

互联网电商

报告日期：2024 年 09 月 07 日

出海之电商：“二向箔战略”与产业链之争

——行业深度报告

投资要点

- 本篇报告是对出海电商行业的复盘与展望。我们尝试用“二向箔战略”框架，来理解中国出海电商行业竞争格局变化的原因及排演其未来形态。我们认为，短期，输出效率先人半步即可取得有利地位，各平台均有余裕，长期，效率赛道或出现收割者，差异化选手特色必须足够鲜明，各平台将进行一定分化并各自拓展业务天花板。
- 出海迈入深水区，暗涌变明波
弱宏观下出海电商展现出结构性强劲态势，出海规模迅速膨胀，潜力大，以平台为主导。随着发展进入深水区，外部面临流量衰退、本土排异等挑战，内部人货场同质化凸显，因高增而选择性搁置的暗伤显露，平台用户生命周期和经济可持续性备受拷问。
- “二向箔”战略与供应链出海
我们引入“二向箔战略”这一概念，即“暴力”输出某一线性要素优势的竞争策略，市场越偏向买方市场本策略适用性越高，当前出海电商的本质为供应链要素出海。二向箔战略的核心是降维，以极致的组织效率做后盾，攻擂者逼迫行业整体让利，通过多种补血包换取时间，加深攻击烈度，守擂者若缺乏足够高的壁垒，易因组织和经营效率迟滞出现战略失误和螺旋式坍塌。守擂者往往选择利用自己的壁垒发起抵制的同时跟进对手的部分策略。
- 出海电商平台破防本土企业后，二者进入战略相持
我们以美国为战场排演，根据“二向箔战略”，美国是成熟统一的供需相对平衡的市场，适逢经济滞胀，出海电商平台可倾销供应链积累以迅速攫取份额，锚定性价比生态位，短期碰不到上限，长期将泛化生态位。本土企业中同生态位企业 eBay、Wish 首当其冲，进入坍塌恶性循环。生态位有交集的企业 Amazon 等尝试嫁接中国供应链于自身，有较大可能产生排异，且因无法深度掌控供应链收效打折。本地企业会经历从积极跟随到被动防守的过程，本地龙头具有履约壁垒但壁垒不够排他，这将推高利用行政手段的风险。
- Temu 成为效率王者，TikTok Shop 探索差异化天花板
在出海四小龙通过抢夺产业资源获得入场券后，我们认为，Temu 战略定力和执行效率卓越，短期，Temu 通过先人半步（全托管、半托管的创新和执行）实现供应链资源输入和规模上的后发先至。长期排他壁垒需要建立私有化基建，Temu 拥有更高的专注度和更优的战略纵深，事半功倍，最终成功收割最核心、最广阔的大众市场。Temu 和 AliExpress 利用各自禀赋，进行一定分化并各自拓展业务天花板。而 TikTok Shop 背靠社交母舰，直播电商形态天然适配差异化，特色难以被稀释，上限极高。
- 风险提示
 - 1) 宏观经济风险：宏观不及预期影响消费需求，致电商平台增长疲软的风险。
 - 2) 行业竞争风险：行业玩家竞争加剧导致平台增长及盈利能力不达预期风险。
 - 3) 政策方向风险：各国准入门槛、关税等政策变动严重影响出海电商平台的生存空间和利润水平，政策的不确定性正提升。

行业评级：看好(维持)

分析师：姚逸云
执业证书号：S1230524080007
yaoyiyun@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《从拼多多财报看电商：加大商家生态投入，期待高质量发展》 2024.08.27
- 2 《叮咚买菜：精耕细作迎高质量增长》 2024.06.26
- 3 《从拼多多财报看互联网电商：业绩连续超预期，盈利水平持续优化》 2024.05.28

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 高速增长下的挑战	4
1.1 互联网平台带队抢占出海红利	4
1.2 在倾轧中确认生态位	6
1.2.1 人：节俭倾向的年轻人群，上攻中产	8
1.2.2 货：品类扎堆，价格带边际重叠	9
1.2.3 场：基操雷同碾压“土著”，学会做减法	9
1.3 生存和发展难题层出不穷	10
1.3.1 用户生命周期短暂	10
1.3.2 经济可持续性待验证	11
1.3.3 环境恶化影响存续	11
2 “二向箔战略”与竞争格局推演	12
2.1 “二向箔战略”定义	12
2.2 “二向箔战略”下的出海美国攻擂战排演	12
2.3 “二向箔战略”下的出海电商内部竞争排演	17
3 风险	19
4 附录	20

图表目录

图 1: 全球零售销售额 (万亿美元) 及在线化率 (%)	4
图 2: 近五年中国跨境电商出口规模 (万亿) 及增速 (%)	4
图 3: 中国出海电商平台演进历史图鉴	5
图 4: 主流出海市场分型	5
图 5: 2017-2024H1 美国电商平台市占率	6
图 6: “四小龙”出海布局	6
图 7: 各电商平台总浏览量和用户停留时间对比 (2024 年 6 月)	7
图 8: 各电商平台活跃用户区域分布及占比 (2024 年 6 月)	7
图 9: 各电商平台口碑	7
图 10: 各电商平台活跃用户年龄分布及占比 (2024 年 6 月)	8
图 11: 各电商平台活跃用户性别分布及占比 (2024 年 6 月)	8
图 12: 各电商平台活跃用户职业分布及占比 (2024 年 6 月)	8
图 13: 各电商平台畅销商品品类结构抽样对比	9
图 14: 各电商平台营销渠道分布及占比 (2024 年 6 月)	10
图 15: 各电商平台社媒流量分布及占比 (2024 年 6 月)	10
图 16: 2018 和 2023 年美国电商平台市占率对比	13
图 17: Amazon 供应链结构图示	16
图 18: Temu 和 AliExpress 的全托管和半托管模式对比	18
图 19: 速卖通半托管宣传页	18
图 20: 各电商平台 UI 界面	20
表 1: 主流出海市场基础素质	6
表 2: 各电商平台基本信息	7
表 3: 各电商平台用户画像	8
表 4: 各电商平台畅销商品价格带抽样对比	9
表 5: 各电商平台场域分析 (场景&场地)	10
表 6: 各电商平台财务测算 (美国区域)	11
表 7: 中美市场供需对比	13
表 8: FBA 模式和 FBM 模式对比	14
表 9: 各大电商平台托管机制对比	18
表 10: 部分国家和地区关税规则变化	20

我们尝试用这篇略为务虚的、抛砖引玉的报告，为探讨当下各方聚焦的问题“出海电商未来的竞争格局将会如何”提供一些有新鲜感的解题思路。我们将要回答问题拆解为两个：1) 和本土企业的竞争会如何发展，2) 出海电商内部的竞争格局将会如何呈现。

我们引入“二向箔战略”这一概念，即“暴力”输出某一线性要素优势的竞争策略，市场越偏向买方市场本策略适用性越高，而当前出海电商的本质为供应链要素出海。我们以美国为实例排演，以下是我们的研究结论：

1. 美国是成熟统一的供需相对平衡的市场，适逢经济滞涨，出海电商平台可利用供应链出海迅速攫取份额，锚定性价比生态位，短期碰不到上限，长期将泛化生态位，本土企业具有履约壁垒但壁垒不够排他，从而推高利用行政手段的风险。

2. Temu 通过短期先人半步和长期私有化基建，将成为效率赛道王者，Temu 和 AliExpress 利用各自禀赋，进行一定分化并各自拓展业务天花板。TikTok 直播电商天然适配差异化，上限极高，和 Temu 整体生态位并不矛盾。

1 高速增长下的挑战

在正式拉开竞争格局演变讨论前，我们将先对出海电商的基本情况做梳理，这是我们一切讨论的出发点（如已较为熟悉，可跳转至第二部分竞争格局推演）。

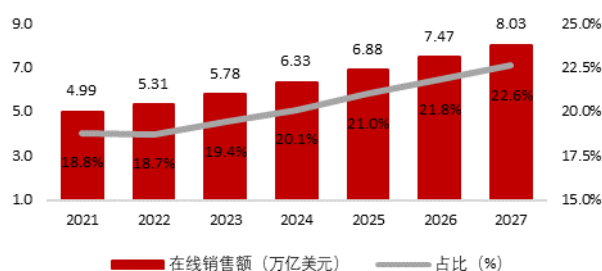
1.1 互联网平台带队抢占出海红利

在宏观波动中，电商展现出结构性强劲态势，出海电商尤为突出。据 Statista，2023 年全球在线零售销售额达到 5.78 万亿美元，同比增长 8.9%，同期总零售额增速为 4.9%，占总零售额的 19.4%，有望在 2027 占比提升至超 22.6%。根据 WTO，2019-2026 全球跨境 B2C 电商市场年复合增长率高达 27%。

中国出海企业把握机会，规模快速膨胀，得益于中国供应链的优势。据中国海关总署测算，2023 年我国跨境电商进出口总额 2.38 万亿元，同比增长 15.6%，其中，出口 1.83 万亿元，同比增长 19.6%。根据商务部，注册的跨境电商主体超 12 万家，产业园区超 1000 个，海外仓超 2500 个，专注于服务跨境电商的海外仓超 1800 个。

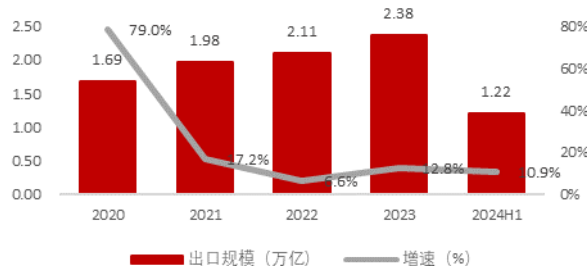
中国电商份额还有较大想象空间。截止 2023 年底，根据 WTO 发布的数据，中国出口国际市场份额为 14.2%。而同期，根据国务院，中国制造业增加值占全球比重约 30%。根据中国轻工工艺品进出口商会，2019 年，轻工产品出口已占全球市场同类产品份额 22.5%。

图1：全球零售销售额（万亿美元）及在线化率（%）



数据来源：Statista，浙商证券研究所

图2：近五年中国跨境电商出口规模（万亿）及增速（%）



数据来源：中国海关总署等，浙商证券研究所

从时间维度上看，中国跨境电商平台的演进经历了三个主要阶段（不同区域进度有所区别）。第一、二阶段竞争的核心要素是信息勾兑效率和供应链优势，在全渠道营销加持下，规模迅速膨胀。而近几年，随着出海深化，出海电商面临着流量衰退、竞争升级、本土排异、政策波动、履约困难等内外部挑战和风险，经营并非一帆风顺。2020-2022 年宏观带来的爆发式增长结束后，2022 年 3 月 Shopee 关闭法国和印度站点，6 月关闭西班牙站点；字节关闭针对欧洲市场的 Ifyooou 平台，旗下类似于 SHEIN 模式的独立站 DMONSTUDIO 和 Fanno 上线未达半年，分别在 2022 年 2 月宣布关停；2023 年四季度 SHEIN 北美流量出现放缓回落。

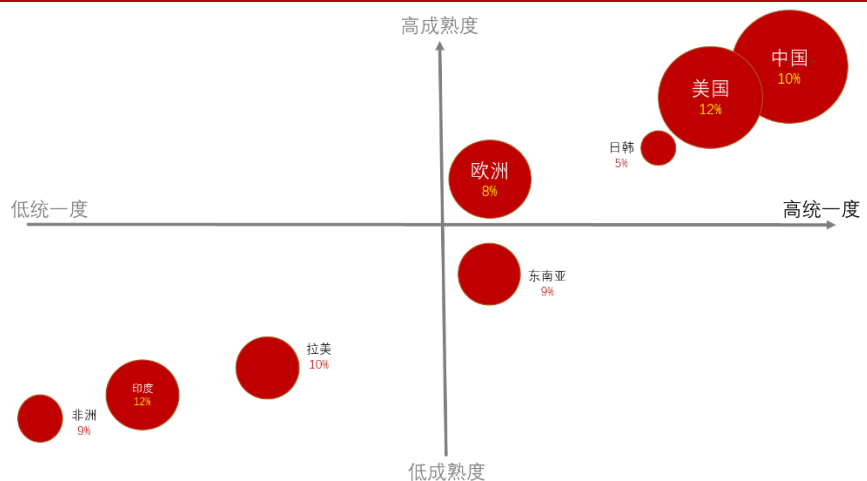
图3：中国出海电商平台演进历史图鉴



数据来源：中国海关总署，麦肯锡，新华社，华经产业研究院，雨果跨境，亿邦动力，浙商证券研究所

空间纬度上看，各市场潜力和发展进度不一，我们推理，基础质素越过合格线又具有成长性的统一大市场是最高优先级，美国、欧洲和东南亚是“兵家必争之地”。当前，以规模和各集团战略重心表现，中国电商“出海四小龙”Temu、AliExpress（速卖通）、SHEIN 和 TikTok Shop 抢滩欧美辐射全球，Shopee 和 Lazada（阿里巴巴子公司）持续深耕东南亚地位稳固，快手在巴西占据优势身位。本文篇幅有限，后续讨论（特别是竞争格局）将以美国市场为主体案例展开，根据 Marketplace Pulse 和 Stocklytics，美国占全球电商 GMV 的 19%，2024-2028 年 B2C 电商年均复合增长率预计为 11.82%，排名第一。

图4：主流出海市场分型



注：圆点体积对应电商市场潜力规模，%为各市场增速，市场统一度和成熟度为综合评估后赋值。

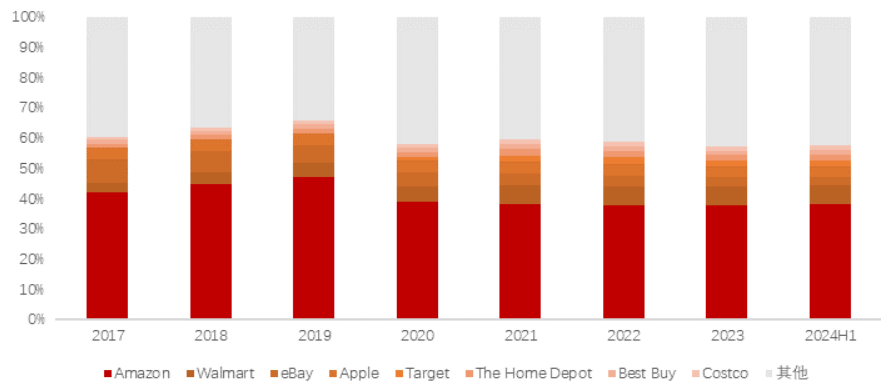
数据来源：WorldBank，Stocklytics，浙商证券研究所

表1: 主流出海市场基础素质

地区	2023 GDP (万亿美元)	2023 GDP 增速	2023 人均 GDP (美元)	人口 (亿人)	互联网 渗透率	主流语言	宗教信仰	物流绩效 指数
中国	17.79	5.2%	12,614	14.1	76%	中文	无信仰, 道教、佛教等	3.60
美国	27.36	2.5%	81,695	3.3	92%	英语	新教、天主教、犹太教等	3.40
日本	4.21	1.9%	33,834	1.2	83%	日语	神道教、佛教等	3.30
欧盟	18.35	0.5%	40,824	4.5	89%	德语、法语等 24 种	天主教、新教、东正教等	3.47
英国	3.34	0.1%	48,867	0.7	97%	英语	新教等	3.50
俄罗斯	2.02	3.6%	13,817	1.4	90%	俄语	东正教等	2.30
印度	3.55	7.6%	2,485	14.3	46%	印地语(多种)、英语	印度教、伊斯兰教、锡克教等	3.50
拉美	7.09	2.2%	10,682	6.6	76%	西班牙语、葡萄牙语等	天主教等	2.66
印尼	1.37	5.0%	4,941	2.8	66%	英语、印尼语	伊斯兰教等	3.00
南非	2.03	3.0%	1,637	12.4	36%	阿非利卡语、英语	基督新教、天主教等	2.58
中东	4.29	1.8%	8,562	5.0	77%	阿拉伯语、波斯语等	伊斯兰教、犹太教和基督教	2.88

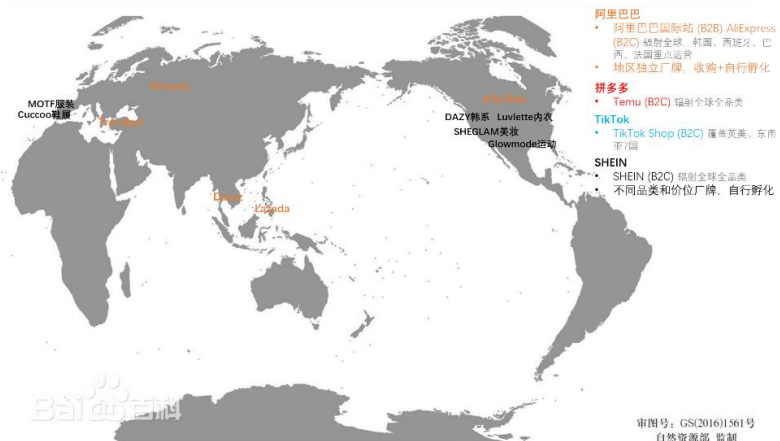
资料来源: WorldBank, 浙商证券研究所

图5: 2017-2024H1 美国电商平台市占率



数据来源: eMarketer 等, 浙商证券研究所

图6: “四小龙”出海布局



资料来源: 公开资料, 各公司官网, 雨果跨境, 浙商证券研究所

1.2 在倾轧中确认生态位

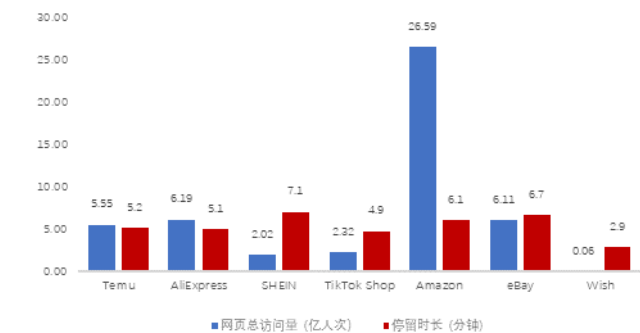
中国出海美国市场的出海电商中, 阿里发展早, 充分利用了 B2B 储备和资本布局能力, 但布局分散, 重点运营欧洲和俄语区; Temu 和 Tiktok 爆发强, 他们标榜的极致性价比和“直播电商”是出海平台较本地传统电商平台竞争的核心差异点, 二者在美国有较好根基, 现着手重点发展欧洲; SHEIN 专注于服饰并不断孵化针对不同地区和细分品类的厂牌。人货场层面, 各家定位相对分明但亦有互相侵入对方边界的趋势, 这种泛化客观上加剧了同质化竞争。

表2: 各电商平台基本信息

平台	上线时间	总部	上市信息/市值 (截止 2024-07-31)	23/24H1 GMV (亿美元)	创收模式	盈利情况
Temu	2022.9 全球 上线	美国波士顿	母公司拼多多 2018 年纳斯达克上市 /1790 亿美元	~180/200	主要是商品销售(供销差 价), 逐渐转向佣金、广 告、供应链服务收费	我们预计 2024 年亏损率 40%
AliExpress	2010.4 全球 上线	中国杭州	母公司阿里巴巴集团 2018 纽交所上市 /1847 亿美元	~400/300	商品销售、佣金、广告会 员和供应链服务收费	CY24Q2 阿里巴巴 AIDC 收 入 40.3 亿美元(零售 32.6 亿美元) Adjusted EBITA 比 率为-13%
SHEIN	2012 年起进 入欧美、中 东、拉美	中国南京	未上市	~450/-	主要依赖商品销售	2023 年净利润实现翻倍, 达到了 20+亿美元, 利润率 或为 5%
TikTok Shop	2022 进入印 尼、英国, 2023.9 美国 上线	美国加州洛 杉矶	未上市	~230/200	佣金、广告收入。	2023 年收入约 160 亿美 元, 我们估计, 大部分来自 广告, TTS 仍处于亏损状 态
Amazon	1995.7 美国 上线	美国华盛顿 州西雅图	1997 年纳斯达克上 市/19600 亿美元	4840/2400 (非 AWS Net Sales)	产品销售(自营)、佣金、 广告、会员、履约收入	2023 年电商收入(已减去营 业费用) 123 亿美元, 营业 利润率 2.5%, 扭亏为盈
eBay	1995.9 美国 上线	美国加州圣 何塞	1998 年纳斯达克上 市/272 亿美元	739/370	佣金、广告、附加服务收 费	2023 年公司收入 101 亿美 元, 营业利润率 19.2%, 净 利润扭亏为盈
Wish	2010.9 北美 和欧洲上线	美国加州旧 金山	2020 纳斯达克上市 /1.73 亿美元	-	佣金、广告、支付手续费 收入。	2023 年公司收入 2.87 亿美 元, 营业利润率-114.3%, 净亏损 3.17 亿美元

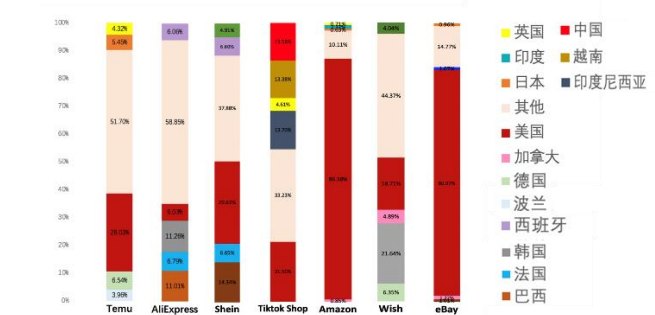
资料来源: 百度百科, 各公司官网, 各公司公告, 彭博, 36 氪, 金融界, 金融时报, 晚点 LatePost, 浙商证券研究所

图7: 各电商平台总浏览量和用户停留时间对比(2024 年 6 月)



数据来源: Similarweb, 浙商证券研究所

图8: 各电商平台活跃用户区域分布及占比(2024 年 6 月)



数据来源: Similarweb, 浙商证券研究所

图9: 各电商平台口碑

平台	美国 Better Business Bureau 评分	评分人数
Temu	B-	1639
AliExpress	D-	261
SHEIN	D	400
TikTok Shop	F	85
Amazon	B	4274
eBay	B	1243
Wish	C-	121

数据来源: Better Business Bureau, 浙商证券研究所

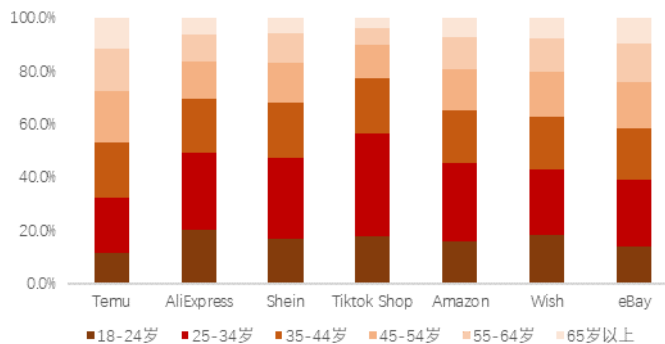
1.2.1 人：节俭倾向的年轻人群，上攻中产

表3：各电商平台用户画像

平台	用户感知	典型用户	收入	
Temu	中国便宜商品一站式 App	美国亚裔和家庭年收入低于 30000 美元的“五环以外”消费者	年收入在\$40,000 以下占比 28%，年收入\$100,000 以上占比 33%	
AliExpress	大而全，从批发到零售	寻找价格合理、品类丰富的中小型企业用户	覆盖跨度大，主要用户年收入在\$50,000 以下	
SHEIN	快时尚独立站 (比 Zara 好看便宜更新快)	年轻女性，如学生和初入职场的新人	部分时尚发烧友用户消费能力强，用户平均年收入约\$63,500	
TikTok Shop	TikTok 内嵌直播电商 (边娱乐边购物)	TikTok 现有用户，特别是年轻人和千禧一代	年收入在\$40,000 以下占比 28%，年收入\$100,000 以上占比 40%	
Amazon	最大的综合网络零售商	白领收入中等，购物需求多样，从日常用品到办公设备都有涉及	年收入在\$40,000 以下占比 17%，年收入\$100,000 以上占比 47%	
eBay	线上拍卖及二手交易网站	年龄偏大，看重特色和性价比，交易收藏品、电子产品和汽车配件等	年收入\$25,000 以下的用户占比约为 34%	
Wish	“美国拼多多”	年轻学生和工作白领较多，注重廉价和折扣	75%的消费者表示价格是驱动他们做出购买决策的主要因素	

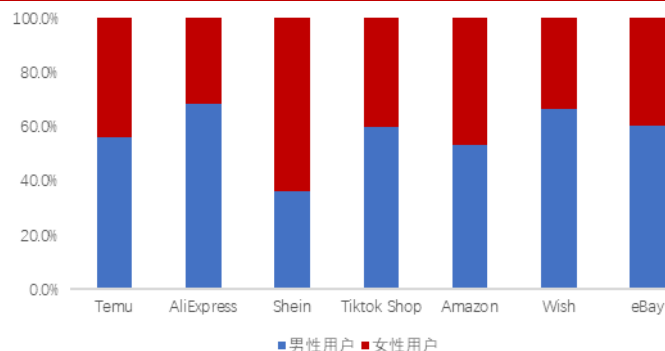
资料来源：公开资料，Numerator Insights，Similarweb，GrabOn，alipromo.codes，Small Business Trends，36 氪，浙商证券研究所

图10：各电商平台活跃用户年龄分布及占比(2024 年 6 月)



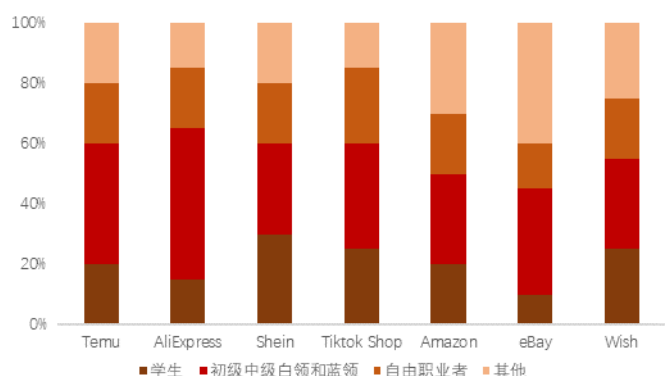
数据来源：Similarweb，浙商证券研究所

图11：各电商平台活跃用户性别分布及占比(2024 年 6 月)



数据来源：Similarweb，浙商证券研究所

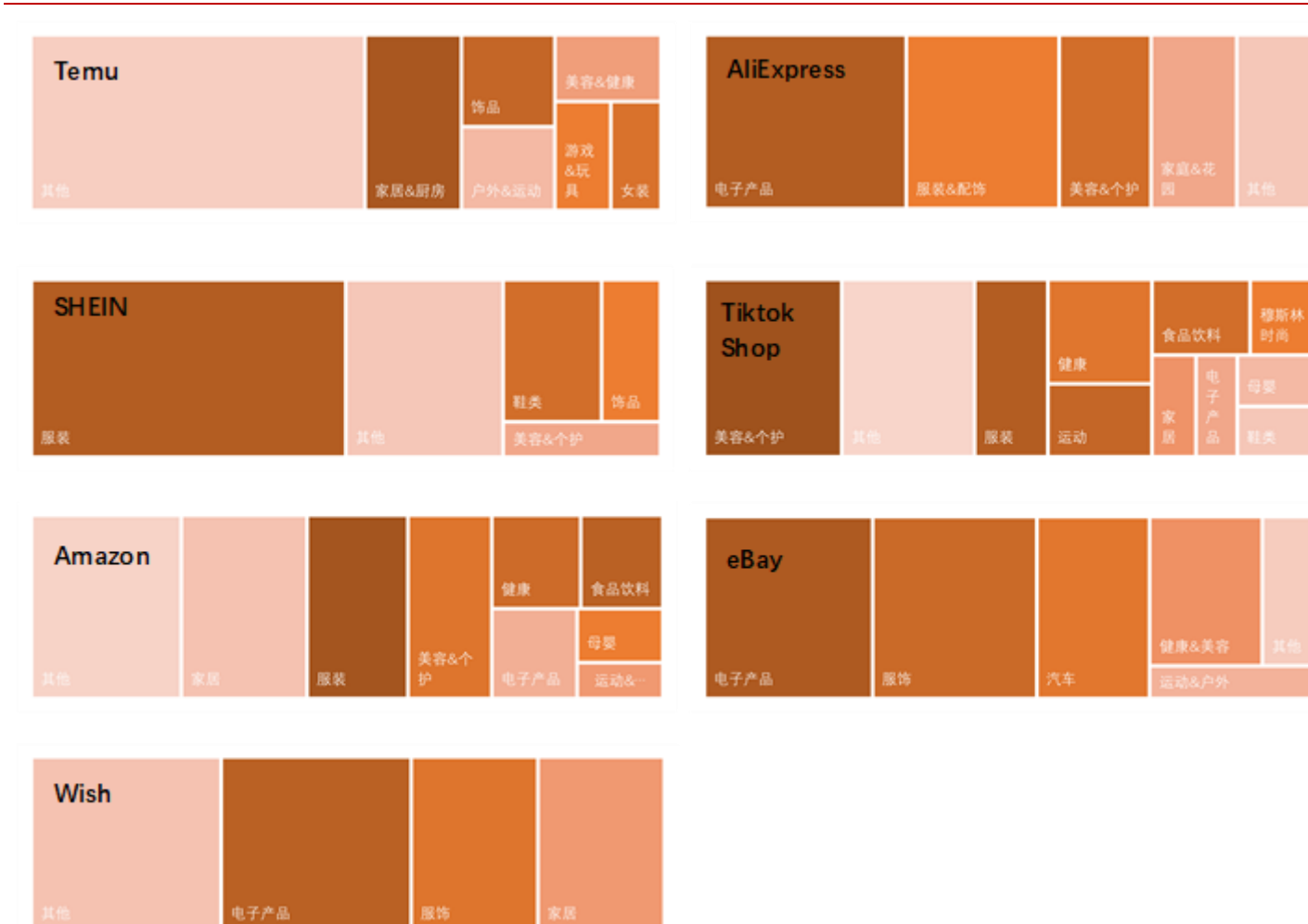
图12：各电商平台活跃用户职业分布及占比(2024 年 6 月)



数据来源：Similarweb，浙商证券研究所

1.2.2 货：品类扎堆，价格带边际重叠

图13： 各电商平台畅销商品品类结构抽样对比



数据来源：各公司官网，浙商证券研究所

表4： 各电商平台畅销商品价格带抽样对比

品类	商品	Temu	TikTok Shop	SHEIN	Amazon	AliExpress	Wish	eBay
女装	牛仔裤	\$8-12	\$30-40	\$20-30	\$28-36	\$10-20	\$6-15	\$10-25
男装	T恤	\$5-9	\$11-25	\$9-25	\$20-30	\$7-15	\$3-7	\$8-18
鞋包	跑步鞋	\$5-15	\$8-16	\$18-30	\$35-42	\$15-25	\$10-20	\$15-30
配饰	耳环	\$0.1-1	\$5-13	\$1-2	\$10-15	\$2-5	\$1-4	\$5-12
3C/配件	无线耳机	\$3-9	\$5-25	\$8-15	\$25-35	\$10-20	\$5-12	\$10-25
家居	衣架	\$0.2-1	\$1-3	\$2-3	\$2-3	\$1-3	\$1-3	\$2-5

数据来源：各公司官网，浙商证券研究所

1.2.3 场：基操雷同碾压“土著”，学会做减法

出海电商深谙用户的注意力和消费行为的关联性，正迁移国内经验，积极抢占用户使用时长。TikTok Shop 作为内容电商另论，Apptopia 的数据显示，2023Q2 美国购物者在 Temu 上花费的时间是 Amazon 等竞争对手的两倍。

出海电商内部则较难拉开差距。我们通过下图展现广义的场景&场地层面和狭义流量展示层面各平台表现，可见规定动作已拉齐，进阶动作一旦得到市场验证亦互相借鉴。我们认为，随着投放回报率下降，有区分度的、本土化、精细化的运营是决胜关键。有意思的是，这个过程可能是做减法的，如根据当地用户需求从完成任务后领券等转为直接打折。

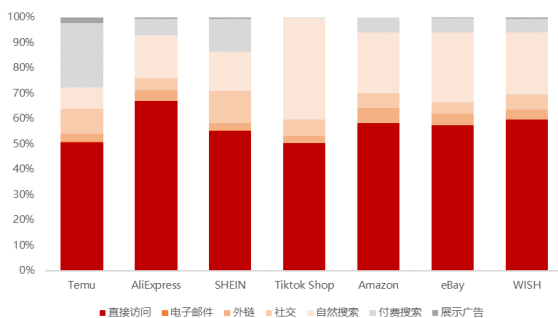
表5: 各电商平台场域分析 (场景&场地)

平台	需求挖掘与承接	促成交	履约
Temu	品牌&导流: “Shop like a billionaire” 广告语吸睛, 标志性拿下超级碗, 覆盖人群上亿; 在社媒大量投放, 联盟营销和返利佣金唤起: “1美分选1”、“UP TO 90% OFF” 产品承接: 优化关键词搜索, 打造爆款	简化决策: 限时7折, 90天“不满意全额退款”, 提供免费标准配送, 超过129美元提供特快物流 本土化运营: 如在美国强调价格和质量平衡, 在日本强化配送和售后服务	路线选择: 主要依赖跨境直发, 筹建海外仓中。 配送时效: 标准配送5-8天, 快速配送3-6天, 海运2-4周
AliExpress	导流: 在社媒投放、与KOL大量合作 唤起: 降低佣金, 开展促销 产品承接: 搜索优化和改善页面结构, Ali Insider等选品工具帮助商家优化供给	沟通效率: 商家后台IM功能支持多语言 简化决策: 极致性价比打Choice标志 (单件或满三件包邮、90天包退、超时赔付, 1月Choice订单已经占到50%)	物流模式: 跨境直发+海外仓 配送时效: 标准运输5-15天
SHEIN	导流: 在社媒精准投放, 与KOL合作发布穿搭内容和直播, 高水平联盟营销返佣激励 产品承接: 快速上新, 打造爆款, 品类拓展	简化决策: 首单8折, 提供免费标准配送, 超过119美元提供特快物流, 退货免运, 建立二手交易市场减少退货烦恼	物流模式: 跨境直发+海外仓 配送时效: 标准运输8-11天, 快速配送11-12天
TikTok Shop	导流: 自带短视频和直播流量, KOL带货 产品承接: 个性化推荐和搜索优化; 内嵌商城功能实现应用内浏览和购买, 利用TikTok小店一键直达商品详情, 简化购物流程	简化决策: “最低价格保证”, 30天标准退款, 90天质保, 首单包邮, 非首单30美元以上包邮, 用户申请取消订单后24小时未收到商家处理结果将自动退款	物流模式: 跨境直发+海外仓 配送时效: 标准运输5-7天, 海运2-4周
Amazon	导流: 主要是自然流量, 社媒中Youtube流量高, 通过SEO和广告优化外部搜索排名和可见度 产品承接: 品质感UI, 突出影视产品、会员	动态定价: 商家低价争夺Buy Box, 平台保持价格领先 用户体验: Prime会员享受普遍10%折扣, 免费0-2日快递服务, 30天包退	物流模式: 主要基于FBA物流网 配送时效: 会员0-2日快递, 非会员周内达
eBay	导流: 主要是自然流量, 社媒中Youtube流量高 产品承接: 优化移动和大屏应用, 开发基于BERT的“Ranker”推荐系统理解商品描述, eBay Seller Hub等工具赋能卖家优化供给	销售模式: 拍卖互动性极强, 促进消费, 同时还有一口价和综合销售模式 优化体验: 确保商品图片和描述准确 简化决策: 标明运费、运时、包裹状态, 退货申请发出3日不回应平台介入	物流模式: 跨境直发+海外仓+eBay fulfillment (EFM) 配送时效: 一物一况, EFM 2-5个工作日, 直发8-15个工作日
Wish	导流: 主要是自然流量 产品承接: 界面突出折扣、低价, 突出玩具、美妆、家居栏目, 强调商品信息和图片的质量, 提高转化率和满意度	简化决策: 首单85折, 标准运费、运时, 提供消费贷渠道 优化体验: Wish Standards店铺分级管理; A+计划提供运营到配送一站式服务	物流模式: Wish Post全球邮政合作+Wish Express和FBW速递 配送时效: 卖家按需选择运输方式, 普遍长达2-4周

注: 时效等以C端平台显示为准, 目的地为纽约州, 体验覆盖主流用户情形

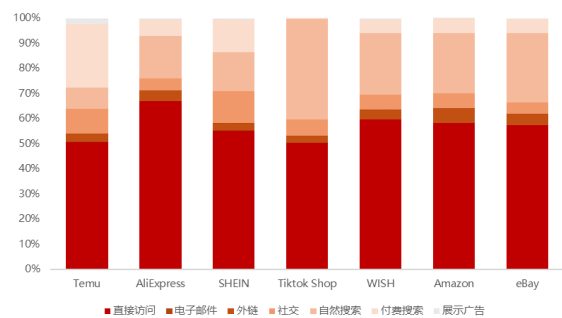
资料来源: 各公司官网, AMZ123, 雨果跨境, 浙商证券研究所

图14: 各电商平台营销渠道分布及占比 (2024年6月)



数据来源: Similarweb, 浙商证券研究所

图15: 各电商平台社媒流量分布及占比 (2024年6月)



数据来源: Similarweb, 浙商证券研究所

1.3 生存和发展难题层出不穷

正如前言, 出海进入深水区, 外部压力纷至, 风险重重, 内部同质化挤兑持续加剧, 致使平台的用户生命周期难以有效延长, 业务盈利能力难以改善。

1.3.1 用户生命周期短暂

SHEIN在美发展较久, 用户心智相对成熟, 仍有高达60%的客户为首次购买者, 回头客比例不足40%。面对巨大的退货问题, SHEIN建立了二手市场SHEIN Exchange, 旨在为用户提供交易二手SHEIN商品的平台, 但这对于其他平台可行性较低。

1.3.2 经济可持续性待验证

出海电商大多采取价格力战略，纵然背靠国内强悍的供应链能力，亏钱换市场、大力出奇迹的可持续性一直受到拷问。以 Temu 为例，为了保持低价，一方面不断补贴运费，一方面不断压低卖家的价格。根据《WIRED》杂志，从 Temu 的广东仓库运送小包裹到美国（“全托管”模式下，商家负责运货至平台指定国内仓，平台负责国际干线和海外本土尾程运程），成本约为 14 美元，部分由 Temu 的物流合作伙伴 J&T Express（极兔速递）承担，Temu 需支付 9-10 美元。同时，卖家收到了“竞价上架”的通知。Temu 要求：每周进行一次同款商品竞价，同款中价低者胜出，竞价失败的商品将被平台限制备货与上新。

我们对美国本土主流电商平台和出海四小龙经济模型做了简单测算。测算采用平台角度，Temu、TikTok Shop、AliExpress、SHEIN、Wish 均按照全托管模式进行测算，Amazon 自营与第三方比例合并测算，eBay 和 Wish 以第三方为主，按第三方测算。

表6：各电商平台财务测算（美国区域）

2024 年 6 月	单位	Temu	AliExpress	SHEIN	Tiktok Shop	Amazon	eBay	Wish
GMV	百万美元	1800.0	354.6	1443.0	660.0	30011.0	3069.7	5.9
MAU	百万	63.4	13.3	22.3	25.5	346.9	106.9	1.2
每 MAU 下单频次	次	0.7	0.7	0.8	0.6	1.8	0.8	0.19
总单量	百万	45.0	9.3	18.0	14.7	625.2	87.7	0.2
客单价	美元	40.0	38.0	80.0	45.0	48.0	35.0	25.0
退货率	%	7.0%	6.0%	10.0%	10.0%	3.0%	2.3%	7.0%
营业收入	百万美元	576.0	108.7	519.5	224.4	15335.6	428.7	2.4
变现率	%	32.0%	30.6%	36.0%	34.0%	51.1%	14.0%	41.1%
单均收入	美元	12.8	11.6	28.8	15.3	24.5	4.9	10.3
营业成本	百万美元	-487.4	-93.4	-289.5	-162.8	-5187.3	-122.5	-2.0
单均物流成本	美元	-9.0	-8.5	-13.5	-9.0	-7.9	—	—
单均退货成本	美元	-0.6	-0.5	-1.4	-0.9	-0.2	—	—
单均其他成本	美元	-1.2	-1.0	-1.2	-1.2	-0.1	-1.4	-2.0
毛利	百万美元	88.7	15.2	230.0	61.6	10148.3	306.2	0.4
管理和研发费用	百万美元	-63.0	-7.6	-72.2	-23.1	-3931.4	-102.9	-2.9
营销费用	百万美元	-252.0	-12.0	-129.9	-42.9	-4531.7	-94.3	-1.0
营业利润	百万美元	-226.4	-4.3	28.0	-4.4	1688.3	109.0	-3.5
单均营业利润	美元	-5.0	-0.5	1.6	-0.3	2.7	1.2	-14.9
营业利润率	%	-39.3%	-4.0%	5.4%	-2.0%	5.6%	25.4%	-145.5%
营业利润/GMV	%	-12.6%	-1.2%	1.9%	-0.7%	5.6%	3.6%	-59.8%

注*数据横向比较需考虑不同公司营业模式和财务计算方式区别较大

资料来源：各公司公告，36 氪，Similarweb，雨果跨境，36 氪，金融界，金融时报，晚点 LatePost，Wish 电商院，AMZ123，浙商证券研究院

1.3.3 环境恶化影响存续

我们看到，全球多个国家正在调整其关税政策（具体细节见附录）。关税变化尤其不利于采用直邮包裹模式，特别是全托管模式的平台和卖家。Amazon 商家的货物通常直接存储在目标市场的海外仓库，或者在标准 FBA（Fulfillment By Amazon，由 Amazon 履约）服务中，卖家也是先将货物发送到 Amazon 的仓库中储存，这种商品运输通常是大批量的，单位以集装箱计，因此商品货值早已超出了各国的免税额度。而 Temu、SHEIN 等以低价打法见长的出海电商平台，商品品类以轻小件为主，通常采取直邮小包的物流方式，税收环境恶化后首当其冲。

2 “二向箔战略”与竞争格局推演

面对本土对手，我们先说结论，我们认为中国出海企业有望遵循“二向箔战略”，用效率实现事实上的差异化竞争，达成生态位的确认。而本土企业的反击将让竞争进入相对焦灼的相持周期，他们对于出海企业的致命性反击或将集中并局限于行政方面的干预措施。

2.1 “二向箔战略”定义

我们汗颜引入一个概念，将“暴力”输出某一线性要素优势的竞争策略（特别是攻防战场景）称之为“二向箔战略”。中国的出海电商平台主要得益于中国生产力极大发展的积累，通过极致输出这一优势从而打开生存空间，是“二向箔战略”的现实应用，亦表明了当前阶段出海的本质为“供应链出海”。“二向箔战略”的本质是降维：

- **外部降维：**作为后发者，攻擂者逼迫行业整体让利，提升效率，并通过资本的厚度（来自高毛利的其他业务等战略纵深）换取时间，加深攻击烈度，守擂者若缺乏足够高的壁垒，易因组织和经营效率迟滞出现战略失误和螺旋式坍塌。守擂者往往选择一方面利用自己的壁垒发起抵制，一方面跟进对手的部分策略，但粗暴套用亦极可能造成不利后果。
- **内部降维：**管理降维主要体现在组织效率上。进一步拆解：1）组织精简扁平化，，2）战略与战术决策权合理分布在不同组织层级，同时保障灵活性和执行力，3）制定与“战时”相匹配的激励机制。

我们认为，降维的核心是对竞争要素做减法，并大力出奇招。这是过去十几年中，我们的互联网企业在国内统一大市场中得到一定验证的成功范式，出海企业的当前成就也一定程度上得益于此范式。

而降维策略发挥其效果的重要先决条件是市场性质，在竞争要素相对线性的买方市场中，市场分割困难，差异化打法受制时，降维打法的适配性和放大效果较为显著。

但即使在上述市场，用户仍然具有多归属属性。在“二向箔战略”下，降维赛道往往会留下一个王者，并经历较为明显的利润摊薄过程。但同时我们认为，当垄断达到一定高度，考虑到公共社会成本，还有用户的边际利益和平台的分化，在边际用户及需求的争取中主次矛盾出现变化，这将为其他玩家留出生存空间。

2.2 “二向箔战略”下的出海美国攻擂战排演

我们认为，美国是较为成熟的供需相对平衡的统一大市场。需求层面，美国市场体量大，网民数量众多，全球经济下行，美国也面临着长久通货膨胀的影响，网购渗透率攀升中释放增量，且相比中国仍有一定上升空间；供给侧，美国线上线下商家各有特色，商品来自全球汇聚，并享有完善的物流与支付服务体系以及丰富的渠道。

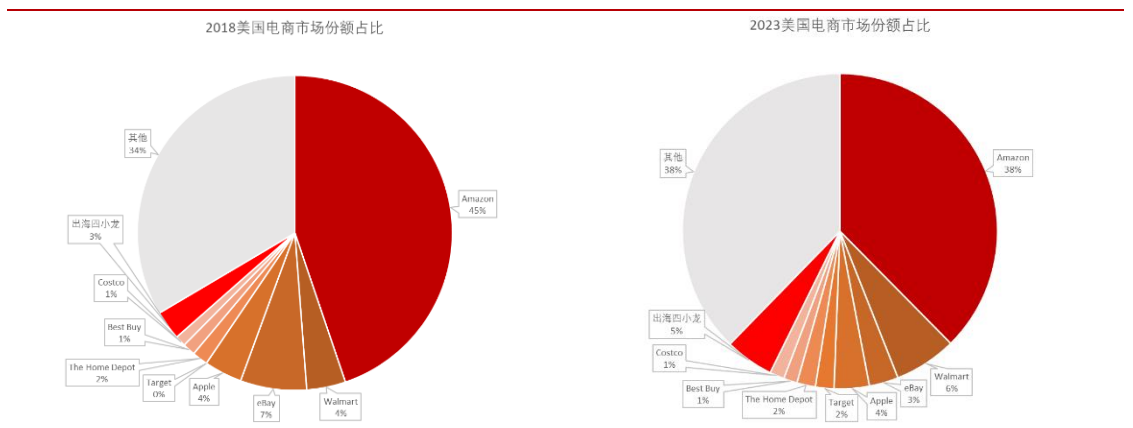
在美国市场上，“二向箔战略”适用性较高，帮助中国出海电商实现了规模上的快速膨胀，具体操作参照我们在 1.2 中对于出海电商人货场的分析。守擂者一侧，本土头部平台如 Amazon 虽能守住份额但需为之计长远，eBay、Wish 等生态位不利的则份额危险。

表7: 中美市场供需对比

	美国	中国
网购渗透率	据 Marketplace Pulse, 2024H1 网上零售额占消费品零售总额的比重为 15.2%, 同比上升 0.6pct。	据统计局, 2024Q1 网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 25.3%, 同比下降 1.3pct。
市场规模及增速	据 Marketplace Pulse, 2024H1 网上销售额 5120.4 亿美元, 同增 7.5%。 据 Stocklytics, 2024-2028 年 B2C 电商年均复合增长率预计为 11.82%, 排名第一。	据商务部, 2024H1 网上零售额 7.10 万亿元, 同增 9.8%。 据 Stocklytics, 2024-2028 年 B2C 电商年均复合增长率预计为 9.97%, 排名第六。
电商用户数	根据 eMarketer 和人口普查数据, 超一亿。	根据 CNNIC 超 9 亿。
电商商户数	根据 FastMoss 研究院发布的《2024 上半年 TikTok 生态发展白皮书》, 截至 2024 年上半年, 美国电商卖家数量已超过 2000 万。	根据商务部, 截至 2023 年 12 月, 中国网络零售平台店铺数量超过了 2500 万家, 同比增长 2.1%。 根据网经社, 2023 年中国电商直接从业人员 755 万, 同增 4.57%; 间接从业人员 6550 万, 同增 3.55%。
履约供应链	根据 Parcel Monitor, 寄递企业国内平均转运时限为 2.56 天 (61.4 小时), 包裹准时派送率为 98%, 包裹首次交付成功率达 97%。	国内重点地区快递服务全程时限为 56.42 小时, 全国快递服务的 72 小时妥投率为 80.97%。

资料来源: 中国国家统计局, 国家邮政局, Marketplace Pulse, Stocklytics, eMarketer, FastMoss 研究院, Parcel Monitor, 网经社, 浙商证券研究所

图16: 2018 和 2023 年美国电商平台市占率对比



数据来源: Statista, eMarketer, 浙商证券研究所

本土企业应对上, 我们将以和四小龙的业务生态位重合较高的 Amazon、eBay 和 Wish 为例。Amazon 作为综合性龙头, 事实上和所有中国出海电商平台形成竞争关系, 根据分析公司 Comscore 估计, 截至 23 年 Q3, Temu MAU 达 7000 万, 在美访问量翻 10 倍, 多来自 Amazon。eBay 是二手拍卖平台, Wish 有“美版拼多多”之称, 在原有生态体系里的占据着低价和性价比生态位, 在中国出海电商出海下首当其中。当然, 中国的出海电商也打击了美国的下沉门店品牌, 根据 Earnest Analytics 的数据, 截至 2023 年 11 月, TEMU 在美国折扣零售市场的占比已达到近 17%, 而 Dollar General 的市占率从年初的 57% 缩水到 43%, Dollar Tree 从 32% 降至 28%。此外, Target, Walmart 等门店品牌也和出海平台在用户层面具有高交集, 经过研判, 当前发展阶段, 线上线下之分整体上不影响我们的竞争排演大逻辑。长期, 线下化部署或将成为出海平台深度本土化的一环。

先看 Wish 和 eBay:

Wish 来得早, 做得飘, 走得妙。公司成立于 2010 年, 以收集、管理商品的工具起家, 2013 年进入跨境电商领域, 主攻下沉市场, 特色是移动端和推荐算法。Wish 早就想到用中国供应链满足大规模的低价产品供应, 2019 年, Wish 卖家数量突破 100 万大关, 94% 来自中国, 次年 MAU 迈过一亿, 在纳斯达克上市, 估值约 130 亿。Wish 依赖边际成本不断抬升的

外部广告投放，这需要大量资金投入，投放“物有所值”也需要做好体验提升平台留存，而 Wish 的低价和低入驻门槛限制了商品质量，平台乱象丛生。对此，Wish 选择粗暴的以罚代管，优质商家被误伤，劣质商家换号重生，平台陷入了低质与低活纠缠下坠的循环。23 年末，Wish MAU 已下降至 1100 万，同比减少 54%，24 年 2 月，Wish 发布公告，母公司决定将 Wish 以 1.73 亿美元出售给 Qoo10。我们认为，Wish 败在两点：1) Wish 在资金厚度（拼多多开启了“百亿补贴”）、流量性质（拼多多有微信廉价流量池）、市场性质（对于商家，美国市场不如中国卷，出海不如本土卷，忍受度低）都处于不利地位；2) 拼多多除了罚款管理外，也在内化和调整供应链能力去适应自己平台的发展需要，如创建了“拼工厂”。Wish 则停留在做产品搬运和交易撮合，缺乏对供给端的深入与掌控，和背后更核心的流程、团队管理。

除了 Amazon，eBay 曾是世界最著名的在线零售商。1995 年在线拍卖网站 AuctionWeb 推出，服务小众收藏品爱好者交换需求，1997 年改为 eBay，成为全民综合拍卖及购物网站，定位杂货电商，于次年上市。2002 年支付业务供应商 PayPal 上市并被 eBay 收购，二者具有协同效应，eBay 业务逐渐泛化，并全球化，这也对公司管理提出挑战。2015 年前后市场竞争加剧，Amazon、阿里巴巴、Walmart 等电商平台崛起，科技巨头如微软、Facebook 加入战争，eBay 发展放缓，并在中国与阿里的竞争中失势，失去了中国这一重要市场和供应链堡垒。2017 年 eBay 和 Flipkart 合作发力印度市场但一年后即关站，此后又解除了和 PayPal 的强绑定关系。eBay 在 2023 年的总营收为 101 亿美元，低于十年前水平，市盈率远落后于 Amazon。

我们进一步复盘 eBay 的失意，可分为三层，层层递进。1) 竞争加剧时，增长放缓，沉疴凸显。跳蚤市场起家，用户体验一致性和可靠性低是 eBay 一直以来都面临的痛点。延迟付款、销售禁售商品、虚假信息导致用户对 eBay 的信任度下降，影响了其用户基础和市场份额。2) eBay 不利的生态位是根本。eBay 作为拍卖网站，买卖双方直接互动，信息勾兑效率和履约效率都受限，且依赖人治，体验稳定性较低。3) 公司组织效率底下，难以突破生态位天花板，错失转机。我们看到，eBay 上不能突破优等生 Amazon 的封锁，下不能引入供应链优势做 Temu，用户侧先天弱项，供给侧也变革迟滞。eBay 收取 15% 左右的佣金，等同于 Amazon 级别（约 17%），但服务水平差之甚远，Amazon 2007 年推出 FBA 模式提供标准履约服务（现为 82% 商家的选择），eBay 到 2019 年才跟进，跟进后太多非标一次性交易也制约了类 FBA 模式的实用效果，且公司缺乏针对这一点的有效改进。同时，因为丢失中国市场，和运营较弱，中国供应链的红利 eBay 获益较少，eBay 美国区头部卖家中仅 30% 来自中国。

表8： FBA 模式和 FBM 模式对比

	FBA (Fulfillment By Amazon)	FBM (Fulfillment By Merchant)
发货方式	卖家将产品提前运送到 Amazon 仓库，由 Amazon 负责存储、包装、配送及售后服务	卖家自行处理库存管理、包装、配送及售后服务，使用国际邮政、快递或专线等第三方服务发送给消费者
发货时效	由于产品已存储在 Amazon 仓库，发货速度快	发货时效受选择的运输方式、清关速度等影响，相对较慢
产品流量与排名	履约优越更易获得 Buy Box，提高搜索排名和曝光率	FBM 商品在自然流量中可能处于劣势
投资成本	需要仓储费、物流费、长期仓储费等，成本相对较高	投资成本相对较低，无需大量囤货，物流灵活性高
库存管理	Amazon 负责库存管理，卖家可减轻库存管理压力	卖家需自行管理库存，包括预测需求、补货等
客户服务	Amazon 提供买家咨询、退货等客服，提升买家体验	卖家需自行处理客服

资料来源：公开资料，Amazon 官网，浙商证券研究所

目前来看，出海电商平台当前和未来主要的竞争对手仍需聚焦 Amazon：

纵观 Amazon 的历史，我们认为，其本身就是一个“二向箔战略”的践行者和受益者。“Your margin is my opportunity.”贝索斯用这句话强调了市场竞争的本质。根据 Amazon 财报，刨除 AWS，2023 年 Amazon 营业利润为 2.5%，远低于 eBay 的 19.2%，因为有 AWS，Amazon 实现了平衡，而 eBay 失去了 PayPal，行业内另一家挤占了 eBay 生存空间的平台分类信息网站 craigslist 也维持着极低的利润，他们有着 NGO 定位。现在，出海电商带着更

有弹性的利润空间接受度抢滩,背靠中国生产力和 TT 广告业务等战略纵深,压力给到 Amazon。

在价格层面, Amazon 采用自动跟随策略, 通过互联网算法, 检测 Walmart 等其他平台的价格, 一旦产品售价比其他平台高, Amazon 就会隐藏卖家的产品, 即卖家发现自己的商品失去了 Buy Box (约占 80% 交易量)。这意味着, 当 Temu 提供大量低于此前行业一般报价的产品时, 极易触发此机制。当同一个商家在 Amazon 之外的新型平台上架商品谋求更多流量, 比如在 Temu 上架并给出一些优惠, 会对他在 Amazon 上的价格和销量造成打击。此外, 过去三方平台如塔吉特会显示正常价格的折扣百分比, 但今年为应对竞争直接列出了产品的实际销售价格, 加重了事情的严重性。今年上述情况多发于 Amazon 欧洲站和美国站。

但 Amazon 的价格跟进效果并不理想, 其一降价效果不显著, 其二激起了平台与商家间的矛盾。我们选取畅销榜单上的同款商品进行了价格对比, 发现降价后 (降价幅度 10-20%) Amazon 的价格仍然不具备较高的市场竞争力 (Temu 同款产品的价格便宜 10%-30%)。且根据 Marketplacepulse, Amazon 的强制降价和购物车丢失导致了部分卖家的销售额暴跌和出走。

Amazon 也尝试过让利于卖家以缓解矛盾。如面临来自最大本土在线服装零售商 SHEIN 的竞争, Amazon 将低于 15 美元的服装商品的佣金率从 17% 降到 5%, 15-20 美元之间的产品佣金率从 17% 降至 10%, 较昂贵的商品不变, 但这仍远高于同期出海电商的抽佣水平, 且 Amazon 常年维持商业业务极低的利润水平, 寻找进一步让利的空间较为困难。

在体验层面, 区别和跟随体现在会员体系和售后等服务模块中。我们认为, 这两部分 Amazon 具有自己的调性和惯性, 不好掉头:

会员体系上, Amazon 提供有区别的优质服务, 是其高用户满意度的有力保障, 具有广泛用户基础, 且是收入重要组成部分。Amazon 作为综合平台, 有相当规模目标用户为追求高品质和便利性的中高收入人群, 基于此推出核心用户策略 Prime 会员服务 (每月 14.99 美元或每年 139 美元), 提供包括极速物流、全面折扣、影音资源等多项高价值权益。根据 ASCI, Amazon 用户满意度位列行业首位。根据 CIRP, 到 2024 年 6 月, 美国的 Amazon 会员数量达到了 1.84 亿, 同比增长 8.2% 的, Prime 会员占比高达 75%, 过去两年这一比例为 70%-71%。根据财报, 截至 2024H1, 订阅收入占公司整体收入比达 7.4%。

退换货策略上, Amazon 的操作空间也有限。1) 退货期方面, Temu 和 AliExpress 有 90 天的退货期, 而亚马逊只有 30 天, 甚至今年因弱宏观下退货成本上升, Amazon 将欧洲部分地区缩减退货期至 14 天, 因此我们推断, 当前美国通胀高企且物流基础未发生明显改善的情况下, Amazon 延长拖货期的操作空间有限。2) 退款方式方面, 在 2021 年初 Amazon 官方正式推出新的退换货政策中: 针对不超过 20 英镑或 25 欧元的商品提供全额退款, 且不要求退回商品。但 Amazon 过去的“仅退款”流程来自卖家节省邮费和精力的需要, 并非主要为买家设计, 需要客户与卖家进行商议, 双方都同意操作才可以进行该项服务, 与国内电商市场的“仅退款”政策的倾向性差距甚大, 难以以此影响用户心智。近两年 Amazon 客服出现主动询问客户是否退款不退货, 部分在不通知卖家的情况下操作, 升级了买卖双方矛盾。

本质上来看, 上述 Amazon 跟进策略都是将平台矛盾转嫁给商家, 我们看到, Amazon 存量商家反噬严重, 面对类似操作, 中国出海平台商家则选择边抱怨边坚持, 背后是不同地区供应链生态殊异。对此, 据 CNBC 报道, Amazon 即将开展新项目“低价商店”, 对 Temu 等平台的操作进行了较高颗粒度的复刻。“低价商店”专注于销售无牌商品, 主要面向时尚、家居、及生活用品类目招商, 售价低于 20 美元, 有独立板块和流量倾斜, 全托管模式履约, 9-11 天送达, 3 美元以下退款不退货, 3 美元以上可选仅退款。Amazon 正大力招募中国商家。

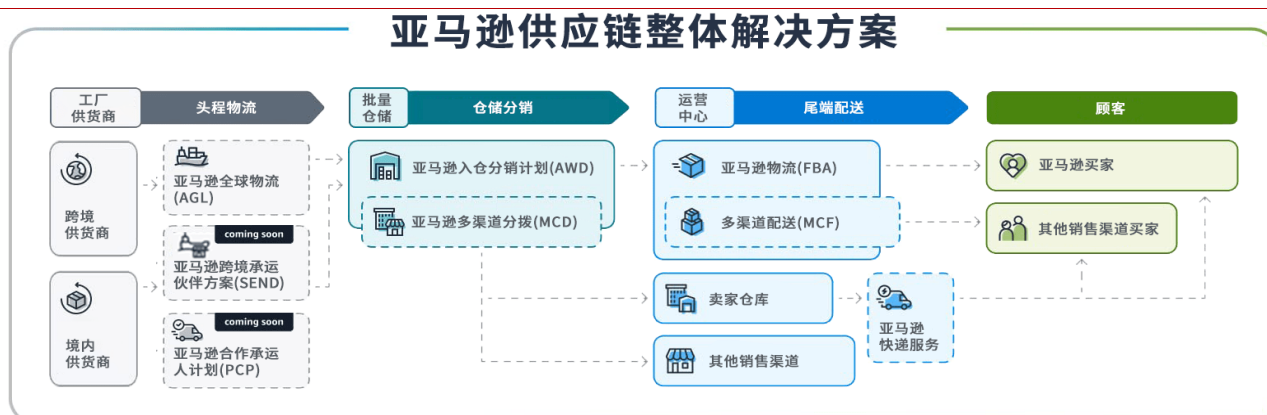
这意味着 Amazon 正在尝试将一个只有较为极致的买方市场才能培育出的供应生态移植进现有美国本土闭环。参考 Wish 的历史，我们判断，这一决定将切实帮助 Amazon 在出海电商冲击下获得更多腾挪空间，但并非从零到一的创举。据数据平台 Marketplace Pulse 估算，Amazon 本就有近一半的头部第三方卖家来自中国。且盲目嫁接易引入新的内部矛盾。Amazon 作为一个综合性平台，他的组织架构、内部治理等仍需要配合平台主流需求，这意味着这个嫁接的体系效率始终无法与高专注度的出海电商平台相比。“低价商店”与主店一致，收取 15% 的佣金，远高于出海平台。

开放竞争失利，则筑起高墙。美国国情铸造了本土企业的壁垒，因为政体和私有化基建，美国本土企业事实上可以利用的壁垒包括履约和政策壁垒。美国的物流地理环境经济结构导致它不得不采用复杂的物流运营方式，同时公共设施私有化程度高，仓储建设年代较早，Amazon 等传统龙头先发优势大。过去二十年来，Amazon 持续投入建设仓库并投资配送基础设施，自动化技术实现了高效的仓储管理和订单处理，Supply Chain by Amazon 可为卖家提供端到端供应链交付服务，处理货物从制造商到配送到消费者手中的全过程，云科技加持提高供应链可见性。今年起 Amazon 仓储配送（AWD）不仅仅为 FBA 补货，也有余力服务外部渠道。根据《华尔街日报》获得的 Amazon 内部预测，2023 年 Amazon 在美国配送了大约 59 亿个包裹，首次超过 FedEx 和 UPS 配送的包裹数量。但 Amazon 本身并不负责送货，其主要通过与数千家小型企业合作，并雇佣了数十万名司机来交付包裹，这意味着排他性有损，Amazon 无法仅凭此快速排除竞对。

因此我们判断，政策或者说强力的行政干预将是、或将是唯一威胁到出海平台生存底线的。美国通过对外国出口产品加征关税，通过技术性贸易措施（Technical Barriers to Trade, TBT）来提高进口产品的标准，来限制中国产品进入美国市场。显然，无论是何种形式的准入门槛都将直接和深刻地影响内外部竞争格局，但鉴于这方面实在缺乏论证条件和能力，本文我们不多做揣测。对于政策干预，我们仅判断，出海平台应和用户及供应链建立尽可能深的绑定关系，从而保有尽可能多的谈判筹码。

综上所述，我们判断，美国本土企业将和中国出海平台进入长期拉锯与相持。降维策略是有效的，同时，因美国并不是完全的买方市场，阻碍了降维策略发挥到极致。理论上，在这样一个并不极致的买方市场中，需求弹性较好且天然分化，抹杀不同生态位的对手并不会直接促进自身的发展，即“大家都拥有美好的明天”。更底层是中美两国的国际生态位的差别所致。但需要注意，源于全球经济的整体衰退，市场性质正发生微妙变化，将本来相对离散的生态位挤压，使用政策干预为代表的强力壁垒进行防御和攻击的必要性迅速上升了。

图17： Amazon 供应链结构图示



资料来源：Amazon 官网，浙商证券研究所

2.3 “二向箔战略”下的出海电商内部竞争排演

出海电商内部，对于终局，在“二向箔战略”框架中，以美国为沙盘，作为一个并不极致买方或卖方的统一大市场，容得下多种风格的选手，短期内会留出足够高的天花板，效率型王者和差异化选手将并存。综合来看，Temu 和 AliExpress 属于前者范畴，TikTok 代表的内容电商形态是天然的差异化打法。

我们认为，中短期，保持先人半步就是优势，这里的先人半步浅层是战术上的前后、执行效率高，做减法就是对稀缺资源的抢占。最触手可及的资源便是国内雄厚的供应链资源，且时值市场方兴未艾，供给带动需求，大家优先瓜分供应链资源，获得入场券。因此，争夺供应链资源的效率是第一道分水岭：

1) 产业合作先行。Temu 平台已深入核心工业区百余个制造业产业带，速卖通针对中小企业推出“万商复苏”计划并提振 100+ 产业带，SHEIN 推出“500 城产业带计划”，“TikTok for Business 出海团队携手 TikTok Shop 推出的「新海计划」贯通各产业带巡回宣讲。

2) 创新机制和执行随后。Temu 和 AliExpress 是全托管的排头兵和受益者，特别是 Temu 起步晚，全托管大大提速其转化供应链禀赋的过程。平台“大包大揽”，在出海的复杂运营场景中，为无品牌无运营经验的工厂型商家抹平门槛，通过生产规模化、物流集约化、服务标准化保障低价策略。Temu 2022 年 9 月美国上线，其时 Amazon 有超 600 万第三方卖家（北美超 300 万），AliExpress 有约 20 万商家储备。Temu 的全托管和平台一起上线，根据 36 氪，2022 年 10 月，Temu 入驻商家数量达 3 万，SKU 为 30-40 万，晚点 LatePost 报道，2023 年 10 月，Temu 已累计招募 9 万商家，此时 Temu 绝对重心在美国，已具区域优势，SKU 超 100 万。Temu 领跑的这一年中，AliExpress、TikTok Shop、SHEIN 陆续推出了全托管服务。

全托管也是一笔经济账，在发展初期保障商家的利润和积极性。Temu 平台转化率和客单价远低于 Amazon，虽然这并不是平台初期核心矛盾，但无疑会影响商家作为微观个体的利益。从代工厂角度出发，可选择供货给 Amazon 的运营商，后续运营商向 Amazon 支付佣金+广告+履约服务费在内约 50% 的售价抽成，或直接通过 Temu 售卖，全托管模式下无广告费、佣金，此时 Temu 代工厂毛利率可接近 30%，高于供货给 Amazon。

但全托管对于供应链资源的挖掘很快进入平台期。在全托管模式下：1) 商品 SKU 的广度受限，导致其 GMV 增长存在天花板，且销售额被中大型卖家瓜分，供给结构失衡不利于平台长期发展。2) 平台仓储和物流调配能力要求甚高，2023 年 3 月，Temu 在超级碗期间投放广告带来了巨大的流量和订单量，引发了持续半月的爆仓。

半托管模式应运而生。根据平台规则，半托管商家自行处理仓配，尾程物流时效需缩短至 7 天以内，Temu 希望招募：1) 境外有库存；2) 能够境外发货；3) 自建仓商家、海外仓合作商家等，很多原本就是 Amazon FBM 模式商户。AliExpress 2023 年 8 月试运营半托管，2024 年 1 月全面上线。Temu 2024 年 3 月 15 日在美国站点上线半托管，3 月底开始下放欧洲站点。根据大数跨境报道，Temu 有 1000 多名半托管买手负责招商。流量也向半托管商品方向倾斜，APP 次屏设置本地供应商专区，根据我们抽样，推荐流中半托管商品占比超 50%。

从全托管到半托管，核心仍是争抢产业资源，趋势是仓储物流和服务能力的比拼的重要性上升，竞争焦点从生产环节转向全链条效率，对平台供应链能力的考验从只求“有”、“快”变为还要“稳定”、“结构合理”。无论是半托管的出现还是海外仓建设热潮，都符合我们在二向箔战略中的描述，普通的产业资源不具有稀缺性，如何把先人半步的微弱优势转为排他性壁垒，这是第二道分水岭，而答案或为海外私有化基建。

目前来看，无论是 Temu 还是 AliExpress，都有这个战略高度和执行力建设海外私有化基建，此时专注度和战略纵深至关重要，因基建需要资源，资源要解决从哪里来和到哪里去的问题。先说到这里去，Temu 海外业务贡献占比在地域上更加集中，我们已经在上文看到其如何集中力量在美国区域实现了商家供给的后来居上，而在海外基建上，这一专注度方面的优势可能进一步放大，业务条线层面 Temu 的集中度也是更高的，集中度也是降维做减法的思路。再看资源从哪里来，一个更优的战略纵深，如自闭环的廉价流量、可以输血的高毛利业务、较小的组织包袱会为公司争取到时间、进攻主动性和容错空间。拼多多主端发育健康，阿里巴巴处于战略转型期，虽有积累但亦有包袱。我们判断，Temu 的战略纵深支持它定位 B2C 性价比生态位，在最大、最核心的市场倾销效率，并接受与之相匹配的风险敞口。

细看半托管政策，平台间特色鲜明，或预示着二者终“分道扬镳”。根据官方描述，AliExpress 的半托管是对商家自运营模式的升级，商家自运营店铺的商品，可以直接加入无需重开店铺。商家加入半托管后，可以延续之前的运营方式，平台主要提供仓储配送，营销，售后等解决方案支持。Temu 半托管模式中，具备海外备货和物流履约能力的商家要重开店铺，选择半托管服务后上传商品信息，将订单导入仓储物流系统。商家的自由度在于自行管理海外仓产品，申报价格（平台核价），出单履约。AliExpress 的重点是延续性，为平台上具备运营和品牌能力的商家提供进阶服务。Temu 的重点是履约，招揽具备海外本土仓储和物流履约能力的商家。这是因为 AliExpress 积累早，具有供应禀赋，当然也要顾及存量商家的利益诉求，履约上有菜鸟加持可做到全球五日达，同时发展历程其实已经步入精细化、品牌化运营阶段。而 Temu 还在跃进发展，缺乏资源但也没有包袱，定位更加 ToC，更加下沉。

总结来讲，中短期，Temu 和 AliExpress 的单边规模效应和双边规模效应上均不断共振提升，Temu 先人半步，在业绩超预期和估值上表现或更突出。但此阶段二者抢夺的国内产业资源不具有绝对稀缺性和排他性，并无代差。更长期，Temu 和 AliExpress 在充分研判海外市场现状后，利用各自禀赋，进行一定分化并各自拓展业务天花板。终局，我们看好 Temu 通过私有化基建建立排他性壁垒，以规模论最终成为效率赛道王者。

表9：各大电商平台托管机制对比

平台	全托管 上线时间	半托管 上线时间	国内仓	海外仓	入驻佣金 全/半托管保证金	回款周期 结算日
Temu	2022.9	2024.3	广州、义乌和香港等	美国在建，多地认证仓	零佣，1000/10000 元	T(签收)+1
AliExpress	2022.12	2024.1	华北、华东、华南仓群	波兰、西班牙、阿联酋、乌兹	零佣，10000 元	T(发货)+10
SHEIN	2023.5	2024.5	佛山、肇庆租赁、广州在建	美国扩建、沙特、意大利多地租赁	零佣，10000 元	半月至一月
TikTok Shop	2023.5	内测	上海、义乌、东莞、泉州	英国、美国、马来等认证仓	(2%+0.3)/单，500 美金	T(签收)+3~15

资料来源：公开资料，各公司官网，雨果跨境，36 氪，网经社，亿邦动力，浙商证券研究所

图18：Temu 和 AliExpress 的全托管和半托管模式对比

	Temu		AliExpress	
	全托管	半托管	全托管	半托管
供货价申报	商家		商家	
选品	协商	商家	协商	商家
核价、定价	平台		协商	商家
营销	平台		商家	
仓储	平台	商家	平台	商家/平台
物流履约	平台	商家	平台	商家/平台
售后	平台+商家		平台	

资料来源：各公司官网，雨果跨境，浙商证券研究所

图19：速卖通半托管宣传页

速卖通半托管服务，是POP的物流服务升级，是指由平台帮助POP商家管理仓配及物流履约环节，让商家可更专注生产和销售，降低出险风险，提升发货或物流履约能力的自由管理商家，不受过往的出海新挑战。

现在加入半托管将获得以下政策扶持：

- 佣金限时减免**：截止2月底，参选入仓享100%佣金返还，JT发货享50%佣金返还。
- 仓发费用减免**：仓发操作费，仓租费全免，免费上门取收；热销SKU入仓上架可享40%提前放款。
- 春节发货补贴**：限时发货单补贴，最高每单2元。
- 流量资源扶持**：享受流量扶持及Choice全域流量资源扶持。
- ERP升级**：主要ERP服务1月24日上线，助力商品报名更快更高效。

立即加入 速卖通速速立即加入，抓住2月限时福利，早加入早受益。

常见问题FAQ
什么是半托管？
半托管物流服务规则有哪些？

资料来源：速卖通，浙商证券研究所

上述的效率赛道之外，TikTok Shop 背靠社交母舰，直播电商形态天然适配差异化，其人和场的特色难以被稀释和剥夺。货品和供应链的泛化也并不严重影响其差异化程度（这一点和 SHEIN 相区别）。根据 Earnest Analytics 的数据，美国规模前二的 Temu 和 TikTok 的用户重叠度约为 25%。TikTok Shop 逻辑相对清晰，此处仅做简要论述。

如同国内抖音电商，TikTok Shop 享有海量流量，规模上限极高且进程快。eMarketer 的数据指出，2023 年约有 1.07 亿 美国消费者在通过社媒电商渠道购物，人均年消费额为 628 美元，预计到 2027 年将翻倍。根据 Earnest Analytics 的数据，自 TikTok Shop 美国小店于 2023 年 9 月推出，超过 11% 的美国家庭从 TikTok Shop 购买过商品。

用户画像上，TikTok Shop 相比于其他综合性跨境平台对年轻群体更具吸引力，平台用户的消费能力表现也相对较好。各平台用户年龄段和收入结构见 1.2.1。根据 Jungle Scout 3 月份的数据，大约 68% 的 Z 世代表示可能会直接在 TikTok 购买，仅次于 Instagram(71%)。

用户在 TikTok Shop 进行需求挖掘，购物决策看中多元价值导向，由此可能带来更低的价值敏感度和更优的转化效率。TikTok 与 Material 合作的研究显示，61% 的用户成功在 TikTok 上发现新品牌和产品，这一比例是其他平台用户的 1.5 倍。根据 TikTok for Business 的报告，67% 的用户认为 TikTok 在激励他们购物。

供应链层面，因 TikTok 承担了本土供应链的流量入口，TikTok Shop 的卖家资源和 SKU 快速得到补充。商家数量层面，TikTok 表示，小店在测试阶段时，美国已经有 20 万商家入驻 TikTok 电商。根据超店有数，上半年美国平均每月活跃的店铺量为 8331 家，高于平台平均水平。商家体量层面，上半年 TikTok 平台上有 414 家店铺的销售额超 100 万美金。

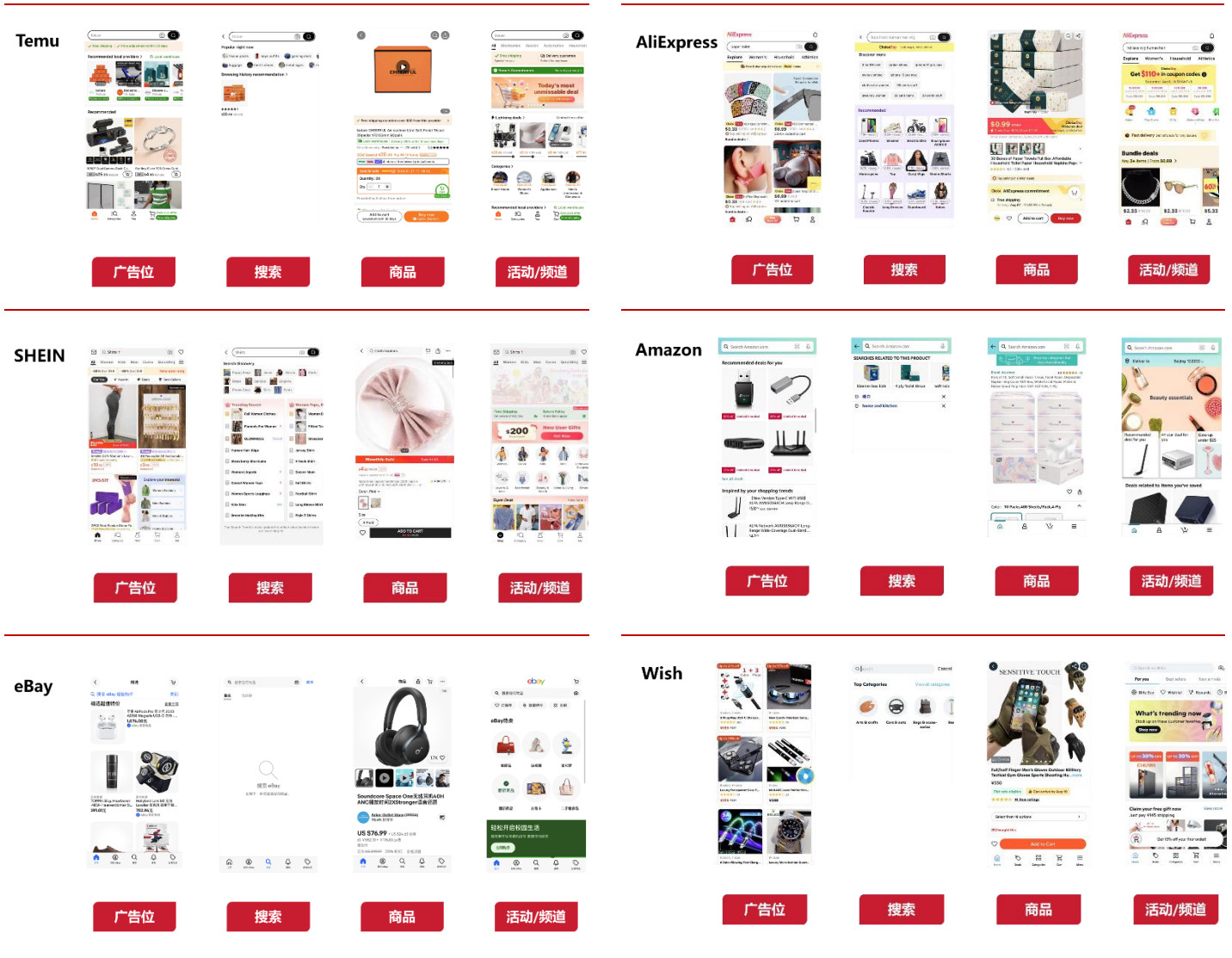
因为承接了本土供应链，TikTok Shop 店铺主要以本土自营店铺为主，运营也更轻量化，这有利有弊。2023 年 8 月在美国上线全托管“0 佣金 0 保证金”，但运营不当，2024 年 1 月 TikTok 宣布征收全托管保证金，提高佣金（佣金从每笔交易的 2% 逐步提高到 8%），同时宣布结束大促补贴、类目补贴、运费补贴等政策，大量小商家退出。美国本土店的品牌客户全托管增长最快，但亏损超预期，也被 TikTok 边缘化。我们认为，这是平台生态位的“果”，也是对于战略盲从的修正。辩证地看，TikTok Shop 事实上正与政策干预风险赛跑，供应链本土化有利于抵御此压力。根据 MGH 报告披露，约 60% 的 TikTok 用户表示，如果 TikTok 被禁，他们会定期使用 Instagram Reels。

3 风险

- 1) 宏观经济风险：宏观不及预期影响消费需求，致使电商平台增长疲软的风险。
- 2) 行业竞争风险：行业玩家竞争加剧导致平台增长及盈利能力不达预期风险。
- 3) 政策方向风险：各国准入门槛、关税等政策变动严重影响出海电商平台的生存空间和利润水平，政策的不确定性正提升，具体波动方向和幅度预测超出我们的能力范畴。
- 4) 研究报告使用的数据资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险，文中所做财务测算基于特定前提假设，或与实际数据存在偏差，仅供参考

4 附录

图20: 各电商平台 UI 界面



数据来源: 各平台官网, 官方 APP, 浙商证券研究所

表10: 部分国家和地区关税规则变化

国家	关税规则变化
美国	美国正考虑改革其“小额豁免”规则, 这项规则自 2016 年奥巴马政府时期以来, 允许价值不超过 800 美元的进口商品免税进入美国。根据美国海关的数据, 去年有高达 10 亿个包裹享受了免税政策, 中国是最大的来源国, Temu 和 SHEIN 占了其中的三分之一。
欧盟	欧盟计划进行 1968 年以来最大规模的海关改革, 以缓解海关部门因电商增长所承受的压力。改革主要涉及免税和合规, 可能移除 150 欧元以下进口货物免税的政策。据欧盟委员会估计, 2023 年, 欧盟进口了 23 亿件价值低于 150 欧元的免税商品, 其中电商产品进口量大增, 主要源自中国电商平台 Temu、SHEIN 和 AliExpress 的快速增长。
巴西	2024 年 6 月巴西联邦税务局公布了关于跨境电商进口商品的新税收政策, 对一年前的免税政策做了转向: 对 50 美元以下的所有进口电商包裹征收 20% 的税率, 对于价值在 50.01 美元到 3000 美元之间的商品, 将按 60% 的税率征税, 并享受 20 美元的固定税额减免。
东南亚	今年 1 月 1 日马来西亚关税局宣布, 对网上销售的不超过 500 令吉 (约合 106 美元) 的低价进口商品征收 10% 的低价商品税; 新加坡对进口价值低于 400 新元 (约合 300 美元) 的产品征收 8% 的销售税; 7 月 5 日起, 运往泰国的低价进口商品都需缴纳 7% 的增值税 (VAT)。

资料来源: 中国商务部, 国家邮政局, 欧盟委员会网站, 参考消息, 华尔街日报, 中新社, 第一财经, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>