



中信证券研究部

核心观点



廖原
互联科技融合
分析师
S1010522030004



许英博
科技产业首席
分析师
S1010510120041



联系人：李雷
互联科技融合
首席



杨清朴
新零售行业首席
分析师
S1010518070001



贾凯方
前瞻研究分析师
S1010522080001

在国内流量红利见顶的背景下，电商出海将是国内电商平台重要的第二增长曲线。尽管市场对电商出海的投入所带来短期的估值挑战仍存较大分歧，但我们认为基于现有国内供应链优势及成熟模式的复制，出海平台长期的盈利能力仍有较高能见度。在长期稳态情景下，我们测算其有望对阿里巴巴/拼多多/TikTok 等公司带来 404/498/138 亿美元潜在估值增量，对应当前市值的 17%/43%/11%。从市场空间来看，疫后消费者线上购物的习惯仍然延续，2026 年全球电商市场规模有望达 8.1 万亿美元，2022-26 年 CAGR 约 9%。我国凭借高性价比产品和优质供应链的核心优势，在全球市场中具备较强的比较优势，根据海关总署及艾媒咨询预测，预计 2024 年我国跨境电商市场规模有望达 2.95 万亿，2022-24 年 CAGR 约 22%，在全球电商市场（除中国）占比有望提升至 13.1%。基于成熟电商模式在国内的成功实践，我们看好国内头部平台根据自身优势进行能力输出以及为公司带来的潜在估值增量，建议重点关注阿里巴巴、拼多多、字节跳动（未上市）。

■ **报告缘起：国内流量红利见顶及政策激励下，电商出海乘风而起。**截至 2022 年 12 月，中国移动互联网月活跃用户规模达到 12.03 亿，几乎已触达全部 10-79 岁人口。2022Q3，阿里巴巴/拼多多用户数已达 9.03/8.82 亿，用户渗透率达 80%，国内网零渗透率也已达 31% 的较高水平。针对海外市场，阿里巴巴提出 2036 年服务全球 20 亿消费者，其中 10 亿将来自海外消费者的目标（截至 2022Q1 海外 AAC 为 3.05 亿），并将国际商业作为集团电商业务的第二增长曲线。我们认为，随着国内电商行业的流量红利逐渐触顶，内生增长趋缓，叠加中央经济会议提出“鼓励平台企业在国际竞争中尽显身手”的政策支持，出海将成为各公司当下重要的第二增长曲线。

■ **行业趋势：全球消费线上化趋势明确，中国跨境电商万亿市场可期。**疫情加速培育全球用户电商消费习惯，疫后消费者线上购物的习惯仍然得以保持。消费线上化趋势下，预计 2026 年全球电商市场规模有望达 8.1 万亿美元，2022-2026 CAGR 为 9%，增长驱动主要来自东南亚、拉美等新兴市场的快速增长以及社交电商、直播电商等新模式的产生。而中国企业凭借高性价比的产品优势有望持续获取市场份额，2024 年我国跨境电商出口市场规模有望达 2.95 万亿，2022-2024 CAGR 约为 22%，在全球电商市场（除中国）占比有望由 2021 年的 8.6% 提升至 2024 年的 13.1%。

■ **出海优势：供应链的高效率低成本为核心，政策支持及配套生态完善加速出海进程。**我国制造产业成熟，是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。成本端，我国劳动力生产效率领先，根据 Trading Economics，2021 年，我国制造业劳动力年平均工资约为美国的 22%。而成熟的产业集群和数字化能力也使得我国具有更强的规模化生产能力和更高的敏捷性。以 Shein 和 Zara 对比为例，根据 Zara 财报及晚点 LatePost，Shein 从收到订单到产品出厂/存货周转天数仅为 5/30 天，Zara 为 13/138 天，而 Shein 的生产成本仅为 Zara 的 30%-50%，成本控制及供应链快反能力是中国跨境电商的核心优势。此外，近两年来，随着国家针对海外仓建设、人才培养、退（免）税等政策的出台，海外仓、跨境支付、代运营、营销推广等领域基础设施日趋完善，跨境商户面向海外市场的竞争力进一步提升。

■ **发展难点：平台为主流模式，但营销及物流成本仍为短期痛点，仍需规模效应及本地运营能力提升解决。**按照运营模式，可将跨境电商划分为三方平台和独立站模式。根据 CBNDATA，51.9% 的跨境电商企业选择平台模式出海，占据主流，阿里巴巴、Temu（拼多多）及 TikTok 为代表的中国平台企业将伴随跨境

电商产业共同成长。当前，跨境电商模式的核心痛点在于流量及基建水平不一带来的成本升高。以 Temu 为例，根据渠道调研，当前流量营销/物流成本占每单价格的 70%/60%，从而使得单均亏损达 30 美元。未来公司有望通过规模效应及本地化运营能力提升改善成本，稳态下我们预计 Temu 的流量/物流成本将占每单价格的 30%/25%，从而实现每单约 2% 的经营利润率。

国内平台：差异化策略拓展海外市场，出海业务有望贡献百亿美元估值增量。

- **阿里巴巴：**阿里巴巴在国内电商平台中出海布局最早、模式最为丰富、覆盖范围最广，菜鸟的全球包裹网络也为国际业务提供了物流支持。FY2022，公司实现国际商业收入 610.8 亿元，同比增长 25%。我们预计其国际业务有望保持稳健发展，中性假设下，预计公司 FY2022-2026 收入 CAGR 为 20%，估值由 321 亿美元提升至 725 亿美元，增量估值在当前市值占比约 17%。
- **拼多多：**以极致性价比切入美国市场，配合大力营销和极强的团队执行力，经营数据快速增长，2022 年 9 月上线至今美国累计下载安装超 1080 万，日均 GMV 超 500 万美元。随着平台用户规模的扩大、用户心智的养成以及品类的丰富，经营模型有望持续优化。商业模式跑通假设下，我们预计 2026 年 Temu GMV 有望达 332 亿，2022-2026 年 CAGR 约 88%，估值有望达 498 亿元，增量估值在当前市值占比约 43%。
- **字节跳动：**基于自有庞大流量池，TikTok 自 2021 年开始拓展电商业务。目前东南亚地区进展领先，2021 年 60 亿 GMV 中超 70% 来自印尼。政策风险构成 TikTok 电商业务的最大不确定性，乐观/中性/悲观假设下 2026 年有望贡献 28%/11%/5% 的估值增量。

风险因素：全球主要国家通胀超预期抑制消费需求；全球主要国家经济衰退超预期；中美摩擦影响业务开展；地方贸易保护主义等阻碍跨境电商发展；跨境电商行业竞争加剧；美股退市风险等。

投资策略：全球消费线上化趋势延续以及海外通胀背景下，高性价比产品和优质供应链仍然是我国跨境电商出口的核心优势。叠加政策的大力支持以及配套服务体系的完备，中国跨境电商市场份额有望持续增长，2024 年我国跨境电商市场规模有望达 2.95 万亿，在全球电商市场（除中国）占比有望由 2021 年的 8.6% 提升至 13.1%。基于成熟电商模式在国内的成功实践，我们看好国内头部平台根据自身优势进行的能力输出以及为公司带来的潜在估值增量，**建议关注电商海外市场布局最广、基础设施支持最完备的阿里巴巴（09988.HK/BABA.N）；进军美国市场、当下增长动能最强的拼多多（PDD.O）；具备全球流量优势、直播电商模式全球领先的字节跳动（未上市）。**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

代码	简称	市值	估值方式	对应财务指标（百万元）				估值				评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
09988.HK /BABA.N	阿里巴巴	2,381	PE	136,388	132,673	150,895	167,585	12	12	11	10	买入
PDD.O	拼多多	1,151	PE	13,830	37,034	45,921	57,207	58	22	17	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 3 月 1 日收盘价；市值单位为亿美元

目录

报告缘起：国内增长放缓，电商出海探寻第二曲线	7
行业趋势：全球消费线上化趋势明确，中国跨境电商万亿市场可期	11
全球消费线上化趋势明确，新市场、新模式驱动增长	11
品牌出海迈入高质量发展新阶段，中国跨境电商万亿市场可期	14
出海优势：高效低成本供应链为核心，完备配套服务助力电商能力输出	16
供给侧：供应链高度成熟，生产效率全球领先	16
基础设施：配套服务生态完备，全链路赋能商家出海	18
发展难点：营销及物流成本为短期痛点，规模效应及本地化运营能力为发展关键	21
主要模式：平台为主流模式，独立站规模快速增长	21
核心痛点：流量成本升高及基础设施差异压制利润空间	23
风险因素	24
投资策略：关注国内头部电商平台出海进展，有望贡献百亿美元估值增量	25
阿里巴巴：多管齐下，全球化战略渐行渐稳	26
拼多多：极致性价比突围美国市场，高效模式有望再获验证	32
字节跳动：道阻且长，行则将至	37

插图目录

图 1: 截至 2022 年 12 月我国移动互联网月活跃用户规模 12.0 亿, 渗透率达到较高水平	7
图 2: 互联网细分行业月活跃用户规模 Top 10	7
图 3: BAT&头条系 App 用户安装占比	7
图 4: 预计我国网上零售规模 2020-2025 CAGR 约 7.6%	8
图 5: 我国网络零售渗透率	8
图 6: 国内头部电商平台年度活跃消费者	8
图 7: 国内头部电商平台 GMV 及增速	8
图 8: 全国跨境电商综试区地区分布	10
图 9: 全国跨境电商综试区数量	10
图 10: 中国出口集装箱运价指数: 22H2 以来明显回落, 但仍高于疫情前水平	10
图 11: 2019 年以来主要出口国消费者信心指数	11
图 12: 跨境电商企业应对风险的选择	11
图 13: 全球电商市场规模及增速	11
图 14: 不同品类疫情前后美国消费者线上购物占比	11
图 15: 2019-2022E 主要国家及地区线上零售渗透率	12
图 16: 北美电商市场规模及增速	12
图 17: 美国电商用户数及渗透率	12
图 18: 全球主要地区人均实际 GDP	13
图 19: 全球主要地区物流绩效指数	13
图 20: 新兴市场消费者信心指数领先	13
图 21: 全球主要地区电商及零售市场增速 (2022E)	13
图 22: 东南亚主要国家人口结构	14
图 23: 东南亚主要国家互联网及电商用户渗透率 (2021)	14
图 24: 美国社交电商市场规模及增速	14
图 25: 美国社交电商用户数及增速	14
图 26: 从“微笑曲线”看中国外贸升级的必然趋势	15
图 27: 中国企业各阶段红利期下的核心跨境电商类型	15
图 28: 中国全球化品牌 50 强在发达市场的品牌认知度及购买意向	15
图 29: 中国跨境电商出口市场规模及增速	15
图 30: 主要国家制造业增加值在全球占比	16
图 31: 全球出口金额占比	16
图 32: 主要国家制造业劳动力年平均工资 (2021)	16
图 33: 2021 年劳动力生产率	16
图 34: 我国跨境电商卖家销售品类分布	17
图 35: 柔性供应链敏捷高效	18
图 36: 柔性供应链小单快反提高产品周转效率, 降低库存压力	18
图 37: Shein VS Zara 件均生产成本	18
图 38: 物流是我国跨境电商卖家的主要成本之一	19
图 39: 跨境交易从下单购买到货物送达时间	19
图 40: 我国海外仓数量及面积	19
图 41: 主要国家和地区海外仓数量及增速	19
图 42: 中国三方跨境支付市场及增速	20

图 43: 2016-2021 年跨境电商领域投融资情况	20
图 44: 各模式下代表性跨境电商企业	22
图 45: 2021 年跨境电商品牌第三方平台销售占比	22
图 46: 跨境电商企业渠道布局情况 (2021)	23
图 47: 中国跨境电商独立站市场规模快速增长	23
图 48: 2021 年典型平台平均广告点击成本对比——品牌营销	23
图 49: 北美主流电商平台各流量来源渠道占比	23
图 50: 东南亚主要国家物流成本占 GDP 比重 (2020)	24
图 51: 东南亚主要国家消费者首选网购支付方式	24
图 52: 阿里巴巴海外 AAC	26
图 53: 阿里巴巴国际商业 GMV	26
图 54: 2015Q1 至今公司国际商业收入及增速	27
图 55: 公司国际商业 Adjusted EBITA 及增速	27
图 56: 阿里巴巴国际批发收入及增速	28
图 57: 2022 年前 8 月美国电商网站累计流量同比增速	28
图 58: 2022H1 TOP5 欧洲电商平台 APP 下载量	28
图 59: 速卖通平台畅销产品 TOP25 均价	28
图 60: Shopee 及 Lazada 月度销售额	29
图 61: Shopee 及 Lazada 客单价	29
图 62: 土耳其电商市场规模及增速	30
图 63: 土耳其电商渗透率持续攀升	30
图 64: 土耳其电商市场格局 (2020)	31
图 65: TOP5 欧洲时尚平台 APP 下载量 (2022H1)	31
图 66: 2021H2 以来美国通胀持续处于高位	32
图 67: 美国人均可支配收入 (不变价, 季调, 折年数) 及增速	32
图 68: 2021 年美国零售电商市场格局	32
图 69: Wish MAU 及活跃买家数	32
图 70: Temu 运营模式	33
图 71: 上线 4 个月后, Temu 在美国的活跃用户数已快速追平 Shein	33
图 72: Wish 营收及增速	34
图 73: Wish 用户投诉原因	34
图 74: Temu 流量来源	34
图 75: Temu 社交流量来源	34
图 76: Temu 履约途径	35
图 77: Temu 当前经营模型拆分	36
图 78: Temu 远期经营模型拆分	36
图 79: 全球主要国家 Tik Tok 用户数及渗透率	37
图 80: 全球主要国家 Tik Tok 月均使用时长	37
图 81: 2022Q3 印尼、越南、泰国及英国 TikTok Shop 经营数据	38
图 82: 主要平台社交电商用户数	38

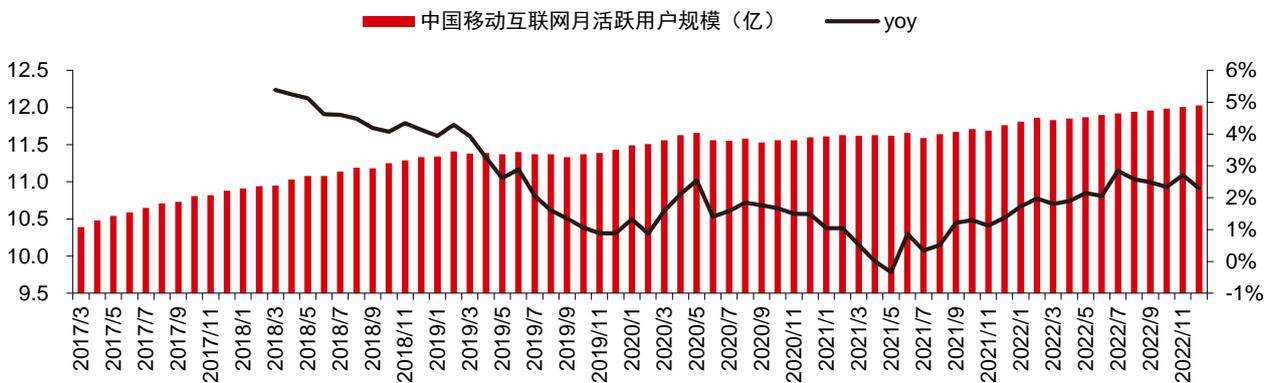
表格目录

表 1: 我国持续出台政策支持跨境电商行业发展.....	8
表 2: 中国跨境电商主要出口国关税政策	10
表 3: 我国优势产业集群.....	17
表 4: 跨境电商出口主要物流模式	19
表 5: 2022 年部分跨境服务商企业融资情况	20
表 6: 按照运营模式, 跨境电商可以分为三方平台和独立站	21
表 7: 按照选品策略, 跨境电商可以分为泛品模式和精品模式.....	21
表 8: 跨境电商板块重点跟踪公司盈利预测.....	25
表 9: 阿里巴巴海外电商主要布局	26
表 10: 阿里巴巴海外数字商业板块组织架构.....	27
表 11: Lazada 与 Shopee 平台对比.....	29
表 12: 2022Q1 TOP10 电商网站月访问量.....	30
表 13: 阿里巴巴国际商业估值测算	31
表 14: 各电商平台品类构成	34
表 15: Temu、Shein、亚马逊物流政策对比.....	35
表 16: Temu 主要管理团队	35
表 17: Temu GMV 测算	36
表 18: Temu 2026E 估值测算	37
表 19: Temu 2026E 估值贡献测算.....	37
表 20: TikTok 电商主要进展.....	38
表 21: TikTok 分地区电商 GMV 测算	39
表 22: TikTok 电商估值测算.....	39

■ 报告缘起：国内增长放缓，电商出海探寻第二曲线

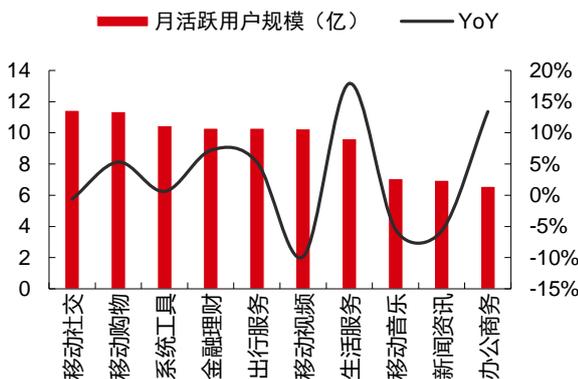
国内互联网渗透率已达较高水平，流量红利基本见顶。根据 Questmobile，截至 2022 年 12 月，中国移动互联网月活跃用户规模达到 12.03 亿，根据第七次人口普查数据，我国 10-79 岁人口约 12.09 亿，互联网用户渗透率已达较高水平。2022 年 6 月，移动社交/移动购物/系统工具 App MAU 分别达 11.43/11.36/10.45 亿（Questmobile），腾讯系/头条系/阿里系/百度系 App 渗透率分别达 98.6%/89.5%/96.2%/91.8%（月狐数据），头部平台渗透率接近天花板，流量红利基本见顶。

图 1：截至 2022 年 12 月我国移动互联网月活跃用户规模 12.0 亿，渗透率达到较高水平



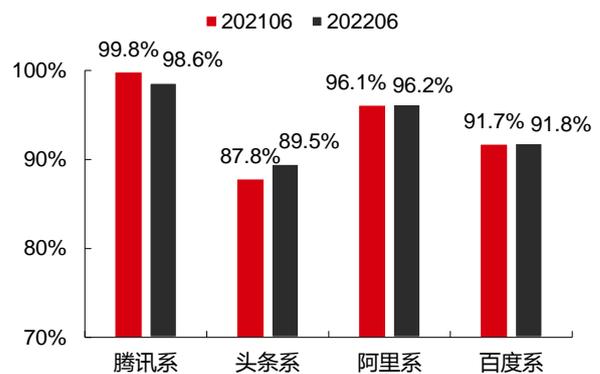
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

图 2：互联网细分行业月活跃用户规模 Top 10



资料来源：Questmobile，中信证券研究部

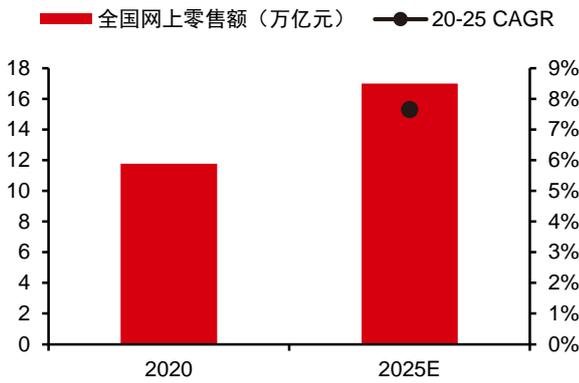
图 3：BAT&头条系 App 用户安装占比



资料来源：月狐数据，中信证券研究部

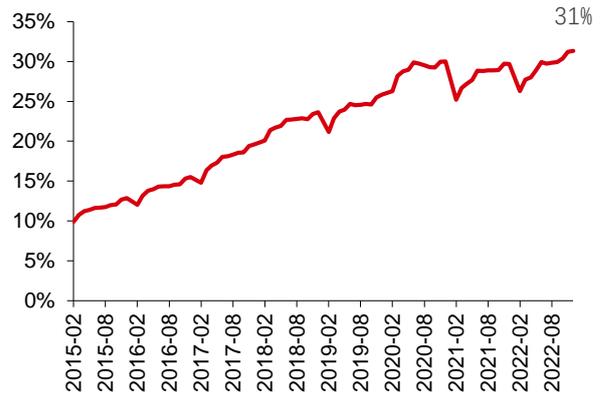
国内电商行业增长放缓，平台出海成必然选择。2022Q3，阿里巴巴/拼多多年度活跃消费者（AAU）已达 9.03/8.82 亿，用户渗透率达 80%，国内网零渗透率也已达 31% 的较高水平。我国电商行业整体已从前期的快速增长逐渐进入平稳发展期，根据商务部，2025 年，我国网上零售额预计将达 17 万亿元，2020-2025 年 CAGR 约 7.6%。随着国内电商行业的流量红利见顶，内生增长趋缓，出海成为各公司获取业绩增量的重要途径。

图 4：预计我国网上零售规模 2020-2025 CAGR 约 7.6%



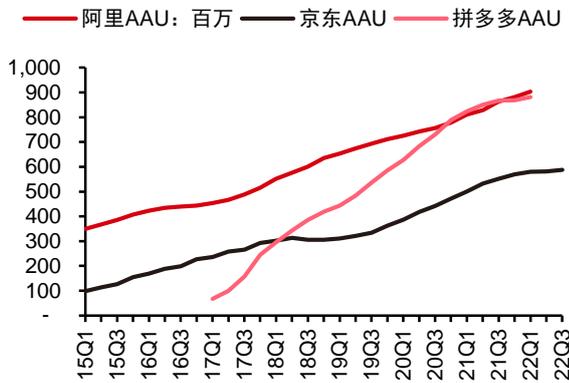
资料来源：商务部（含预测），中信证券研究部

图 5：我国网络零售渗透率



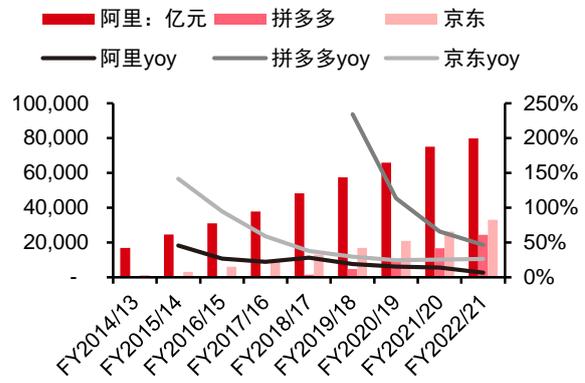
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 6：国内头部电商平台年度活跃消费者（百万）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 7：国内头部电商平台 GMV（亿元）及增速



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

政策利好频出，大力支持跨境电商行业发展。2020 年受疫情影响以来，跨境电商成为推动我国外贸转型升级、打造新经济增长点的重要驱动，国家在海外仓建设、人才培养、企业权益保护、金融服务、退（免）税等方面密集出台相应政策，全方位支持跨境电商发展。同时，2022 年底的中央经济会议也提出支持平台企业在国际竞争中尽显身手。在政策的大力支持下，跨境电商行业有望维持高景气。根据《“十四五”商务发展规划》，到 2025 年，跨境电商等新业态的外贸占比将提升至 10%。

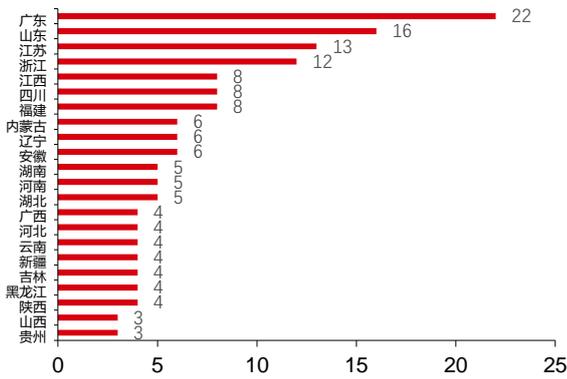
表 1：我国持续出台政策支持跨境电商行业发展

时间	发布政策	主要内容
3 月 13 日	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快发展跨境电商、市场采购贸易等新模式， 鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转。
2021 7 月 9 日	《“十四五”商务发展规划》	促进跨境电商健康持续创新发展，推进跨境电商综合试验区建设，探索跨境电商交易全流程创新，巩固壮大一批跨境电商龙头企业和优秀产业园区。开展跨境电商“十百千万”专项行动、规则和标准建设专项行动、出海专项行动、创新专项行动。培育一批具有国际影响力的跨境电商企业和产业园区、一批高质量交流载体、一大批复合型人才。 到 2025 年，将跨境电商等新业态的外贸占比提升至 10%。
7 月 9 日	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	在全国适用跨境电商 B2B 直接出口、跨境电商出口海外仓监管模式，便利跨境电商进出口退换货管理，优化跨境电商零售模式进口商品清单； 到 2025 年，力争

时间	发布政策	主要内容
		培育 100 家左右的优秀海外仓企业，并依托海外仓建立覆盖全球、协同发展的新型外贸物流网络。
7 月 13 日	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	推进跨境电商综试区建设，更好地发挥综试区对跨境电商的示范引领作用，促进外贸业态融合和贸易产业融合，带动各地开放型经济发展。 完善跨境电商发展支持政策。要研究制定跨境电商知识产权保护指南，引导跨境电商平台防范知识产权风险、防范假冒伪劣商品，保护企业的合法权益。
7 月 20 日	《关于印发全国深化“放管服”改革着力培育和激发市场主体活力电视电话会议重点任务分工方案的通知》	加强与相关国际通行规则对接，以签署加入《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）为契机， 在贸易投资自由化便利化、知识产权保护、电子商务、政府采购等方面实行更高标准规则。
1 月 13 日	《“十四五”现代流通体系建设规划》	促进跨境贸易多元化发展，培育外贸新动能。深入推进跨境电商综合试验区建设，支持发展保税进口、B2B 出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。
1 月 29 日	《关于进一步推进跨境电子商务创新发展的若干措施》	支持跨境电商平台做大做强 、持续推动外贸新业态新模式创新发展、构建跨境电商电子商务对接合作平台、建立完善跨境电商协调调度机制。
2 月 18 日	《关于印发促进工业经济平稳增长的若干政策的通知》	鼓励具备跨境金融服务能力的金融机构在依法合规、风险可控前提下， 加大对传统外贸企业、跨境电商和物流企业等建设和使用海外仓的金融支持。
4 月 29 日	《关于进一步便利出口退税办理促进外贸平稳发展有关事项的公告》	完善出口退（免）税企业分类管理、优化出口退（免）税备案单证管理、精简出口退（免）税报送资料、拓展出口退（免）税提醒服务、简化出口退（免）税办理流程、简便出口退（免）税办理方式、完善出口退（免）税收汇管理。
2022 5 月 26 日	《国务院办公厅关于推动外贸保稳提质的意见》	推动跨境电商加快发展提质增效。 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。
10 月 12 日	《关于加大出口信用保险支持进一步做好稳外贸稳经济大盘工作的若干措施》	加大对跨境电商、海外仓、服务贸易业务的保险支持， 综合运用短期出口信用保险、海外投资保险、中长期出口信用保险等产品支持企业新业态新模式业务发展。 联合行业协会，对相关企业提供有针对性的服务支持。
12 月 15 - 16 日	中央经济工作会议	提出要大力发展数字经济，提升常态化监管水平， 支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中中大显身手。
12 月 18 日	浙江省委领导调研阿里巴巴	强调要学深悟透习近平总书记关于推动平台经济规范健康持续发展和引导资本健康发展重要论述精神，坚持发展和规范并重，规范资本行为、激发创新活力、增强核心竞争力， 在推动发展、国际竞争和造福社会中中大显身手 ，争当规范发展模范生、创新发展领头羊、融通发展服务商支撑者。
2023 1 月 30 日	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	对符合规定的跨境电商出口退运商品，免征进口关税和进口环节增值税、消费税，出口时已征收的出口关税准予退还。 即，跨境电商企业出口的货物若再次退回国内，此前已征收过的出口关税将获得退还。

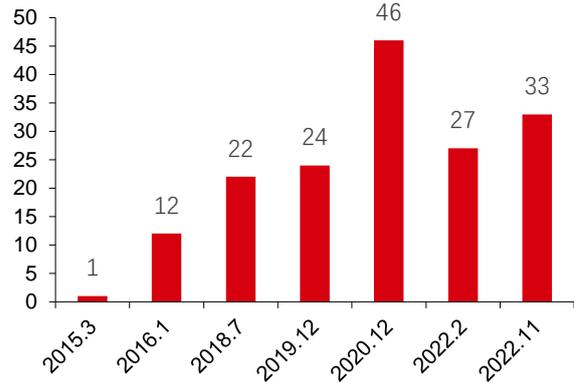
资料来源：国务院，商务部，发改委，国家税务总局，财政部，海关总署，北京市商务局，央广网，中信证券研究部

图 8：全国跨境电商综试区地区分布



资料来源：国务院，中信证券研究部

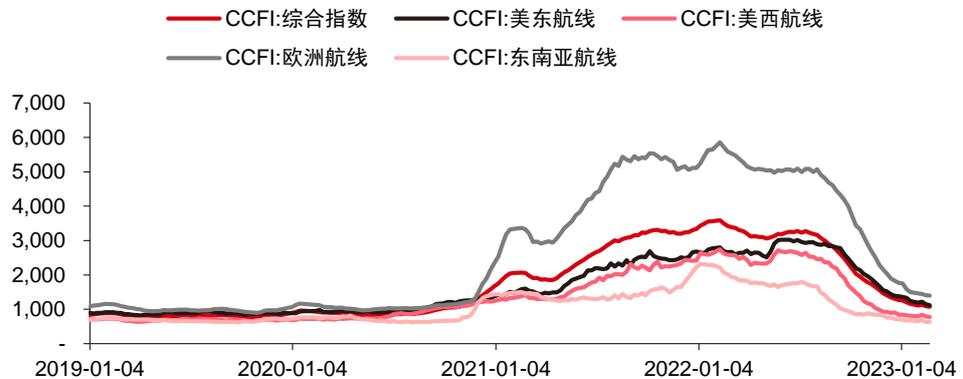
图 9：全国跨境电商综试区数量



资料来源：国务院，中信证券研究部

经营环境边际好转，商家积极应对规避风险。2021 年，欧盟取消关税豁免、俄乌危机、海运费上涨、亚马逊“封号潮”等因素拉升商家经营成本，导致跨境电商行业发展受阻。但 2022 年下半年以来随着运费价格明显回落、美国延长 352 项中国商品的关税豁免有效期、新兴发展中国家仍呈现较高的消费活力等，行业亦展现出边际转好的趋势。同时，跨境电商企业通过加强合规经营、深入布局海外生产基地、转轨独立站等方式积极应对风险，展现出较强的生存韧性。

图 10：中国出口集装箱运价指数：22H2 以来明显回落，但仍高于疫情前水平



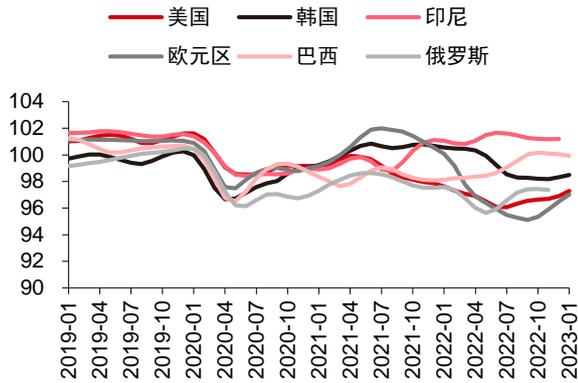
资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：中国跨境电商主要出口国关税政策

地区	时间	政策内容
欧盟	2021 年 7 月	取消对从非欧盟国家线上进口单价低于 22 欧元的商品免征进口增值税的规定。
RCEP	2022 年 1 月 1 日	中国与东盟、澳大利亚、新西兰之间的立即零关税比例将超过 65%，与韩国之间立即零关税比例将达到 39%和 50%，与日本相互立即零关税比例将达到 25%和 57%。最终，88%/86%/91%的中国出口至日本/韩国/东盟产品将享受零关税待遇。
美国	2022 年 12 月	对 352 项中国输美商品的加征关税豁免有效期再次延长九个月，至 2023 年 9 月 30 日。此前豁免期将于 2022 年底到期。

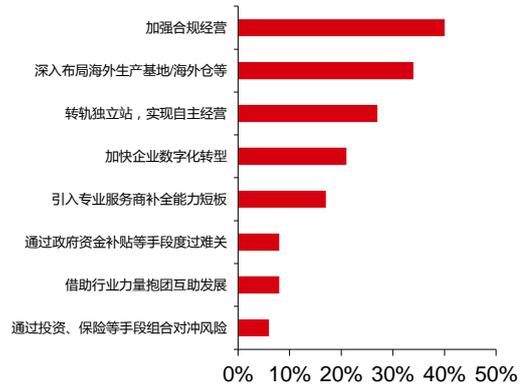
资料来源：欧洲理事会官网，美国贸易代表办公室，RCEP 协定，中信证券研究部

图 11：2019 年以来主要出口国消费者信心指数



资料来源：OECD，中信证券研究部

图 12：跨境电商企业应对风险的选择



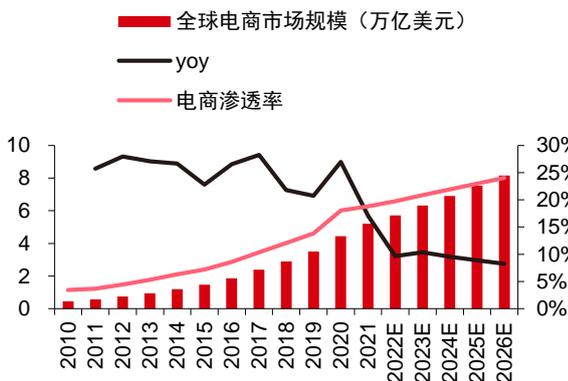
资料来源：亿邦智库，中信证券研究部

■ 行业趋势：全球消费线上化趋势明确，中国跨境电商万亿市场可期

全球消费线上化趋势明确，新市场、新模式驱动增长

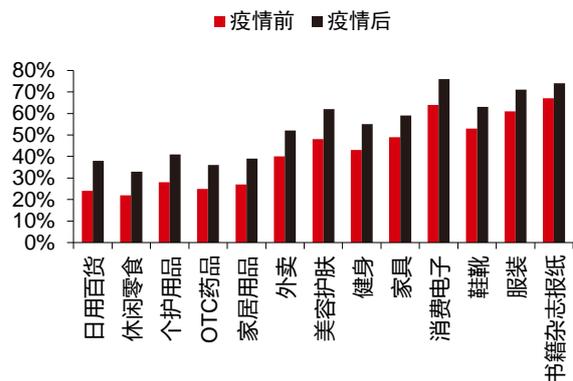
疫后消费线上化趋势延续，2026 年全球电商渗透率有望达 24%。疫情加速培育全球用户电商消费习惯，根据 eMarketer，全球电商市场规模 2019-2021 年 CAGR 为 22%。尽管全球疫情已进入常态化防控阶段，但消费者线上购物的习惯仍然得以保持，根据麦肯锡调研，疫情后依然会偏好线上购物的用户数在不同品类提升 5%-15%。消费线上化趋势下，根据 eMarketer，预计 2026 年全球电商市场规模有望达 8.1 万亿美元，2022-2026 年 CAGR 为 9%，2026 年全球电商渗透率有望达 24%。

图 13：全球电商市场规模（万亿美元）及增速



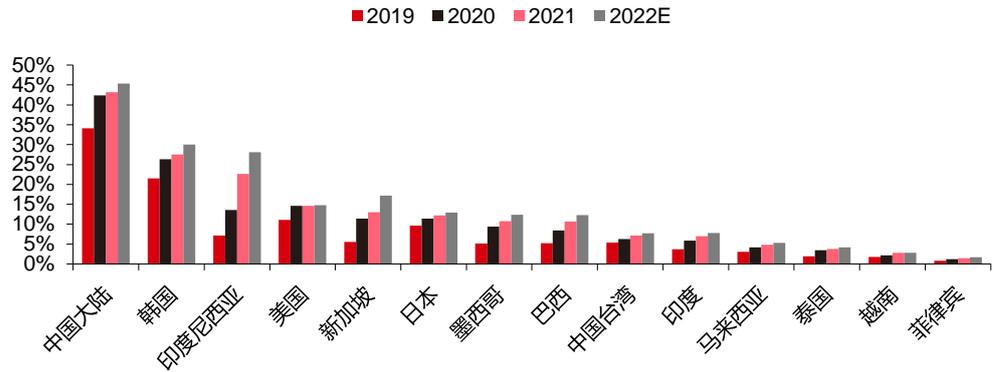
资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 14：不同品类疫情前后美国消费者线上购物占比



资料来源：麦肯锡，中信证券研究部

图 15：2019-2022E 主要国家及地区线上零售渗透率



资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

欧美电商市场发展成熟，高消费力支撑稳健基本盘。以北美市场为例，2021 年，美国电商用户达 2.1 亿，渗透率达 83.2%。尽管电商用户的渗透已较为充分，但居民整体消费能力领先。2021 年，北美地区人均 GDP 达 5.9 万美元，是全球平均水平的 5.4 倍。同时，由于北美电商市场起步较早，物流、支付等基础设施均已建设完善。高价值用户及成熟的基础设施体系有力地支撑了北美电商行业的发展，根据 eMarketer，2026 年，北美电商市场规模有望达 1.8 万亿，2022-2026 年 CAGR 约 12%，在全球电商市场占比约 22%。

图 16：北美电商市场规模（十亿美元）及增速



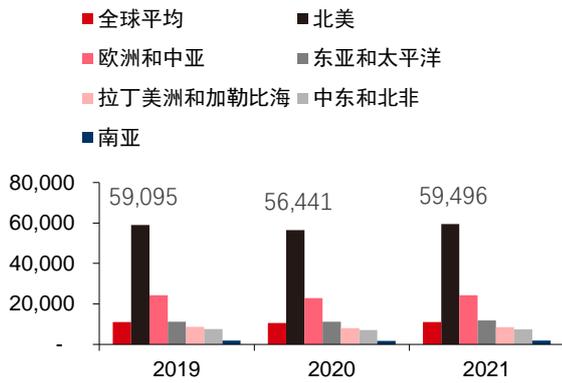
资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 17：美国电商用户数（万人）及渗透率



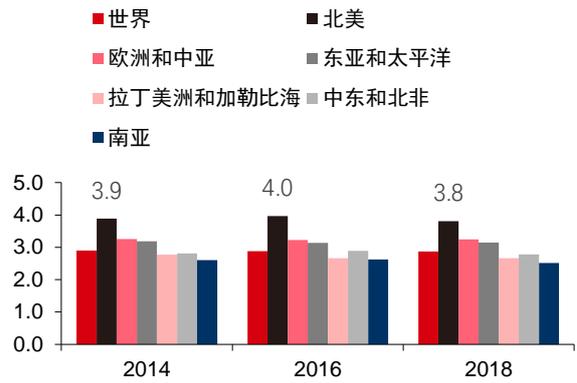
资料来源：eMarketer（含预测），中信证券研究部

图 18: 全球主要地区人均实际 GDP (美元)



资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

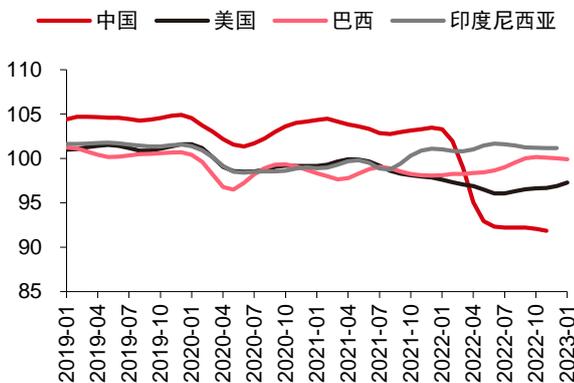
图 19: 全球主要地区物流绩效指数



资料来源: 世界银行, 中信证券研究部

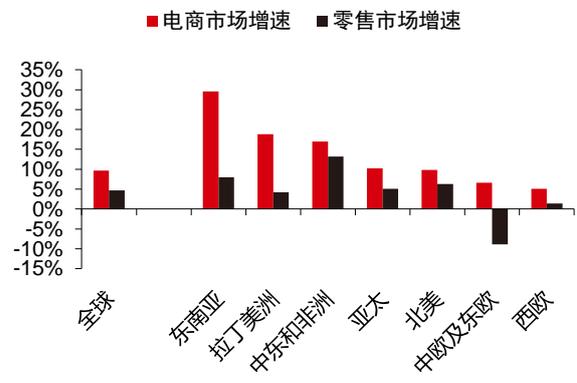
互联网快速渗透, 新兴国家电商市场增速领先。 受益于东南亚、拉丁美洲等地区年轻的人口结构, 促进了互联网在新兴市场的快速渗透及消费市场的活跃。以东南亚地区为例, 印尼/越南/马来西亚/菲律宾 30 岁以下人口占比分别为 50%/45%/49%/57%, 明显高于中国 (36%) /美国 (38%)。2021 年, 东南亚主要国家互联网用户渗透率均达 50%以上, 电商用户渗透率也已达 35%以上。同时, 新兴市场近年经济发展趋势良好, 居民消费信心不断提升, 根据 eMarketer 预测, 2022 年东南亚/拉丁美洲电商市场增速分别为 29.6%/18.8%, 明显高于全球 9.7%的电商增速。

图 20: 新兴市场消费者信心指数领先



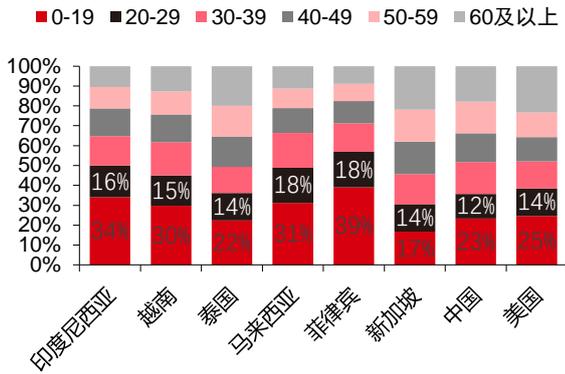
资料来源: OECD, 中信证券研究部

图 21: 全球主要地区电商及零售市场增速 (2022E)



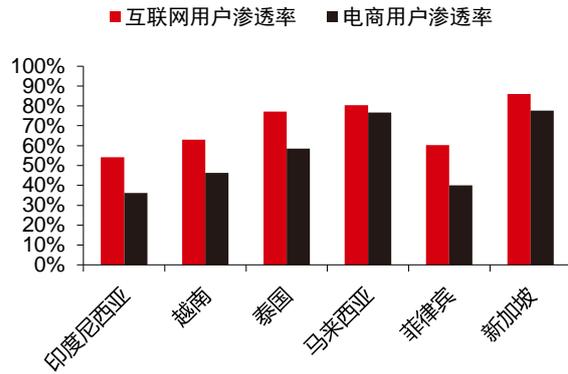
资料来源: eMarketer 预测, 中信证券研究部

图 22: 东南亚主要国家人口结构



资料来源: Population Pyramid, 中信证券研究部

图 23: 东南亚主要国家互联网及电商用户渗透率 (2021)



资料来源: eMarketer, Population Pyramid, 中信证券研究部

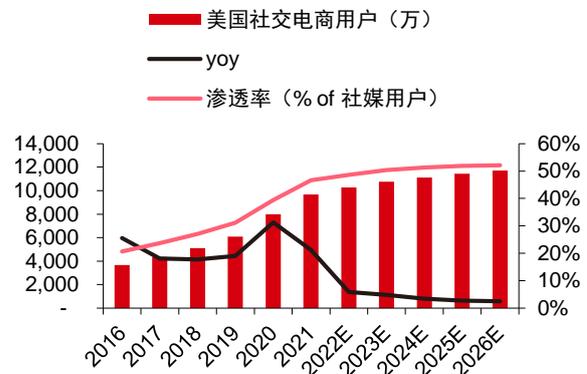
高体验、强互动提供新兴购物体验，社交电商风口初显。随着海外年轻消费群体的崛起，对高体验、强互动的新型购物方式的接受度逐渐提高，通过 TikTok、Instagram 等社交平台进行线上消费的用户持续增加。根据雨果跨境，美国 30% 的线上用户已习惯在社媒平台上直接购物，东南亚地区约 20% 的订单通过社媒平台完成支付。根据 eMarketer，2026 年，美国社交电商市场规模有望达 1301 亿美元，2022-2026 CAGR 约 25%，社交电商用户渗透率有望达 52.1%。

图 24: 美国社交电商市场规模 (亿美元) 及增速



资料来源: eMarketer (含预测), 中信证券研究部

图 25: 美国社交电商用户数 (万人) 及增速



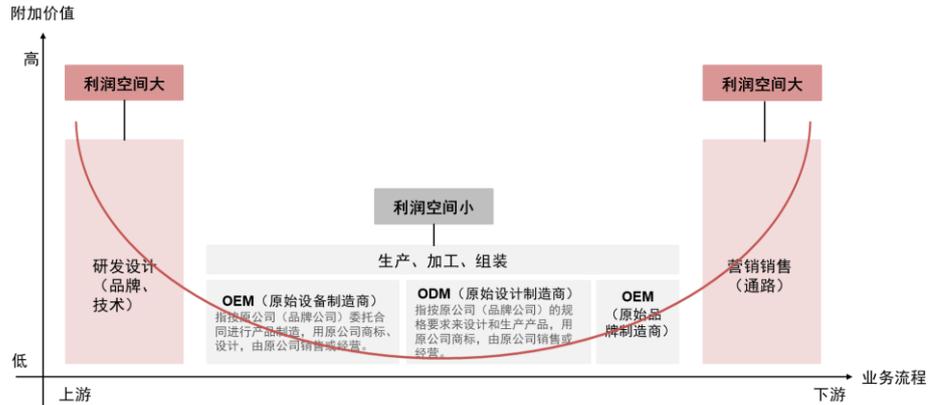
资料来源: eMarketer (含预测), 中信证券研究部

品牌出海迈入高质量发展新阶段，中国跨境电商万亿市场可期

早期，凭借国内的劳动力优势，中国制造的高性价比产品快速打开海外市场，但也带来了消费者价格敏感、用户粘性及心智较差等问题。经过二十余年发展，随着我国跨境电商模式的逐渐成熟、产业链布局的逐渐深入，以及行业竞争的日益激烈，国内跨境电商卖家正在实现从中国制造到中国品牌的升级，以提升消费者心智并强化议价能力。根据凯度及艾瑞咨询，发达市场消费者对中国品牌的品牌认知和购买意向逐年提升，2021 年分别达 19.8%/9.4%，4 年间提升 5/1.4pcts。品牌力的提升有望驱动跨境电商市场规模的进一步增长，根据海关总署及艾媒咨询预测，2024 年我国跨境电商出口市场规模有望达 2.95

万亿，2022-2024 CAGR 约为 22%，在全球电商市场（除中国）占比有望由 2021 年的 8.6%提升至 2024 年的 13.1%。

图 26：从“微笑曲线”看中国外贸升级的必然趋势



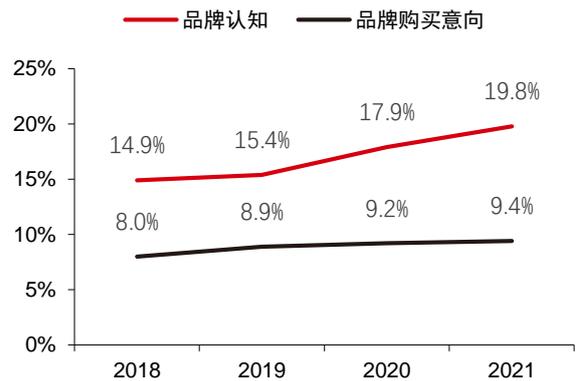
资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部

图 27：中国企业各阶段红利期下的核心跨境电商类型



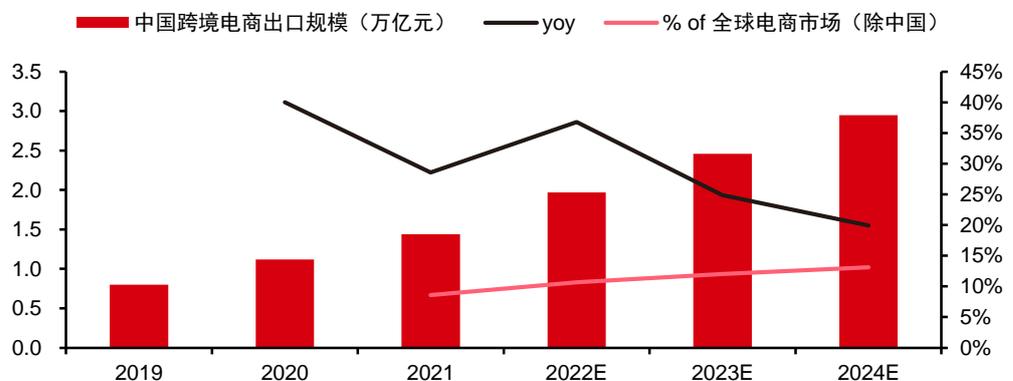
资料来源：谷歌，德勤，安克创新，艾瑞咨询，中信证券研究部

图 28：中国全球化品牌 50 强在发达市场的品牌认知度及购买意向



资料来源：凯度，艾瑞咨询，中信证券研究部

图 29：中国跨境电商出口市场规模及增速



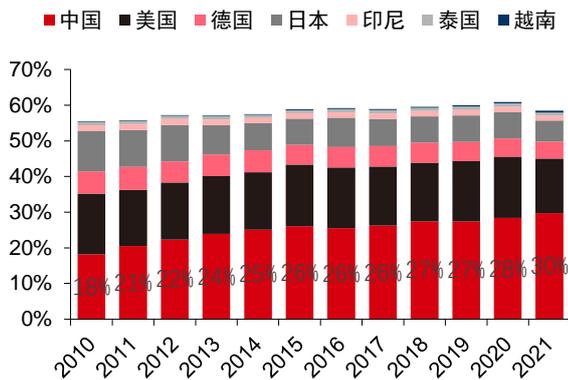
资料来源：海关总署，艾媒咨询（含预测），eMarketer，中信证券研究部

■ 出海优势：高效低成本供应链为核心，完备配套服务助力电商能力输出

供给侧：供应链高度成熟，生产效率全球领先

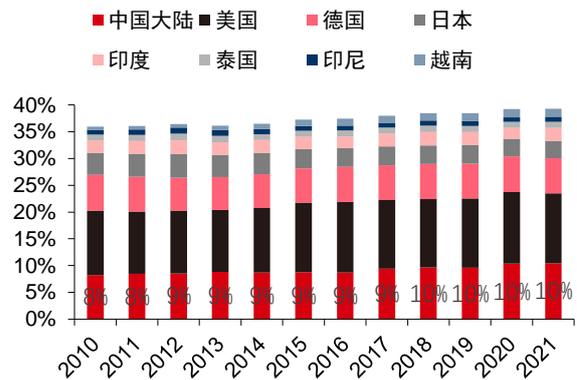
中国制造业规模庞大，劳动力生产效率领先。我国制造业规模庞大，制造业增加值连续多年位于全球第一，2021年我国制造业增加值达4.9万亿美元，在全球占比达29.8%，领先优势明显。同时，我国制造业产业配套完善，具有41个工业大类、207个中类、666个小类的生产能力，是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。而我国在劳动力成本上仍然具有优势，根据Trading Economics，2021年，我国制造业劳动力年平均工资为9.2万元人民币，仅为美国的约22%。尽管略高于东南亚国家，但根据世界劳工组织，2021年，我国劳动生产率达印度/越南的2.5/4.2倍，劳动力生产效率突出。

图 30：主要国家制造业增加值在全球占比



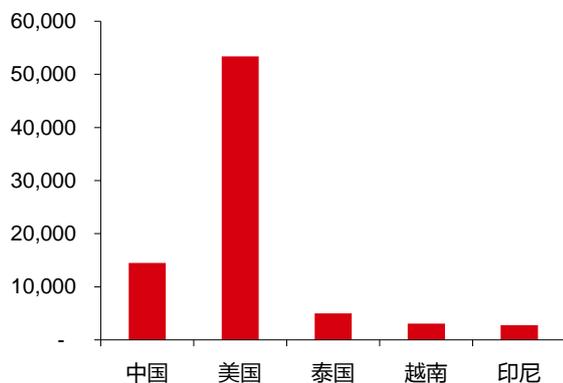
资料来源：世界银行，中信证券研究部

图 31：全球出口金额占比



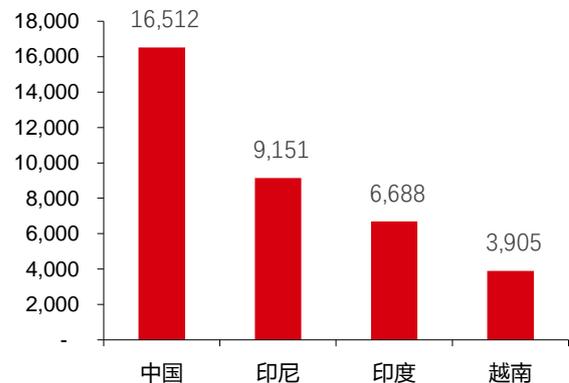
资料来源：国际货币基金组织，中信证券研究部

图 32：主要国家制造业劳动力年平均工资（美元，2021）



资料来源：Trading Economics，中信证券研究部

图 33：2021 年劳动力生产率（美元/人）



资料来源：世界劳工组织，中信证券研究部

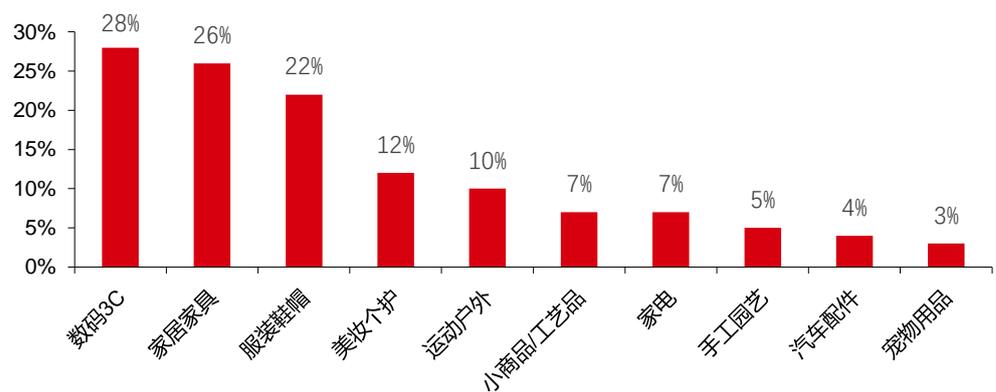
产业集群发展成熟，为跨境卖家提供丰富优质供给。一方面，成熟的产业集群和上下游配套厂家使得我国产业链规模化生产的能力领先；同时，随着跨境电商的蓬勃发展，传统优势产业集群积极开展数字化转型，凭借优质的高性价比商品开拓海外市场。产业集群优势使得我国出口品类形成相应特征，根据亿邦智库，28%/26%/22%的跨境电商卖家选择售卖数码 3C/家居家具/服装鞋帽品类。

表 3：我国优势产业集群

省份	城市	产业集群	产业介绍
珠三角	广东	深圳	消费电子 我国乃至世界重要的消费电子制造基地之一
		佛山	家具 中国最大的家具产业集群基地，家具产业约占国内 20% 市场份额，远销全球 50 多个国家和地区。
		中山	灯具 形成以古镇为中心、覆盖周边三市多镇区、年产值超千亿元的灯饰产业集群，远销全球 200 多个国家。
长三角	浙江	杭州	服装 专业市场导向，较早深耕电商，受益于长三角先进的数字经济基础设施和人才聚集。
		宁波	小家电 慈溪是国内三大家电生产基地之一，家电产业市场规模超 1000 亿元，现有家电整机企业近 2000 家，家电配件工厂超万家，产品涉及 20 多个系列、上千个品种。
		永康	五金 我国重要的五金生产基地、出口基地和五金产品集散中心。永康的五金产业集群上下游配套厂家聚集，在专业类目技术和工艺交流上形成优势，为国际主流品牌 OEM 代工多年。
江苏	南通	家纺 2021 年，南通家纺市场成交额超 2300 亿元，供应全球 60% 的家纺产品。	
海西	福建	泉州、厦门	服装鞋靴 福建是传统纺织鞋服产业大省，形成了化纤、纺纱、织造、染整、服装、家纺、产业用品、鞋等较为完整的产业链。泉州、厦门是福建省鞋服产业及贸易的重要聚集地，产业发展起步早、规模大，品牌优势明显，生产经验丰富。

资料来源：亚马逊，财新智库，中信证券研究部

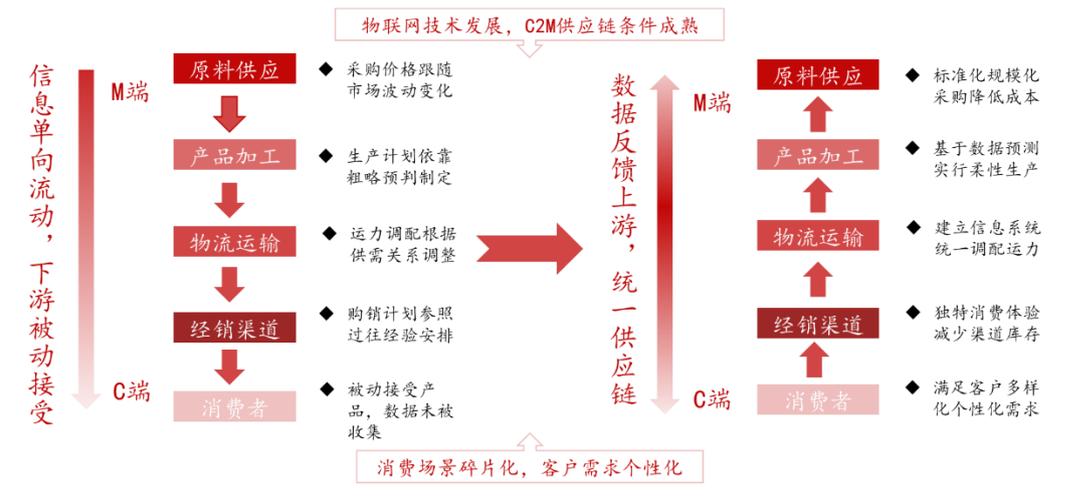
图 34：我国跨境电商卖家销售品类分布



资料来源：亿邦智库，中信证券研究部

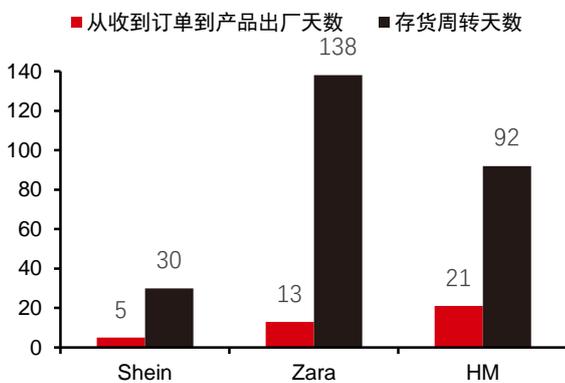
柔性供应链高度敏捷，更快捕捉趋势性机会。中国供应链高度灵活敏捷，对传统供应链的数字化赋能、消费者数据的沉淀以及逆向反馈使得工厂具有按需生产的能力，大幅降低商家库存和成本压力，“小单快反”的模式也能帮助商家更快地捕捉趋势性机会。以柔性供应链的极致践行者 Shein 为例，根据 Zara 财报及晚点 LatePost，Shein 从收到订单到产品出厂/库存周转天数只需 5/30 天，生产及周转效率明显高于 Zara、H&M，而生产成本仅为 Zara 的 30%-50%。

图 35：柔性供应链敏捷高效



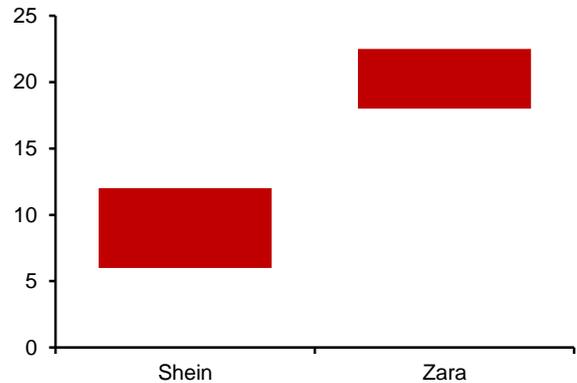
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：柔性供应链小单快反提高产品周转效率，降低库存压力



资料来源：各公司公告，晚点 LatePost，中信证券研究部

图 37：Shein VS Zara 件均生产成本（美元）



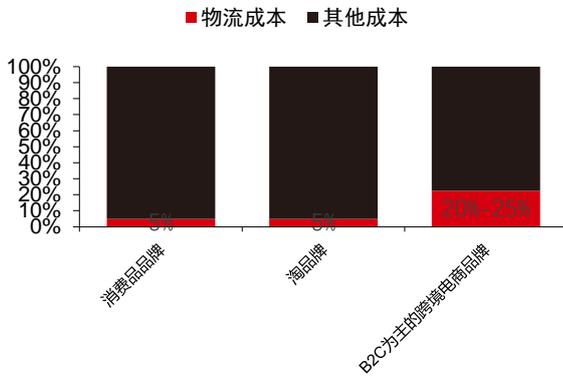
资料来源：各公司公告，中信证券研究部

基础设施：配套服务生态完备，全链路赋能商家出海

物流：时效性价比为核心，海外仓模式快速发展。跨境物流链路较为复杂，较高的物流成本和较长的送达时间成为影响商家经营和用户体验的重要因素。在国家政策支持及跨境电商行业发展的共同推动下，跨境物流基础设施日趋完善。目前，我国跨境电商出口物流分为直邮和海外仓两种模式，得益于较高的性价比和时效优势，跨境专线和海外仓占比持续提升。其中海外仓模式在政策支持下快速发展，2021 年我国海外仓数量超 2000 个，总面积超 1600 万平米，仓均面积达 8000 平米，2021 年海外仓模式在跨境电商出口物流

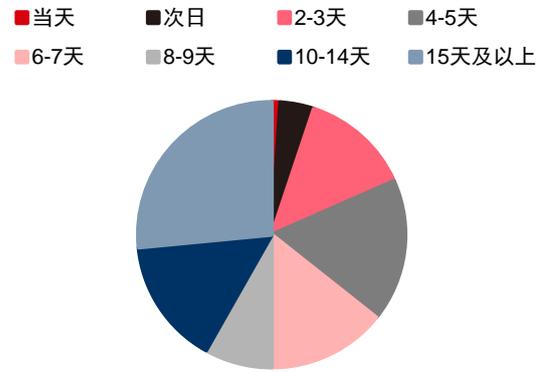
中份额已达 40%。随着我国在海外仓的持续布局，有望为跨境卖家在通关、税收、物流成本以及消费者体验等方面提供更多便利。

图 38: 物流是我国跨境电商卖家的主要成本之一



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

图 39: 跨境交易从下单购买到货物送达时间



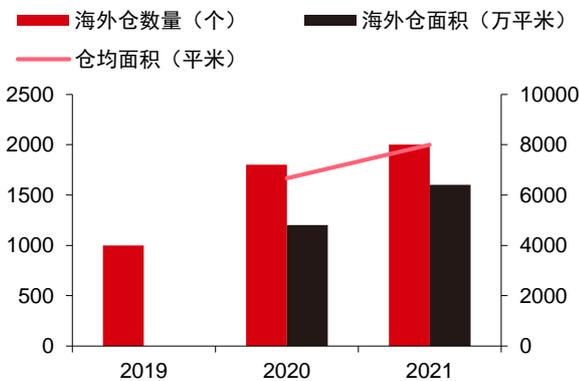
资料来源: Ipsos, PayPal, 艾瑞咨询, 中信证券研究部

表 4: 跨境电商出口主要物流模式

出口物流分类	模式	时效	运费价格	常用商品	份额 (2021)	
直邮	邮政小包	各国邮政部门开设的邮政服务	较慢; 航空转运或海运	较低	货值低、重量轻的商品	35%
	跨境专线	航空运输、货物送至境外后由第三方物流完成配送	介于邮政包裹和国际快递之间; 直飞占比较高	中等	介于邮政包裹和国际快递之间	20%
	国际快递	DHL、UPS、FedEx 等国际快递巨头依靠自建网络和国际化信息系统提供的快递服务	较快, 直飞为主	较高	对时效要求高、货值苛刻、重量较大的商品	5%
海外仓	海外减仓、租仓, 提前存储货物	尾程配送快	较低	SKU 标准、销量高、周转速度快的品类	40%	

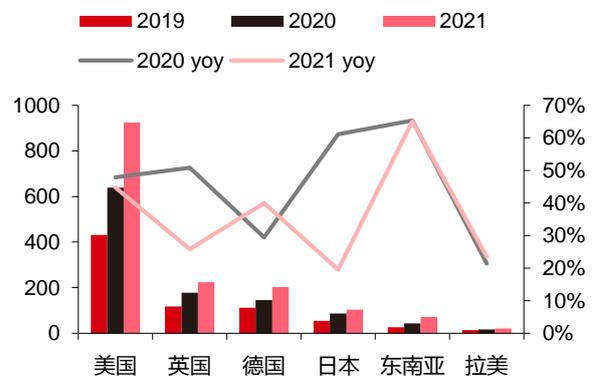
资料来源: 《2022 跨境电商行业发展研究报告》(智汇谷、阿里云), 中信证券研究部

图 40: 我国海外仓数量及面积



资料来源: 商务部, 中信证券研究部

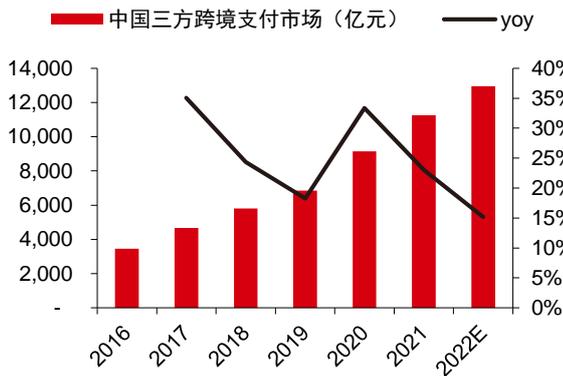
图 41: 主要国家和地区海外仓数量及增速



资料来源: 跨境眼, 中信证券研究部

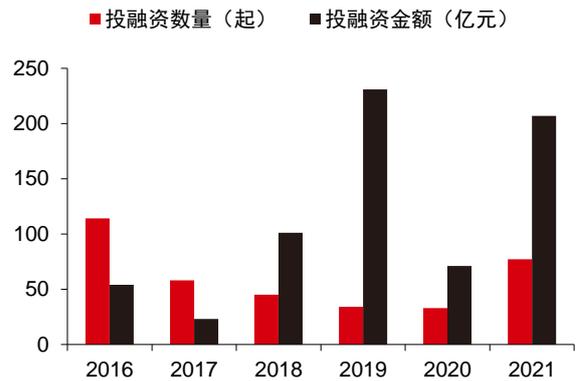
服务生态完备，全链路赋能跨境卖家。随着跨境电商行业整体成熟度和专业度的提升，以及行业竞争的加剧，对卖家的综合运营能力提出了更高的要求，跨境支付、代运营、营销推广等跨境电商服务商应运而生。根据艾瑞咨询，2021 年跨境电商领域投融资总金额达 207 亿元，其中服务商领域融资事件/规模占比分别为 65%/34.5%。跨境电商服务商生态的繁荣，有助于增强跨境卖家面向海外市场的竞争力。

图 42：中国三方跨境支付市场（亿元）及增速



资料来源：易观（含预测），亿邦智库，中信证券研究部

图 43：2016-2021 年跨境电商领域投融资情况



资料来源：网经社，国新办，商务部，艾瑞咨询，中信证券研究部

表 5：2022 年部分跨境服务商企业融资情况

时间	公司	主要业务	融资轮次与金额
2022.1	查明熊	东南亚电商服务综合 SaaS 平台	天使轮 1000 万元
2022.1	店匠	全球跨境电商自建独立站 SaaS 建站系统	C1 轮 1.5 亿美元
2022.2	珊瑚跨境	为跨境贸易企业提供安全高效的跨境资金结算和相关综合服务	A 轮 亿级人民币
2022.2	ShopBase	独立站 SaaS 平台，为卖家提供建站、支付、供应链、物流、售后等服务	A 轮 700 万美元
2022.2	豆沙包	海淘一站式互联网保险平台，主要为用户提供物流保障、信用保障、质量保证、售后保障等保险产品	B 轮 2000 万美元
2022.3	店小秘	跨境电商免费 ERP，提供产品刊登、打单发货、数据采集、店铺搬家、数据统计、采购管理、库存管理、客服管理等一站式服务	C 轮 1 亿美元
2022.3	博鼎国际	品牌全球化智能营销服务商	天使轮 百万级美元
2022.3	丝路互联	专注亚马逊代运营	Pre-A 轮 数千万人民币
2022.4	数派跨境	亚马逊跨境电商智能广告系统及运营数据分析工具	天使轮 千万级人民币
2022.4	卧兔网络	专注跨境红人营销推广服务，旗下有海外网红营销、跨境电商直播、TikTok 整合营销三大业务板块	A 轮 数千万元

资料来源：网经社，艾瑞咨询，企查查，中信证券研究部

■ 发展难点：营销及物流成本为短期痛点，规模效应及本地化运营能力为发展关键

主要模式：平台为主流模式，独立站规模快速增长

按照运营模式，可将跨境电商划分为三方平台和独立站。其中，三方平台运营模式逐渐成熟，为大量中小卖家提供了商品销售的渠道，但中心化平台流量红利弱化、商家同质化竞争加剧等问题也在逐渐凸显。而独立站模式下，卖家可以直连消费者，更好沉淀用户数据和品牌心智，通过差异化产品和服务打造私域流量，从而实现更加可持续的商业模式。

按照选品策略，可将跨境电商划分为泛品模式和精品模式。核心差异在于，泛品模式下产品高度同质化，商家通过薄利多销的方式盈利，因此掌握平台规则、追随市场热度打造爆品是商家经营的核心。而在精品模式下，产品是商家差异化的核心，精品卖家往往通过更高的研发投入打造差异化产品，通过更高的产品附加值实现更好的盈利能力。

表 6：按照运营模式，跨境电商可以分为三方平台和独立站

	三方平台	独立站
产品	品类齐全，平台对入驻商家产品品质进行把控，入驻后商家自主选品	分为垂直品类与全品类，商家自主设计生产，产品迭代快，生产上采取小单快反模式
流量	平台流量红利逐渐触顶	依靠搜索流量、社交流量等方式自主引流，流量天花板高
营销	广告会造成同页面价格竞争	推广具有独立性
物流	平台自建物流、三方物流、卖家物流	自发货
主要优势	平台运营模式成熟，商家开店门槛较低；平台自有流量及用户基数较大	能够更好沉淀用户数据和品牌心智，从而提升用户粘性和议价能力；不受制于平台规则，具有较高自主性
主要劣势	平台抽佣较高，合规管理较严；品牌力较弱的商家容易陷入同质化竞争，复购率较低，利润空间较小	对商家自主经营能力（市场定位、平台精细化运营、品牌调性、供应链能力、选品能力）要求较高

资料来源：《2022 跨境电商行业发展研究报告》（智汇谷、阿里云），《中国跨境电商独立站研究》（浙江电子商务促进会），中信证券研究部

表 7：按照选品策略，跨境电商可以分为泛品模式和精品模式

	泛品	精品
产品	注重品类多样性，SKU 数量可达几万至数十万	注重 SKU 数量控制及产品品质提升，追求产品差异化，核心 SKU 100-200 个
运营核心	市场热度趋势判断，爆品打造能力	供应链管理
研发投入	0.2%-3%	2%-7%
盈利能力	毛利率 10%-20%	毛利率 30%-50%

资料来源：亿欧智库，赛维时代公司公告，安克创新公司公告，中信证券研究部

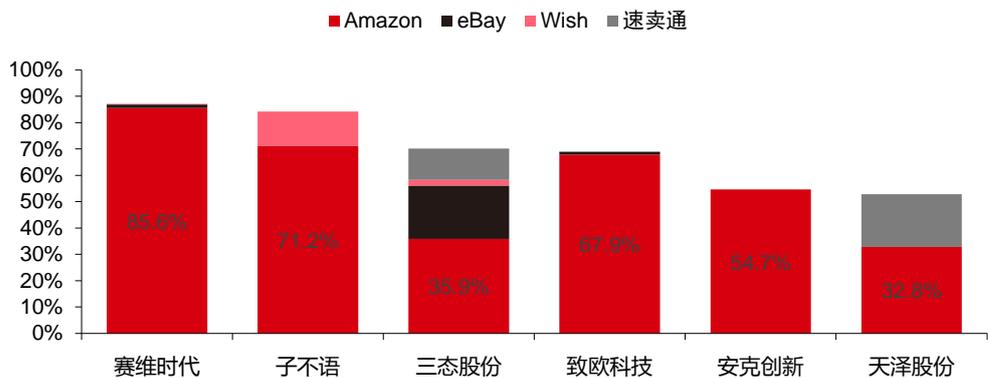
图 44：各模式下代表性跨境电商企业



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

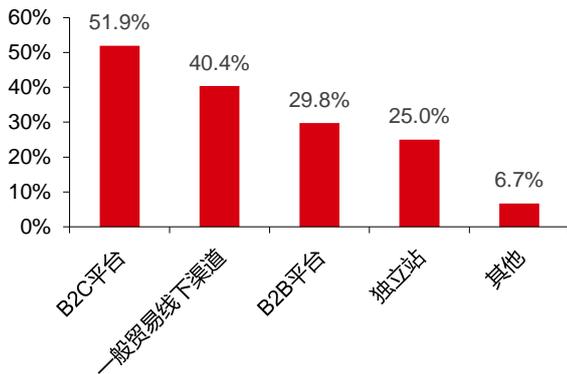
平台仍为主流模式，独立站快速增长。跨境卖家多渠道布局渐成趋势，但入驻平台仍然是当前跨境卖家的主流选择。根据 CBNDData，51.9%的跨境电商企业通过入驻 B2C 平台开展业务，29.8%的跨境电商企业已布局 B2B 平台；主要跨境电商品牌赛维时代、子不语、安克创新等在亚马逊的销售占比超 50%。同时，由于独立站能够帮助商家沉淀更加成熟的私域流量并实现更加可持续的商业模式，市场规模快速增长。根据头豹，2025 年，中国跨境电商独立站市场规模有望达 5.5 万亿元，2022-2025 CAGR 为 61.7%（而 B2C 跨境电商同期 CAGR 为 36.2%），在 B2C 跨境电商中占比有望从 2016 年的 25%提升至 2025 年的 41%。

图 45：2021 年跨境电商品牌第三方平台销售占比



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

图 46: 跨境电商企业渠道布局情况 (2021)



资料来源: CBNDATA, 中信证券研究部

图 47: 中国跨境电商独立站市场规模快速增长

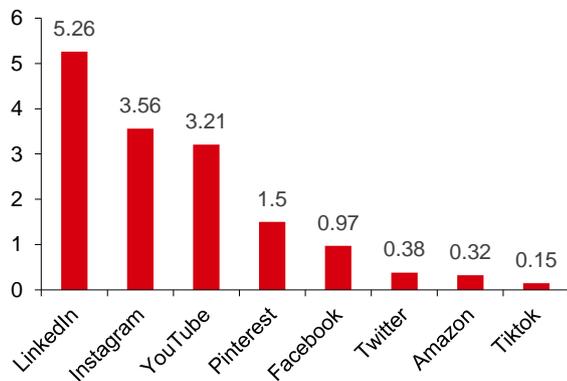


资料来源: 头豹研究院 (含预测), 中信证券研究部

核心痛点: 流量成本升高及基础设施差异压制利润空间

流量: 流量成本逐渐升高, 短视频营销乘风而起。随着谷歌 SEO 流量红利期、谷歌广告流量红利期、Amazon 等平台流量红利期、Facebook 等社媒流量的流量红利逐渐触顶, 流量成本逐渐升高, 2021 年 LinkedIn/Instagram/YouTube CPC 达 5.26/3.56/3.21 美元。电商卖家亟需拓展新的渠道以丰富流量来源。TikTok 凭借极低的流量成本、年轻的用户结构以及快速增长的用户时长, 正在引领下一阶段的流量红利。

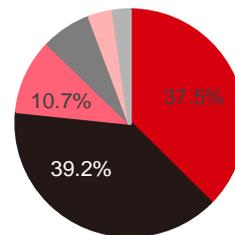
图 48: 2021 年典型平台平均广告点击成本 (美元/点击) 对比——品牌营销



资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

图 49: 北美主流电商平台各流量来源渠道占比

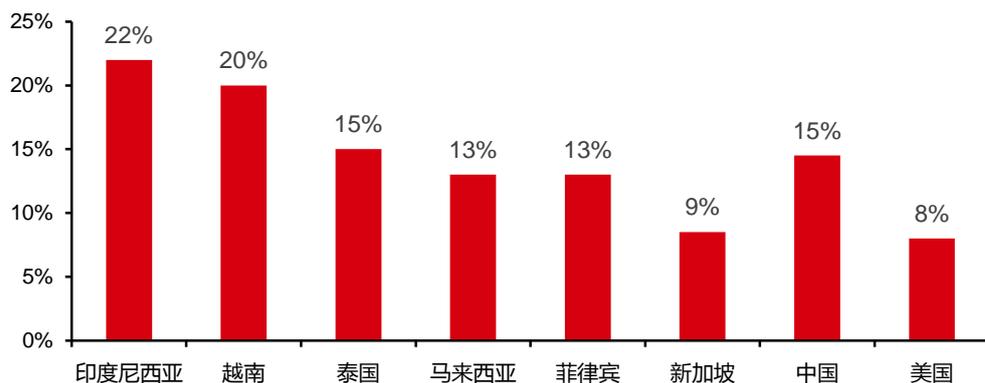
直接流量 搜索流量 社交流量
显示广告流量 外链引流流量 邮件流量



资料来源: Morketing, SimilarWeb, 中信证券研究部 注: 主要统计了 Amazon、eBay 等北美 18 个主要活跃平台

物流: 新兴市场基建水平不一, 履约体验缺乏保障。以东南亚地区为例, 其主要国家 (印尼、菲律宾等) 地形复杂, 岛屿多且以小城市为主; 人口总数多且居住分散, 导致物流成本高和时效性较低。新加坡物流设施完善, 但人力成本较贵, 同时消费者对履约体验有较高要求。2020 年, 印尼/越南/泰国物流成本占 GDP 比重达 22%/20%/15%, 明显高于美国 (8%)。国内玩家如 Lazada 通过自建物流体系的方式提升履约能力, 但也导致了短期较高的资本投入。

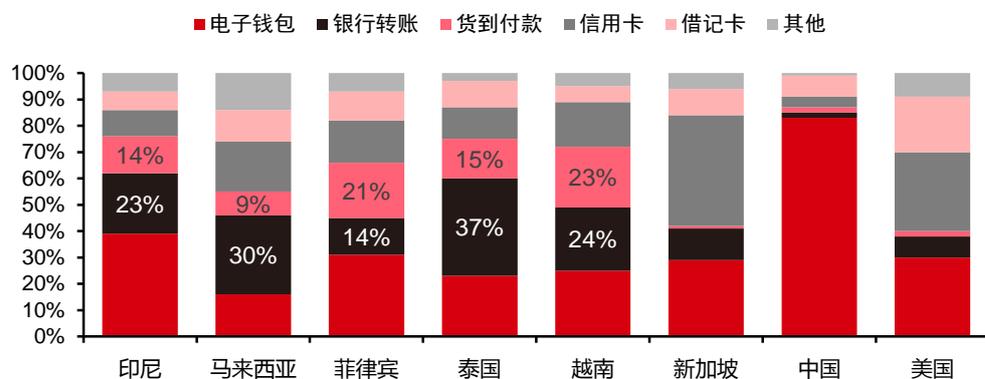
图 50：东南亚主要国家物流成本占 GDP 比重（2020）



资料来源：Wind，中信证券研究部

支付及信用体系：新兴市场信用体系缺失，线上支付渗透不足制约电商发展。新兴消费市场东南亚及拉美地区信用及银行体系较为薄弱，根据欧睿，2021 年，仅有约 20% 的东南亚居民使用银行服务，25% 的居民缺乏银行服务，而超过 50% 的居民缺乏银行账户。除新加坡外，东南亚地区银行转账、货到付款等非数字化支付方式占比较高；而银行卡仍处于普及阶段，线上支付占比较中美仍有较大差距，一定程度上限制电商渗透。

图 51：东南亚主要国家消费者首选网购支付方式



资料来源：《2022 全球支付报告》（FIS），中信证券研究部

风险因素

全球主要国家通胀超预期抑制消费需求：后疫情时代的需求复苏远超供给，带来全面持续的通胀压力，进而造成消费者信心的大幅下降，消费需求或将受到负面冲击。

全球主要国家经济衰退超预期：全球经济从周期上看已进入高通胀与低增长的“滞胀”状态，由于货币政策收紧、通货膨胀上升以及金融状况恶化等，全球主要国家经济或将出现滞胀、衰退趋势。

中美摩擦影响业务开展：中美贸易摩擦下关税增加提升跨境电商企业税负成本；知识

产权审查限制跨境电商产品；此外，物流运输限制压制跨境订单量。

地方贸易保护主义等阻碍跨境电商发展：经济下行趋势下，越来越多的国家出台贸易限制措施，以保护国内企业，自 2014 年起，G20 出台的非关税贸易壁垒达 1500 项。全球贸易保护主义抬头、关税改革等因素均严重阻碍跨境电商发展。

跨境电商行业竞争加剧：在众多利好政策扶持下，跨境电商行业迎来发展风口期，广阔的海外消费市场吸引众多企业投入跨境电商行业，行业竞争的加剧或将影响跨境电商企业的经营状况及盈利能力。

美股退市风险：自《外国公司担责法》通过以来，连续三年无法被 PCAOB 审计的美股中概股均将面临在美退市的风险。

■ 投资策略：关注国内头部电商平台出海进展，有望贡献百亿美元估值增量

全球消费线上化趋势延续以及海外通胀背景下，高性价比产品和优质供应链仍然是我国跨境电商出口的核心优势。叠加政策的大力支持以及配套服务体系的完备，中国跨境电商市场份额有望持续增长，2024 年我国跨境电商市场规模有望达 2.95 万亿，在全球电商市场（除中国）占比有望提升至 13.1%。基于成熟电商模式在国内的成功实践，我们看好国内头部平台根据自身优势进行的能力输出以及为公司带来的潜在估值增量，**建议关注电商海外市场布局最广、基础设施支持最完备的阿里巴巴；进军美国市场、当下增长动能最强的拼多多；具备全球流量优势、直播电商模式全球领先的字节跳动（未上市）。**

表 8：跨境电商板块重点跟踪公司盈利预测

代码	简称	市值(亿美元)	估值方式	对应财务指标 (百万元)				估值				评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
09988.HK /BABA.N	阿里巴巴	2,381	PE	136,388	132,673	150,895	167,585	12	12	11	10	买入
PDD.O	拼多多	1,151	PE	13,830	37,034	45,921	57,207	58	22	17	14	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 3 月 1 日收盘价

阿里巴巴：多管齐下，全球化战略渐行渐稳

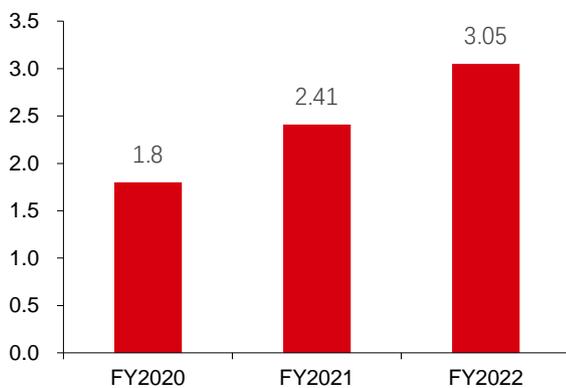
多维布局，海外 AAC 超 3 亿，GMV 达 3410 亿元。阿里巴巴在国内电商平台中出海布局最早、模式最为丰富、覆盖范围最广，自建面向海外卖家的阿里巴巴国际站和直接面向 C 端消费者的速卖通，并通过投资和收购的方式控股 Lazada 和 Trendyol，对欧美的成熟电商市场及东南亚、拉美、土耳其等新兴电商市场均有布局。针对海外市场，阿里巴巴提出 2036 年服务全球 20 亿消费者，其中 10 亿将来自海外消费者的目标（截至 2022Q1 海外 AAC 为 3.05 亿），并将国际商业作为集团电商业务的第二增长曲线。FY2022，公司海外电商 AAC 达 3.05 亿，GMV 达 3410 亿元；公司实现国际商业收入 610.8 亿元，同比增长 25%，收入贡献达 7.2%；实现经调整 EBITA 89.9 亿元，Margin 为 -15%。

表 9：阿里巴巴海外电商主要布局

	B2B		B2C	
	阿里巴巴国际站	速卖通	Lazada	Trendyol
成立时间	1999	2010	2012	2010
业务模式	定制+现货	国际版“淘宝”，淘系货源可直接接入	东南亚“小天猫”	土耳其“淘宝+天猫+饿了么”
面向地区	覆盖全球超 190 个国家	俄罗斯、欧洲（西班牙、法国、波兰）、拉美（巴西），覆盖超 200 个国家	东南亚	土耳其，欧洲
平台特征	主要为批发、小 B 订单；上市后大额订单逐步提升，主要面向零售商、大型采购商、超市买手等	以拥有海量 SKU 的铺货型卖家居多，重视商品性价比	定位品质电商，商家准入及服务标准门槛较高	以线上快时尚平台、售卖品牌女装起家，后续拓展杂货、美妆等品类及外卖业务
收入模式	会员费、广告费及增值服务，不对订单抽取佣金	平台抽佣（5%-8%）、广告费	平台佣金（非 LazMall 6%；LazMall 7%，其中手机 4%）、增值服务（广告、物流）	平台佣金、广告费；自营销售价差
经营数据	注册会员 1.5 亿，服务超 20 万卖家，活跃海外买家超 2600 万	海外买家数量超 1.5 亿，俄罗斯市场份额最高的电商平台	截至 21M9，AAC 达 1.3 亿，GMV（LTM）超 210 亿美元	超 3000 万用户，24 万卖家，在售商品 1.7 亿

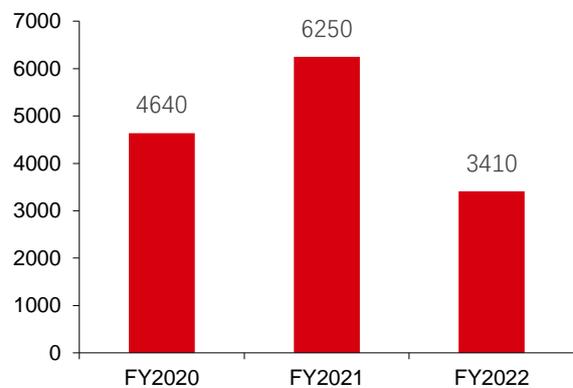
资料来源：阿里巴巴官网，阿里巴巴公告，亿邦智库，智汇谷，阿里云，中信证券研究部

图 52：阿里巴巴海外 AAC（亿）



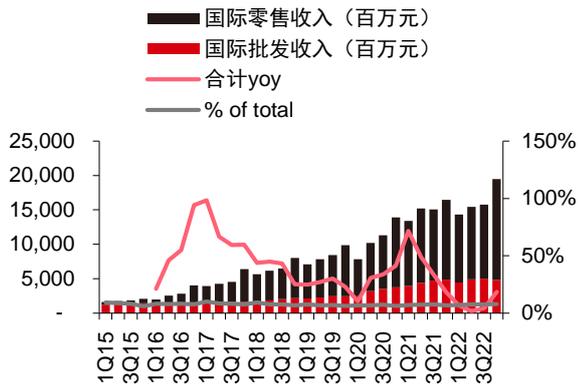
资料来源：阿里巴巴公告，中信证券研究部

图 53：阿里巴巴国际商业 GMV（亿元）



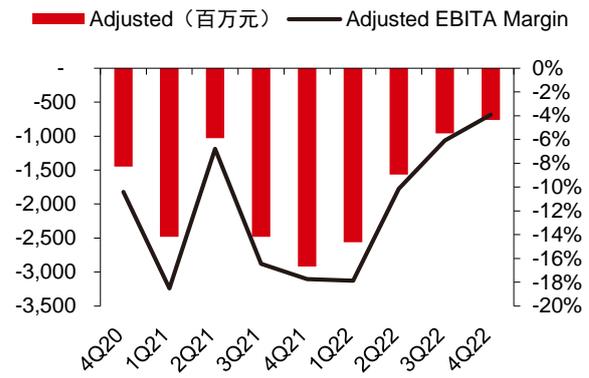
资料来源：阿里巴巴公告，中信证券研究部

图 54：2015Q1 至今公司国际商业收入（百万元）及增速



资料来源：阿里巴巴公告，中信证券研究部

图 55：公司国际商业 Adjusted EBITA（百万元）及增速



资料来源：阿里巴巴公告，中信证券研究部

组织架构：发力 B2C 平台，聚焦优质供给。蒋凡调任海外数字商业板块总裁后，在人员架构和业务策略上都进行了整合梳理，战略聚焦用户体验和优质供给，C 端业务速卖通、Lazada 和 Miravia 成为重点发力对象。一方面，注重跨境业务内部的资源打通，如把跨境相关（淘宝天猫海外、Lazada 以及速卖通）的供给部分整合在一起，统一交由淘宝原行业负责人张凯夫管理，形成一个跨境商家中台。同时，更加注重跨境业务的本地化运营，将 Lazada 泰国、菲律宾、马来西亚的 CEO 更换为在当地成长起来的业务负责人。新的组织架构和战略聚焦下，有望激发国际零售业务的增长活力。

表 10：阿里巴巴海外数字商业板块组织架构

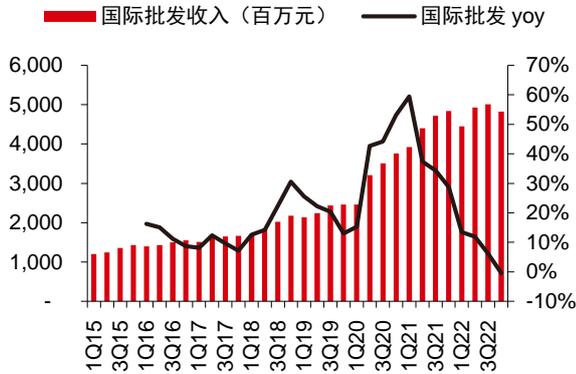
	职位	主要职责及过往经历
蒋凡	张阔	ICBU 总裁 把跨境相关（淘宝天猫海外、Lazada、速卖通）供给整合在一起，形成一个跨境商家中台；淘宝原行业负责人
	董铮	Lazada CEO 曾任 Lazada 泰国和越南 CEO，还担任过阿里巴巴董事局主席兼 CEO 张勇的助理
	宋君涛	eWTP
	刘威	速卖通国家业务中心
	张凯夫	速卖通跨境平台中心，叶剑秋（淘宝天猫海外）、靳科（行业运营）、梁胜亮（跨境用户增长）向其汇报 靳科：原淘宝人员； 梁胜亮：原淘特行业负责人
	李斐	阿里巴巴海外板块战略部
	黄爱珠	曾担任天猫生活快消总经理，负责的核心品类是食品生鲜，2021 年调任淘特担任运营总经理。

资料来源：晚点 LatePost，中信证券研究部

阿里巴巴国际站：阿里的起家业务，全球头部 B2B 电商平台。阿里巴巴国际站成立于 1999 年，经过二十余年发展，阿里巴巴国际站已经从早期的线上商机展示及问询网站逐渐成为集多项增值服务（如店面管理工具、CRM SaaS 服务、P4P 营销服务、贸易担保和履约服务）于一体的全球领先的 B2B 电商平台。FY2022，阿里巴巴国际站业务覆盖全球超 190 个国家，服务超 4000 万海外买家，实现国际批发业务收入 184.1 亿元，同比增

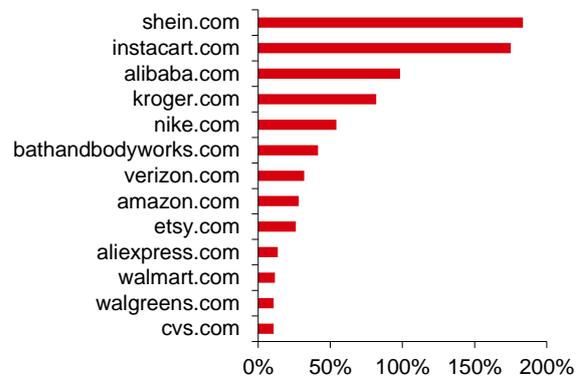
长 27.9%。基于平台积累的海量商家资源以及产品服务的不断完善，国际批发业务有望持续实现稳健增长。

图 56：阿里巴巴国际批发收入（百万元）及增速



资料来源：阿里巴巴公告，中信证券研究部

图 57：2022 年前 8 月美国电商网站累计流量同比增速

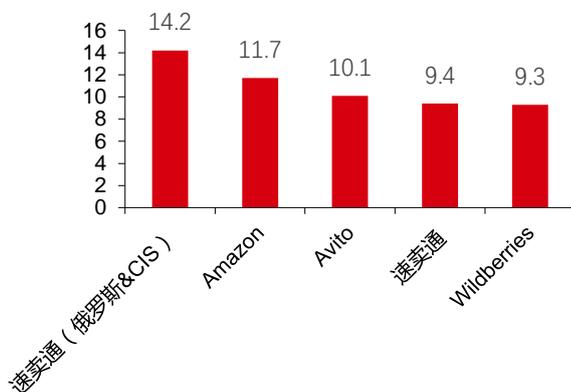


资料来源：Finbold，中信证券研究部

速卖通：欧洲领先的 B2C 电商平台，战略聚焦用户体验及优质供给。速卖通是阿里在 2010 年推出的面向全球市场的跨境出口 B2C 零售电商平台，通过持续输出国内高性价比产品，力图打造国际版“淘宝”。截至目前，速卖通已覆盖全球超 200 个国家，海外买家数量超 1.5 亿，在俄罗斯、西班牙、法国、波兰等国市场份额领先。但随着日益复杂的国际形势和逐渐激烈的竞争环境，速卖通也面临着本地化运营不足、用户体验欠佳、增长进入瓶颈期的问题。

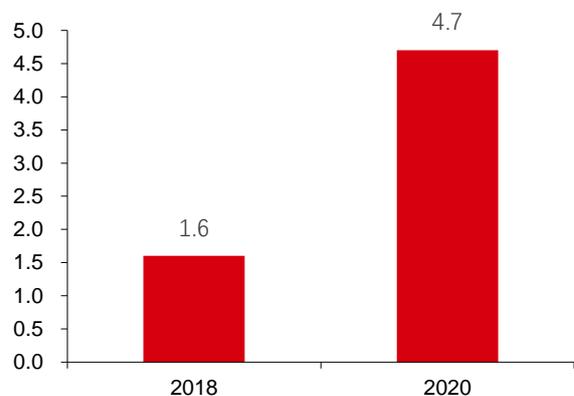
蒋凡自 2022 年调任海外数字商业总裁后，将速卖通发展战略调整为重视用户体验和优质供给。一方面，强调不同国家和地区的本地化运营，开发重点国家的独立应用，国家站团队更多对消费者负责，而行业运营团队更多对货品负责；同时，2022 年 12 月底，速卖通推出全托管服务，卖家可以零佣金提前将货物备至速卖通的官方仓库，平台将帮卖家进行运营和发货，通过降低生意门槛、简化运营过程，帮助更多中小商家和企业把握跨境机会；此外，推出 AEMall，对优质供给进行分层运营，在亚马逊封号潮影响下，有望吸引更多品牌卖家入驻，从而带动业务增长。

图 58：2022H1 TOP5 欧洲电商平台 APP 下载量（百万）



资料来源：Sensor Tower，中信证券研究部

图 59：速卖通平台畅销产品 TOP25 均价（美元）



资料来源：亿欧智库，中信证券研究部

Lazada: 东南亚头部 B2C 电商平台, 品质电商稳扎稳打。2016 年, 阿里巴巴收购东南亚领先的 B2C 电商平台 Lazada, 此后多次增资加大对东南亚地区电商的投资。Lazada 通过高品质产品供给、自建物流及仓储等方式为消费者提供品质化购物体验。根据 TMO, Lazada 客单价维持在 8-10 美元左右, 远高于 Shopee (2-4 美元)。尽管长周期的重投入以及品质电商的发展策略使得 Lazada 在前期竞争中并不占优, 但东南亚第二大 B2C 物流网络、支付及信用体系以及技术能力已经成为 Lazada 更为坚实的竞争壁垒。根据 TMO, 2022H2 以来, 随着 Shopee 大额补贴的逐渐退坡, 其 GMV 也表现出较大波动, 而 Lazada 仍然保持稳健增长, 2022 年 12 月-2023 年 1 月, Lazada 月销售额达 27.4/29.9 亿美元, 环比增长 27%/9%, 并在 2023 年 1 月实现对 Shopee 销售额的反超。随着前期投入逐渐进入回报周期, 叠加业务战略的调整和聚焦, Lazada 有望实现加速增长, 而其凭借品质电商的定位进军欧美市场亦有望进一步为集团国际业务带来增量。

表 11: Lazada 与 Shopee 平台对比

	Lazada	Shopee
平台模式	B2C	C2C, 逐渐向 C2C+B2C 转型; 以 3P 为主 (84%), 少量 1P
经营数据	截至 21M9, AAC 达 1.3 亿, GMV (LTM) 超 210 亿美元	2022Q3, 实现 GAAP 收入 19 亿美元 (yoy+32.4%); GMV 191 亿美元 (yoy+13.5%); 订单量达 20 亿单 (yoy+19.2%); 件单价 9.55 美元
佣金率	非 LazMall 6%; LazMall 7%, 其中手机 4%	佣金费率: 6%-8%; 交易手续费: 2%-3%
获客策略	推行“娱乐化消费”策略, 通过直播、游戏等特色互动功能, 打造购物节	以高性价比产品、补贴策略和本土化运营吸引用户
品类构成	超 1000 万种产品, 母婴用品、服装配饰、日用品、电子、健康美容等为热销品类	活跃产品为 300 万种, 以长尾高利润品类 (3C 电子、美妆护肤、家居用品、服饰等) 为主, 持续拓展产品范围及品牌化
物流	自建物流及仓储	以第三方物流为主, 在物流成熟地区, 与物流商进行合作; 在物流薄弱地区, 自建物流仓储

资料来源: 各公司公告, 阿里巴巴投资者日, 中信证券研究部

图 60: Shopee 及 Lazada 月度销售额 (百万美元)



资料来源: TMO, 中信证券研究部

图 61: Shopee 及 Lazada 客单价 (美元)



资料来源: TMO, 中信证券研究部

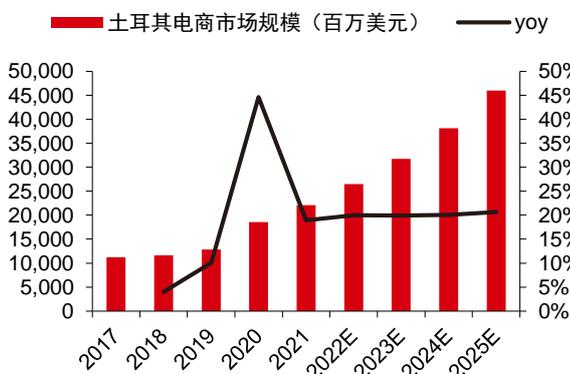
表 12: 2022Q1 TOP10 电商网站月访问量 (百万)

	印度尼西亚	越南	泰国	马来西亚	菲律宾	新加坡
1	Tokopedia (157.2)	Shopee VN (84.5)	Shopee TH (56970)	Shopee (54.9)	Shopee (76.9)	Shopee (14987)
2	Bukalapak (23.1)	Thế Giới Di Động (54)	Lazada TH (36850)	PG Mall (22.2)	Lazada (39.0)	Lazada (7183)
3	Blibli (16.3)	Điện Máy Xanh (20.8)	Central Online (2533)	Lazada (12.8)	Zalora (1.7)	Amazon (4867)
4	Ralali	Lazada VN	JD Central	Zalora	eBay	Qoo10
5	Bhinneka	Tiki	HomePro	GoShop	Beauty MNL	Castlery
6	Sociolla	FPT Shop	Advice	Qoo10	Galleon	Love, Bonito
7	Jakmall	CellphonesS	Powerbuy	Applecrumby	Flowerstore	Zalora
8	Matahari	Bách Hoá XANH	JIB	Decathlon	Ubuy	Courts Singapore
9	Jakarta Notebook	Hoàng Hà Mobile	Banana Store	Sephora	Sephora	EZBuy
10	Mapemail	Dien May Cho Lon	Officemate	Motherhood	Perfume-Phili ppines	eBay

资料来源: SimilarWeb, iPrice Group, 中信证券研究部

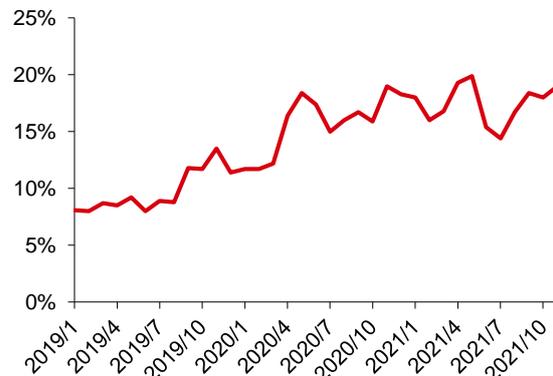
Trendyol: 土耳其“淘宝+天猫+饿了么”，新兴市场潜力可期。疫情加速土耳其电商线上渗透，疫后用户消费习惯延续，2025 年土耳其电商市场规模有望达 460 亿美元，2022-2025 CAGR 约 20%。2018 年，阿里巴巴收购土耳其电商 Trendyol。Trendyol 及时把握市场机会，以快时尚女装切入电商市场，此后持续丰富电子产品、家居用品、食品、珠宝首饰等品类，并拓展杂货和食品配送服务，迅速成长为土耳其最大的电商平台，2020 年市场份额达 27%。得益于土耳其本地生活及电商业务的强劲增长，2022Q4，Trendyol 订单量同比增长约 50%。随着在土耳其市场领先优势的确立，Trendyol 2021 年开始进军欧洲市场，凭借发达的服装加工业和区位优势有望进一步在欧洲市场获取份额增长。

图 62: 土耳其电商市场规模及增速



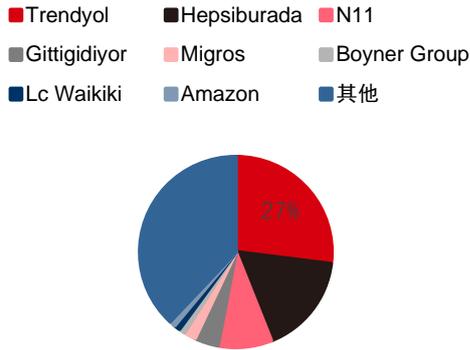
资料来源: Statista (含预测), 中信证券研究部

图 63: 土耳其电商渗透率持续攀升



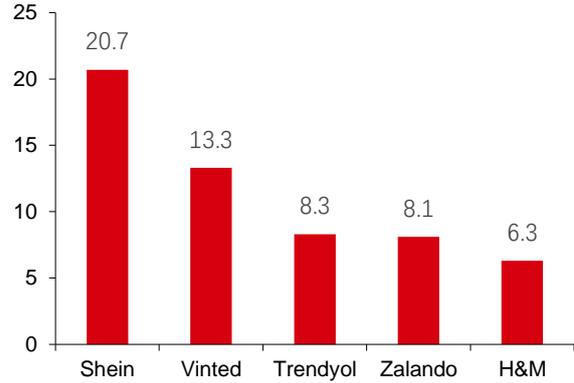
资料来源: E-Commerce Info Platform, 中信证券研究部

图 64：土耳其电商市场格局（2020）



资料来源：Marketing Turkey, HSBC, 中信证券研究部

图 65：TOP5 欧洲时尚平台 APP 下载量（百万，2022H1）



资料来源：Sensor Tower, 中信证券研究部

估值测算：国际业务的稳健发展有望为集团带来约 17% 估值增量。 1) 国际批发：业务已经进入稳健增长阶段，并已实现盈利，我们参考焦点科技（2023E 3x PS, 2021-2023 收入 CAGR 10.7%），考虑到阿里巴巴国际站收入的增速差异（2021-2023 CAGR 26.4%），给予国际批发业务 FY2024 4x PS。2) 国际零售：考虑 Lazada 自建物流体系带来的竞争壁垒以及速卖通国际版淘宝的定位，分别给予 Lazada 和速卖通 0.3x 和 0.2x P/GMV。Trendyol 则参考最近一次融资后估值 165 亿、阿里控股 86.5% 计算投资股权价值。综合来看，阿里巴巴国际商业 FY2022-2026 收入 CAGR 约 20%，估值由 321 亿美元提升至 725 亿美元，增量估值在当前市值占比约 17%。

风险因素：全球主要国家通胀超预期抑制消费需求；全球主要国家经济衰退超预期；地方贸易保护主义等阻碍跨境电商发展；跨境电商行业竞争加剧；中美摩擦因素影响业务开展及股价波动；政策监管导致经营调整的风险；金融业务监管风险；数据安全相关风险；对外投资布局拖累利润；美股退市风险等。

表 13：阿里巴巴国际商业估值测算（亿美元）

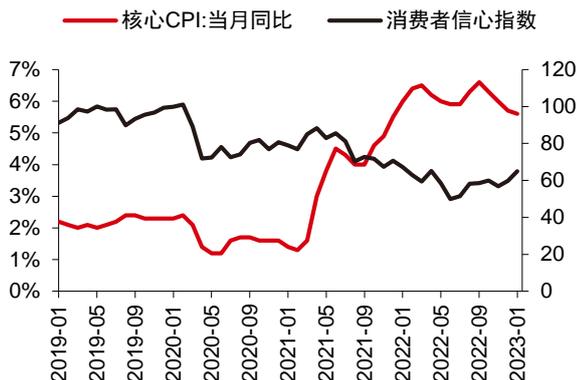
阿里巴巴国际商业估值	FY2024	FY2025	FY2026	核心假设
国际批发	181	217	256	
阿里巴巴国际站	181	217	256	参考焦点科技，给予阿里巴巴国际站 4x PS
国际零售	364	417	469	
Lazada	108	127	146	参考 Shopee，给予 Lazada 0.3x P/GMV
速卖通	113	127	139	参考 Shopee，给予速卖通 0.2x P/GMV
trendyol	143	164	184	按照最近交易计算
合计	546	635	725	
增量估值贡献 (相比 FY2022)	10%	13%	17%	

资料来源：阿里巴巴公告，Wind，中信证券研究部测算

拼多多：极致性价比突围美国市场，高效模式有望再获验证

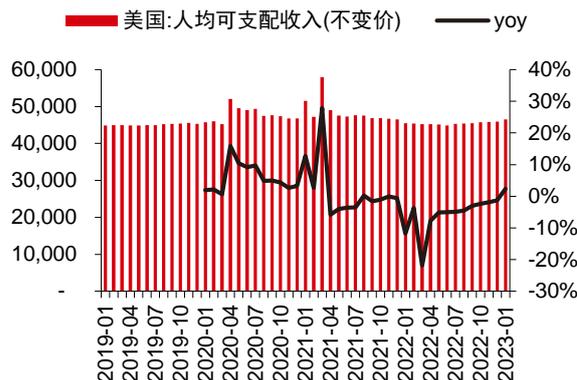
行业趋势：高通胀压制居民购买力，消费降级趋势下 Temu 有望受益。2021H2 以来，美国核心 CPI 持续升高，并在 2022 年 9 月达 6.6%，创下 1982 年 8 月以来的最大增幅。持续的高通胀削弱了居民的实际购买力，叠加经济衰退的预期也使得消费者信心持续下行。在居民消费支出紧缩的趋势下，Temu 凭借极致性价比的心智，从日百等高频刚需品类切入，有望加速受益于消费降级的趋势。

图 66：2021H2 以来美国通胀持续处于高位



资料来源：美国劳工部，密歇根大学，中信证券研究部

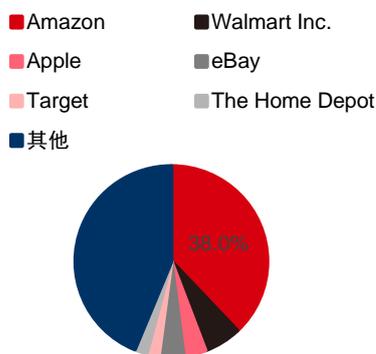
图 67：美国人均可支配收入（不变价，季调，折年数）及增速



资料来源：美国经济分析局，中信证券研究部

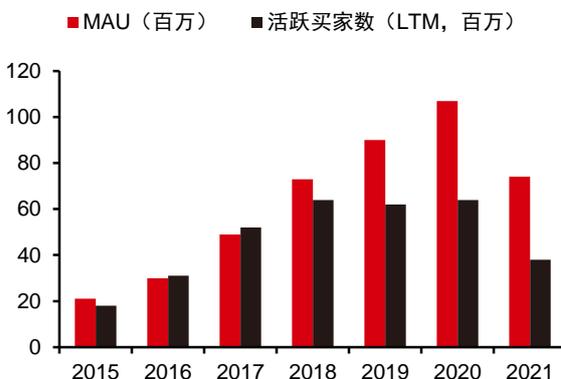
市场格局：亚马逊占领快、好心智，Wish 验证欧美性价比需求。北美零售电商平台呈现“一超多强”的市场格局，亚马逊凭借快、好独占心智，2021 年市场份额达 38%；除亚马逊外，市场格局分散，TOP2-TOP16 市场份额累计约 28.8%。而美国性价比电商平台 Wish 凭借性价比优势和个性化推荐快速崛起，峰值 MAU/活跃买家数（LTM）达 1.1 亿/6400 万，验证了尽管欧美地区居民消费能力更强、更注重品质消费，但仍然存在消费分层的性价比需求。

图 68：2021 年美国零售电商市场格局



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

图 69：Wish MAU 及活跃买家数

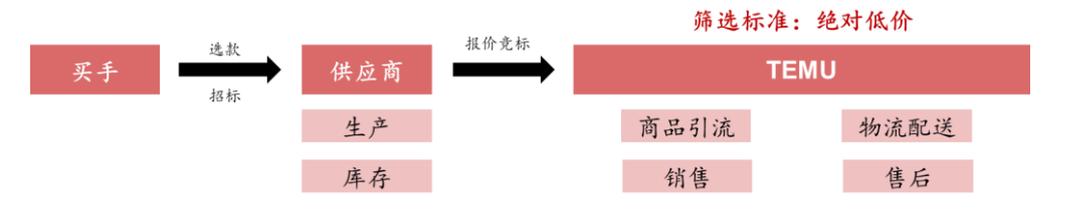


资料来源：Wish 公告，中信证券研究部

Temu：半开放平台模式，极致性价比快速打开市场。拼多多自 2022 年 9 月在北美上线跨境电商平台 Temu，采取半开放平台模式，商家负责生产并承担库存，平台进行质

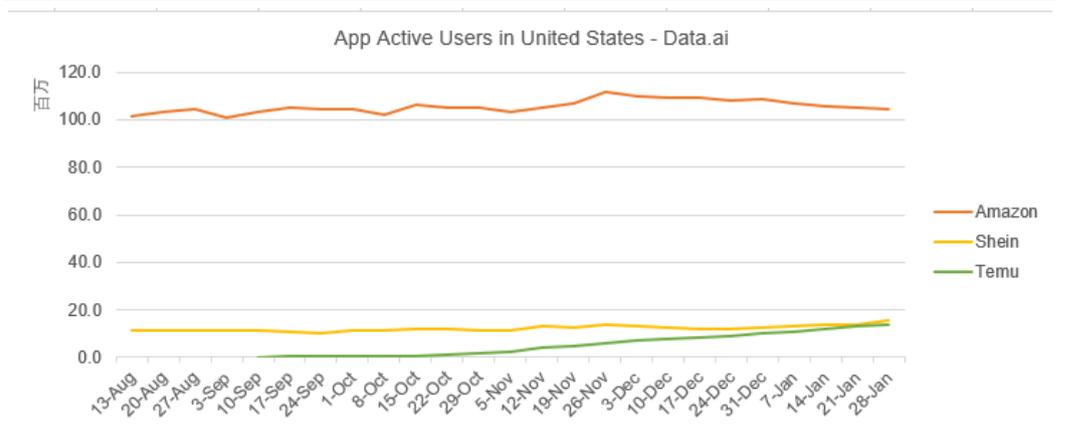
检和定价，并负责商品引流、销售、物流配送及售后等其他环节。选品策略上，Temu 以绝对低价为核心标准，凭借极具性价比的服饰、日百等产品以及补贴策略快速占领北美用户的中低端消费需求。根据 Sensor Tower，Temu 上线四个多月以来，在美国累计下载安装量达 1080 万次；根据 Yipit，Temu 日均 GMV (T7D) 约 5500 美元，件单价约 4 美元。

图 70: Temu 运营模式



资料来源：渠道调研，中信证券研究部

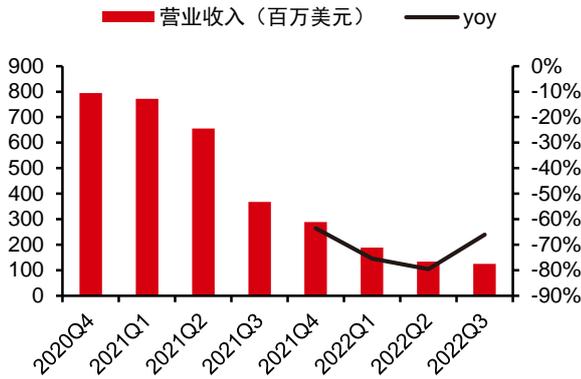
图 71: 上线 4 个月后，Temu 在美国的活跃用户数已快速追平 Shein



资料来源：Data.ai，中信证券研究部

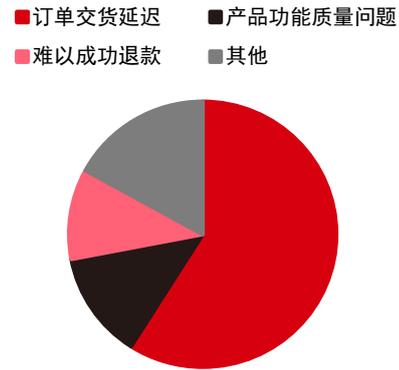
参考 Wish 前车之鉴，Temu 自营模式兼顾品控及性价比。同样以性价比和个性化推荐模式切入欧美市场的电商平台 Wish，2021 年以来由于商家入驻门槛低、产品质量良莠不齐、商家流失、公司经营策略等问题，用户数大幅下降，营业收入自 2021Q4 以来连续 4 个季度同比下降超过 60%。参考 Wish 的前车之鉴，Temu 在注重性价比的同时，以自营模式筛选优质优价产品，并通过更多用户偏好和消费数据的沉淀不断优化平台运营，从而保障用户购物体验。

图 72: Wish 营收 (百万美元) 及增速



资料来源: Wish 公告, 中信证券研究部

图 73: Wish 用户投诉原因



资料来源: Portal da Queixa, 中信证券研究部

品类构成: 全品类定位, 前期以日百切入。有别于 Shein 以服饰为主的品类结构, Temu 定位全品类平台; 亚马逊以家居厨房用品、服饰鞋履、电子产品为 TOP3 品类, Temu 目前从日用百货、服饰配件等高频刚需品类起步, 在品类上形成一定差异化, 并能更好地通过性价比优势快速切入市场。

表 14: 各电商平台品类构成

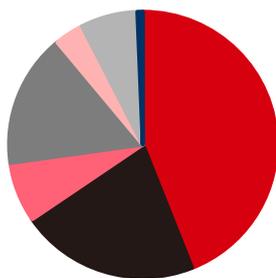
平台	品类构成
Temu	定位全品类, 女装、家居、母婴、运动户外、电子产品、男装等占比较高
Shein	主营服装品类, 拓展彩妆、宠物、家居等
亚马逊	全品类电商平台, 家居厨房用品、服饰鞋履、电子产品等占比较高

资料来源: 渠道调研, 晚点 LatePost, 中信证券研究部

营销推广: 社交媒体贡献主要流量, 流量营销及转化效率是短期起量关键。目前, Temu 在社交媒体、搜索引擎、网站联盟等渠道投放了大量广告, 通过站外渠道为平台引流。2023 年 2 月, Temu 在超级碗(NFL 职业橄榄球大联盟的年度冠军赛)大额投放广告, 根据 Sensor Tower, 超级碗比赛当天, Temu 的下载量激增 45%, 日活跃用户比前一天上涨约 20%。同时, Temu 通过 1 美分包邮、新用户前三单 30%折扣、90 天内首次退换货免费等补贴策略为平台吸引自然流量。根据 SimilarWeb, Temu 流量中 44.0%/21.5%来自直接流量/社媒流量; Facebook 和 YouTube 贡献主要社交流量, 占比分别为 68.2%/27.7%。

图 74: Temu 流量来源

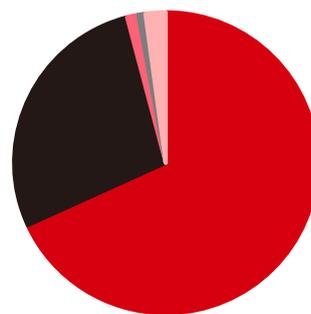
直接流量 社媒流量 自然搜索 付费搜索
展示广告 外链 电子邮件



资料来源: SimilarWeb, 中信证券研究部

图 75: Temu 社交流量来源

Facebook YouTube twitter Instagram 其他



资料来源: SimilarWeb, 中信证券研究部

物流履约：短期平台承担主要物流费用，低包邮门槛吸引用户凑单。目前，在履约环境，商家仅需负责将货物运至广州仓，而后将由平台负责从国内清关、到运输海外以及末端配送的全过程，平台承担主要物流费用。在面向消费者的物流政策方面，Temu 物流时效与 Shein 相近，而标准物流的包邮门槛为 29 美元（低于 Shein 39 美元），通过更低的包邮门槛吸引用户凑单，从而提高客单价。同时，迟到商品全额退款、90 天内首次退换货免费等承诺亦对用户体验提供了更好的保障，有助于提升用户转化和信任度。

图 76: Temu 履约途径



资料来源：专家调研，中信证券研究部

表 15: Temu、Shein、亚马逊物流政策对比

		Temu	Shein	亚马逊
时效（天）	标准物流	7-15	12-14	FBA 当日达或次日达
	快速物流	7-9	8-10	
包邮门槛 （美元）	标准物流	29	49	Prime 会员无门槛免 邮，非会员 25 美元包邮
	快速物流	99	99	
运费 （美元）	标准物流	2.99	3.99	5.99-9.99 （视时效而定）
	快速物流	12.99	12.99	

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

强执行力团队转战北美，组织高效性有望激发业务高增长。Temu 由拼多多 COO 阿布带队，招商、推广及供应链分别由主站及多多买菜相应部门负责人带队，整体团队创业经验丰富，极高的战斗力和极强的执行力有望以组织的高效性激发业务的高增长。

表 16: Temu 主要管理团队

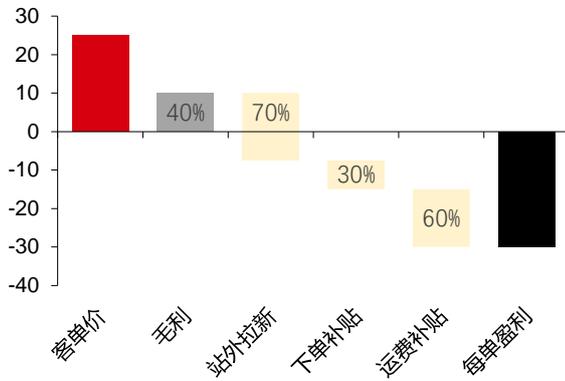
	主要职责	过往经历
阿布	Temu 项目负责人	拼多多 COO，黄峥师妹； 曾任乐贝（快时尚海外独立站）第二大股东
冬枣	美国市场招商工作	拼多多联合创始人，多多买菜省区一级主管
葡萄		多多买菜省区一级主管
樱木	广告投放推广	主站增长负责人
子城	供应链负责人	负责拼多多主站和多多买菜的供应链

资料来源：晚点 LatePost，中信证券研究部

经营模型：盈利空间可期，平台模式或为终极形态。当前，站外拉新和运费补贴构成 Temu 的主要成本，占比分别达约 70%和 60%；而为了以更大的价格优势吸引用户，当前平台在前端加价仍然较为克制，使得当前单均亏损约 30 美元。中期看，随着用户心智的培养以及商品供给的持续丰富有望带来客单价的提升，叠加平台补贴的收缩有望带来每单盈利的改善。长期来看，在平台用户规模持续扩大以及用户心智逐渐养成后，Temu 或将

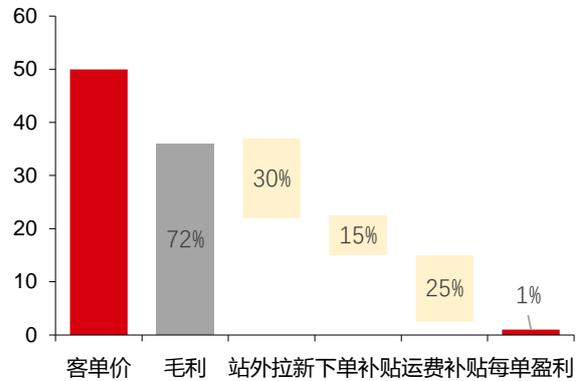
采取类似国内的平台式运营，有望通过轻资产运营和抽佣等更加高效的货币化方式实现更高的盈利能力（2021年拼多多 Non-GAAP 净利率 15%）。

图 77: Temu 当前经营模型拆分



资料来源：渠道调研，中信证券研究部

图 78: Temu 远期经营模型拆分



资料来源：渠道调研，中信证券研究部测算

估值测算：若商业模式跑通有望贡献 43% 估值增量。仅考虑当前半开放平台模式下，参考 Shein 的用户数（超 4000 万）及客单价（70-80 美元），我们认为，Temu 极致性价比以及大举营销补贴的方式有望助其加速追赶 Shein，2026 年 GMV 规模有望达到 332 亿美元。同时，考虑到 Temu 转向平台模式、拓展加拿大等其他地区的潜在催化，参考 Shein 当前的估值水平，中性假设下预计 2026 年估值有望达 498 亿元，增量估值在当前市值占比约 43%。

风险因素：全球主要国家通胀超预期抑制消费需求；全球主要国家经济衰退超预期；中美摩擦影响业务开展；地方贸易保护主义等阻碍跨境电商发展；跨境电商行业竞争加剧；美股退市风险等。

表 17: Temu GMV 测算

Temu	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
GMV (十亿美元)	0.5	5.0	13.1	23.5	33.2
yoy			161%	80%	42%
订单量 (百万)	23	175	352	543	703
年度活跃买家 (百万)	6.0	38.0	68.4	95.8	114.9
人均订单数	3.8	4.6	5.2	5.7	6.1
客单价 (美元)	20	28.6	37.1	43.2	47.2
Shein	2019	2020	2021	2022	19-22 CAGR
GMV (亿美元)	29	100	200	300	119%
yoy		250%	100%	50%	
估值 (亿美元)				1000	
P/GMV				3.3	

资料来源：渠道调研，晚点 LatePost，中信证券研究部测算

表 18: Temu 2026E 估值 (亿美元) 测算

	P/GMV	0.5	1	1.5	2	2.5
2023-2026 GMV CAGR	60%	102.4	204.8	307.2	409.6	512.0
	70%	122.8	245.7	368.5	491.3	614.1
	80%	145.8	291.6	437.4	583.2	729.0
	90%	171.5	343.0	514.4	685.9	857.4
	100%	200.0	400.0	600.0	800.0	1000.0

资料来源: 中信证券研究部测算

表 19: Temu 2026E 估值贡献测算

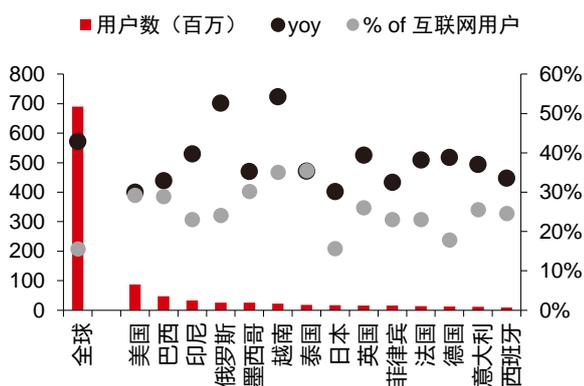
	P/GMV	0.5	1	1.5	2	2.5
2023-2026 GMV CAGR	60%	9%	18%	27%	36%	44%
	70%	11%	21%	32%	43%	53%
	80%	13%	25%	38%	51%	63%
	90%	15%	30%	45%	60%	74%
	100%	17%	35%	52%	69%	87%

资料来源: 中信证券研究部测算

字节跳动: 道阻且长, 行则将至

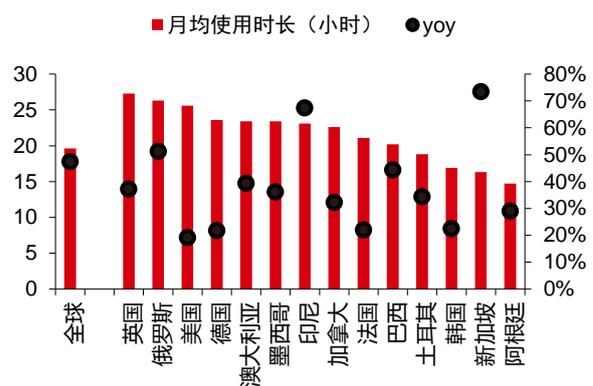
TikTok: 用户数及时长双升, 为电商业务提供充沛流量池。凭借丰富的内容生态以及高效的推荐算法, TikTok 全球用户数及时长持续高增。根据 eMarketer, 2021 年 TikTok 全球用户数达 6.9 亿, 同比增长 42.8%, 其中俄罗斯、越南增速领先; 根据 Data.ai, 2021 年, 全球用户月均使用时长为 19.6 小时 (约 39 分钟/天), 同比增长 47.4%, 新加坡、印尼等东南亚地区增速领先。大基数、高时长的全球用户为 TikTok 开展电商业务提供天然流量池。

图 79: 全球主要国家 Tik Tok 用户数及渗透率



资料来源: eMarketer, 中信证券研究部

图 80: 全球主要国家 Tik Tok 月均使用时长 (小时)



资料来源: Data.ai, 中信证券研究部

发展历程: 2021 年起加速布局, 业务策略因地制宜。随着 TikTok 全球流量快速增长, 参考国内抖音电商快速崛起成功先例, 电商也成为了 TikTok 商业化的重要抓手。针对不同的市场特征, TikTok 采取了不同的业务模式和发展策略, 对于用户年轻活跃、乐于接受新兴模式的东南亚市场, TikTok 直接上线了闭环电商 TikTok Shop, 并已在印尼测试商城

入口，电商进展几乎追平国内；在欧洲市场，由于英国地区表现不佳，对德国、法国等地的拓展也因此推迟；而在监管风险较大的美国，TikTok 的布局则更加谨慎，从和沃尔玛直播带货，到开放半闭环电商（跳转成交），再到内测本对本的闭环电商，每一步之间都间隔了半年以上。

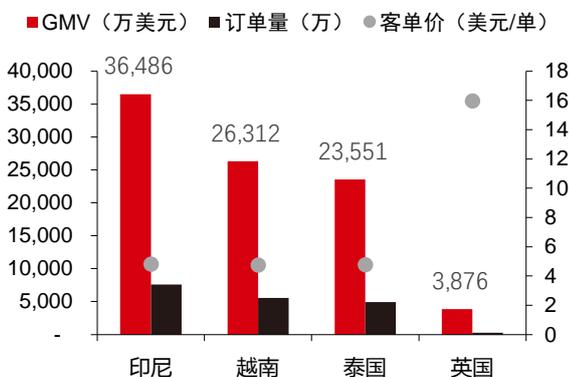
东南亚增速领先，欧美心智建立后有望贡献更大增量。从运营数据上看，得益于东南亚电商的高速增长和活跃的用户群体，TikTok 电商业务在东南亚实现快速增长，2021 年 60 亿 GMV 中超 70%来自印尼，2022Q3 TikTok Shop 店铺数中 93%位于东南亚。而由于电商心智尚未建立、中西文化差异导致的组织效率损失、后端能力不足以及监管风险等，TikTok 在欧美的电商进展相对缓慢。短期来看，东南亚以及即将进入的巴西等新兴市场仍有望快速增长；而从中长期看，随着对欧美用户心智的持续教育、团队的不断磨合、物流履约能力的补足，欧美市场有望贡献更大增量。

表 20: TikTok 电商主要进展

时间	地区	主要进展
2020 年 12 月	美国	与沃尔玛合作，开始首场直播带货
2021 年 2 月	印尼	首次上线电商业务，开通直播购物小黄车功能
2021 年 4 月	英国	上线电商业务
2021 年 8 月	美国	上线半闭环电商（TikTok for Business，引流跳转至独立站和其他电商平台完成交易）
2022 年 4 月	越南、泰国、马来西亚、菲律宾	上线 TikTok Shop
2022 年 6 月	新加坡	
2022 年中	印尼	测试商城入口，位置在首页底部第二栏，已贡献印尼市场超 10% 的 GMV
2022Q3	东南亚、英国	TikTok Shop 店铺数量超 13 万。其中印尼/越南/泰国/马来西亚/菲律宾/英国市场占比为 54%/12%/10%/9%/8%/7%。
2022 年 11 月	美国	上线 TikTok Shop，首先对“本对本”业务进行内测
	美国	TikTok Shop 将开放跨境电商
2023 上半年	巴西	滴滴原国际化产品负责人黄远健将负责 TikTok 电商巴西的市场运营，向 TikTok 电商最高负责人康泽宇汇报。

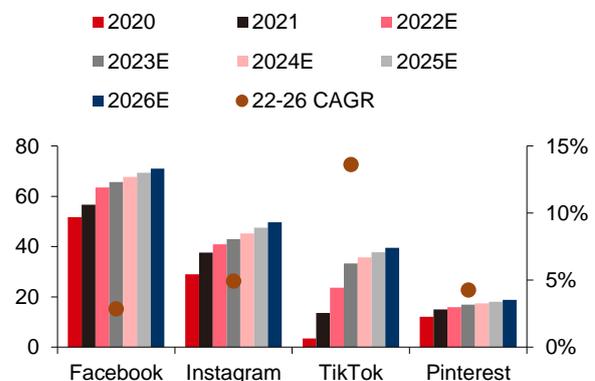
资料来源：晚点 LatePost，中信证券研究部

图 81: 2022Q3 印尼、越南、泰国及英国 TikTok Shop 经营数据



资料来源：Uten，中信证券研究部

图 82: 主要平台社交电商用户数 (百万)



资料来源：eMarketer (含预测)，中信证券研究部 注：社交电商用户指在社媒平台年消费超过 1 单的用户，包括站内成交或跳转

估值测算：政策风险是最大不确定性因素，乐观/悲观假设下贡献 28%/5%估值增量。美国是全球占比超 20%的第二大电商市场，影响 TikTok 电商空间的主要因素在于其是否能够顺利进入美国市场。乐观预期下，TikTok 能够在美国市场正常开展业务，参考国内抖音电商用户的渗透率以及美国社交电商人均年 GMV 水平，我们预计 2026 年美国市场 GMV 有望达 643 亿美元，在 TikTok 电商中占比达 77%。综合考虑欧洲、东南亚以及 2023 年将要拓展的巴西市场，2026 年 TikTok GMV 有望达 1102 亿美元，参考快手电商估值【2023 年 0.15x P/GMV, 参见报告《快手-W (01024.HK) 2022 年四季度业绩前瞻—流量和商业化的保持稳健增长，亏损有望进一步收窄》(20230119)】，我们测算 TikTok 电商业务估值有望达 331 亿美元，对其估值贡献 28%。但在极度悲观的假设下，TikTok 或将全面退出欧美市场，则电商业务估值对公司的增量将下降至 5%。

风险因素：全球主要国家通胀超预期抑制消费需求；全球主要国家经济衰退超预期；中美摩擦影响业务开展；地方贸易保护主义等阻碍跨境电商发展；跨境电商行业竞争加剧；海外对 TikTok 监管趋严的风险；TikTok 电商业务投入导致利润与现金流承压风险等。

表 21: TikTok 分地区电商 GMV 测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
美国电商市场 (亿美元)	9604	10529	11635	12926	14387	16056
TikTok 美国 GMV	56	112	193	305	453	643
市场份额	1%	1%	2%	2%	3%	4%
欧洲电商市场 (亿美元)	5256	5528	5845	6142	6429	6717
TikTok 欧洲 GMV			97	145	203	269
市场份额			2%	2%	3%	4%
印尼电商市场 (亿美元)	604	810	971	1093	1205	1303
TikTok 印尼 GMV	7	11	18	26	34	44
市场份额	1%	1%	2%	2%	3%	3%
东南亚电商市场 (亿美元)	889	1152	1361	1533	1698	1851
东南亚电商市场 (除印尼, 亿美元)	285	342	390	440	493	548
其他东南亚电商市场 GMV		17	26	36	47	61
市场份额		5%	7%	8%	10%	11%
巴西电商市场 (亿美元)	435	510	597	693	790	890
TikTok 巴西 GMV			30	46	64	85
市场份额			5%	7%	8%	10%

资料来源：eMarketer，中信证券研究部预测

表 22: TikTok 电商估值测算

	2026E	核心假设
乐观		
TikTok GMV (亿美元)	1102	TikTok 能够继续在欧美开展业务，并能成功教育用户直播购物的习惯，从而持续获得份额增长，同时在东南亚、拉美等新兴市场保持增长
估值 (亿美元)	331	
估值贡献	28%	

	2026E	核心假设
中性		
TikTok GMV (亿美元)	459	TikTok 因监管风险退出美国市场，但仍能在欧洲开展
估值 (亿美元)	138	业务，并能成功教育用户直播购物的习惯，同时在东南
估值贡献	11%	亚、拉美等新兴市场保持增长
悲观		
TikTok GMV (亿美元)	190	TikTok 因监管风险退出美国市场，且未能在欧洲持
估值 (亿美元)	57	续教育用户心智，仅在东南亚、拉美等新兴市场保
估值贡献	5%	持增长

资料来源：eMarketer，中信证券研究部测算

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

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；韩国市场以科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性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。