

► **Temu 半托管已上线九国，其初衷在于破除物流困局并完善货盘。**3月中旬正式上线的 Temu 半托管业务近日再开新站点：截至4月23日，半托管已上线美国、加拿大、英国、澳大利亚、新西兰、德国、法国、意大利、西班牙9个国家，涵盖主要发达国家站点。在半托管模式中，**平台**仍然负责客服、运营、流量，但对商家免除寄样、审版等环节，并提供灵活的发货选项；**商家**利用境外现货快速履约，负责仓库管理、商品配送、逆向物流处理，以更快响应消费者订单需求。Temu 自上线以来以低价吸引消费者，但交付速度相较亚马逊等较慢；半托管模式能够从运力紧张的小包空运以外增加新货流，抓住拥有海外本土履约能力的成熟卖家及其本土货盘资源，实现履约时效和平台 SKU 丰富度的双重优化。

► **半托管模式对商家筛选门槛较高，拥有海外仓的卖家率先吃到红利。**半托管**物流门槛高**，在半托管（美国站）权限开通过程中，卖家首先需要签署满30（美元）包邮协议，并承诺发货时效，商家可自行设置配送区域，但美国本土49个州/地区必须支持配送。满足以上物流要求的通常为已在亚马逊耕耘多年的成熟卖家，我们判断这批成熟卖家愿意涉水 TEMU 的原因有二：**1. 难以拒绝 Temu 的火爆流量**，将其视作新销售渠道贡献增量；据 Marketplace Pulse 数据，Temu 平台上约20%的卖家同时也在亚马逊上销售，且二者商品重合度较高，证明 Temu 已一定程度上动摇亚马逊地位。**2. 将 Temu 视作清货渠道**，以保本价清掉在亚马逊等其他平台的积压库存，组合多平台大促实现长效爆单。值得注意的是，Temu 已万邑通和出口易合作，意在提供类似于 FBA 的物流增值服务。

► **前期平台给予定向补贴政策，中期看拥有产业链一体化能力的卖家或受益最大。**TEMU 将半托管作为完善货盘的重要手段，平台向卖家提高 1V1 专属运营团队对接并给予定向扶持及补贴：**佣金方面**，目前亚马逊平台佣金约在15%，而 Temu 半托管模式仍是0佣金；**定价方面**，半托管定价标准或是对标同类 ASIN（亚马逊标准识别号）的75%左右，且平台给予一定流量倾斜及定价补贴，即卖家利润或不低于亚马逊。**中长期看**，Temu 平台补贴存在不确定性，半托管卖家或需要承担比亚马逊更低的利润率以换取订单量，拥有产业链一体化能力的卖家生产成本较低，方能长期获得正向收益。Temu 平台定位决定了其并不适合品牌孵化，对于成熟品牌卖家来说 Temu 或只是销售渠道之一；而对于成本优势显著的白牌卖家来说，或能吃到更多“热款爆单”红利。

► **投资建议：从 B2C 到 L2L（本对本），我们认为仓储物流本地化是跨境电商的中长期发展方向。**在大件品红利叠加 TEMU 平台放量背景下，看好具有产业链一体化能力和海外仓布局的大件家具卖家，凭借成本优势加速在 TEMU 平台拓展，重点推荐**恒林股份**和**致欧科技**；建议关注景气度较高的轻工行业出口链企业**匠心家居**、**松霖科技**、**建霖家居**、**嘉益股份**、**哈尔斯**、**永艺股份**、**梦百合**等；推荐深度布局跨境物流的**乐歌股份**，建议关注**大健云仓**等。

► **风险提示：**下游需求不及预期，政策不确定性，汇率、海运费大幅波动。

#### 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	
603661	恒林股份	41.41	3.23	3.91	4.70	13	11	9	推荐
301376	致欧科技	26.20	1.03	1.26	1.54	25	21	17	推荐
300729	乐歌股份	19.43	2.03	1.42	1.61	10	14	12	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年4月23日收盘价，恒林股份2023年数据为预测值，致欧科技、乐歌股份2023年数据为实际值）

## 推荐

维持评级


**分析师 徐皓亮**

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

**研究助理 杜嘉欣**

执业证书：S0100123030012

邮箱：dujiaxin@mszq.com

## 相关研究

- 1.跨境电商行业专题报告：业务蜕变，再显锋芒——从傲基科技招股书看本轮大件品跨境红利-2024/04/16
- 2.跨境电商物流专题报告：跨境仓储，大件品出海的“卖水人”-2024/04/03
- 3.家居行业点评：新形势新起点，重视家居板块投资机会-2024/03/14
- 4.造纸行业点评：2024 纸浆有望延续弱势，关注生活&特种纸成本改善机会-2024/02/20
- 5.“碳中和”事件点评：《碳排放权交易管理暂行条例》公布，碳市场政策再下一城-2024/02/05

## 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
行业评级	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