

浪潮之下，如何看美国电商格局重构

2024年03月04日

本篇报告从 Temu 崛起的原因出发，探讨美国电商行业格局变化的本质与发展。我们认为不仅是其自身的优势以及海外需求变化的原因（消费者更趋向于购买高性价比的商品），核心是美国市场渗透率与格局特点的催化。回看国内电商发展路径，线上主要在效率和价格方面区别于线下零售，而美国电商的效率（物流）以及价格体系都弱于线下渠道，因此电商渗透率低（中美渗透率分别为 46%/16%）。亚马逊通过 FBA 解决了效率痛点，成为电商第一大巨头（市占率接近 40%），而市场上无人解决价格问题，格局方面呈现“一家独大”的局面（第二大电商市占率 6.3%），掌握价格优势的 Temu 有望成为美国电商行业的“破局者”，而 TK、Shein 这类同样具有性价比定位的电商发展，还要看其供应链深度，以及物流仓储配套设施的完善。

➤ **美国电商市场为何呈现规模大、增速高、渗透率低、格局单一的特点？**作为全球第一大零售消费市场，以及全球第二大电商市场，美国的电商规模增速仍然保持高于全球增速的水平，2022 年同比增长 15.9%，全球增速为 12%。2022 年美国是全球 GDP 规模最大的国家，其中 83% 由终端消费贡献，随着电商渗透率的提升，以及格局的变化，我们认为美国电商市场的空间仍然非常广阔，同时也拥有较高的新兴电商天花板。

➤ **海外供应商占比提升，性价比需求增长，全托管模式成为“时代宠儿”。**从供给端来看，美国电商市场的海外供应商占比逐渐提升，亚马逊平台的海外卖家占比由 2017 年 27% 提升至 23 年 52%。跨境贸易链条更长，其中涉及的业务与运营更复杂，全托管模式是为卖家解决复杂运营的优质商业模式。从需求端来看，海外的性价比需求不断增长，性价比零售商获得超额增长，而全托管模式是强有力的控价模式。当下的美国市场，全托管模式能够高度适应行业变化，诸如 Temu、Shein、Tiktokshop、Lazada、Shopee 均开启该模式。而三方平台模式更有利于平台品类完善，Temu 自 24 年 1 月开启半托管模式。

➤ **亚马逊：降佣金及仓储费用，同时提升库存周转要求，以面对擅长低价与“爆品”的新兴电商平台。**降佣或可重新吸引服装卖家在平台上销售低价服装产品，销售佣金的大幅降低也会提高卖家的利润。除了服装这一类目销售佣金降低之外，亚马逊还将在 2024 年实行多项服务费用的变更，包括收取入库配置服务费、降低亚马逊 Vine 计划的费率、下调亚马逊物流配送费以及非旺季月度仓储费下调等。23 年 8 月，平台还取消轻小计划，也是出于提高件商品的配送效率的考虑。**核心竞争优势：平台通过 FBA 仓储及物流解决电商的效率痛点，并通过 Prime 会员稳固效率优势，以及提高服务性价比，增强用户粘性。**尽管性价比电商竞争日趋激烈，亚马逊仍然以突出的市占率作为美国唯一的头部电商平台，23 年黑五实现 50 亿美元 GMV。

➤ **Temu：全托管模式的“集大成者”，充分发挥供应链及互联网经验优势。**具有社交属性的性价比平台电商，23 年 GMV 同比增长 22 倍，快速打开美国电商市场。流量方面仍以拼多多国内擅长的社交“裂变”模式为主，其 52% 的流量源自于用户之间的传播。Temu 的快速崛起一方面源自美国市场的特点，另一方面在于其商业模式的优势。全托管模式是电商平台掌握经营权，商家仅掌握货权的模式。对商家来说，更适合缺乏运营能力的工厂型卖家，恰恰适合国内丰富的轻小工业商品的出口。相比三方平台模式，Temu 可以直连供应商与消费者，减少运营商加价与平台扣点，整体上商品全链路成本更低。此外，平台加大力度营销，大量平台流量吸引商户不断入驻，以及增加对消费者的补贴，实现突出的价格优势。目前 Temu 的短板在于履约，配送周期为 7-10 天。当前已启动美国本土海外仓建设，以及墨西哥仓储布局。

➤ **投资建议：**看好全托管模式平台的发展前景，当前 Temu、Shein、TKShop 平台的短板仍在履约端，跨境电商的履约效率起到至关重要的作用。推荐布局提升履约效率的标的**乐歌股份**，建议关注**极兔速递、东航物流、大健云仓**。卖家端来看，工厂型卖家首先受益于全托管模式的崛起，而布局亚马逊平台的企业，首选推荐运营能力以及在平台细分类目保持竞争力的标的**华凯易佰、赛维时代**，建议关注在东南亚及日韩地区具有比较优势的**吉宏股份**。此外，推荐国内跨境电商出海平台**小商品城、焦点科技**。

➤ **风险提示：**海外需求不及预期，行业竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600729.SH	小商品城	8.59	0.49	0.54	0.63	18	16	14	推荐
600859.SH	乐歌股份	17.67	1.97	1.53	1.64	9	12	11	推荐
600738.SH	赛维时代	26.29	0.95	1.28	1.64	28	21	16	推荐
600827.SH	华凯易佰	19.98	1.18	1.61	1.78	17	12	11	推荐
002419.SZ	焦点科技	34.77	1.18	1.52	1.87	29	23	19	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 4 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 零售周观点：上美 23 年业绩预告净利润同增 180%，唯品会 23 年财报公告净利润同增 39%-2024/03/03
- 零售周观点：昊海生科发布 2023 年业绩快报，央视报道医美直播乱象，利好产品合规化发展-2024/02/25
- 零售周观点：2 月中国零售业景气度环比小幅提升，1 月淘系+抖音美妆大盘 GMV 同比 +78%-2024/02/18
- 零售周观点：亚马逊发布 23 年财报，Q4 收入利润超预期，AWS 盈利能力持续优化-2024/02/05
- 零售周观点：2023Q4 商贸零售&美容护理板块基金持仓分析：重仓持股市值占比环比下滑-2024/01/28

目录

1 为何美国电商行业呈现渗透率低、格局一家独大的特点？	3
1.1 行业现状：规模大、渗透率低、增速高，格局仍未稳定	3
1.2 商业模式：为什么全托管模式成为出海“利器”，多个平台采用该商业模式？	21
1.3 趋势展望：海外供应商占比提升，性价比需求增长，全托管模式成为“时代宠儿”	26
2 Temu：全托管模式的“集大成者”，充分发挥供应链及互联网经验优势	29
2.1 平台概况：具有社交属性的性价比平台电商，23年GMV同比增长22倍，快速打开美国电商市场	29
2.2 优势：核心来源是全托管商业模式，以及成熟的互联网经营	32
2.3 展望：海外仓布局后完善品类矩阵，开放三方平台优化盈利模式	36
3 其他平台：针对全托管模式，进行模式和规则上的更新	40
3.1 Tiktok—采用自运营与全托管模式相结合，以社交电商流量优势实现产品“突围”	40
3.2 亚马逊—降佣金及仓储费用，同时提升库存周转要求，以面对擅长低价与“爆品”的新兴电商平台	43
4 投资建议	46
5 风险提示	48
插图目录	49
表格目录	50

本篇报告从行业视角出发回答五个问题：

1.为何美国坐拥全球规模第二的电商市场规模，但渗透率仍然低于国内以及众多发展中国家？

2.中国、东南亚市场电商格局呈现多强局面，而美国电商格局为何呈现“一家独大”的特征？

3.美国电商市场全托管模式兴起的原因以及优势何在？

4.性价比产品是所有消费者共有的需求，为什么 Temu 的性价比优势更加突出？如何判断未来持续性和空间？

5.对于全托管模式的兴起，美国电商行业发生了哪些变化？

1 为何美国电商行业呈现渗透率低、格局一家独大的特点？

1.1 行业现状：规模大、渗透率低、增速高，格局仍未稳定

作为全球第一大零售消费市场，以及全球第二大电商市场，美国的电商规模增速仍然保持全球增速的水平，2022 年同比增长 15.9%，全球增速为 12%。美国是全球 GDP 规模最大的国家，2022 年其中 83%由终端消费贡献，随着电商渗透率的提升，以及格局的变化，我们认为美国电商市场的空间仍然非常广阔。此外，其电商市场格局呈现“一家独大”的局面，未来有继续变化的空间，我们认为美国市场也拥有较高的新兴电商天花板。

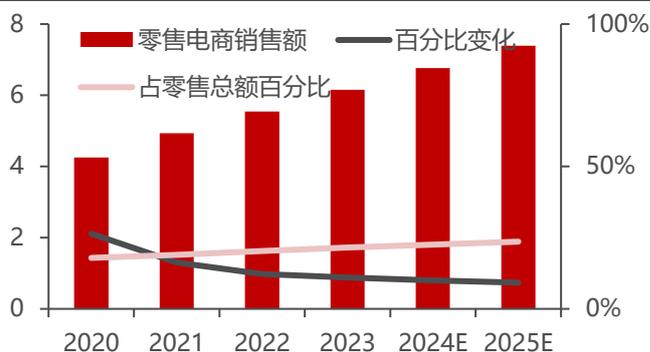
2022 年美国电商规模增长 870 亿美元，是全球电商增量最多的国家。2022 年美国电子商务销售额达万亿美元，作为全球第一大电商市场，仍然保持 9.3%的同比增速。主要原因是①疫情后消费习惯的变化：消费者逐渐建立线上消费习惯，②基础设施的完善：海外仓的发展使得跨境电商快速增长，③渠道多样化带来更丰富的价格带与品类：新的电商平台 Temu、Shein、Tiktok 贡献电商增速。

图1: 13-23 年美国电商销售额 (十亿美元) 及其增速



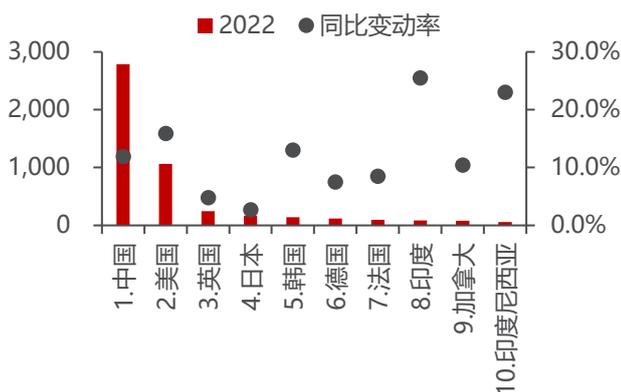
资料来源: 美国商务部人口普查局, 民生证券研究院

图2: 全球电子商务销售额及其增速 (万亿美元)



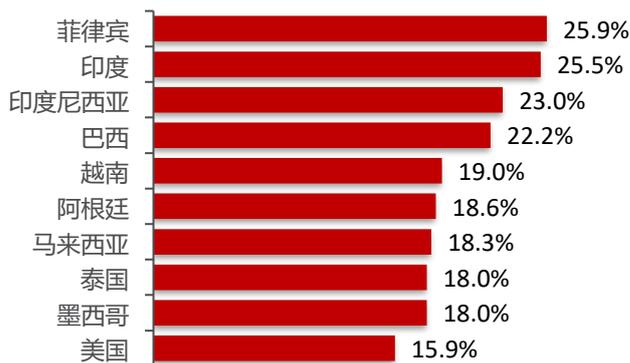
资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

图3: 2022 年全球电商规模前十大国家 (十亿美元)



资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

图4: 2022 年美国是电商增速最快的前十大国家中电商规模最大的国家

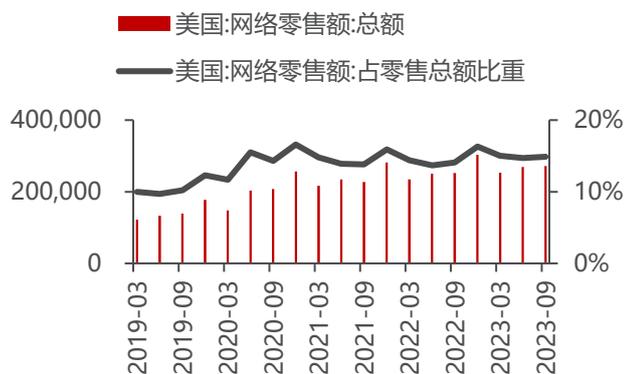


资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

疫情后美国线上零售额占比逐渐提升。2019Q1 网络零售额占比 10%，2023Q3 该比例上升为 15.6%，在总体零售额保持 5-10% 的增速背景下，线上占比的提升为网络零售额带来了更快的增长。2023Q3 相比 2019Q3，规模增长为 2 倍水平，2019Q3 为 1387 亿美元，2023Q3 为 2717 亿美元。

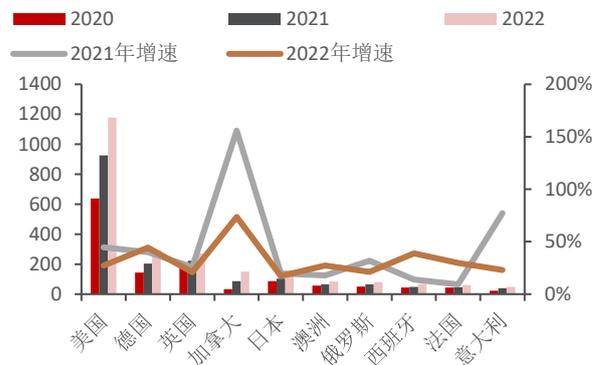
美国海外仓的数量不断增长，2020-2022 年 CAGR 为 36%。至 2022 年年末，海外仓数量前十的国家及地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲（含新西兰）、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2356 个仓库，较上年末增长 30.17%，面积合计约 2600 万平方米，较上年末增长约 58%。其中，美国市场 2022 年新增 253 个海外仓，新增面积 653.5 万平方米，平均单仓面积达到 1.41 万平，呈现出一定的规模化趋势。

图5：美国网络零售额（百万美元）及占比（%）



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6：美国海外仓数量（个）及增速（%）

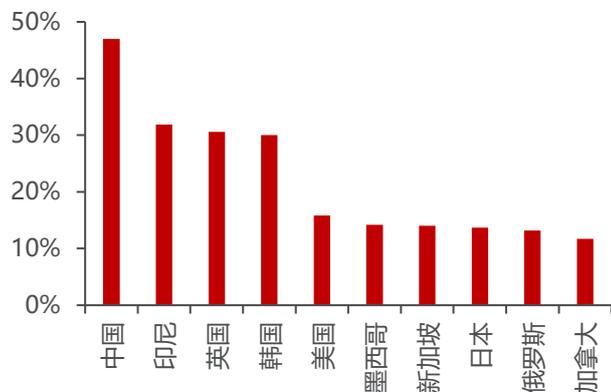


资料来源: 跨境眼科技《2023年海外仓白皮书》, 民生证券研究院

1.1.1 渗透率低：价格和效率缺乏优势，线上渗透率低于全球水平

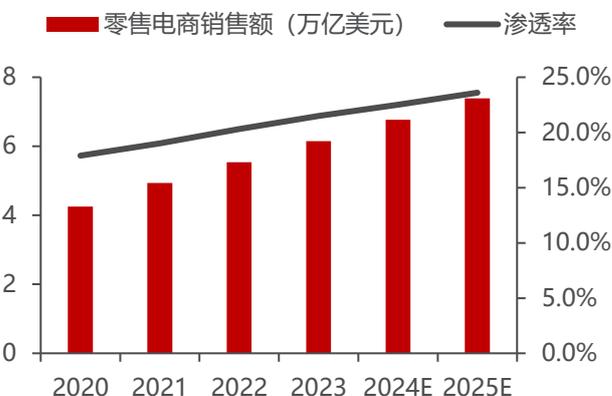
美国电商渗透率低于全球平均水平。受新冠疫情和数字技术快速发展的催化，2022年全球电商渗透率达到20.3%，零售额从2017年的2.4万亿美元提升至2022年的5.5万亿美元，全球电商市场环境稳步向好。从全球地区来看，中国的电子商务渗透率位居第一且超过40%，美国电商渗透率仅16%，低于全球电商渗透率水平。

图7：2023年部分国家电商渗透率



资料来源: statista, 民生证券研究院

图8：全球电子商务销售额及渗透率



资料来源: eMarketer, 民生证券研究院

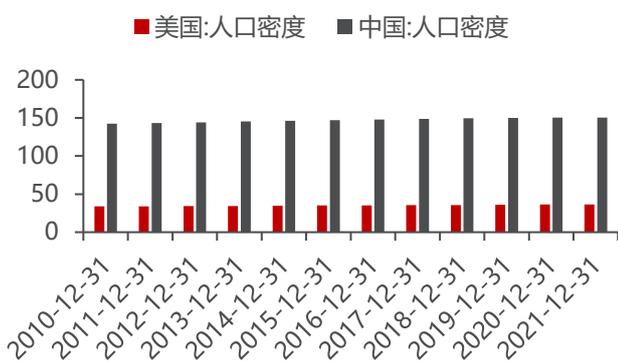
我国电商发展迅速的本质原因在于效率和价格。线上零售与线下零售的区别在于品类、效率与价格。电商的“场”相比线下零售的“场”具有品类更丰富的特征，这是全球的电商共有的优势。而国内的电商渗透率远远高出其他发达国家及地区，参考其发展历程，核心原因在于效率和价格的优势。以传统的头部电商淘宝平台为例，电商缩短了供应链环节，其中节约的成本让利给消费者。电商信息流双向传输，链路短，反应快。此外，国内社会化物流的效率做到大部分地区2-3天送达，线上购物的效率得以保证。

表1：电商供应链更短，信息流反应更快

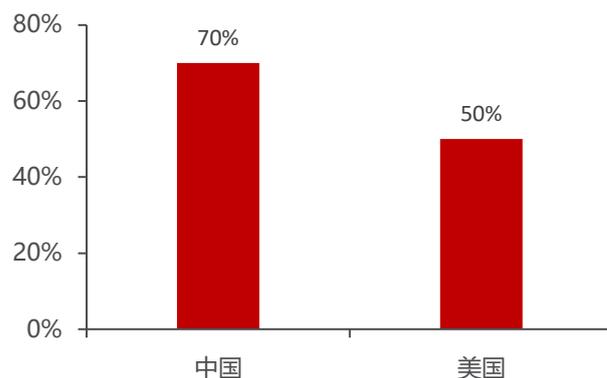
模式	实物流	信息流	利润模式
传统零售供应链	厂商→总代→经销商→门店→客户，逐级下探，货物必须经过多次搬运	消费者对商品的使用反馈只能通过实物流逆向传递，链路长，信息衰减，反应慢	中间各级环节消耗较大
电商供应链	厂商→电商→客户，集成中间环节的短链模式，减少搬运次数	信息流双向传输，利于厂家收集商品使用反馈意见，敦促正向优化	可最大化削减中间利润损耗，最大化让利给客户和消费者

资料来源：供应链管理 SCM 资讯，民生证券研究院

美国电商在价格和效率方面与线下零售相比没有明显优势。物流价格高，配送效率低，从物流体系的效率来看，人口密度越大，对于快递配送的成本均摊越小。2021年中国人口密度为150人/平方公里，而美国的该数据为36人/平方公里，同样数量的货品，对美国快递员来说需要配送的区域面积远远大于在中国的面积，因此美国的四大快递费用要远高于国内的快递费用。《全球快递发展报告（2023）》显示，2022年我国快递包裹业务量为1105.8亿件，同比增长2.1%，快递包裹业务收入达10566.7亿元，美国快递包裹业务量为212亿件，但美国快递行业业务收入为1981亿美元，平均单个包裹价格为国内快递的6.6倍。

图9：美国地广人稀，物流体系价格高昂（人口密度：人数/公里土地）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：2021年中美电商快递占总快递量比例


资料来源：双壹咨询，民生证券研究院

表2：2022年部分国家快递包裹量与快递收入

	包裹量 (十亿件)	快递收入 (十亿美元)	平均单价 (美元/件)
中国	110.6	157.3	1.4
美国	21.2	198.1	9.3
日本	9.1	26.6	2.9
英国	5.1	22.5	4.4
德国	4.2	21.9	5.2
印度	3.2	5.4	1.7
法国	1.7	15.2	8.9
加拿大	1.3	13	10.0

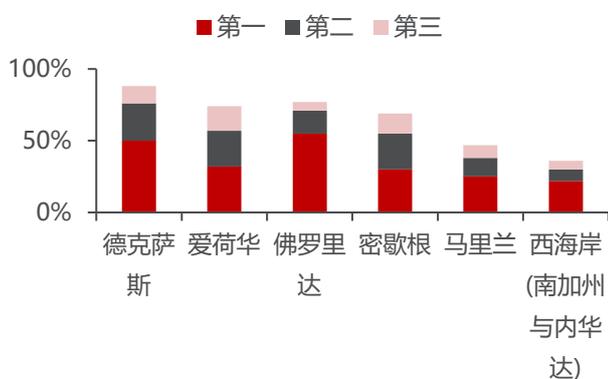
资料来源：国家邮政局《全球快递发展报告（2023）》，民生证券研究院

表3：中美快递的效率与价格对比

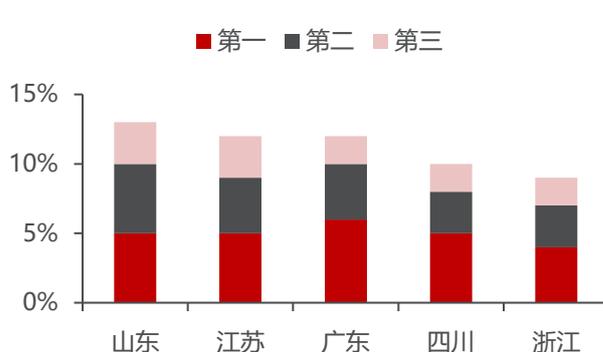
快递类型	普快		加急	
	中国	美国	中国	美国
运输主体	顺丰、韵达、中通、圆通、京东、极兔	USPS、UPS、Fedex	顺丰、韵达、中通、圆通、京东、极兔	USPS、UPS、Fedex
运输时效	1-3天	1-3天	当日/次日达	发货后下一个工作日送达
计费方式	首重 10-30 元/kg, 续重 5-20 元/kg	起价约 63 元 (9 美元)	20-40 元/kg	起价约 190 元 (27 美元)
优势	实用性强, 可追踪邮件位置	实用性强, 可追踪邮件位置	运输速度快	运输速度快
劣势	时效越高价格越贵	时效越高价格越贵	价格高	价格高

资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

美国线下零售发展成熟, 线上零售差异化不足。从市场集中度来看, 同样等级的城市, 美国线下零售的 CR3 市占率大多在 30-80%, 而中国则不足 15%, 线下零售发达的地区, 德克萨斯州的 CR3 达到 88%。线下零售业态丰富, 包括百货、超市以及性价比的业态, 而国内的线下业态较为单一。2022 年, 电商龙头亚马逊的电商市占率达 37.6%, 第二名沃尔玛的电商市占率仅为 6.3%, 而在全中国零售市场, 亚马逊和沃尔玛的市占率分别为 5.5%/7.8%, 线下零售的发达程度超过线上。

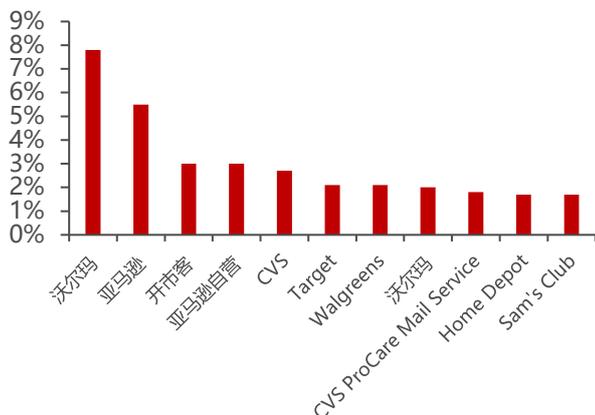
图11：2021 年美国线下零售市场集中度


资料来源: BCG、CCFA《区域零售企业的未来: 打造中国“人本主义零售”》, 民生证券研究院

图12：2021 年中国线下零售市场集中度


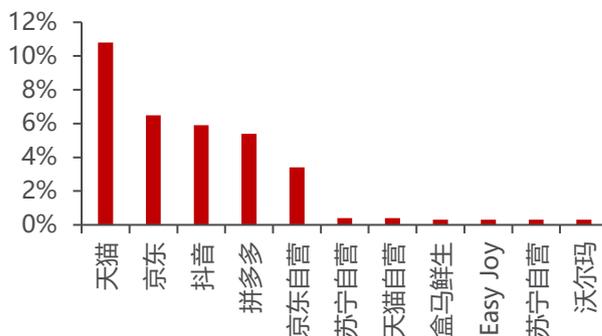
资料来源: BCG、CCFA《区域零售企业的未来: 打造中国“人本主义零售”》, 民生证券研究院

图13: 2023年美国零售市场格局



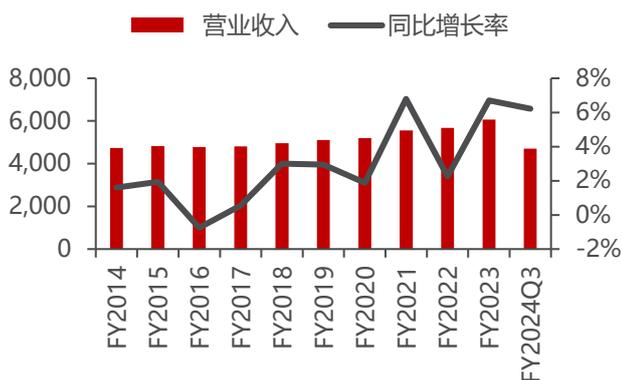
资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图14: 2023年中国零售市场格局



资料来源: Euromonitor, 民生证券研究院

图15: 沃尔玛营业收入 (亿美元) 及增速



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 沃尔玛市值 (亿美元) 和 PE(TTM) 变化



资料来源: ifind, 民生证券研究院

从线上零售的价格来看，线上线下的价格基本一致。线上渠道的价格并未有
明显差异化，对比了日用品、图书、服饰、3C 电子等品类的部分产品在 dollar
Tree/Amazon/Walmart/Target 网站的价格，线下零售商的价格整体更具优势。

表4: 各零售商价格对比

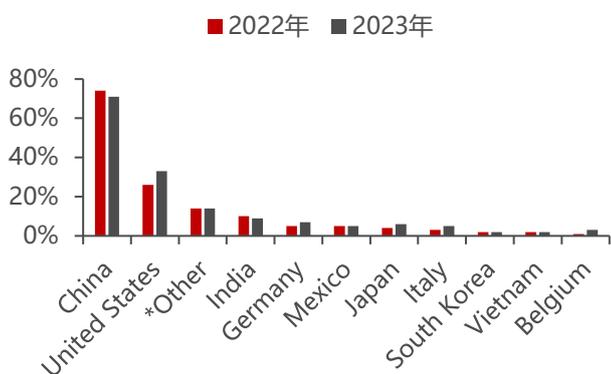
商品 (单位: 美元)	Dollar Tree	Amazon	Walmart	Target
Ajax 洗洁精(12.4oz)	1.25	3.16	1.24	2.59(无小包装, 28oz)
高露洁牙膏(5oz)	1.25	3.85	1.97(无小包装, 6oz)	2.49(无小包装, 8oz)
儿童读物《南希德鲁和线索小组推理图书》	1.25	5.99	5.99	5.99
白衬衣	-	7.20	8.00	8.00
玻璃杯	1.25	6.96	3.74	5.00
bose 头戴式蓝牙耳机	-	349.00	349.00	349.99

资料来源: Dollar Tree 官网, Amazon 官网, Walmart 官网, Target 官网, 民生证券研究院

美国制造发达程度低于国内水平。国内的制造业丰富，2021 年制造业增加值占 GDP 为 27.55%，而美国同期数据为 10.71%。国内制造业发达、产能丰富，

电商 C2C 转型及性价比电商拼多多的崛起，放大电商性价比优势。沿海一带，包括广东、长三角等地区的轻小工业制造，精细化供应链进一步压低了商品价格。国内电商平台的崛起，包括阿里从 B2C 转型至 C2C，拼多多从低价且缺乏渠道的农产品起家，为众多小制造企业和工厂提供的销售渠道，并进一步压低价格。而美国的制造业发达程度不及中国，国内商品更多依赖进口。从亚马逊供应商结构来看，2022、2023 年 70%的供应商来自海外。而海外的供应链和线下零售相比没有效率和成本的优化，因此线上零售的价格与线下相比没有明显优势。

图17：亚马逊供应商地区分布



资料来源：junglescout，民生证券研究院

图18：亚马逊供货商国家的制造业增加值占其 GDP 比重(%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：亚马逊平台跨境电商商品流转过程



资料来源：网经社，亚马逊全球开店官网，民生证券研究院

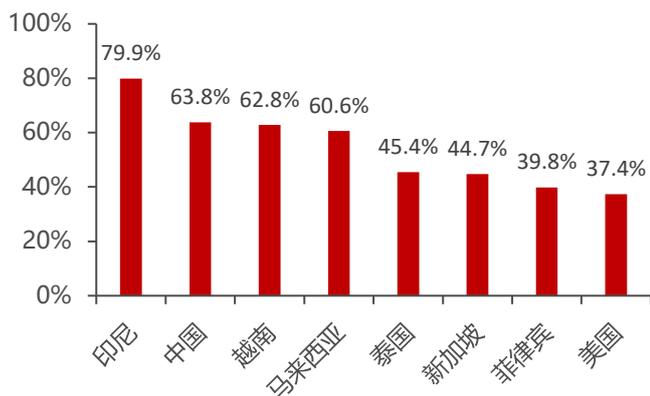
1.1.2 格局“一家独大”：亚马逊解决线上购物的效率痛点，其他电商缺乏差异化优势

美国电商集中度低，2022 年 CR3 为 48%。2022 年国内按零售额电商平台 CR3 为 84.8%，分别为阿里巴巴、京东、拼多多，相比国内的电商市场，美国电商平台格局相对分散。根据 eMarketer，2022 年美国电商按网络零售额份额计

算，前三的电商平台为亚马逊、Walmart、Apple，市占率分别为 37.8%、6.3%、3.9%。虽然亚马逊 GMV 远超其他平台，但整体电商集中度仍然较低，新的电商平台具有足够的市场空间。

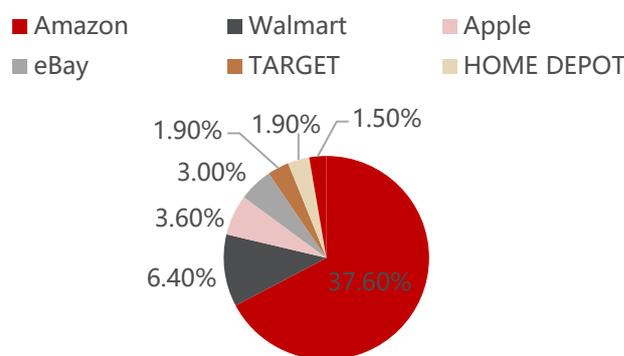
亚马逊，沃尔玛，eBay 的市场地位保持不变，Target、Carvana、Lowe's 等小型公司的市场排名上升。2023 年亚马逊占美国电子商务份额 37.6%，排名第一；沃尔玛占 6.4%，排名第二；eBay 占 3.0%，排名第四。从平台的流量来看，亚马逊和在东南亚具有绝对优势的 Shopee 平台月活人数显著高于其他平台。

图20：2023 年部分国家电商集中度对比 (CR3)



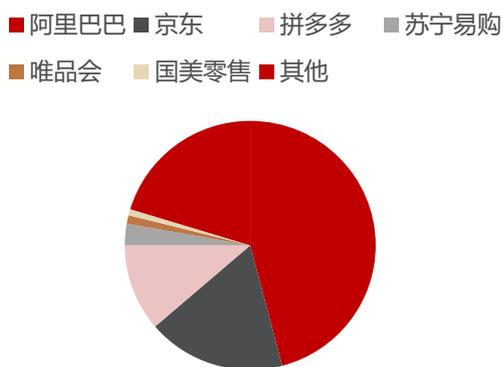
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图21：2023 年美国电商格局



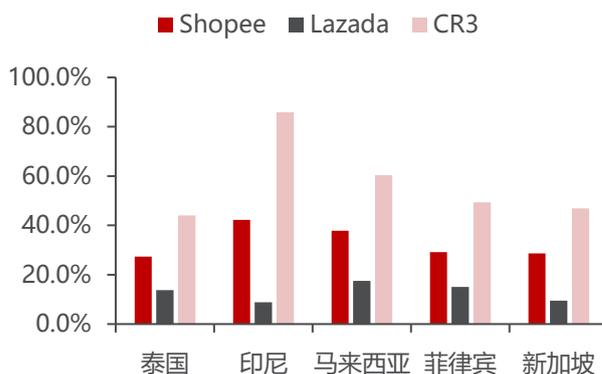
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图22：2022 年中国电商格局



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图23：2022 年东南亚各国电商格局



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/486241145153010054>