

从幕后到台前，跨境新趋势洞察

2024 年 01 月 10 日

► **我国跨境电商持续高景气，去库完成&降息预期带动海外需求向好。**需求：自 2023 年 5 月起，美国非农就业月员工时薪同比增速（4.3%）高于 CPI 增速（4.0%），居民实际购买力增强；各领域去库趋于尾声，如家具类目截至 2023 年 10 月美国家具零售库存销售比为 1.56，回归历史中值。电商化趋势：欧美是主要出口地，2022 年全球电商渠道零售额达到约 41 万亿人民币；其中美国/日本/英国电商市场规模分别约为 5.8/1.0/1.0 万亿元；亚马逊在北美电商市占率达到 37.8%，2018-2022 年其美国站 GMV 的复合增速达 8.9%；新兴平台如 TEMU、SHEIN 等亦出现快速增长势头。**供给**：受制于前期产能扩张，国内开工率不足，如家具 2023 年 11 月亏损企业占比为 26%，出海打开需求通路。2022 年我国跨境电商出口交易规模达到 1.53 万亿元，2018-2022 年 CAGR 高达 25.81%，是中国出口增长的重要驱动力，23H1 跨境电商出口贡献出口总增量的 36.7%；分结构看：34.3% 出口到美国，即约 5200 亿元；海关口径未包含后续物流、平台佣金等，距离零售额统计口径需乘上数倍加价倍率。

► **标品 VS 非标：产品尺寸决定物流方式，海外仓完善助力大件非标品出海无忧。**早期我国跨境电商出口为中小件为主，2022 年鞋服/3C/美妆个护为热门品前三，分别有 37.5%/36.6%/31.0% 的商家销售该类目产品。中小件可采用空运直邮模式，而家具家电等非标品需要采用海运+前置海外仓的模式，存在物流费用高昂&标准化程度低&配送安装难度大等痛点；据致欧科技 2022 年数据，100 元商品中约有 17 元用于尾程物流运输。亚马逊 FBA 等平台运送规则偏好标准件，故非标品物流门槛高、库存管理难度大，相对起量较晚。随着海外仓配置完善&设计环节适配物流规则&库存管理数字化，大件品出海企业或有更高增长空间。2019-2021 年美国海外仓数量分别为 432/639/925 个。

► **泛品 VS 精品：从快速铺货到精耕细作。**跨境电商企业可选品策略角度分为泛品和精品两类，**泛品**：代表企业华凯易佰、赛维时代等，SKU 数量动辄 10 万以上，核心竞争力在于流量红利的抓取&供应链的管理&数字化/自动化程度。**精品**：如基于产品逻辑的安克创新，基于供应链逻辑的致欧科技。

► **贸易商 VS 工贸一体：前期靠运营打开市场，后期拼产品&供应链。**贸易型出海企业不参与直接制造，而是乘流量红利连接中国产能&海外需求，其优势在于电商运营能力。与之相对的是工贸一体企业，多具有 OEM/ODM 经验；近年来制造企业布局跨境电商，致力从 ToB 到 ToC 端转型。该类企业在坎坷的成长过程中积累了短期内难以复制的 know-how；如恒林股份 21 年受亚马逊封号潮影响，在 2022 年重新梳理跨境电商团队&布局自主海外仓，同年实现跨境电商收入 10 亿元，同增 58%。当流量红利减弱，“赛事”进入下半场时，我们判断工贸一体企业的精细化降本&产品力优势将凸显。

► **投资建议：**跨境电商红利显著，推荐拓品逻辑顺畅的致欧科技，推荐供应链能力突出的恒林股份、梦百合等工贸一体企业。

► **风险提示：**跨境电商行业竞争加剧，地缘政治不稳定，汇率大幅波动。

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
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
301376.SZ	致欧科技	23.70	0.62	1.03	1.27	38	23	19	推荐
603661.SH	恒林股份	43.90	2.54	3.23	3.91	17	14	11	推荐
603313.SH	梦百合	10.84	0.07	0.28	0.57	150	38	19	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 8 日收盘价）

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

研究助理 谭雅轩

执业证书：S0100123070004

邮箱：tanyaxuan@mszq.com

相关研究

- 1.“碳中和”事件点评：CCER 配套制度补齐，全球联手降碳成共识-2023/12/29
- 2.轻工行业 2024 年度投资策略：分化，进化-2023/12/20
- 3.包装行业点评：长平实业拟收购中粮包装，金属包装格局持续优化-2023/12/10
- 4.家居行业系列报告五：床垫行业：讲好“健康睡眠”故事，迈向品牌整合新阶段-2023/12/06
- 5.造纸行业点评：当前时点，造纸投资再思考-2023/12/04

目录

1 我国传统制造业乘互联网东风出海	3
1.1 凭借供应链优势，我国发展出家具等传统强势出口产业，跨境电商成为重要渠道	3
1.2 高景气赛道，2018-2022 年我国跨境电商出口 CAGR 高达 25.81%	8
1.3 欧美是跨境最大市场，亚马逊为海外最大平台	14
2 标品 VS 非标：产品尺寸决定物流方式，海外仓完善助力大件非标品出海无忧	22
2.1 小件商品可采用直邮，大件商品面临高昂尾程物流费用	22
2.2 物流制约非标品发展，大件更需精益求精	25
2.3 跨境物流升级，带动非标品出口成为可能	26
3 泛品 VS 精品：从快速铺货到精耕细作	34
3.1 泛品 OR 精品，跨境电商两类经营模型	34
3.2 参考头部公司学习，构建自身护城河	37
4 贸易商 VS 工贸一体：前期靠运营打开市场，后期拼产品&供应链	44
4.1 从传统出海路径看，我国外销家居企业已交出靓丽答卷	44
4.2 多家工贸一体企业试水跨境电商，长跑看的是供应链管控能力	46
5 投资建议	51
5.1 行业投资建议	51
5.2 重点公司	51
6 风险提示	56
插图目录	59
表格目录	60

1 我国传统制造业乘互联网东风出海

1.1 凭借供应链优势,我国发展出家具等传统强势出口产业,跨境电商成为重要渠道

1.1.1 我国跨境电商已进入高质量发展阶段

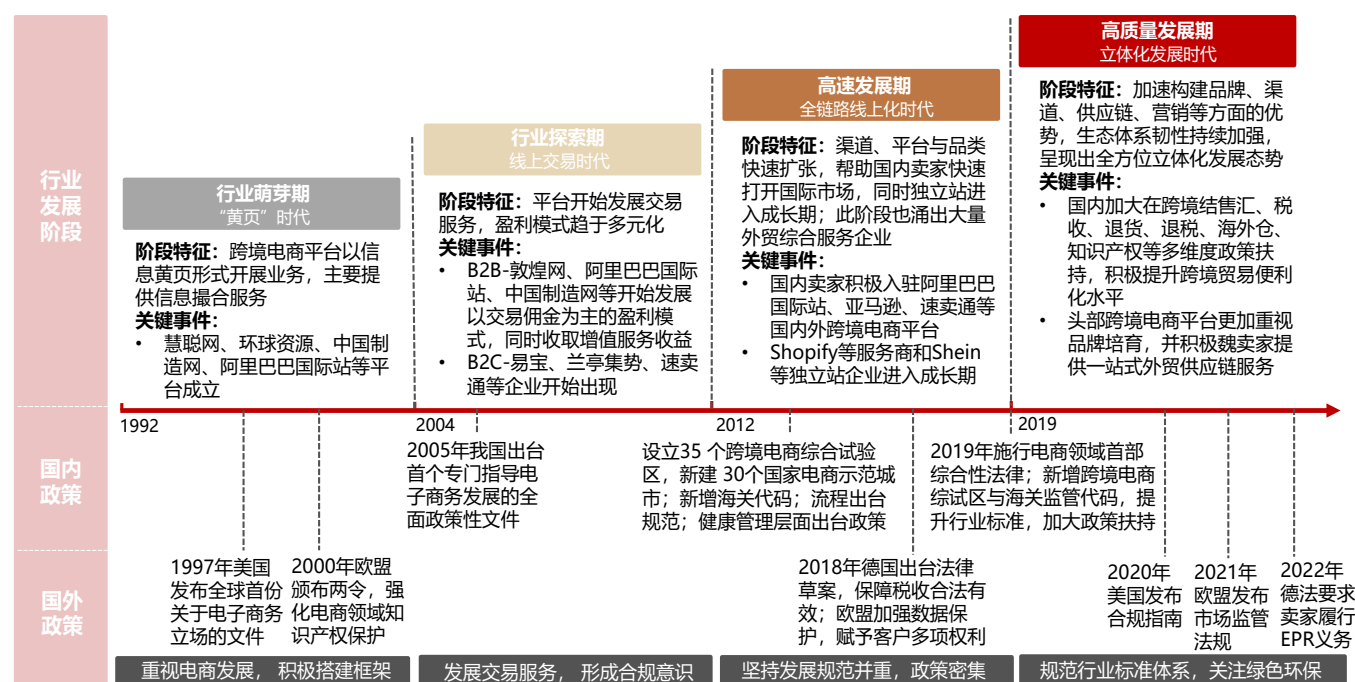
2004 年以来我国跨境电商出口规模持续增长,根据商务部印发的《中国跨境电商出口合规发展报告》,我国跨境电商出口合规规划分为以下三个阶段:

2004—2011 年:行业探索期。该阶段我国跨境电商出口主体以发展交易服务为主,我国跨境电商出口从“黄页时代”进入了线上交易时代,开始发展交易服务。我国跨境电商 B2B 出口企业的盈利模式从信息撮合发展为以交易佣金为主,并提供一些增值服务,如阿里巴巴国际站、中国制造网、敦煌网、易唐网、环球资源等。同时,我国跨境电商 B2C 出口企业持续涌现,如易宝 (DealeXtreme)、兰亭集势、米兰网、全球速卖通等。该批企业大幅缩减了出口贸易中间环节,盈利模式多为收取佣金和服务费,如易宝 (DealeXtreme)、兰亭集势、米兰网、全球速卖通等。

2012—2018 年:快速扩张期。该阶段行业生态持续完善,市场规模持续扩大,渠道、平台与品类快速扩张,实现全链路上化。国内商家依托国内外跨境电商平台快速打开国际市场。该阶段我国商家入驻的跨境电商平台主要包括:阿里巴巴国际站、亚马逊、全球速卖通、eBay、Wish、中国制造网、大龙网、敦煌网、兰亭集势、环球易购等。同时,该阶段跨境电商独立站进入成长期。随着对营销、交易、支付、通关、结算、物流、金融等功能深耕,该阶段涌现出大量外贸综合服务企业,进一步助力我国品牌出海。

2019 年至今:高质量发展新阶段。在此阶段,我国跨境电商出口加速构建品牌、渠道、供应链、营销等方面的优势,进入了全方位立体化发展的新阶段。近年来,受世界秩序中的动荡因素影响,我国跨境电商出口面临着需求变化、成本上涨、消费信心不足等问题。各大跨境电商出口平台更加注重品牌培育,积极为商家提供全方位一站式外贸供应链服务;同时社交、直播、独立站成为跨境电商出口的重要方式。

图1：我国跨境电商发展阶段

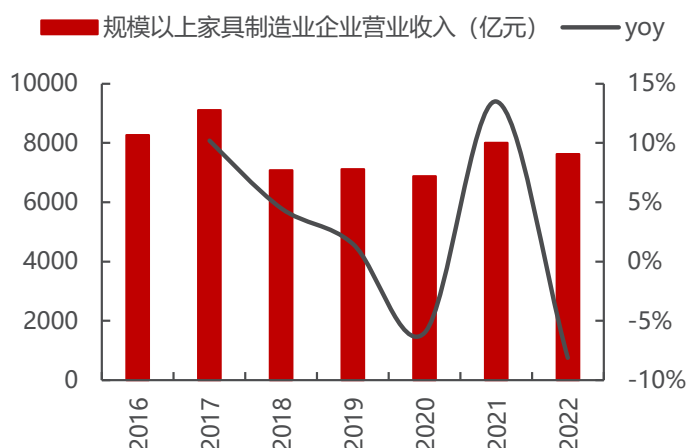


资料来源：商务部《中国跨境电商出口合规发展报告》，民生证券研究院整理绘制

1.1.2 以家居为例，跨境电商让国内家居企业从制造出海升级至品牌出海

我国家具行业规模持续扩张。2022年我国家具行业产值相比于1978年增长了586倍，CAGR为15.59%。2022年受疫情及房地产销售下行影响，规模以上家具制造业营业收入7624.10亿，同比下滑8.1%。

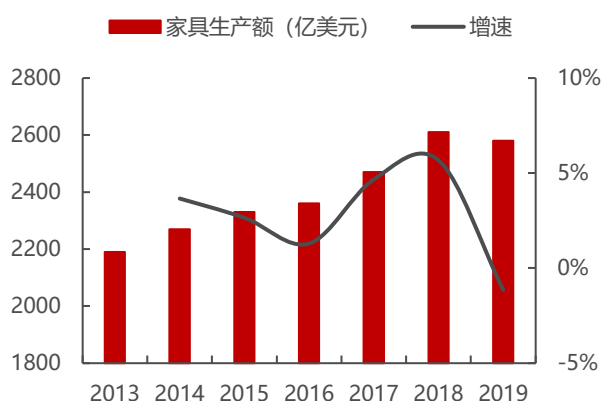
图2：规模以上家具制造业营业收入（亿元）及增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

中国是世界上最大的家具生产国与消费国。生产方面，亚太地区是主要的家具生产地区，2019 年占全球产值的 50%。2019 年，我国家具生产额在全球占比为 37%，是世界上最大的家具生产国。消费方面，世界家具消费量排名前十的国家中，中国、美国、德国位列前三，2013-2019 年，我国家具消费额同比增长 23%。

图3：亚太地区家具生产额（亿美元）及同比增速



资料来源：中国家具协会，民生证券研究院

图4：家具消费量排名前十的国家

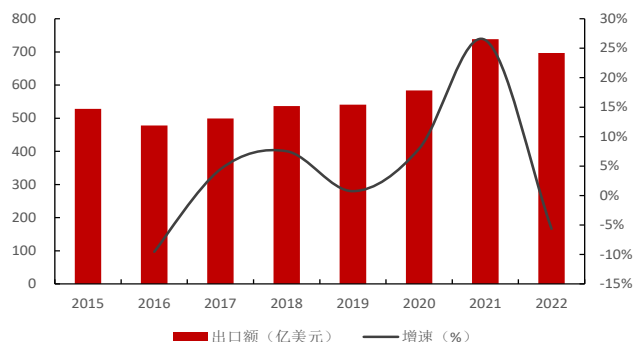


资料来源：中国家具协会，民生证券研究院

注：图上增速为 2019 年相对 2013 年的同比增速

中国是世界第一大家具出口国。2022 年，我国家具及其零件出口额为 696.8 亿美元，同比下滑 5.3%，主要系 2021 年海外需求旺盛，海外零售商大规模下单导致库存积压，2022 年处于去库阶段。2015-2022 年我国家具及其零件出口额 CAGR 为 4.04%。据中国家具协会数据，2019 年家具出口前十的国家中，中国依旧位居首位，约占全球总出口的 35%，第 2-5 名分别为德国、波兰、意大利和越南，近年来随着中国部分家具供应链外迁，越南家具出口额持续增长。

图5：我国家具及其零件出口额（亿美元）及同比增速



资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：全球前十大家具出口国



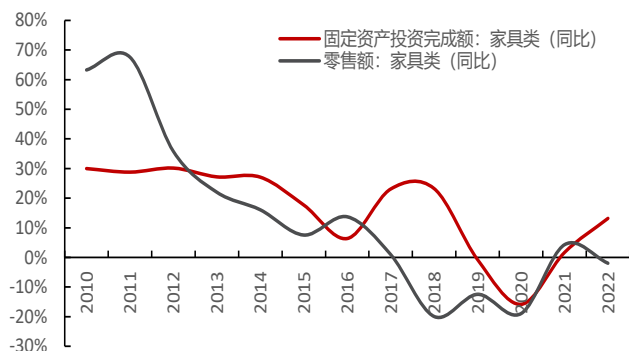
资料来源：中国家具协会，民生证券研究院

注：图上增速为 2019 年相对 2013 年的同比增速

中国家具制造业或存在过剩产能。2022 年我国家具制造业固定资产投资完成额同增 13.2%，同期家具零售额减少 1.93%，在家具制造企业产能扩张的同时国

内家具零售需求下降, 逐渐出现产能过剩问题。国内家具零售需求的下滑同时带来中小企业出清, 2010-2022 年间, 我国家具制造业亏损企业数量呈上升趋势, 2022 年 1990 家企业亏损, 国内家具业或存在产能过剩。

图7: 2010 年至 2022 年中国家具业固定资产投资及家具零售额增速



资料来源: ifind, 国家统计局, 民生证券研究院

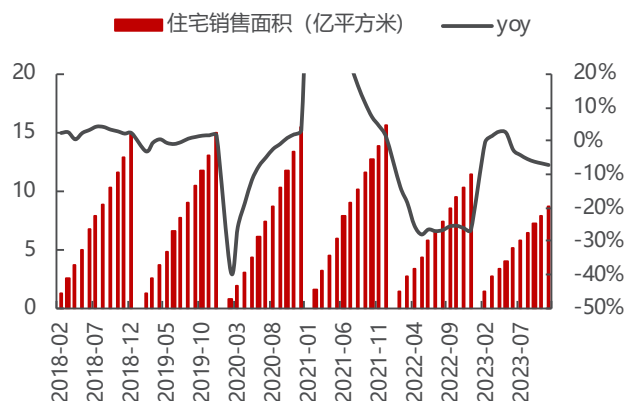
图8: 2010 年至 2023 年中国家具制造业亏损企业数量



资料来源: ifind, 民生证券研究院

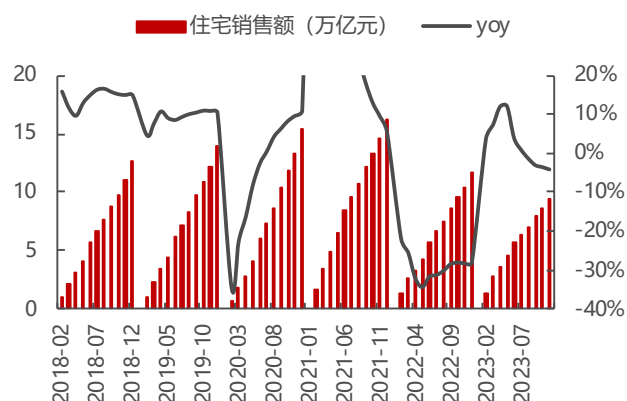
国内房地产市场下行, 家具内需承压。2023 年 1-11 月, 我国住宅销售面积 8.6 亿平方米, 同比下滑 7%, 住宅销售额 9.36 万亿元, 同比下滑 4%。房地产销售承压下, 家具作为房地产后周期行业, 其国内需求亦相对承压。

图9: 我国住宅销售面积及增速



资料来源: ifind, 国家统计局, 民生证券研究院

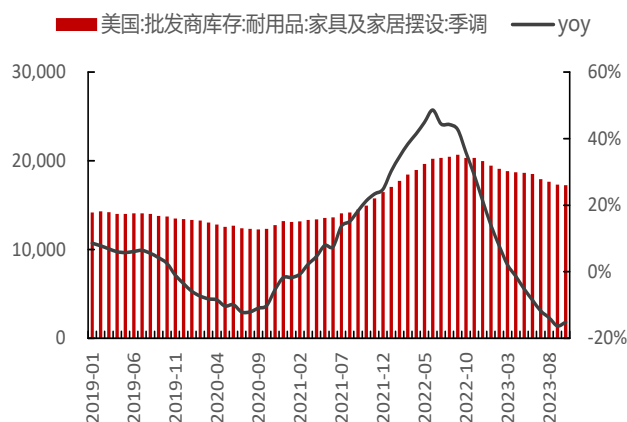
图10: 我国住宅销售额及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

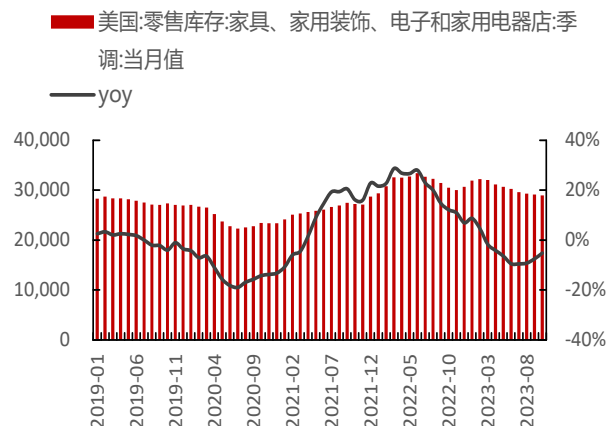
美国家具去库存基本完成, 主动补库或带动我国家具出口。2022H2 随着海运回归正常, 美国家具零售及批发商开始主动去库, 截至 2023 年 10 月, 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存 289 亿美元, 同比下降 5%, 家具及家居摆设批发商库存 172 亿美元, 同比下降 15%。家具零售库存销售比为 1.56, 回归历史中值水平, 美国家具终端库存已基本恢复正常, 若 2024 年终端需求回暖, 或进入主动补库阶段, 带动我国家具出口向好。

图11：美国家具及家居摆设批发商库存（百万美元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

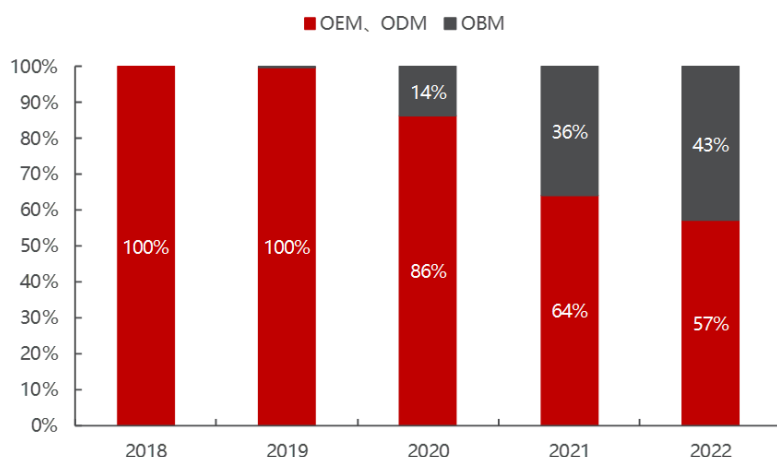
图12：美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存（百万美元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

海外业务已成为支撑我国家居企业增长的关键力量，家居出口企业从制造出海向品牌出海转变。例如匠心家居以代工起家，目前自主品牌在国际业务上表现出色，产品通过优质客户渠道和品牌影响力在终端市场和智能家具制造商中建立了强大的品牌影响力。凭借卓越设计研发，成功实现 OEM 向 ODM 及自主品牌的转变，强化自主品牌管理和清晰品牌定位。截至 23 年 10 月 26 日，公司新推出的高端自主品牌 MotoLiving 已经有 18 个客户订购，终端反响好。**恒林股份**同样以办公椅代工起家，逐步增加 OBM 产品占比。公司加大对研发的创新性投入、产品设计提升以及品牌建设的投入，逐步提高 OBM 的比例，实现代工业务和自主品牌双轮驱动。目前，公司拥有多个品牌，包括“恒林”、“Lista Office”、“NOUHAUS”等。其中，LO 是高端系统办公品牌，NOUHAUS 是时尚、智能、健康的家庭座具品牌。

图13：恒林股份营业收入分销售模式占比



资料来源：恒林股份年报，民生证券研究院

1.2 高景气赛道, 2018-2022 年我国跨境电商出口 CAGR

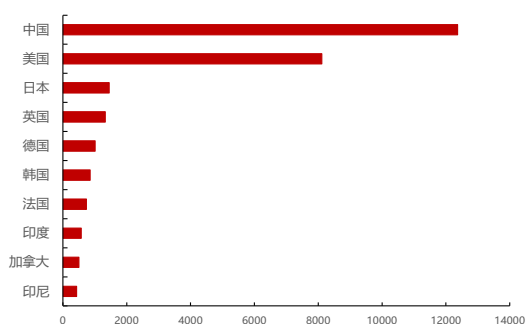
高达 25.81%

1.2.1 全球电商渠道交易规模不断增长, 2022-2026 年 CAGR 或高达 10%

我国拥有世界最大电商市场, 电商渗透率全球领先, 美国、日本紧随其后。

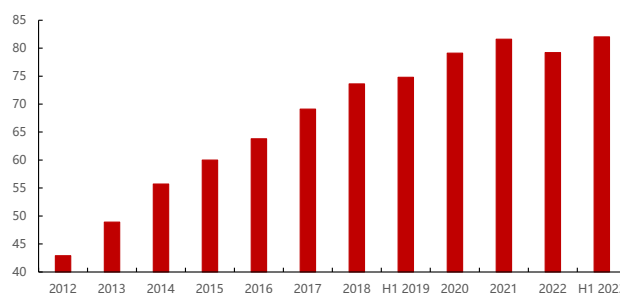
2003 年, 淘宝网正式上线, 中国电子自此迅猛崛起, 并经历了令人瞩目的发展; 现今中国拥有全球最大的电商市场, 22 年我国电商收入达到 1.24 万亿美元, 美国/日本分别达到 0.81/0.15 万亿美元。中国电商市场的规模得益于我国完备的互联网基础设施建设、物流网络、电商平台; 据 Statista 统计, 截至 23H1, 我国网购行为渗透率已高达 82%。

图14: 2022 年中国拥有全球最大的电商市场 (亿美元)



资料来源: Statista, 民生证券研究院

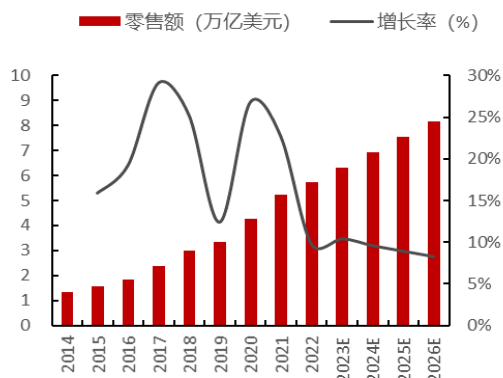
图15: 2012-2023H1 中国网购行为渗透率 (%)



资料来源: Statista, 民生证券研究院

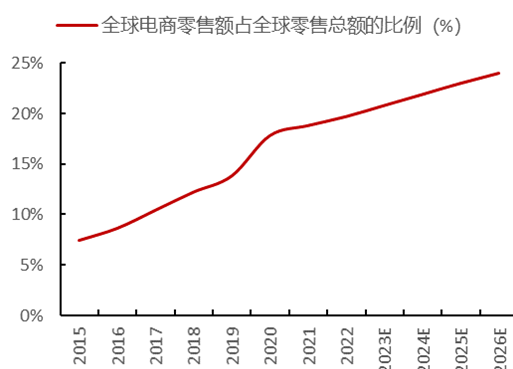
全球电商渠道交易规模不断增长, 电商渗透率持续提升。线上零售市场因其便捷化、多元化、移动化等优势规模在不断扩大; Statista 数据显示, 2014 年全球电商渠道零售额为 1.34 万亿美元, 2022 年达到 5.72 万亿美元, 预计未来增速将保持较高水平, 2022-2026 年 CAGR 有望达到 10%; 电商零售额占全球零售总额的比例呈现持续增长的态势, 从 2015 年的 7.4% 提升至 2022 年的 19.7%, 预计 2026 年将达到 24%。其中, 欧美的电商零售额及占比也呈现持续上升趋势, 截至 2020 年, 英/美电商渗透率分别为 24%/20%, 高于德国、法国等其他欧盟国家。

图16：2014-2026 年全球电商渠道零售额及增长率



资料来源：statista，民生证券研究院

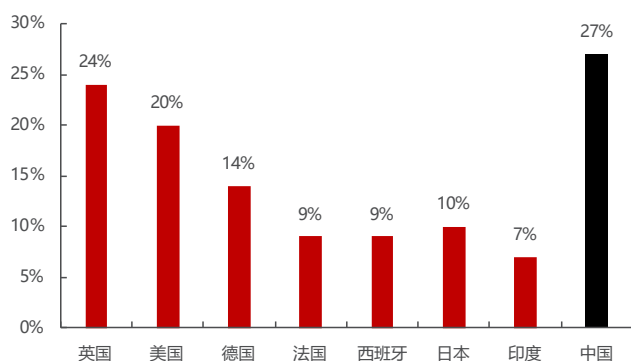
图17：全球电商零售额占全球零售总额比例不断提升



资料来源：statista，民生证券研究院

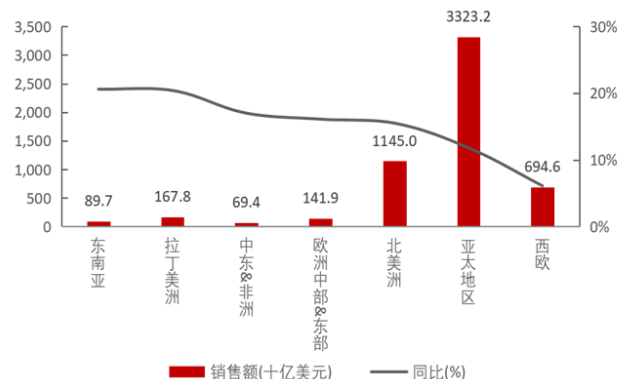
从全球维度看，电商渗透率提升仍有较大空间，新兴市场增速可观。财联社采访多位业内人士并指出当前新兴市场线上电商渗透率不到 10%；其中，东南亚、拉美、非洲、中东等新兴地区受市场的关注度陡增。据 eMarketer 预计，2022 年东南亚地区电商零售额同比增长 20.6%，达到 896.7 亿美元；22 年拉美市场电商销售额同增 20.4%，达到 1678 亿美元，同样展现巨大潜力。

图18：2020 年全球部分国家和地区电商零售渗透率



资料来源：McKinsey，Euromonitor，民生证券研究院

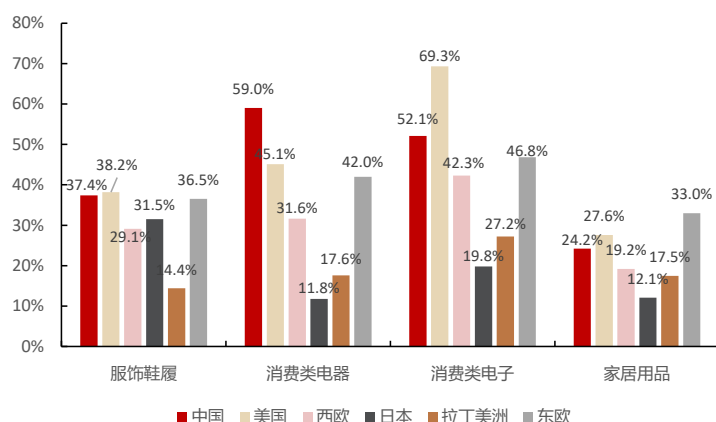
图19：2022 年全球各地区电商零售额及增速



资料来源：eMarketer，民生证券研究院

分品类看：线上渗透率与当地消费习惯息息相关，我国与欧美在鞋服、3C、家居等品类的线上渗透率未有显著优势。据 Euromonitor 数据，2022 年中美欧地区消费电子、消费电器线上渗透率较高；日本对于该品类渗透率较低，或因其线下电器电子渠道发达。2022 年，中国鞋服/消费电器/消费电子/家居用品线上渗透率分别为 37%/59%/52%/24%，美国分别为 38%/51%/69%/28%，西欧分别为 29%/32%/42%/19%；从这四个品类来看，中国线上化渗透率并未显著高于欧美地区；相比之下，拉丁美洲线上渗透率仍有较大提升空间。

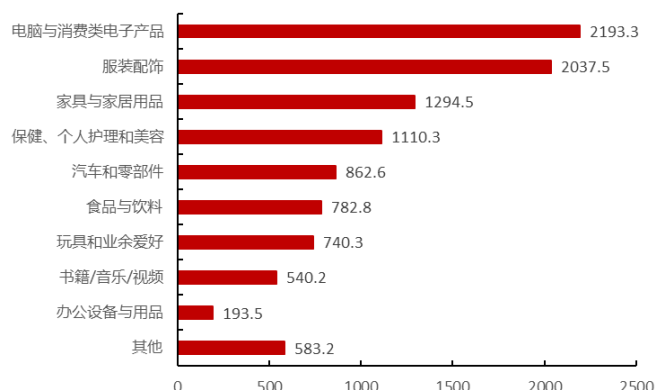
图20：2022 年各地区线上渗透率（分品类）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

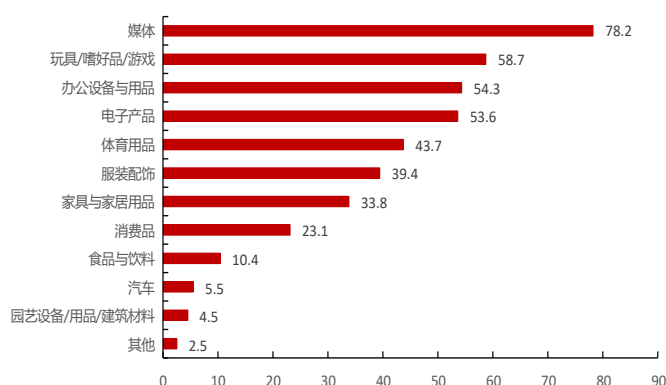
美国市场中，服务属性较高且体积较大的品类线上渗透率较低。据 OBERLO 数据，美国在媒体/玩具、嗜好品及游戏/办公设备与用品/电子产品等品类线上购买已成为主流，2022 年其线上渗透率分别达到 78.2%/58.7%/54.3%/53.6%。产品体积较大、服务属性较强的品类相对线上渗透率较低，2022 年家具与家居/汽车/园艺设备、用品、建材线上渗透率分别为 33.8%/5.5%/4.5%。值得注意的是，该“家居与家居用品”包括体积较小的家居生活用品，亦包含大体积的家具用品。我们判断大件家具由于其单价较高、物流成本高昂、运送安装难度大等原因线上渗透率低于小件家居；我们认为大件家具线上渗透率仍有较大提升空间。

图21：2022 年美国各品类线上市场规模（亿美元）



资料来源：OBERLO，民生证券研究院

图22：2022 年美国各品类线上渗透率（%）

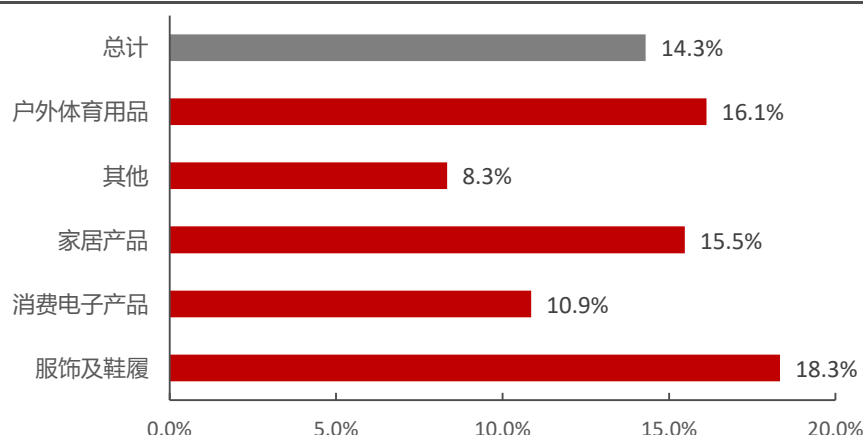


资料来源：OBERLO，民生证券研究院

五年维度：鞋服等跨境电商出口传统优势品类仍有可观成长空间。据弗若斯特沙利文于 2021 年按照 GMV 预测，2022-2026 年，鞋服/消费电子/家居产品/户

外体育用品的年复合增速分别为 18.3%/10.9%/15.5%/16.1%。随着海外电网渗透率不断提升，我们预计鞋服、3C 等品类仍有增长空间；我们判断家具、家电等体积较大的品类由于其物流成本高昂、库存管理难度大等原因尚未得到充分发展，非标大件品的跨境电商出口将随着物流链条的逐步完善有更大增长空间。

图23：2022-2026 年我国跨境电商出口品类复合增速预测

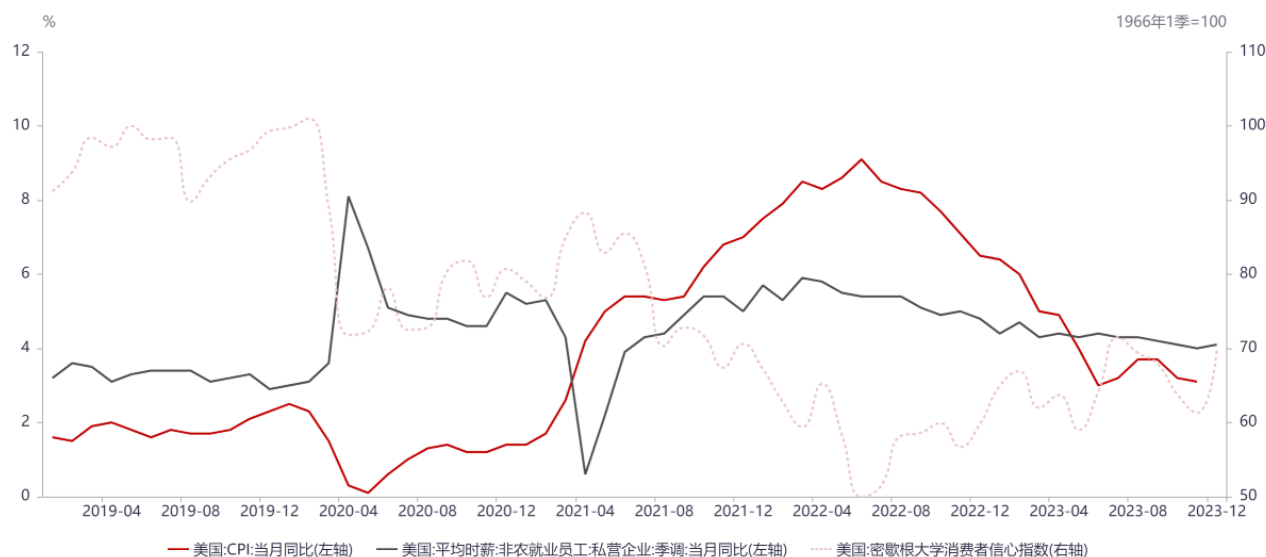


资料来源：弗若斯特沙利文，子不语招股说明书，民生证券研究院

“淡季不淡”，海外线上需求超预期。根据在线消费数据跟踪平台 Adobe 的数据显示，2023 年美国“黑色星期五”（11 月 24 日）的在线支出达到创纪录的 98 亿美元，同比增长 7.5%；“网络星期一”（11 月 27 日）的销售额约为 124 亿美元；“黑色星期五”和“网络星期一”之间的周末，在线销售额增长 7.7%，达到 103 亿美元。综合来看，“网购周”（从感恩节到“网络星期一”的五天）的网络销售额共计 380 亿美元，超过了预测的 372 亿美元。海外电商巨头亚马逊在 2023 年“黑五网一”大促中也再次打破纪录；在为期 11 天的大促中，亚马逊在全球卖出了超 10 亿件商品，其中仅美国站的第三方卖家就卖出了超 5 亿件商品。同时，2023 年“黑五网一”的销售额为亚马逊史上最高，创下了新纪录。

2023 年下半年以来，美国非农部门时薪增速反超物价，消费者信心得到提振。自 2021 年以来美国物价水平上涨居高不下，非农就业月员工时薪作为居民收入的重要映射指标，增速落后于 CPI。而从 2023 年 5 月起，非农就业月员工时薪同比增速（4.3%）高于 CPI 增速（4.0%），意味着居民实际购买力增强。同时，我们观察到自 2023 年 11 月以来，美国消费者信心指数呈上升趋势；我们判断美国市场消费需求将在 2024 年持续向好。

图24：美国 CPI&非农私企员工时薪当月同比



资料来源：ifind，民生证券研究院

1.2.2 我国跨境电商出口持续高增

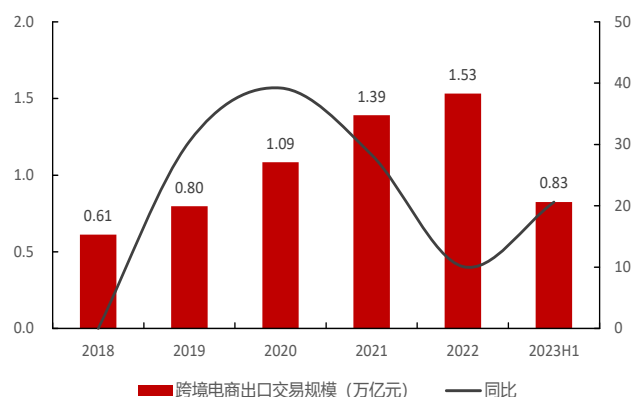
2018-2022 年我国跨境电商交易规模 CAGR 为 18.2%，其中出口/进口占比 75%/25%。据中国海关披露，中国跨境电商交易规模从 2018 年的 1.06 万亿元增至 2022 年的 2.06 万亿元，CAGR 为 18.19%，其中 2022 年同比增长 7.1%。进出口结构方面，由于疫情推动线上消费发展，带动出口跨境电商发展，叠加政策不断出台推动以及国内日渐完善的供应链，跨境电商出口交易规模稳步增长，2022 年达到 1.53 万亿元，2018-2022 年 CAGR 高达 25.81%。2018-2023H1，跨境电商出口占我国出口总额比例由 3.7% 增长至 6.2%。2023 年上半年，我国出口总额同比增长 3839 亿元，其中跨境电商出口同比增长 1410 亿元；跨境电商贡献出口增量的 36.7%。

图25：2018-2023H1 我国跨境电商市场规模（万亿元）及增速（%）

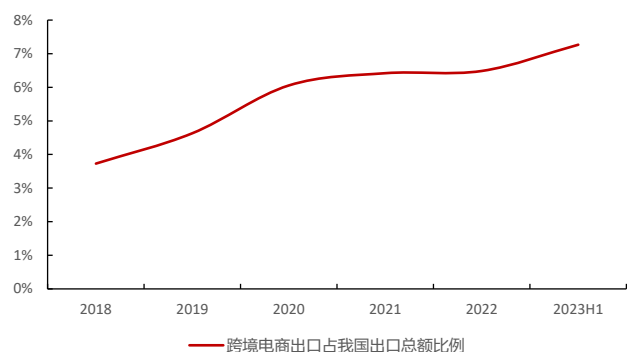


资料来源：中国海关，民生证券研究院

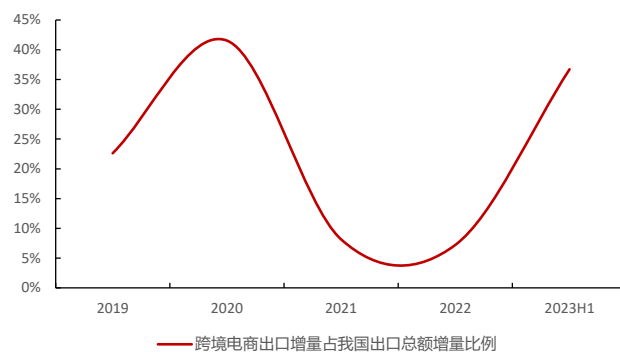
图26：2018-2023H1 我国跨境电商出口交易规模（万亿元）及增速（%）



资料来源：中国海关，民生证券研究院

图27：2018-2023H1 跨境电商出口占我国出口总额比例不断提升


资料来源：中国海关，民生证券研究院

图28：2019-2023H1 跨境电商出口增量占我国出口总额增量比例


资料来源：中国海关，民生证券研究院（注：增量为该年金额与上一年金额的差值）

国家级支持性政策频出，利好跨境电商。作为经济贸易的重要支柱，跨境电商行业得到国家税收、支付等多维度的政策支持。近年来，国务院、商务部、发改委等相关机构陆续出台了《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》、《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》、《“十四五”对外贸易高质量发展规划》、《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》、《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见》等政策法规，陆续提出优化退税服务，支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业，支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌，积极发展“跨境电商+产业带”模式，带动跨境电商企业对企业出口的相关政策。

表1：我国跨境电商部分政策

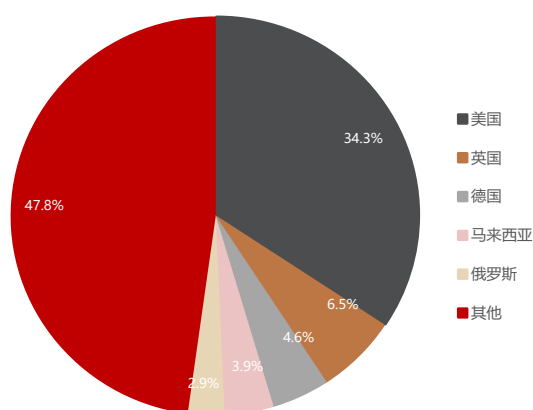
政策名称	发布单位	时间	内容
《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	商务部、发展改革委、财政部等	2013年8月	为加快我国跨境电子商务发展,支持跨境电子商务零售出口,提出如下支持政策:确定电子商务出口经营主体,建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计,建立电子商务出口检验监管模式,支持电子商务出口企业正常收结汇,鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务,实施适应电子商务出口的税收政策,建立电子商务出口信用体系等。
《关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知》	商务部、发展改革委、财政部等	2018年11月	跨境电子商务平台企业、物流企业、支付企业等参与跨境电子商务零售进口业务的企业,应当依据海关报关单位注册登记管理相关规定,向所在地海关办理注册登记;境外跨境电子商务企业应委托境内代理人向该代理人所在地海关办理注册登记。
《国务院办公厅关于推动外贸稳规模提质的意见(国办发〔2022〕18号)》	国务院	2022年5月	针对跨境电商出口海外仓监管模式,加大政策宣传力度,对实现销售的货物,指导企业用足用好现行出口退税政策,及时申报办理退税。尽快出台便利跨境电商出口退换货的政策,适时开展试点。针对跨境电商行业特点,加强政策指导,支持符合条件的跨境电商相关企业申报高新技术企业。
《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见(国办发〔2023〕10号)》	国务院	2023年4月	支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业和禀赋优势,创新建设跨境电商综合试验区,积极发展“跨境电商+产业带”模式,带动跨境电商企业对企业出口。加快出台跨境电商知识产权保护指南,引导跨境电商企业防范知识产权风险。建设跨境电商综合试验区线上综合服务平台并发挥好其作用,指导企业用好跨境电商零售出口相关税收政策措施。持续完善跨境电商综合试验区考核评估机制,做好评估结果应用,充分发挥优秀试点示范引领作用。

资料来源：致欧科技招股说明书，中国政府网，民生证券研究院

1.3 欧美是跨境最大市场，亚马逊为海外最大平台

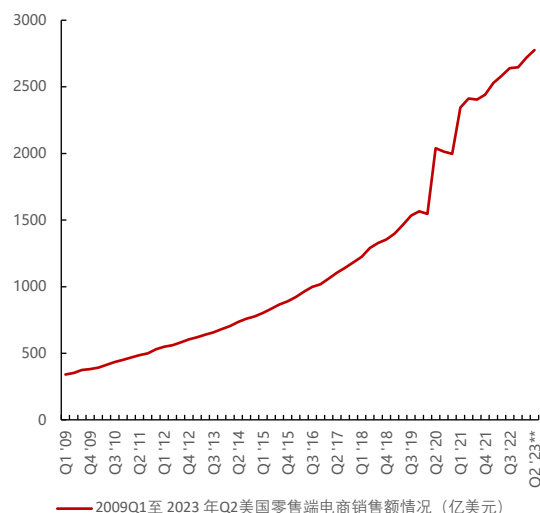
我国跨境电商出口目的地国家主要为英美等发达国家，其中美国和英国分别占到 34.3%和 6.5%。这些市场拥有体量较大、网购普及率高、电商渗透率高、基础设施较为完备等特点，因此易形成较大的跨境出口业务规模。

图29：2022 年我国跨境电商出口主要目的地为欧美



资料来源：艾瑞咨询，海关总署，民生证券研究院

图30：2009Q1 至 2023 年 Q2 美国零售端电商销售额情况 (亿美元)



资料来源：Statista，民生证券研究院（注：星号为估算值，为 Statista 引用美国商务部估算数据）

1.3.1 平台流量-中国商品互相成就，中国商家已占据亚马逊半壁江山

我国跨境电商渠道以第三方为主，即通过 Amazon、Ebay 等跨境电商平台售卖商品。从月活量看，亚马逊遥遥领先。我国跨境电商交易现阶段以第三方平台为主，以月访问量角度看，国际主流电商平台有 Amazon、eBay、Rakuten、Walmart 等，其中亚马逊是全球最大的电商平台之一。

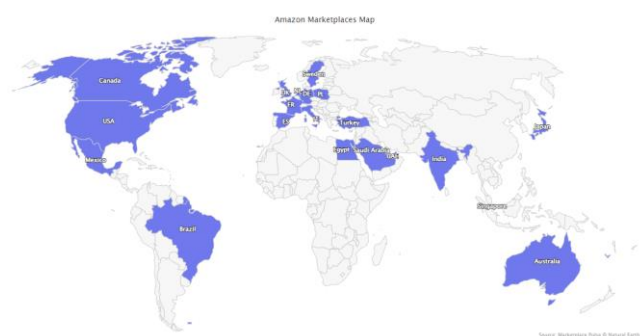
表2：2023 年 4 月全球月访问量前七大电商平台

排名	名称	LOGO	月访问量 (M:百万次)
1	Amazon		4790M
2	eBay		1210M
3	Rakuten		563.4M
4	Shopee		559.6M
5	AliExpress		525.5M
6	etsy		447.3M
7	Walmart		407.6M

资料来源：Statista，民生证券研究院 备注：数据来自 eMarketer

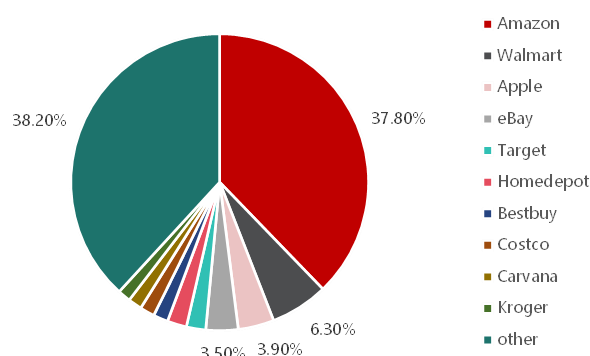
亚马逊是全球最大的在线零售商之一，北美市占率高达 37.8%。亚马逊公司成立于 1995 年，以网络的书籍销售业务起家，现在发展为全球商品品种最多的网上零售商和全球互联网企业，收入来源包括线上商城、实体店、第三方卖家服务、订阅服务、广告服务、AWS 云服务及其他业务。其全球开店服务覆盖日本、韩国、澳大利亚、美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙、荷兰、土耳其、巴西、加拿大、墨西哥、新加坡、印度等地，卖家可以选择将产品出售给 200 个以上的国家。亚马逊在北美电商市场占据绝对优势，2022 年占比达 37.8%，沃尔玛以 6.3% 的市占率排名第二。

图31：2022 年亚马逊全球开店示意图



资料来源：MarketplacePulse，民生证券研究院

图32：2022 年不同电商平台在北美市场的占有率



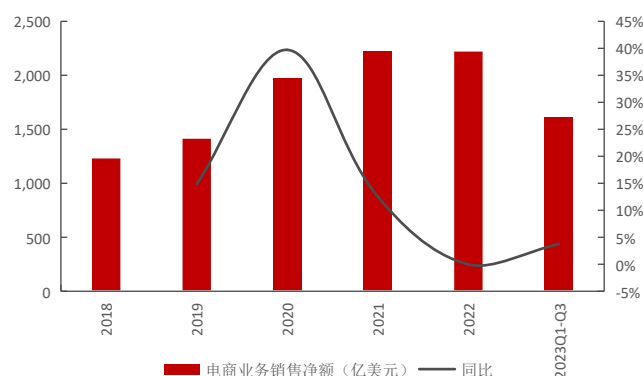
资料来源：霞光智库，民生证券研究院

2023 年 Q1-Q3，亚马逊电商业务实现净销售额 1613 亿美元，同增 3.8%；亚马逊实现第三方卖家服务净销售额（包括第三方卖家购买的履约佣金、物流费用）965 亿美元，同增 18.6%。**亚马逊电商业务分为 1P 和 3P 两种：**

1P：也称为亚马逊第一方或亚马逊零售，是指亚马逊向客户进行的直接零售销售。在亚马逊 1P 模式中，亚马逊通过 Vendor Central 向制造商或分销商购买产品，并在亚马逊平台上直接销售给消费者。亚马逊拥有库存并负责定价、库存管理、履行、客户服务和退货。

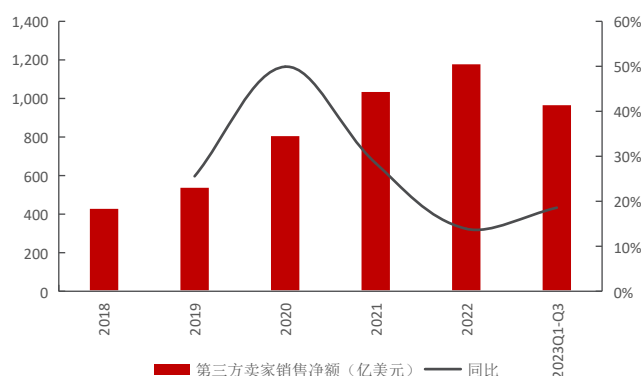
3P：指第三方卖家（独立的个人或企业）在亚马逊平台上销售商品。第三方卖家利用亚马逊作为市场平台，以扩大其产品的触达范围，在亚马逊网站上列出自己的产品，设定价格，并可选择自己处理订单的履行（包括发货和客户服务）。这使亚马逊上有了更多样化的产品，同时让卖家在不自建独立站的前提下能够接触到庞大的客户群体。

图33：2018至2023Q1-Q3 亚马逊电商业务净销售额（亿美元）及增速



资料来源：亚马逊公司公告，民生证券研究院

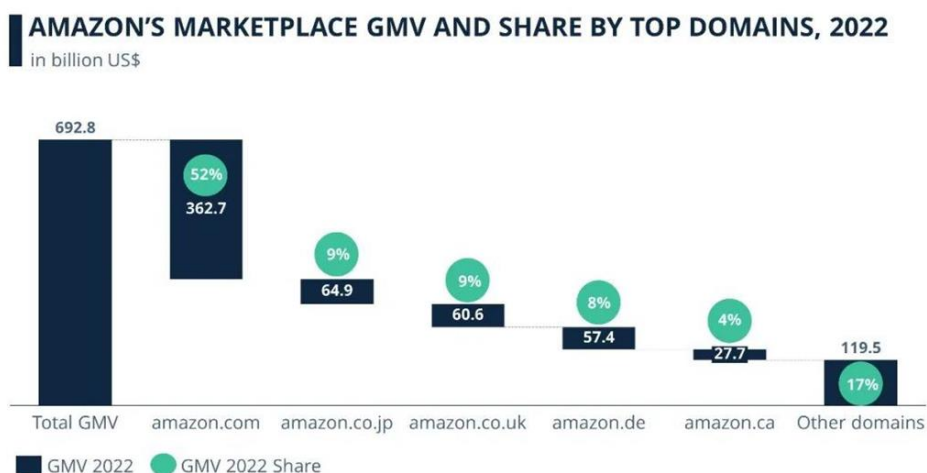
图34：2018至2023Q1-Q3 亚马逊第三方卖家服务业务净销售额（亿美元）及增速



资料来源：亚马逊公司公告，民生证券研究院

7000 亿美元 GMV，美国站占据半壁江山。2022 年，亚马逊全球各站点的 GMV 接近 7000 亿美元，达到 6930 亿美元。亚马逊美国站是份额最大的站点，GMV 达 3627 亿美元，占亚马逊全球总 GMV 的 52%。在亚马逊全球总 GMV 中占比最大的，还包括亚马逊日本站、亚马逊英国站、亚马逊德国站、亚马逊加拿大站。其中，亚马逊日本站和英国站的 GMV 分别为 649 亿美元和 606 亿美元，占总 GMV 的 9%。

图35：亚马逊各站点 GMV



资料来源：ecommerceBD，民生证券研究院

“中国制造，亚马逊销售”已成常态。亚马逊作为国际电商市场最大的流量来源，成为多数出海商家的首选平台。亚马逊在全球范围内拥有 18 大站点，400 多个全球运营中心能够将商品运往 200 多个国家和地区。据亚马逊全球开店官网介绍，截至 23 年的 4 年内在亚马逊品牌注册的中国卖家数量增长了 40 倍，已有数十万中国卖家加入亚马逊。据 MarketplacePulse 统计，截至 22 年 11 月中国商家占比再创新高；按照亚马逊评论数量看，2022 年中国卖家占据了所有评论数的近 50%。

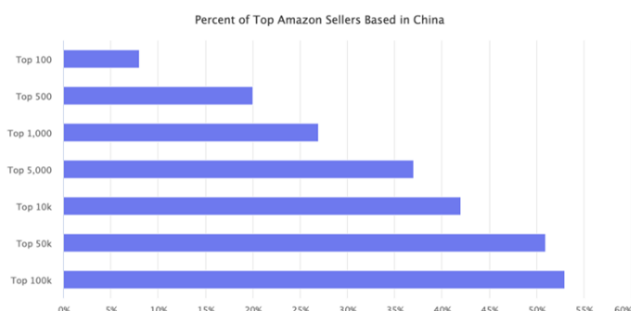
图38：亚马逊评论数量中国卖家占比



资料来源：MarketplacePulse，民生证券研究院

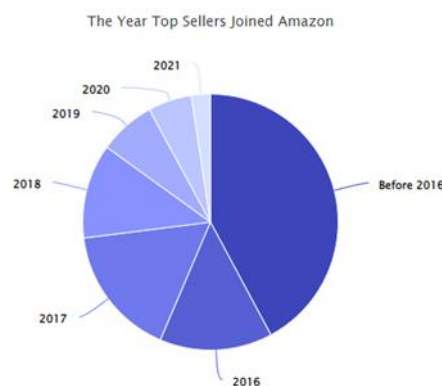
新卖家源源不断，老卖家牢牢占据头部地位。据 MarketplacePulse 统计，目前在亚马逊上活跃的卖家，其最大的主体是在 2017 年之前就开了店的老卖家。该部分卖家基数庞大，总占比高达 73.02%，其中，又以 2016 年之前开店的“元老级”卖家为最大群体。

图36：2022 年亚马逊头部卖家中中国卖家占比



资料来源：MarketplacePulse，民生证券研究院

图37：亚马逊多数头部卖家于 2016 年及以前进驻平台



资料来源：MarketplacePulse，民生证券研究院

1.3.2 亚马逊 FBA 模式降低标品出海门槛

亚马逊作为流量主，为全球店主提供仓储物流服务（即 FBA, Fulfillment by Amazon 服务）。商家产品由电商平台负责仓储管理及物流配送，相关仓储物流费用由平台从终端客户支付款中直接扣除。亚马逊统一进行库存管理，分担售后成本。公司存货由亚马逊统一进行管理，产品储存、派发、终端配送、客户退换货等环节均由亚马逊 FBA 仓负责。根据公司与亚马逊签订的 FBA 服务协议，若因亚马逊保管不善而造成公司相关产品毁损丢失，亚马逊将按照商品售价扣除销售佣金、配送费等费用后的金额对公司进行赔偿。

图39：亚马逊平台仓（FBA）流程示意图



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

FBA 标准件物流费用较第三方承运商低 30%。亚马逊自建 FBA 仓储物流体系并结合自有干线、车队&外包商业物流，为 Prime 会员提供快至 2 天内或 3-5 天的快速物流。据亚马逊口径，亚马逊的物流费用比其他主要第三方承运商提供的标准配送方式平均低 30%，比同等水平的隔日达配送方式平均低 70%。国内自建物流的主要代表为京东，类似于亚马逊，针对自营产品对会员提供自发物流。京东拳头品类为电子、电器产品，对于单价较高、时效要求高的品类，自配物流旨在提高服务质量。

图40：亚马逊 FBA 费用构成



资料来源：亚马逊官网，民生证券研究院

使用 FBA 可为商户带来搜索流量倾斜。据电商优化软件服务商 Sellerapp 披露，使用 FBA 的卖家的商品拥有更优的搜索展示位。虽然官方并未明确说明，但是是否使用 FBA 是亚马逊搜索引擎算法中一项重要指标。使用 FBA 会为商家带来更高的曝光度以及更高的销量。

物流网络大举扩张，“最后一英里”运输网络已与 UPS 相当。随着疫情初期许多实体店关闭，亚马逊的消费者业务出现了高速增长（包括电商、实体商店、生鲜等业务），消费者业务年收入从 2019 年的 2450 亿美元增加到 2022 年的 4340 亿美元。这意味着亚马逊在大约两年的时间内，将过去 25 年间建立的物流履约中心占地面积扩大一倍；截至 22 年底，亚马逊已经建立了一个与 UPS 体量相当的最后一英里运输网络。

与 FBA 相对应的是 FBM，即 Fulfillment by Merchant，商家自发货模式，因为不需要提前备货所以也被称为无货源模式。FBM 适合物流资源丰富或售卖非标准件的商户。

表3：FBA&FBM 对比

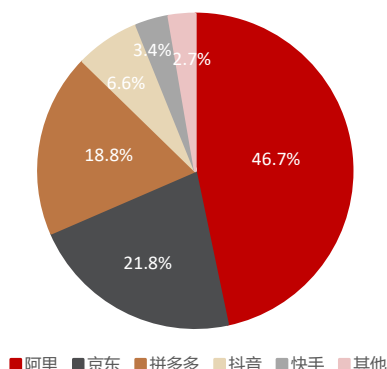
更适合 FBA 的商户：	更适合 FBM 的商户：
商品销售速度快	商品销售速度较慢
不希望自行履约交付	有能力履行订单并处理退货
缺乏完善物流系统，或可靠的配送合作伙伴	拥有可靠的物流网络和必要的资源进行打包、配送
缺乏仓储设施	有足够仓储空间
商品尺寸小，重量轻	商品为非标件，尺寸大、笨重，且昂贵
可接受 FBA 带来的额外花费	希望获得更高利润
缺乏足够能力提供售后服务	有能力提供售后服务

资料来源：Sellerapp，民生证券研究院

1.3.3 国内外电商电商发展阶段存差异，海外线上运营复杂度更高

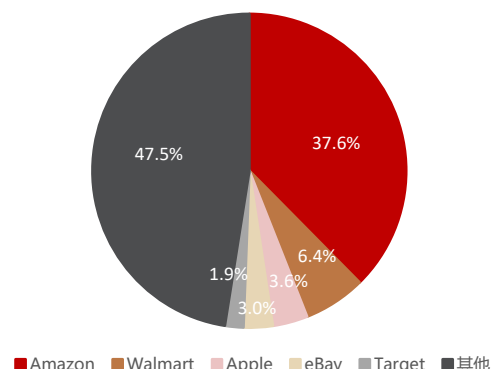
我国电商平台话语权强，海外电商相对分散。据星图数据，2022 年我国电商平台流量高度集中，按照 GMV 计算阿里/京东/拼多多/抖音 46.7%/21.8%/18.8%/6.6%，CR4 为 93.9%，以综合性平台为主，为高度集中行业；基于 23H1 趋势，星图数据预计预计阿里和京东 2023GMV 较 2022 年同期下滑，拼多多和抖音份额快速提升，快手维稳。相较之下，欧美电商流量较为分散，以美国为例，Amazon/Walmart/Apple/eBay 分别占据 37.6%/6.4%/3.6%/3.0% 的市场份额。主因欧美非综合性电商平台较为发达，如专注手工艺品的 Esty，专卖家居的 Wayfair 等，该类垂类平台分流了部分流量并培养了一批私域用户。**总得来说**，我国电商营商环境下，商家在产业链议价话语权较弱，平台控制力较强；海外平台分散，竞争格局&文化消费习惯各异，供应链条较长，总体运营复杂度更高。

图41：2022 中国电商市场 CR4 高达 93.9%



资料来源：星图数据，民生证券研究院

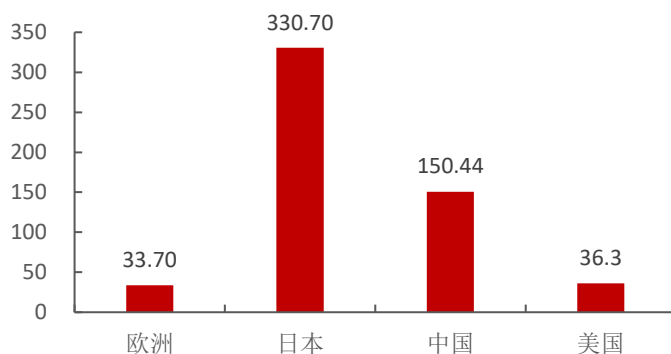
图42：2022 年美国电商市场 CR4 约为 50.6%



资料来源：Statista，民生证券研究院

高人口密度&高网购渗透率造就我国物流高度发达,国内电商平台较少自建物流。中国拥有竞争充分&高效便捷的商业快递系统,提供 T+2 的端到端快递服务。在我们日常网购经历中,“包邮”已成为常态,小件物流多在 5 元以内,推广期的极兔快递甚至在义乌的发货价格一度低至 0.8 元。高度竞争&低价高效的物流背后是高人口密度&高网购需求。我国人口密度约 147 人/平方公里,约是美国的 4 倍;长三角、珠三角等人口聚集区域与商品制造配送中心高度重合。

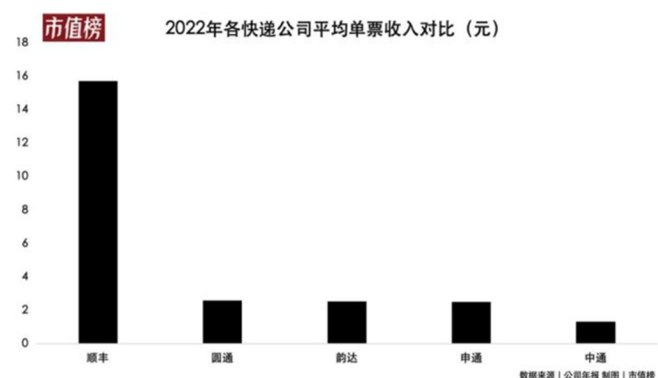
图43：2021 年各国人口密度 (人/平方公里)



资料来源：Statista，民生证券研究院

物流为规模经济产业,人口密度直接决定末端派费。物流成本主要取决于三个环节,中转、运输和末端派送,以圆通为例,2022 年三个环节的单票成本分别为 0.46 元、0.51 元、1.33 元。其中,末端派费成本占比超过一半,达到 57%。此外,高网购渗透率&便捷的线上支付系统造就了我国巨量的快递需求,我国快递包裹业务量自 2014 年起稳居世界第一,2023 年我国快递业务量首次超过 1200 亿件,再创历史新高。综上,我国较少有平台选择自建物流,尤其是针对第三方卖家的非自营平台,商业物流已可满足需求。

图44：2022 中国主流快递单票均不足五元



资料来源：市值榜，民生证券研究院

欧美地广人稀，亚马逊自建物流以保障履约效率。以美国为例，经济发达地区&人口多集中在美东美西两端，广袤的中部地区人口较少，且美国中产偏好间隔较大的独栋房屋；较低人口密度极大地增加了美国 to C 物流的成本&时效性难度。为保证履约效率，亚马逊自建 FBA 仓储物流体系并结合自有干线、车队&外包商业物流，为 Prime 会员提供快至 2 天内或 3-5 天的快速物流，实为增值服务。其他平台多采用 UPS、FEDEX 等第三方物流服务。

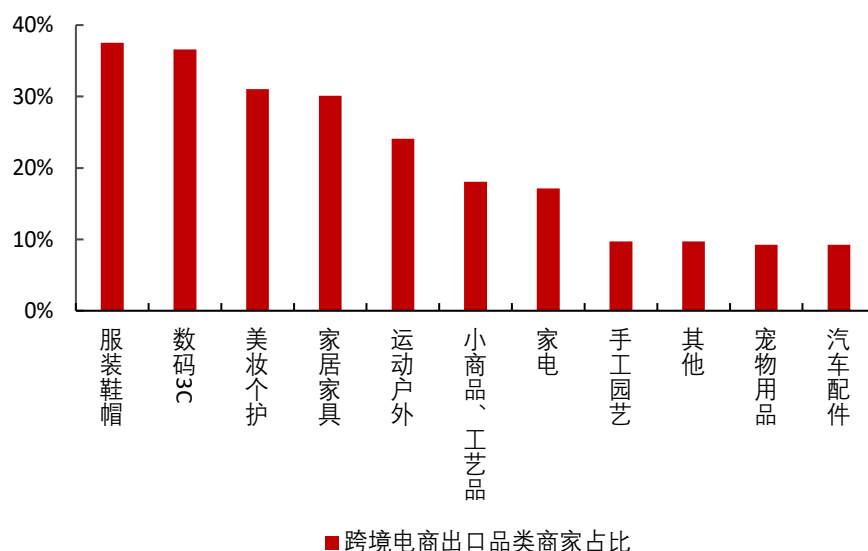
国内外电商营商环境有较大差距，出海过程中本土化运营能力是关键。如欧美地区总体市场准入门槛较高，东南亚地区更在意性价比。中国出海企业需要针对不同市场区域、不同特点以及发展阶段的不同需求来进行布局。除以上提到的结构差别外，企业需要了解不同平台销售模式、支付手段、运输方式、售后管理并以此为基优化产品设计。

2 标品 VS 非标：产品尺寸决定物流方式，海外仓完善助力大件非标品出海无忧

2.1 小件商品可采用直邮，大件商品面临高昂尾程物流费用

前期跨境主要销售的产品以小件及标准件为主。以我国传统强势出口商品为例，鞋服&3C 电子均为中小件商品，多采用直邮模式，以服装为主的 SHEIN、TEMU 也多采用空运模式。亿邦智库调研数据显示，服装鞋帽、数码 3C、美妆个护位列跨境电商出口热门品类前三，分别有 37.50%、36.57%和 31.02%的商家销售相关类目产品。此外，家居家具、运动户外也是跨境电商出海热销品类，分别有 30.09%及 24.07%的商家销售。在品类层面，从细分类目切入成为广泛共识。

图45：2022 跨境电商出口品类销售商家比例



资料来源：亿邦智库，民生证券研究院

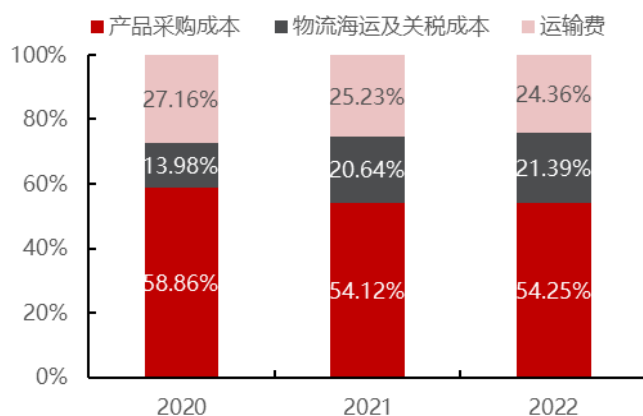
美国小包直邮入境可享受 800 美元免税额度。2015 年修改后的《贸易便利化和贸易执法法》(the Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015) 规定的，(美国) 个人使用物品进口商品总额度不超过 800 美元，则可以享受免除任何税收的政策。这意味着我国 800 美金以下货值的货品如果在入境后不入仓，而是直接通过快递运送至个人消费者，即可享受该法案下的免税政策。因此 Temu 等平台并未在美国设立海外仓，而是通过空运直邮+当地商业快递直配的方式触达消费者。

表4：美国个人使用物品进口商品税率

适用	税率	来源法案
800 美元以下	0.00%	HTSUS 9804.00.65
800 美元-1800 美元	4.00%	HTSUS 9816.00.20
超过 1800 美元	按照商品类型分类评估关税	19 CFR 148.101 和 148.102

资料来源：美国海关与边境保护，民生证券研究院

大件商品无法空运直邮，关税+海外仓+尾程物流成本高昂。以致欧科技为例，公司所售卖商品中有约半数尺寸为尺寸较大的非标准件，全部采用海运+海外前置仓的运输模式。据披露公司的主营业务成本由产品采购成本、物流海运及关税成本和运输费构成，2022 年这三项成本的占比为 54.25%/21.39%/24.36%。该项运输费用指“海外仓-消费者”的尾程运输费，结合公司 2022 年毛利率为 31.65%，即 100 元商品中约有 17 元用于尾程物流运输；结合仓储费用被纳入销售费用，实际“仓储+分拣+运输”尾程费用更为高昂。对比安克创新 2020-2022 年运输成本占比分别为 13%/21%/17%，其运输成本占比低于致欧科技主要系 3C 类产品成本相对家居产品更高，主营业务成本中采购成本占比更高。

图46：致欧科技主营业务成本拆分


资料来源：wind，民生证券研究院

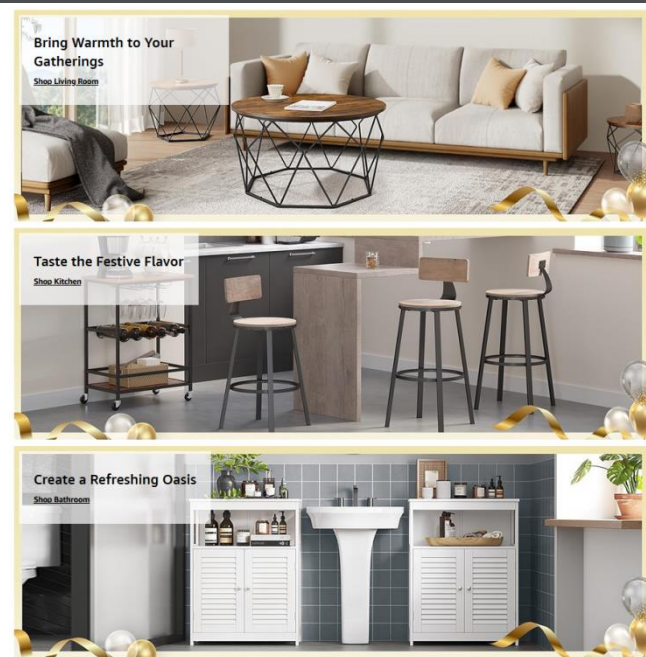
表5：2022 年重点公司价值链拆分

	致欧科技	安克创新	赛维时代
毛利率	31.67%	38.73%	65.62%
产品采购成本占营收比例	37.07%	50.67%	25.84%
运输费占营收比例（尾程）	16.65%	-	-
头程物流（海运、空运或联运等方式运送至公司的海外仓或 FBA 仓）	14.62%（海运&关税）	10.60%	5.92%

资料来源：ifind，民生证券研究院（注：各公司披露口径存在差异）

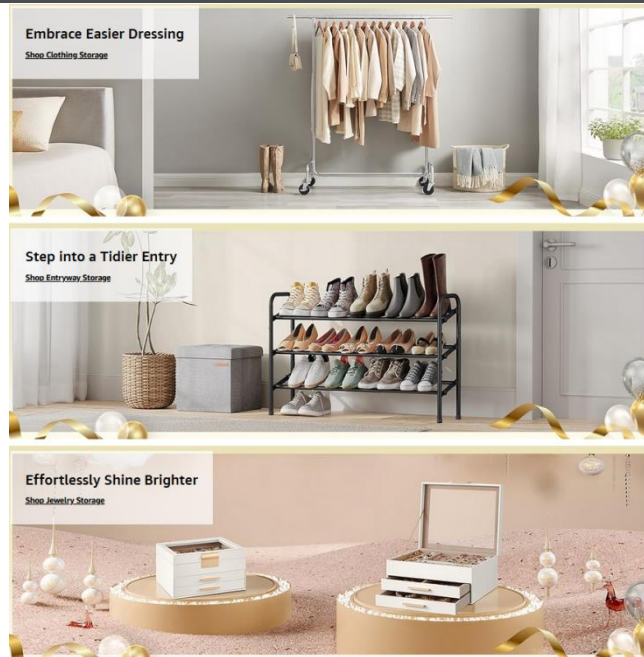
以致欧科技为例，家具品类（中大件）增速远高于家居（中小件）品类。公司家具品类主要包括电视柜、办公桌、门厅架、浴室柜、床头柜等产品，相对体积较大；家居品类主要包括、收纳柜、鞋盒、衣帽架、照片墙等产品。2018-2022 年，家具系列的营业收入从 6.49 亿元增长至 25.86 亿元，CAGR 达到 41.29%，其营收占比从 2018 年的 40.70% 增加至 2022 年 47.41%；2018-2022 年家居系列的营业收入 6.12 亿元增长至 18.68 亿元，CAGR 为 32.19%，其营收占比则从 2018 年的 38.37% 下滑至 2022 年的 34.25%。

图47：致欧科技家具产品以大件居多



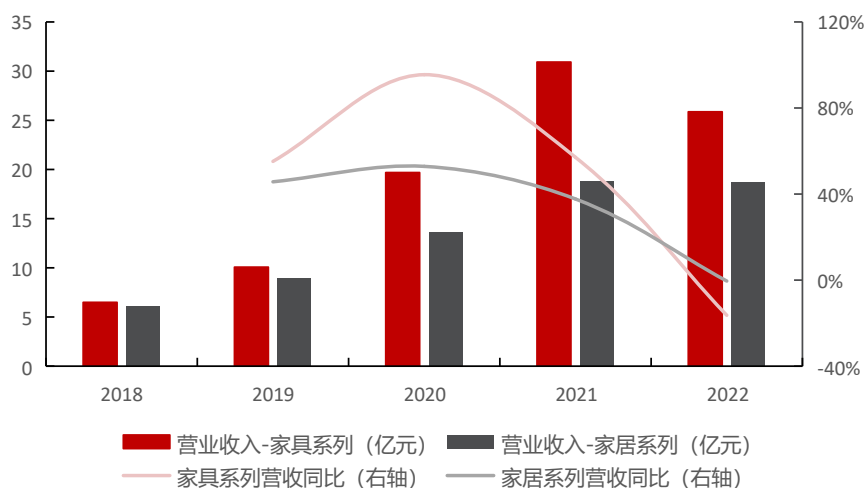
资料来源：致欧家具亚马逊美国站，民生证券研究院

图48：致欧科技家居产品偏中小件



资料来源：致欧家具亚马逊美国站，民生证券研究院

图49：2018-2022 年致欧科技家具/家居系列营业收入（亿元）及同比



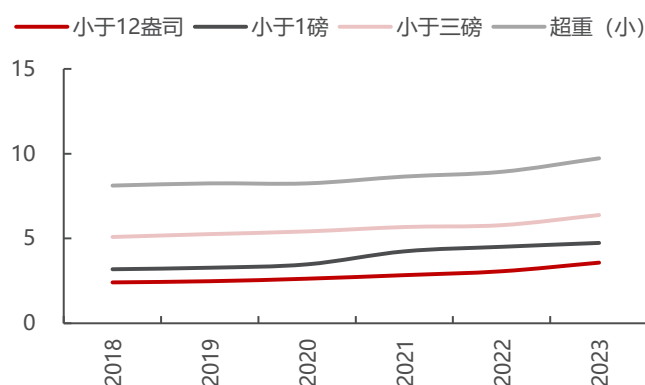
资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 物流制约非标品发展，大件更需精益求精

大件商品仓储物流难度高，对于供应链提出更高要求。总得来说，大件供应链存在三大难点：**1. 服务链条长。**大件商品的物流服务通常包括干线运输、仓储分拨、送货上门、安装与施工、售后维修以及逆向物流等，管理运作难度大。**2. 物流服务专业性强高。**大件商品具有超高、超宽、超长、超重、货值高等特点，而且破损几率大，需要提供专业的仓运配装等服务，对从业人员的专业经验有一定要求。同时，大件快递兼具小件快递的时效要求和到户配送安装的需求，对物流公司提出了更大的挑战。**3. 标准化程度低。**由于大件产品非标定制多，外形尺寸不标准，规格多样，包装不规范，仓储存放管理复杂，搬运、装卸等物流作业费时费力，难以实现规模化、自动化。

以亚马逊 FBA 发货模式为例，不同商品尺寸适配不同发货模式。FBA 在在标准件方面，成本&时效都具有绝对优势，如果货物体积较大,那么在运输过程中所占用的空间会增加运输成本,从而影响配送费用。FBA 规定，用于包装多种标准尺寸商品的箱子任何一边不能超过 25inch，即 63.5cm；在重量标准方面，单箱重量不能超过标准限重 50lb(22.6kg)。与 FBA 相对的是 FBM，(Fulfillment By Myself，自发货模式)：如自营仓或三方仓。可以选择的销售渠道较多，但是时效可控性不强；同时，使用 FBM 的产品将不符合 Prime 的标准，竞争 Buy Box 也会愈发困难；回款周期相对来说也比较长。

图50：2018-2023 年 FBA 针对不同商品尺寸费用变化（单位：美元/件）



资料来源：Marketplace Pulse，民生证券研究院

亚马逊 FBA 不接受超标大件，Temu 等平台托管模式青睐小件品。为了物流及搬运效率，亚马逊针对其自发货商品尺寸重量设置严格要求，除了针对部分超重件收费高昂外，针对一定尺寸以上的超大件不予配送。据要求，亚马逊 fba 商品尺寸不得大于 9125px*6100px*6100px，或重量超过 68kg。相对于亚马逊的“物流托管”，TEMU 等平台的“全托管模式”同样青睐小件品。全托管模式下，商家成

为平台的供货商，只需要将价格足够有优势的产品发往平台仓库，除此之外的店铺运营、产品定价、质检、售前、履约、仓储、配送、售后等一系列被视为跨境电商最大门槛的环节，全部由平台负责。在该规则下，平台在选品以及核价上需结合产品的体积重量考量，如果产品的体积重量过大，平台将计算更高的对应国际运费，则该产品被选中或者核价通过的概率降低。

表6：“出海四小龙”全托管模式差异

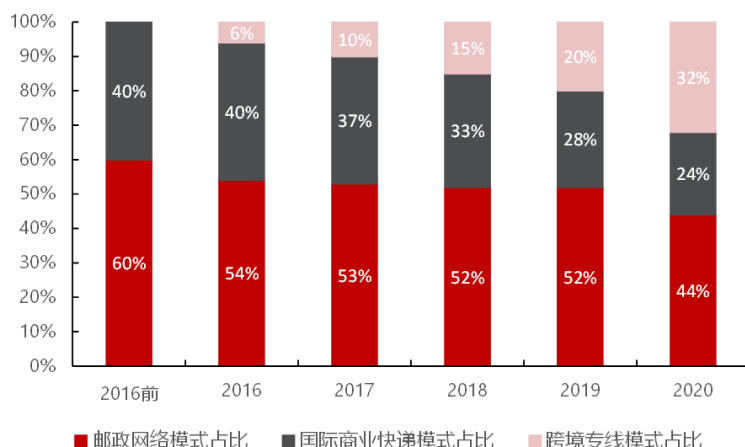
平台	定位	货权归属	定价权	销售成本	售后	回款周期
SHEIN	全托管、平台模式并行	平台	平台掌控	0 佣金、广告费、物流费	平台负责	7-30 天
Temu	专注全托管模式	卖家	平台掌控	0 佣金、广告费、承担部分物流费	平台、卖家分别负责	8-15 天
速卖通	全托管、平台模式并行	卖家	协商议价	0 佣金、广告费、物流费	平台负责（3 个月售后免责）	订单发货后 10 天
TikTokShop	全托管、平台模式并行	卖家	协商议价	0 佣金、广告费、物流费	平台负责	定期（每月 1 号、16 号）平均两周左右

资料来源：跨境卖家导航，民生证券研究院

2.3 跨境物流升级，带动非标品出口成为可能

直邮+海外仓两种跨境电商物流交付方式差异化竞争，共同增长。跨境电商物流模式主要包括直邮和海外仓两种。直邮模式指订单产生后，卖家将商品和包裹直接从国内仓库发货至境外消费者手中的物流模式，包括国际邮政、商业快递、国际专线等三种主要渠道。海外仓模式是指跨境电商卖家将商品提前通过跨境物流送达海外的前置仓库，待订单下达后再将商品从海外仓运出并送达消费者的物流模式。

图51：跨境直邮（空运）模式中邮政网络模式市占率稳定，跨境专线模式持续扩张

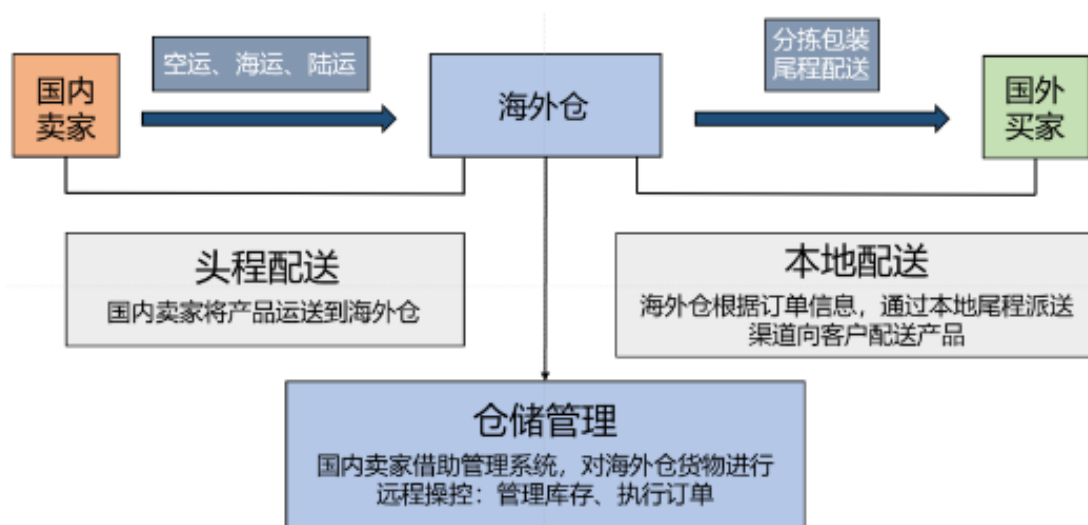


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

海外仓是提高本地化服务能力的基础，是大体积商品出海的必选业态。在跨境进出口贸易中，物流是决定跨境电商服务时效性和稳定性的关键性因素。在传统的跨境物流模式下，商品需要经过国外的进口商、批发商以及零售商三个中间环节才能到达消费者手中。对于中大件商品，因为体积重量的限制，无法进行空运，传统海运直达的模式效率低下，无法满足电商模式下高效的物流流转要求，无法保障履约送达。在此背景下，海外仓成为跨境电商重要的物流模式，以缓解跨境物流不畅的问题。海外仓指出口企业或跨境电商在海外买家国家和地区建立的仓库，具有清关快、配送快、周转快、服务快和成本低的特点。国外客户下单后，跨境电商或出口企业可通过海外仓直接向当地发货，省去中间商环节，更加方便快捷。随着行业专业化、合规化持续推进，海外仓通过解决需求痛点，市场份额已逐年提升。

疫情加速推高跨境物流门槛，出海企业针对海外仓需求充足。何美君等研究发现新冠疫情背景倒逼跨境电商和跨境物流门槛越来越高，多数跨境电商企业存在物流运输能力不足、渠道单一和通关较慢等问题，因此其提出建立多渠道的物流运输通道，并合理使用海外仓和智能库存机制保障跨境电商出口稳定增长。

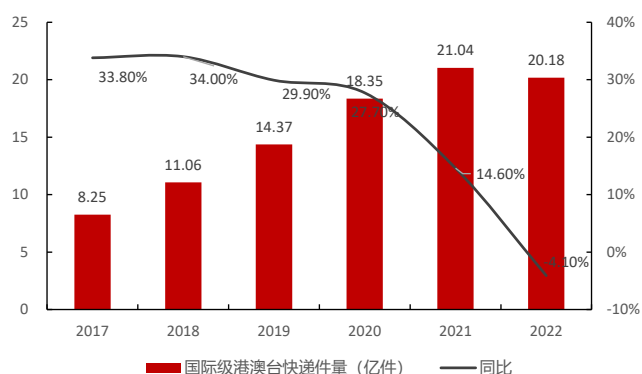
图52：海外仓物流模式示意图



资料来源：乐歌股份公司公告，民生证券研究院

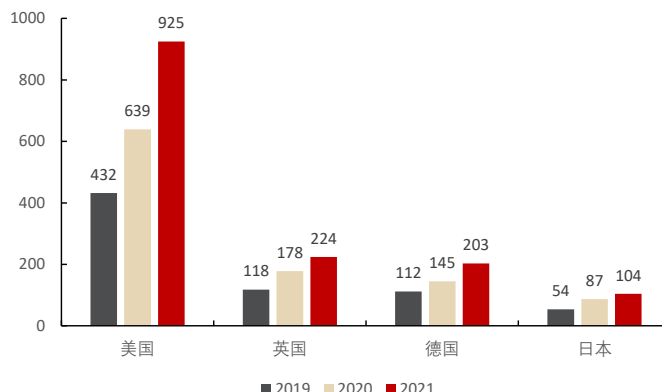
近三年主要国家和地区海外仓增势迅猛。根据跨境眼观察与中国邮政联合发布的《2022 海外仓蓝皮书》显示，截至 2021 年，海外仓数量排名前五的国家分别为美国、英国、德国、日本、澳大利亚。近年来海外仓发展迅速，2019-2021 年欧美等主要出口国家海外仓数量同比均有较大幅度增长。2019-2021 年三年内，美国市场海外仓数量从 432 个增长至 925 个，英国和德国海外仓数量三年内分别从 118 个、112 个增长至 224 个、203 个。日本海外仓数量从 54 个增长至 104 个。

图53：国际及港澳台直邮快递数量持续增长



资料来源：ifind，民生证券研究院

图54：2019-2021 年主要国家和地区海外仓数量（个）



资料来源：跨境眼，民生证券研究院

2.3.1 大健云仓：卡位出海&家居&非标，致力打造全球家居流通骨干网

“大健云仓”是从事大件商品出口的 B2B 交易平台。据其官网披露，公司通过数字贸易方式改造传统外贸行业，为全球大件商品提供线上或线下综合跨境交易及交付服务。公司所聚焦商品为大型家居、家用电器、健身器材和园艺等国际大件商品，直邮或电商平台仓储的物流成本对于该部分商品过于高昂。

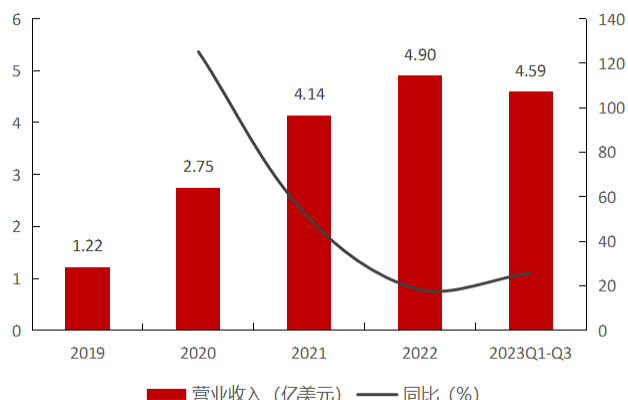
图55：大健云仓提供海外仓、B2B 交易撮合、尾程配送等服务



资料来源：大健云仓公司官网，民生证券研究院

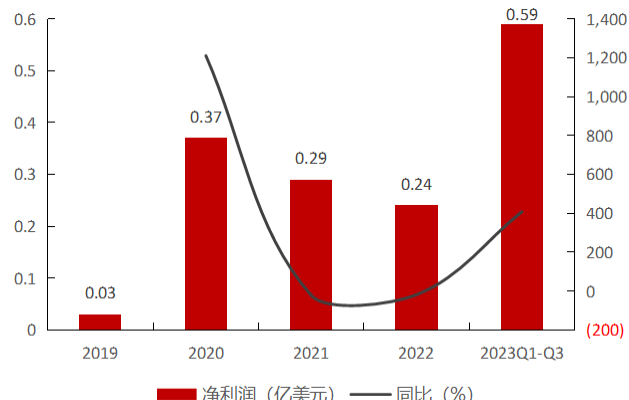
公司成立于 2006 年，创始人吴雷曾担任新东方教育在线首任 CEO，2014 年公司逐渐将主营业务由人力资源服务转向大件商品的跨境 B2B 交易服务，并于 2021 年更名为大健云仓，2022 年 8 月，公司于美国纳斯达克上市。2023 年前三季度公司实现营收/净利润/扣非归母净利润 4.59/0.59/0.58 亿美元，分别同比增长 25.96%/409.16%/405.05%。

图56：大健云仓营业收入及同比



资料来源：wind，民生证券研究院

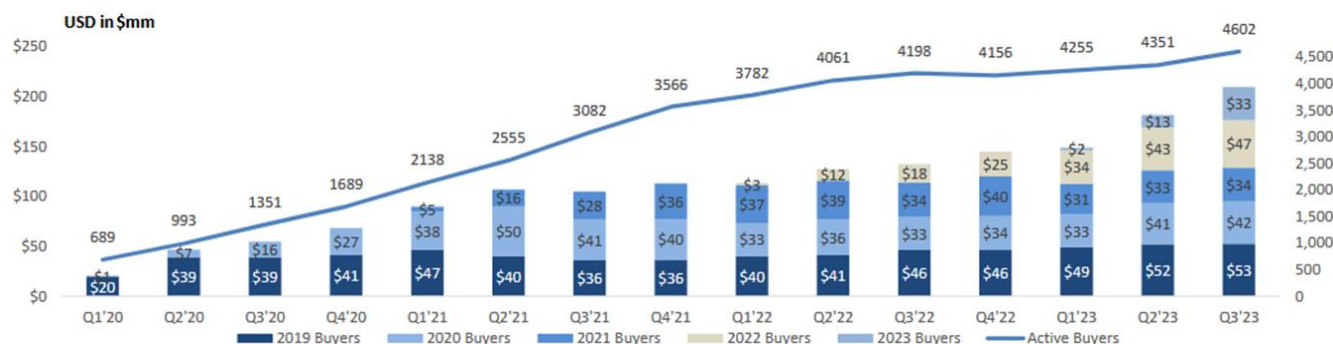
图57：大健云仓净利润及同比



资料来源：wind，民生证券研究院

提供大件商品仓储&撮合&配送服务。公司在全球拥有超过 500 万平方英尺仓库（约 46 万平方米），遍布美国、西欧、日本。除了传统的 1P 收入（自营收入）外，还有不少的 3P 收入（第三方业务收入）。除了将自产商品放到海外仓外，还会同时承运第三方厂家的产品，这同时存放于海外仓的“在岸”商品将面向平台上的所有零售商（即 buyer）向终端客户进行推广销售，待客户下单后，由大健云仓的海外物流完成尾程运输交付。截至 23Q3，公司拥有 4062 位活跃零售客户。

图58：大健云仓零售客户数量（右轴，个）及其所创造 GMV（左轴，百万美元）



资料来源：大健云仓公司官网，民生证券研究院

2.3.2 乐歌股份：始于卖家，忠于卖家，致力于推行中大型产品出口一站式方案

乐歌股份旗下子公司乐歌海外仓，是从事中大件产品出口的 B2B 交易平台。据官网业务介绍，乐歌基于 13 年跨境电商与 11 年海外仓团队运营经验，在多仓自营的基础上，为全球中大件产品跨境电商卖家提供包括海外仓储、头程海运、一件代发、FBA 转运、售后托管、出口代理、供应链服务等一站式跨境物流服务。

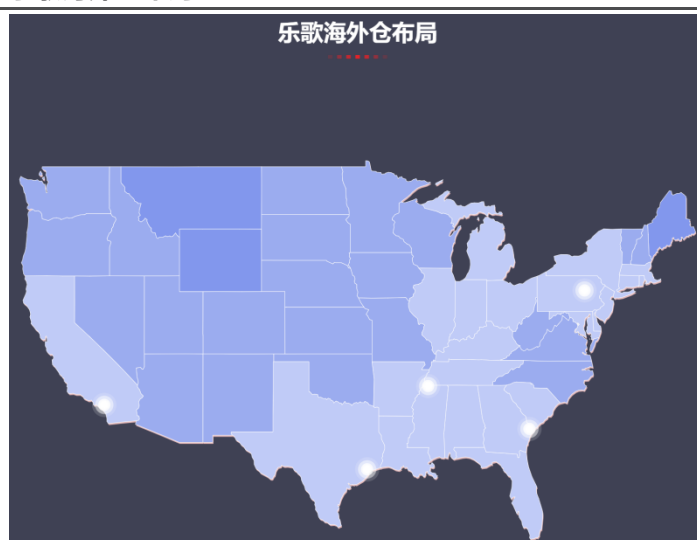
图59：乐歌股份提供头程海运、海外仓储、一件代发、代理出口与供应链等相关服务



资料来源：乐歌股份公司官网，民生证券研究院

13年起自建海外仓，实现全美95%以上订单次日达。公司已有十多年的跨境电商经验，其美国子公司乐仓作为提供公共海外仓物流服务的头部企业，拥有美国本土精英管理团队，在全美布局多个公共海外仓，一年流转上万个高柜，帮助卖家实现全美95%以上订单次日达的时效。从2013年自建海外仓起，乐歌股份在2020年开启“共享海外仓”业务，正式转型海外仓服务商。截至目前，公司已经在全球部署了多个海外仓，在美国、英国、德国、日本等国家均有分布，总面积约30万平方米，服务已超500家跨境电商企业。

图60：乐歌海外仓布局



资料来源：乐歌股份官网，民生证券研究院

2.3.3 纵腾集团：跨境电商物流龙头，海外仓覆盖30+国家

定位全球跨境电商基础设施服务商。纵腾集团成立于2009年，以“全球跨境电商基础设施服务商”为企业定位，为跨境电商商户提供海外仓储、专线物流服务等一体化物流解决方案。截至2022年5月，谷仓海外仓业务已覆盖全球30余个

国家，海外仓面积超 100 万平方米，成为中国首家跨越百万级的海外仓企业。

纵腾集团旗下品牌谷仓海外仓是从事多元化商品出海的 B2B 交易平台。自建仓以来，谷仓注重软硬件科技应用，致力于整合全球链路物流服务和网络，为广泛行业客户提供制造端到消费端、2B+2C、正逆向的全链路服务。谷仓服务的客户类型主要为快消品行业、3C 行业、服装行业与家电家具行业。依托多年出海与大卖的服务经验以及丰富的海外资源，谷仓能够针对不同种类的商品提供个性化的一系列管理解决方案，具备多元化的业务支持能力。

图61：谷仓海外仓服务内容



资料来源：谷仓海外仓公司官网，民生证券研究院

大卖转型服务商，为我国首家海外仓面积超过百万平米的企业。为我国首家纵腾集团于 2009 年开展跨境电商业务，建立第一个海外仓储物流中心；于 2014 年由跨境电商大卖正式向跨境服务商转型；于 2015 年成立谷仓海外仓子品牌并于次年正式启动第三方海外仓服务，实现跨境物流服务商的全面转型。2018 年起，公司连续完成 4 轮融资，成功于 2021 年成为中国首家海外仓总面积跨越百万级的海外仓企业。2022 年，公司营收规模达到 175 亿元，为跨境物流行业龙头。

表7：2022 年纵腾集团荣登跨境物流行业榜首（按营业收入）

公司名称	年营业收入（亿元）	主营行业	主要运输路向
纵腾集团	175.2	海外仓，专线	美欧
中国外运	132	专线，清关	美欧，东南亚
递四方	109.5	海外仓，专线，邮政	美欧
顺丰国际	67	专线，海外仓	东南亚
燕文	56	邮政，专线	美国
港中旅华贸	38	第三方海外仓	美欧
菜鸟	36	海外仓，专线	美欧，东南亚

资料来源：运联智库，民生证券研究院

提供干线&仓配&售后服务。公司子品牌谷仓海外仓已覆盖全球 30 余个国家/地区，在美国、英国、德国、捷克、法国、意大利、西班牙、澳大利亚、日本、加拿大等贸易发达国家建成了 80 余个订单处理中心，海外仓面积超 120 万平方米，日订单处理量超过 50 万个。谷仓目前已设立华南、华东、东南、华中和华北五个业务大区，15 个城市业务分部，建有东莞、广州、宁波三大国内中转仓，具备完善的海外仓储物流布局，强大的仓储管理能力与极具竞争力的本土派送体系。

图62：谷仓提供端到端海外履约型供应链解决方案

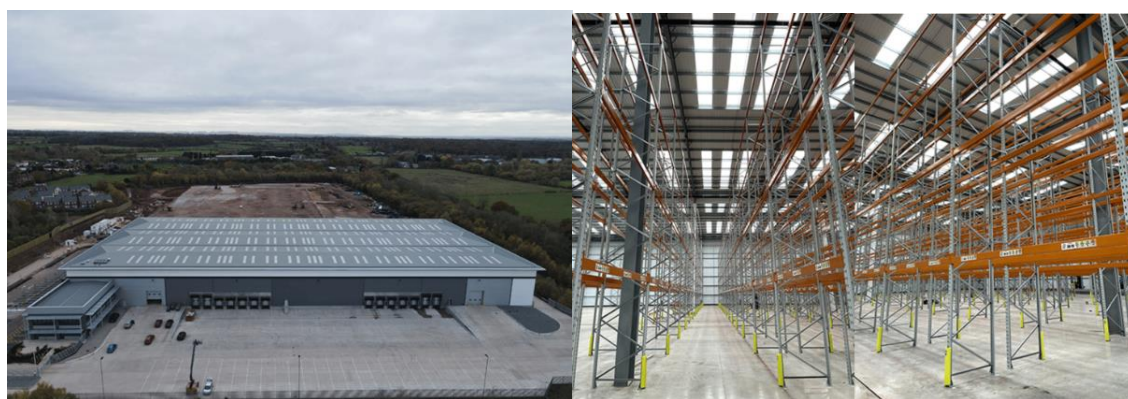


资料来源：谷仓官网，民生证券研究院

总结：针对大件出海物流痛点，家居等大件出海企业应该在以下方面着手降本增效：

1. 海外仓及智能库存布局：仓储布局方面，选择适合自身产品的前置仓，根据消费者群体分布选择距离大型物流中心或主要港口较近的点位；根据产品尺寸合理分配平台仓、三方仓、自建仓的比例。库存管理方面，采用数字化手段优化库存管理，实现实时库存监控、预测需求分析、自动化补货流程、库存管理、出入库管理和库存盘点调整等功能。

图63：致欧科技自营仓示意图



资料来源：致欧科技官网，民生证券研究院

2. 从设计环节提升产品适配程度：更方便的安装、更便宜的物流。在设计产品时,卖家需要考虑它是否符合 FBA 或物流企业的标准尺寸规格,从设计、包装环节开始调整产品,尽可能降低物流成本。此外,针对板材、五金等制定统一标准,一方面在采购环节可以以数量换价格;另一方面,技术、装配的通用化也提升了生产效率&安装效率。部分超大件商品可通过发配多个标准化模块实现,降低物流成本的同时能够提升产品之间的风格一致性,提高复购率。例如**致欧科技提出零件“归一化”**,公司的研发部门陆续发布标准化的五金手册,进行核心配件的统一,零部件、连接件等等的归一化和标准化,将大幅降低工序复杂度,提升质量管控。

图64：传统橱柜产品（售价为 1099 美元）



资料来源：The Furniture Market, 民生证券研究院

图65：致欧科技组装橱柜产品（售价为 103.99 美元）



资料来源：致欧科技亚马逊店铺, 民生证券研究院

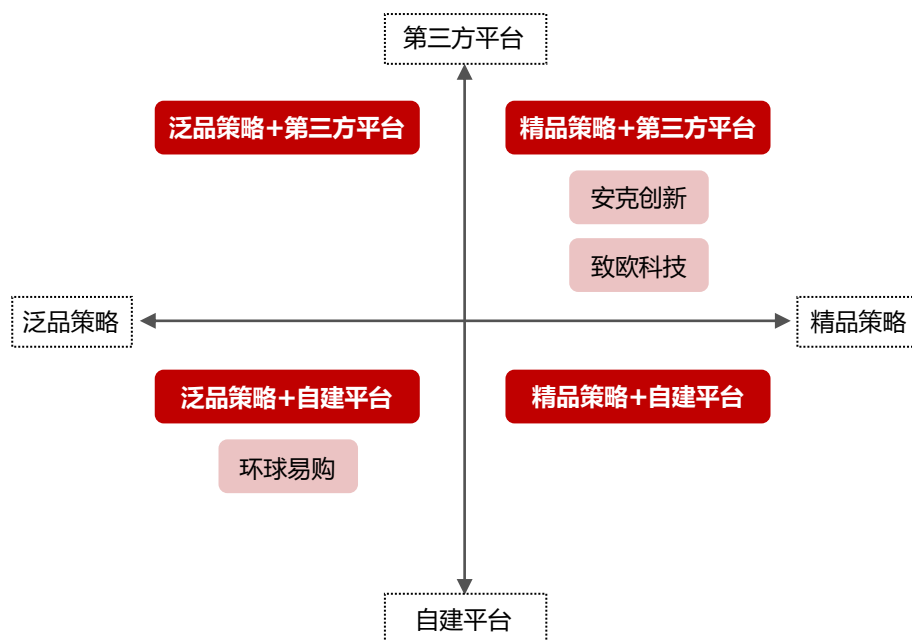
3 泛品 VS 精品：从快速铺货到精耕细作

3.1 泛品 OR 精品，跨境电商两类经营模型

跨境电商企业可以按照交易平台是否自建网站以及选品策略角度分类。例如：**安克创新&致欧科技**为“精品策略+第三方平台”的典型代表。精品策略由于产品 SKU 数量较少，自建网站吸引到的客流量有限，流量获取成本较高，一般会通过第三方平台开展销售业务，深度研发产品，借助极致的产品研发在第三方平台获取较好的口碑和较高的排名，从而实现销量的显著提升。

环球易购为“泛品策略+自建平台”的代表企业。企业采用自建平台可以减少平台费用，但是增加了引流成本，因而自建网站对企业的品牌力有一定要求。采用泛品的选品策略，可以通过增加产品品类，在一定程度上增加用户搜索到产品的可能性，来保证网页和终端流量。企业产品 SKU 数量一般为十几万到几十万个。

图66：跨境电商企业可按照其销售渠道分类



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

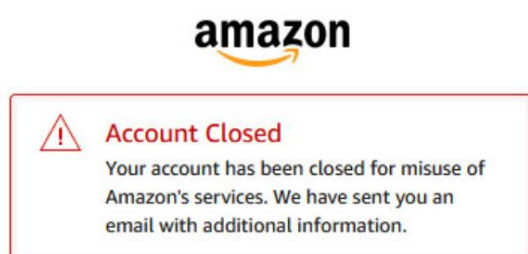
SKU 数量庞大，核心在于供应链管理。泛品类电商 SKU 数量规模较大，覆盖面广，通常以家居生活、服饰等杂货小商品类目为主，不专注于单个品类，而是根据市场需求进行多品类布局，风险相对分散。通过 SKU 的丰富度可以增加消费者的复购粘性，不会发生因单一品类产品销量骤减而影响持续经营的情况。泛品业务总体呈现低客单价、品牌辨识度不高的特点，比如华凯易佰 2022 年泛品销售客单价为 91.12 元。代表企业包括通拓科技、有棵树、三态股份、华凯易佰等。

表8：泛品模式代表企业对比

公司	销售品类	招股书披露其SKU 数量	销售地区	平台
华凯易佰	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	超过 50 万个	深耕欧美发达国家市场，开拓布局拉美、东南亚市场	亚马逊、eBay、AliExpress、Cdiscount、WalMart、Shopee 等
有棵树	3C 电子产品、生活用品类、家居用品及建材、体育用品及玩具、航模配件及汽摩配件、服装鞋包类等	19.05 万个	欧美、东南亚、日韩、俄罗斯、中南美洲等，逾 200 多个国家和地区	亚马逊、AliExpress、Shopee、Lazada 等
三态股份	潮流时尚、工具配件、家居生活、数码科技、兴趣爱好等 5 大类 17 小类	约 83 万个	覆盖 200 多个国家，主要集中于欧洲、北美洲及亚洲	亚马逊、eBay、AliExpress、Wish、Lazada、Shopee 等
通拓科技	3C 电子、摄影影音、美容服饰、游戏玩具、家居户外、健康管理、汽车配件等几十个品类	超 55 万个	销售覆盖全球 200 多个国家和地区	TOMTOP 垂直站、亚马逊、Walmart、AliExpress、Mercado Libre、Shopee、Lazada 等

资料来源：三态股份、华凯易佰、有棵树、通拓科技招股说明书，民生证券研究院

典型泛品类公司往往采用多账号运营，较难形成品牌效应，掌握平台推送规则是关键。以亚马逊为例，平台不允许同一个卖家在同一个站点上开设一家以上的店铺，故多账号运营存在一定合规风险。多账户可以帮助产品 listing 创建以及提高跟卖购物车的拥有率，对于泛品商家来说可使得某关键词搜索结果下有多条自属店铺的产品。2021 年 4 月底以来，中国卖家遭遇亚马逊封号潮，根据深圳跨境电商协会的数据统计，亚马逊平台因为违规被封店或扣押款项的中国卖家超过 5 万家，预计可能造成的损失超过 1000 亿元人民币。亚马逊给出的理由是商家存在违规操作，包括“操纵评论”“刷单”和“违规账号关联”等。为此，在采取手段避免多账号关联的同时，卖家需要避免多账号售卖大量相近商品。

图67：亚马逊针对不合规账号给出封号&资金冻结惩罚


资料来源：bestforworld，民生证券研究院

精品模式是指精细化运营特定行业/细分市场/垂直品类的模式，选品能力为核心竞争力。垂类商品有着客单价相对较高、SKU 数量相对较少、较强的品牌力、研发方面有所投入等特征。在该模式下，通过深耕供应链、产品、售后服务与用户积累，以差异化定位和独特的品牌附加值切入，创建高溢价商品品牌。比如安克创新的充电类系列产品、致欧科技的自有品牌家居产品以及赛维时代的家居服品牌

等。

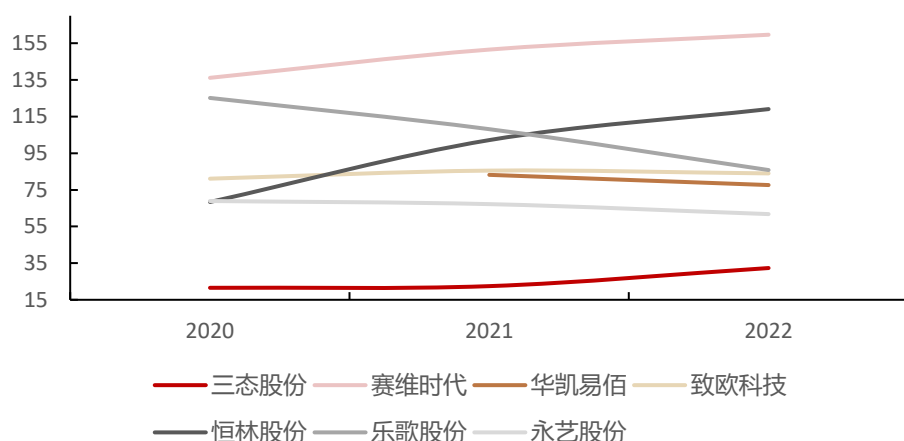
表9：泛品&精品模式主要体现在 SKU 数量不同

三态股份	通拓科技	华凯易佰	赛维时代	有棵树	致欧科技	安克创新	乐歌股份
约 83 万个	超 55 万个	超过 50 万个	28.57 万个	19.05 万个	超过 3000 个	亚马逊旗舰店 306 个在售	官网在售 51 个

资料来源：三态股份、华凯易佰、有棵树、通拓科技公司公告，网易、36Kr，乐歌股份官网，安克创新亚马逊旗舰店，民生证券研究院

物流仓储模式决定其周转效率。以三态股份为例，因其主要销售长尾商品&选用轻资产运营的跨境直邮履约，故存货周转效率远高于行业水平。赛维时代主要销售服饰配饰类商品，服装类商品的存货周转率普遍偏低。

图68：重点公司存货周转天数



资料来源：ifind，民生证券研究院

总结：泛品模式的成功在于流量红利的抓取&供应链的管理&数字化/自动化程度。对于针对头部商品的企业，一旦能够通过多账号占据优势搜索位，即能攫取平台流量红利并有机会打造热销款；至于三态股份等致力于长尾商品的公司，由于替代物较少&单价较低，消费者对于产品价格&时效等均不敏感，公司得以以较高的加价率售卖商品，高度信息化流程极大降低其管理成本。**长久期看，泛品模式的高速增长或存在阻力，主因其任一产品都需要与该品类的精品卖家竞争。**但随着平台流量趋于稳定，国内各细分品类商家纷纷出海，铺货企业需要在每一个 SKU 与深耕该产品的精品公司竞争；在多账号运营&SKU 繁多的背景下，铺货商难以精细化选择所有产品，并难以打造品牌效应，故长期维持高增速存在一定难度。**相较而言，艰难而正确的长线策略是产品精细化&企业品牌化。反言之，套系化拓品能力&数字化能力是精品公司需要向泛品企业学习的方面。**

3.2 参考头部公司学习，构建自身护城河

3.2.1 安克创新—产品逻辑：打造极致产品，逐步构建品牌

公司产品覆盖充电、智能创新、无线音频等领域，满足消费者不同的需求。安克创新成立于 2011 年，前身为湖南海翼电子商务有限公司，2017 年更名为安克创新，并于 2020 年在创业板上市。安克创新深耕消费电子产业，通过自主研发、产品设计、品牌打造、渠道销售等方式，不断扩展产品矩阵，塑造享誉全球的智能硬件品牌。2022 年，公司充电类产品/智能创新类产品/无线音频类产品收入占比分别为 48.25%/30.82%/19.8%。

表10：安克创新产品介绍

产品类型	主要品牌	系列产品描述	部分产品图示
充电类产品 (48.25%)	Anker (安克)	公司充电类产品主要为“Anker (安克)”品牌的数码充电及周边产品、家用光伏和储能产品等，具体包括充电器、数据线、移动电源等。	
智能创新类产品 (30.82%)	eufy (悠飞)、 Nebula (安克星云)	eufy 品牌旗下现分为清洁、智控、健康及照明四个品类，拥有包括扫地机器人，语音控制助手，智能秤及智能灯泡等多种产品。 Nebula 激光智能投影产品目前主要包含三个系列，Cosmos 旗舰系列主打家庭影院、Mars 系列主打户外影音、Capsule 系列主打极致便携。	
无线音频类产品 (19.8%)	Soundcore (声阔)	无线音频类产品主要为“Soundcore (声阔)”品牌的无线蓝牙耳机、无线蓝牙音箱、音频眼镜等系列产品。	

资料来源：安克创新公司官网，年报，Nebula 官网，Soundcore 官网，民生证券研究院

深耕消费电子市场，稳步完善品类矩阵。安克从充电类产品起步，随后在 2014 年推出无线音频类产品，2016 年成立 Eufy 和 Nebula 品牌，销售智能家居及激光投影产品，2022 年成立 AnkerMake 和 AnkerWork 品牌，分别发布 3D 打印机及办公领域音视频产品。

图69：安克创新品类拓展历程



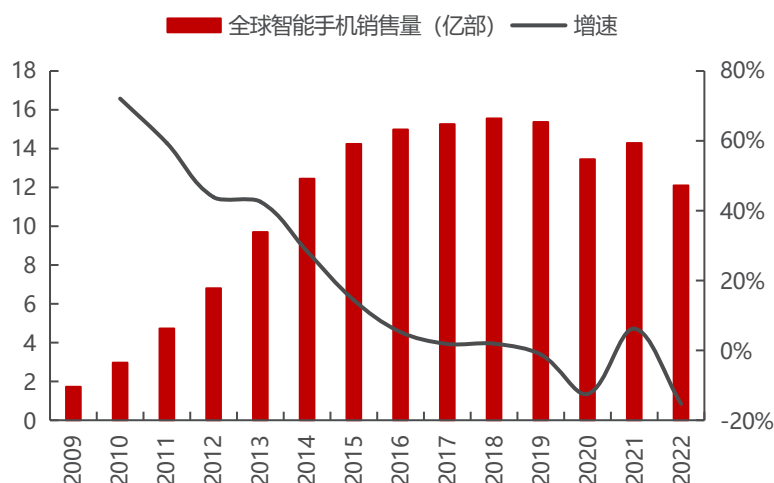
资料来源：安克创新官网，安克创新年报，安克创新公众号，民生证券研究院

据安克创新电商服务事业部副总经理陈志炜分享，安克品牌出海经历了三个阶段：

1. 背靠亚马逊，做渠道品牌

乘智能电子设备东风，依靠产品创新成就第一手机充电器品牌。2009-2015年间，智能手机出货量高速增长，CAGR 达到 42.2%，同时涌现出大量智能手机配套产品需求。安克在此时成立并销售充电器产品，迅速切入快速增长的蓝海市场。同时，安克率先将 GaN（氮化镓半导体材料）材料应用在移动电源等相关产品中，在提高移动电源的充电效率的同时有效缩小产品体积；且安克产品定价低于 Apple 官方充电器产品。安克凭借产品创新及适度性价比打开市场，乘智能手机高速增长的东风实现快速增长。

图70：全球智能手机销售量及同比增速



资料来源：ifind，Gartner，IT之家，民生证券研究院

图71: Apple&安克 20W 充电头价格对比



资料来源: 安克、Apple 官网, 民生证券研究院

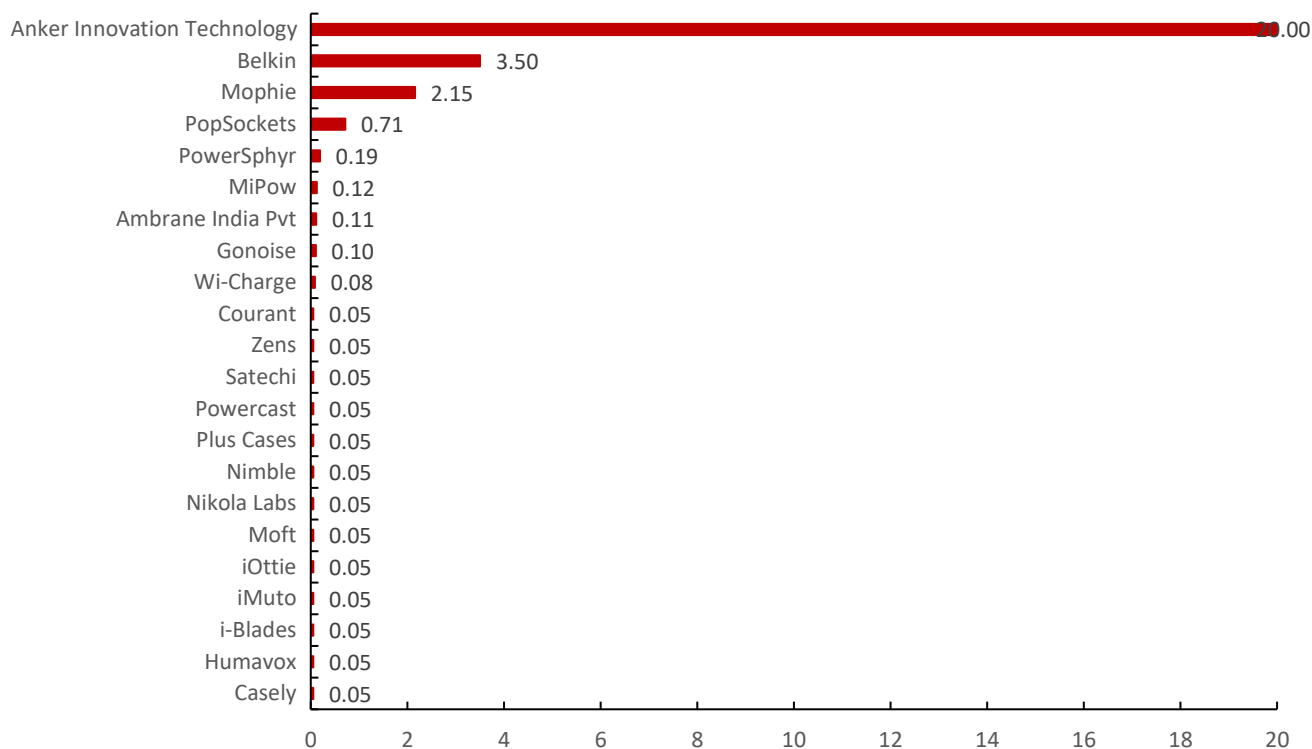
图72: Apple&安克 MagSafe 价格对比



资料来源: 安克、Apple 官网, 民生证券研究院

以无线充电器为例, 安克已成为亚马逊该品类第一品牌。2023 年, 公司在无线充电设备公司收入中排名第一, 达到 20 亿美元。

图73: 2023 年无线充电设备公司收入中安克排名第一 (单位: 亿美元)



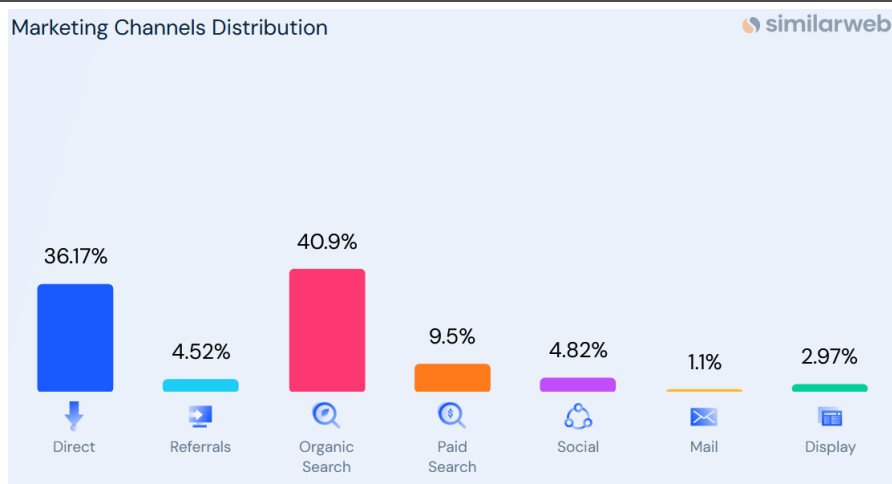
资料来源: Statista, 民生证券研究院

2.从用户需求出发，做改良品牌

在这个阶段安克开始从用户需求的角度去考虑怎样设计出令用户满意的产品。安克的内部人员会大量阅读用户在亚马逊上的评论，并根据用户反馈进一步迭代产品，持续做出满足消费者基础需求的好产品。

安克独立站 41%为自然流量，证明品牌效应初步成功。安克降低单一渠道依赖度，近年来大力发展线下渠道&独立站，22 年线下渠道/独立站营收同增 4.87%/71.75%，占到总收入的 36.38%/4.75%。在积累了一定品牌知名度与美誉度后，安克加大对独立站的投入，据 Similarweb 数据，2023 年 Anker 独立站的流量主要来自直接搜索（36.17%）、电子邮件（1.1%）、社交媒体（4.82%）、自然搜索（40.9%）、付费搜索（9.5%）和展示广告（2.97%）。

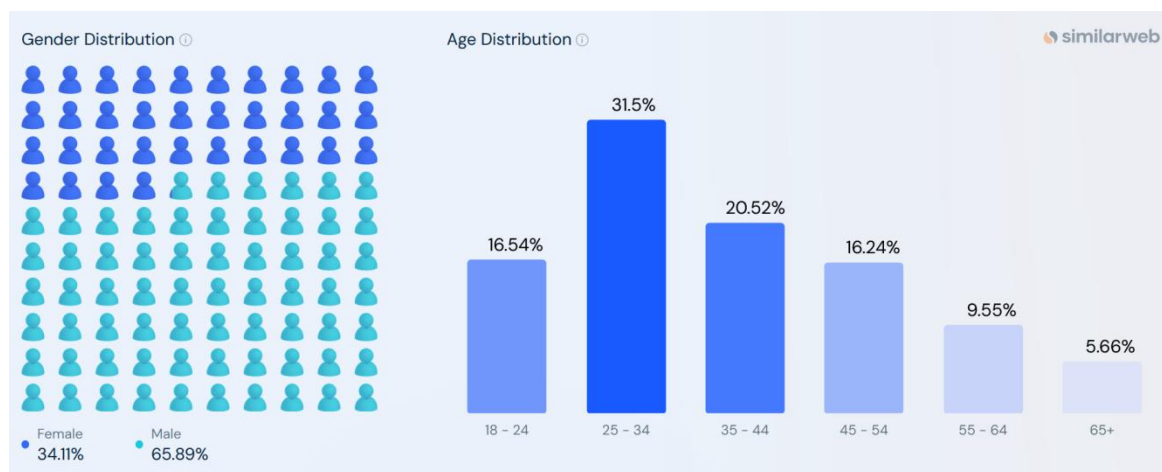
图74：2023 年安克独立站流量来源



资料来源：similarweb，民生证券研究院

独立站旨在传递品牌文化&积累私域流量。相对于亚马逊平台，独立站在布局方面提供了更多的自由度和可能性，包括品牌形象、销售策略、价格设置、客户关系等等，同时能够丰富用户对品牌文化、品牌故事的了解。以安克独立站访问用户画像为例，一个典型的浏览者是 25-34 岁，爱好电子科技的男性。

图75：2023 年安克独立站流量用户画像



资料来源：similarweb，民生证券研究院

3. 变现 know-how，做领导品牌

作为一家出海企业，安克十分注重推新时的本地化运营能力。以在日本推广“soundcore”耳机产品为例，安克早在 2012 年就于日本设置了本地团队，负责 1、安克在日本的渠道销售、管理、品牌建设等业务运作；2. 安克在日本本地化的组织能力沉淀。本地团队敏锐洞察到日本用户听音乐的习惯跟美国用户恰恰相反，他们喜欢听轻一些的音乐，听歌的场景一般都是通勤。“soundcore”耳机在做美国和日本市场的时候，在产品参数、图片场景、运营策略均做了非常深的本地化订制，甚至举办了专场的媒体发布会。而这些定制化行为，最终也帮助“soundcore”在日本取得了优异的成绩。

3.2.2 致欧科技—供应链逻辑：优化供应链，挤出利润

精品&大件模式下，致欧科技所切入的性价比商品需要企业深耕供应链。供应链：后续供应链有望向东南亚转移，带来税率优化；公司搭建了一套特色柔性供应链体系，22 年致欧存货周转次数达 4 次左右，同时头部有货率 97% 左右。

产品方面：持续结构创新并采用平板包装，降低物流费用的同时简化安装过程。家具家居产品通常具有体积和重量较大、形状各异特征，产品的仓储、运输及安装等问题使得该类产品在电商渠道销售颇具挑战。公司从产品的包装重量和易组装性出发，同时兼具产品的外观、功能，持续对体积、重量较大的家具家居产品的尺寸、重量、结构、安装等进行开发设计。为了更好地解决产品包装和运输问题，公司对大件家具家居产品一般采用更加节省空间和包材的平板包装方式，公司向客户提供产品主材、配件、安装说明书（含安全操作指引），客户自行完成安装。平板包装形式实现了大件家具家居产品的便携仓储、运输与简易安装，不仅降低了

包装成本、仓储物流费用，也提升了消费者自行组装容易改善了用户体验。以某分节款电视柜为例，公司采用分节工艺，有效解决 1.4 米、1.6 米、1.8 米电视柜不能进入平台仓问题，包装体积由 150cm*50cm*10cm 下降至 86cm*48cm*15cm。

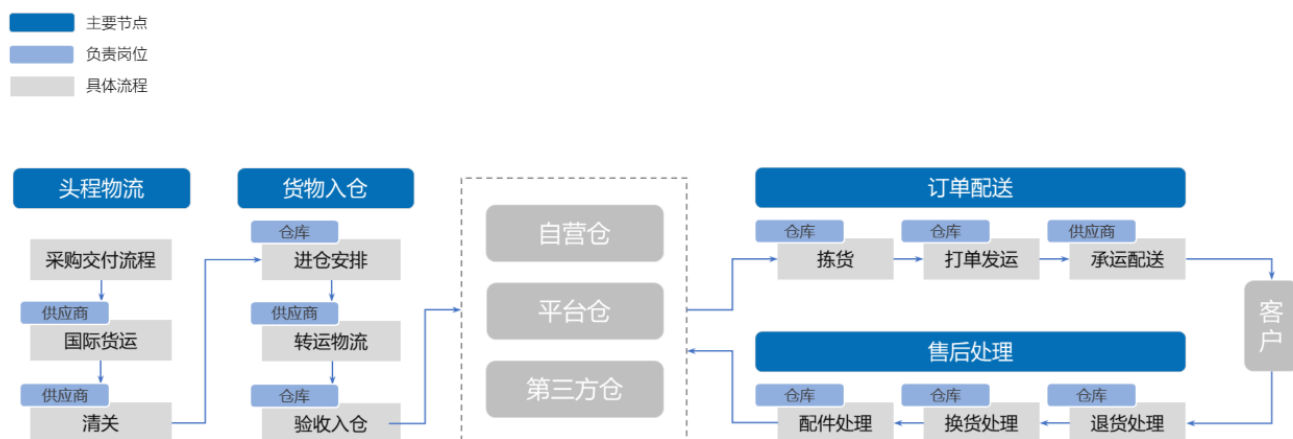
图76：公司针对电视柜进行结构创新



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

仓储物流方面：自营仓大件物流价格更优，自建物流带来费用率优化；公司拥有“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系。截止 2022 年 12 月 31 日，公司境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米，并在尾程派送环节与 DPD、UPS 等当地知名物流公司建立了稳定合作关系，形成了高效稳定的尾程派送能力，其中欧洲地区自发送达时效实现 2-3 天达。相较竞品，致欧科技物流时效优势明显：宜家英国承诺 14 天到货，Home24 德国 5 天到货，Zinus 美国则需要 3-7 天到货。23 年 11 月，公司披露讲在美国新建的海外仓，旨在增加自发尾程派送的覆盖范围&提高尾程自发送达的占比，提升派送时效并降低物流成本，从而为消费者提供最佳的购物体验。

图77：致欧科技仓储体系示意图

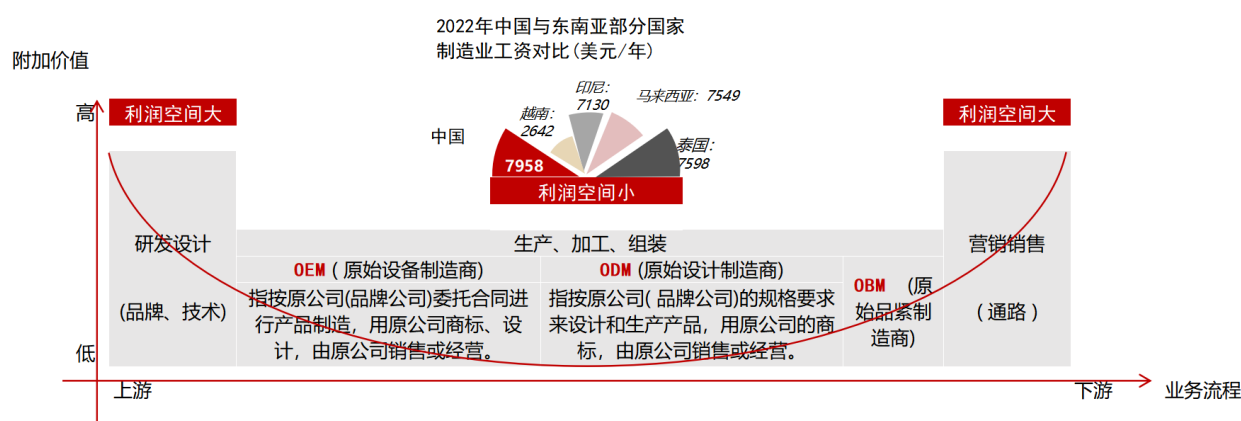


智能化库存管理，提高发货效率。公司利用完善的配送检查监督机制保障订单发运。海外自营仓严格执行各个电商平台的订单管理要求，并已建立完善的仓储配送检查监督机制，确保销售订单的顺利发运，提高售前售后终端消费者购物体验。此外，公司定期对自营仓库进行盘点，确保库存实物准确性及与系统库存数据的一致性。

4 贸易商 VS 工贸一体：前期靠运营打开市场，后期拼产品&供应链

制造企业呈跨境电商东风出海，从代工向高附加值环节进发。上节提到的出海企业均属贸易商范畴，即不参与直接制造，即使部分精品卖家参与产品设计&打样环节，贸易商并不直接用有工厂而是向供应商采购。相对贸易商的是工贸一体企业，即传统家居制造企业选择跨境电商渠道出海，该类企业往往有 OEM/ODM 经验，旨在由“制造”朝微笑曲线两端的“研发”及“销售”拓展。

图78：外贸产业链微笑曲线

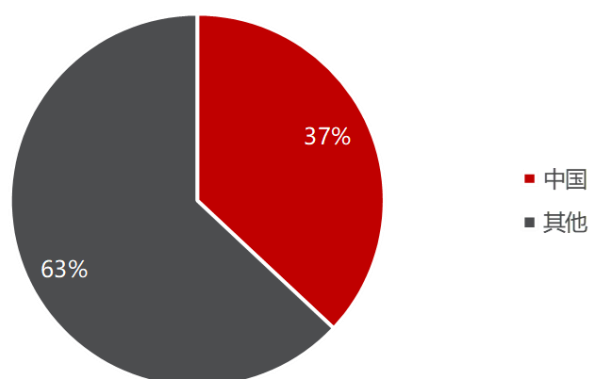


资料来源：MarketplacePulse，民生证券研究院

4.1 从传统出海路径看，我国外销家居企业已交出靓丽答卷

中国是全球第一大家具制造国和出口国。1992-2005 年，中国对美国的家具出口从 2.08 亿美元上升到 108 亿美元，CAGR 为 36%。1998-2007 年，中国家具业产值增长了 130 倍，CAGR 为 29.27%；家具出口额增长了 294 倍，CAGR 为 34.9%。自 2005 年起，中国成为全球家具第一大制造国和第一大出口国。2019 年中国家具生产总额占全球的 37%。

图79：2019 年中国家具生产总额占全球的比例



资料来源：中国家具协会，民生证券研究院

出海红利后期“短板效应”凸显，制造企业亟需本土运营能力加成。以匠心家居为例，凭借优质的产品质量和在美国本土的售后服务团队，公司的产品成功销往“全美排名前 100 位家具零售商”中的 30 位，2023 年 1-9 月，公司在美国的零售商客户数量占美国家具类客户总数的 68.18%。麒盛科技与北美知名床垫品牌泰普尔丝涟、舒达席梦思保持密切合作关系。梦百合 ODM 业务为 Walmart、JYSK 等知名企业提供代工产品。

图80：麒盛科技主要客户



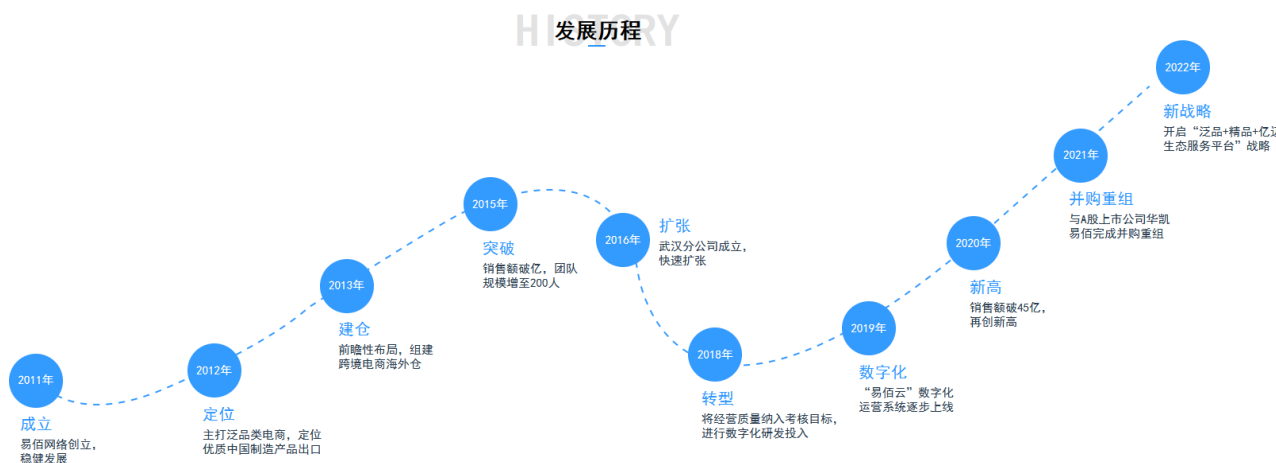
资料来源：麒盛科技官网，民生证券研究院

4.2 多家工贸一体企业试水跨境电商,长跑看的是供应链管控能力

传统贸易型公司多为广深贸易商,成立于跨境电商开始高速发展的 2010 年前后;该类型企业不涉及制造,其价值在于连接海外需求与中国产品。对于该类贸易商来说,其优势在于强运营能力:即信息化能力,本土规则理解能力,选品能力。集中于珠三角的该类企业得以接触大量相关人才,在营销方面能做到数据实时分析、信息精准推送、人群精细化管理。早期出海贸易商多售卖中国生产的“白牌”产品,更强调通过铺货的形式,以数量换取市场增量;近年来,部分垂类企业逐步重视对企业品牌的塑造和经营。

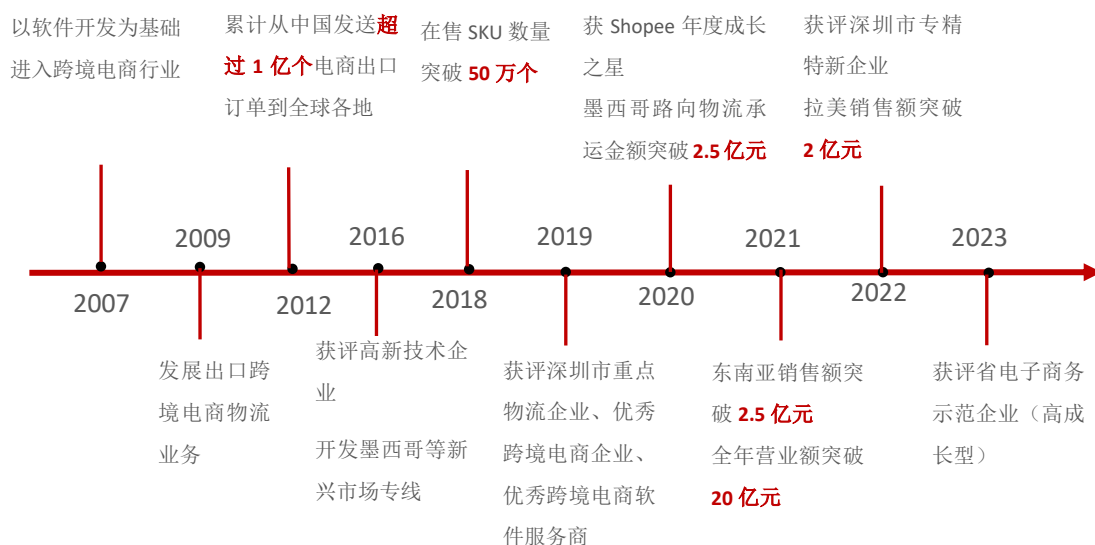
- **华凯易佰**前身为湖南华凯文化创意股份有限公司,成立于 2009 年,主要提供环境艺术设计综合服务;2017 年上市,2021 年并购易佰网络,实现战略转型。易佰网络成立于 2011 年,总部位于深圳,是华南地区跨境电商行业发展迅猛的成长型企业;公司主打泛品类电商,定位优质中国制造产品出口。
- **赛维时代**成立于 2012 年,总部位于深圳,是一家技术驱动的出口跨境品牌电商公司,主要产品涵盖服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩等四大品类的,2023 年上市。在销售端,公司基于跨区域、跨平台的销售网络,构建品牌矩阵支撑的多品类延伸能力;在供应端,公司依托庞大而优质的供应商生态、全球仓储物流网络布局,并通过自研的服装柔性供应链系统赋能生产,构建高效供应能力。
- **三态股份**自 2007 年以软件开发为基础进入跨境电商行业,总部位于深圳。公司创始人、实控人孙仲斌先生为软件工程师出身。公司坚持以软件科技为基础,通过数据智能提高效率,打造跨境电商生态体系,2009 年衍生出了出口跨境电商物流业务。2012-2022 年间,公司不断开拓市场,各个市场订单量、承运金额与销售额高速提升。2012 年累计从中国发送 1 亿个电商出口订单到全球各地,2016 年开发墨西哥等新兴市场专线,2018 年在售 SKU 数量突破 50 万个。
- **致欧科技**成立于 2010 年,总部位于郑州。创始人宋川早年曾在德国留学,他注意到国内外外贸趋势,并开始涉足外贸生意;2010 年,宋川回到郑州成立了致欧家居科技;2011 年,致欧科技在亚马逊上开通了德国站点,同年 12 月设立首个自有家具产品品牌 Songmics,电商事业正式开启。2023 年公司上市。

图81：易佰网络发展历程



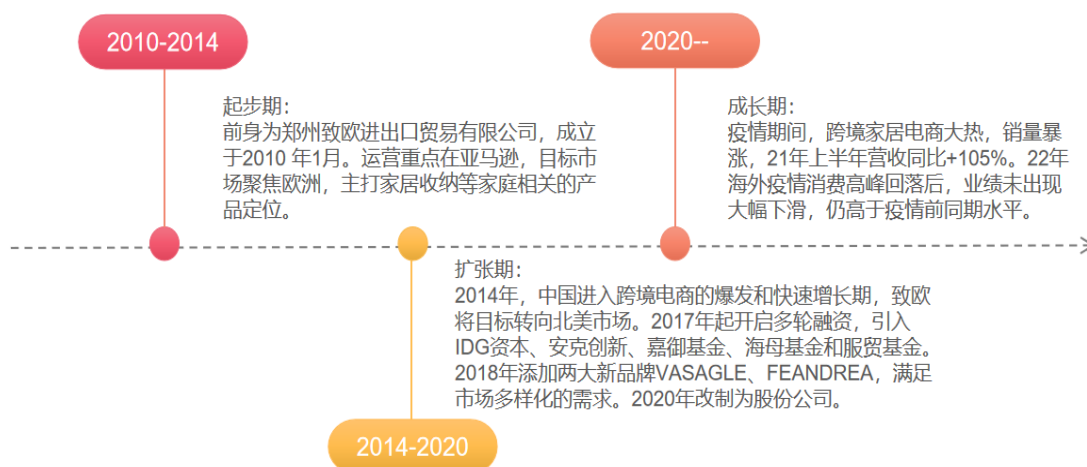
资料来源：易佰网络官网，民生证券研究院

图82：三态股份发展历程



资料来源：三态股份招股说明书，民生证券研究所整理

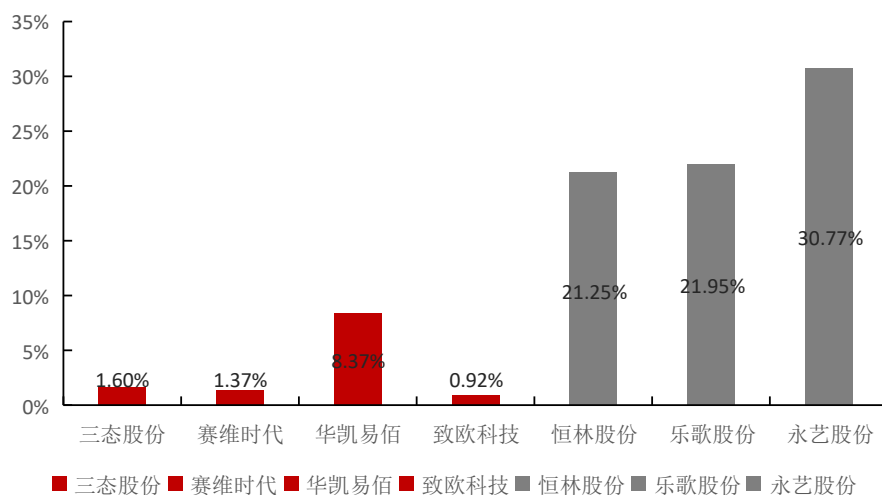
图83：致欧科技发展历史



资料来源：致欧科技招股说明书，民生证券研究院

传统制造业涉水跨境，对于跨境业态&平台规则等并不了解，但该短板补齐后具备供应链优势。复盘恒林、永艺、乐歌等制造型公司历史，该类公司往往成立较早，其0→1过程并非一帆风顺，但正是坎坷的发展历程帮助该类企业积累了短期内难以复制的 know-how，当跨境电商红利减弱，赛事进入下半场时，精细化降本&产品力重要性凸显。从固定资产占比来看，我们可明显观察到贸易型/工贸一体型企业的区别。

图84：截至2023年H1固定资产占总资产比例



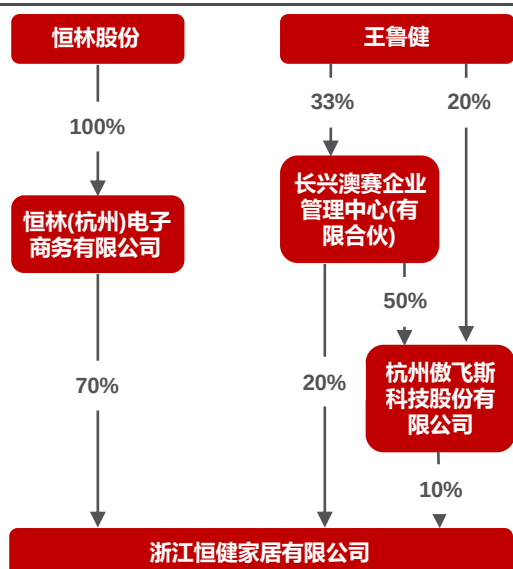
资料来源：wind，民生证券研究院

以恒林为例，通过多番试错，跨境电商业务初具雏形。2019年，公司通过代运营模式大力推进跨境电商业务，在亚马逊等平台销售 Nouhaus 及其他自有品牌的办公椅、沙发，同时在美国东西部分别自建海外仓储物流基地、跨境电商仓库。2020年，受益于疫情带来的居家办公需求，公司跨境电商业务实现收入 6.48 亿

元，同增 6482%。2021 年，受亚马逊封号事件影响，公司 smugdesk 产品链接被下架，同时在海运费上涨、海运受阻等多因素影响下，公司跨境电商业务收入 6.38 亿元，同比下滑 1.5%。

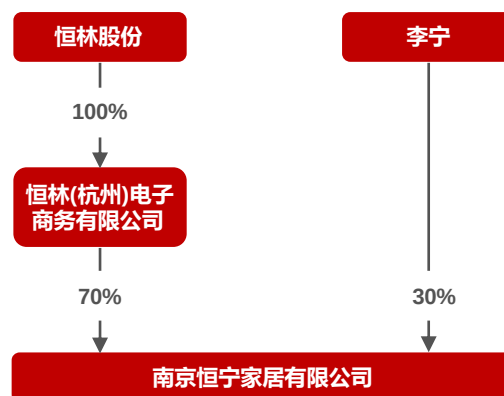
2022 年，公司重新梳理跨境电商团队，转为电商团队自营，成立浙江恒建及南京恒宁子公司负责跨境电商运营，公司分别持股 70%，在 FACEBOOK、GOOGLE、Tiktok 等主流平台发布广告引流，同时受益于早期海外仓布局的低租金成本，目前公司除了 NOUHAUS 品牌使用 FBA 模式外，其他品牌均使用自主海外仓模式，截至 2022 年末，公司在北美共有 4 个自主海外仓。2022 年公司跨境电商业务实现收入 10 亿元，同增 58%。

图85：浙江恒健股权结构图



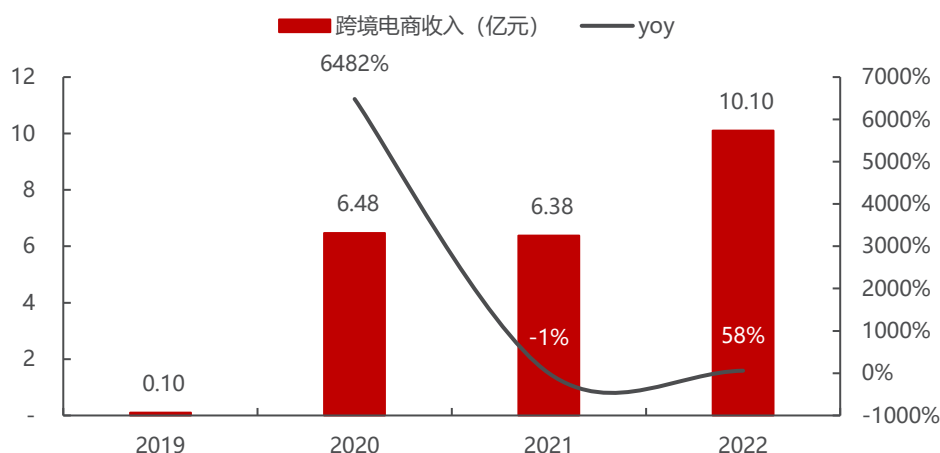
资料来源：爱企查，民生证券研究院（股权结构截至 24 年 1 月 2 日）

图86：南京恒宁股权结构图



资料来源：爱企查，民生证券研究院（股权结构截至 24 年 1 月 2 日）

图87：恒林股份跨境电商业务收入（亿元）及增速



资料来源：恒林股份公告，民生证券研究院

增加新品类布局，开发多平台运营，跨境电商持续高增。2023 年，公司调整产品结构，多元化布局产品矩阵，在原本办公椅为主的基础上增加升降桌品类，跨境电商收入延续高增。展望 2024 年，公司预计扩展更多家居品类，同时在以亚马逊平台为主的同时发力 Tiktok 等新兴平台，多品类、多平台运营，借助海外仓储布局的先发优势实现跨境电商持续高增。

总结：涉水电商出海的传统制造企业集中成立于 20 世纪初，伴随我国经济腾飞积累了过硬的制造能力；此类企业为国外品牌代工多年，缺少电商敏感度&跨境运营能力，但在供应链方面具有短时间难以超越的管控力。与之相对的是 2010 年前后涌现的一批贸易商，他们身处运营人才集中的珠三角地区，并在线上渗透率快速提升的时代抓住流量红利，成为连接中国制造能力和海外消费需求的重要桥梁。然而站在如今节点，我们判断拥有供应链&产品能力的工贸一体企业或将在补全运营短板后释放更大潜力。

5 投资建议

5.1 行业投资建议

推荐拓品逻辑顺畅的**致欧科技**，公司 2023 年在欧洲和北美市场 Amazon 平台的“黑五网一”活动中总销售额同比增长 78%。同时，公司在 2023 年新入驻 SHEIN 美国、德国和西班牙站点。截至 2023 年 12 月，公司于欧洲地区（包含英国）共计 8 个自营仓库，面积合计 22.85 万平方米。在北美地区合计 3 个自营仓库，面积合计 7.43 万平方米。随着美国市场的业务发展，公司在将美国的海外仓布局进行优化完善，逐步提高尾程自发配送的占比，投入方式可以通过自营或与第三方合作方等方式实施，可降低公司尾程派送成本和提高订单自配送的时效。

推荐供应链能力突出的**恒林股份**、**梦百合**，以及其他具有跨境能力的工贸一体化公司。

5.2 重点公司

5.2.1 恒林股份：跨境电商持续高增

公司 23Q1-Q3 整体实现营业总收入 57.76 亿元 (yoy+24.74%)，归母净利润 3.66 亿元 (yoy+22.91%)，扣非归母净利润 3.38 亿元 (yoy+4.14%)。Q3 实现营收 21.32 亿元 (yoy+27.09%)，归母净利润 1.04 亿元 (yoy+23.41%)，扣非归母净利润 0.96 亿元 (yoy-8.72%)。

展望未来三年，代工方面受益于海外消费复苏预期，收入持续增长；OBM 方面，跨境电商在行业红利下收入高增。分渠道来看：

(1) 代工：23 年永裕并表影响下，我们预计代工业务同增 30%，我们预计 2024-2025 年海外去库存结束叠加消费回暖，公司 24-25 年代工业务收入分别同增 15%/12%，受益于原材料价格回落+公司持续降本增效，我们预计 23-25 年公司代工业务毛利率均为 20.03%。

(2) OBM：跨境电商高增预期下，我们预计 23-25 年公司 OBM 业务收入同增 14.7%/28.4%/29.2%。高毛利率 LO 业务增长叠加相对低毛利率业务厨博士承压，我们预计 23-25 年公司 OBM 业务毛利率均为 30.2%。其中：

- **跨境电商：**跨境电商渠道红利显著，预计公司跨境电商业务 23-25 年分别同增 50%/50%/45%。
- **LO：**预计 LO 品牌业务维持稳定，23-25 年分别同增 15%。
- **厨博士：**国内房地产销售承压，预计 23-25 年厨博士收入分别变动-25%/0%/0%。

➤ **其他：**预计其他业务维持稳定。

(3) **其他：**预计其他业务收入及毛利率均维持稳定。

表11：恒林股份分渠道收入拆分及预测

	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (亿元)	65.15	80.26	96.46	114.96
yoy	12.76%	23.19%	20.19%	19.18%
毛利率	21.78%	24.11%	24.38%	24.73%
代工 (亿元)	36.81	47.85	55.03	61.63
yoy	0.35%	30.00%	15.00%	12.00%
毛利率	15.54%	20.03%	20.03%	20.03%
OBM (亿元)	27.68	31.74	40.77	52.67
yoy	35.61%	14.70%	28.44%	29.18%
毛利率	29.94%	30.20%	30.20%	30.20%
其中：跨境电商 (亿元)	10.10	15.15	22.73	32.95
yoy	58.31%	50.00%	50.00%	45.00%
其中：LO (亿元)	8.42	9.68	11.14	12.81
yoy	11.94%	15.00%	15.00%	15.00%
其中：厨博士 (亿元)	8.98	6.74	6.74	6.74
yoy	46.80%	-25.00%	0.00%	0.00%
其中：其他 (亿元)	0.17	0.17	0.17	0.17
yoy		0.00%	0.00%	0.00%
其他 (亿元)	0.67	0.67	0.67	0.67
yoy	-7.08%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	27.15%	27.15%	27.15%	27.15%

资料来源：恒林股份公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2023-2025年营收分别为80.26/96.46/114.96亿元，同比+23.2%/+20.2%/+19.2%，归母净利润分别为4.50/5.43/6.54亿元，同比+27.4%/+20.8%/+20.4%，当前股价（1月8日收盘价）对应PE分别为14/11/9X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外需求不及预期；汇率波动；商誉减值。

表12：恒林股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,515	8,026	9,646	11,496
增长率 (%)	12.8	23.2	20.2	19.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	353	450	543	654
增长率 (%)	4.5	27.4	20.8	20.4
每股收益 (元)	2.54	3.23	3.91	4.70
PE	17	14	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月8日收盘价）

5.2.2 梦百合：美国工厂有望受益于第三轮床垫反倾销落地

公司 23Q1-Q3 整体实现营业总收入 57.15 亿元 (yoy-5.81%)，归母净利润 1.13 亿元 (yoy+14.36%)，扣非归母净利润 1.25 亿元 (yoy+40.59%)。Q3 实现营收 21.15 亿元 (yoy+6.55%)，归母净利润 0.15 亿元 (yoy+1.5%)，扣非归母净利润 0.31 亿元 (yoy+2.83%)。

展望未来三年，外销方面受益于美国消费复苏预期及第三轮床垫反倾销落地，公司外销收入持续增长；内销方面，国内房地产销售承压背景下，公司积极扩张门店，发力内销，预计收入稳健成长。分渠道来看：

(1) 外销直营：2023 年美国消费复苏不及预期，我们预计 2024-2025 年美国消费回暖，公司 23-25 年外销直营业务收入分别变动-11%/0%/+5%，受益于原材料价格下降及产能利用率提升，我们预计 23-25 年毛利率为 48.72%。

(2) 外销线上：跨境电商渠道红利显著，预计公司外销线上业务 23-25 年分别同增 96%/50%/35%，公司线上产品定位较低同时营销投入较大，预计 23-25 年毛利率为 39.96%。

(3) 外销大宗：23 年受海外客户去库存影响，外销大宗业务收入下滑，预计 24-25 年受益于美国第三轮床垫反倾销政策落地，公司美国工厂将承接更多订单。预计 23-25 年收入分别变动-13%/+20%/+13%。受益于订单增加，工厂产能利用率提升，预计大宗业务毛利率持续提升。

(4) 内销自主品牌：公司持续发力内销自主品牌业务，持续展店，23Q1-Q3 公司自主品牌内销收入同增 51%，我们预计 23-25 年公司自主品牌内销业务收入延续高增，分别同增 50%/30%/25%，受益于原材料价格下降及内销逐渐步入正轨，预计 23-25 年毛利率为 45.49%。

(5) 其他内销：预计 2023-2025 年其他内销收入每年增长 1%，受益于原材料价格下降，参考 23Q1-Q3 毛利率为 36.05%，预计 23-25 年毛利率维持 36.05%。

(6) 其他业务：预计 2023-2025 年其他业务收入及毛利率维持稳定。

表13：梦百合分渠道收入拆分及预测

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总计	收入 (百万元)	8,139.25	8,017.24	8,028.40	9,463.77	10,906.92
	YOY		-1.50%	0.14%	17.88%	15.25%
	毛利率	28.47%	31.04%	36.45%	36.48%	36.94%
外销						
直营	收入 (百万元)	2315.33	2436.89	2180.56	2180.56	2289.59
	YOY		5.25%	-10.52%	0.00%	5.00%
	毛利率	45.71%	44.80%	48.72%	48.72%	48.72%
线上	收入 (百万元)	263.31	446.76	875.11	1312.67	1772.10
	YOY		69.67%	95.88%	50.00%	35.00%
	毛利率	40.53%	41.15%	39.96%	39.96%	39.96%
大宗	收入 (百万元)	4,148.15	3,911.50	3396.68	4076.01	4605.89
	YOY		-5.70%	-13.16%	20.00%	13.00%
	毛利率	18.15%	20.63%	25.12%	26.00%	27.00%
内销						
自主品牌	收入 (百万元)	712.14	701.23	1051.84	1367.39	1709.24
	YOY		-1.53%	50.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	41.56%	41.10%	45.49%	45.49%	45.49%
其他内销	收入 (百万元)	472.96	289.31	292.66	295.58	298.54
	YOY		-38.83%	1.16%	1.00%	1.00%
	毛利率	14.48%	14.34%	36.05%	36.05%	36.05%
其他						
其他	收入 (百万元)	227.36	231.56	231.56	231.56	231.56
	YOY		1.85%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	15.23%	33.11%	33.11%	33.11%	33.11%

资料来源：梦百合公司公告，民生证券研究院预测

投资建议：我们预计公司2023-2025年营收分别为80.28/94.64/109.07亿元，同比+0.1%/+17.9%/+15.2%，归母净利润分别为1.62/3.25/4.67亿元，同比+291%/+101%/+44%，当前股价（1月8日收盘价）对应PE分别为38/19/13X，首次覆盖，给予**“推荐”**评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外需求不及预期；渠道扩张不及预期。

表14：梦百合盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,017	8,028	9,464	10,907
增长率（%）	-1.5	0.1	17.9	15.2
归属母公司股东净利润（百万元）	41	162	325	467
增长率（%）	115.0	291.4	101.0	43.5
每股收益（元）	0.07	0.28	0.57	0.82
PE	150	38	19	13
PB	2.1	1.6	1.4	1.3

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 8 日收盘价）

6 风险提示

1) 跨境电商行业竞争加剧的风险。欧美等发达地区电商渗透率增速放缓，欧美流量红利已接近尾声。与此同时国内出海公司数量增加，各类新兴电商平台不断涌现，公司、平台之间存在流量竞争关系，或触发价格战，销售及管理费用的提升也可能进一步挤压企业利润。

2) 地缘政治不稳定的风险。跨境电商价值链较长，其中涉及到物流、关税等多环节，若地缘政治冲突导致物流费用上升，或国家之间贸易摩擦采取加征关税等措施，则都会对我国出海企业带来较大风险。

3) 汇率大幅波动的风险。我国外贸企业需承担人民币与外币兑换汇率大幅波动的风险；当本币大幅升值时，我国出口商品的价格或相对上涨，或导致我国出口商品在国际市场上竞争力受损。

恒林股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,515	8,026	9,646	11,496
营业成本	5,096	6,091	7,294	8,653
营业税金及附加	27	29	34	41
销售费用	510	726	858	1,035
管理费用	324	414	492	591
研发费用	197	218	251	303
EBIT	310	533	700	855
财务费用	-9	24	82	103
资产减值损失	-44	-20	-24	-29
投资收益	85	0	0	0
营业利润	383	490	597	727
营业外收支	-4	20	20	15
利润总额	379	510	617	742
所得税	38	51	62	74
净利润	341	459	555	668
归属于母公司净利润	353	450	543	654
EBITDA	630	882	1,101	1,311

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,245	1,941	1,816	2,043
应收账款及票据	1,040	1,242	1,495	1,784
预付款项	67	80	96	114
存货	1,682	1,990	2,383	2,827
其他流动资产	609	734	854	991
流动资产合计	4,642	5,987	6,644	7,759
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	1,947	2,166	2,361	2,491
无形资产	487	487	485	483
非流动资产合计	4,151	4,470	4,517	4,563
资产合计	8,793	10,457	11,162	12,322
短期借款	1,359	1,459	1,459	1,459
应付账款及票据	1,614	1,929	2,311	2,741
其他流动负债	1,373	1,572	1,524	1,806
流动负债合计	4,346	4,960	5,293	6,006
长期借款	702	1,350	1,350	1,350
其他长期负债	429	480	469	458
非流动负债合计	1,131	1,830	1,820	1,809
负债合计	5,477	6,790	7,113	7,815
股本	139	139	139	139
少数股东权益	37	46	58	72
股东权益合计	3,316	3,667	4,048	4,507
负债和股东权益合计	8,793	10,457	11,162	12,322

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.76	23.19	20.18	19.18
EBIT 增长率	-17.65	71.92	31.34	22.23
净利润增长率	4.50	27.43	20.84	20.36
盈利能力 (%)				
毛利率	21.78	24.11	24.38	24.73
净利率	5.42	5.60	5.63	5.69
总资产收益率 ROA	4.01	4.30	4.87	5.31
净资产收益率 ROE	10.76	12.42	13.62	14.74
偿债能力				
流动比率	1.07	1.21	1.26	1.29
速动比率	0.63	0.76	0.76	0.78
现金比率	0.29	0.39	0.34	0.34
资产负债率 (%)	62.29	64.94	63.73	63.42
经营效率				
应收账款周转天数	58.01	58.01	58.01	58.01
存货周转天数	120.45	120.45	120.45	120.45
总资产周转率	0.80	0.83	0.89	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	2.54	3.23	3.91	4.70
每股净资产	23.58	26.03	28.70	31.90
每股经营现金流	4.54	5.46	6.52	7.59
每股股利	0.26	1.24	1.50	1.81
估值分析				
PE	17	14	11	9
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	12.70	9.08	7.27	6.11
股息收益率 (%)	0.59	2.83	3.42	4.12

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	341	459	555	668
折旧和摊销	320	349	401	455
营运资金变动	-15	-181	-220	-254
经营活动现金流	631	759	907	1,055
资本开支	-399	-498	-427	-483
投资	-36	0	0	0
投资活动现金流	-330	-574	-427	-483
股权募资	6	0	0	0
债务募资	91	731	-307	-11
筹资活动现金流	-235	511	-605	-344
现金净流量	201	696	-125	227

梦百合财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,017	8,028	9,464	10,907
营业成本	5,529	5,102	6,012	6,878
营业税金及附加	46	46	55	63
销售费用	1,438	1,702	1,987	2,269
管理费用	609	570	662	753
研发费用	95	112	123	131
EBIT	253	468	595	781
财务费用	174	243	172	176
资产减值损失	-6	-6	-8	-9
投资收益	50	-10	0	0
营业利润	97	208	416	596
营业外收支	-15	-2	-2	-3
利润总额	81	206	414	594
所得税	29	28	56	80
净利润	52	178	358	514
归属于母公司净利润	41	162	325	467
EBITDA	795	1,055	1,273	1,558

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	555	1,330	723	976
应收账款及票据	1,342	1,334	1,498	1,698
预付款项	103	112	132	151
存货	1,730	1,587	1,870	2,140
其他流动资产	173	187	206	226
流动资产合计	3,902	4,550	4,430	5,191
长期股权投资	109	109	109	109
固定资产	2,456	2,552	2,632	2,629
无形资产	171	170	168	166
非流动资产合计	5,174	5,583	5,591	5,593
资产合计	9,076	10,133	10,021	10,784
短期借款	1,662	1,662	1,662	1,662
应付账款及票据	1,282	1,188	1,400	1,602
其他流动负债	981	1,161	501	572
流动负债合计	3,924	4,011	3,563	3,836
长期借款	559	136	136	136
其他长期负债	1,531	1,933	1,912	1,888
非流动负债合计	2,090	2,069	2,048	2,024
负债合计	6,014	6,081	5,611	5,859
股本	485	571	571	571
少数股东权益	83	100	132	179
股东权益合计	3,061	4,052	4,410	4,924
负债和股东权益合计	9,076	10,133	10,021	10,784

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-1.50	0.14	17.88	15.25
EBIT 增长率	239.83	85.05	27.19	31.29
净利润增长率	115.01	291.44	100.97	43.53
盈利能力 (%)				
毛利率	31.04	36.45	36.48	36.94
净利率	0.52	2.02	3.44	4.28
总资产收益率 ROA	0.46	1.60	3.25	4.33
净资产收益率 ROE	1.39	4.10	7.61	9.84
偿债能力				
流动比率	0.99	1.13	1.24	1.35
速动比率	0.51	0.70	0.67	0.74
现金比率	0.14	0.33	0.20	0.25
资产负债率 (%)	66.27	60.01	55.99	54.34
经营效率				
应收账款周转天数	61.08	63.00	60.00	59.00
存货周转天数	114.19	114.00	114.00	114.00
总资产周转率	0.88	0.84	0.94	1.05
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.28	0.57	0.82
每股净资产	5.22	6.93	7.50	8.32
每股经营现金流	0.99	1.63	1.79	2.18
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	150	38	19	13
PB	2.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.10	9.11	7.55	6.17
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	52	178	358	514
折旧和摊销	542	587	678	777
营运资金变动	-101	-56	-266	-309
经营活动现金流	565	928	1,023	1,242
资本开支	-615	-574	-689	-781
投资	43	0	0	0
投资活动现金流	-549	-585	-689	-781
股权募资	0	789	0	0
债务募资	-364	-192	-756	-24
筹资活动现金流	-511	431	-940	-207
现金净流量	-324	775	-607	253

插图目录

图 1: 我国跨境电商发展阶段.....	4
图 2: 规模以上家具制造业营业收入 (亿元) 及增速.....	4
图 3: 亚太地区家具生产额 (亿美元) 及同比增速.....	5
图 4: 家具消费量排名前十的国家.....	5
图 5: 我国家具及其零件出口额 (亿美元) 及同比增速.....	5
图 6: 全球前十大家具出口国.....	5
图 7: 2010 年至 2022 年中国家具业固定资产投资及家具零售额增速.....	6
图 8: 2010 年至 2023 年中国家具制造业亏损企业数量.....	6
图 9: 我国住宅销售面积及增速.....	6
图 10: 我国住宅销售额及增速.....	6
图 11: 美国家具及家居摆设批发商库存 (百万美元).....	7
图 12: 美国家具、家用装饰、电子和家用电器店零售库存 (百万美元).....	7
图 13: 恒林股份营业收入分销售模式占比.....	7
图 14: 2022 年中国拥有全球最大的电商市场 (亿美元).....	8
图 15: 2012-2023H1 中国网购行为渗透率 (%).....	8
图 16: 2014-2026 年全球电商渠道零售额及增长率.....	9
图 17: 全球电商零售额占全球零售总额比例不断提升.....	9
图 18: 2020 年全球部分国家和地区电商零售渗透率.....	9
图 19: 2022 年全球各地区电商零售额及增速.....	9
图 20: 2022 年各地区线上渗透率 (分品类).....	10
图 21: 2022 年美国各品类线上市场规模 (亿美元).....	10
图 22: 2022 年美国各品类线上渗透率 (%).....	10
图 23: 2022-2026 年我国跨境电商出口品类复合增速预测.....	11
图 24: 美国 CPI&非农私企员工月薪当月同比.....	12
图 25: 2018-2023H1 我国跨境电商市场规模 (万亿元) 及增速 (%).....	12
图 26: 2018-2023H1 我国跨境电商出口交易规模 (万亿元) 及增速 (%).....	12
图 27: 2018-2023H1 跨境电商出口占我国出口总额比例不断提升.....	13
图 28: 2019-2023H1 跨境电商出口增量占我国出口总额增量比例.....	13
图 29: 2022 年我国跨境电商出口主要目的地为欧美.....	14
图 30: 2009Q1 至 2023 年 Q2 美国零售端电商销售额情况 (亿美元).....	14
图 31: 2022 年亚马逊全球开店示意图.....	15
图 32: 2022 年不同电商平台在北美市场的占有率.....	15
图 33: 2018 至 2023Q1-Q3 亚马逊电商业务净销售额 (亿美元) 及增速.....	16
图 34: 2018 至 2023Q1-Q3 亚马逊第三方卖家服务业务净销售额 (亿美元) 及增速.....	16
图 35: 亚马逊各站点 GMV.....	16
图 36: 2022 年亚马逊头部卖家中中国卖家占比.....	17
图 37: 亚马逊多数头部卖家于 2016 年及以前进驻平台.....	17
图 38: 亚马逊评论数量中国卖家占比.....	17
图 39: 亚马逊平台仓 (FBA) 流程示意图.....	18
图 40: 亚马逊 FBA 费用构成.....	18
图 41: 2022 中国电商市场 CR4 高达 93.9%.....	20
图 42: 2022 年美国电商市场 CR4 约为 50.6%.....	20
图 43: 2021 年各国人口密度 (人/平方公里).....	20
图 44: 2022 中国主流快递单票均不足五元.....	21
图 45: 2022 跨境电商出口品类销售商家比例.....	22
图 46: 致欧科技主营业务成本拆分.....	23
图 47: 致欧科技家具产品以大件居多.....	24
图 48: 致欧科技家居产品偏中小件.....	24
图 49: 2018-2022 年致欧科技家具/家居系列营业收入 (亿元) 及同比.....	24
图 50: 2018-2023 年 FBA 针对不同商品尺寸费用变化 (单位: 美元/件).....	25
图 51: 跨境直邮 (空运) 模式中邮政网络模式市占率稳定, 跨境专线模式持续扩张.....	26
图 52: 海外仓物流模式示意图.....	27
图 53: 国际及港澳台直邮快递数量持续增长.....	28
图 54: 2019-2021 年主要国家和地区海外仓数量 (个).....	28

图 55: 大健云仓提供海外仓、B2B 交易撮合、尾程配送等服务	28
图 56: 大健云仓营业收入及同比	29
图 57: 大健云仓净利润及同比	29
图 58: 大健云仓零售商客户数量 (右轴, 个) 及其所创造 GMV (左轴, 百万美元)	29
图 59: 乐歌股份提供头程海运、海外仓储、一件代发、代理出口与供应链等相关服务	30
图 60: 乐歌海外仓布局	30
图 61: 谷仓海外仓服务内容	31
图 62: 谷仓提供端到端海外履约型供应链解决方案	32
图 63: 致欧科技自营仓示意图	32
图 64: 传统橱柜产品 (售价为 1099 美元)	33
图 65: 致欧科技组装橱柜产品 (售价为 103.99 美元)	33
图 66: 跨境电商企业可按照其销售渠道分类	34
图 67: 亚马逊针对不合规账号给出封号&资金冻结惩罚	35
图 68: 重点公司存货周转天数	36
图 69: 安克创新品类拓展历程	38
图 70: 全球智能手机销售量及同比增速	38
图 71: Apple&安克 20W 充电头价格对比	39
图 72: Apple&安克 MagSafe 价格对比	39
图 73: 2023 年无线充电设备公司收入中安克排名第一 (单位: 亿美元)	39
图 74: 2023 年安克独立站流量来源	40
图 75: 2023 年安克独立站流量用户画像	41
图 76: 公司针对电视柜进行结构创新	42
图 77: 致欧科技仓储体系示意图	42
图 78: 外贸产业链微笑曲线	44
图 79: 2019 年中国家具生产总额占全球的比例	45
图 80: 麒盛科技主要客户	45
图 81: 易佰网络发展历程	47
图 82: 三态股份发展历程	47
图 83: 致欧科技发展历史	48
图 84: 截至 2023 年 H1 固定资产占总资产比例	48
图 85: 浙江恒健股权结构图	49
图 86: 南京恒宁股权结构图	49
图 87: 恒林股份跨境电商业务收入 (亿元) 及增速	49

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 我国跨境电商部分政策	13
表 2: 2023 年 4 月全球月访问量前七大电商平台	14
表 3: FBA&FBM 对比	19
表 4: 美国个人使用物品进口商品税率	23
表 5: 2022 年重点公司价值链拆分	23
表 6: “出海四小龙”全托管模式差异	26
表 7: 2022 年纵腾集团荣登跨境物流行业榜首 (按营业收入)	31
表 8: 泛品模式代表企业对比	35
表 9: 泛品&精品模式主要体现在 SKU 数量不同	36
表 10: 安克创新产品介绍	37
表 11: 恒林股份分渠道收入拆分及预测	52
表 12: 恒林股份盈利预测与财务指标	52
表 13: 梦百合分渠道收入拆分及预测	54
表 14: 梦百合盈利预测与财务指标	55

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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