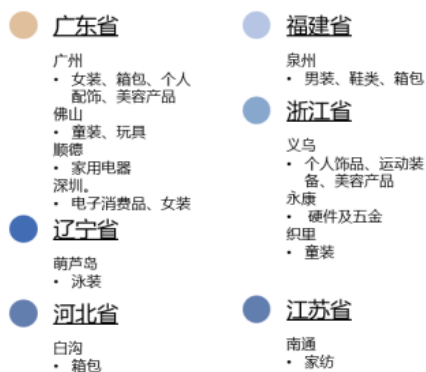
资料来源：雨果网，民生证券研究院

## 2.2 优势：核心来源是全托管商业模式，以及成熟的互联网经营

### 2.2.1 享国内精细化供应链优势，及海外大消费市场红利

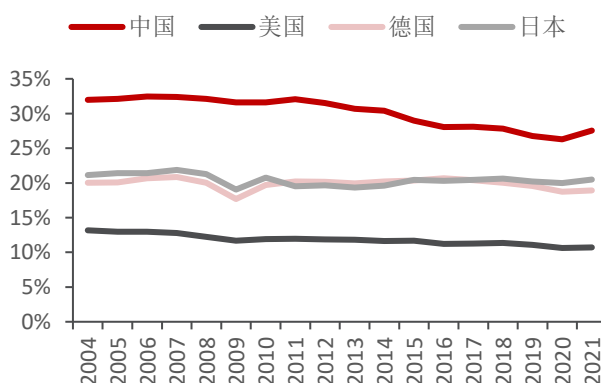
Temu 弥补了海外电商最大供给端缺失——轻工业小商品。依赖于劳动力成本优势、后发国家具有的模仿优势以及制度性的优势，过去 40 多年中国制造不断发展。中小企业背靠巨大市场，在大量的需求驱使下的规模生产中，通过学习曲线向下运行不断降低成本，最终生产出富有竞争力的低价产品。国内供应链精细化程度非常高，因此可以达到各环节效率提升及成本下降的效果。2004 至 2021 年间，中国制造业增加值年复合增速达 12.2%。国内拥有庞大的制造业体量，制造业体系基础扎实。

图60：国内优质制造分布在广东、长三角等地



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图61：全球主要国家制造业增加值占比 GDP 变化



资料来源：世界银行，民生证券研究院

背靠拼多多供应链资源，以低价获得品牌同质货源。拼多多在长期的经营中积累了超过 1100 万家供应商网络，自 2015 年以来培育孵化了 1000 余个工厂品牌。2018 年拼多多在全行业率先推出“新品牌计划”，与源头品牌和厂商深度

合作。背靠国内优势供应链和拼多多数年经营，Temu 低价优质产品具有强有力的供应链支撑。通过直触供应链末端，以低价获得品牌同质货源。

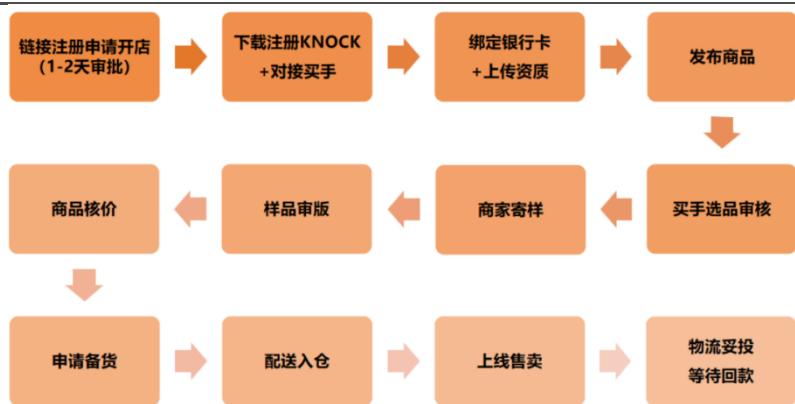
## 2.2.2 商业模式为制胜法宝：全托管模式—对价格和质量的同时把控，开放半托管—扩充商家类型与平台品类

**掌握定价权，提高商品竞价频率。** Temu 通过比价系统每周进行一次商品竞价。同款商品价低者胜出，可以获得更多流量倾斜；而竞价失败的商品，则会被平台限制备货与上新。

**掌握选品，保证商品质量以及市场匹配。** 客诉是非常严重的问题，我们认为 Wish 平台的没落主要归咎于产品质量导致的客户满意度降低。按照拼多多以往的平台模式，无法对商家商品进行控价，在 Temu 开拓新市场的初期，需要运营自由度。通过类似采购的方式，商家给出成本价，Temu 可以自主定价，用补贴低价值的畅销商品的方式来拉新转化。

**掌握售后及发货流程，服务质量提升。** 拼多多售后采用“仅退款”方式，Temu 的售后也采用“仅退款”。一方面提升用户体验，另一方面对于做跨境电商的人来说，除非高价值的商品，退货物流费、仓储费等成本可能超过商品价值。

图62：Temu 与商家的合作流程



资料来源：雨果跨境，民生证券研究院

**入驻门槛低，VMI 现货模式与 JIT 预售模式可选。** VMI 就是需要卖家把货备到 Temu 仓库后，商品才会显示在买家前台页面。优势是卖家风险更小，不会因为物流时效问题导致罚款问题，劣势是卖家需承担一定的备货压力。在 JIT 模式下，商家需要在接到订单后的规定时间内（通常为 2 天）将商品送至 Temu 的肇庆河誉仓库。入驻门槛方面，Temu 的入驻门槛较低，1000 元人民币保证金即可开店，企业公司、个人、工商户均可开店。

图63: Temu 商家可选的 2 种模式: JIT 模式与 VMI 模式



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

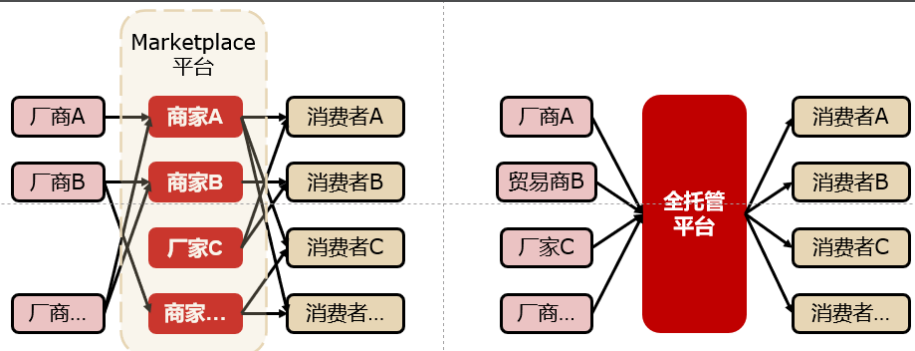
图64: Temu 入驻门槛低



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

**全托管服务消费者, 三方平台服务商家。** Temu 同时压缩自身和商户的利益, 来给予消费者最优的价格和服务。而商家对于 Temu 仅是商品的供应商, 入驻门槛非常低, 并有附加的平台给予的各项入驻福利, 其利益并不需要被优先虑。而速卖通虽肯定也看重消费者的体验, 但其追求的核心是为平台上的商家服务, 并帮助商家赚到更多的钱。把货物卖给消费者本质上是平台上商家获利的途径。因此, 对消费者而言, 两者模式的不同就已注定了前者会是更实惠的选择, 也更能吸引消费者。

图65: 全托管平台 vs 三方平台的供应链关系



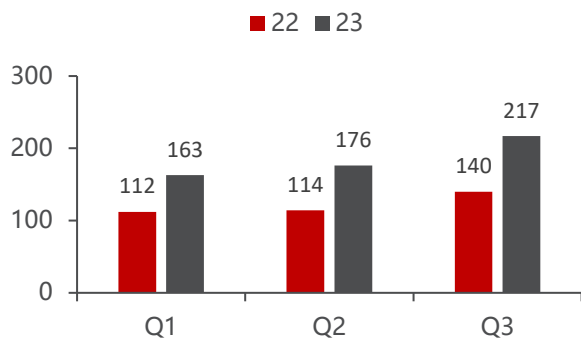
资料来源: Dolphin Research, 民生证券研究院

### 2.2.3 成熟的互联网经验: 复刻拼多多, 通过用户裂变是最重要的流量来源

**大量营销投入以及节奏把控, 增强流量和月活用户。** 根据拼多多财报, 23Q1-3 销售费用支出为 556 亿元, 相比 22 年同期增加 52%。23 年 2 月 Temu 在超级碗投放广告, 两条 30 秒广告位费用超 1400 万美元 (约 9550 万人民币), 根据 Sensor Tower 数据, 超级碗节目播出当晚, Temu 的下载量环比增长了 45%, 日活跃用户环比增长了 20%。在 7 月下旬和 8 月上旬的返校季购物高峰, temu 也加大投放力度。根据 Sensor Tower 的数据, 截至 23 年 11 月, Temu 在

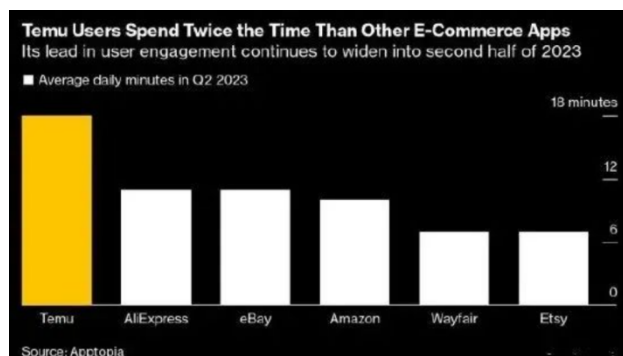
广告方面的支出有 46% 投向了 Facebook，22% 投向了 Instagram，15% 投向了 YouTube。Temu 计划在 24 年 2 月 11 日举行的美国超级碗比赛中，购买多个广告位。

图66：拼多多销售及市场费用（亿人民币）23 年各季度同比增幅 50+%



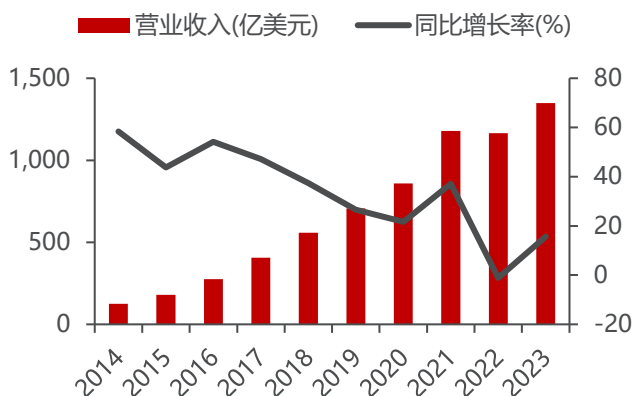
资料来源：wind，民生证券研究院

图67：在年轻用户中，每天花费在 Temu 的时长为亚马逊的 2 倍



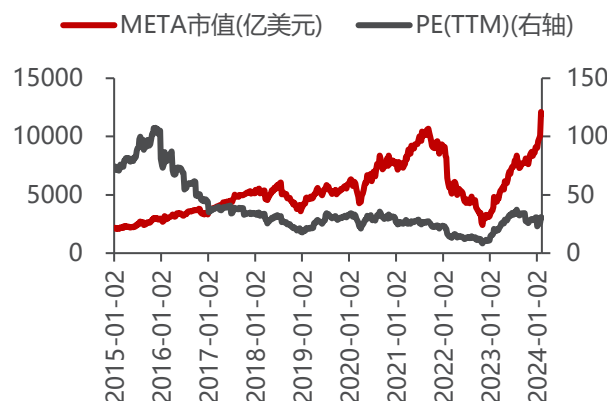
资料来源：Apptopia，民生证券研究院

图68：23 年 Meta 业绩超预期



资料来源：ifind，民生证券研究院

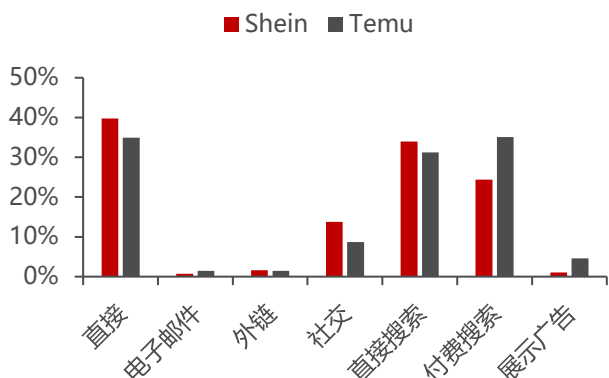
图69：Meta 市值及 PE(TTM)变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

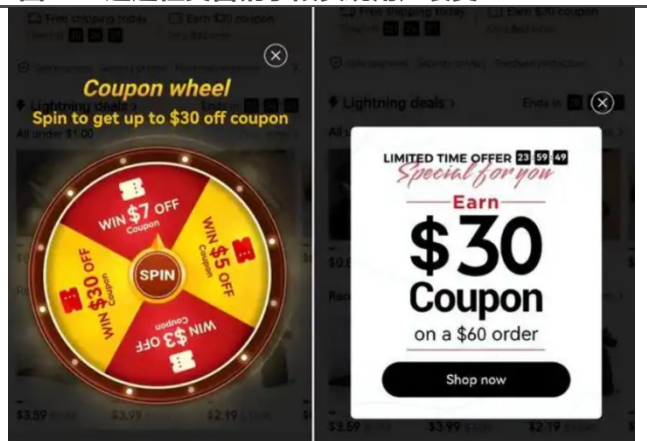
**用户裂变是最主要的流量来源。**据 similarweb 统计，来自用户的直接流量仍是 Temu 流量的热门来源，11 月占比达到 45.56%。Temu 延续国内拼多多初期策略，通过社交裂变、信息流广告以及 KOL 推荐等多种方式促进增长。通过 KOL 在各大社交平台借势，包括开箱视频、试穿体验、好物分享等；营销获客方面，套用国内拼多多营销手段，接连推出“新人注册券”、“1 美分购买”、“转盘拉新返现” Referral Bonus（通过 WhatsApp、Facebook 等社交平台邀请新用户注册）等玩法，消费者可以通过邀请新用户的方式获得直接优惠折扣。

图70: 23年9-11月 Shein 和 Temu 的流量来源



资料来源: similarweb, 民生证券研究院

图71: 通过社交营销手段实现用户裂变



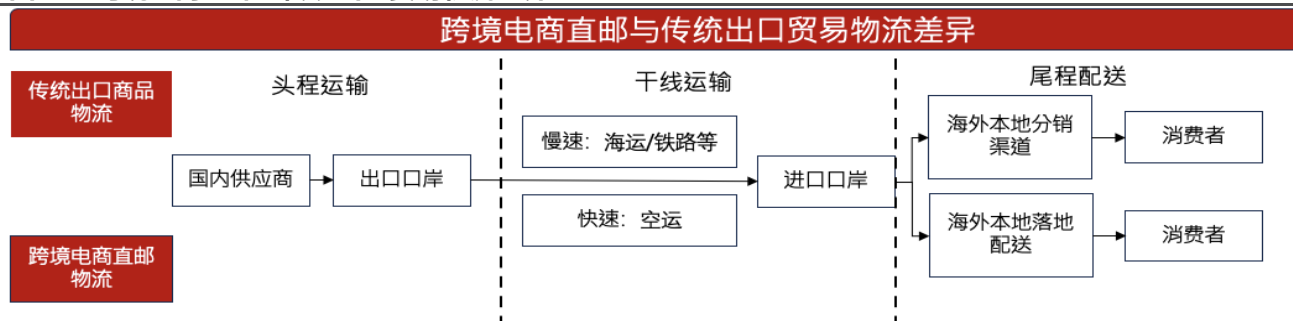
资料来源: Temu APP, 民生证券研究院

## 2.3 展望: 海外仓布局后完善品类矩阵, 开放三方平台优化盈利模式

### 2.3.1 自有海外仓建设, 及开启半托管模式: 缩短履约时间, 有利于品类完善

Temu 的短板在于履约, 配送周期为 7-10 天。Temu 现阶段整个物流链路大致可以分为三段, 1) 头程: 卖家将商品通过合作的快运或快递公司发往国内转运仓, 据“晚点 Last”, 目前 Temu 至少有 30 个仓库地址, 其中广州有 12 个、肇庆 8 个、佛山 5 个, 其他分布在东莞、清远、中山, 基本位于郊区现成的物流园区, 每个地址大约有不只一座仓库。2) 干线: Temu 从转运仓通过极兔国际或云途物流发至海外转运枢纽, 3) 尾程: 然后再经当地物流方如 UPS、DHL 等配送给海外用户。Temu 的整体配送时长大约需要 7-10 天, 对比亚马逊 Prime 会员 1-2 天, 普通用户 2-5 天的配送时长, 劣势明显。

图72: 跨境电商直邮与传统出口贸易物流差异



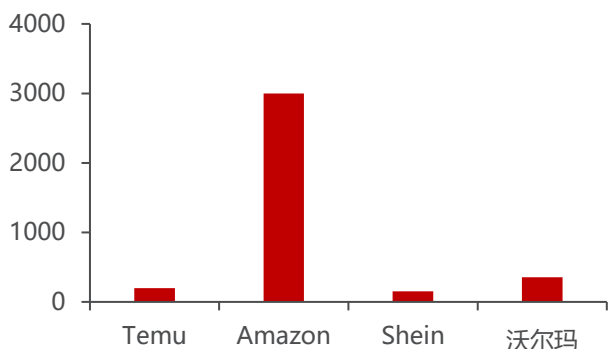
资料来源: Dolphin Research, 民生证券研究院

基础设施难以匹配快速增长的订单, 多次发生“爆仓”情况。23年3月, 超级碗广告的发布使得 Temu 的订单快速增加, 导致多个仓库持续爆仓, 最长可持续半月以上。Temu 与美森、以星、达飞、马士基、中远海运等世界著名船公司

展开合作，将通过海运快船形式进行货物运输，解决跨境电商物流问题，同时降低物流成本。从其他电商平台的仓储来看，Shein 目前在全球有三种仓型，分别是国内中心仓、海外中转仓和海外运营仓。其中，国内中心仓位于广东佛山，周边有多个卫星仓，其全球 95% 的商品由国内中心仓库直发。亚马逊 2013 年打造了自己的全球物流网络，在平台流量的加持下，送货业务快速增长。据 MWPVL 统计，截至 22 年年底，亚马逊在全球运营 1561 个物流设施（包括末端配送站），面积约 3660 万平方米，在建物流设施 441 个，面积约 1403 万平方米，截至 22 年末，拥有货机 86 架。2023 年 11 月到 2024 年 3 月，Temu 计划将广东的仓库规模翻番，以满足增加的业务量。

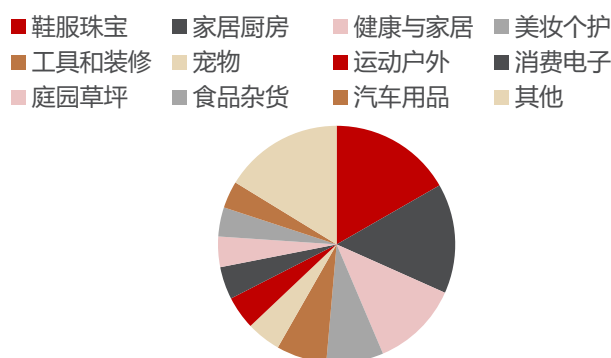
**受限于物流和平台定位，产品集中在小件轻工商品。** Temu 当前 SKU 的数量约为 2~500 万量级，而 Amazon 的 SKU 量级则在 3-6000 万左右，Temu 的商品数量大约仅为亚马逊的 1/10。主要系①商业模式和定位的限制，国内跨境电商缺乏海外货源；②目前普遍采用的直邮运输方式不适配大件商品，运费角度经济效益偏低；③对于在海外已有销售渠道的品牌/商家，因价格管理和渠道维护未必会入驻跨境平台。因此，目前小包直邮还是跨境电商的主流，集中在小件轻工业品。

图73：电商平台 SKU 数量（万个）



资料来源：海豚投研，民生证券研究院

图74：2023 年亚马逊品类结构



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

**启动美国本土海外仓建设，以及墨西哥仓储布局。** 23 年 6 月正式启动美国本土海外仓建设，规划在美国东部和西部各建一座海外仓库。优化物流成本以及买家的物流体验，更快的配送时效或许能够带来更高的转化率以及更多的订单。**品类拓展完善平台产品。** 大件商品可以通过海运+本地仓模式在保证时效的情况下提高大件商品的经济效应。商品丰富度增加有望带来更多的客流量和复购率。

**“半托管”模式计划于 24 年 3 月 15 日在美国站点上线，月底将扩展至欧洲站点。** 半托管模式主要针对货在海外仓的卖家。卖家自己导入平台订单，自行完成发货履约。Temu 半托管模式的推出，将为卖家提高发货时效，也有利于提升消费者满意度。Temu 的全套流程，配送时长大约需要 7-10 天的时间，对比亚马逊 Prime 会员 1-2 天，普通用户 2-5 天的配送时长，劣势明显。全新推出的半托管模式，采用美国本土现货发货，直接省去国内头程及干线物流两大流程，大大

压缩了物流时效。

**表17: Temu 全托管与半托管模式的差异**

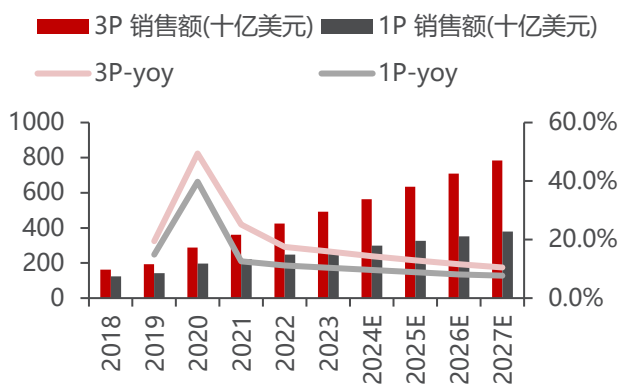
	Temu 全托管	Temu 半托管
备货	卖家负责: ①选品 ②备货 ③寄样 ④提供产品图片描述、价格、重量等信息 平台负责: ①选品审核 ②审版 ③图审 ④核价 ⑤上架至不同国家站点销售	卖家负责: ①重新开设店铺 ②选择半托管服务 ③选品 ④上传商品、填写基本信息 平台负责: ①完善商品详情 ②协助比价 ③上架至不同国家站点销售
定价权	平台定价	平台定价
运营	平台负责广告投放和营销推广	平台负责广告投放和营销推广
物流	卖家负责: ①备货到 Temu 国内仓库 (承担物流运费) 平台负责: ①集中卖家货物至仓库 ②跨境物流运输 ③第三尾程配送	卖家负责: ①仓库管理 ②发货完成履约 ③维护库存 ④发货配送给消费者 ⑤逆向物流处理 平台负责: ①灵活的发货选项
售后	卖家负责: 可以通过平台提供的售后服务解决产品返修、退换货、投诉等问题 平台负责: 提供消费者客服支持	卖家负责: 可以通过平台提供的售后服务解决产品返修、退换货、投诉等问题 平台负责: 提供消费者客服支持

资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

### 2.3.2 盈利模式: 有望开放三方平台, 提升盈利能力

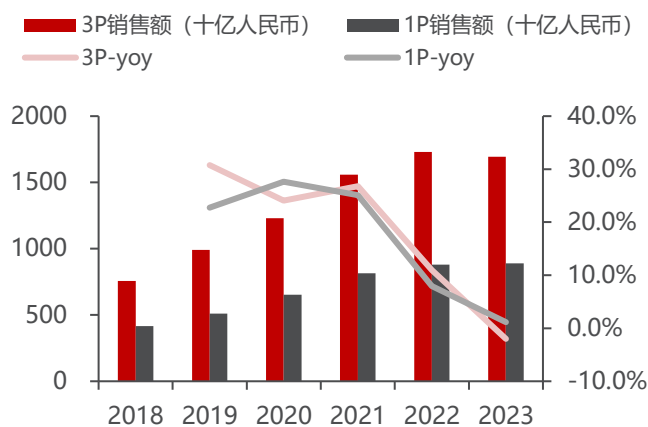
**成熟电商多数开放三方商家入驻, 有助于平台体量扩张。**长期来看, 当销售体量达到一定规模、流量相对稳定后, 为实现体量的进一步扩张, Temu 未来或将趋向于平台化的发展模式。从销售规模来看, 平台化将大幅提升商家及商品供给, 进一步扩大双边网络正外部效应, 推动 GMV 加速扩张; 从盈利路径来看, 一方面平台可向商家收取流量及佣金扣点, 以及要求入驻商家逐步承担部分物流及仓储成本, 从而提高平台收入, 另一方面平台也将逐渐简化人工选品、人工审核等环节, 降低运营成本, 推动 Temu 加速实现盈利。**未来有望复刻国内拼多多的发展路径, 从白牌到品牌。**

图75: 亚马逊三方平台收入占比



资料来源: statista, 民生证券研究院 (3P: 第三方销售模式; 1P 亚马逊自营模式)

图76: 京东三方平台收入占比



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院 (3P: 第三方销售模式; 1P 京东自营模式)

### 3 其他平台：针对全托管模式，进行模式和规则上的更新

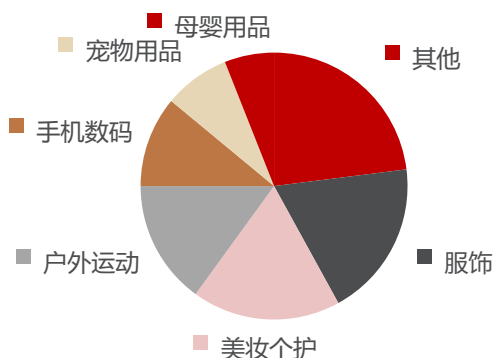
对于 Temu 的崛起，不论是行业龙头亚马逊，还是新兴电商平台 Tiktok Shop、Lazada、Shopee，都开始针对这一行业变化做出变化。包括亚马逊平台的佣金、FBA 政策、上线比价系统等变化，以及 Tiktok Shop 美国站点的开启以及采用全托管模式。新兴模式的兴起影响格局的变化。

#### 3.1 Tiktok—采用自运营与全托管模式相结合，以社交电商流量优势实现产品“突围”

##### 3.1.1 平台概况：定位年轻和潮流，社交电商

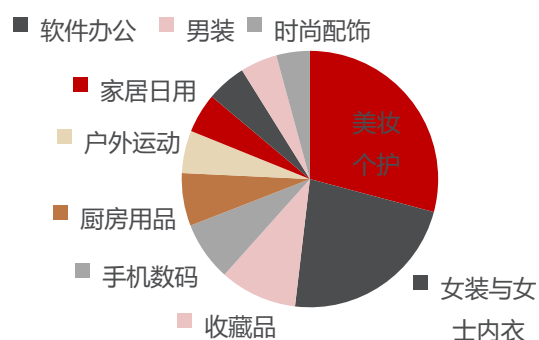
TKshop客群主要来自“Z世代”，也是其前三大占比的品类女装、美妆、运动与户外的核心客群。从经营品类上看，2023年女装内衣、美妆个护和运动与户外产品是TikTok Shop卖家主流的销售品类，合计占比52%。平台的目标客群主要包括18-35岁的年轻消费者，他们对于时尚、个性化的商品和购买方式充满兴趣，也具备较强的社交媒体使用习惯，该客群也是时尚类与美妆类的核心客群。

图77：2023年TKshop卖家品类分布

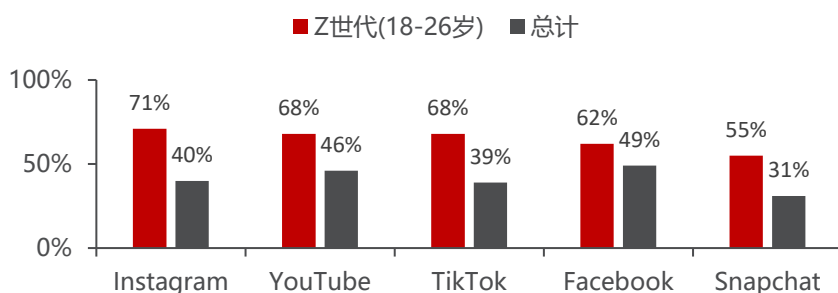


资料来源：雨果跨境，民生证券研究院

图78：2023年美国TK销售品类Top10占比



资料来源：雨果跨境，民生证券研究院

**图79: 68%的成年“Z世代”表示愿意在TikTok上购物, 与YouTube相当**


资料来源: Jungle Scout, 民生证券研究院

**表18: TKshop 开设站点的客单价**

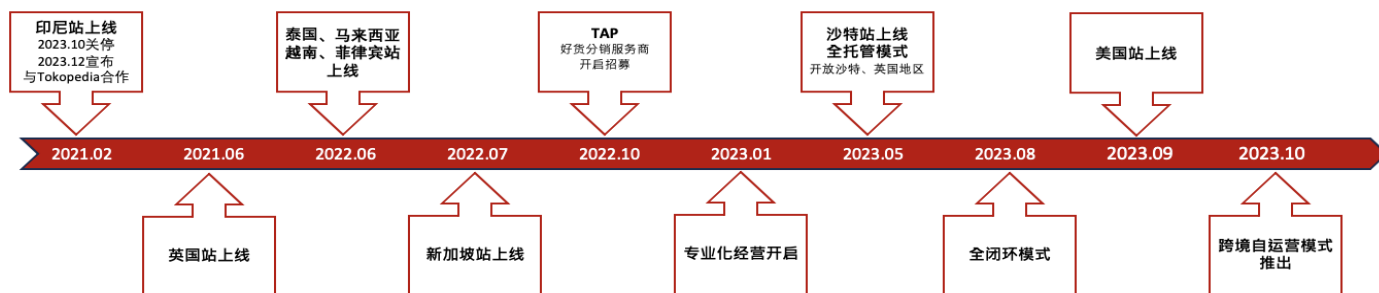
国家	总销量(百万件)	总销售额(亿元)	平均售价(人民币)	平均售价(美元)
英国	35.02	36.37	104	14.4
印尼	752.29	254.20	34	4.7
马来	233.98	77.26	33	4.6
菲律宾	399.84	83.79	21	2.9
泰国	407.38	159.04	39	5.4
美国	24.38	40.82	167	23.2
越南	258.48	105.03	41	5.7

资料来源: 特看 Tabcut, 民生证券研究院

**“全托管” + “自运营” 并行。** TikTok Shop 提供了自运营模式和全托管模式多种经营模式, 其主要区别在于定价权和运营职责划分, 分别适合持有不同核心优势的卖家。1) 自运营卖家: 自行负责运营商城、直播、短视频、和达人合作, 可根据运营策略灵活定价, 运营模式更为自由, 适合有电商运营经验的卖家。2) 全托管卖家: 扮演供货商的角色, 店铺由平台统一运营, 可自行引流, 省去运营成本和精力, 定价权交给平台, 适合供应链能力过硬的卖家。

**东南亚其他区、英国区和美区均可以开跨境店和本土店。** 2021 年开始 TikTok 开启电商业务, 2023 年 2 月起, TikTok Shop 商城在泰国、菲律宾、马来西亚、越南正式上线, 商城入口位于 TikTok 首页右侧。23 年 5 月开启全托管模式。23 年 8 月底, TikTok 正式关闭半闭环, 卖家无法在 TikTok 上放置外链或引导至独立站成交。2024 年 1 月 3 日宣布, 从 4 月份开始将大多数产品类别向商家征收的费用提高到每笔销售额的 6%, 并在 7 月份提高到 8%。TikTok 目前是收取每笔交易 2% 加 30 美分的佣金。调高后的佣金仍然大幅低于亚马逊卖家费用 (亚马逊大多数品类的商品 8%-20% 的佣金); 同时宣布结束大促补贴、类目补贴、运费补贴等政策。

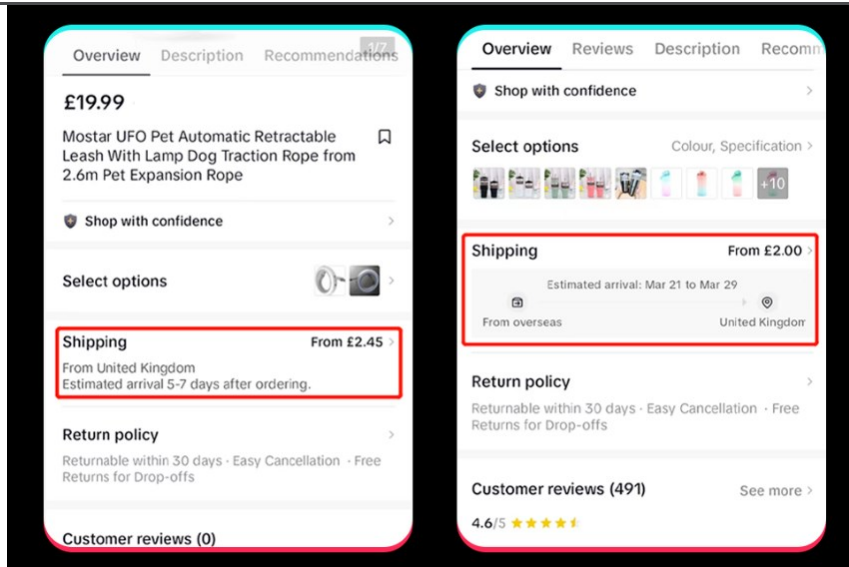
图80: Tiktok 的布局路径



资料来源: TK 官网, 民生证券研究院

**直邮和三方海外仓模式相结合。**目前在英国和东南亚市场, TK平台已签约认证三方海外仓, 为商家提供灵活运营的物流解决方案。在英国市场, 签约的两家认证仓伙伴为万邑通 (WINIT) 和4PX, 在东南亚 (马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南), 签约3家认证仓, 分别是Allsome (有库)、Flash (闪电)、J&T (极兔)。这些三方海外仓 帮助跨境电商卖家管控100余个全链路业务节点。海外仓的时效能提升2.5倍, 跨境直邮需要6-14天周期, 二海外仓的配送时效为5-7天。提供海外仓发货的商家转化率提升了2倍, 搜索量提升1.5倍。此外, 平台为商家提供了入仓服务, 东南亚五国的海外仓提供30天免仓储费用, 部分仓库可延至60天。

图81: 海外仓为 5-7 天, 跨境直邮为 6-14 天



资料来源: TK APP, 民生证券研究院

### 3.1.2 经营现状: 23 年目标 GMV200 亿美元

**美国站开放后 GMV 快速上升, 预计 23 年全球 GMV200 亿美元。**22 年 11 月开放了美国站点, 23 年 9 月开放美国跨境业务之后, 当月 TikTok Shop 美国小店数量达到了 1.8 万, 较 8 月增加了约 70%。从销售额来看, Q3 美国站销售额达 1.95 亿美元, 其中 7、8、9 月分别实现预估销售额 2700 万、6800 万、1

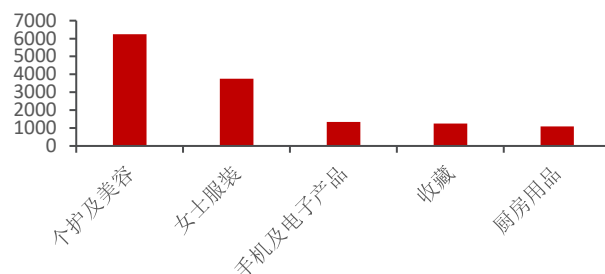
亿美元，8月环比7月增长近250%，9月销售额环比8月增长约47%。TikTok官方预计2023年GMV为200亿美元。

图82: TiktokShop 美国站 23年 1-10月 GMV



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

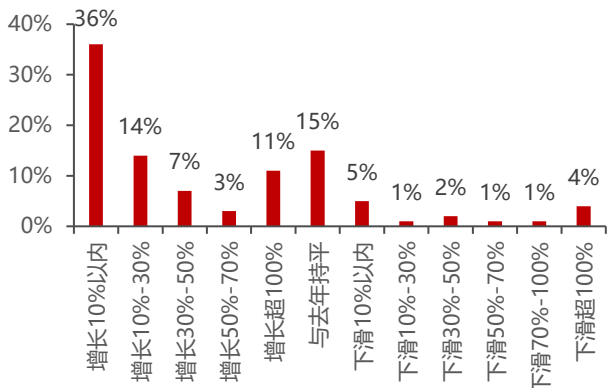
图83: 23Q3TKshop 美国站前五大品类销售额 (万美元)



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

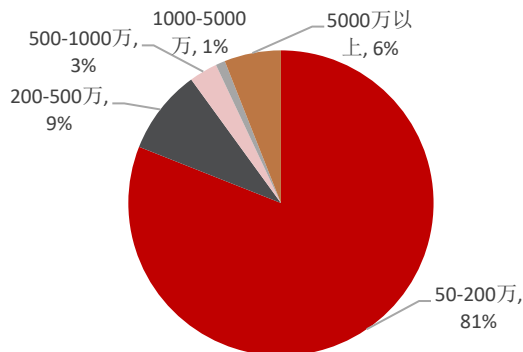
**71%的平台卖家相比22年实现同比增长。**在TikTok Shop持续释放政策红利的刺激下，2023年1-11月，71%的卖家营收相比2022年同期有所增长，15%的卖家整体营收与2022年持平，仅14%的卖家营收同比下滑。从利润端来看，19%的卖家利润在500万元以上，其中6%的卖家利润在5000万元以上。

图84: 2023年1-11月近七成卖家营收同比增长



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

图85: 2023年1-11月Tiktok shop 卖家利润情况



资料来源: 雨果跨境, 民生证券研究院

## 3.2 亚马逊—降佣金及仓储费用，同时提升库存周转要求，以面对擅长低价与“爆品”的新兴电商平台

面对新兴性价比电商的崛起，亚马逊出台多项政策向低价卖家倾斜资源与减少费用，并且维持本身的配送效率优势。同时提升卖家的库存周转要求，增加产品成为大热商品的几率。

**调整佣金，吸引新的供应商，以及减少供应商流失。**24年1月15日开始，亚马逊会降低以下商品的销售佣金：1) 对于定价低于15美元的服装类商品，销售佣金由17%降至5%；2) 对于定价介于15美元至20美元之间的服装类商品，

销售佣金由 17% 降至 10%。其他商品销售佣金不变。此次变化后，销售价格低于 20 美元的服装类新卖家，利用降低的费用和新卖家入门大礼包福利（前 100 万美元的销售额可获得 5% 的折扣），实际上支付的佣金将会降低。

**表19：亚马逊美国站费用更新**

费用分类	相关费用和福利
销售佣金类	1-1 降低服装类商品销售佣金
新品冷启动	2-1 亚马逊物流新品入仓优惠计划增加更多福利 2-2 Vine 计划更低费率
高效入仓分销	3-1 入库配置服务费 3-2 低量库存费 3-3 亚马逊供应链整体解决方案福利和费率更新
	关注库存容量
物流与仓储	5-1 亚马逊物流配送费下调 5-2 低价商品亚马逊物流优惠费率 5-3 商品原包装发货（SIPP）计划配送费优惠
管理退货率	6-1 高退货率商品退货处理费
回收冗余价值	7-1 冗余库存相关费用年度更新

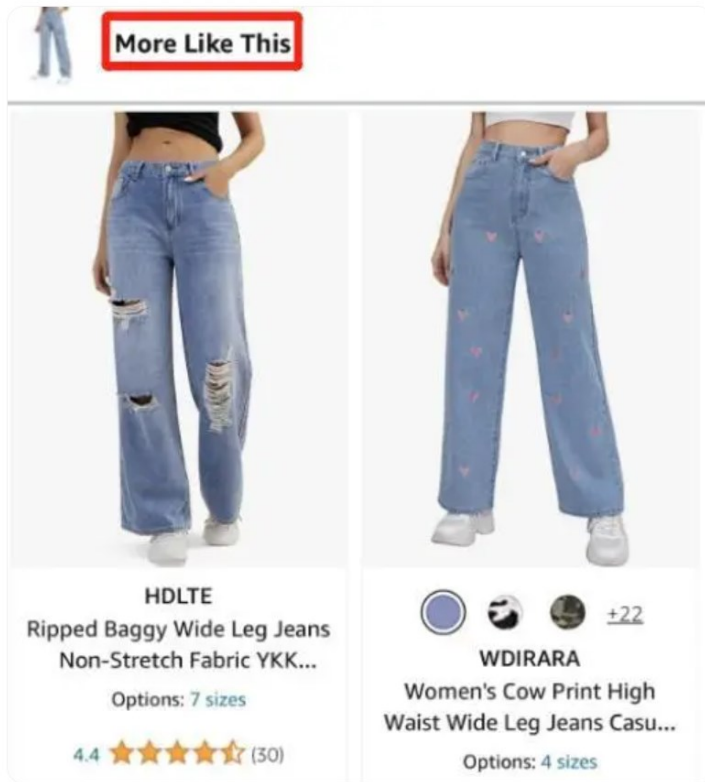
资料来源：亚马逊全球开店，民生证券研究院

**调整仓储费用，同时提升商家的库存管控要求。**从 2024 年 1 月至 9 月，标准尺寸商品月度仓储费平均将由每立方英尺 0.87 美元下调至 0.78 美元，平均降幅 0.09 美元；非标准尺寸商品的月度仓储费将保持不变。同时，要求商家的库存水平维持在 30-90 天，低于或超出标准将收取额外的库存费用，提升对卖家的周转标准。

**维持配送效率优势，亚马逊推出多项优化举措。**1) 取消轻小商品计划，提升低价产品配送时效；2) 推出“Supply Chain by Amazon”服务，为卖家提供覆盖全销售渠道的一体化、自动化供应链解决方案。3) 拥抱人工智能浪潮，通过 AI 及自动化技术实现降本增效，加强物流履约能力。目前亚马逊已经在其美国仓储配送网络中部署超过 75 万台机器人，并于休斯敦物流仓库推出一款名为“Sequoia”的机器人，将识别和存储库存的速度提高 75%，同时将处理订单的时间缩短 25%。

**增加比价系统，以匹配消费者价格敏感性提升的趋势。**23 年 6 月亚马逊官网上线比价功能，点击该按键进入页面后，系统会推荐大量款式相近的产品，再下拉页面，则将显示更多来自系统推荐的同类商品。

图86：亚马逊页面增加比价功能



资料来源：Amazon 官网，民生证券研究院

## 4 投资建议

对于上文提出的 5 个问题，总结如下：

### 1. 为何美国坐拥全球规模第二的电商市场规模，但渗透率仍然低于国内以及众多发展中国家？

美国电商在价格和效率方面与线下零售相比没有明显优势。 1) 效率：物流价格高，配送效率低；2) 价格：①美国线下零售发展成熟，线上零售差异化不足。从市场集中度来看，同样等级的城市，美国零售的 CR3 市占率大多在 30-80%，而中国则不足 15%。线下零售业态丰富，包括百货、超市以及性价比的业态，而国内的线下业态较为单一。②从线上零售的价格来看，线上线下的价格基本一致。③美国制造发达程度低于国内水平，缺乏性价比优势的供应链。

### 2. 中国、东南亚市场电商格局呈现多强局面，而美国电商格局为何呈现“一家独大”的特征？

亚马逊解决效率痛点成为电商行业龙头，而价格优势定位的电商空缺。 此前 Wish 电商定位性价比，但由于商品质量的原因，面临多次消费者投诉，业绩承压，24 年 2 月发布即将被收购的公告。亚马逊平台通过 FBA 仓储及物流解决电商的效率痛点，并通过 Prime 会员稳固效率优势，以及提高服务性价比，增强用户粘性。

### 3. 美国电商市场全托管模式兴起的原因以及优势何在？

全托管模式更好解决性价比与质量的平衡，符合美国电商格局中空缺的位置。 全托管模式是电商平台掌握经营权，商家仅掌握货权的模式。对商家来说，更适合缺乏运营能力的工厂型卖家；同时，平台掌握经营权后，对产品的价格和质量可以同时把控，对消费者来说可以满足性价比需求。而三方平台模式更适合贸易型或者工贸一体的卖家，其本身具备一定运营能力，对跨境卖家来说，则还需要具备物流、仓储、税收等方面的处理能力；但是对消费者来说，三方平台的产品品类更完善，选择更多。

### 4. 性价比产品是所有消费者共有的需求，为什么 Temu 的性价比优势更加突出？如何判断未来持续性和空间？

Temu 的性价比优势来自于平台和商家的让利，但其在营销、流量和互联网运营方面的成功经验使得仍然有源源不断的卖家入驻平台。在商业模式上，三方平台模式的开放是趋势，有利于平台品类的完善，以及商家利润率的提升与稳定。履约端仍然是平台的短板之一，未来的持续性仍要看其供应链深度，以及物流仓储配套设施的完善。

### 5. 对于全托管模式的兴起，美国电商行业发生了哪些变化？

对于 Temu 的崛起，不论是行业龙头亚马逊，还是新兴电商平台 Tiktok

Shop、Lazada、Shopee，都开始针对这一行业变化做出变化。包括亚马逊平台的佣金、FBA 政策、上线比价系统等变化，以及 Tiktok Shop 美国站点的开启以及采用全托管模式。新兴模式的兴起影响格局的变化。

**投资建议：**看好托管模式平台的发展前景，当前 Temu、Shein、TKShop 平台的短板仍在履约端，跨境电商的履约效率起到至关重要的作用。推荐布局提升履约效率的标的**乐歌股份**，建议关注**极兔速递、东航物流**。卖家端来看，工厂型卖家首先受益于全托管模式的崛起，而布局亚马逊平台的企业，推荐运营能力以及在平台细分类目保持竞争力的标的**华凯易佰、赛维时代**，建议关注在东南亚和日韩地区具有比较优势的**吉宏股份**。此外，推荐国内跨境电商出海平台**小商品城、焦点科技**。

**表20：盈利预测与估值表**

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			23E	24E	25E	23E	24E	25E	
600729.SH	小商品城	8.59	0.49	0.54	0.63	18	16	14	推荐
600859.SH	乐歌股份	17.67	1.97	1.53	1.64	9	12	11	推荐
600738.SH	赛维时代	26.29	0.95	1.28	1.64	28	21	16	推荐
600827.SH	华凯易佰	19.98	1.18	1.61	1.78	17	12	11	推荐
002419.SZ	焦点科技	34.77	1.18	1.52	1.87	29	23	19	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 4 日收盘价)

## 5 风险提示

- 1) **海外需求不及预期。**跨境电商行业受到海外消费需求影响较大。
- 2) **行业竞争加剧的风险。**海外电商行业仍处在快速发展阶段，平台端的格局变化、竞争加剧，有可能影响跨境电商卖家的利润率水平。

## 插图目录

图 1: 13-23 年美国电商销售额 (十亿美元) 及其增速	4
图 2: 全球电子商务销售额及其增速 (万亿美元)	4
图 3: 2022 年全球电商规模前十大国家 (十亿美元)	4
图 4: 2022 年美国是电商增速最快的前十大国家中电商规模最大的国家	4
图 5: 美国网络零售额 (百万美元) 及占比 (%)	5
图 6: 美国海外仓数量 (个) 及增速 (%)	5
图 7: 2023 年部分国家电商渗透率	5
图 8: 全球电子商务销售额及渗透率	5
图 9: 美国地广人稀, 物流体系价格高昂 (人口密度: 人数/公里土地)	6
图 10: 2021 年中美电商快递占总快递量比例	6
图 11: 2021 年美国线下零售市场集中度	7
图 12: 2021 年中国线下零售市场集中度	7
图 13: 2023 年美国零售市场格局	8
图 14: 2023 年中国零售市场格局	8
图 15: 沃尔玛营业收入 (亿美元) 及增速	8
图 16: 沃尔玛市值 (亿美元) 和 PE(TTM) 变化	8
图 17: 亚马逊供应商地区分布	9
图 18: 亚马逊供货商国家的制造业增加值占其 GDP 比重(%)	9
图 19: 亚马逊平台跨境电商商品流转过程	9
图 20: 2023 年部分国家电商集中度对比 (CR3)	10
图 21: 2023 年美国电商格局	10
图 22: 2022 年中国电商格局	10
图 23: 2022 年东南亚各国电商格局	10
图 24: 亚马逊各模式销售收入 (十亿美元)	12
图 25: 亚马逊现金流变化及增速	12
图 26: 2023 年亚马逊各业务结构占比	13
图 27: 2023 年亚马逊品类结构	13
图 28: 亚马逊 FBA 费用构成	14
图 29: 亚马逊美国地区的物流设施和占地面积在 2020 年疫情期间实现急速增长	14
图 30: 亚马逊国际履约中心面积	14
图 31: 2020 年美国快递市场格局	15
图 32: 2020 年国内快递市场格局	15
图 33: 亚马逊会员人数: 23 年 1 月为 1.67 亿	16
图 34: 2019 年亚马逊会员视频服务已成为美国除了 netflix 外的, 第二大视频服务商	16
图 35: 2019 年美国亚马逊 prime 会员最满意的服务	16
图 36: 亚马逊 prime 会员价格 (美元) 不断提升	17
图 37: 会员服务费收入 (亿美元) 及其增速	17
图 38: 亚马逊 Prime 会员所处的业务生态系统	17
图 39: 亚马逊 prime 会员业务建立在其 3 大基础设施上: 网站、FBA、AWS	19
图 40: 2022 年全球云基础设施服务市场份额	19
图 41: 亚马逊推出 Rufus 生成式 AI 购物助手	21
图 42: Shein 的全托管模式深入工厂的生产端, 达成快反供应链	24
图 43: 三方平台的盈利模式	25
图 44: 2022 年电商平台货币化率	26
图 45: 2022 年电商平台广告收入占比	26
图 46: 亚马逊平台的本土卖家占比逐渐降低 (%)	27
图 47: 亚马逊中国卖家占比增加, 规模增速超全平台	27
图 48: 美国通胀水平变化	27
图 49: Dollar Tree 收入变化	27
图 50: 亚马逊会员日的销售占比提升	28
图 51: Wish 平台的 MAU (百万人) 变化	28
图 52: Temu 1-20 美元的订单贡献大部分 GMV	29
图 53: 2023 年 Temu 品类结构	29
图 54: Temu APP 页面截图	30

图 55: 拼多多 APP 页面截图	30
图 56: Temu 扩张路线	31
图 57: 23 年 Temu 预计实现 140 亿美元 GMV	31
图 58: Temu 平台用户数量 (百万人) 快速增加	31
图 59: 23H1 亚马逊卖家布局其他电商平台的比例: 其中 14%的亚马逊卖家开拓了 Temu 渠道	32
图 60: 国内优质制造分布在广东、长三角等地	32
图 61: 全球主要国家制造业增加值占比 GDP 变化	32
图 62: Temu 与商家的合作流程	33
图 63: Temu 商家可选的 2 种模式: JIT 模式与 VMI 模式	34
图 64: Temu 入驻门槛低	34
图 65: 全托管平台 vs 三方平台的供应链关系	34
图 66: 拼多多销售及市场费用 (亿人民币) 23 年各季度同比增幅 50+%	35
图 67: 在年轻用户中, 每天花费在 Temu 的时长为亚马逊的 2 倍	35
图 68: 23 年 Meta 业绩超预期	35
图 69: Meta 市值及 PE(TTM)变化	35
图 70: 23 年 9-11 月 Shein 和 Temu 的流量来源	36
图 71: 通过社交营销手段实现用户裂变	36
图 72: 跨境电商直邮与传统出口贸易物流差异	36
图 73: 电商平台 SKU 数量 (万个)	37
图 74: 2023 年亚马逊品类结构	37
图 75: 亚马逊三方平台收入占比	39
图 76: 京东三方平台收入占比	39
图 77: 2023 年 TKshop 卖家品类分布	40
图 78: 2023 年美国 TK 销售品类 Top10 占比	40
图 79: 68%的成年“Z 世代”表示愿意在 Tiktok 上购物, 与 YouTube 相当	41
图 80: Tiktok 的布局路径	42
图 81: 海外仓为 5-7 天, 跨境直邮为 6-14 天	42
图 82: TiktokShop 美国站 23 年 1-10 月 GMV	43
图 83: 23Q3TKshop 美国站前五大品类销售额 (万美元)	43
图 84: 2023 年 1-11 月近七成卖家营收同比增长	43
图 85: 2023 年 1-11 月 Tiktok shop 卖家利润情况	43
图 86: 亚马逊页面增加比价功能	45

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 电商供应链更短, 信息流反应更快	6
表 2: 2022 年部分国家快递包裹量与快递收入	6
表 3: 中美快递的效率与价格对比	7
表 4: 各零售商价格对比	8
表 5: 2023H1 主流电商平台总月活人数	11
表 6: 美国主流电商平台	11
表 7: FBA 和 UPS 的快递效率及费用 (单位: 美元) 对比	13
表 8: 全球快递规模前十大企业	15
表 9: 部分国家/地区亚马逊非会员配送费用 (每单/美元)	16
表 10: 三种电商平台会员模式	18
表 11: 亚马逊 2023 年财报数据	20
表 12: 各渠道、各类型、各地区业务的净销售额 (亿美元) 变动情况	20
表 13: 三种平台商业模式对比	22
表 14: 三大平台商业模式的优劣势对比	23
表 15: 全托管模式平台	24
表 16: Temu 和 Shein 服饰类商品的部分产品均价	30
表 17: Temu 全托管与半托管模式的差异	38

表 18: TKshop 开设站点的客单价 .....	41
表 19: 亚马逊美国站费用更新 .....	44
表 20: 盈利预测与估值表 .....	47

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026