

商贸零售

消费品跨境出海三问三答

➤ 如何看待中国消费品出海需求？

从海外消费环境看，欧美高通胀背景下，消费者各项生活成本不断上涨，消费者被迫购买更便宜的产品，电商渠道依托高性价比商品获得了远超零售大盘的增速水平；预计 2024 年美欧市场高性价比消费产品仍将获得结构化增长机遇。东南亚、拉美等新兴市场受益于人口基数较大、人口结构年轻化和经济增速高，正展现出充足的消费潜力和电商渗透空间；随着新兴市场相关基础设施日益完善，其跨境电商市场有望持续高速增长。

➤ 海外电商平台竞争对中国品牌/供应链的影响？

我们认为 TEMU/SHEIN 的本轮出海代表了中国消费品出海的第三次迭代，他们正承担起中国工厂直接向购物者销售产品的平台使命，直面全球消费者建立中国品牌。SHEIN、TEMU 低价竞争的背后是以中国强大的供应链、过剩的产能对抗海外通胀，以中国的生产者剩余最大化海外消费者剩余。但亚马逊的体量、利润率、账期结算优势决定其对优质卖家的绝对吸引力，TEMU 的全托管模式则为中小供应商、工厂型卖家跨境经营带来更多可能。

➤ 哪些要素影响中国出海企业的盈利能力？

从宏观、中观层面看，汇率影响一国产品在全球范围内的竞争力，人民币的贬值利好中国出口链企业；运费水平影响商品成本，中长期维度看，物流成本回落助力消费出海企业利润率提升。从微观层面看，供应链管理、本土化服务是商家公认的核心能力。复盘 SHEIN 成功之路，供应链效率影响周转率和毛利率，本土化是跨境企业形成正循环、长期成长的关键；越来越多中国企业依托这两项能力在前端获得海外消费者认可和青睐。

➤ 投资建议

我国供应链韧性较强，规模优势明显。2008-2021 年中国制造业增加值占全球比重从 2008 年的 14.42% 上升至 2022 年的 30.46%，在 2010 年超过美国居世界第一位。与此同时中国工业制成品出口规模占全球比重持续提升，从 2011 年的 14.33% 提升至 2022 年的 19.81%，明显高于美国、日本和德国等制造业大国，世界各国对中国供应链高度依赖。

我们认为在欧美高通胀、新兴市场电商渗透率上行的背景下，中国消费品出海优势更加凸显；且国内平台出海将更快速对接中国供应链和海外消费者需求，驱动资源最优配置。**1) 零售商：**推荐零售百货出海标杆公司名创优品；**2) 跨境电商：**建议关注积极布局新兴市场的跨境电商公司华凯易佰；建议关注跨境电商公司致欧科技、安克创新、赛维时代、吉宏股份、三态股份；**3) 服务商：**建议关注出海服务商米奥会展、大健云仓。

风险提示：海外经济波动风险；人民币汇率波动风险；海运费波动风险；海外政策风险。

投资建议：强于大市（维持）
上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn
 分析师：曹晶
 执业证书编号：S0590523080001
 邮箱：caojing@glsc.com.cn
 联系人：郭家玮
 邮箱：guojw@glsc.com.cn

相关报告

1、《商贸零售：12 月社零同比+7.4%，低于市场预期》2024.01.18
 2、《商贸零售：从大健云仓看“供应链前置”模式的优势》2024.01.09

投资聚焦

核心逻辑

从海外消费环境看，欧美高通胀背景下，消费者各项生活成本不断上涨，消费者被迫购买更便宜的产品，电商渠道依托高性价比商品获得了远超零售大盘的增速水平；预计 2024 年美欧市场高性价比消费产品仍将获得结构化增长机遇。东南亚、拉美等新兴市场受益于人口基数较大、人口结构年轻化和经济增速高，正展现出充足的消费潜力和电商渗透空间；随着新兴市场相关基础设施日益完善，其跨境电商市场有望持续高速增长。而我国作为全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，产业链供应链韧性较强，规模优势明显，生产的产品性价比优势明显，并且近年来我国以纺织服装、家具以及文教、工美、体育和娱乐用品为代表的轻工业产能过剩问题日益凸显，消费品出海已成为支撑我国轻工业企业未来增长的关键。

创新之处

我们通过分不同地区来解读未来全球的终端消费需求；并且比较不同电商平台的优劣势和品类特征以及平台间相互竞争对中国品牌/供应链的影响；同时拆解了影响中国出海企业盈利能力的相关要素。

投资看点

我们认为在欧美高通胀、新兴市场电商渗透率上行的背景下，中国消费品出海优势更加凸显；且国内平台出海将更快速对接中国供应链和海外消费者需求，驱动资源最优配置。推荐零售百货出海标杆公司名创优品，建议关注积极布局新兴市场的跨境电商公司华凯易佰，建议关注跨境电商公司吉宏股份、安克创新、致欧科技、赛维时代、三态股份，以及出海服务商米奥会展、大健云仓。

正文目录

1. 解读终端需求：欧美降级，新兴成长	7
1.1 美国：性价比消费趋势下电商渠道表现靓丽	7
1.2 欧洲：24 年零售市场有望触底反弹	10
1.3 东南亚：高经济增速下消费增长潜力大	12
1.4 拉美：全球最具前景的电商市场	15
2. 思辨平台之争：SHEIN/Temu 奇袭亚马逊	21
2.1 体量：亚马逊体量优势明显	21
2.2 差异：TEMU/SHEIN 错位竞争	24
2.3 卖家：新平台新机遇新商家	30
3. 盈利因素拆解：供应链定效率，本土化赢未来	33
3.1 汇率：人民币贬值利好出口链企业	33
3.2 运费：物流成本对利润率扰动较大	34
3.3 运营能力：供应链/营销/本土化影响周转与利润	36
4. 投资建议	41
4.1 跨境电商	43
4.2 服务商	57
4.3 零售商	61

图表目录

图表 1：美国零售/食品服务销售额季调后环比增速 (%)	7
图表 2：2023 年美国零售主要分项季调后累计增速 (%)	8
图表 3：美国网上零售额占总零售的比例上升	8
图表 4：美国 CPI 与电商价格指数对比	8
图表 5：美国网上零售额占总零售的比例上升	9
图表 6：2019-2023 年美国到港货柜数量（百万个 20 英尺集装箱）	9
图表 7：美国 CPI 与 PPI 均从 7 月起终结了此前连续 12 个月的下降	9
图表 8：美国前 100 大银行消费贷款拖欠率 (%)	10
图表 9：美国商业银行信用卡利率 (%)	10
图表 10：美国个人储蓄变动趋势	10
图表 11：美国超额储蓄规模测算	10
图表 12：欧盟和欧元区零售信心指数	11
图表 13：欧盟和欧元区 HICP 同比增速	11
图表 14：欧元区基准利率	11
图表 15：欧盟和欧元区零售销售指数同比增速	11
图表 16：欧盟和欧元区 GDP 增速	12
图表 17：欧盟和欧元区 HICP 同比增速	12
图表 18：欧盟和欧元区私人消费支出同比增速	12
图表 19：欧盟和欧元区零售额同比增速	12
图表 20：2022 年东南亚地区主要国家人口数量	13
图表 21：2021 年东南亚主要国家人口年龄分布	13
图表 22：2023-2025 年预计越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际 GDP 增长率均超过全球、中国及美国增长水平	13
图表 23：23 年预计东南亚电商销售增速位列全球第一	14
图表 24：东南亚主要国家电商市场规模（亿美元）	14
图表 25：东南亚主要国家社交媒体渗透率较高	14
图表 26：东南亚互联网用户社交媒体日均上网时长	14

图表 27:	2021H1 东南亚地区最受欢迎的购物方式	15
图表 28:	用户构建品牌认知路径.....	15
图表 29:	全球经贸格局正从全球化向区域化演变.....	16
图表 30:	中国对拉美和东盟的直接投资 (亿美元)	16
图表 31:	中资不断加大在墨西哥市场的投资.....	16
图表 32:	2022 年开始墨西哥成为美国最大的制造业贸易伙伴	17
图表 33:	拉美地区概况	17
图表 34:	2022 年拉美主要国家人均 GDP (美元)	17
图表 35:	2023 年拉美地区主要国家年龄中位数和东南亚接近	18
图表 36:	流入拉美物流行业的资本从 2016 年开始激增.....	18
图表 37:	拉美电商市场增长情况.....	18
图表 38:	东南亚/拉美国家互联网普及率 (2022 年 1 月)	19
图表 39:	拉美主要国家电商市场增速.....	20
图表 40:	拉美电商市场四大优势.....	20
图表 41:	自上线以来, SHEIN/TEMU 的 GMV 增长较快	21
图表 42:	2022 年亚马逊商城 GMV 分区域占比	21
图表 43:	2021 年 SHEIN 收入分区域占比	21
图表 44:	2023 年 5 月按国家划分的 Temu 下载量	22
图表 45:	2022 年按国家分类的美客多收入	22
图表 46:	2022 年 9 月来, 美国亚马逊、Temu 和 Shein 的独立访客量 (百万) .	22
图表 47:	2012 - 2022 年美客多 GMV 快速攀升	22
图表 48:	SHEIN 历年 GMV 大幅增长	22
图表 49:	TEMU 自上线以来 GMV 增长迅速	23
图表 50:	Temu 美国消费大增, 5 月份客户超过 Shein	23
图表 51:	2020-2023 年间亚马逊各网站访问量增速	23
图表 52:	巴西市场美客多访问量高于亚马逊 (百万)	23
图表 53:	23Q2TEMU 的 PPC 广告支出略高于沃尔玛, 但流量增长速度是沃尔玛的六倍.....	24
图表 54:	Temu 利用广告投入持续生成庞大的用户群	24
图表 55:	23Q3 TEMU 用户留存率低于 AMAZON.....	24
图表 56:	TEMU/SHEIN 扮演中国消费品出海平台角色	25
图表 57:	中国消费品出海的第三次迭代.....	25
图表 58:	2023 年前三季度亚马逊收入拆分	25
图表 59:	亚马逊商店 60%以上的销售额来自第三方	25
图表 60:	亚马逊收取的第三方卖家约 50%的费用	26
图表 61:	TEMU 全托管模式取代贸易中间商	26
图表 62:	TEMU 全托管模式取代贸易中间商	26
图表 63:	2022 年亚马逊美国电商主要商品销售占比.....	27
图表 64:	Temu 各品类 GMV 占比 (2022. 11-2023. 01).....	27
图表 65:	2022 年赛维时代各品类的退款率.....	27
图表 66:	亚马逊各品类转换率.....	27
图表 67:	赛维时代主要品类存货周转率.....	28
图表 68:	SHEIN 较 zara 更为高周转	28
图表 69:	AMAZON 每客户销售额明显高于 SHEIN (美元)	28
图表 70:	TEMU 的价格明显低于 AMAZON 与 SHEIN (欧元)	29
图表 71:	横向对比各品类, AMAZON 价格较高 (美元)	29
图表 72:	按美国家庭收入划分的平台商销售组合.....	29
图表 73:	截至 2023 年 8 月, 购买 Temu 的客户在 LTM 销售额中所占的份额 .	30
图表 74:	中小型企业有望借助平台实现跨境运营.....	31
图表 75:	按国家/地区划分的亚马逊顶级卖家.....	31
图表 76:	亚马逊卖家销售中“二八效应”明显.....	31
图表 77:	赛维时代在亚马逊平台销售利润率水平超 20%	32
图表 78:	安克创新在亚马逊平台高毛利高费用率, 净利润率~10%.....	32
图表 79:	不同平台卖家盈利能力拆分.....	33

图表 80:	亚马逊账款结算周期仍具备明显优势	33
图表 81:	人民币汇率贬值对出口链企业财报指标的具体影响	33
图表 82:	2020 年以来美元兑人民币汇率变动情况	34
图表 83:	赛维时代运费占营业收入比重 (%)	34
图表 84:	中国出口集装箱运价综合指数	35
图表 85:	中国出口集装箱运价综合指数-欧洲航线	35
图表 86:	中国出口集装箱运价综合指数-美西航线	35
图表 87:	中国出口集装箱运价综合指数-美东航线	35
图表 88:	低价商品亚马逊物流费率 VS 轻小商品计划一览	36
图表 89:	FBA 标准尺寸商品配送费变动	36
图表 90:	FBA 非标准尺寸商品配送费变动	36
图表 91:	跨境商家核心成本费用拆分	37
图表 92:	SHEIN 小单快返, 以客户需求驱动供应链生产	38
图表 93:	SHEIN 的增长飞轮	38
图表 94:	名创优品业务模式	39
图表 95:	名创优品的付款速度优势	39
图表 96:	SHEIN 营销渠道分布	39
图表 97:	出海广告投放情况	39
图表 98:	2018-2020 年中国的海外仓数量情况	40
图表 99:	尾程尤其末端配送的成本高、时效不稳定	40
图表 100:	18、19 年集中进行了数字化系统研发投入	41
图表 101:	2022 年易佰网络及同业公司毛利率对比	41
图表 102:	公司销售人员数量	41
图表 103:	公司人均销售额 (万元)	41
图表 104:	主要国家制造业增加值占全球的比重 (%)	42
图表 105:	主要国家工业制成品出口全球占比变化 (%)	42
图表 106:	纺织服装、服饰业亏损企业数量及比例	42
图表 107:	家具制造业亏损企业数量及比例	42
图表 108:	文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量及比例	43
图表 109:	相关标的经营模式对比	43
图表 110:	22 年公司主要业务板块营业收入占比	44
图表 111:	公司跨境电商营业收入及同比增速	44
图表 112:	公司营业收入及同比增速	44
图表 113:	公司归母净利润及同比增速	44
图表 114:	公司跨境电商业务模式	45
图表 115:	公司跨境社交电商业务流程	45
图表 116:	2020 年跨境电商业务分区域收入占比情况	45
图表 117:	2022 年公司分产品营业收入占比	46
图表 118:	2022 年公司不同区域营业收入占比	46
图表 119:	公司营业收入及同比增速	46
图表 120:	公司归母净利润及同比增速	46
图表 121:	精品模式下产品客单价较高, 产品数量相对较少	47
图表 122:	2022 年公司不同渠道销售占比情况	47
图表 123:	公司营业收入及同比增速	48
图表 124:	公司归母净利润及同比增速	48
图表 125:	22 年公司主营业务收入按地区划分	48
图表 126:	22 年公司主营业务收入按产品品类划分	48
图表 127:	公司家具系列产品	49
图表 128:	公司主营业务收入按销售模式划分	49
图表 129:	公司产品采购与交付的主要业务流程	50
图表 130:	2022 年公司不同渠道主营业务收入占比	50
图表 131:	公司营业收入及同比增速	51
图表 132:	公司归母净利润及同比增速	51
图表 133:	22 年公司主营业务收入按地区划分	51

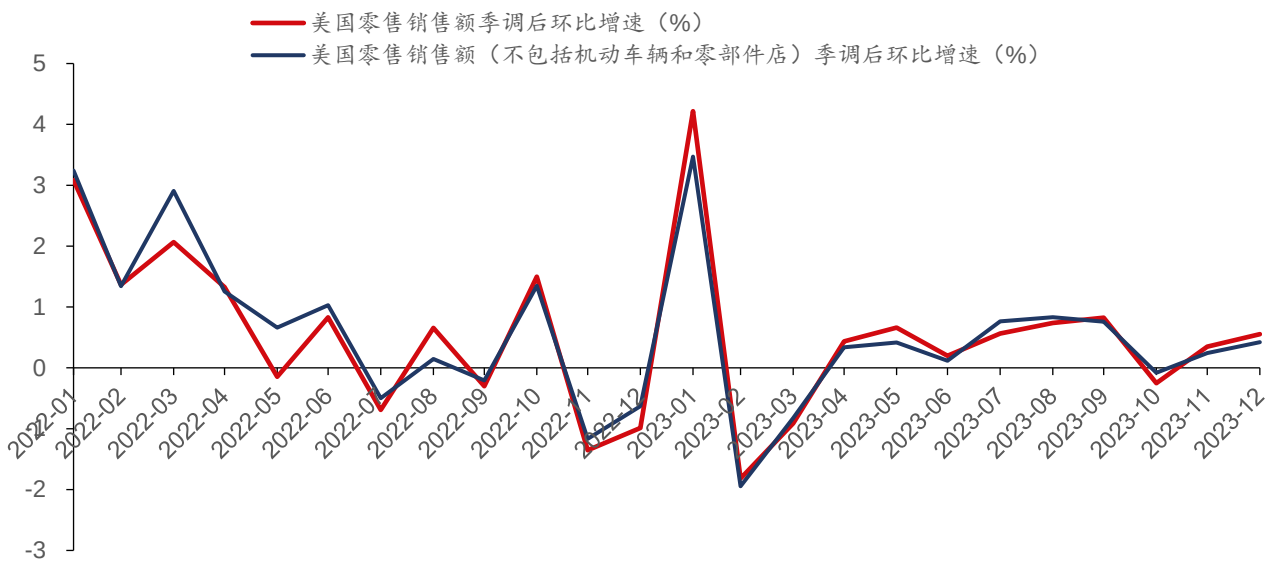
图表 134:	22 年公司主营业务收入按销售平台划分	51
图表 135:	20 年易佰网络主营业务收入按销售地区划分	52
图表 136:	22 年公司不同销售渠道占比	52
图表 137:	公司营业收入及同比增速	52
图表 138:	公司归母净利润及同比增速	52
图表 139:	公司跨境电商三大业务	52
图表 140:	23H1 公司精品业务客单价较高	53
图表 141:	23H1 公司泛品业务 SKU 数量较多	53
图表 142:	“亿迈”平台全新半托管模式	53
图表 143:	“亿迈”平台六大业务服务	54
图表 144:	“亿迈”平台营业收入（亿元）	54
图表 145:	22 年公司产品主要面向北美市场	54
图表 146:	22 年公司不同产品类别占主营业务收入比重	54
图表 147:	公司营业收入及同比增速	55
图表 148:	公司归母净利润及同比增速	55
图表 149:	22 年公司不同采购模式规模占比（%）	55
图表 150:	赛维时代毛利率水平较高	55
图表 151:	2022 年公司不同渠道主营业务收入占比	56
图表 152:	大健云仓的业务流程图	57
图表 153:	公司在美国的仓储物流网络	58
图表 154:	公司数据驱动模型	58
图表 155:	公司活跃买家和卖家数量	58
图表 156:	公司 Market place GMV（亿美元）	58
图表 157:	公司营业收入及同比增速	59
图表 158:	公司净利润及同比增速	59
图表 159:	米奥会展以境外自办展为主营	59
图表 160:	2018 年公司境外自办展成本拆解	60
图表 161:	公司营业收入及同比增速	61
图表 162:	23 年 9 月末，公司合同负债创历史新高	61
图表 163:	中美、中德、中国-巴西等位居全球价值最大的 20 个贸易路线	61
图表 164:	中国-阿拉伯、中国-印尼、中国-越南等位居全球 20 个增长最快贸易路线	61
图表 165:	名创优品出海经营模式概览	62
图表 166:	公司贸易应付账龄合理（百万元）	62
图表 167:	公司库存周转天数	62
图表 168:	名创优品品牌介绍	63
图表 169:	名创优品纽约时代广场店	63
图表 170:	名创优品巴黎首店位于老佛爷旁	63
图表 171:	2022 年 12 月末，国内以合伙人门店为主	63
图表 172:	2022 年 12 月末，海外以代理门店为主	63
图表 173:	公司营业收入及同比增速	64
图表 174:	公司海外市场门店持续扩容	64
图表 175:	名创优品北美市场单店 GMV 恢复度领先	64
图表 176:	FY2022 以来海外市场收入增速更快	64
图表 177:	公司毛利率、净利率持续提升	65
图表 178:	公司海外市场毛利率更高	65
图表 179:	名创优归母净利润扭亏且大幅增长	65

1. 解读终端需求：欧美降级，新兴成长

1.1 美国：性价比消费趋势下电商渠道表现靓丽

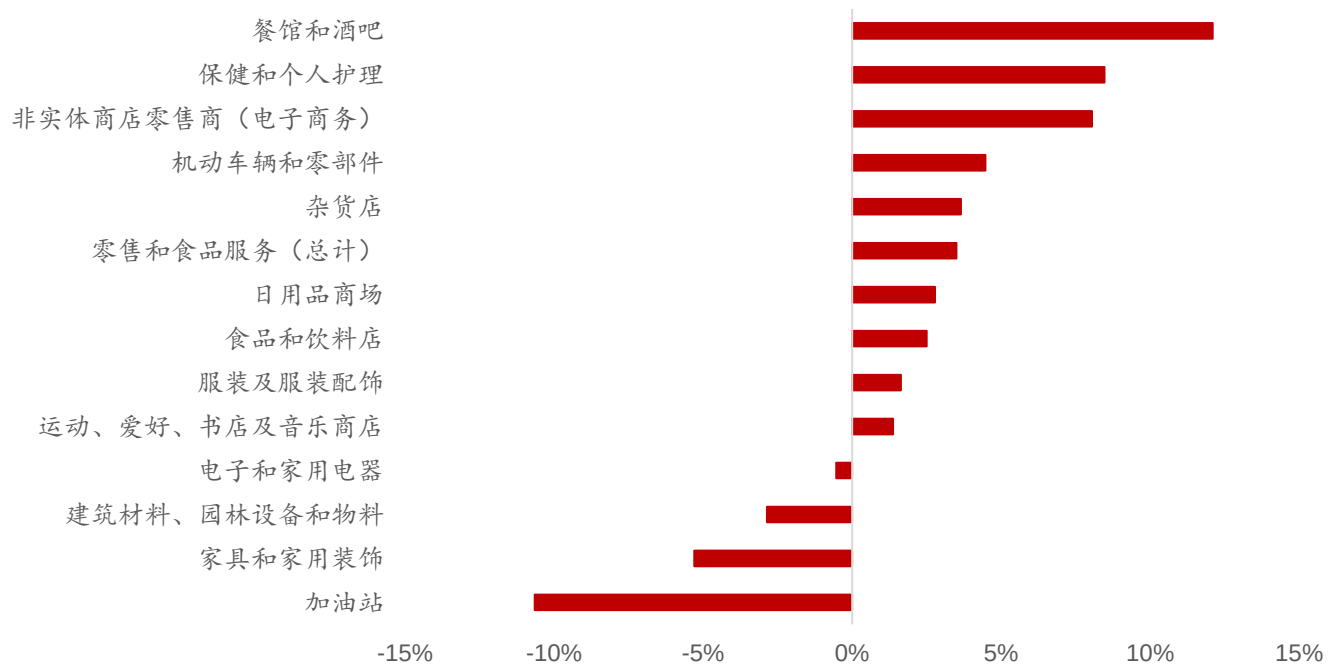
23年下半年美国零售市场表现强劲，其中电商渠道增速表现靓丽。23年4月以来，美国零售销售额除10月出现小幅环比下滑外，其余月份均实现了环比正增长。具体分品类看，2023年零售市场各品类表现分化明显，其中餐馆和酒吧/保健和个人护理/非实体商店零售额（电子商务）分别位列前三，累计增速分别为12.10%/8.47%/8.05%，渠道表现靓丽，优于总体零售额表现。归因电商渠道的优异表现，一方面，疫情后居家办公、远程办公等习惯的养成促进了美国电商渗透率的提升，美国每月的网上零售额占总零售额的比重从2019年10%左右提升至目前15%左右。另一方面，2023年以来相较于美国消费市场整体处于高通胀，在高通胀背景下消费者各项生活成本不断上涨，电商渠道高性价比商品具有较强的吸引力。

图表1：美国零售/食品服务销售额季调后环比增速（%）



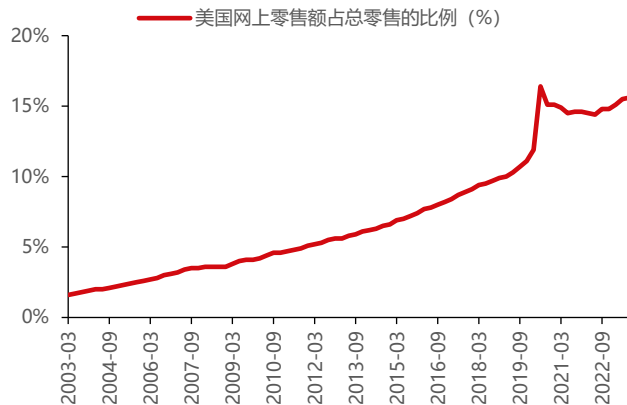
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：2023年美国零售主要分项季调后累计增速（%）



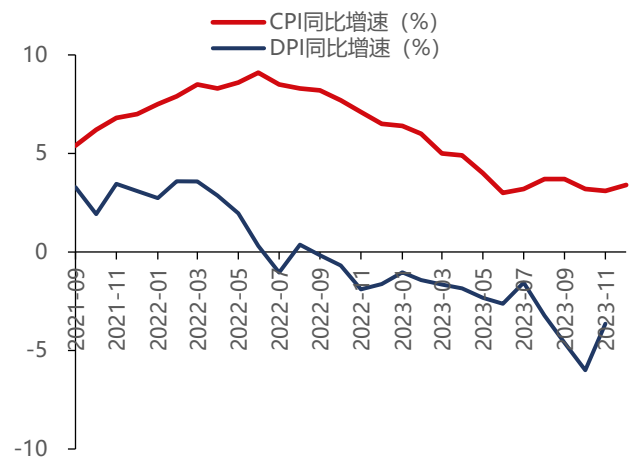
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表3：美国网上零售额占总零售的比例上升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

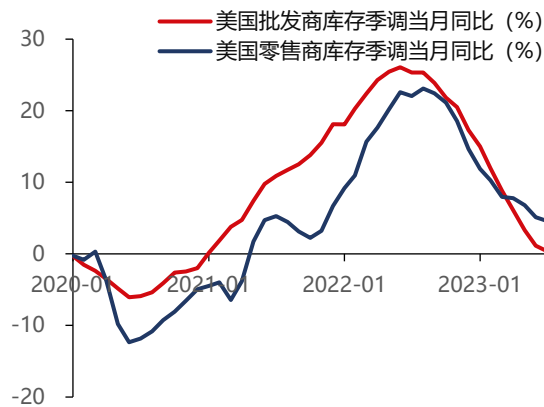
图表4：美国CPI与电商价格指数对比



资料来源：iFinD，Adobe，国联证券研究所

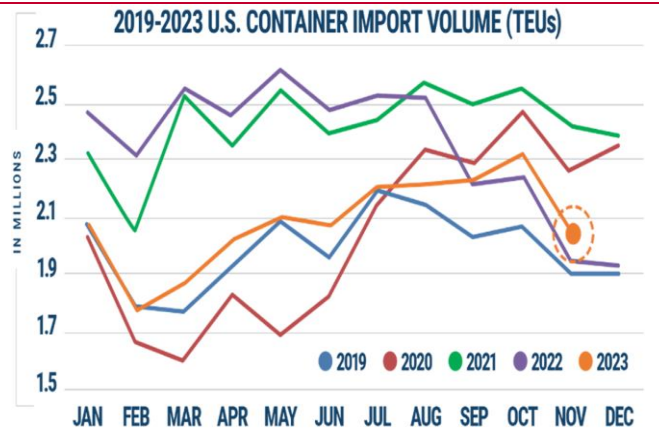
美国零售商去库存已接近尾声，补新货需求得到提振。疫情期间居家叠加政府发放补贴等，刺激了美国消费者的消费欲望，零售业实现大幅度增长，大型零售商供应链经理过于乐观，纷纷加大采购量提前备货，交货期的大幅度提前造成了出口环节和消费环节出现了较大的数量偏差，为2022年的高库存埋下伏笔，从2022年8月开始，美国到港货柜数量低于21年同期，行业进入去库存阶段。美国的批发商和零售商在经历了近一年的去库存阶段后，目前库存月同比增速已接近2020年初疫情刚出现时的水平，补新货需求有望得到提振，23年10月开始美国到港货柜数量开始高于22年同期水平。此外美国CPI与PPI均从7月起终结了此前连续12个月的下降，预示去库存已进入尾声。

图表5：美国网上零售额占总零售的比例上升



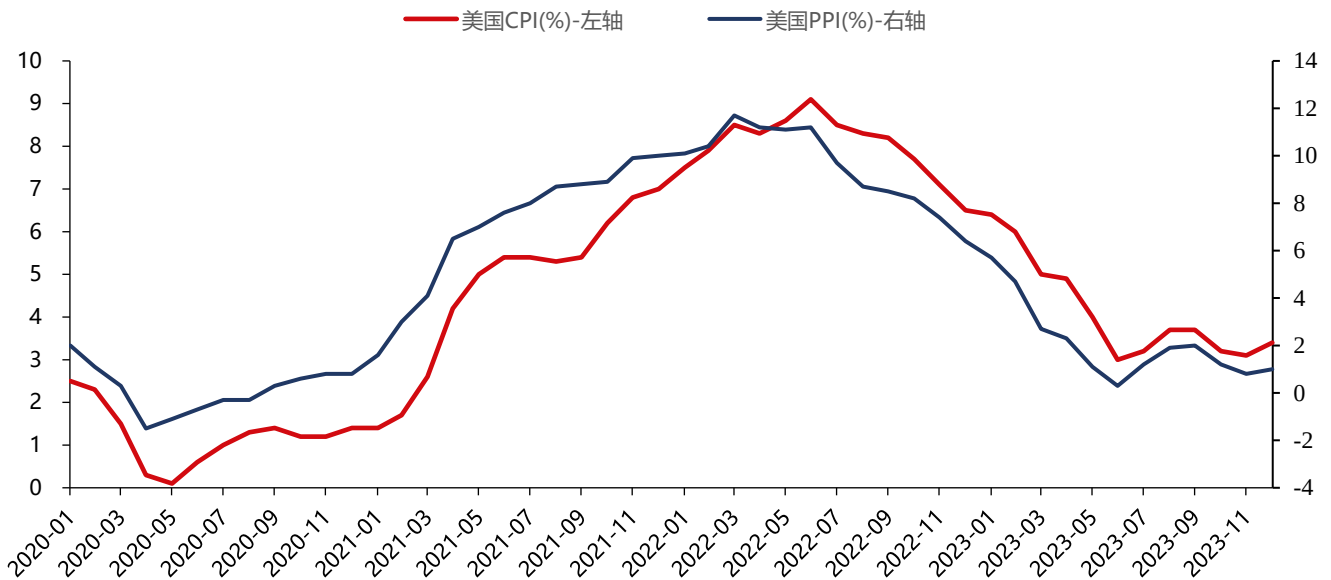
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表6：2019–2023 年美国到港货柜数量（百万个 20 英尺集装箱）



资料来源：Freight Waves，国联证券研究所

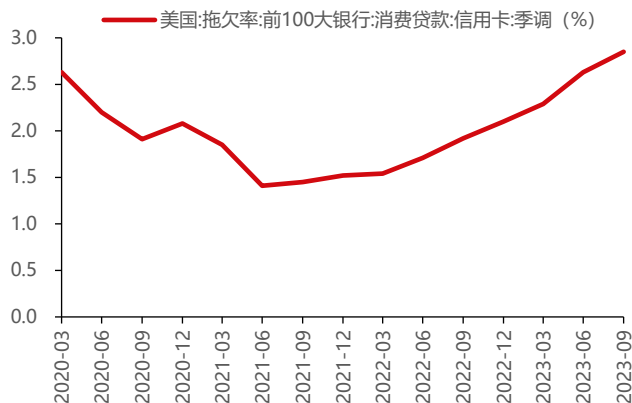
图表7：美国 CPI 与 PPI 均从 7 月起终结了此前连续 12 个月的下降



资料来源：iFinD，国联证券研究所

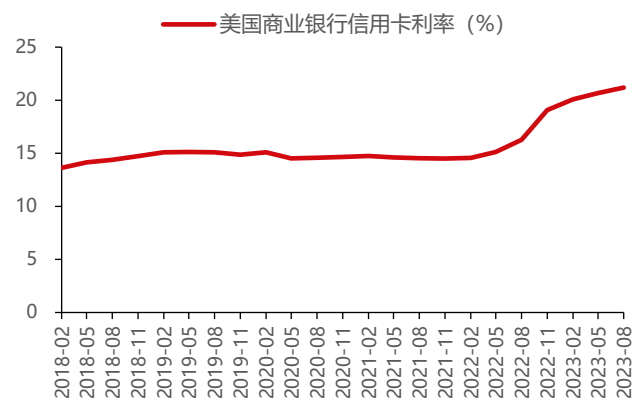
我们认为 2024 年美国的消费增速存在下滑的可能，但高性价比产品消费预计韧性较强。23 年来美国信用卡利率和消费贷款拖欠率持续上升，其中美国前 100 大银行消费贷款拖欠率从 22 年底的 2.1% 提升至 23 年 3 季度的 2.85%；美国商业银行信用卡利率从 22 年底的 19.07% 提升至 23 年 8 月的 21.19%。此外根据美国旧金山联储的测算，疫情期间美国政府发放巨额补贴所形成的“超额储蓄”截止 23 年 9 月还剩约 4,300 亿美元，这些超额储蓄预计会在 2024 年二季度耗尽。我们预计上述不利因素将阻碍消费额的继续增长，2024 年美国的消费增速存在下滑的可能，但是在消费降级背景下高性价比商品消费预计韧性较强。

图表8：美国前 100 大银行消费贷款拖欠率 (%)



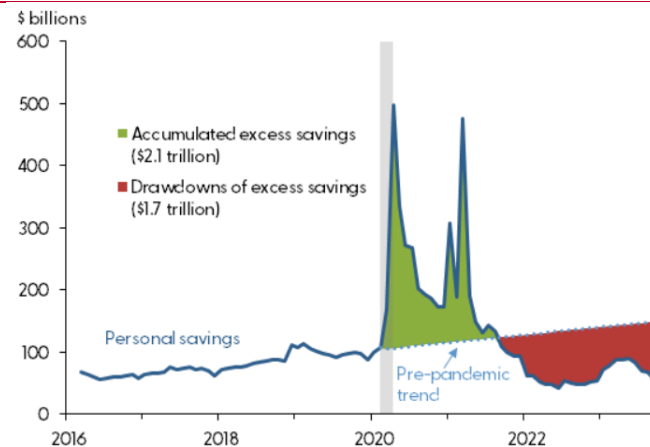
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表9：美国商业银行信用卡利率 (%)



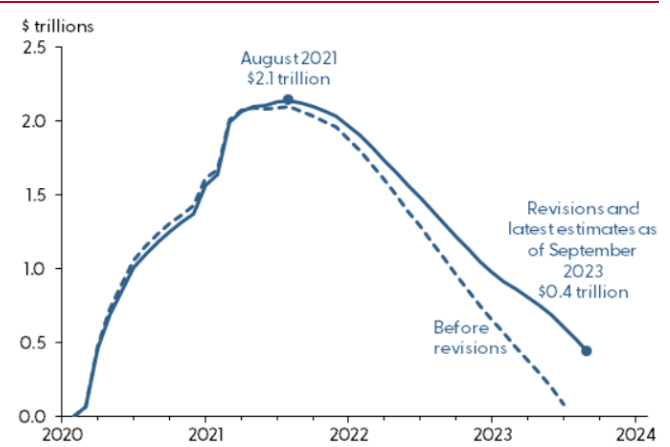
资料来源：MacroMicro，国联证券研究所

图表10：美国个人储蓄变动趋势



资料来源：美国旧金山联储，国联证券研究所

图表11：美国超额储蓄规模测算

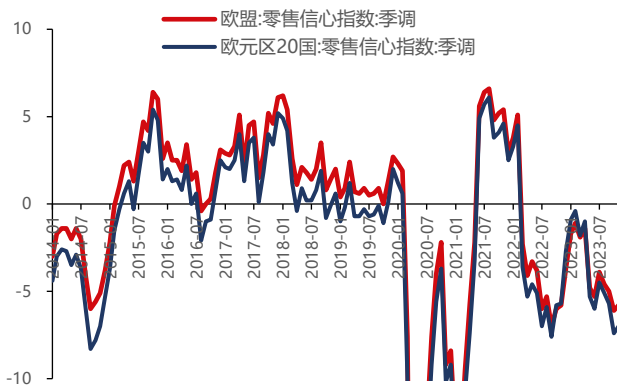


资料来源：美国旧金山联储，国联证券研究所

1.2 欧洲：24 年零售市场有望触底反弹

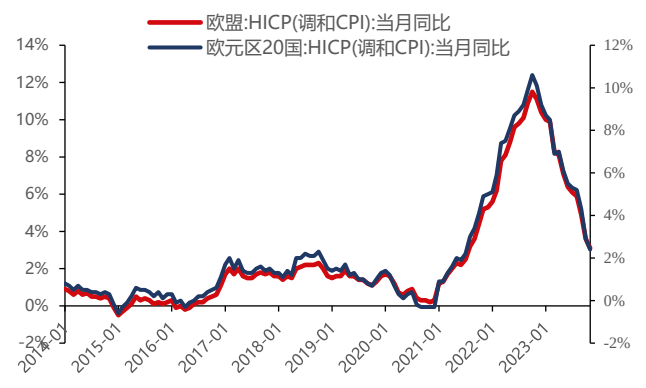
23 年高通胀、高利率冲击了欧洲零售市场。22 年以来欧洲央行为了遏制通货膨胀，将利率维持在较高水平。虽然通胀率在经历 22 年 10 月的峰值后出现持续下滑，但在 23 年较长时间内仍然维持在过高水平。在高利率和高通胀率背景下，消费者可支配收入紧缩导致消费趋弱，消费者信心指数处于历史较低水平，23 年 1-10 月欧盟 27 国和欧元区 20 国零售销售指数均较 2022 年同期出现下滑。第一太平戴维斯预计 2023 年全年欧洲零售市场销售额较 2022 年同比下降 0.1%。

图表12: 欧盟和欧元区零售信心指数



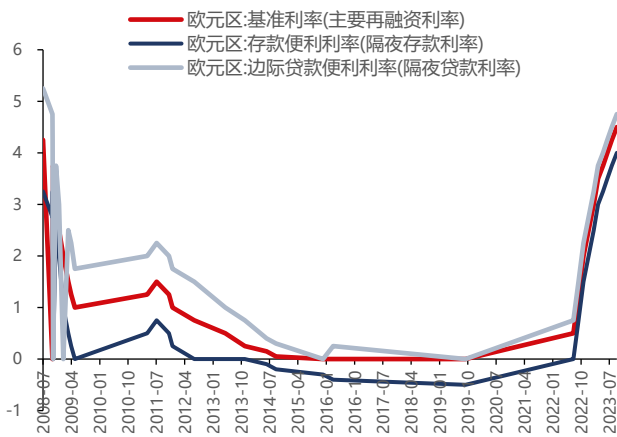
资料来源: Wind, 国联证券研究所 注: 剔除了新冠疫情期间的异常值

图表13: 欧盟和欧元区 HICP 同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 欧元区基准利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

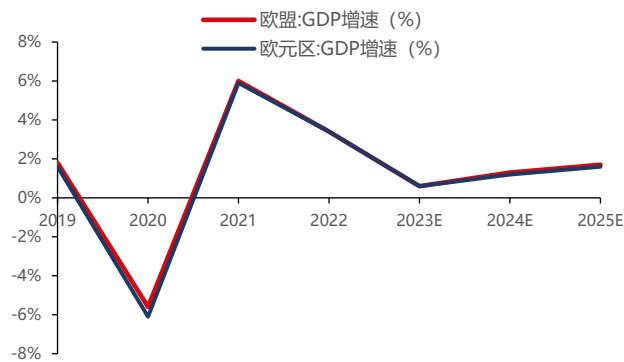
图表15: 欧盟和欧元区零售销售指数同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

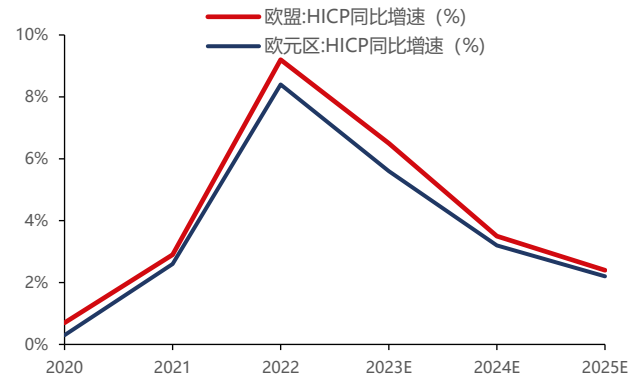
随着经济提速和通胀趋缓, 24 年欧洲零售市场有望迎来触底反弹。欧洲联盟委员预计 24 年欧洲经济将走出低迷, 23 年欧盟 GDP 同比增速为 0.6%, 到 2024 年有望提升至 1.3%。由于欧洲央行采取了紧缩性货币政策, 通货膨胀有望逐步缓解, 预计 2024 年欧盟消费价格指数 (HICP) 为 3.5%, 低于 2023 年的 6.5%。随着经济上行和通胀趋缓, 居民消费支出有望提振, 预计 2024 年欧盟私人消费支出将出现反弹, 同比增长 1.3%, 增速较 23 年提升 0.9pcts。同时欧洲零售市场有望迎来触底反弹, 根据 Trading Economics, 23 年 Q3 欧盟零售额同比下滑 0.9%, 预计 23Q4/24Q1/24Q2/24Q3 分别同比增长 1.9%/2.2%/0.6%/1.1%。

图表16：欧盟和欧元区 GDP 增速



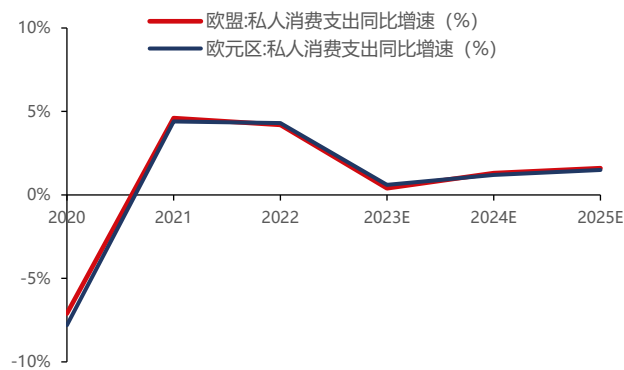
资料来源：European Commission，国联证券研究所

图表17：欧盟和欧元区 HICP 同比增速



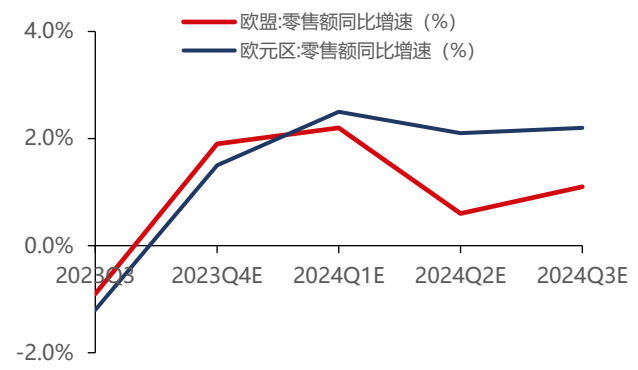
资料来源：European Commission，国联证券研究所

图表18：欧盟和欧元区私人消费支出同比增速



资料来源：European Commission，国联证券研究所

图表19：欧盟和欧元区零售额同比增速

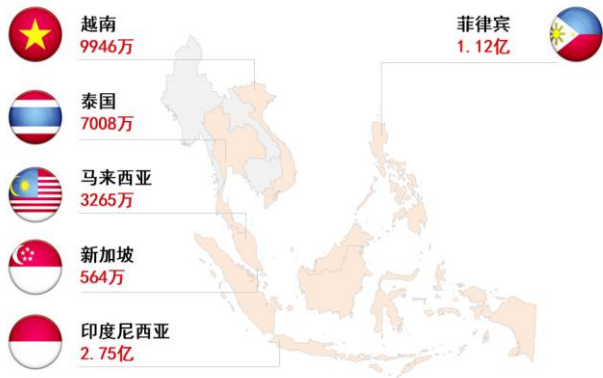


资料来源：Trading Economics，国联证券研究所

1.3 东南亚：高经济增速下消费增长潜力大

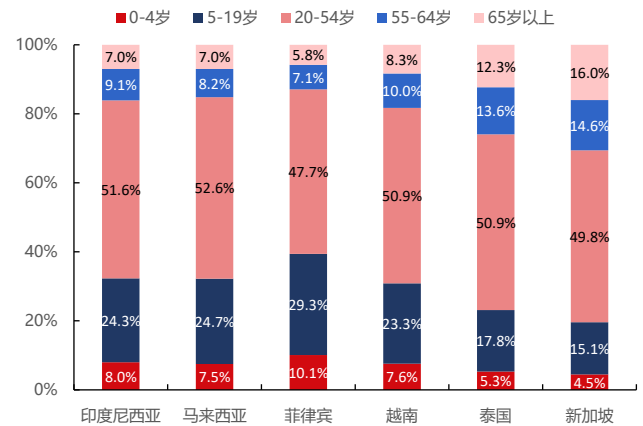
当前东南亚经济整体相对落后，但人口优势将成为东南亚未来经济增长的重要驱动力，消费增长潜力大。东南亚 2022 年人均 GDP 为 5390 美元，在全球主要地区中仅高于非洲，低于南美和中东等地区。人口方面，东南亚地区人口基数较大并且人口结构呈现年轻化趋势，2022 年东南亚人口约 6.7 亿，印尼及菲律宾人口最多，分别为 2.75 亿及 1.12 亿，且人口年龄结构相对年轻，尤其是印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和越南四国，55 岁以下人口占比超过 80%，未来经济和消费增长潜力可观，国际货币基金组织预测 23-25 年越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际 GDP 增长率超过全球、中国及美国增长水平。

图表20：2022 年东南亚地区主要国家人口数量



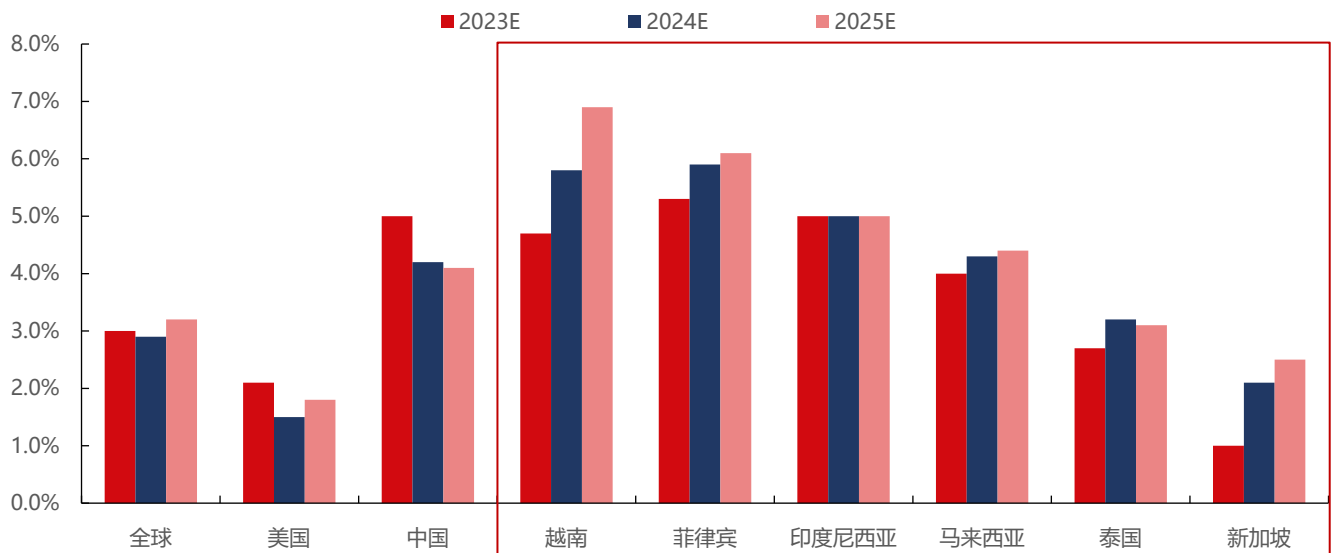
资料来源：IMF，国联证券研究所

图表21：2021 年东南亚主要国家人口年龄分布



资料来源：Statista，国联证券研究所

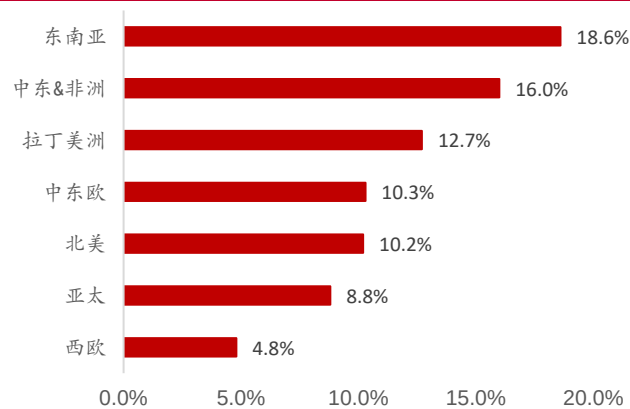
图表22：2023-2025 年预计越南、菲律宾、印尼及马来西亚实际 GDP 增长率均超过全球、中国及美国增长水平



资料来源：IMF，国联证券研究所

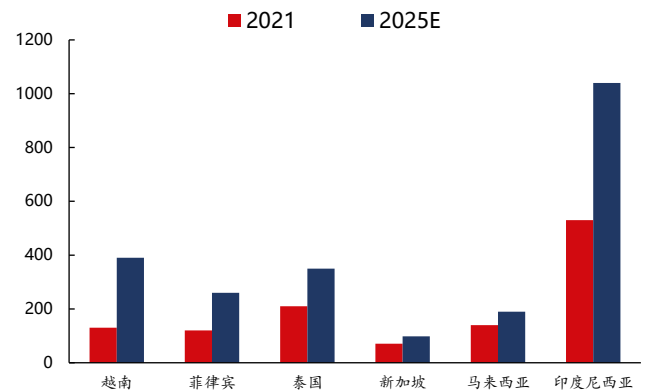
东南亚电商市场发展迅速，其中印度尼西亚是最大电商市场。eMarketer 预计 2023 年东南亚电商销售增速为 18.6%，位列全球第一。根据 e-Conomy SEA 的预测，东南亚电商市场规模将从 2021 年的 1200 亿美元增长至 2025 年的 2340 亿美元，对应 CAGR 为 18.17%。其中印度尼西亚是东南亚最大的电商市场，占整个东南亚电商市场 40% 以上。从不同国家电商市场增速看，越南、菲律宾、印度尼西亚及泰国处于快速增长期，21-25 年 CAGR 分别为 31.61%/21.32%/18.36%/13.62%；新加坡及马来西亚两个成熟市场保持稳定增长，21-25 年 CAGR 分别为 8.39% 和 7.93%。

图表23：23年预计东南亚电商销售增速位列全球第一



资料来源：eMarketer，国联证券研究所

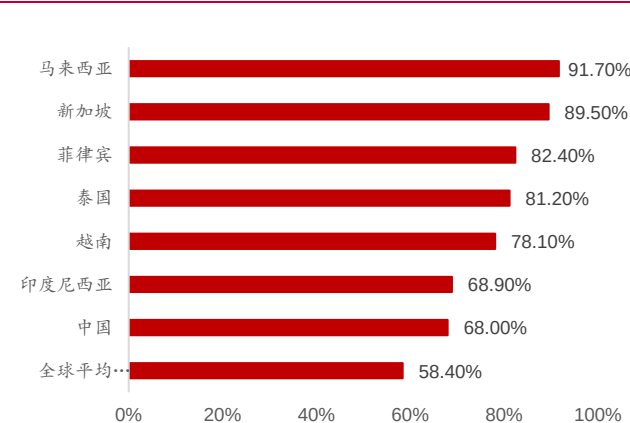
图表24：东南亚主要国家电商市场规模（亿美元）



资料来源：e-Conomy SEA 2021，国联证券研究所

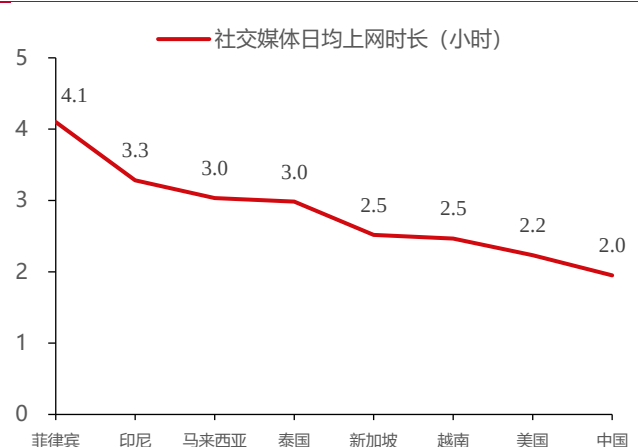
东南亚地区活跃的社交媒体用户催生了庞大的社交电商市场，未来市占率有望超过传统电商平台。东南亚社交媒体渗透率较高，超过中国（68%）及全球平均（58.40%）水平，并且拥有全球范围最活跃的社交媒体用户，其中菲律宾社交媒体日均上网时长为4.1小时，粘性最高；其次是印尼，日均上网时长是3.3小时，主要国家远超中国和美国互联网用户社交媒体的日均上网时长。此外当地用户喜欢通过社交媒体研究产品并与品牌产生互动，因此催生了庞大的东南亚社交电商市场。2020年东南亚社交电商市场规模已占电商市场总规模的44%，The Ken预测未来五年社交电商市场份额预计将占到东南亚电商市场总份额的60%-80%。

图表25：东南亚主要国家社交媒体渗透率较高



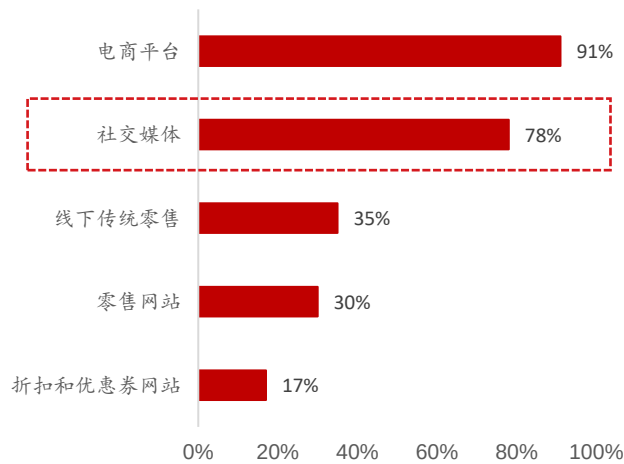
资料来源：We Are Social，国联证券研究所 注：统计时间为2022年2月

图表26：东南亚互联网用户社交媒体日均上网时长



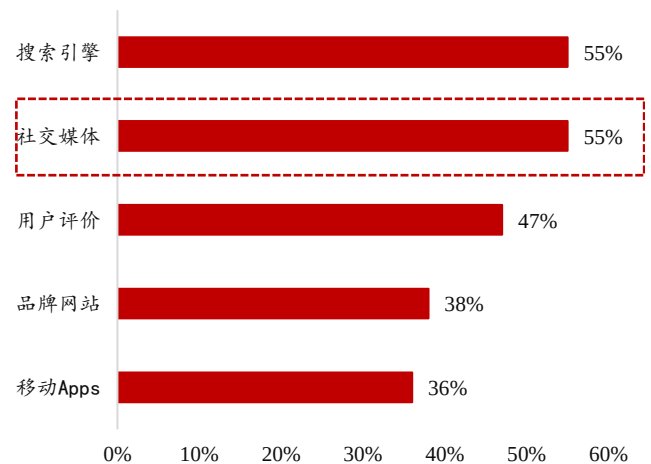
资料来源：We Are Social，国联证券研究所 注：统计时间为2022年2月

图表27：2021H1 东南亚地区最受欢迎的购物方式



资料来源：亿邦智库，国联证券研究所

图表28：用户构建品牌认知路径



资料来源：We Are Social，国联证券研究所

1.4 拉美：全球最具前景的电商市场

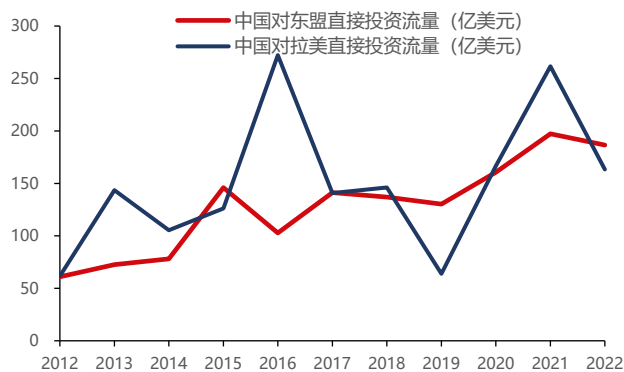
拉美地区有望充分受益于全球供应链重构所带来的发展机遇。近年来在中美关系以及俄乌战争背景下，全球产业链正在发生重构。拉美作为全球产业转移的主要承接地区之一，外商直接投资正在加速涌入，以我国为例，2020-2022 年我国对拉美直接投资流量为 592 亿美元，高于对东盟的 544 亿美元。其中墨西哥由于离美国地理位置近，运输时间和运输成本大幅度减少，是海外企业进入美国市场的理想跳板。此外美国不断加强对墨西哥的产业扶持：墨西哥是《美墨加三国协议》成员国，出口到美国、加拿大的产品都可以享有极低关税；2021 年初白宫发布《美国供应链行政令》，推动“近岸外包”，即鼓励美国企业将业务外包给地理位置、时区、语言相近的邻国或邻近地区；2022 年，美国通过《芯片法案》，加快亚洲产业链转移至拉美国家的步伐，而毗邻美国的墨西哥成为转移重点，从 2022 年开始墨西哥成为美国最大的制造业贸易伙伴。

图表29：全球经贸格局正从全球化向区域化演变



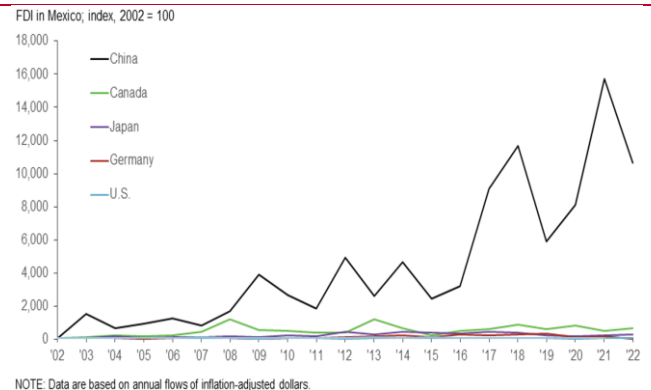
资料来源：GOODCANG，国联证券研究所

图表30：中国对拉美和东盟的直接投资（亿美元）



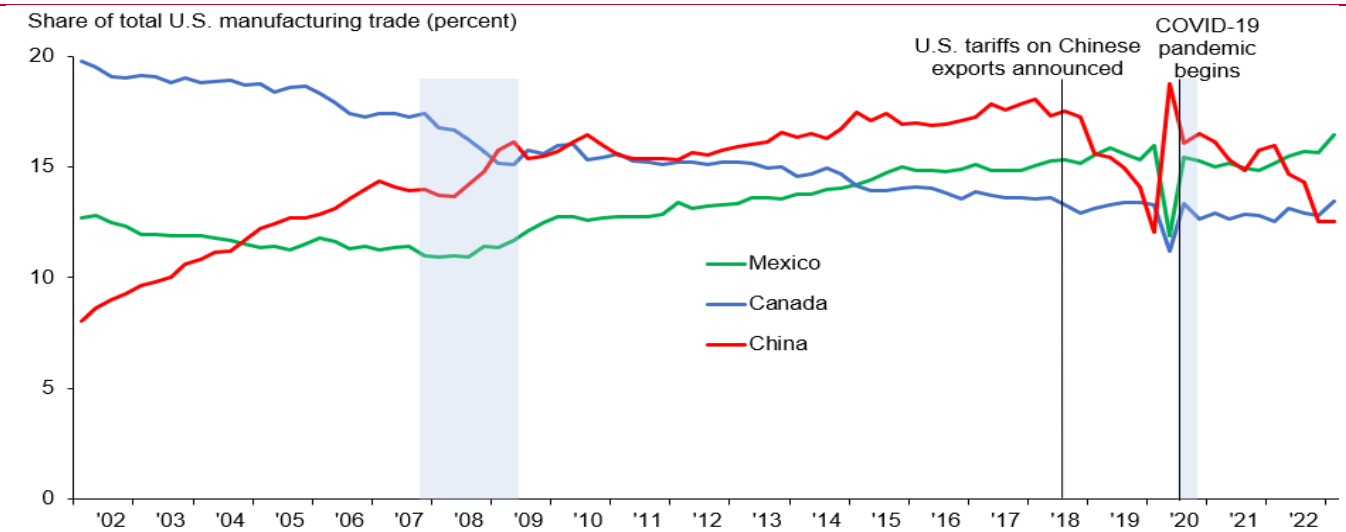
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表31：中资不断加大在墨西哥市场的投资



资料来源：Federal Reserve Bank of Dallas，国联证券研究所

图表32：2022 年开始墨西哥成为美国最大的制造业贸易伙伴

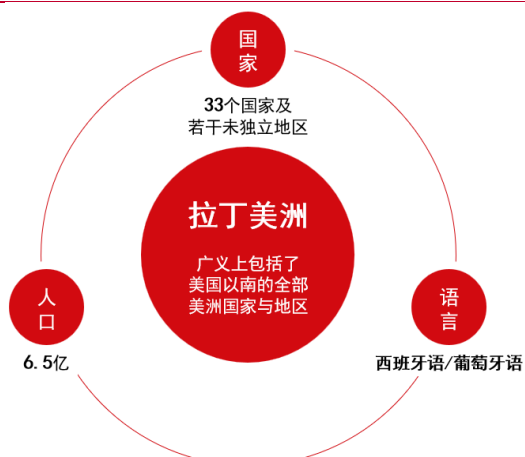


NOTES: Seasonally adjusted, quarterly data. Figures also include April 2023. Shaded areas denote recessions. Total manufacturing trade is the sum of manufacturing exports and imports.

资料来源：Federal Reserve Bank of Dallas, 国联证券研究所

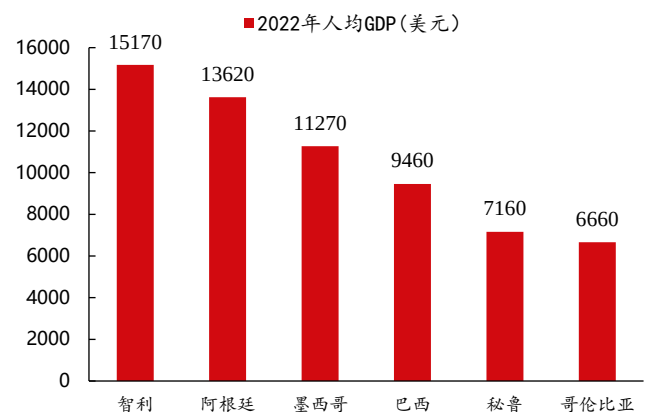
拉美地区人口基数大并且年龄结构相对年轻，经济较为发达。拉美地区广义上包括了美国以南的美洲地区，共计涵盖 33 个国家和地区，人口基数较大，2022 年拉美地区人口约 6.5 亿，人口体量与东南亚相近（东南亚 2022 年人口约 6.7 亿）。拉美地区人口年龄结构较为年轻，CIA 预计 2023 年拉美主要国家的年龄中位数均值为 32.9 岁，和东南亚接近（2023 年主要国家的年龄中位数均值为 33.4 岁）。拉美地区经济较为发达，从人均 GDP 看，2022 年主要经济体人均 GDP 在 6,500 美元以上，其中智利、阿根廷和墨西哥人均 GDP 在 1 万美元以上。

图表33：拉美地区概况



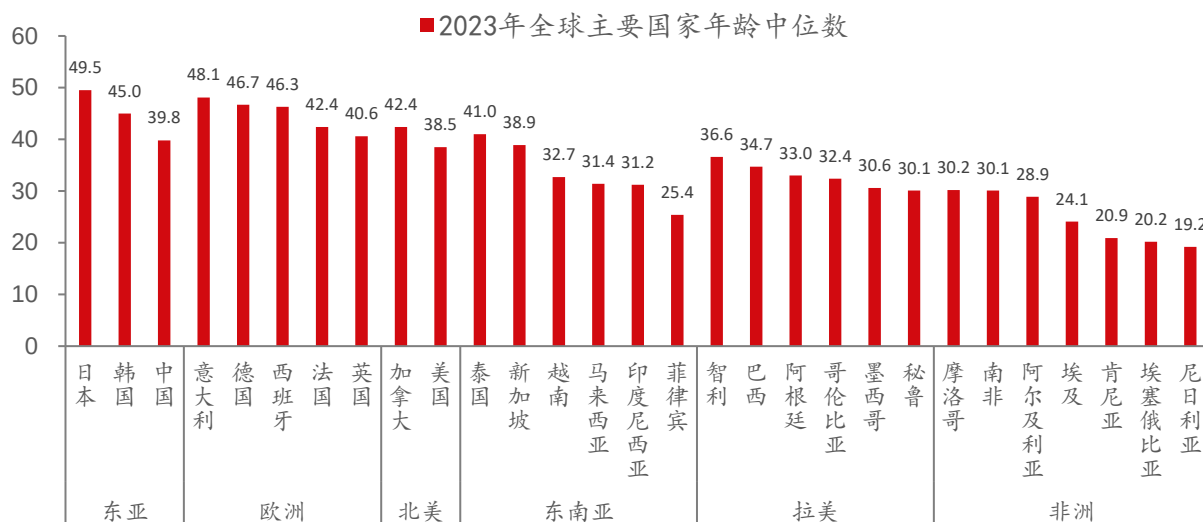
资料来源：Americas Market Intelligence August 2022, 国联证券研究所

图表34：2022 年拉美主要国家人均 GDP（美元）



资料来源：IMF, 国联证券研究所

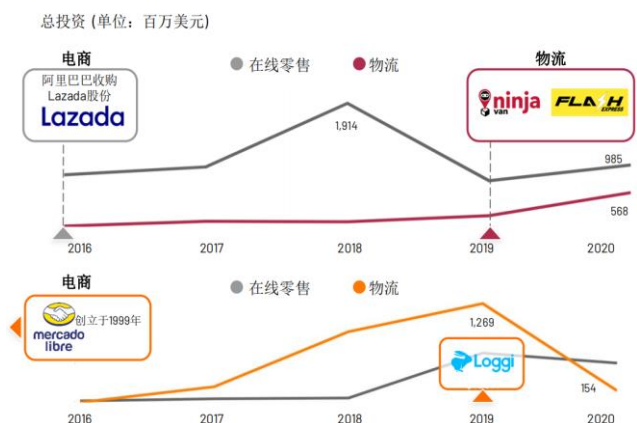
图表35：2023 年拉美地区主要国家年龄中位数和东南亚接近



资料来源：CIA，国联证券研究所

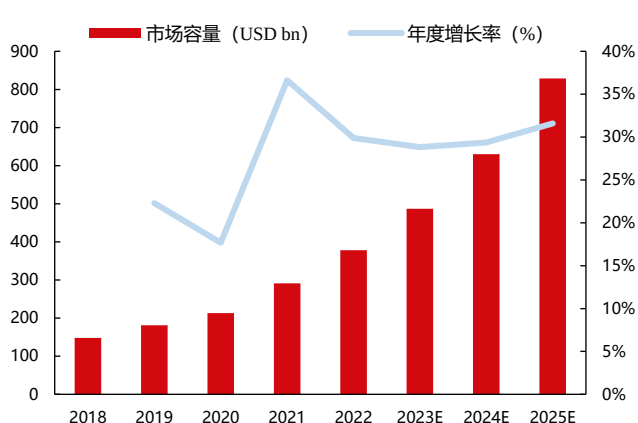
随着相关基础设施日益完善，拉美地区电商市场正加速崛起。此前拉美电商市场的发展存在互联网普及率低和电子商务基础设施不足两大障碍。目前拉美主要国家互联网普及率已高于全球平均水平，截止 2022 年 1 月，巴西/墨西哥/哥伦比亚/智利互联网普及率分别为 77%/74%/69.1%/92%，高于全球平均互联网普及率 63.5%。拉美物流行业相较于东南亚发展较为滞后，资本从 2016 年才开始关注拉美物流行业的发展，此后行业发展进入快车道，以拉美龙头电商美客多为例，公司物流网络的渗透率从 2016 年的 50%提升至 2022 年的 97%，23Q3 近 80%的配送在两天内完成。随着相关基础设施日益完善，拉美电商市场规模有望从 2022 年的 378 亿美元增长至 2025 年的 829 亿美元，对应 CAGR 为 29.92%。

图表36：流入拉美物流行业的资本从 2016 年开始激增



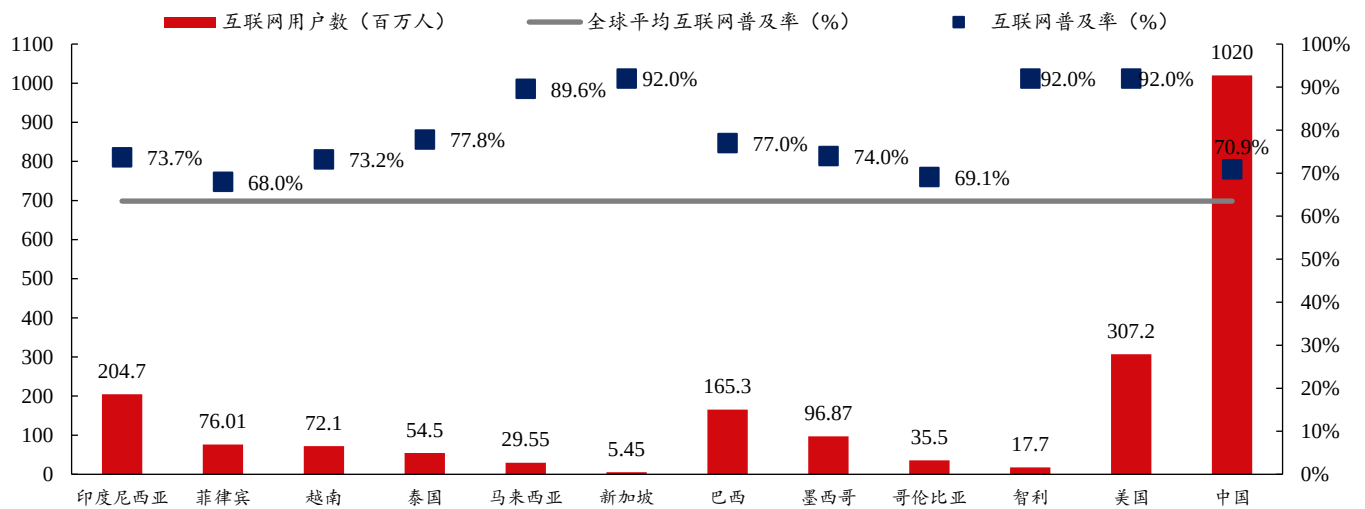
资料来源：Cento Ventures; LAVCA; Momentum Works & Cento Ventures insights，国联证券研究所

图表37：拉美电商市场增长情况



资料来源：AMI, World Bank，国联证券研究所

图表38：东南亚/拉美国家互联网普及率（2022年1月）

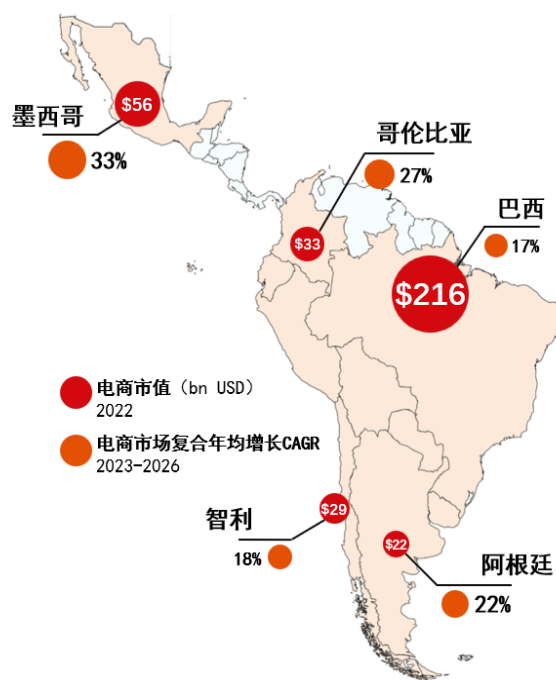


资料来源：datareportal，国联证券研究所

拉美电商市场具有四大优势：

- 1) 电商市场增速快：**至 2026 年拉丁美洲将成为跨境电商增长最快的地区，其中墨西哥/哥伦比亚/阿根廷/智利/巴西 2023-2026 年电商市场复合年均增速分别为 33%/27%/22%/18%/17%。
- 2) 当前电商渗透率较低：**2022 年拉美线上零售市场份额为 5.6%，同期中国/英国/韩国/印尼分别为 45.3%/35.9%/30.1%/28.1%。
- 3) 庞大消费群体：**由于拉美地区人口基数大并且年龄结构相对年轻，2024 年预计有 3.4 亿电商消费者，届时将超过美国总人口。
- 4) 拉美地区电商市场卖家间竞争相对温和并且产品客单价相对较高：**现阶段拉美地区拉美买家可选择的品牌少并且价格区间较窄，未来有较大的发展空间。拉美地区经济较为发达，从人均 GDP 看，2022 年主要经济体人均 GDP 在 6,500 美元以上，部分国家在 1 万美元以上 (vs. 美国/中国/印尼 22 年人均 GDP 分别为 76340/12670/4800 美元)，因此销售产品客单价相对东南亚和非洲更高。

图表39：拉美主要国家电商市场增速



资料来源：Americas Market Intelligence August 2022，国联证券研究所

图表40：拉美电商市场四大优势



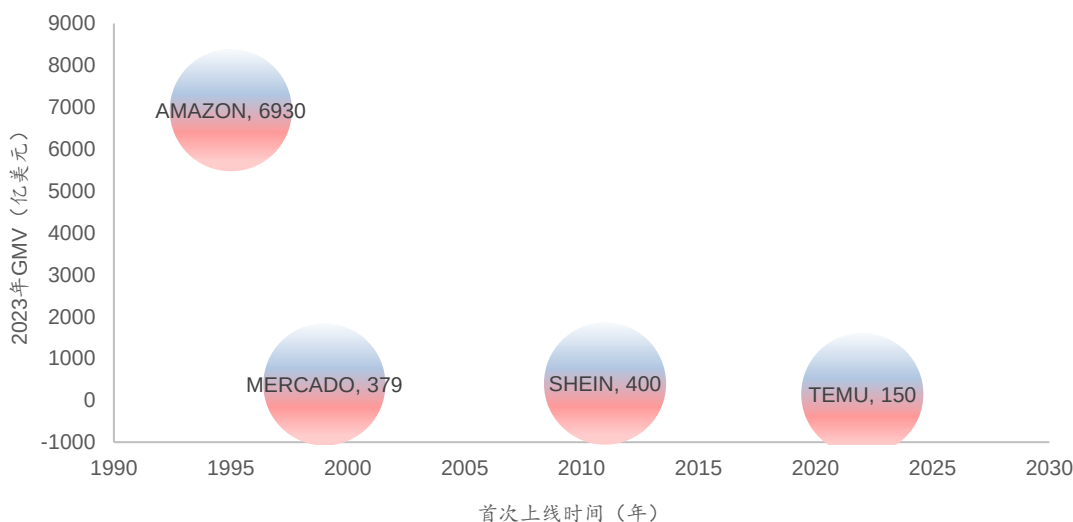
资料来源：eMarketer，Mercado libre，国联证券研究所

2. 思辨平台之争：SHEIN/Temu 奇袭亚马逊

2.1 体量：亚马逊体量优势明显

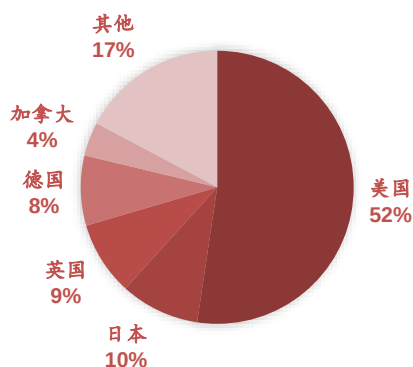
SHEIN/Temu 奇袭亚马逊。自上线以来, Temu 和 Shein 在美国市场的下载量、GMV 快速增长, 成为最具颠覆力的存在。但从 GMV 的横向对比看, 亚马逊的霸主地位依然稳固, 2022 年亚马逊全球 GMV 约为 6930 亿美元 (其中美国亚马逊主站 GMV 为 3680 亿美元), 远超同年 SHEIN 的 290 亿美元, 美客多 344 亿美元的 GMV 体量, 且明显超过 Temu 2023 年 150 亿美元的 GMV 预估量。纵向发展速度看, 2022 年美客多/SHEIN 的 GMV 同比增速分别为 21.1%/49.1%, 表现优异; 从高频的访客数量看, TEMU 访客数量增速强劲, 明显好于 SHEIN 与亚马逊, 且亚马逊独立访客量略显乏力。

图表41：自上线以来，SHEIN/TEMU 的 GMV 增长较快



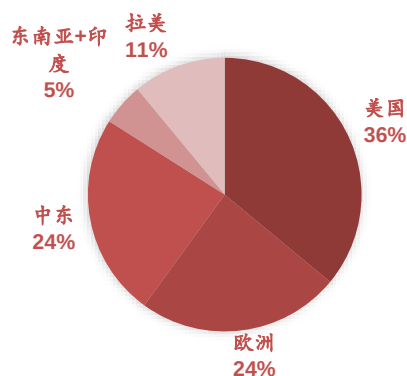
资料来源：公司公告，ECDB，国联证券研究所整理
注：亚马逊 GMV 取自 2022 年，其他公司 GMV 取自 2023 年预测

图表42：2022 年亚马逊商城 GMV 分区域占比



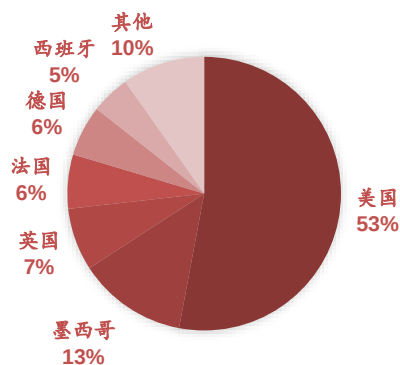
资料来源：ECDB，国联证券研究所

图表43：2021 年 SHEIN 收入分区域占比



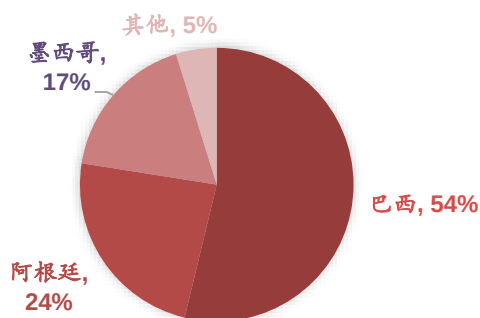
资料来源：Tech Buzz China，国联证券研究所

图表44：2023 年 5 月按国家划分的 Temu 下载量



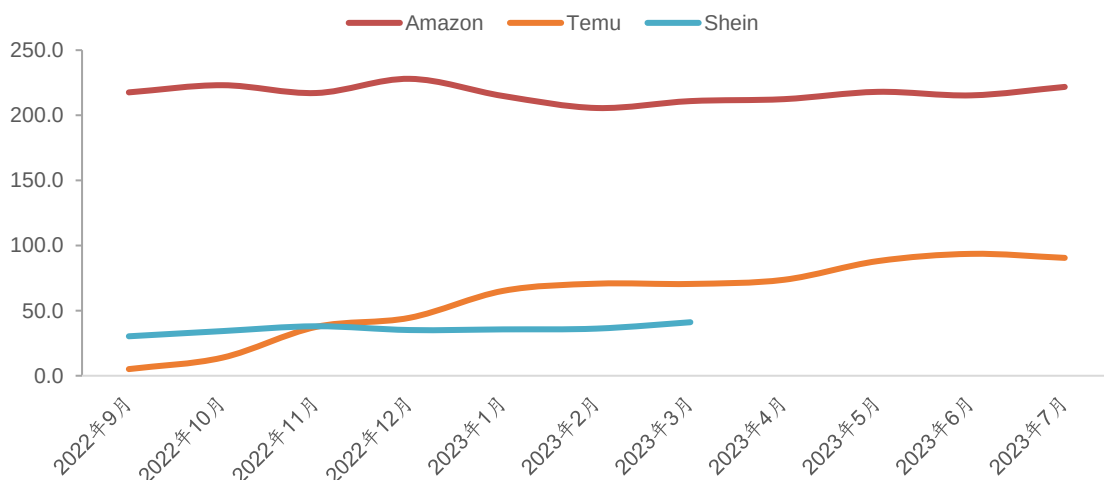
资料来源：AppMagic，国联证券研究所

图表45：2022 年按国家分类的美客多收入



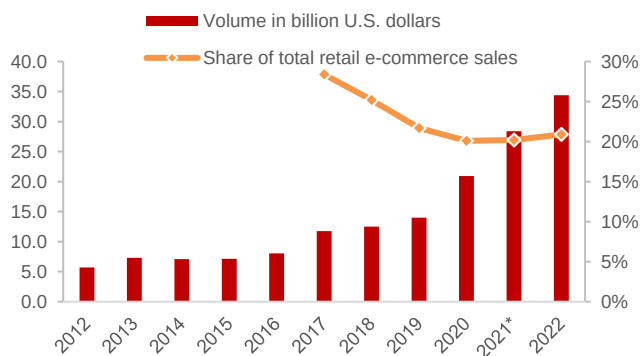
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表46：2022 年 9 月来，美国亚马逊、Temu 和 Shein 的独立访客量（百万）



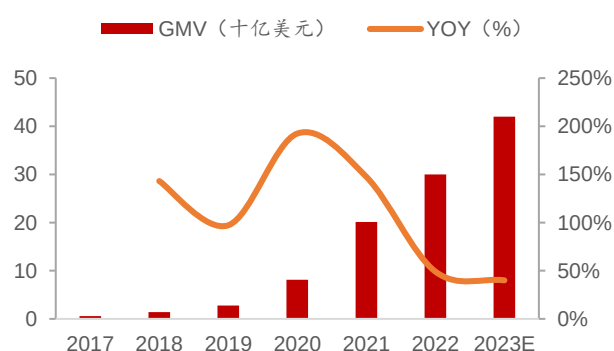
资料来源：comScore; eMarketer; Insider Intelligence，国联证券研究所整理

图表47：2012 - 2022 年美客多 GMV 快速攀升



资料来源：Mercado Libre，国联证券研究所

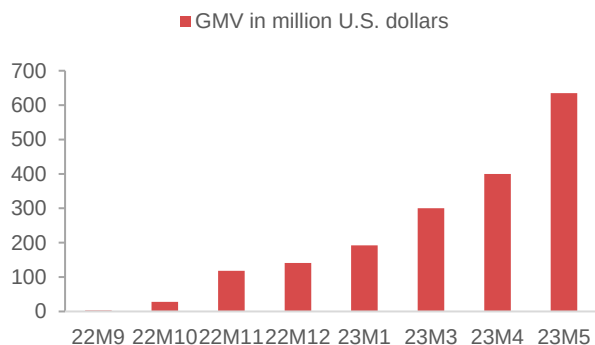
图表48：SHEIN 历年 GMV 大幅增长



资料来源：Wall Street Journal, Financial Times，国联证券研究所

Temu 美国体量超越 SHEIN。Bloomberg Second Measure 数据显示，5 月份美国市场上 Temu 的销售额首次超过 Shein，当月前者比后者高出 20%。同时，Temu 自 5 月份以来每个月都在巩固领先地位，9 月份的销售额已增长到美国 Shein 的两倍多。

图表49: TEMU 自上线以来 GMV 增长迅速



资料来源: YipitiData, 国联证券研究所

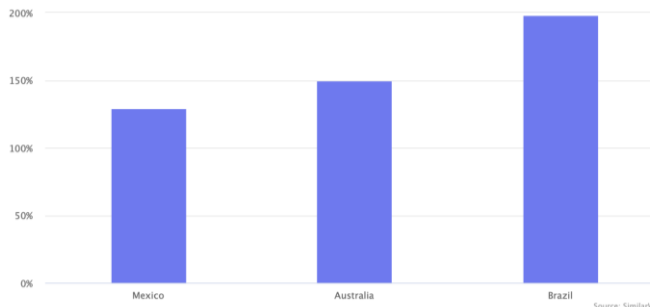
图表50: Temu 美国消费大增, 5 月份客户超过 Shein



资料来源: Bloomberg Second Measure, 国联证券研究所

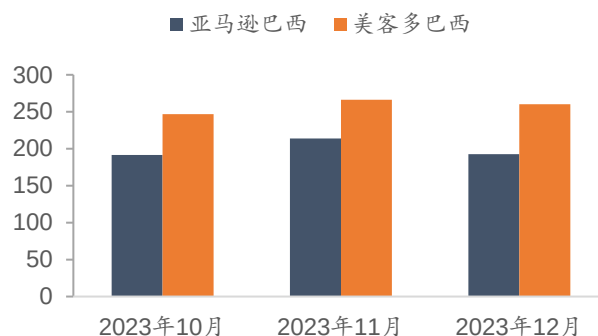
亚马逊巴西/亚马逊墨西哥在拉美区域落后于美客多平台。据 SimilarWeb 估计, 2023 年 2 月份亚马逊巴西的访问量为 1.5 亿, 较 3 年前的 5000 万大幅增长, 目前已超越其他竞争对手, 但仍然落后于先发主导拉丁美洲市场的 Mercado Libre。归因来看, 拉丁美洲是世界上增长最快的电子商务地区助力亚马逊巴西和墨西哥网站表现出色。

图表51: 2020-2023 年间亚马逊各网站访问量增速



资料来源: SimilarWeb, 国联证券研究所

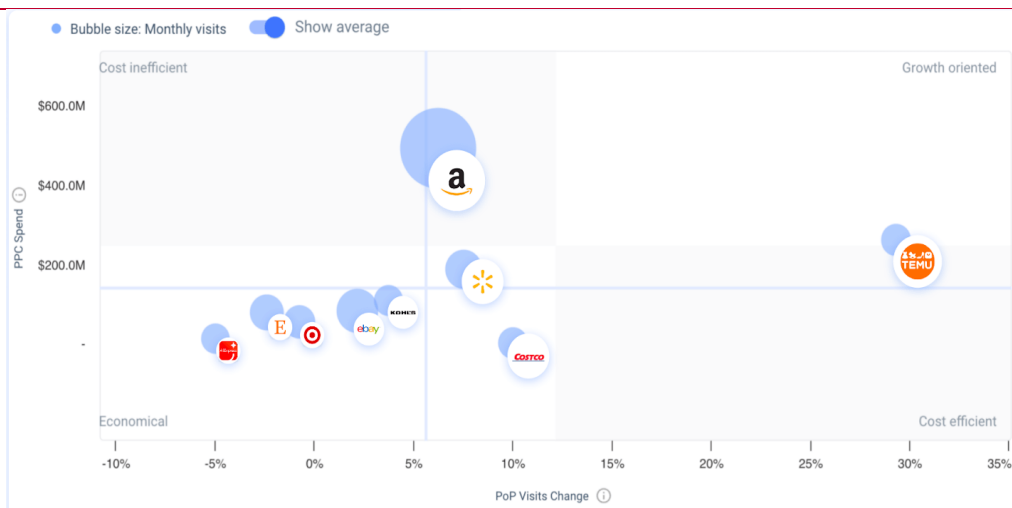
图表52: 巴西市场美客多访问量高于亚马逊 (百万)



资料来源: SimilarWeb, 国联证券研究所

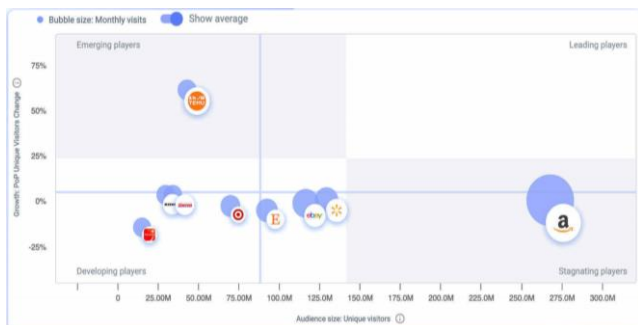
体量优势和转换率决定 Amazon 北美霸主地位短期难以撼动。虽然 Temu 和 Shein 在美国假日销售季吸引了数百万消费者的访问, 但实际订单转化率却仍大幅落后于亚马逊。根据 similarweb 统计, 2023 年 10 月购物季中 Amazon 购物转化率为 56%, 而同期 SHEIN、Temu 分别为 4.1%、4.5%。

图表53: 23Q2TEMU 的 PPC 广告支出略高于沃尔玛, 但流量增长速度是沃尔玛的六倍



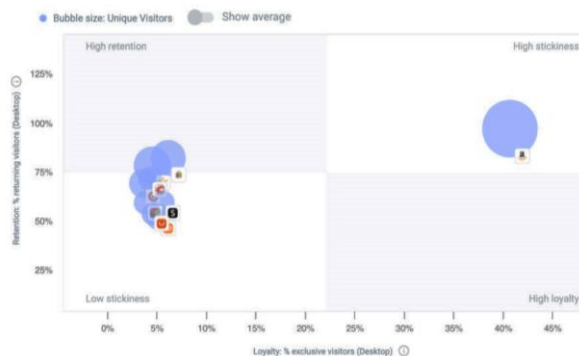
资料来源：SimilarWeb，国联证券研究所整理
注：增速计算基于 23Q2 VS 23Q1，图表 54 同

图表54: Temu 利用广告投入持续生成庞大的用户群



资料来源：SimilarWeb，国联证券研究所

图表55: 23Q3 TEMU 用户留存率低于 AMAZON



资料来源：SimilarWeb，国联证券研究所

2.2 差异：TEMU/SHEIN 错位竞争

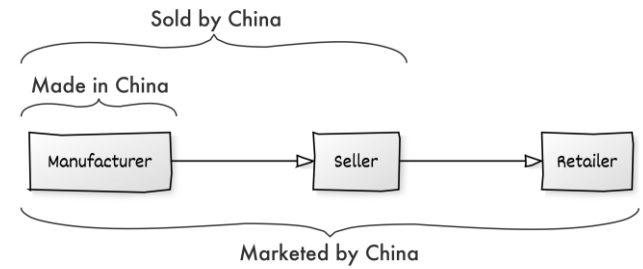
Shein 和 Temu 代表了中国消费品出海的第三次迭代。第一次是“中国制造”，海外零售商单纯将制造环节外包给中国工厂，中国代工生产；第二次是“中国制造，亚马逊销售”，中国商家通过亚马逊进行销售，削减了中间环节，但依然需要借助亚马逊平台；现在商业迭代到第三次“中国销售”，Shein、Temu 之类的中国零售商正承担起中国工厂直接向购物者销售产品的平台使命，直面全球消费者建立中国品牌。

图表56: TEMU/SHEIN 扮演中国消费品出海平台角色



资料来源: Marketplace Pulse, 国联证券研究所

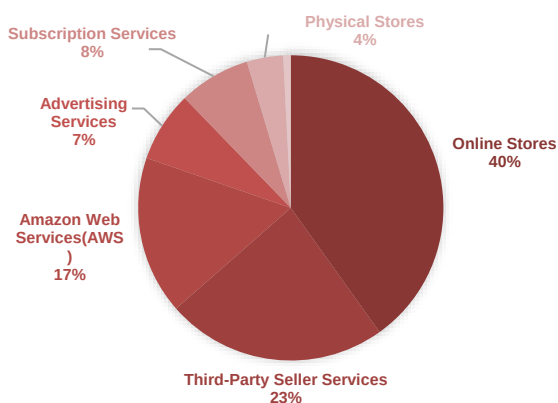
图表57: 中国消费品出海的第三次迭代



资料来源: Marketplace Pulse, 国联证券研究所

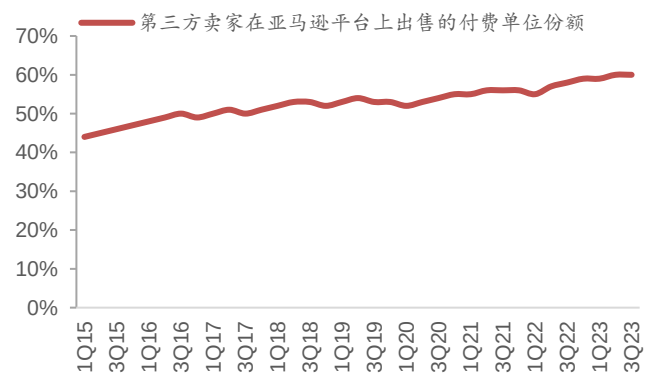
SHEIN/TEMU 主导定价权让利消费者。从商业模式看, 由于平台发展阶段和对供应链的掌控度不同, 亚马逊与 SHEIN/TEMU 的模式存在一定差别。亚马逊电子商务业务兼具自营和平台商角色, 且平台商占比上行, 该模式下主要赚取佣金与履约费等, 平台和商家的收益空间更大。而 SHEIN/Temu 等中国平台商尚处出海早期, 吸引消费者/做大用户体量成为第一目的, 而其背后海量的中国供应商使其让利消费者成为可能。TEMU 以全托管模式缩短供应链, 平台掌握定价端、运营端、销售端绝对的掌控权, 通过让生产直接对接销售释放原贸易商的利润, 并将释放的利润让利给消费者, 以争取跑通消费者和销售额的循环; SHEIN 的经营模式既有自有品牌, 也有全托管模式和三方卖家模式, 其中服饰领域又以自有品牌经营为主, 通过对供应商的数字化整合培育实现供给侧与需求侧的高效匹配。

图表58: 2023 年前三季度亚马逊收入拆分



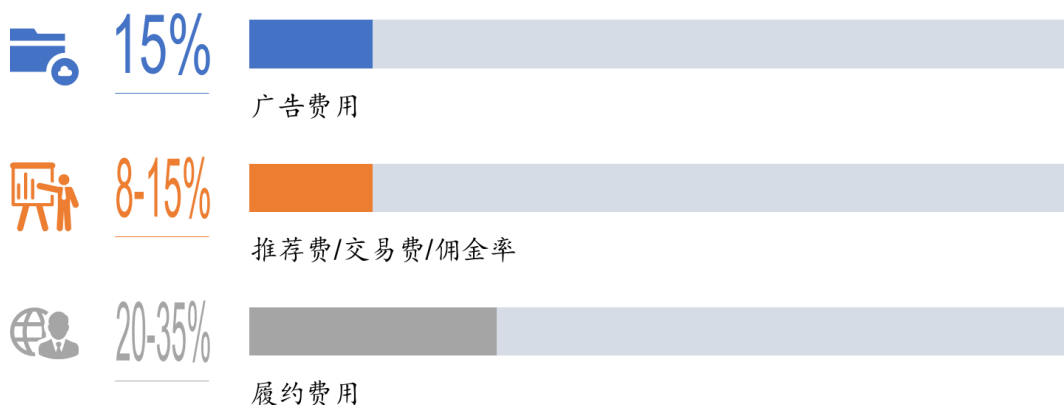
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表59: 亚马逊商店 60%以上的销售额来自第三方



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表60：亚马逊收取的第三方卖家约 50% 的费用



资料来源：Marketplace Pulse，国联证券研究所

图表61：TEMU 全托管模式取代贸易中间商



资料来源：Finley 菲尼跨境，国联证券研究所

图表62：TEMU 全托管模式取代贸易中间商



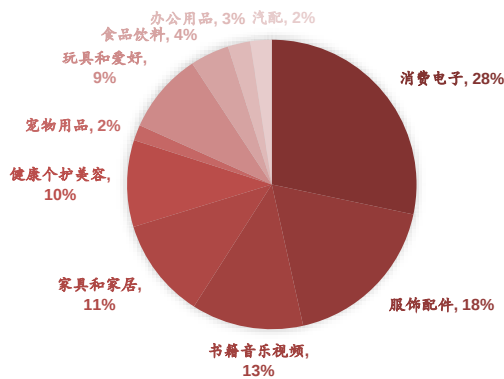
资料来源：AliExpress 官网，TEMU 官网，国联证券研究所

错位竞争性价比领域，TEMU 与 SHEIN 客户重叠度高。

1) 对比亚马逊和 SHEIN、TEMU 等平台品类数据，发现亚马逊品类更为多元，

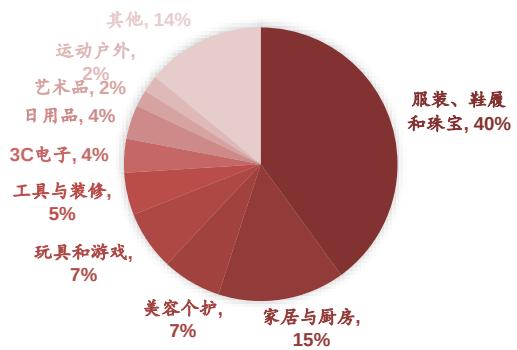
亚马逊“重产品、轻店铺”流量分配机制下，标品更为极致，非标品相对并不占优。这一品类格局也给中国品牌、平台商机会，SHEIN、TEMU 等平台纷纷选择从服饰这一非标品入手打入北美市场。燃数科技数据显示，目前 Temu 平台主要由服饰和百货构成，从 2022.11-2023.01 区间累计数据看，服装鞋靴和珠宝 GMV 占比为 40%，与 SHEIN 较为类似。我们认为，Temu、Shein 对于 AMAZON 的本次奇袭背后是通过规模效应和数字化流程改造将供应链的周转降到极低水平，赚取周转的钱。

图表63：2022 年亚马逊美国电商主要商品销售占比



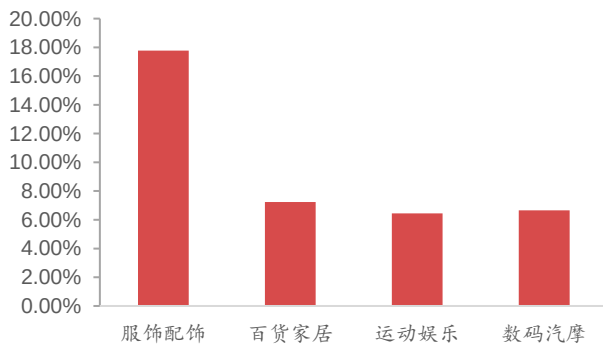
资料来源：eMarketer，国联证券研究所

图表64：Temu 各品类 GMV 占比（2022.11-2023.01）



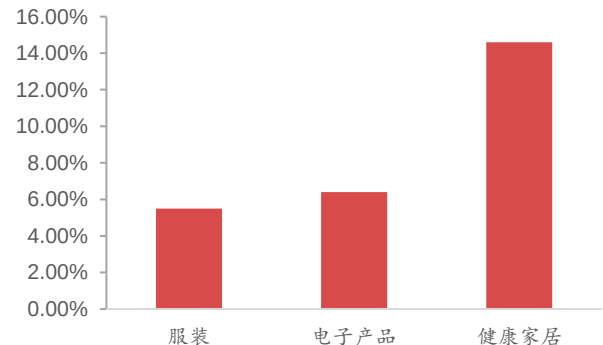
资料来源：燃数科技，国联证券研究所

图表65：2022 年赛维时代各品类的退款率



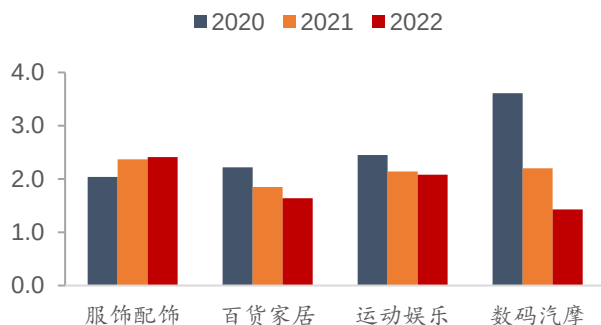
资料来源：赛维时代招股书，国联证券研究所

图表66：亚马逊各品类转换率



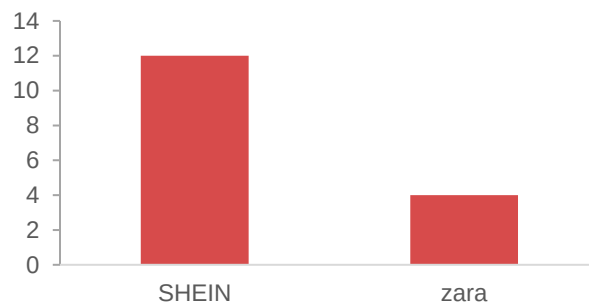
资料来源：Selics, Statista，国联证券研究所

图表67：赛维时代主要品类存货周转率



资料来源：赛维时代招股书，国联证券研究所

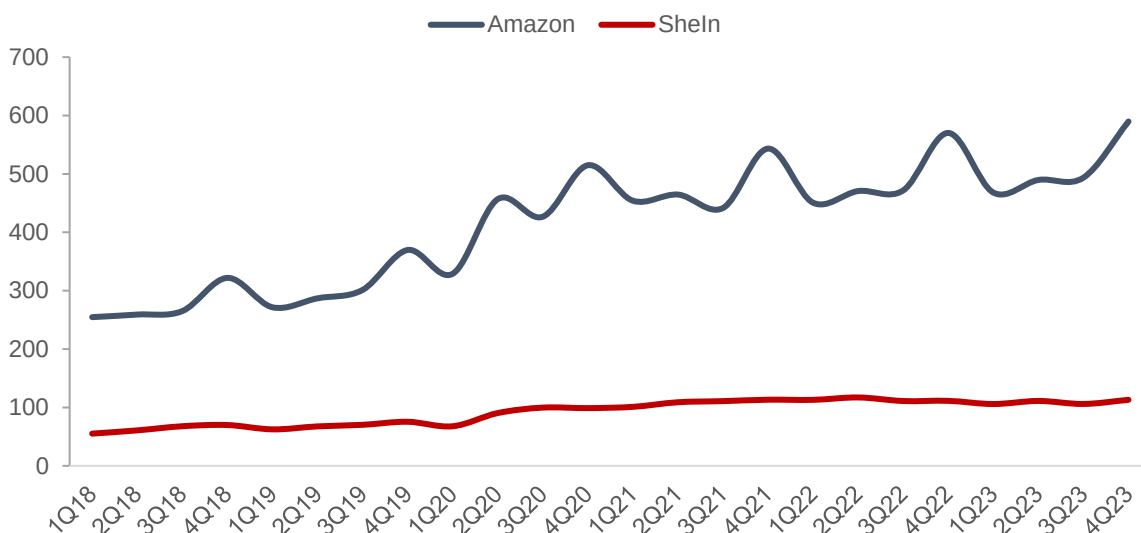
图表68：SHEIN 较 zara 更为高周转



资料来源：公司公告，国联证券研究所

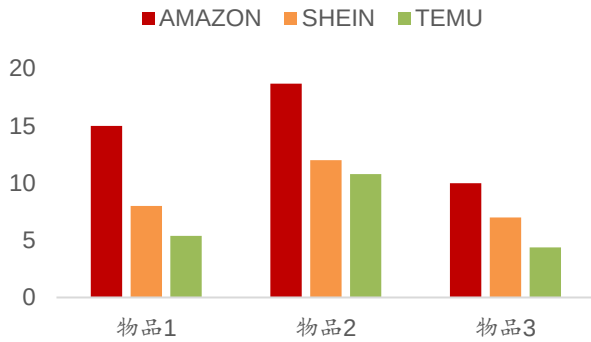
2)从价格带和目标客户群看,TEMU 体现极致性价比,在价格上占据绝对优势,同类产品 AMAZON 的售价是 TEMU 的数倍,SHEIN 的售价也比 Temu 高出 30-40% (主因补贴因素),我们认为 SHEIN、TEMU 低价的背后是以中国强大的供应链、过剩的产能对抗海外通胀,以中国的生产者剩余最大化海外消费者剩余。yipit Data 的数据显示,Shein 与 Temu 的客户重叠度最高,其次是 Five Below、Dollar Tree、Family Dollar 和 Dollar General 等线下一元店品牌。根据 Earnest Analytics 的数据,截至 2023 年 11 月,Temu 占据了美国折扣店类别近 17% 的市场份额,而美元连锁店 Five Below 的这一比例为 8%,Dollar General 为 43%,Dollar Tree 为 28%。

图表69：AMAZON 每客户销售额明显高于 SHEIN (美元)



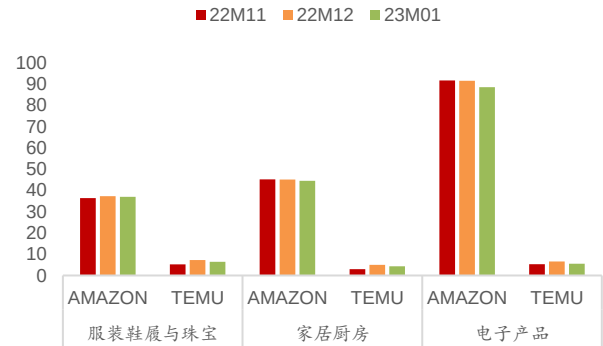
资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表70: TEMU 的价格明显低于 AMAZON 与 SHEIN(欧元)



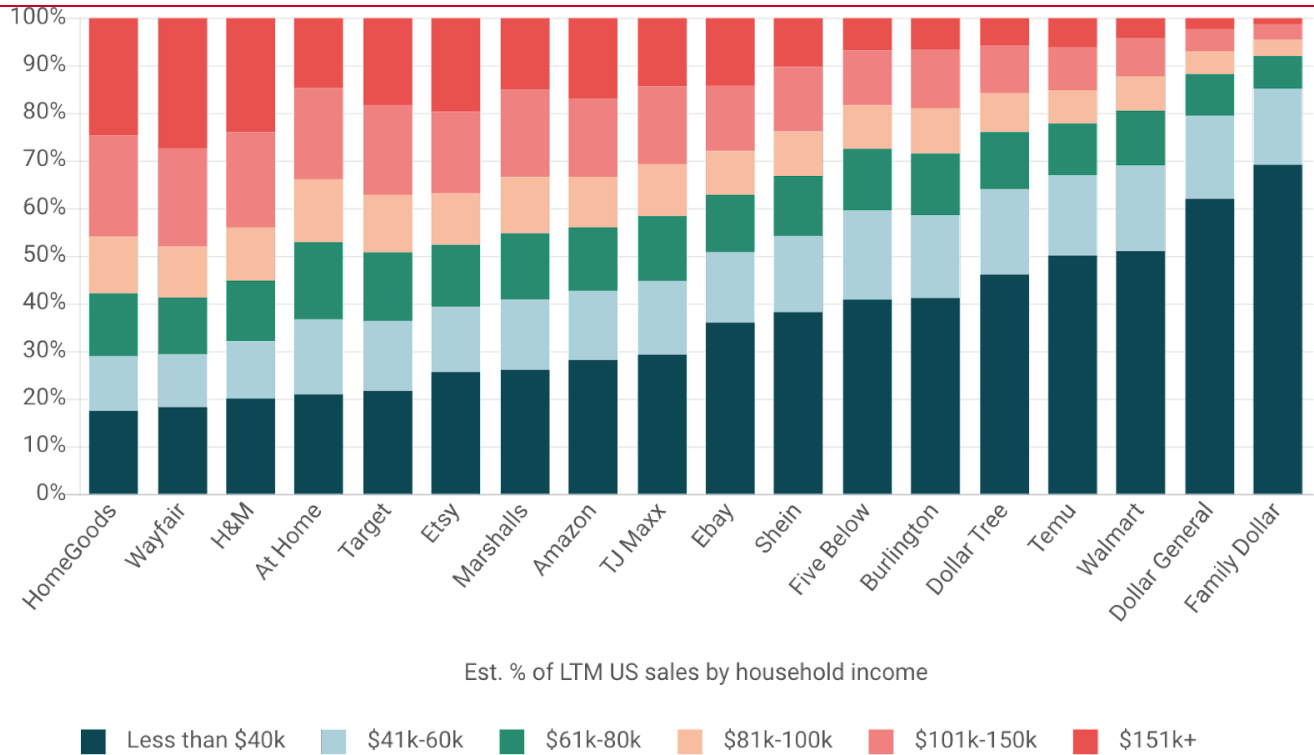
资料来源: China talk, 国联证券研究所

图表71: 横向对比各品类, AMAZON 价格较高(美元)



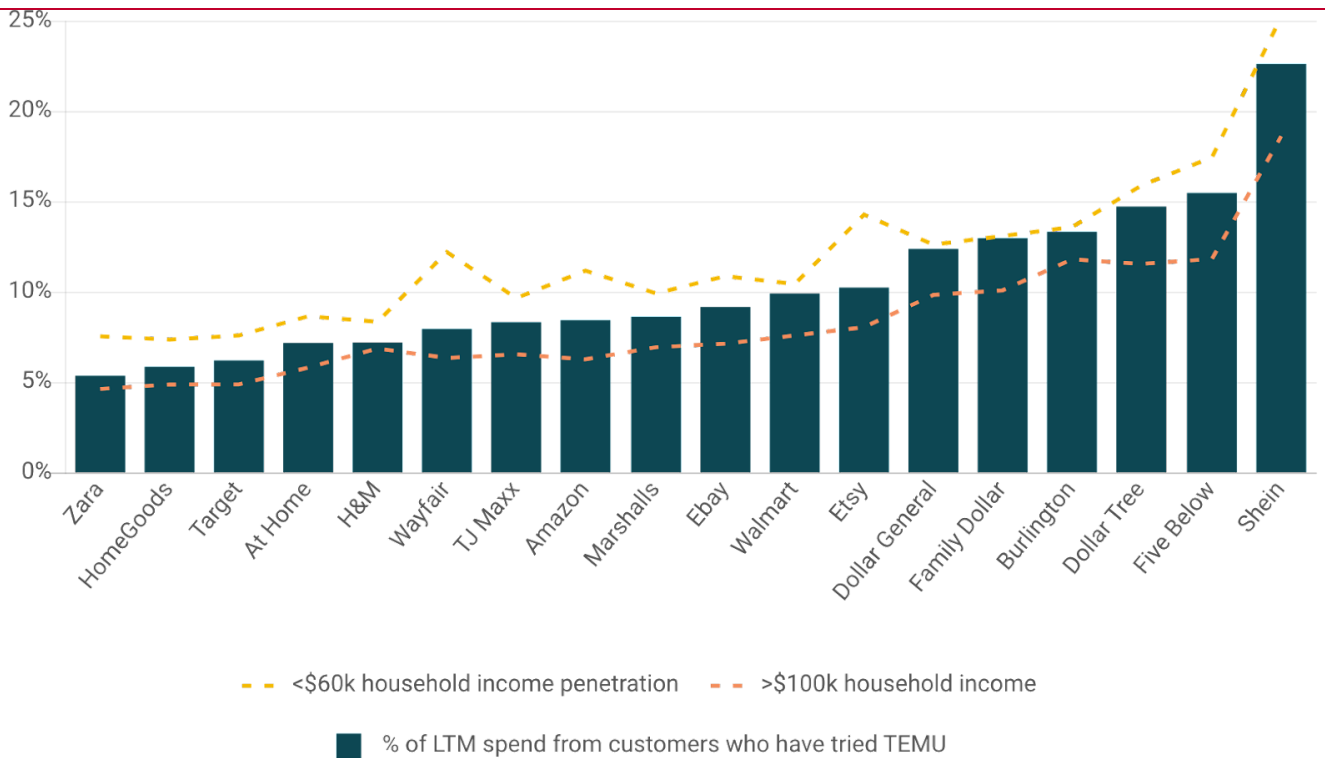
资料来源: 燃数科技, 国联证券研究所

图表72: 按美国家庭收入划分的平台商销售组合



资料来源: yipitDATA, 国联证券研究所

图表73：截至 2023 年 8 月，购买 Temu 的客户在 LTM 销售额中所占的份额



资料来源：yipitDATA，国联证券研究所

2.3 卖家：新平台新机遇新商家

中小型制造商更为青睐 TEMU 等全托管模式平台。从卖家视角出发，安克创新、致欧科技之类的品牌商掌握产品设计核心环节，拥有绝对定价权，更青睐更具经营自主性、灵活性的渠道平台，如亚马逊；华凯易佰这些经销商主要负责经营和代理，从产品周转运营中赚钱，更注重经营环境和成本，而本次 TEMU 出海更多承担生产商的代理人角色，或有可能冲击同价格带、同品类的泛品组货商；中小型制造商囿于经营营销能力的缺失，更有希望依托 TEMU 等平台的全托管模式出海增收。

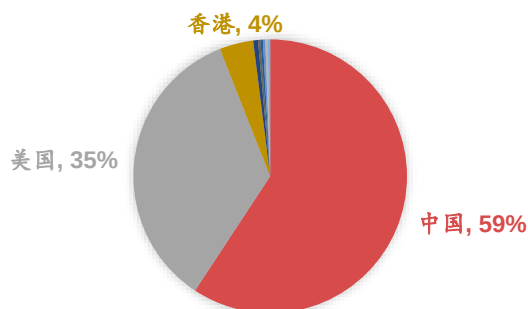
图表74：中小型企业有望借助平台实现跨境运营

企业类型	运营模式	出海动机	渠道选择要素	代表企业
品牌商	- 自主掌握产品设计核心环节、外包生产 - 对设计、生产、客户运营等环节进行一体化管理	- 高端品牌：注重打造品牌形象，提升品牌溢价，以高客单价获得增长 - 普通品牌：维护产品口碑，以高性价比吸引消费者，提升销量 - 新消费品牌：以国内市场为主的新消费品牌，出海寻找第二增长曲线	- 渠道覆盖范围广，能够深入各国市场 - 具备一定的经营自主性，能够灵活的开展业务，如亚马逊、速卖通等	安克创新、致欧科技
经销商	主要是经营、代理和孵化其他品牌，部分卖家已经形成自身经销商品牌和网络	- 通过出海寻找新的增长路径 - 扩大自身经销商网络	- 注重运营成本和运营支持 - 重视平台的金融和物流支持，能够降低铺货成本，增加周转率，如TikTok Shop	华凯易佰、三态股份
中小型制造商	- 公司伴随着中国制造业的红利快速成长，设计、研发、制造等环节过硬，多年为全球品牌做OEM、ODM代工 - 代工的利润不断压缩，利润率低下	- 减少中间环节，提升跨境商品利润率 - 建设自身品牌，实现从To B向To C转向 - 增加外贸渠道	- 注重运营成本、运营支持、平台规范性和覆盖范围 - 提供更简单的“全托管”出海服务的平台，如速卖通、Temu、SHEIN等	

资料来源：尼尔森，国联证券研究所整理

亚马逊吸引中国优质卖家。根据 EcomCrew 最新的研究，亚马逊平台超过 63% 的第三方卖家来自中国大陆或香港，结合亚马逊上有约 150 万名活跃卖家，简单推算得到，亚马逊上有接近 100 万中国第三方卖家。中国卖家占比如此高的背后是中国供应商的性价比和亚马逊为客户提供尽可能价格最低的产品的使命。而根据美国亚马逊数据，市场每年有 15,000 名卖家收到超过 100,000 份订单，这部分优质卖家贡献了当地数千亿美元销售额中的一半。在市场竞争加剧、平台政策收紧的当下，卖家选择分化，据 Capterra 调查，2023 年有 99% 的亚马逊中小卖家计划在其他电商平台开店销售。

图表75：按国家/地区划分的亚马逊顶级卖家



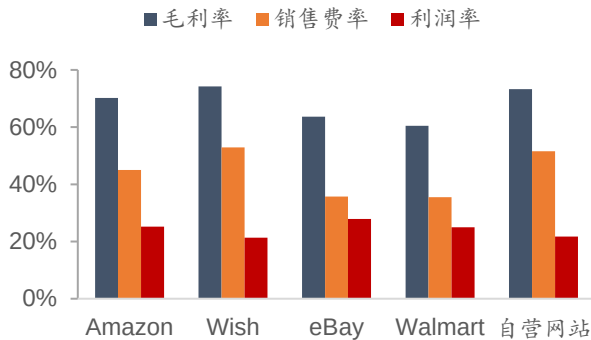
资料来源：EcomCrew，国联证券研究所

图表76：亚马逊卖家销售中“二八效应”明显



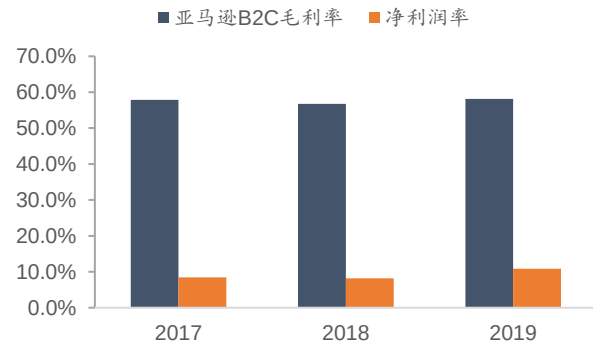
资料来源：Marketplace Pulse，国联证券研究所

图表77：赛维时代在亚马逊平台销售利润率水平超20%



资料来源：赛维时代招股说明书，国联证券研究所

图表78：安克创新在亚马逊平台高毛利高费用率，净利润率~10%

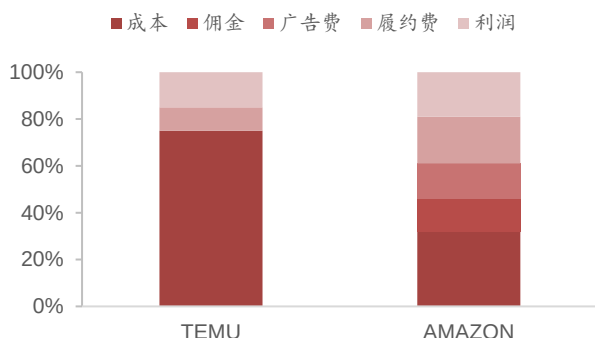


资料来源：安克创新招股说明书，国联证券研究所

TEMU 的全托管模式天然筛选中小供应商、工厂型卖家。 Temu 的全托管模式下，Temu 承担店铺运营、物流履行、售后服务等复杂环节，商家仅需负责产品的供应，一站式托管降低了跨境经营门槛，对营销能力偏弱的工厂型卖家更具吸引力。而 Temu 全权负责履约及售后环节，有利于形成优质的购物体验 and 消费者-消费额间的正循环。目前 Temu 履约配送环节基本可以保证 7-15 天高效送达，售后环节实施 90 天内无条件退换货政策，退货环节平台进一步通过给予折扣退款的方式鼓励用户留下商品，进而改善用户心智、提升复购。但卖家无需承担经营、物流的同时也意味着卖家丧失了选品、定价权和对长期销售增长规划。**截至 2023 年 10 月，Temu 累计招募了 9 万名供应商，其中有 55% 的商家来自拼多多主站和多多买菜，多数为白牌商家。据 SHEIN 官网和供应商大会数据，SHEIN 与供应链合作伙伴建立了长期合作关系，其中包括 5,000 多家第三方合同制造商，真正围绕 SHEIN 在广州番禺设工厂的核心供应商大概在 300-400 家。**

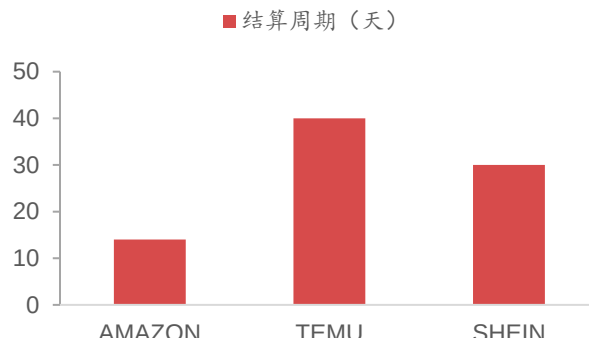
商家视角下，亚马逊平台利润率高于 Temu。 因为亚马逊平台的配送费用和广告支出的存在，所以亚马逊商家表现支付的费用率高。以服饰类商品为例，亚马逊对于卖家收入 takerate 可达到 50% 以上，但计算下来，跨境电商商品毛利一般在 60-70%，扣除履约税费利润率仍可达到 20-30%。反观 Temu 平台，其采购价压得很低，计算下来很多卖家利润率也就对应 10-20%。结合利润率和结算周期的对比，我们认为亚马逊更有利于强强合作，Temu 则是为专业工厂提供更多可能，预计有运营能力和定价能力的商家对于亚马逊平台的忠诚度高，temu 筛选出中小型、工厂型卖家直连消费者，但将定价权、选品能力掌握在自己手中。

图表79：不同平台卖家盈利能力拆分



资料来源：亚马逊官网，TEMU 官网，国联证券研究所

图表80：亚马逊账款结算周期仍具备明显优势



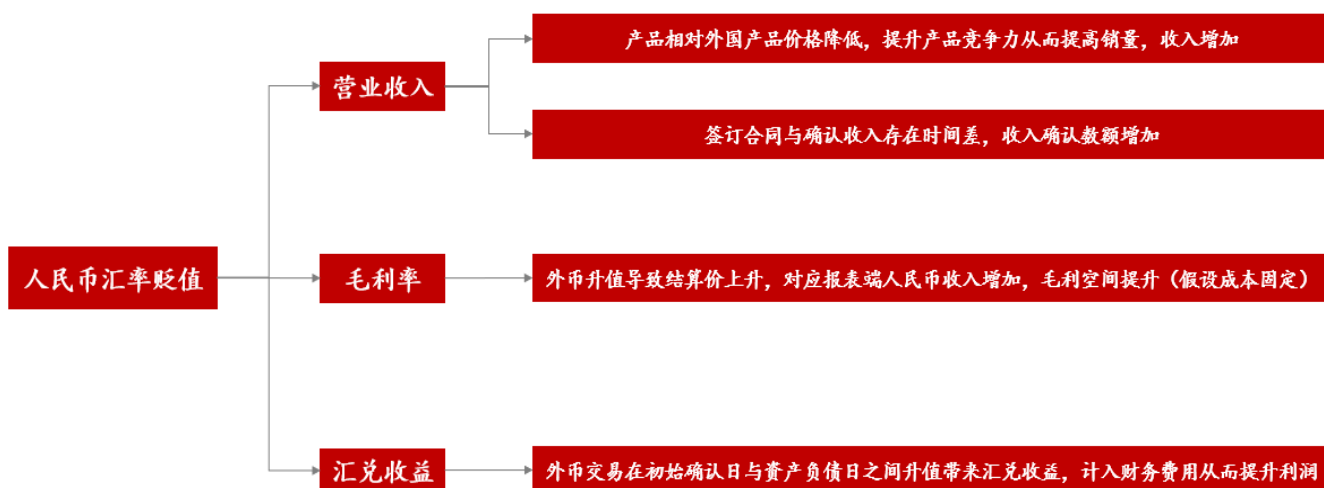
资料来源：公司官网，国联证券研究所

3. 盈利因素拆解：供应链定效率，本土化赢未来

3.1 汇率：人民币贬值利好出口链企业

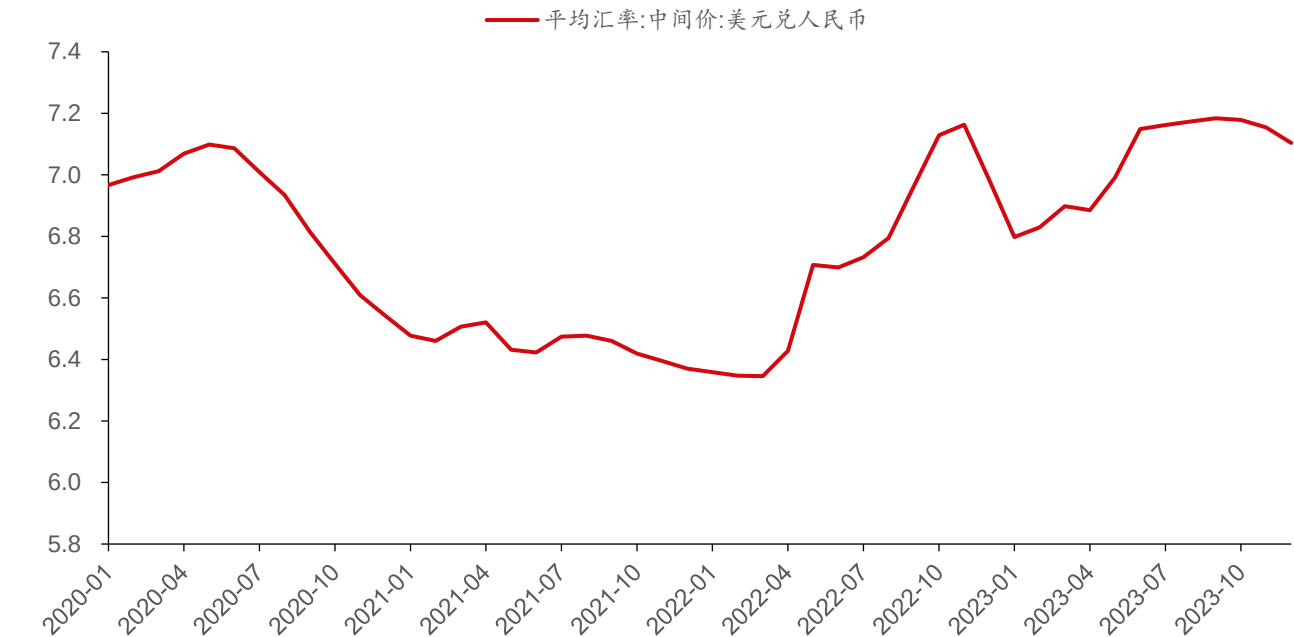
人民币贬值多维度利好出口链企业。23 年 1 月以来人民币持续贬值，美元兑人民币中间价汇率均值从 23 年 1 月份的 6.7976 提升到 23 年 11 月份的 7.1544，多维度利好出口链相关企业，在报表端上主要体现在三个方面：1) 营业收入：产品价格竞争力提升后助力销量增加并进一步提高收入；签订合同与确认收入之前存在时间差，人民币贬值可以使收入最终数额增加。2) 毛利率：外币升值导致结算价上升，对应报表端人民币收入增加，固定成本不变的情况下毛利空间提升。3) 汇兑收益：外币交易在初始确认日与资产负债日之间升值带来的汇兑收益可以提升企业利润。

图表81：人民币汇率贬值对出口链企业财报指标的具体影响



资料来源：国联证券研究所整理

图表82：2020年以来美元兑人民币汇率变动情况

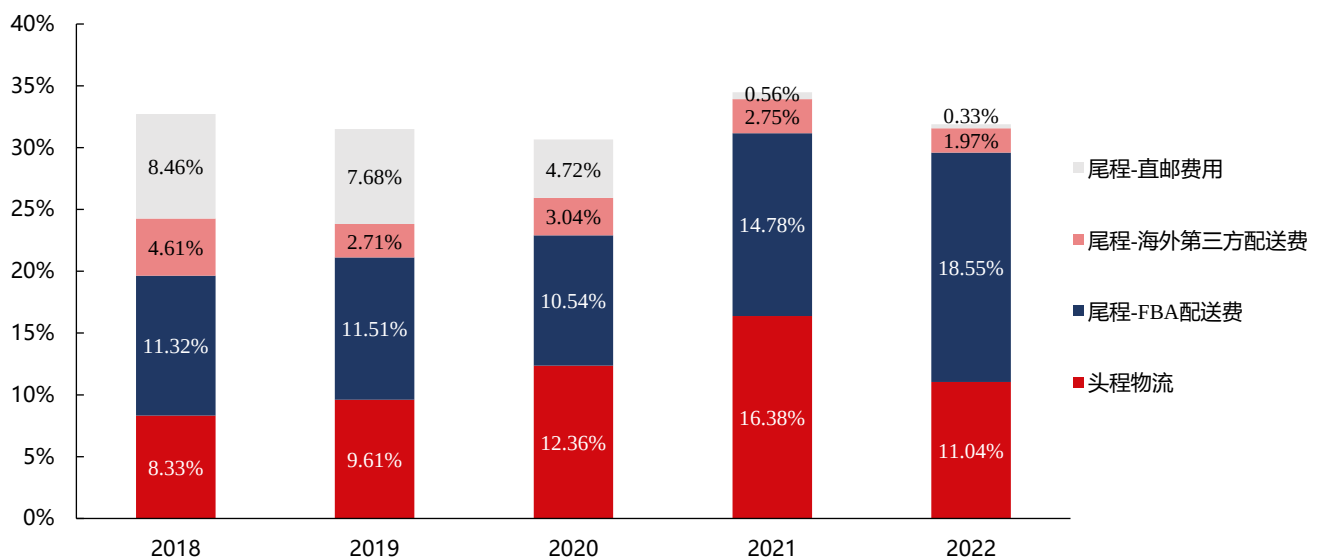


资料来源：iFinD，国联证券研究所

3.2 运费：物流成本对利润率扰动较大

23 年物流成本的回落助力提升企业的利润率水平。货物运输是消费品出海链条上重要的一环，以跨境电商企业赛维时代为例，2018-2023 年公司跨境电商的物流成本占营业收入 30%-35%。物流成本的下降有助于提升中国商品在海外市场的价格竞争力以及提升相关公司的利润率水平。

图表83：赛维时代运费占营业收入比重（%）

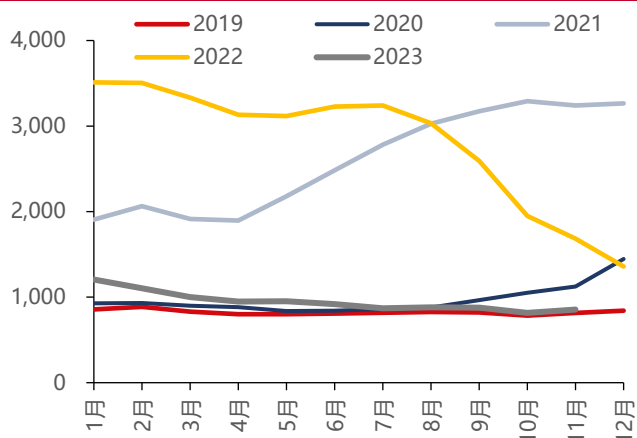


资料来源：公司公告，国联证券研究所

头程：海运费用回落带动头程物流费用率下降。除直邮方式以外，跨境进出口环节计为头程物流，因此海运费用会显著影响头程物流的成本。此前受疫情影响下船舶

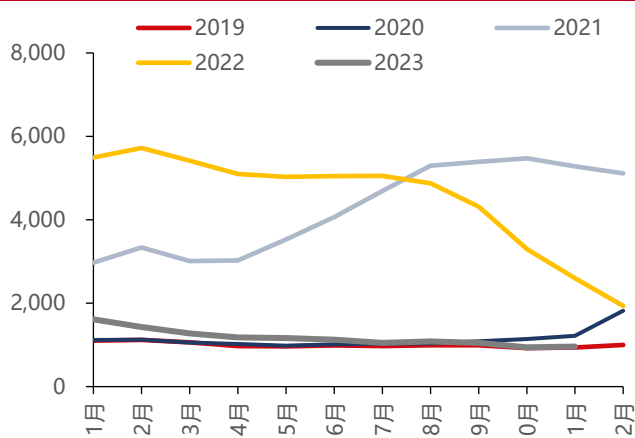
运转效率明显下滑、船员供给紧张等因素影响，2020 年 Q4 国际集装箱市场运价持续上涨，至 2022 年达到历史新高后开始下滑，截止 23 年 11 月，中国出口集装箱运价指数(CCFI)较前期 22 年高点下降 75.64%，分航线来看，主干航线均呈现持续下跌的趋势，中国-欧洲航线、中国-美西航线、中国-美东航线 CCFI 分别下降较 22 年高点下降 83.18%、72.53%、72.35%，基本已恢复至疫情前 2019 年同期水平。海运费下降显著改善了物流成本，同样以赛维时代为例，头程物流费用占营业收入的比重从 2021 年的 16.38%下降至 2022 年的 11.04%。

图表84：中国出口集装箱运价综合指数



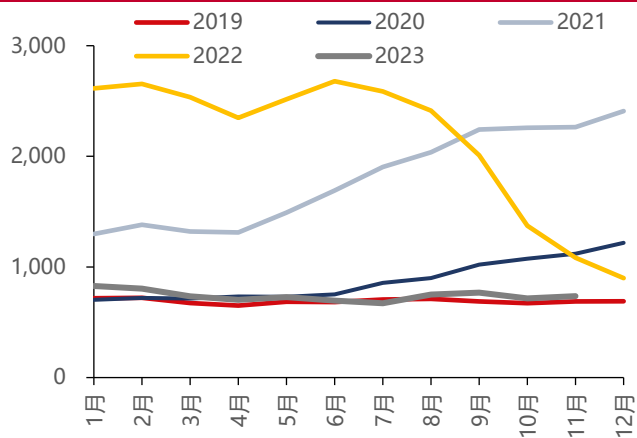
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表85：中国出口集装箱运价综合指数-欧洲航线



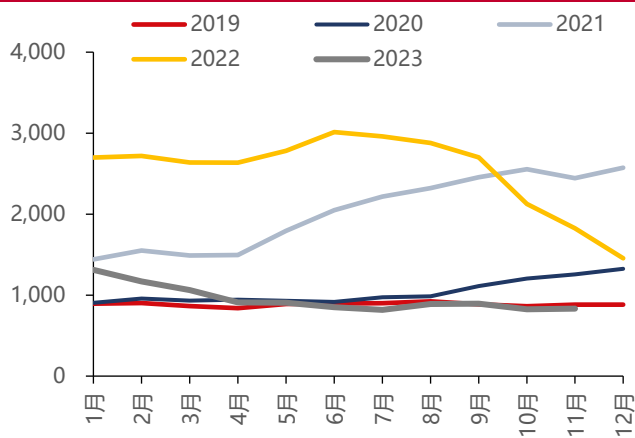
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表86：中国出口集装箱运价综合指数-美西航线



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表87：中国出口集装箱运价综合指数-美东航线



资料来源：iFinD，国联证券研究所

尾程：亚马逊取消轻小商品计划改为低价 FBA 费率，利好在亚马逊平台上销售的低价商品。在消费降级和拼多多加速布局海外电商业务的背景下。2023 年 8 月 29 日，美国亚马逊物流针对价格低于\$10 的所有商品推出较低的亚马逊物流费率并终止轻小商品计划，新费率标准对于 10 美元以下商品：（1）若卖家已注册了轻小商品计划（限制尺寸，配送慢），每件商品的配送费都将提高 0.3 美元，但可以享受标准的 FBA 配送时效；（2）若卖家未在轻小商品计划上注册，每件商品的配送费都能降低 0.77 美元。2023 年 12 月 5 日亚马逊发布了《2024 年美国站物流与仓储费用

调整》通过，从2024年4月15日起对配送费进行下调：标准尺寸商品平均每件将降低\$0.20；非标准尺寸商品平均每件将降低\$0.61。

图表88：低价商品亚马逊物流费率 VS 轻小商品计划一览

	低价商品亚马逊物流费率	轻小商品计划
要求	价格低于 \$10	同时满足以下所有条件： ① 价格低于\$12 ② 尺寸小于 45*35*20cm ③ 重量低于1360g
注册	无需注册，自动享受	需进入卖家平台手动注册加入
费用	比当前同等尺寸和重量的亚马逊物流标准费率平均每件低 \$0.77	根据单价及尺寸比当前亚马逊物流费率平均每件低16%-32%不等
配送时效	标准FBA 配送时效	比标准FBA配送时效略慢

资料来源：亚马逊官网，国联证券研究所

图表89：FBA 标准尺寸商品配送费变动

Size tier	Shipping weight	2024 fulfillment fee (January 15, 2024 to April 14, 2024)	2024 fulfillment fee (Starting April 15, 2024)
Small standard ¹	4 oz or less	\$3.43	\$3.27
	4+ to 8 oz	\$3.58	\$3.42
	8+ to 12 oz	\$3.87	\$3.72
	12+ to 16 oz	\$4.15	\$3.98
Large standard	4 oz or less	\$4.43	\$4.25
	4+ to 8 oz	\$4.63	\$4.45
	8+ to 12 oz	\$4.84	\$4.67
	12+ to 16 oz	\$5.32	\$5.12
	1+ to 1.5 lb	\$6.10	\$5.90
	1.5+ to 2 lb	\$6.37	\$6.14
	2+ to 2.5 lb	\$6.83	\$6.60
	2.5+ to 3 lb	\$7.05	\$6.81
	3+ lb to 20 lb	\$7.17 + \$0.16 /half-lb above first 3 lb	\$6.92 + \$0.16 /half-lb above first 3 lb

资料来源：亚马逊官网，国联证券研究所

图表90：FBA 非标准尺寸商品配送费变动

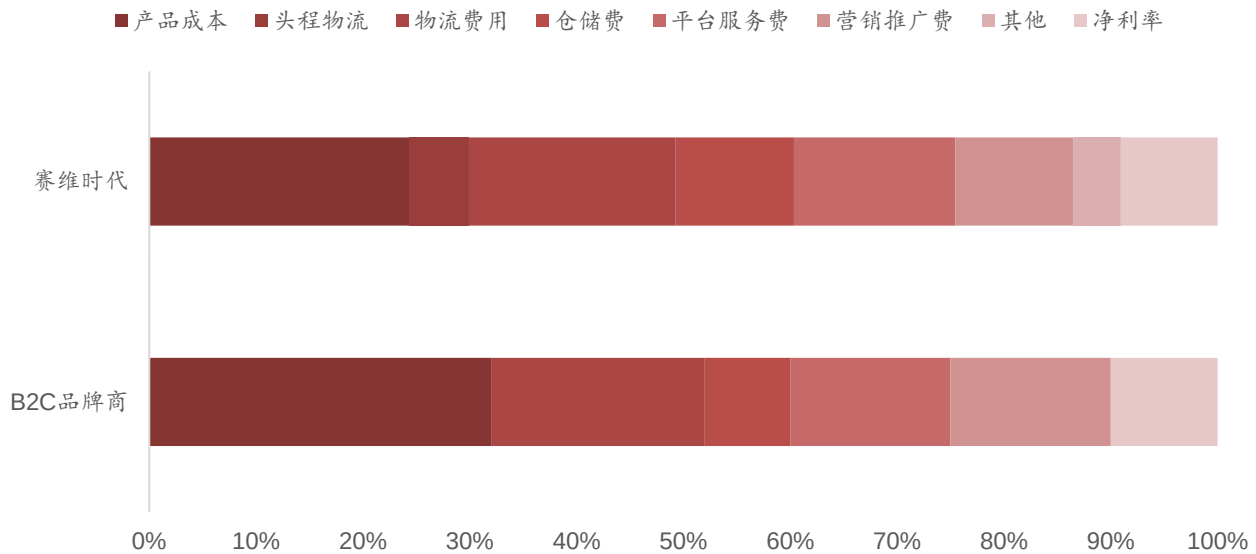
Size tier	Shipping weight	2024 fulfillment fee (February 5, 2024 to April 14, 2024)	2024 fulfillment fee (Starting April 15, 2024)
Large bulky	0 to 50 lb	\$9.73 + \$0.42/lb interval above first lb	\$9.61 + \$0.38/lb interval above first lb
Extra-large 0 to 50 lb	0 to 50 lb	\$26.33 + \$0.38/lb interval above first lb	\$26.33 + \$0.38/lb interval above first lb
Extra-large 50+ to 70 lb	50+ to 70 lb	\$40.12 + \$0.75/lb interval above 51 lb	\$40.12 + \$0.75/lb interval above 51 lb
Extra-large 70+ to 150 lb	70+ to 150 lb	\$54.81 + \$0.75/lb interval above 71 lb	\$54.81 + \$0.75/lb interval above 71 lb
Extra-large 150+ lb ¹	150+ lb	\$194.95 + \$0.19/lb interval above 151 lb	\$194.95 + \$0.19/lb interval above 151 lb

资料来源：亚马逊官网，国联证券研究所

3.3 运营能力：供应链/营销/本土化影响周转与利润

通过对商家核心成本费用拆解可看出，生产与库存管理能力、本土化服务能力和营销能力是占比较大，影响较大的部分。对应地，供应链管理、本土化营销服务是商家公认的核心能力，对其盈利影响较大。

图表91：跨境商家核心成本费用拆分

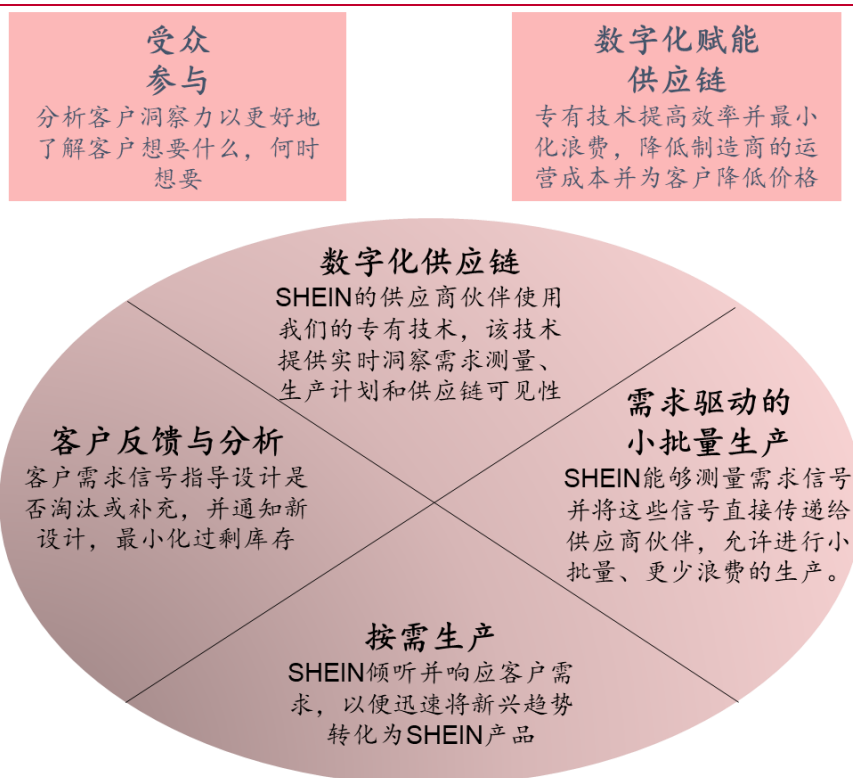


资料来源：艾瑞咨询，赛维时代招股说明书，国联证券研究所

3.3.1 供应链的效率影响周转率与毛利率

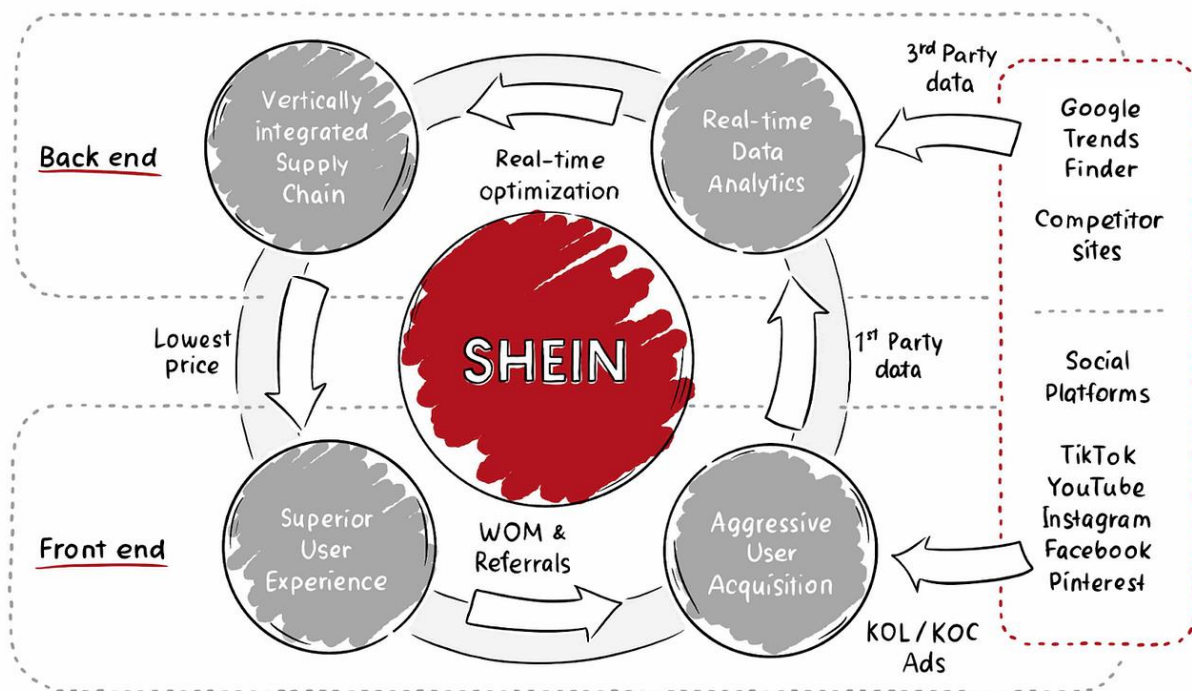
小单快返实现高上新，前端需求驱动后端供应链效率。对于零售行业来说，供应链决定着企业的生死，SHEIN、名创优品等企业以“按需生产”模式使商品更高效更准确地触及全球更多人群，以“小单快返”的供应链模式将库存浪费降至行业最低水平。以SHEIN为例，SHEIN会根据前端用户需求进行产品设计，其通过大数据和线下店洞察用户需求，分析用户偏好，在72小时之内完成设计，后将打样到生产的流程缩短至7天，每个款式只生产100件甚至更少，根据消费者购买反馈，再决定哪些款式需要加大生产，以此实现最少的订单量、最高的上新频次、最广的款式覆盖，其压中爆款的概率更高，试错成本最低。

图表92: SHEIN 小单快返, 以客户需求驱动供应链生产



资料来源: SHEIN 官网, 国联证券研究所

图表93: SHEIN 的增长飞轮



资料来源: Analysis: Matthew Brennan, 国联证券研究所

互相扶持, 与供应链形成长期良性合作。在“小单快反”的操作模式下, 订单量小, 开机成本高, 工厂的接货意愿与质量保障是关键。SHEIN、名创优品等零售商通

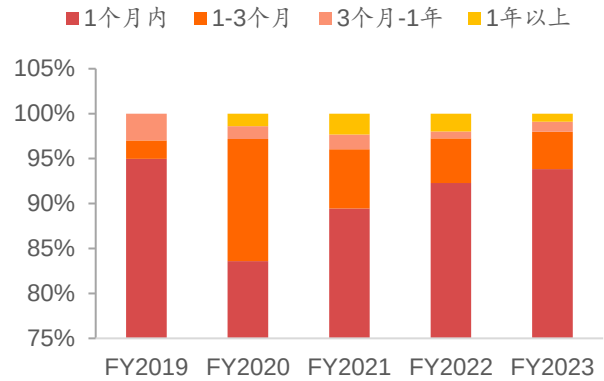
过补贴、及时结算、做大规模等方式长期绑定优质供应商，形成相互扶持、螺旋发展的良性循环局面。在账期结算方面，SHEIN 直面消费者的销售策略意味着公司可以快速（有时在一周内）向供应商合作伙伴付款，远高于行业平均 90 天的结算速度；名创优品的账款结算周期一般也控制在 30 天左右。订单持续性方面，在 SHEIN 年销量高涨后，核心工厂每年可拿到 5000 万元甚至更高的订单，实现规模化盈利。

图表94：名创优品业务模式



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表95：名创优品的付款速度优



资料来源：公司公告，国联证券研究所

3.3.2 营销本土化提升竞争力与运营效率

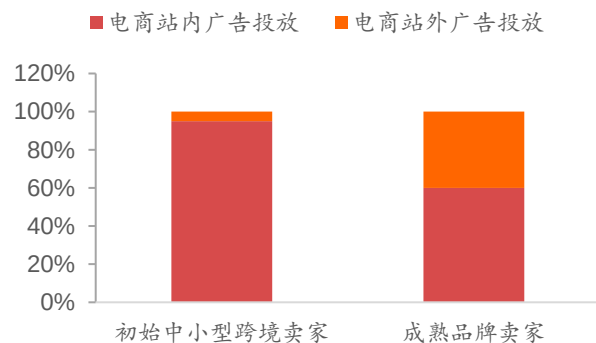
在海外市场迅速崛起的重要一环是采用本土化营销策略，通过本地化的营销手段实现中国供应链选品精准对接本土化需求，有利于提升中国消费品出海的竞争能力和运营效率，完善商业链路。以 SHEIN 为例，在品牌发展初期，SHEIN 开始与大量海外网络红人合作，抓住当时的 Instagram, Facebook 等海外社交媒体的流量红利实现低引流成本和快速崛起。根据 SimilarWeb 数据，2021 年，Facebook 占据 SHEIN 社交渠道流量超过 60% 的份额。

图表96：SHEIN 营销渠道分布



资料来源：Similarweb，国联证券研究所

图表97：出海广告投放情况



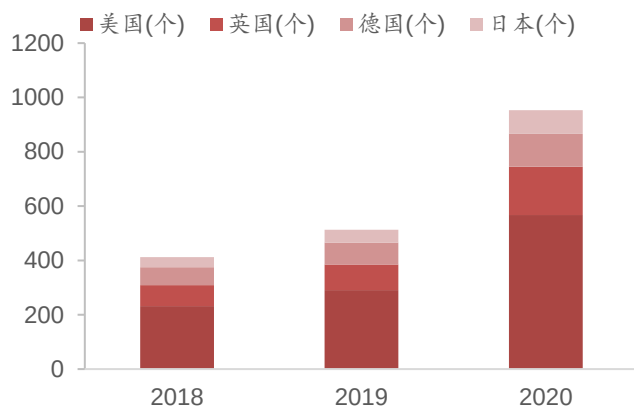
资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

3.3.3 布局海外仓降低履约成本

海外仓是跨境电商企业在境外实现本土化运营的重要依托。根据商务部数据，截至 23 年 7 月，我国海外仓的数量已经超过 1900 个，总面积超过了 1350 万平方

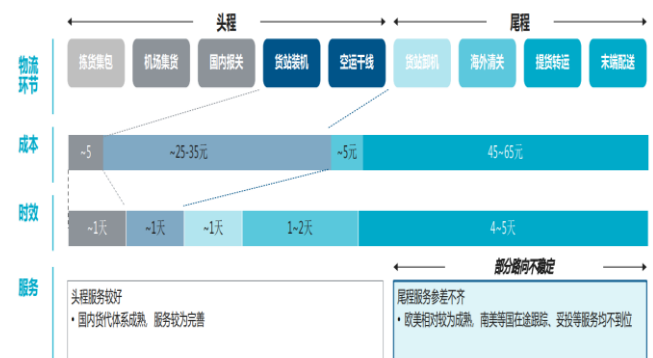
米，业务范围辐射全球，其中北美、欧洲、亚洲等地区海外仓数量占比将近 90%。对于电商平台和物流企业而言，建设海外仓具有多重优势。1) 海外仓可以降低物流成本。海外仓的建设可以使得商品更快速地从供应商处送达仓库，然后再直接从海外仓发货，从而避免了商品从中国到目的国的中转环节，节约了物流成本。相比“商对客户”模式（B2C），海外仓模式可节约 80% 的国际物流成本。以简诺电动平衡车海外销售为例，自 2019 年 6 月西班牙海外仓启用以来，该产品的整体备货成本下降 15%，单个货品物流成本下降约 20%。2) 海外仓可以提高物流效率。海外仓的建设可以缩短商品从中国到目的国的运输时间，提高了商品的到达速度，进而提高了电商平台和物流企业的物流效率。仍以简诺电动平衡车海外销售为例，启动海外仓后，其配送周期由跨境发货 45 天送达缩短至现在西班牙本地 24 小时送达，泛欧地区 5 至 7 天送达，经销商业绩也增长 3 倍以上。

图表 98：2018-2020 年中国的海外仓数量情况



资料来源：跨境眼&中国邮政速递物流《2021 海外仓蓝皮书》，艾瑞咨询，国联证券研究所

图表 99：尾程尤其末端配送的成本高、时效不稳定

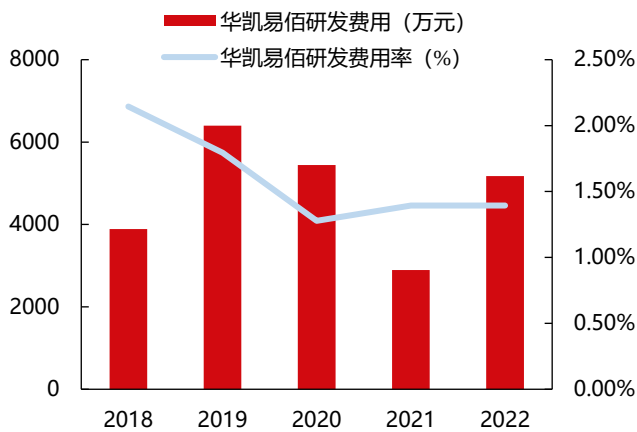


资料来源：罗兰贝格，国联证券研究所

3.3.4 AI 赋能助力泛品类跨境电商实现降本增效

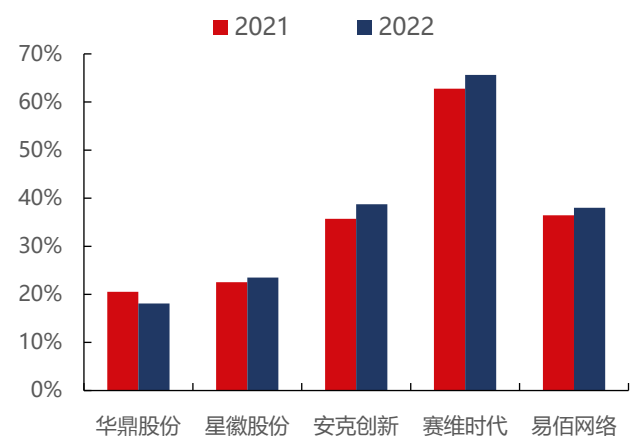
AI 赋能助力泛品类跨境电商企业降本增效。泛品类跨境电商在产品开发和采购渠道方面通常不存在明显的进入壁垒或门槛，但在采购备货、销售运营、库存管控等核心业务环节的运营能力和管理效率存在较大差异。易佰网络的核心竞争优势体现在自主研发和不断完善的信息系统，近两年易佰网络对内部管理系统投入研发费用比率为 1.54%，高于其他泛品类跨境出口电商企业约 0.9% 的均值水平。此外公司已经在智能刊登、智能调价、智能广告等业务环节应用 AIGC 技术，公司通过系统升级迭代，不断优化基础销售人员规模，降低成本，提高人效，公司销售人员数量从 2019 年上半年的 1728 人减少至 2022 年的 928 人；公司人均销售额从 2018 年的 105.56 万元提升至 2022 年的 202.62 万元。盈利能力方面，易佰网络 2021、2022 年毛利率优于同业公司平均水平。

图表100: 18、19年集中进行了数字化系统研发投入



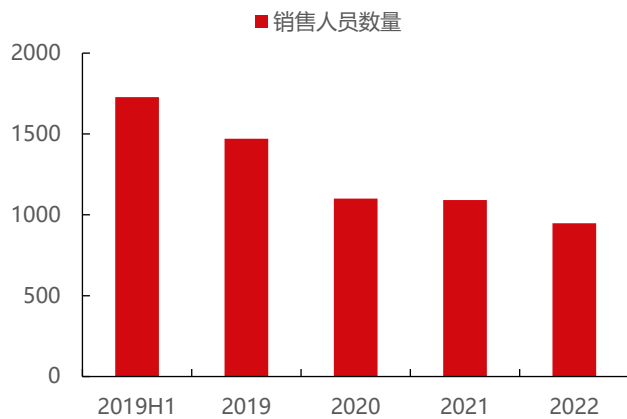
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表101: 2022年易佰网络及同业公司毛利率对比



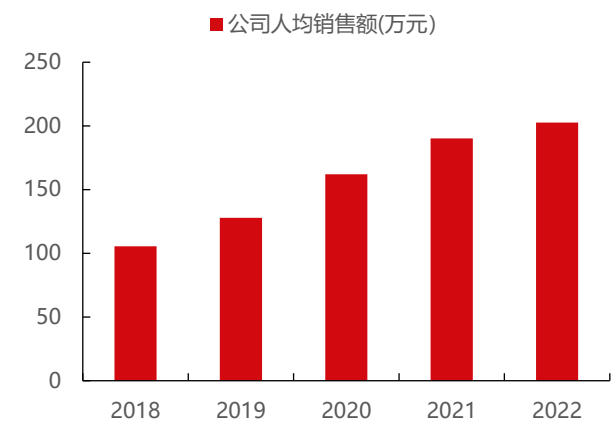
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表102: 公司销售人员数量



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表103: 公司人均销售额 (万元)

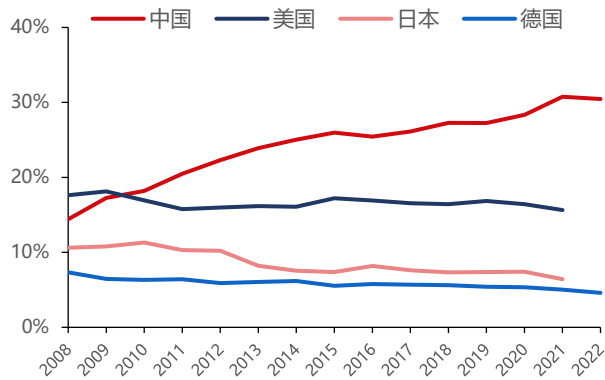


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

4. 投资建议

中国制造业规模优势明显。我国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家, 产业链供应链韧性较强, 规模优势明显。2008-2021年中国制造业增加值从1.5万亿美元增加4.9万亿美元、期间年复合增速达9.7%, 中国制造业增加值占全球比重从2008年的14.42%上升至2022年的30.46%, 在2010年超过美国居世界第一位。与此同时中国工业制成品出口规模占全球比重持续提升, 从2011年的14.33%提升至2022年的19.81%, 明显高于美国、日本和德国等制造业大国, 世界各国对中国供应链高度依赖。

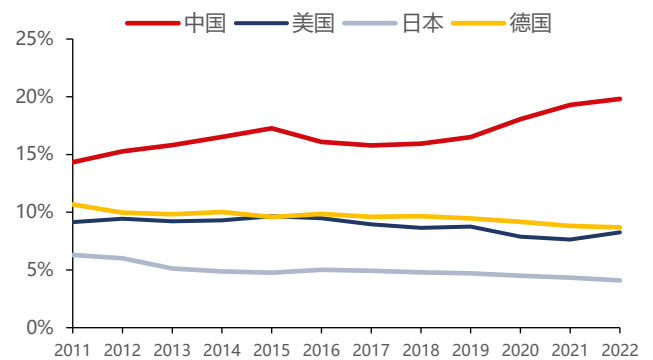
图表104：主要国家制造业增加值占全球的比重（%）



资料来源：世界银行，国联证券研究所

注：以现价美元测算

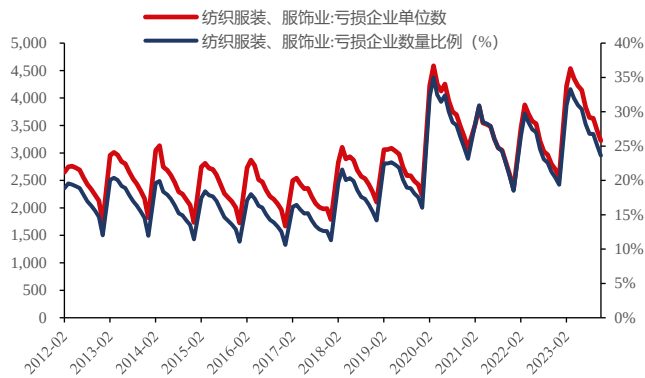
图表105：主要国家工业制成品出口全球占比变化（%）



资料来源：UN Comtrade，国联证券研究所

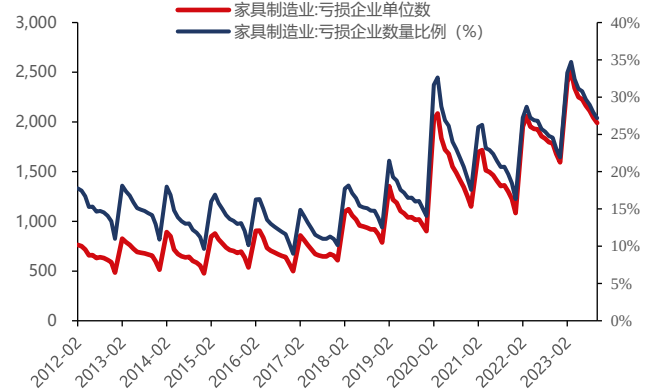
消费品出海可以消化当前我国部分行业的过剩产能。近年来我国以纺织服装、家具以及文教、工美、体育和娱乐用品为代表的轻工业产能过剩问题日益凸显，2012年至今相关亏损企业数量和比例均呈现上升趋势，其中纺织服装、服饰业亏损企业比例从 17%左右提升至 29%左右；家具制造业亏损企业数量比例从 15%左右提升至 31%左右；文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量比例从 15%左右提升至 27%左右。因此产品出海已成为支撑我国轻工业企业未来增长的关键。

图表106：纺织服装、服饰业亏损企业数量及比例



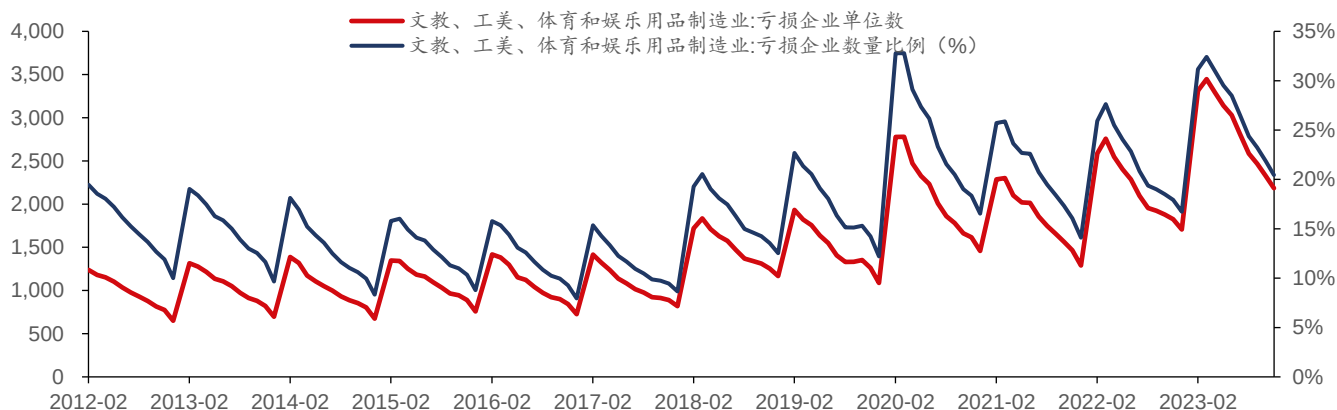
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表107：家具制造业亏损企业数量及比例



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表108：文教、工美、体育和娱乐用品制造业亏损企业数量及比例



资料来源：iFinD，国联证券研究所

我们认为由于我国供应链规模优势明显，生产的商品极具“性价比”，出海具备较强的竞争力，并且伴随着服务及履约效率的优化有望持续推动产品出口效率的提升，同时消费品出海也可以消化当前我国轻工业的过剩产能。重点推荐零售百货出海标杆公司名创优品，建议关注积极布局新兴市场的跨境电商公司华凯易佰，建议关注跨境电商公司吉宏股份、安克创新、致欧科技、赛维时代、三态股份，以及出海服务商米奥会展、大健云仓。

图表109：相关标的的经营模式对比

公司名称	模式/品类	渠道
吉宏股份	泛品：家居生活电子、服装服饰、潮流鞋包、美妆产品等	独立站
安克创新	精品：3C电子产品为主	22年线下渠道占比：33.66%； 22年线上渠道占比：66.34%，线上渠道以亚马逊为主
致欧科技	精品：家居、家具品类为主	以第三方B2C电商平台为主
赛维时代	精品：服装品类为主	以第三方B2C电商平台为主
三态股份	泛品：兴趣爱好、家居生活、工具配件、潮流时尚、数码科技5大细分品类	以第三方B2C电商平台为主
华凯易佰	泛品+精品：家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品、健康美容、3C电子产品、户外运动等产品	以第三方B2C电商平台为主
线下零售商	名创优品 泛品：生活家居、小型电子产品、纺织品、包装配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具和礼品11个品类	线下零售：门店经营模式分为直营、合伙人（加盟）、代理三种

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

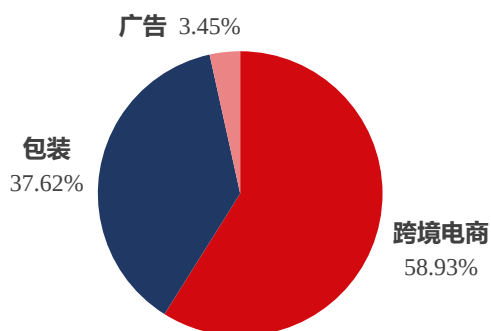
4.1 跨境电商

4.1.1 吉宏股份：东南亚跨境社交电商

跨境电商业务是公司业绩增长的重要驱动力。公司主营业务涵盖包装、广告和跨境电商三大业务，其中包装业务是公司食品、餐饮、饮料等快消品行业细分领域龙头企业提供涵盖平面设计、营销策划在内的一站式包装印刷服务；广告业务是公司商家提供移动互联网广告流量交易和营销方案等移动信息服务；跨境电商是公司最主要的收入来源，22年主营业务收入占比为58.93%。2019-2022年公司营收保持稳步增长，从30.09亿元增至53.76亿元，CAGR为21.34%，其中跨境电商业务的营收从11.89亿元提升至31.06亿元，CAGR达37.72%。归母净利润受外部环境扰动，21、22年短期承压，2023年起重回高增，23年前三季度实现归母净利润3.21

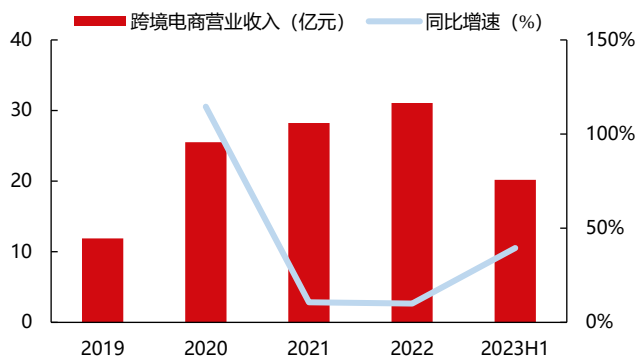
亿元，同比增长 61.41%。

图表110：22 年公司主要业务板块营业收入占比



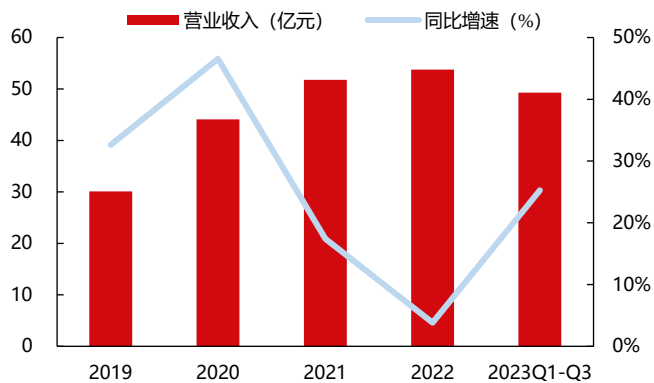
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表111：公司跨境电商营业收入及同比增速



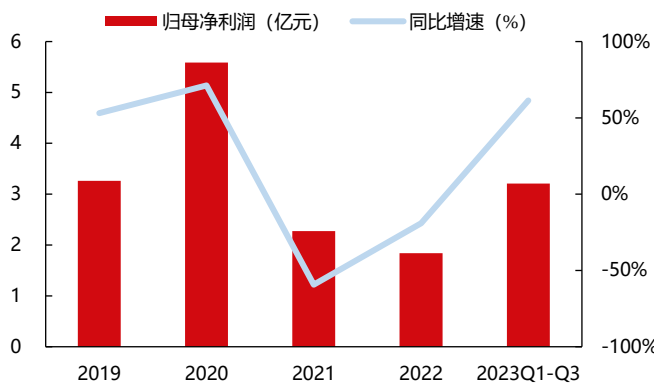
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表112：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

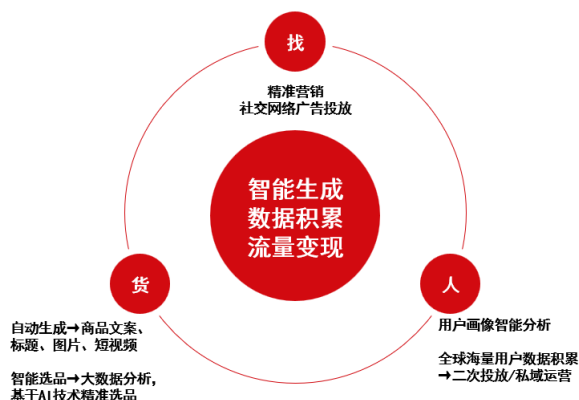
图表113：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

公司采用“独立站+社交媒体”的社交电商模式，目前已成为东南亚地区跨境社交电商龙头企业。相较于中小卖家通过借助 Amazon 等电商平台完成跨境电商交易的传统电商模式，公司采用了独立站借助社交媒体的引流模式，通过运用 AI 算法分析海外市场、描绘用户画像，并进行智能选品、精准定位客户群体，在 Facebook、Line、YouTube、Instagram 等国外社交网络平台上精准推送自建的产品单页广告进行线上 B2C 销售，将中国产品跨境销售至东南亚、东北亚、中东、中国台湾、中国香港等多个国家或地区，并采用货到付款的方式进行结算。

图表114：公司跨境电商业务模式



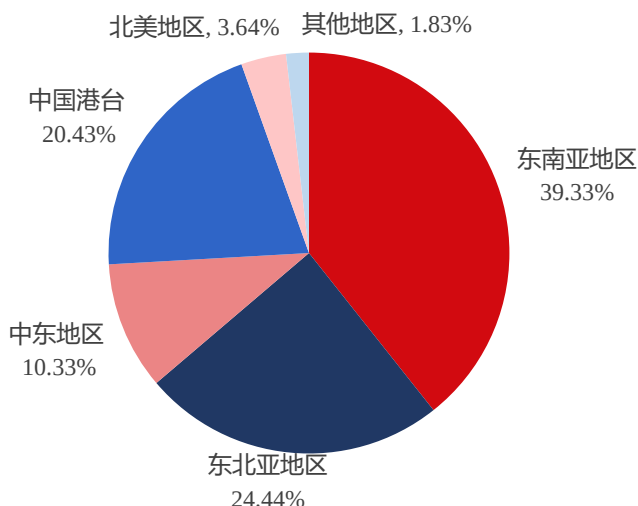
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表115：公司跨境社交电商业务流程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表116：2020 年跨境电商业务分区域收入占比情况

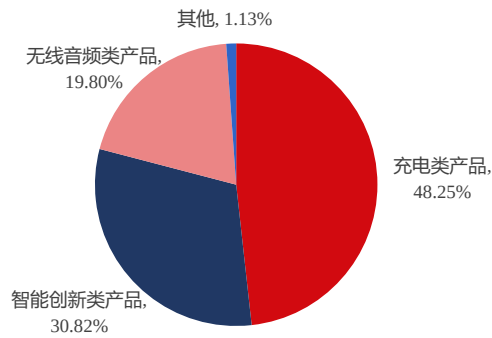


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.2 安克创新：精品消费电子跨境电商

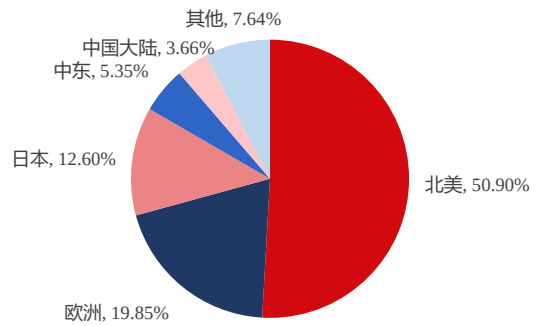
公司聚焦消费电子领域，产品主要面向北美为主的海外市场销售。公司主要从事自有品牌的移动设备配件、智能硬件等消费电子产品的自主研发、设计和销售，是国内精品消费电子跨境电商龙头。公司产品覆盖充电、智能创新和无线音频类三大板块，主要面向海外市场销售，2022 年海外营收占比为 96.34%，其中北美是公司最大的销售市场，2022 年营收占比为 50.9%。公司经营业绩保持较快增长，2019-2022 年营业收入从 66.55 亿元增长至 142.51 亿元，对应 CAGR 为 28.89%；归母净利润从 7.21 亿元增长至 11.43 亿元，对应 CAGR 为 16.60%。

图表117: 2022 年公司分产品营业收入占比



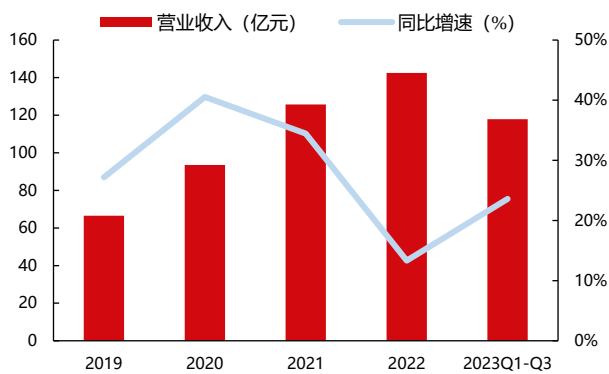
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表118: 2022 年公司不同区域营业收入占比



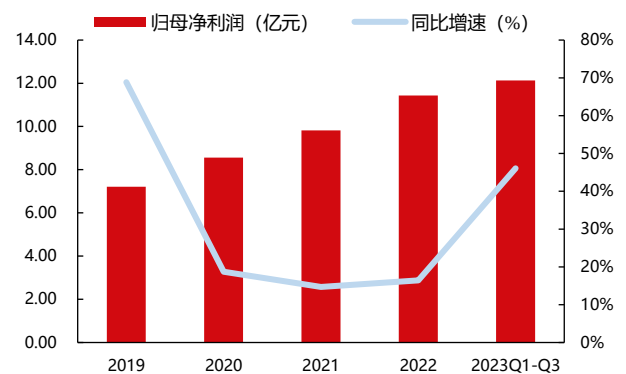
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表119: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表120: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国联证券研究所

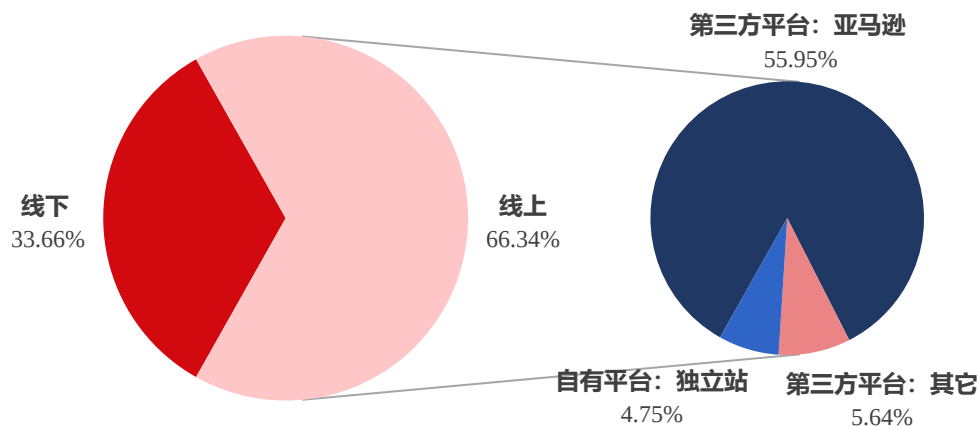
公司采用重研发和设计的精品策略, 销售渠道涵盖“线上+线下”。安克创新注重精品产品开发和精细化运作, 采取精品选品策略, 产品客单价较高, SKU 数量较少, 目前已经成功打造由 Anker、soundcore、eufy、Nebula、Ankerwork、AnkerMake 等六大品牌组成的全球化品牌矩阵。销售渠道方面, 公司建立起了“线上+线下”立体式销售模式: 1) 线上, 公司主要依托亚马逊平台进行产品销售, 22 年亚马逊平台销售收入占比为 55.95%; 公司也与速卖通、ebay 等知名电商平台合作; 同时, 伴随独立站持续加强建设以及公司产品复杂品类占比提升, 22 年公司六大独立站合计实现收入 6.76 亿元, 占比 4.75%。2) 线下, 公司主要通过全球性零售卖场、区域性大型零售卖场、独立 3C 商店和专业渠道卖家等渠道合作, 进行产品销售。目前已入驻北美地区沃尔玛、百思买、塔吉特、开市客等全球知名连锁商超, 以及日本零售巨头 7-11 便利店集团。

图表121：精品模式下产品客单价较高，产品数量相对较少

公司名称	主要产品	客单价	SKU 数量
安客创新	充电类、智能创新类、无线音频类产品	2023 年 1-6 月，充电类产品平均销售单价 137.54 元，智能创新类产品 672.98 元，无线音频类产品 289.53 元	截止 2020 年 1 月末产品种类超过 1000 种 PN
致欧科技	家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等家居类产品	2021 年，致欧科技线上 B2C 渠道的客户人均消费金额约为 540 元，平均单个订单购买金额约为 456 元	截止 2022 年 12 月 31 日，产品 SPU 数量达 3335 个
赛维时代	服饰配饰、百货家具、运动娱乐、数码汽摩四大品类	2022 年，赛维时代品牌类商品客单价为 164 元	截止 22 年亚马逊平台有 SKU 数量 24.11 万个
三态股份	兴趣爱好、家居生活、工具配件、潮流时尚、数码科技等五大品类	2020-2022 年平均产品订单金额在 65-90 元之间	截止 2023 年 5 月在售的 SKU 约 83 万个
跨境通	主要产品品类为服装类、家居类、母婴类以及保健品、美妆品类等	截止 2022 年末，跨境通旗下服装品牌独立站 ZAFUL 平均客单价为 64.5 美元	截止 2022 年末，仅 ZAFUL 自营平台在线 SKU 数 11.6 万个
华凯易佰	家居园艺、汽车摩托车配件、工业及商业用品、健康美容、3c 电子产品、户外运动等产品	截止 2023 年 6 月，泛品业务销售客单价为 103.53 元，精品业务销售客单价为 441.13 元	截止 2023 年 6 月，泛品业务在售产品 SKU 超过 95 万款，精品业务在售 SKU 数量为 376 个

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表122：2022 年公司不同渠道销售占比情况

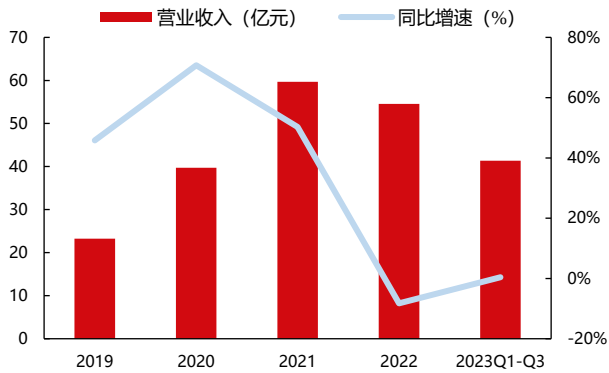


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.3 致欧科技：家居类跨境电商

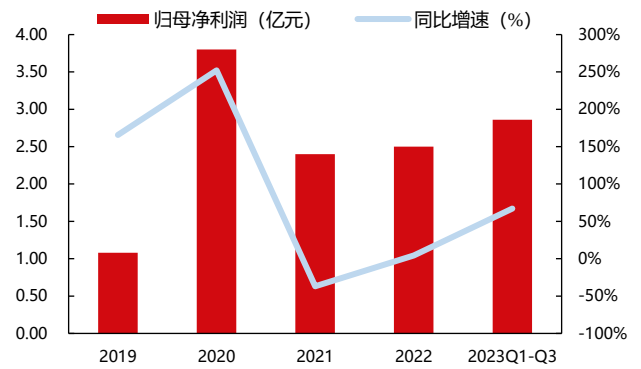
致欧科技是聚焦家居类产品的跨境电商公司，产品主要面向欧美市场销售。公司主要从事家居类产品的研发、设计和销售，但自身不涉及产品生产，生产环节全部委托给外协厂商进行。公司产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，主要通过亚马逊、Cdiscount、ManoMano、eBay 等海外知名电商平台销往欧洲和北美为主的海外市场，2022 年欧洲和北美市场的营收占比分别为 56.99%和 41.73%。2019-2022 年公司营业收入从 23.26 亿元增长至 54.55 亿元，对应 CAGR 为 32.87%；归母净利润从 1.08 亿元增长至 2.50 亿元，对应 CAGR 为 32.30%，其中 2022 年营收下滑主要系 2021 年上半年因海外疫情消费高峰助推经营业绩基数；2021 年归母净利润下滑受海运价格持续上升、欧元及美元兑人民币汇率震荡下行等不利因素影响。

图表123：公司营业收入及同比增速



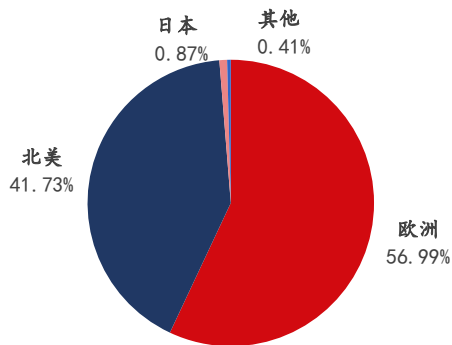
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表124：公司归母净利润及同比增速



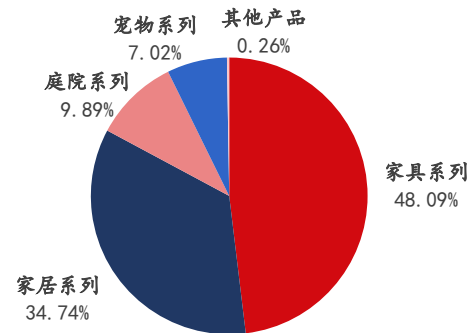
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表125：22年公司主营业务收入按地区划分



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表126：22年公司主营业务收入按产品品类划分



资料来源：iFinD，国联证券研究所

公司自身定位为线上“宜家”，高性价比、全家居场景、时尚风格设计为产品的核心卖点。有别于传统线下家居，公司产品自设计之初就契合线上消费特点，具有可拆装、平板化包装的特点，结合场景化、风格化以及系列化的产品布局，打造出相对线下更为高效便捷的家居消费环境，最大可能满足线上一站式家居消费。

图表127：公司家具系列产品



门厅：门厅架



书房：办公桌、书架、办公椅



门厅：衣帽架、鞋架



卧室：床、床头柜



卧室：梳妆台

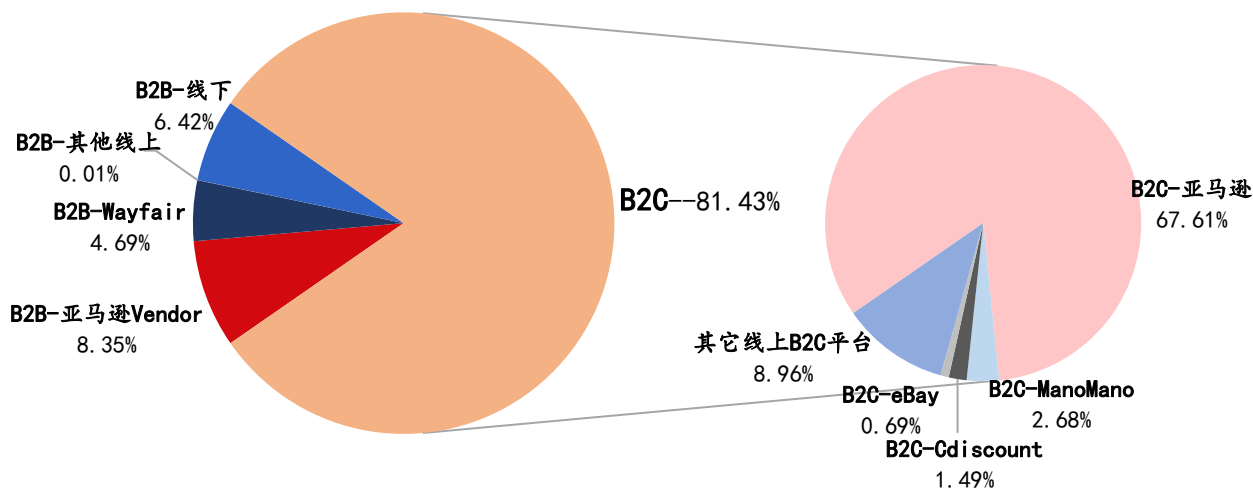


浴室：浴室柜、水槽柜

资料来源：公司公告，国联证券研究所

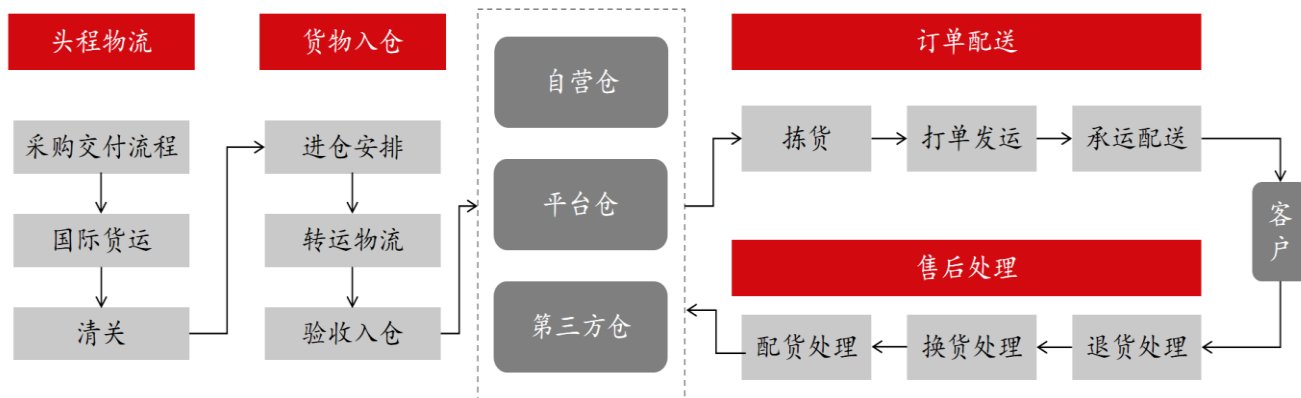
公司通过线上 B2C 模式和跨境出口 B2B 模式实现产品销售，并建立了“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的跨境仓储物流体系。线上 B2C 平台是公司的主要销售渠道，22 年占主营业务收入的比重为 81.43%，销售平台涵盖亚马逊、eBay 等海外知名电商平台。公司建立了“国内+国外”的仓储联动机制，国内仓主要以集货为主，海外仓负责产品储存、拣货、派发、客户退换货等后续仓储物流服务。目前，海外仓建立“自营海外仓+平台仓+三方仓”的跨境仓储物流体现，分别在德国、美国、英国等建立自营海外仓，海外仓面积为 27 万平方米。

图表128：公司主营业务收入按销售模式划分



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表129：公司产品采购与交付的主要业务流程

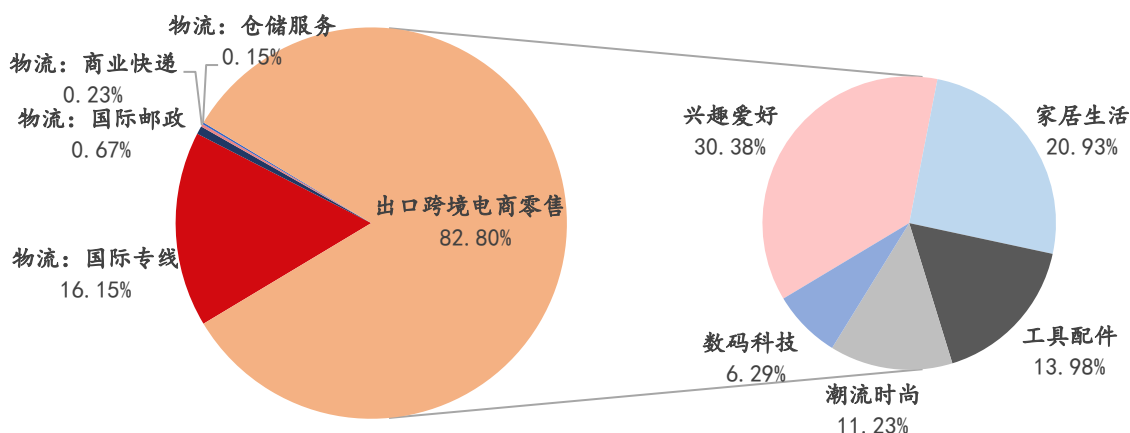


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.4 三态股份：物流+跨境电商双轮驱动

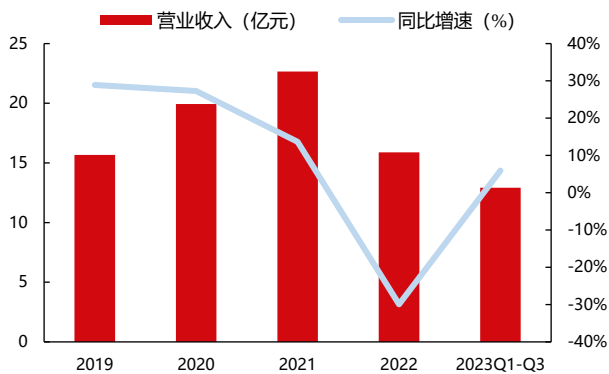
公司是行业内少有的同时布局出口跨境电商零售业务和出口跨境电商物流业务的企业。1) 零售：以自主研发的信息系统实现了对全球 30 多个主要电商平台的综合管理，并通过海外第三方电商平台将中国制造的商品销往海外市场。2) 物流：公司从客户处收件后，经过安检、计重、分拣、贴标、分拨等操作后，交由第三方服务商进出关申报、安排航班，运输至世界各地的服务。公司与行业内承运商、货运代理商、清关公司等供应商建立了稳固的合作关系，推出一系列的国际专线、国际邮政、商业快递等服务。2023 年前 3 季度公司实现营业收入 12.92 亿元，同比增长 5.94%；归母净利润 1.07 亿元，同比增长 1.41%。

图表130：2022 年公司不同渠道主营业务收入占比



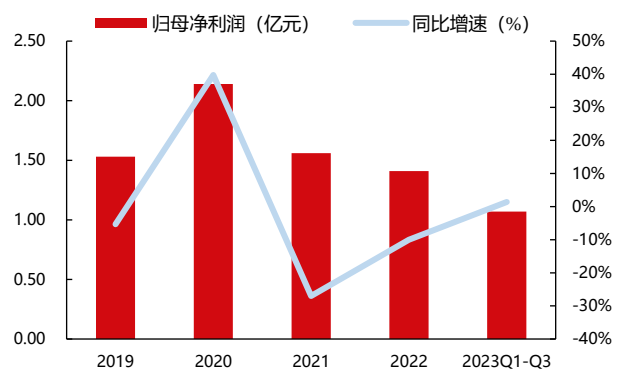
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表131：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

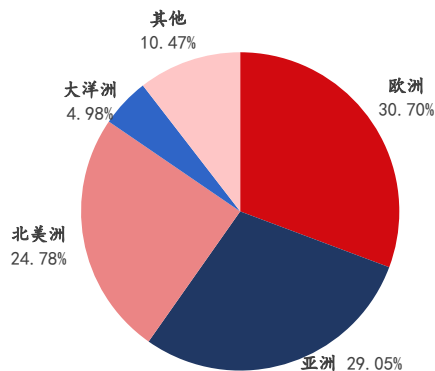
图表132：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

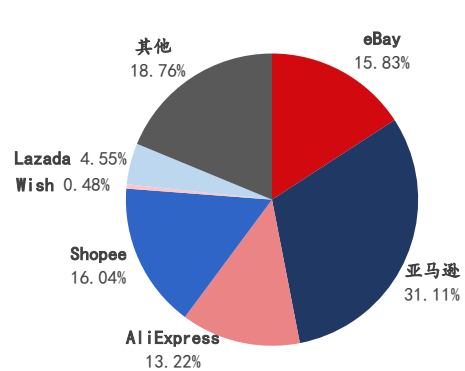
公司跨境电商零售业务采用泛品类经营策略，销售市场覆盖范围广。公司通过在亚马逊、Shopee、eBay、AliExpress 在内的海外第三方电商平台上以不同商号开设的品类店铺运营销售近百个细分类目的商品，由于采用泛品类经营策略，SKU 数量较多，目前在售的 SKU 数量约 83 万个。公司业务布局范围广，涵盖全球两百多个国家和地区，其中亚洲、欧洲、北美洲分别占比 29.05%、30.70%、24.78%。

图表133：22 年公司主营业务收入按地区划分



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表134：22 年公司主营业务收入按销售平台划分

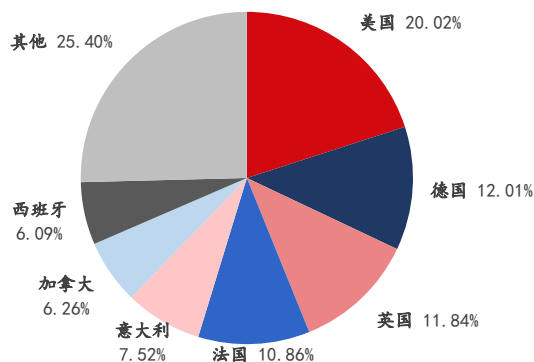


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.5 华凯易佰：“泛品+精品+半托管服务”多轮驱动增长的跨境电商

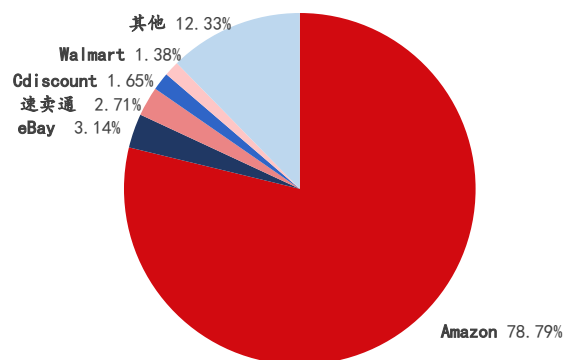
公司通过并购易佰网络成功转型跨境电商，亚马逊为公司主要的销售平台。公司先后通过在 2021 年和 2023 年 6 月分别完成收购易佰网络 90% 股权/剩余 10% 股权实现战略转型，主营业务从空间环境艺术设计转型为跨境电商业务。公司主要通过以亚马逊为主的海外第三方电商平台，将家居园艺、工业及商业用品、汽车摩托车配件、健康美容、3C 电子产品、户外运动等品类商品销售给境外终端消费者。23 年前三季度公司实现营业收入 47.50 亿元，同比增长 55.29%；归母净利润 2.99 亿元，同比增长 109.02%。

图表135：20 年易佰网络主营业务收入按销售地区划分



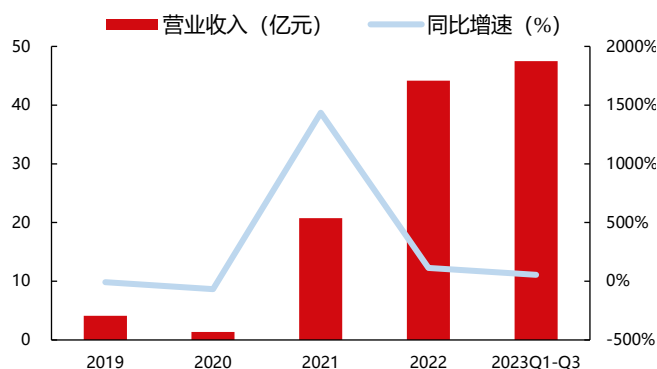
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表136：22 年公司不同销售渠道占比



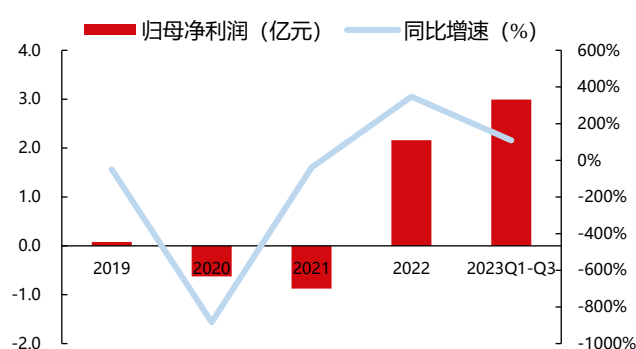
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表137：公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表138：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

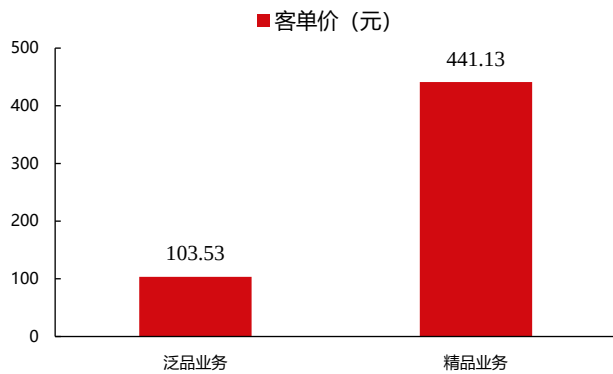
公司采用“泛品+精品+亿迈生态平台”三项业务并行战略。1) 泛品业务：公司运作最成熟、规模和效益最突出的业务，每月为公司贡献稳定现金流。2) 精品业务：2021 年，在国内众多跨境电商卖家遭受亚马逊平台“封号”的背景下，公司着手布局精品业务，相较于泛品业务的“泛而全”，精品业务销售 SKU 数量较少，销售客单价较高，23 年上半年公司精品/泛品业务客单价分别为 441.13 元/103.53 元；SKU 数量分别为 95 万款以上/376 款。3) “亿迈”平台：公司在 2021 年创立了“亿迈 (EasySeller)”一站式跨境电商综合服务平台，依托自身在泛品类业务中长期沉淀的供应链资源和信息系统禀赋为卖家提供全方位的跨境业务解决方案。

图表139：公司跨境电商三大业务

业务类型	业务特性	主营产品与服务
泛品业务	产品库庞大，低客单价、品牌辨识度不高	产品涵盖衣食住行方方面面
精品业务	销售 SKU 数量较少，销售产品客单价高	清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线
亿迈生态平台业务	利用自身跨境电商运营资源为卖家赋能	长链条供应链服务、优质全球物流服务、全流程数据化运营管理、一站式跨境服务培训等

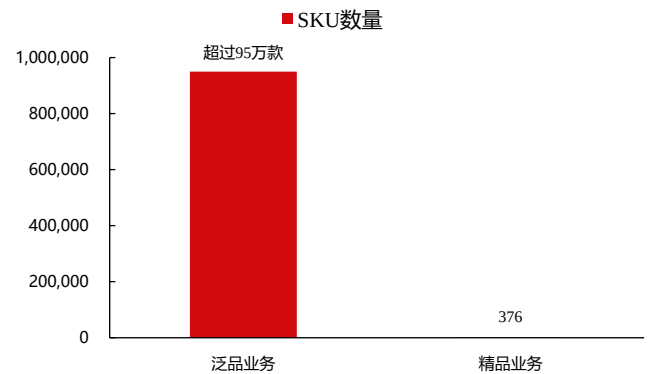
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表140：23H1 公司精品业务客单价较高



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表141：23H1 公司泛品业务 SKU 数量较多

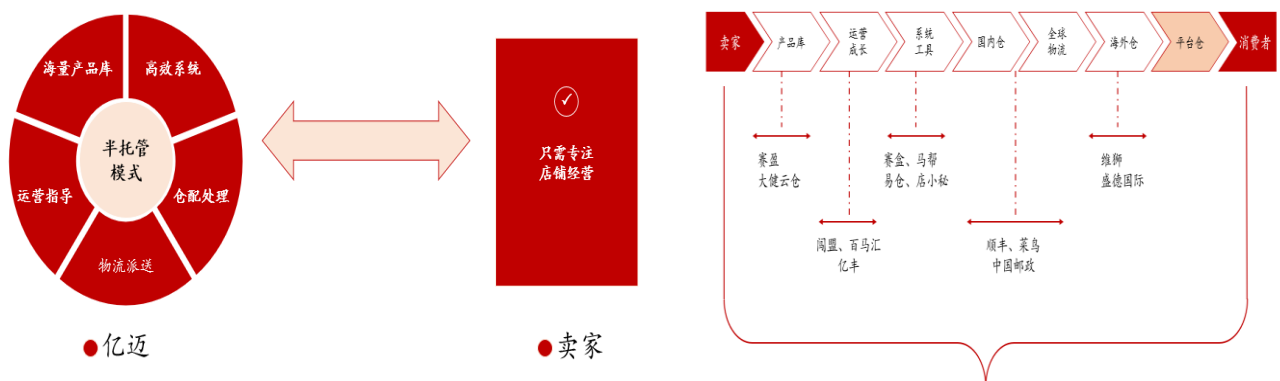


资料来源：公司公告，国联证券研究所

“亿迈”平台为中小卖家提供半托管服务，预计将成为公司的第二增长曲线。

“亿迈”平台是一种半托管模式，即为卖家提供海量产品库、运营知道、高效系统、仓配处理、物流派送全链条赋能与服务。跨境卖家依托强大的资源支持，只需要专注店铺运营，实现高效率的运营效果。“亿迈”平台业绩增长迅速，21、22 年营业收入分别为 1200 万元、2.72 亿元。

图表142：“亿迈”平台全新半托管模式



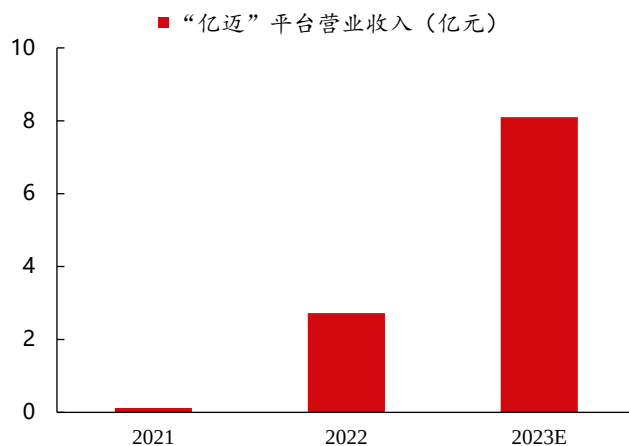
资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表143：“亿迈”平台六大业务服务

供应链集成共享	通过自身强大的供应链资源优化整合，为商家提供企业经营全链路解决方案并落地实施，帮助企业完成战略升级与供应链优化，持续提升卖家业绩与利润
亚马逊孵化	开放大卖家成熟的运营打法、高效系统、供应链资源，并提供全程运营实操指导，让所有参与跨境电商事业的人轻松复制大卖家的全球生意
美容多孵化	面向拉美蓝海市场，为跨境电商卖家提供运营打法赋能、运营实操指导、本土化海外仓产品库、本土化供应链、高效运营系统支持，助力快速掘金
亿迈云仓	开放免费ERP系统支持，提供跨境电商全球小包直发、国际物流服务，帮助卖家以更低成本、更快时效完成订单履约与交付
拉美海外仓	专注于跨境电商卖家提供拉美（墨西哥、智利、巴西）海外仓仓储派送、整柜拼箱分拆预约派送、贴标等服务，打造拉美供应链生态
AI广告投放	专为铺货型卖家与精铺型卖家打造的智能广告系统，支持亚马逊全站海量Listing广告优化，快速提升流量与业绩

资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

图表144：“亿迈”平台营业收入（亿元）

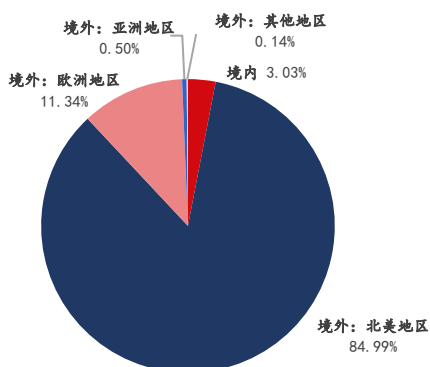


资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.1.6 赛维时代：服饰类品牌跨境电商

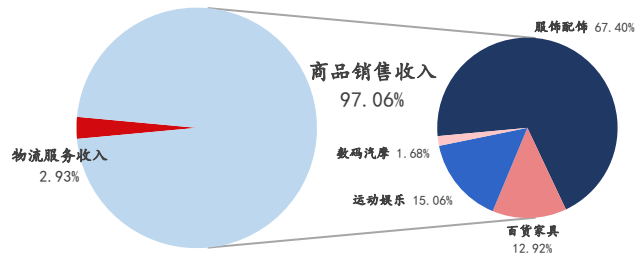
公司是主营服饰配饰品类的跨境电商公司，产品主要面向北美市场销售。公司通过 Amazon、Walmart 等第三方电商平台和 Retro Stage 等垂直品类自营网站主要向北美地区为主的境外市场销售高品质、个性化的时尚生活产品，公司产品品类分为服饰配饰品类和非服饰配饰品类两大类。服饰配饰品类是公司的主营品类，覆盖范围包括男装、女装、家居服、内衣、童装等多个细分品类，2022 年主营业务收入占比为 67.4%；非服饰配饰品类主要是百货家具、运动娱乐、数码汽摩三大品类。同时，公司基于自身完善的跨境仓储物流体系向第三方提供物流服务。2019-2022 年公司营业收入从 28.79 亿元增长至 49.09 亿元，对应 CAGR 为 19.47%；归母净利润从 0.54 亿元增长至 1.85 亿元，对应 CAGR 为 50.68%，其中 21-22 年公司经营业绩出现波动主要受国际物流运价上涨、阶段性因素助推的境外线上消费高峰回落及外汇汇率波动等不利因素影响。

图表145：22 年公司产品主要面向北美市场



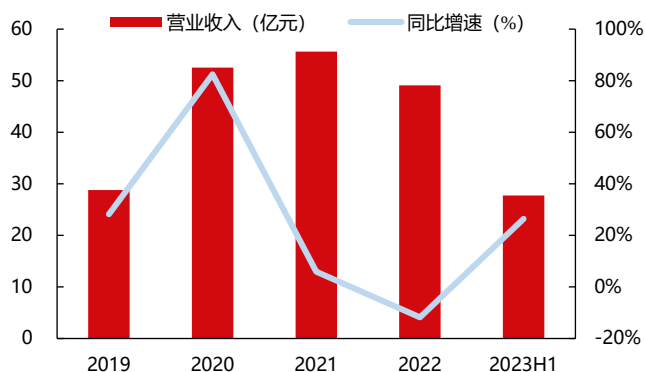
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表146：22 年公司不同产品类别占主营业务收入比重



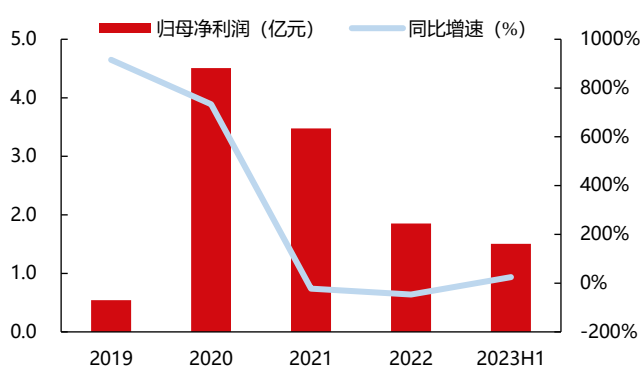
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表147：公司营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

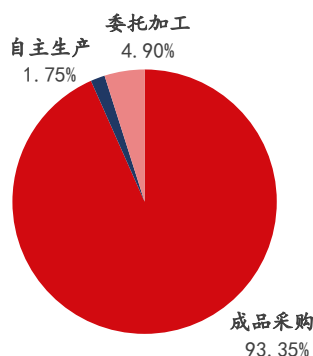
图表148：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，国联证券研究所

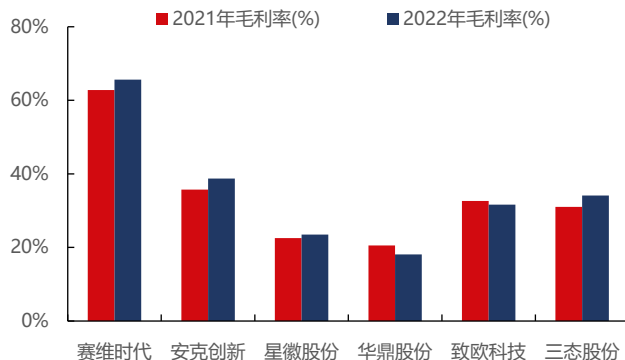
公司通过构建集柔性供应链整合、品牌孵化及运营等于一体的全链条品牌运营模式增强公司的盈利能力，销售渠道主要是亚马逊平台。公司开发的基于遗传算法的服装柔性供应链系统，产品主要由外部供应商完成生产，成品采购和委托加工分别占 93.35%和 4.9%，实现数据驱动的服装产品“小批量、多批次”柔性生产，降低库存积压风险，提升产品的快速迭代能力，并且通过精准研究各个细分品类消费者的喜好和需求，以特定品牌在选定的细分消费领域中进行布局，截至目前，公司的品牌矩阵已卓有成效，Coofandy、Ekouaer、Avidlove、Ancheer 已孵化成为 2020 年-2023 年 6 月累计销售额 15 亿以上的头部品牌，公司盈利能力较强，近两年毛利率均在 60%以上。公司的主要销售渠道是 Amazon 平台，2022 年占主营业务收入 88.93%，其次是自营网站和 Walmart，分别占主营业务收入的 2.98%和 2.27%。

图表149：22 年公司不同采购模式规模占比 (%)



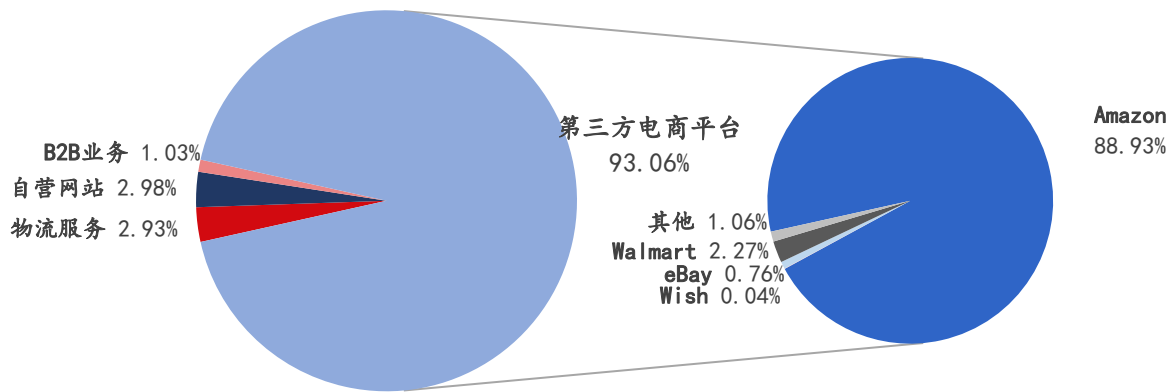
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表150：赛维时代毛利率水平较高



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表151：2022 年公司不同渠道主营业务收入占比



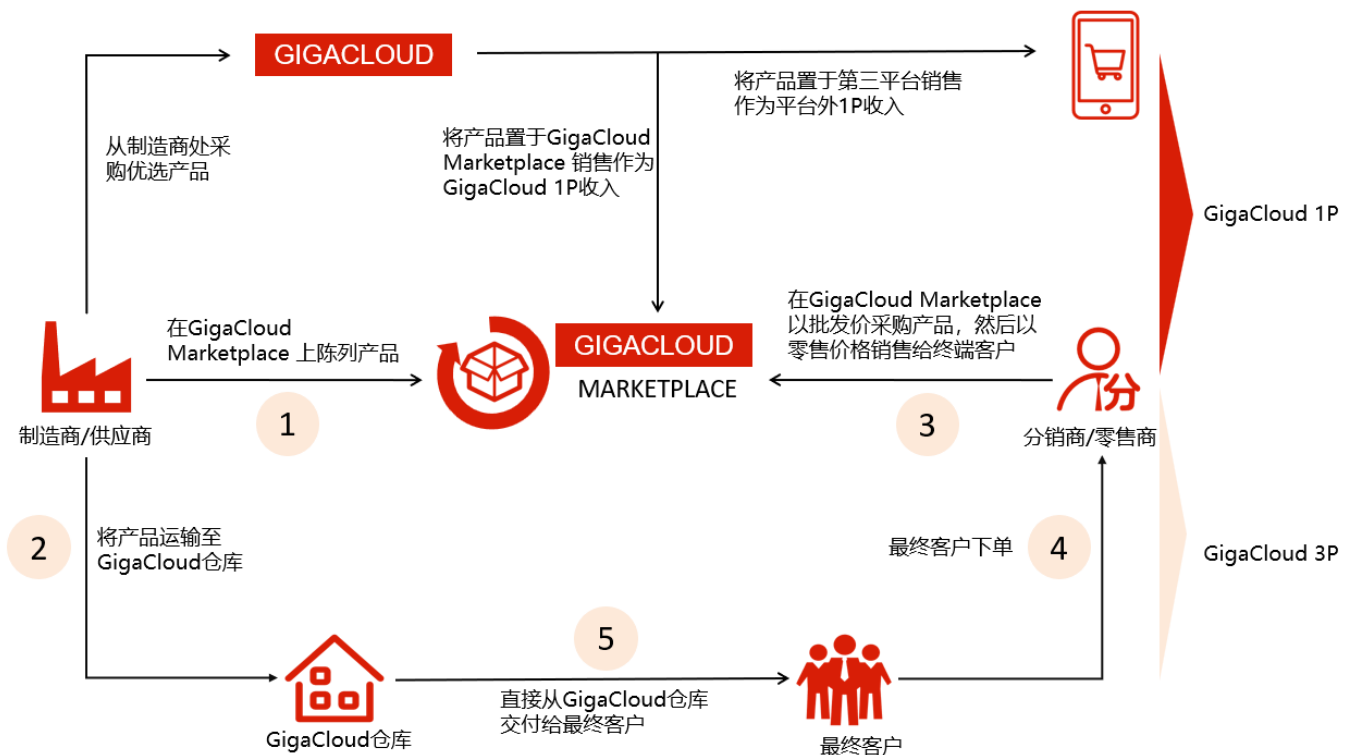
资料来源：公司公告，国联证券研究所

4.2 服务商

4.2.1 大健云仓：大件商品外贸 B2B 交易平台

公司专注于大件商品 B2B 交易，收入来源涵盖 1P(自营收入)、3P（第三方业务收入）以及非平台电子商务。公司通过为全球供应商和零售商提供跨境 B2B 交易系统、第三方海运物流服务以及尾程配送，专注于线上/线下跨境大件商品交易。从主营业务来看，大健云仓的业务收入主要有 3 个来源：1) 1P(自营收入)：通过出售自主选品获取产品销售收入；2) 3P（第三方业务收入）：即 B2B，通过撮合生产商与跨境卖家获取服务收入，涵盖平台费和物流仓储费用；3) 非平台电子商务：通过亚马逊、ebay、沃尔玛等第三方平台销售自主选品获取产品销售收入。

图表152：大健云仓的业务流程图



资料来源：公司公告，国联证券研究所

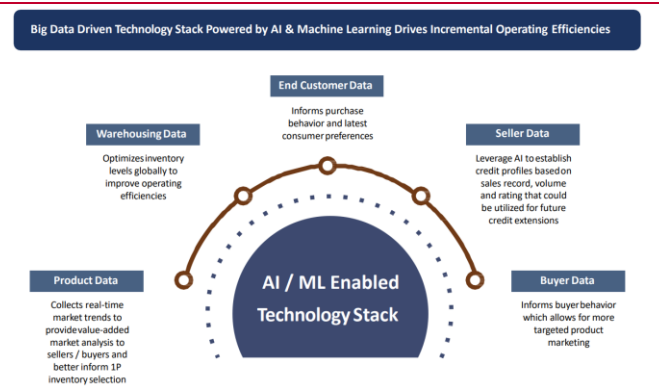
公司完善的仓储物流网络布局和领先的数据算法构筑竞争壁垒。大健云仓在美国、德国、英国、日本建有 31 个大型实体仓库，总面积超 700 万平方英尺。其中在美国有 23 个大型仓库，分布在美东、美中和美西。多仓分散布局可以减少长距离尾程配送。公司基于完善的仓储物流网络体系及尾程配送能力，并借助领先的数据算法，能够为工厂等上游供应商提供有竞争的物流报价，降低了企业的平均物流成本，并且有效节省了配送时间从而提升了消费者购买体验。

图表153: 公司在美国的仓储物流网络



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

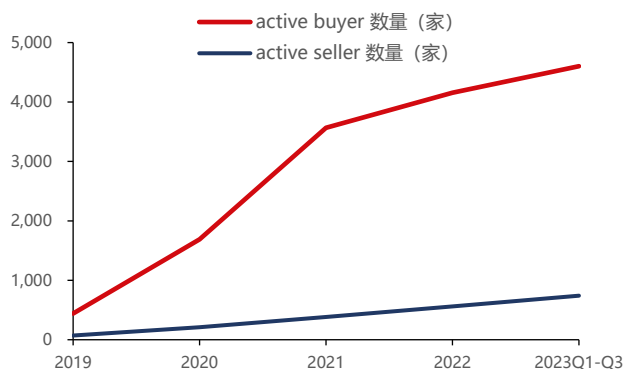
图表154: 公司数据驱动模型



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

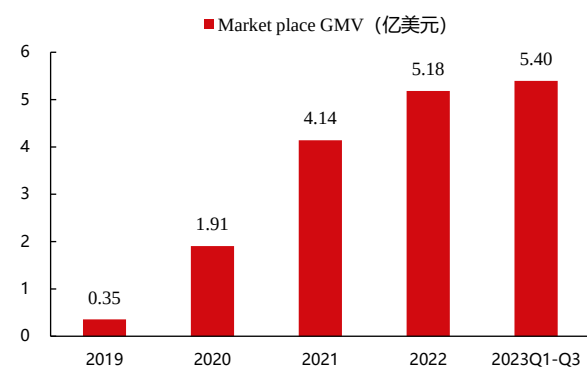
随着供应链成本下降以及平台的“规模效应”逐步显现, 前 3 季度公司净利润实现高增。公司活跃买家和卖家数量增长迅速, 2019-2023 年前 3 季度末活跃卖家数量从 71 家增长至 741 家; 活跃买家数量从 441 家增长至 4602 家。与此同时公司平台价值逐步提升, 2019-2023 年前 3 季度 Market place GMV 从 0.35 亿美元增长至 5.4 亿美元, 其中 3P GMV 占比在 23 年前三季度超过 50%。随着平台的“规模效应”逐步显现, 叠加供应链成本下降, 公司 23 年前 3 季度业绩高增, 实现营业收入为 4.59 亿美元, 同比增长 25.96%; 实现净利润 0.59 亿美元, 同比增长 409.16%。

图表155: 公司活跃买家和卖家数量



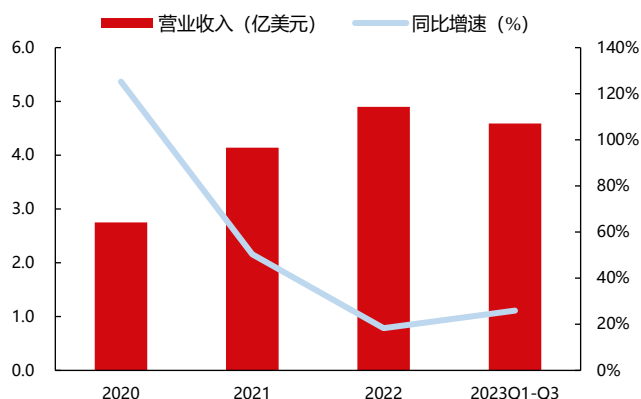
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表156: 公司 Market place GMV (亿美元)



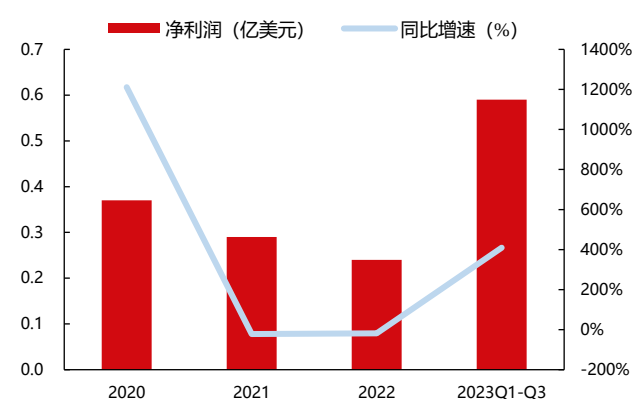
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表157：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表158：公司净利润及同比增速

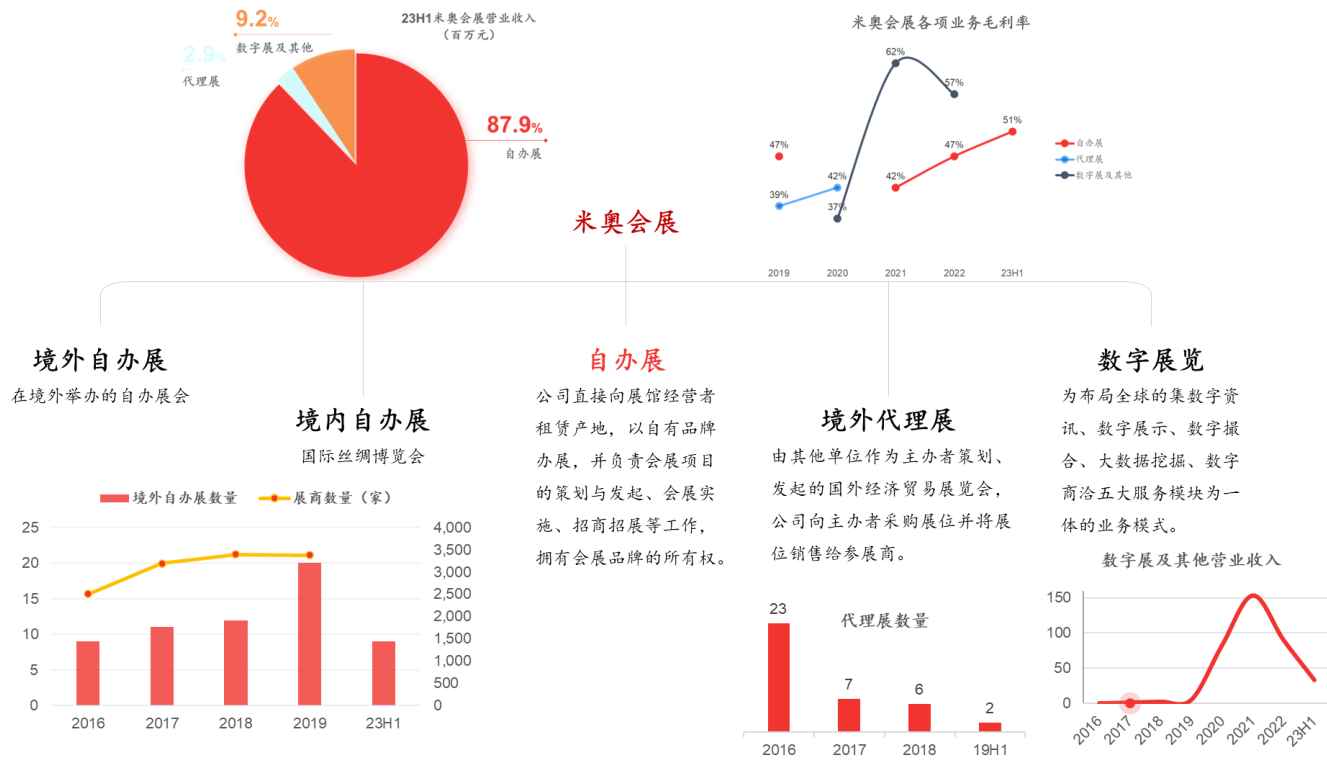


资料来源：Wind，国联证券研究所

4.2.2 米奥会展：以会展服务助力中国企业出海

会展营销解决服务商，深耕“一带一路”市场。米奥会展聚焦中国出海企业，专业从事会展项目策划、组织、推广及运营服务，是一家“自主产权、自主品牌、独立运营”且布局全球的会展服务平台。公司为中国制造量身打造拓展全球市场特别是“一带一路”市场的会展营销解决方案，降低中国企业开拓国际市场的门槛，提升市场开拓的效率。

图表159：米奥会展以境外自办展为主营



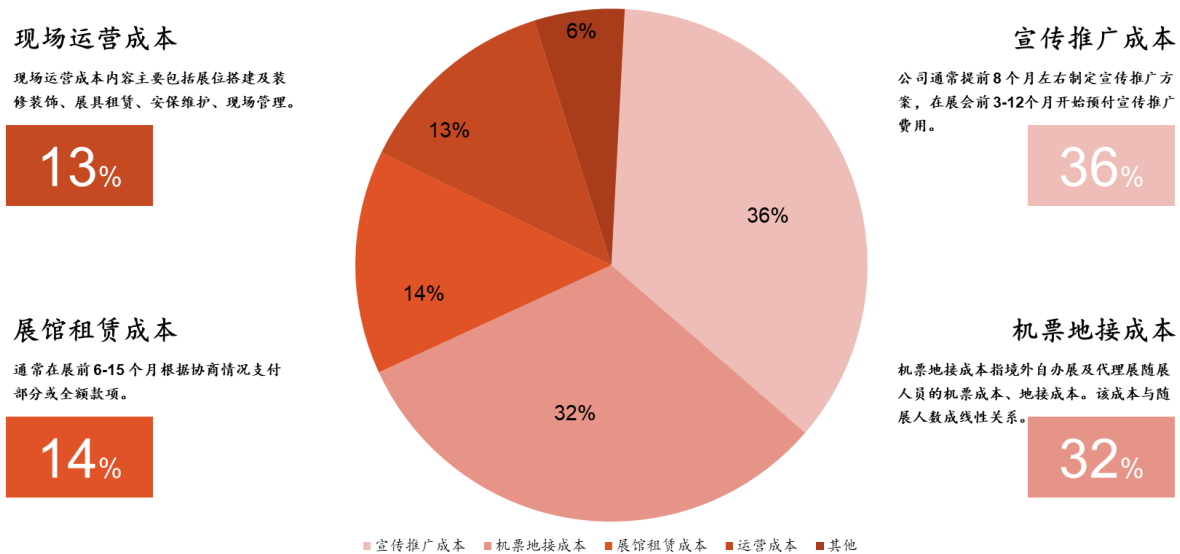
资料来源：公司招股说明书，公司财报，国联证券研究所

公司主营境外线下自办展，旗下有 Homelife 与 Machinex 两大自主会展品牌。

按照承办会展的业务类型，公司的会展业务可以分为境外自办展、境内自办展以及境外代理展。公司主营在“一带一路”地区主办自主品牌的中国商品展览会，旗下独立

拥有 Homelife 与 Machinex 两大品牌，客户覆盖家居和机械类企业，旨在为境内有出海需求的“中国制造企业”提供集产品展示、贸易洽谈为一体的境外市场拓展机会；公司则通过发起、组织及运营展会，销售展位、提供贸易撮合平台、组织展商参展等事宜获取收入。疫情前，公司境外自办展数量由 2016 年的 9 个上行至 2019 年的 20 个，在无疫情干扰的 2019 年，公司境外自办展收入为 3.8 亿元，占公司收入比重为 90.1%。

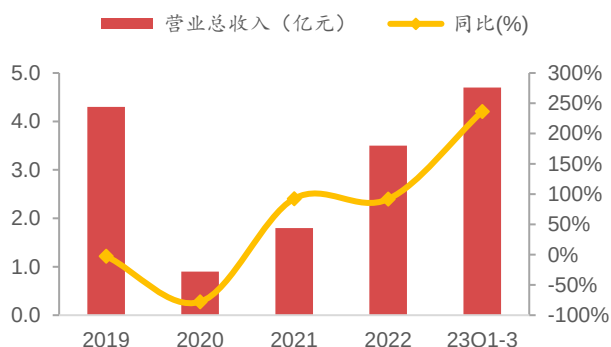
图表160：2018 年公司境外自办展成本细拆



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

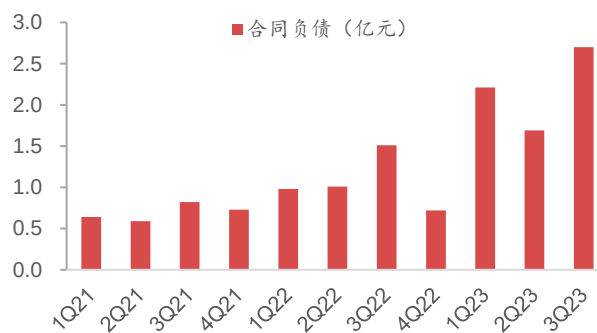
23Q3 公司合同负债创新高，内外共振利好公司经营。2023 年前三季度，公司实现收入 4.7 亿元，同比增长 236.6%，较 2019 年同期增长 80.7%；归母净利润 0.8 亿元，同比增 739.1%，较 2019 年同期增 210.6%。同时，2023 年 9 月末，公司合同负债为 2.7 亿元，创历史新高，支撑 23Q4 业绩。展望后续，公司有望持续受益于外部环境改善+中企强烈的出海意愿。欧美市场方面，TEMU、TikTok、SHEIN 等平台 GMV 快速增长验证中国商品在美国等国家旺盛的需求，且签证环境改善有望进一步刺激中国商家出海参展。其他市场方面，根据联合国商品贸易统计数据库，亚洲国家对华贸易快速增长，2016-2021 年间中国-越南贸易额每年增长 18%，同期中国-马来西亚贸易额增长 12%，一带一路国家贸易增长有望带动更广维度更大规模的企业出海，展览作为商贸活动不可替代的重要组成部分，有望受益于外贸企业获客拓市场。

图表161：公司营业收入及同比增速



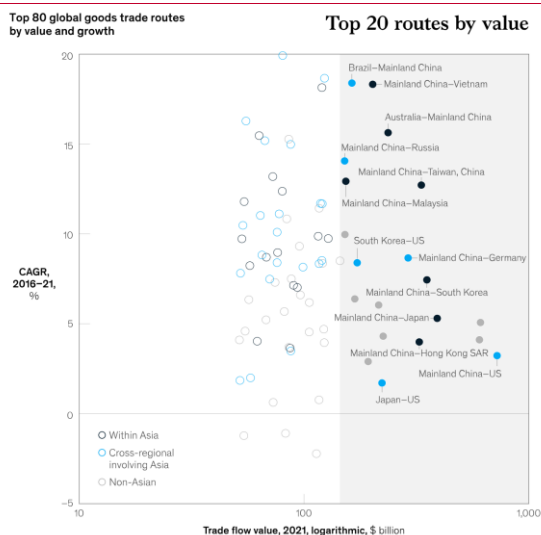
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表162：23 年 9 月末，公司合同负债创历史新高



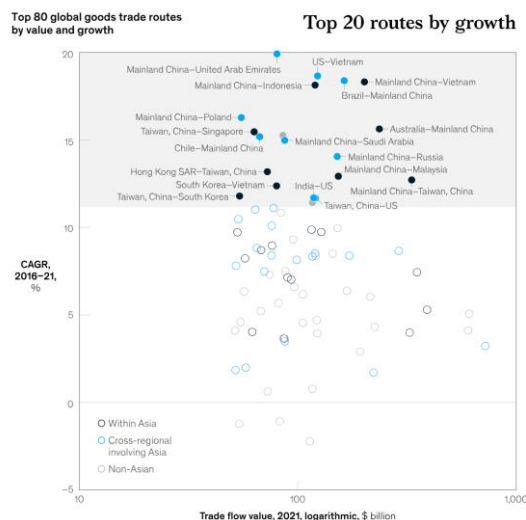
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表163：中美、中德、中国-巴西等位居全球价值最大的 20 个贸易路线



资料来源：麦肯锡，国联证券研究所

图表164：中国-阿拉伯、中国-印尼、中国-越南等位居全球 20 个增长最快贸易路线



资料来源：麦肯锡，国联证券研究所

内生外延做大规模，专业化、数字化持续发展优势。2023 年，公司通过兼并收购以及合作办展，结合公司多年深耕“一带一路”市场的经验以及合作资源，扩大升级原有专业展会的规模并孵化至全球市场。如中纺广告展览有限公司的核心项目日本 AFF 展会已经移植至公司举办的越南贸易博览会孵化举办。公司持续向专业化、数字化、平台化、国际化转型发展优势，有利于做大规模并形成品牌效应。

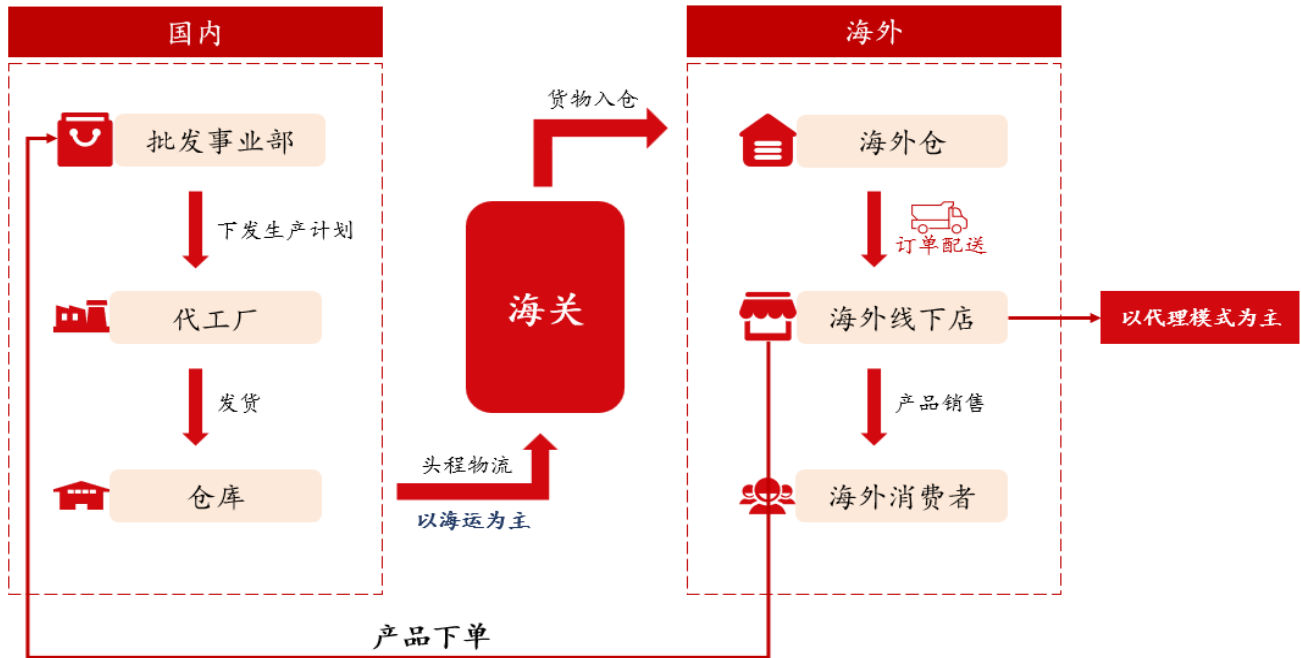
4.3 零售商

4.3.1 名创优品：零售品牌出海标杆

“F2C 模式+数字化深度整合供应商”极致发挥国内制造业的红利优势。F2C 的模式省去所有中间环节，从工厂直达海外门店，降低采购成本，截止 21 年末，公司有超过 1000 家供应商为公司代工生产产品。公司利用数字化供应链管理系统对供应商进行“深度整合”，支持供应商查阅门店销售数据，从而动态优化生产规划，降低

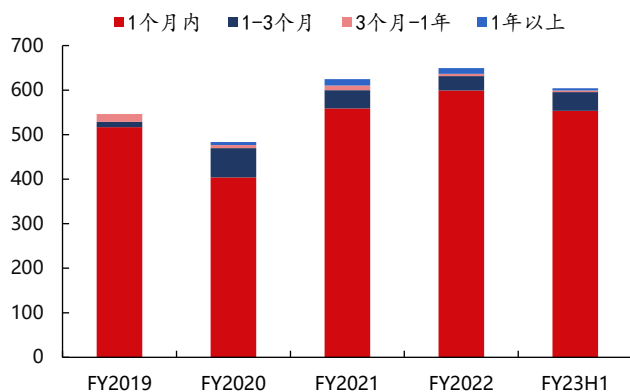
库存风险，截至 2019 年、2020 年及 2021 年 6 月 30 日止财政年度，公司库存周转天数分别保持在 63 天、78 天及 79 天的稳定水平，截至 2023 年 6 月 30 日止财政年度，公司库存周转天数减少至 68 天。

图表165：名创优品出海经营模式概览



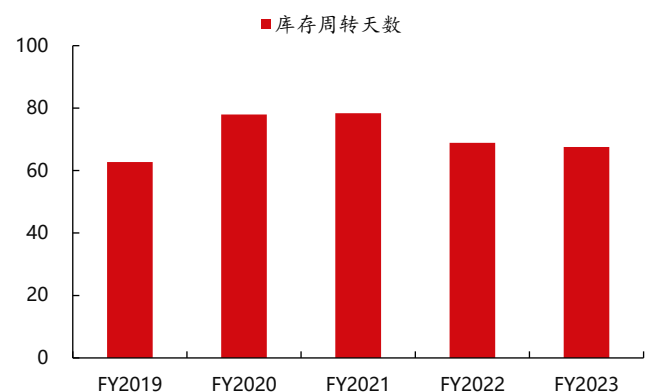
资料来源：国联证券研究所整理

图表166：公司贸易应付账龄合理（百万元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国联证券研究所整理

图表167：公司库存周转天数



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国联证券研究所

“低价高配”打造极致性价比的品牌定位，通过在世界顶级商圈开设门店吸引流量。名创优品产品涵盖 11 个主要品类，包括生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具和礼品，均为刚需基本款品类，产品覆盖范围广，价格便宜，截至 2023 年 6 月 30 日财政年度，名创优品产品涵盖约 9700 个核心 SKU，平均售价在 13.1 元左右。名创优品通过在纽约时代广场、法国巴黎奥斯曼大道等世界顶级商圈开设“十元店”，一方面可以吸引流量，培养用户忠诚度；另一方面衬托产品极致的性价比，让买家拥有“寻宝式”购物

愉悦体验。

图表168：名创优品品牌介绍

品牌名称	推出时间	市场定位	产品品类	SKU	平均售价	FY23GMV	23年6月末门店
名创优品	2013年	自有品牌 生活家居 综合零售 商	生活家居/小型电子产品/纺织品/包装配饰/美妆工具/玩具/彩妆/个人护理/零售/香水/文具和礼品	~9700	13.1元	197.43亿元	中国 3,604 海外 2,187

资料来源：公司财报，公司官网，招股说明书，国联证券研究所

注：总GMV、平均售价的数据仅包括来自线下渠道的数据，平均售价取自2023财年

图表169：名创优品纽约时代广场店



资料来源：公司官网，国联证券研究所

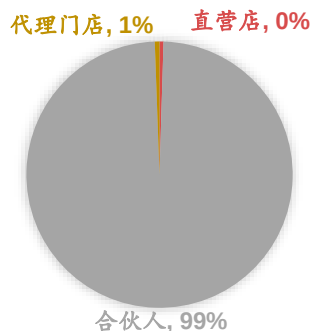
图表170：名创优品巴黎首店位于老佛爷旁



资料来源：公司官网，国联证券研究所

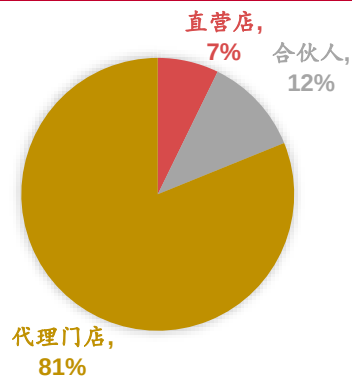
不同于国内以合伙人（加盟）为主，海外渠道基本采用代理模式。名创优品的门店经营模式分为直营、合伙人（加盟）、代理三种。1）国内以合伙人模式为主，该模式下公司深度参与门店运营管理，承担货品所有权和库存风险；加盟商角色类似财务投资人。2）海外主要采用代理模式，截止2022年12月末，81%的店铺是代理模式。名创优品先自行开设直营店进入市场试点，通过吸引有实力的本土代理商来扩张当地门店网络从而减少打入当地市场的阻碍。代理模式下，货物离岸就移交代理商后名创优品不负责具体经营，从而减少因海外本土文化差异造成的经营困难。

图表171：2022年12月末，国内以合伙人门店为主



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表172：2022年12月末，海外以代理门店为主

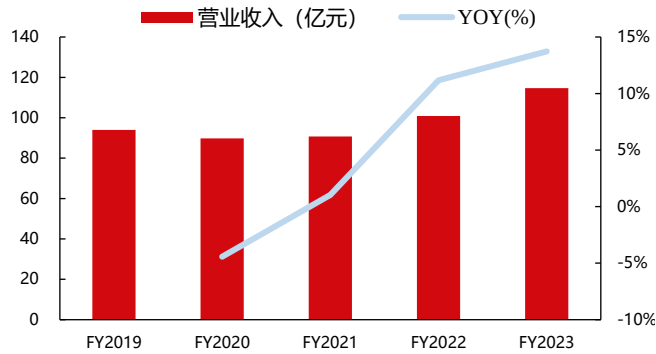


资料来源：公司公告，国联证券研究所

整体营收平稳增长，海外收入增速更快。公司营收由FY2019的93.9亿元增长至FY2023的114.7亿元，CAGR为5.1%，实现平稳增长。其中FY23Q3/FY23Q4

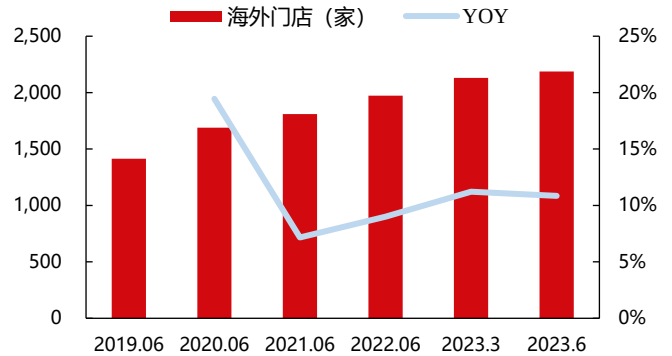
营收增速分别达到 26.2%/40.3%。分区域看，FY2022 以来海外市场收入增速更快，其中北美市场单店 GMV 恢复度领先。

图表173：公司营业收入及同比增速



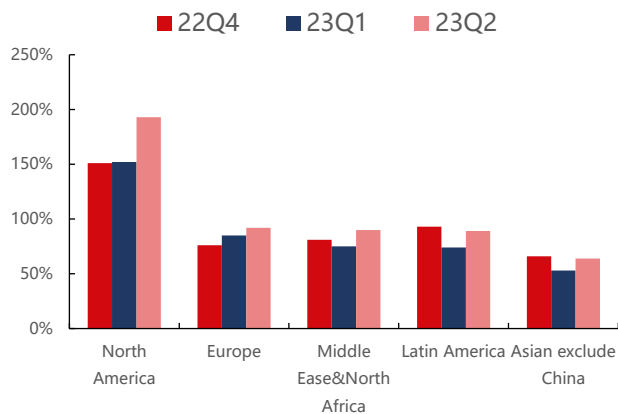
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表174：公司海外市场门店持续扩容



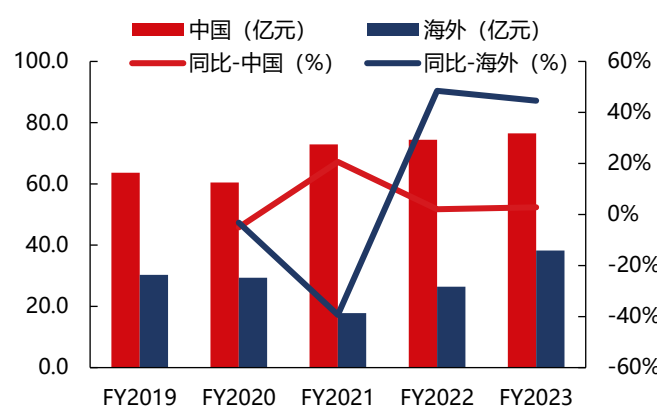
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表175：名创优品北美市场单店 GMV 恢复度领先



资料来源：公司公告，国联证券研究所

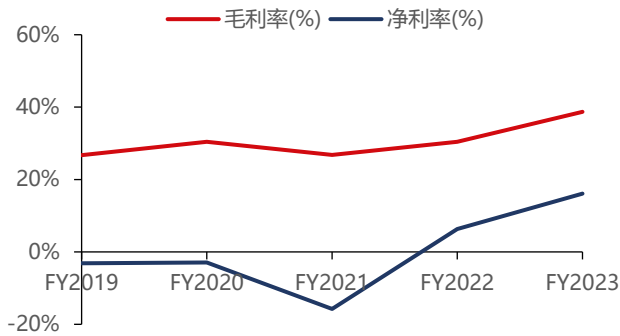
图表176：FY2022 以来海外市场收入增速更快



资料来源：公司公告，国联证券研究所

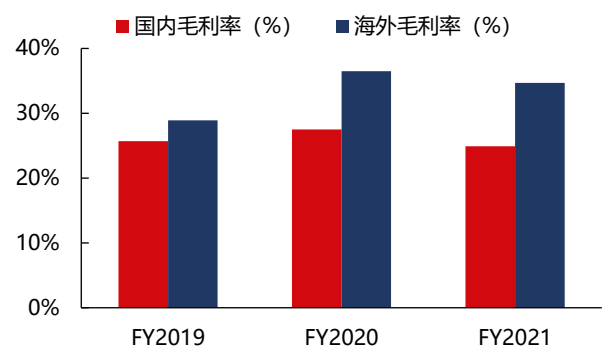
公司盈利能力持续提升，海外市场毛利率更高。公司盈利能力持续提升，毛利率由 2019 财年的 26.7% 上升到 2023 财年的 38.7%，分地区看，海外毛利率高于国内毛利率，海外 FY2019/2020/2021 年毛利率分别为 28.9%/36.5%/34.7%，国内同期毛利率分别为 25.7%/27.5%/24.9%。公司归母净利润从 FY2019 的 -2.9 亿元大幅扭亏为 FY2023 的 17.7 亿元，对应 2023 财年净利率 16.1%。

图表177：公司毛利率、净利率持续提升



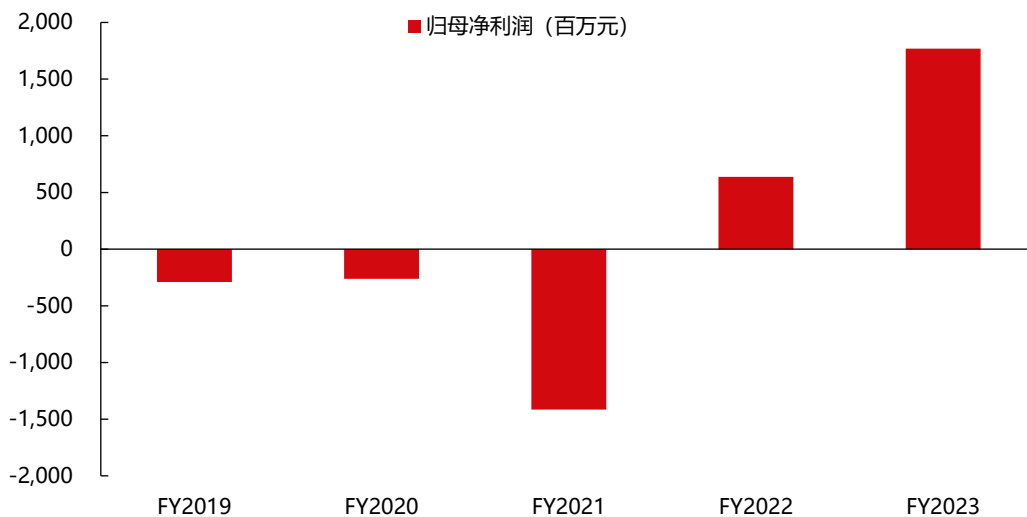
资料来源：公司公告,国联证券研究所

图表178：公司海外市场毛利率更高



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表179：名创优归母净利润扭亏且大幅增长



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

5. 风险提示

1) 海外经济波动风险。出口行业易受海外宏观经济的影响，如果未来海外经济增长放缓或者出现系统性的金融危机，都将严重制约整个国外消费市场的需求，加剧行业内相关公司的经营压力。

2) 行业竞争加剧风险。目前跨境出口电商行业尚处在起步阶段，竞争格局较为分散，新进入者为争夺流量可能加大市场投入，促使竞争态势加剧。

3) 人民币汇率波动风险。若未来人民币出现大幅升值波动，将会在某种程度上影响行业中出口产品的销售价格，进而削弱相关产品的市场竞争力。

4) 海外政策风险。出海目的地众多，各地市场环境、政策环境、国际关系等具备不确定性，出海企业面临海外市场法律和政策风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼