

# 美国电商行业深度

新兴跨境电商快速扩张，Amazon 等头部电商平台下沉市场份额承压

超配

## 核心观点

**美国电商市场正处于高速发展期，头部企业面临新兴企业的强烈冲击。**2022年美国电商市场规模已达1.04万亿美元，五年复合增长率高达16.1%，是全球增速最快的电商市场之一。疫情期间消费者网购习惯养成，交易规模保持快速增长态势。但是，头部企业亚马逊和沃尔玛的市场占比和增速趋于稳定。与此同时，新兴的中国跨境电商企业Shein和Temu凭借超低价策略快速崛起，给予头部企业冲击，头部企业面临新的压力和挑战。

**亚马逊：老牌巨头继续稳坐头把交椅，服务和基础设施明显优势。**亚马逊作为电商行业的鼻祖，市场占有率多年来稳定在37%左右，继续稳坐头部位置。其自有的物流和仓储系统为Prime会员提供快速配送服务，构成了重要的护城河。会员服务体系也帮助树立了高消费粘性，黏住了高价值用户。这些基础设施和服务上的明显优势，使亚马逊可以继续领跑美国电商市场，保持头部地位不动摇。但是低价的冲击也使其面临新的压力，需要进一步提升效率。

**沃尔玛：传统零售巨头转型电商，线上线下融合推动电商增长。**沃尔玛作为全球最大的线下零售商，在电商转型中表现积极，电商收入保持增长态势。依托遍布全美近5000家实体店，沃尔玛实现了线上线下深度融合，支持门店自提和当日达配送，成为美国最大的全渠道零售商。其线上线下创新融合运作的成功，使其电商收入增长强劲，但也面临更高的运营成本压力。

**Shein与Temu：中资跨境电商凭供应链优势和低价策略快速崛起。**Shein与Temu等中资跨境电商企业凭借中国的产业链优势快速进入美国市场。Shein依托服装供应链优势，Temu利用中国制造业优势，均以超低价打开美国中低端消费市场，用户规模快速扩大。但这些中资电商存在监管不确定性，要实现长期发展还需本土化转型，关注政策态度。

**未来格局推演：头部电商压力不断加大，新兴跨境企业势头强劲，美国电商集中度为增长态势。**亚马逊面对沃尔玛的创新模式以及Temu的低价竞争，份额预计未来承压。沃尔玛积极转型，线上线下深度融合，推动了电商收入的强劲增长，市场份额为增长趋势。Temu和Shein依靠低价及供应链优势快速打开美国中低端消费市场，已经崛起为重要电商力量。

**风险提示：**政策监管可能加强，限制头部电商平台的市場控制力；中美贸易摩擦可能升级，增加中资电商的经营难度；低价电商用户粘性较弱，可能面临用户大量流失的风险；全球经济放缓可能影响消费者购买力，对电商增长产生负面影响。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
PDD.O	拼多多	买入	144.5	191.914	12.3	15.9	21	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

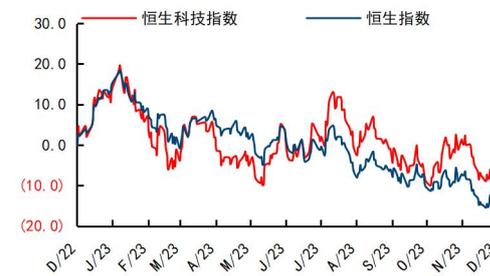
## 行业研究 · 海外市场专题

### 互联网 · 互联网 II

#### 超配 · 维持评级

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn  
 联系人：王颖婕 0755-81983057 cnwangyingjie1@guosen.com.cn  
 S0980521120004

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《海外垂类AI专题(3)：美股科技SAAS板块三季报回顾与AI产品影响梳理》——2023-12-20
- 《2023年11月电商数据：社零大盘稳健增长，高基数下线上化率小幅回落》——2023-12-17
- 《2023年10月电商数据：社零增长亮眼，高基数下线上化率小幅回落》——2023-11-15
- 《2023年双11点评：-双11整体表现平稳，各平台交易额增速持续分化》——2023-11-14
- 《垂类AI应用专题(2)：从AIGC看Adobe和美图的新机遇》——2023-10-23

## 内容目录

<b>美国行业大盘</b> .....	5
行业规模：美国电商规模增速放缓，但仍保持稳健态势 .....	5
竞争格局：美国电商市场格局分散，新兴跨境平台快速崛起 .....	6
<b>亚马逊：美国本土电商巨头</b> .....	7
公司概况：全球头部电商平台，引领电商及技术发展趋势 .....	7
发展历程：从在线书店走向全品类电商 .....	7
竞争优势：亚马逊以丰富货品、高效物流和会员服务构建竞争优势 .....	8
<b>沃尔玛：美国线下零售商转型线上</b> .....	11
公司概况：全球头部零售商 .....	11
电商发展历程：从传统零售走向线上渠道，线下线上全覆盖 .....	12
竞争优势：线下优势赋能电商，食品生鲜为优势类目 .....	12
<b>TEMU/Shein：新兴跨境电商入局者</b> .....	14
TEMU：以超低价打入美国市场，上线后快速增长 .....	14
Shein：深耕快时尚，保持稳定增长势头，转型综合电商平台 .....	15
竞争优势：利用低价策略持续扩张，Temu 深耕超低价，Shein 扩大供应链优势 .....	16
<b>未来格局推演：传统电商巨头地位稳固但持续承压，Temu 有望打开美国下沉电商市场</b> ...	17
<b>附录：美国电商市场增速与市场份额预测</b> .....	18
美国社零及电商规模预测 .....	18
美国主要电商平台份额预测 .....	19
<b>风险提示</b> .....	21
政策监管风险 .....	21
中美贸易摩擦加剧风险 .....	21
用户流失风险 .....	21
全球经济放缓风险 .....	21

## 图表目录

图 1: 美国电商渗透率 (%)	5
图 2: 美国电商用户规模及增速 (百万, %)	5
图 3: 美国电商规模及增速 (十亿美元, %)	5
图 4: 美国人均可支配收入及增速 (美元, %)	5
图 5: 美国人均 GDP 及增速 (美元, %)	6
图 6: 北美电商人均消费额 (美元)	6
图 7: 美国电商平台分类	6
图 8: 2022 年美国电商市场份额占比 (%)	6
图 9: 2022 年亚马逊收入构成 (%)	7
图 10: 2014-2022 年亚马逊电商业务净销售额及增速 (十亿美元, %)	7
图 11: 亚马逊发展历程	8
图 12: FBA 商品物流时效对比其他物流公司	9
图 13: 亚马逊 FBA 服务收费标准, 以非服装类为例 (2023 年)	9
图 14: 亚马逊 Prime 会员功能发展时间轴	10
图 15: 亚马逊会员费趋势及增速 (美元, %)	10
图 16: 2017-2022 年亚马逊 Prime 会员数量及增速 (百万, %)	10
图 17: 亚马逊 Prime 会员与其他电商会员对比	10
图 18: 亚马逊及其他电商平台售后服务相关数据	11
图 19: 2022 年沃尔玛销售额分布	11
图 20: 2005-2022 年沃尔玛总净销售额及增速 (百万美元, %)	11
图 21: 沃尔玛发展历程	12
图 22: 沃尔玛与亚马逊生鲜类网购服务对比	13
图 23: 美国地区沃尔玛 (左) 门店对比亚马逊 (右) 仓储中心分布图	13
图 24: 2020-2023 美国电商市场食品杂货类销售额分布 (%)	14
图 25: 亚马逊、沃尔玛食品生鲜杂货类比价 (2023 年)	14
图 26: Temu 美国官网	15
图 27: 2022 年 9 月-2023 年 6 月 Temu 月 GMV 及增速 (百万美元, %)	15
图 28: 2022 年 9 月-2023 年 9 月全球 Temu App 下载次数及增速 (百万, %)	15
图 29: 2022 年 4 月-2023 年 3 月美国 Temu、Shein 独立访客人数 (百万)	15
图 30: Shein 美国官网	16
图 31: 2022 年美国快时尚市场占比分布 (%)	16
图 32: 2016-2022 年 Shein GMV 及增速 (十亿美元, %)	16
图 33: 2017-2022 年 Shein 美国用户数量及增速 (百万, %)	16
图 34: 亚马逊、沃尔玛、Temu、Shein 各品类比价 (2023 年)	17
图 35: 亚马逊、沃尔玛、SHEIN 近五年电商 GMV 增速 (%)	18
表 1: 2023-2027 年美国社零及电商规模测算 (十亿美元)	19

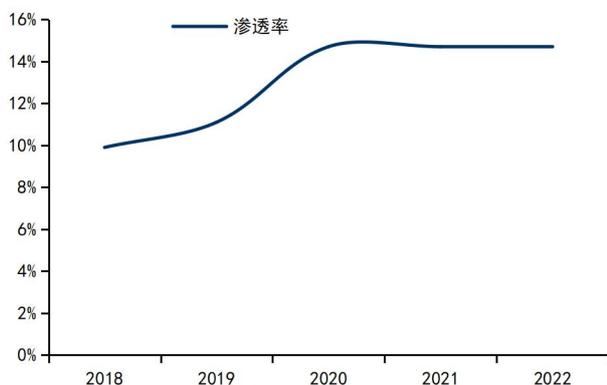
表 2: 2023-2027 年美国各电商平台市场份额测算 (%) .....20

## 美国行业大盘

### 行业规模：美国电商规模增速放缓，但仍保持稳健态势

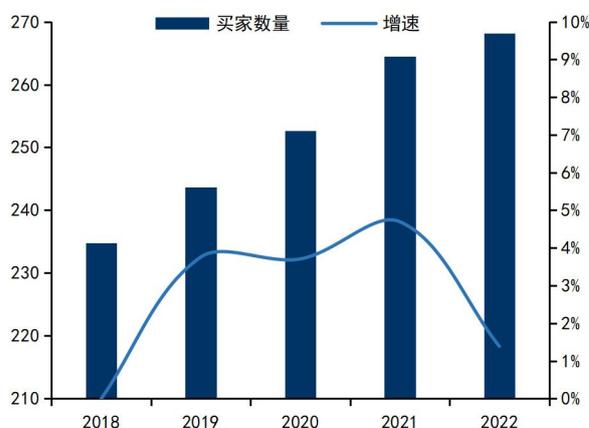
美国电商规模持续增长，用户数接近天花板，消费者购买力稳定。据 eMarketer 数据，2022 年美国电商市场表现亮眼，规模达 1.04 万亿美元，五年 CAGR 为 16.1%，为全球电商市场重要构成部分。美国电商经历爆发式增长后进入盘整阶段，2022 年增速降至 8.4%，为疫情以来最低点；近五年渗透率稳中有升，但未有明显突破，连续三年持平。尽管增速放缓，疫情影响下用户电商习惯形成，买家数量持续增加，2022 年达 2.68 亿，人均电商消费额升至 3878 美元。

图1: 美国电商渗透率 (%)



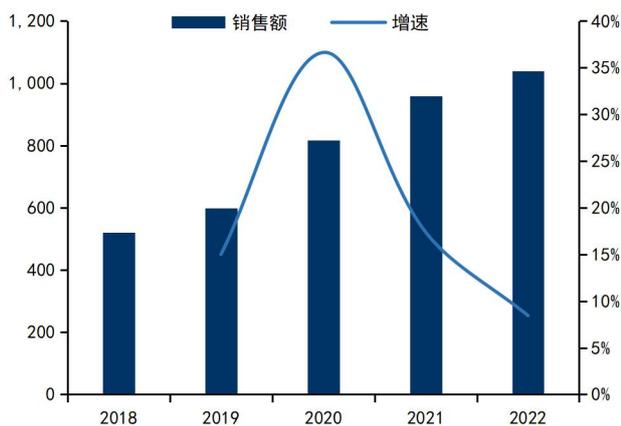
资料来源: eMarketer, 国信证券经济研究所整理

图2: 美国电商用户规模及增速 (百万, %)



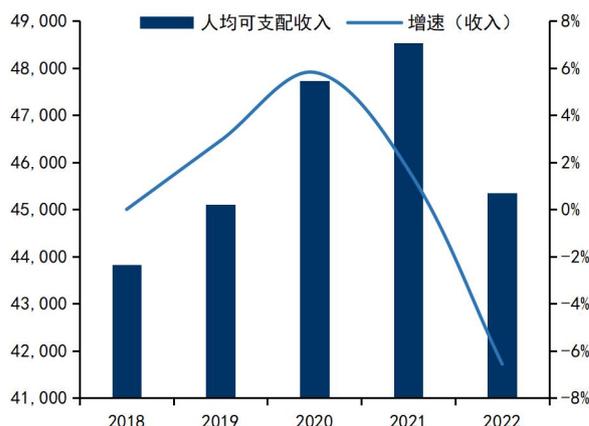
资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图3: 美国电商规模及增速 (十亿美元, %)



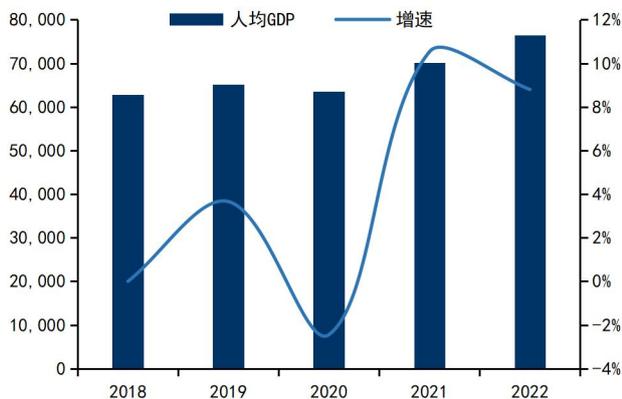
资料来源: eMarketer, 国信证券经济研究所整理

图4: 美国人均可支配收入及增速 (美元, %)



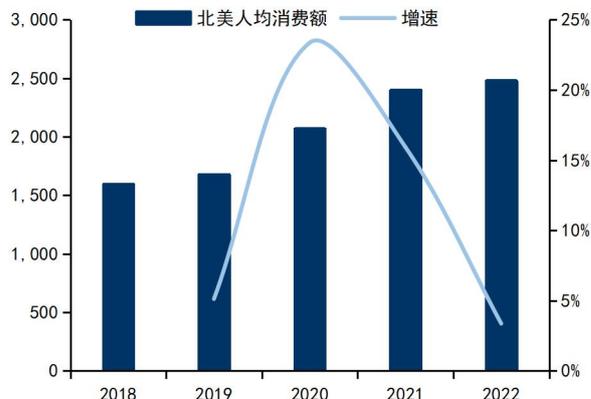
资料来源: Statista, IBISWORLD, 国信证券经济研究所整理

图5: 美国人均 GDP 及增速 (美元, %)



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图6: 北美电商人均消费额 (美元)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

### 竞争格局: 美国电商市场格局分散, 新兴跨境平台快速崛起

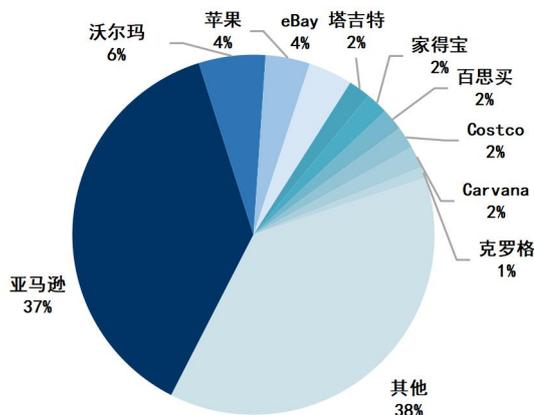
美国电商格局再塑, 亚马逊领跑, 新兴跨境平台迅速崛起。美国电商市场相较于国内格局更为分散, 可主要划分为品牌独立网站和综合电商平台两大板块。独立网站如苹果、百思买、Shein, 满足对品牌有高要求的用户需求; 而综合电商平台如亚马逊、沃尔玛、Temu, 则提供丰富的商品选择, 更适用于生活类场景下的购物习惯。据 Statista 数据, 美国电商巨头亚马逊在 2022 年表现持续亮眼, 市场占比达 37%, 但其对中小型商家的不友好表现源于其复杂的收费结构和热门品类的剧烈竞争; 新晋入局者 Shein 和 Temu 凭借其卓越的产品力和高性价比迅速崛起, 为商家开辟便捷入场通道。尤其是其“全托管”模式的推出, 为头部电商企业带来了新的竞争压力。

图7: 美国电商平台分类



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图8: 2022 年美国电商市场份额占比 (%)



资料来源: eMarketer, 国信证券经济研究所整理

## 亚马逊：美国本土电商巨头

公司概况：全球头部电商平台，引领电商及技术发展趋势

全球电商巨头亚马逊，持续技术创新，引领全球电商发展趋势。自1994年成立以来，其在线销售业务发展迅速，2022年净销售额达1424亿美元；亚马逊的电商模式融合了自营、第三方卖家平台及其标志性的Amazon Prime服务，确保稳健增长。全球范围内，其业务主要分为北美与国际地区，遍及北美、欧洲、亚洲和拉美等多个重要市场；其中北美为主要市场，2022年占总收入达61%。公司主要深耕美国市场，市占率为41%，多年来稳居首位。其强大的物流体系、技术研发能力以及与全球品牌的合作策略，都确保了其在电商领域的领先地位。同时，亚马逊也已拓展至其他业务领域如Amazon Web Services (AWS)，为全球企业提供云计算服务，已成为其重要的收入来源之一，2022年占总收入16%。

图9：2022年亚马逊收入构成（%）

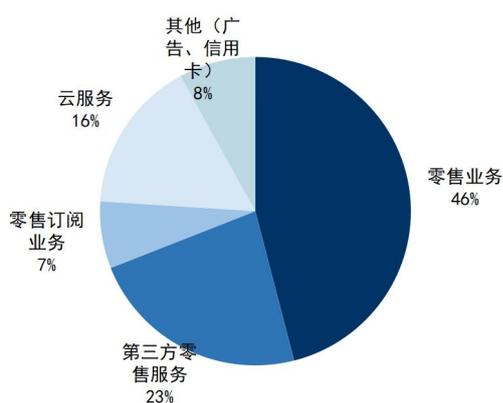
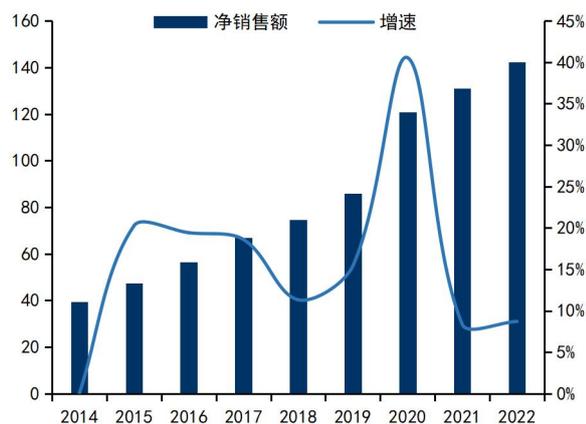


图10：2014-2022年亚马逊电商业务净销售额及增速（十亿美元，%）



资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

资料来源：Statista，国信证券经济研究所整理

### 发展历程：从在线书店走向全品类电商

**早期品类及国际扩张，成为全球最大在线书店（1994-2000）：**从最初的网上书店起步，亚马逊迅速实现国际化，扩充音乐和其他商品类别，确立其作为全球最大书店的地位。

**改进供应链物流系统，成为全球最大电商平台（2001-2009）：**通过推出第三方开放平台、引入电子阅读器，以及强化物流网络，亚马逊成功地从单一书籍销售者转型为一个综合性的网络零售巨头。

**大力投资技术与新零售，AWS 云服务业务带动盈利爆发（2010-至今）：**亚马逊不

断创新，推出 Prime 会员服务、加强云计算业务，并大力投资新零售，2018 年市值突破 1 万亿美元。

图11: 亚马逊发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

## 竞争优势：亚马逊以丰富货品、高效物流和会员服务构建竞争优势

**1) 货盘优势：商品种类多，数量大，自营性价比高。**相较于沃尔玛电商 8000 万的在线商品数量，亚马逊在美国电商市场展现出了更为强大的货盘优势：其商品数量大，产品种类丰富，涵盖 29 个大品类，商品多达 3.53 亿，以确保满足不同消费者的多样化需求。而其他平台如 Shein，专注于特定垂类市场并且仍处于发展初期，其商品种类和数量均不足以与亚马逊和沃尔玛竞争。其次，在自营商品方面，亚马逊采用动态定价和心理定价策略，结合自身高效的运营模式，确保其自营商品价格保持有力的竞争性。其自有品牌如 AmazonBasics，通过高性价比和丰富的商品种类获得了消费者的广泛认可。

**2) 物流优势：FBA 物流体系完善，时效快，形成明显优势。**亚马逊通过 FBA 服务形成了明显的物流优势。与沃尔玛、Shein 和 Temu 等竞争对手相比，亚马逊能够提供更快有保证的配送服务。特别是对于 Prime 会员，提供了快至当日达的配送服务。其速度优势还表现在与一般独立电商站点的对比中。许多独立站电商依赖于 FedEx、UPS 等公司的陆运服务，但这些服务在时效上都无法与 FBA (Prime) 相媲美。其次，亚马逊在美国有独立的物流体系和 102 个仓储中心，能够根据消费者位置和商品存储情况智能选择发货仓库，优化配送路径。同时，FBA 通过自动化技术实现了高效的仓储管理和订单处理，大幅提升了物流效率。89%的亚马逊卖家选择使用 FBA 服务，这一高比例反映出 FBA 在亚马逊卖家中的普及程度。通过 FBA，亚马逊成功实现了物流服务的差异化，强化了其在电商物流领域的竞争优势。

**图12: FBA 商品物流时效对比其他物流公司**

物流公司	服务类型	美国境内平均时效
亚马逊 FBA	Prime 会员	1-2 天 (部分地区当日送达)
	非 Prime 会员	3-5 天
FedEx	Ground (陆运)	1-5 个工作日
	3 Day	第三个工作日
	2 Day	第二个工作日
	Next Day PM	次日下午 4:30 (大部分地区)
	Next Day AM	次日上午 10:30 (大部分地区)
UPS	Ground (陆运)	3-5 个工作日
	3 Day	3 个工作日
	2 Day	2 个工作日
USPS	USPS Ground Advantage (陆运)	2-5 个工作日
	Priority Mail	1-3 个工作日
	Priority Mail Express	次日至第二日 6 PM
	First-Class Mail	1-5 个工作日
	Media Mail	2-8 个工作日
DHL	SmartMail Parcel Ground (陆运)	3-8 邮政天平均
	SmartMail Parcel Expedited	2-5 邮政天平均
	SmartMail Parcel Expedited Max	2/3 邮政天

资料来源: Insight, 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

**图13: 亚马逊 FBA 服务收费标准, 以非服装类为例 (2023 年)**

费用类型	描述	费用
<b>履行费 (非服装类)</b>		
小号标准尺寸	19 盎司以下; 15 英寸 x 12 英寸 x 0.75 英寸	\$3.22-\$3.77
大号标准尺寸	20 磅以下; 18 英寸 x 14 英寸 x 8 英寸	\$3.86-\$7.17
小号大件	70 磅以下; 60 英寸 x 30 英寸	\$9.73 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
中号大件	150 磅以下; 108 英寸 (最长边)	\$19.05 + \$0.42/磅 (超出首重 1 磅的部分)
大号大件	150 磅以下; 108 英寸 (最长边)	\$89.98 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)
特殊大件	超过 150 磅; 超过 108 英寸 (最长边)	\$158.49 + \$0.83/磅 (超出首重 90 磅的部分)
<b>存储费</b>		
月存储费	根据商品尺寸和存储时长收费	\$0.56 至 \$2.40/立方英尺
长期存储费	存储超过 365 天的商品	\$6.90 至 \$7.56/立方英尺
移除费	返回或处置商品的费用	\$0.15/件 或 \$0.15/磅

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**3) Prime 会员策略带来高用户粘性, 售后服务满意度高。**亚马逊明确其目标用户主要为追求高品质和便利性的中高收入人群。基于此, 亚马逊推出核心用户策略——Prime 会员服务, 以提高用户粘性; 会员可以享受快至当日达的物流服务、音视频流媒体服务等一系列优惠。据调查, Prime 会员占比高达 75%, 为亚马逊主力消费群体; 即使面临会员费用的增加, 亚马逊的 Prime 会员数量仍持续增长, 2022 年达 1.6 亿。

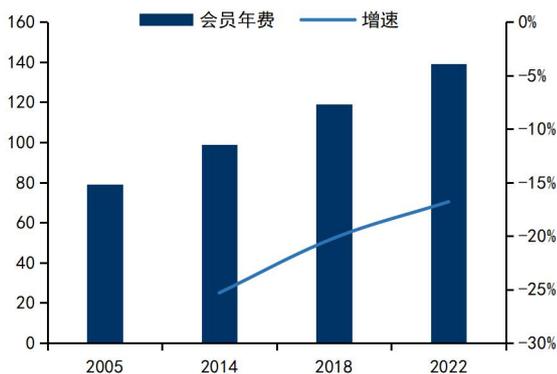
亚马逊 Prime 和沃尔玛 Plus 的基础服务类似, 如免费配送和大促折扣。但亚马逊 Prime 配送时效更快, 服务更多元化。例如, Prime 会员可以在亚马逊以外的合作网站上使用 "Buy with Prime" 功能进行便捷结账。2023 年 8 月起, shopify 与亚马逊达成协议, 允许其平台商家使用该功能, 进一步强化了 Prime 会员网络。同时, 亚马逊售后服务的用户满意度高达 85%, 远超其竞争对手。而沃尔玛 Plus 则更侧重于实体店的服务, 如加油站折扣。同时, 中国的电商会员体系相对更侧重于购物相关的优惠和服务, 如购物折扣、大促消费券和专属客服等。

图14: 亚马逊 Prime 会员功能发展时间轴



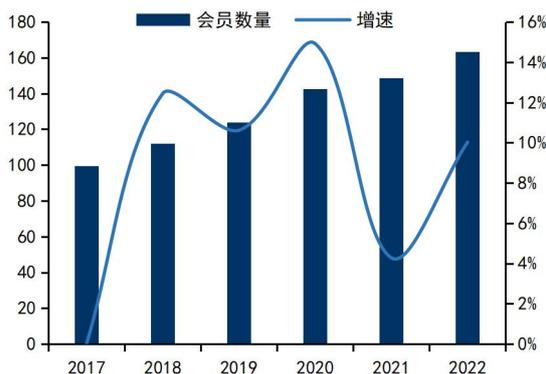
资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图15: 亚马逊会员费趋势及增速 (美元, %)



资料来源: MarketWatch, 国信证券经济研究所整理

图16: 2017-2022 年亚马逊 Prime 会员数量及增速 (百万, %)



资料来源: Statista, 国信证券经济研究所整理

图17: 亚马逊 Prime 会员与其他电商会员对比

	市场定位	会员费用	会员费折扣	配送服务	独家优惠	数字娱乐	售后服务
亚马逊Prime	全球市场, 美国为主	\$14.99/月; \$139/年	学生\$7.49/月, \$69/年	免费当日、两日配送 杂货生鲜 (Fresh) 满\$50免费配送; 全食超市运费始终为\$9.95	全食超市折扣 提前解锁大促折扣	海量影音书籍 (Prime Video、Prime Music等)	优先客服/免费退货
沃尔玛Plus	全球市场, 美国为主	\$12.95/月; \$98/年	-	免费配送 (快速) 杂货生鲜 (超市外卖) 每单满\$35免费配送	加油站折扣 提前解锁大促折扣	4000+影音资源 (Paramount+)	免费退货/上门退货
淘宝88VIP	中国市场	¥88/年 (需1000淘气值)	-	-	购物折扣、大促消费券	网易云音乐VIP、饿了么吃货卡	专属客服/每月6张退货运费券
京东Plus	中国市场	¥198/年	提供限时折扣, 低至¥99	无限包邮	购物折扣、会员日	不提供	专属客服/免费退货

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图18: 亚马逊及其他电商平台售后服务相关数据

	满意率	问题首次解决率	解决时长
亚马逊Prime	85%	0.82	最长两天内
沃尔玛	70%	-	不保证
Temu	64.2% (3.21/5)	-	不保证
Shein	51.2% (2.56/5)	-	不保证

资料来源: Sitejabber, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 沃尔玛: 美国线下零售商转型线上

### 公司概况: 全球头部零售商

全球零售业巨头沃尔玛, 美国零售巨头, 电商收入持续增长。自创立以来, 沃尔玛作为零售业巨头, 2022 年净销售额达 5677 亿美元, 其中电商净销售额达到 732 亿美元, 同比增长 12.79%, 占总零售额的 13%。沃尔玛持续输出其“天天低价”的经营理念, 向消费者提供高性价比的商品。全球范围内, 沃尔玛在 15 个国家设有 8500 家分店; 其中美国为主要市场, 截止 2022 年占总收入的 82%, 国际市场占比降低至 18%, 主要原因为货币汇率波动及退出了某些市场。据官方数据, 沃尔玛的主要业务板块包括沃尔玛美国零售、沃尔玛国际零售和山姆会员超市零售, 其中沃尔玛美国零售为最大的营收来源, 2022 年收入占比达 69%。截止 2022 年底, 沃尔玛仍是全美零售超市市占率最高的超市, 旗下的沃尔玛超市和山姆会员店占比达 29.9%。用户方面, 沃尔玛主要服务于价格敏感的中低收入群体, 用户平均年龄在 46 岁, 以女性用户为主, 占 60%; 相比之下亚马逊的用户更加年轻, 更注重品质, 且性别分布更为平均。

图19: 2022 年沃尔玛销售额分布

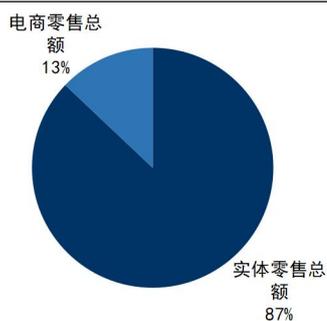
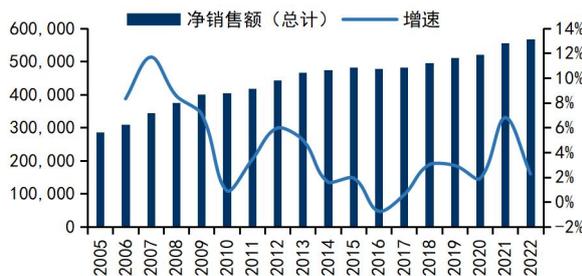


图20: 2005-2022 年沃尔玛总净销售额及增速 (百万美元, %)



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 14：2022 年亚马逊收入构成（%）

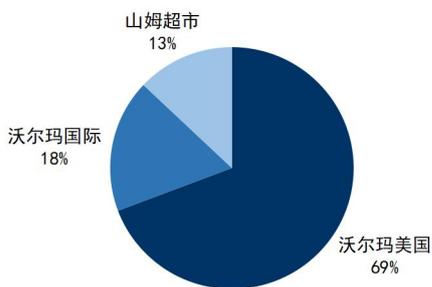
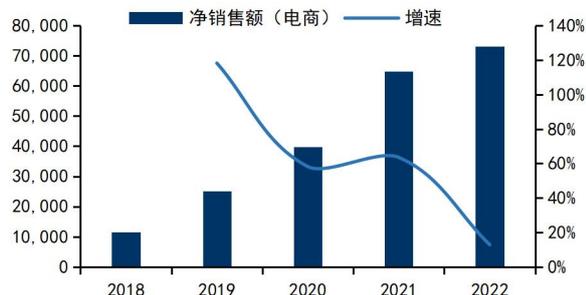


图 15：2018-2022 年沃尔玛电商业务净销售额及增速（百万美元，%）



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

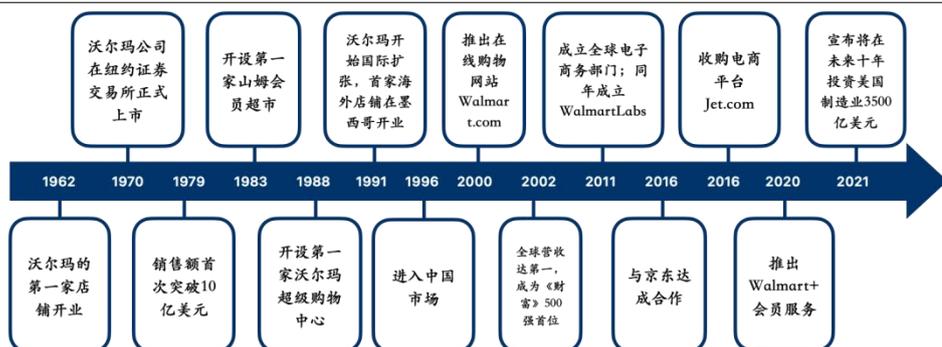
### 电商发展历程：从传统零售走向线上渠道，线上线下全覆盖

**成为全球最大的线下实体超市（1962 年 - 2000 年）：**沃尔玛 1962 年成立，并于 1970 年在纽交所上市，1979 年销售额破 10 亿。沃尔玛在美国及全球不断扩张，通过低价策略和高效的供应链管理成为全球最大的零售商。

**初步探索电商领域，为实体零售业赋能（2000 年 - 2010 年）：**沃尔玛推出了在线零售网站 Walmart.com；2002 年，沃尔玛成为全球营收第一的公司，并成为《财富》500 强首位。沃尔玛集中在提高其实体零售业务的效率和规模，同时逐渐涉足电商。

**电商的重点投资，线上线下零售同步发展（2010 年 - 至今）：**沃尔玛持续开拓业务，成立了 WalmartLabs，专注于电商和数字技术的发展。2016 年往后，沃尔玛以 33 亿美元收购电商平台 Jet.com，并于 2020 年推出 Walmart+会员服务。2022 年沃尔玛在线上零售的市占率达到 6.3%

图21：沃尔玛发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

### 竞争优势：线下优势赋能电商，食品生鲜为优势类目

**1) 多渠道优势：线下根基稳固，实体店优势赋能电商，实现高效商店配送。**沃尔玛庞大且密集的实体店网络是其电商业务的坚实基础：据统计，90%的美国人居

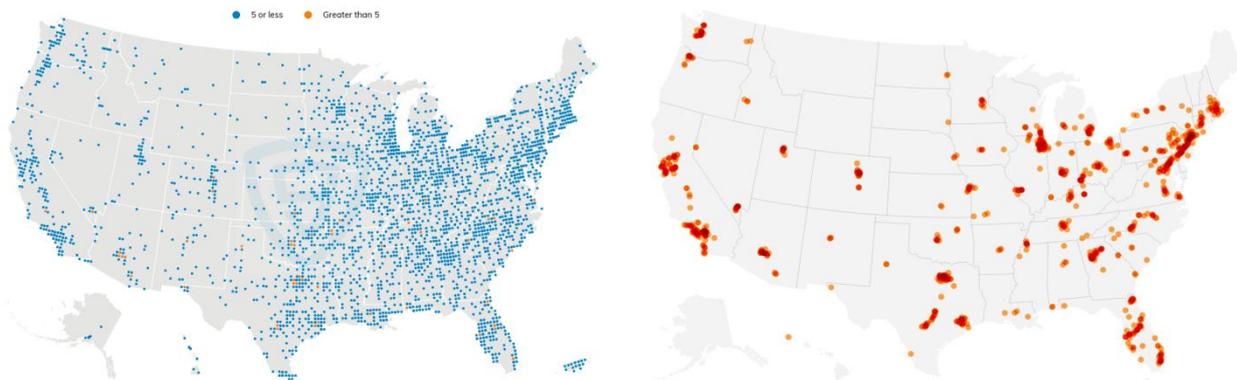
住在离沃尔玛商店 10 英里以内的地方，其 4717 家遍布全美的实体店，为沃尔玛用户提供了便捷的就近自取、当日配送服务和门店退货服务，强化了线上线下的整合。沃尔玛门店主要集中在人口密度较高的区域，因此东部更为密集。同时，沃尔玛的无人机配送等创新举措，降低了配送成本，提高了配送效率。沃尔玛的商店配送服务不仅面向所有消费者，且配送时效更快，而亚马逊只为 prime 会员提供生鲜配送服务。尽管沃尔玛电商作为后起之秀，在美国市场占比没有亚马逊那么高，但其凭借覆盖全美的实体店布局实现了高商店配送效率，其实体店密度远超亚马逊仓储分布（102 个仓储中心），因此在当日达服务上可以满足更多用户的需求，对亚马逊构成了有力竞争和威胁。

图22: 沃尔玛与亚马逊生鲜类网购服务对比

		配送费		时效
		会员	非会员	
沃尔玛		满\$35免费 (未达要求 \$9.95)	\$9.95	1小时内
亚马逊	Amazon Fresh (亚马逊生鲜)	满\$50免费 (未达要求 \$9.95)	无权限	2小时内
	Wholefoods (全食超市)	\$9.95	无权限	2小时内 1小时内+\$5

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图23: 美国地区沃尔玛（左）门店对比亚马逊（右）仓储中心分布图

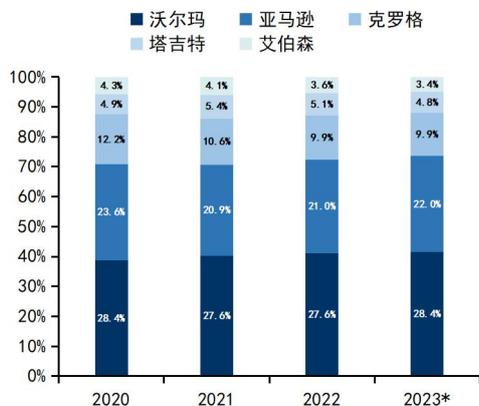


资料来源：ScrapeHero, Business Insider, 国信证券经济研究所整理

**2) 食品生鲜杂货品类 (Grocery) 为沃尔玛主场：**沃尔玛在美国线上食品生鲜杂货市场占据领先地位，该品类是其电商业务的核心竞争优势所在：其商品数量和种类远超亚马逊全食或生鲜，且价格更优；这主要源于沃尔玛直接采购避免中间商，以及强大的议价能力带来的规模效应。相比之下，亚马逊在采购和议价能力上不及沃尔玛。据 eMarketer 数据显示，2022 年沃尔玛线上食品生鲜杂货销售额达 387 亿美元，远超亚马逊；沃尔玛在美国电商食品杂货类销售额中占比达 27.6%，

稳居首位。emarketer2023 年调查数据也显示，沃尔玛已成美国消费者首选的线上食品杂货购物平台。

图24: 2020-2023 美国电商市场食品杂货类销售额分布 (%) 图25: 亚马逊、沃尔玛食品生鲜杂货类比价 (2023 年)



品牌	商品名称	价格		比价
		亚马逊	沃尔玛	
Polnad Spring	矿泉水, 101.4 oz, 一桶	\$2.19	<b>\$1.68</b>	77%
Clorox	一次性马桶刷头, 10个	\$8.29	<b>\$6.98</b>	84%
Dove多芬	敏感肌用沐浴露, 30.6 oz	\$9.97	\$9.97	100%
Philadelphia	原味奶油奶酪, 8 oz	\$4.99	<b>\$3.98</b>	80%
Lactaid	全脂牛奶, 96 oz	\$7.29	<b>\$6.24</b>	86%
Oscar Mayer	经典口味热狗肠, 10根/包	\$5.69	<b>\$2.84</b>	50%

注: 红字为更低价

资料来源: MarketWatch, 国信证券经济研究所整理

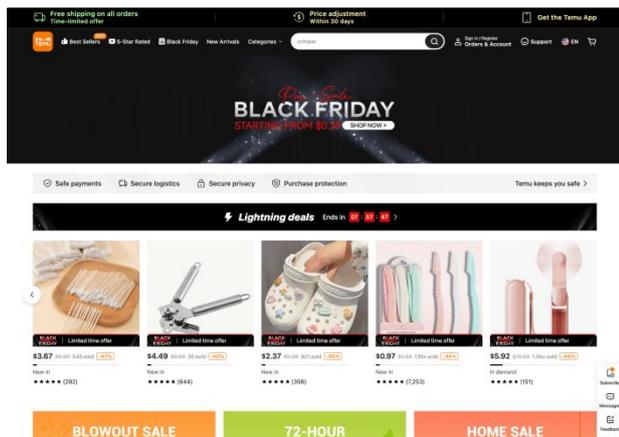
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## TEMU/Shein: 新兴跨境电商入局者

### TEMU: 以超低价打入美国市场, 上线后快速增长

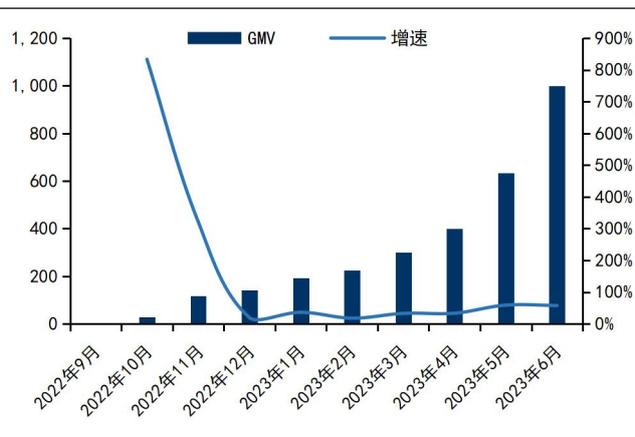
Temu 是拼多多于 2022 年 9 月在美国市场上线的跨境电商平台, 定位于中低收入群体, 主打极致性价比, 大部分家居类小商品都低于 10 美元, 目前已在全球 48 个国家和地区上线。Temu 上线仅一个月日均 GMV 已突破 150 万美元, 下载量登 Google Play 购物类榜首, 入驻商家近 3 万, SKU 数量达 30-40 万; 上线后访问人数快速上升, 仅仅 3 个月就超过 Shein。利用社交裂变, Temu 实现了用户数的爆发增长, 截至 2023 年 4 月 Temu 用户数量已破 1 亿。据 YipitData 数据, 2023 年 6 月 GMV 达 10 亿美元。

图26: Temu 美国官网



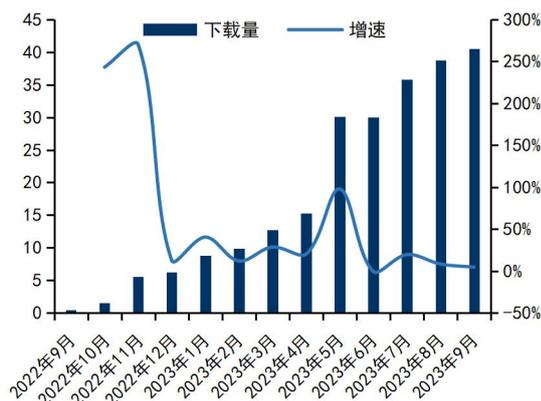
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图27: 2022年9月-2023年6月 Temu 月 GMV 及增速(百万美元, %)

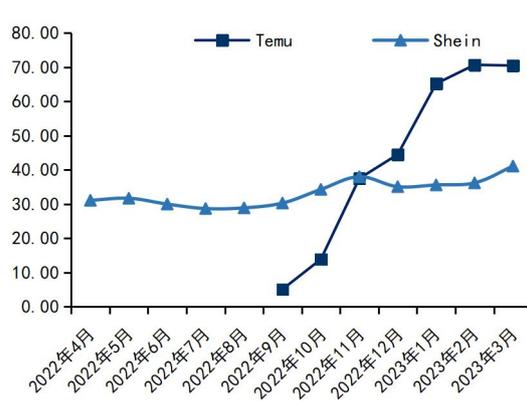


资料来源: YipitData, 国信证券经济研究所整理

图28: 2022年9月-2023年9月全球 Temu App 下载次数及增图29: 2022年4月-2023年3月美国 Temu、Shein 独立访客人数(百万, %)



资料来源: AppMagic, 国信证券经济研究所整理



资料来源: eMarketer, 国信证券经济研究所整理

### Shein: 深耕快时尚, 保持稳定增长势头, 转型综合电商平台

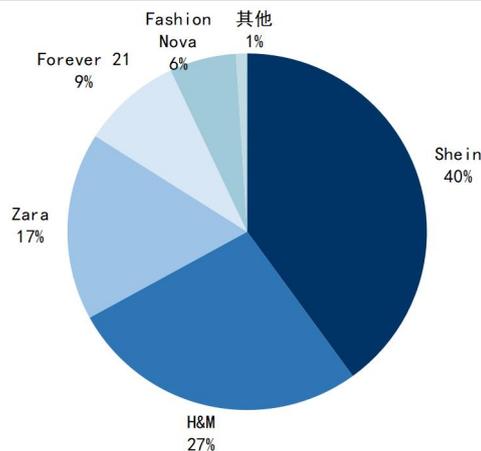
Shein 成立于 2008 年, 深耕快时尚女装品类, 主要面向追求时尚和低价的年轻女性。自 2018 年起, SHEIN 成功进入了美国、墨西哥、法国、英国、日本等多个市场, 其中美国市场用户占比 40%。Shein 凭借其极具竞争力的价格和极快的上新速度, 成功超越了 ZARA、H&M 等快时尚品牌, 2022 年占美国快时尚市场 40%, 稳居首位。Shein 的快速增长主要归因于其长期与上游供应商合作, 形成了小单快返的能力。截至 2022 年底, Shein App 总下载量达 1.96 亿, GMV 达 300 亿美元, 同比增长 50%。此外, Shein 正在逐渐从独立站模式向综合电商平台转型, 并引入更多第三方卖家, 其品类逐渐扩展至涵盖家居厨具、美妆个护、电子和宠物等类目。

图30: Shein 美国官网



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图31: 2022 年美国快时尚市场占比分布 (%)



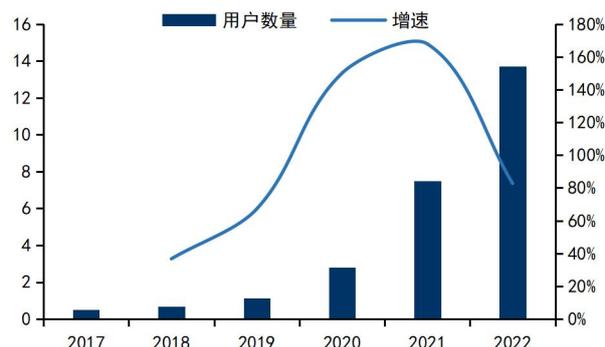
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图32: 2016-2022 年 Shein GMV 及增速 (十亿美元, %)



资料来源: ChinaTalk, 国信证券经济研究所整理

图33: 2017-2022 年 Shein 美国用户数量及增速 (百万, %)



资料来源: riori Data, 国信证券经济研究所整理

### 竞争优势: 利用低价策略持续扩张, Temu 深耕超低价, Shein 扩大供应链优势

相较于亚马逊和沃尔玛等传统电商, Temu 和 Shein 均主打低价策略: 尤其是在服饰类、美容个护、家居类及各品类小商品中价格优势更为明显。其中, Temu 的价格更具竞争力, 因为 Temu 贯彻“超级低价”, 通过全托管模式吸引大量供应商, 并利用竞价机制将利润压缩至最低, 鼓励商家提供最低价格。比如, 同一款 1 浴室地垫, 在 Temu 的价格可能是 1.47 美元, 而在 Shein 的价格是 2.26 美元, 远低于亚马逊和沃尔玛的价格。

Shein 的优势也体现在供应链上: 其“产品多, 上新快, 时尚度高, 高性价比”得益于强大的柔性供应链和优秀的供应链管理, 其供应商已突破 3000 家, 实现了“小单快返”的良性运营循环, 可以快速响应最新的流行趋势, 实现每天超

过 2000 件新品上线。同时，Shein 也通过数字化管理系统对自有品牌进行标准化  
 管理, 保证产品质量和生产效率。Shein 一直深耕供应链并持续投资来扩大其优势,  
 如 Shein 计划在 2023 年完成 100 家供应商工厂的实体扩建和改造。可以说, Shein  
 的供应链为其提供了频繁更新商品、保证高性价比的重要支撑, 是 Shein 取得竞争  
 优势的关键所在。

图34: 亚马逊、沃尔玛、Temu、Shein 各品类比价 (2023 年)

类目	品牌	商品名称	价格				比价		
			亚马逊	沃尔玛	TEMU	Shein	亚马逊/TEMU	沃尔玛/TEMU	Shein/TEMU
食品饮料	Polnad Spring	矿泉水, 101.4 oz, 一桶	\$2.19	<b>\$1.68</b>	(无该品类)	(无该品类)	-	-	-
家电3C	Baofeng (暴)	暴风户外对讲机 888S, 2个入	\$29.99	\$27.99	\$26.48	<b>\$25.99</b>	113.3%	107.7%	98.1%
家电3C	T&G	便携式无线防水音响	\$14.95	\$17.99	<b>\$13.37</b>	\$13.50	111.8%	133.3%	101.0%
时尚服饰	-	男士白色棉袜运动袜6双	\$11.66	\$17.99	\$11.67	<b>\$10.20</b>	99.9%	176.4%	87.4%
时尚服饰	-	Faith Print棒球帽	\$17.95	-	<b>\$2.67</b>	\$3.60	672.3%	-	134.8%
美容个护	-	女士蛋卷头发器, 粉色	\$21.99	\$27.57	\$12.77 (包邮)	<b>\$10.56</b>	172.2%	215.9%	82.7%
美容个护	WNPL	6合1润唇膏套装	\$6.79	\$12.58	<b>\$2.24</b>	\$2.90	303.1%	433.8%	129.5%
厨房用品&家居用	-	食品存储容器	\$8.98/两个, 单	\$9.98/两个,	单价:\$5.18	单价:\$5.2	86.7%	96.3%	100.4%
厨房用品&家居用	-	仿石头纹记忆回弹浴室地垫, 灰色	\$10.99	\$4.49	<b>\$1.47</b>	\$2.26	186.7%	196.3%	200.4%
电子及配件	-	自拍杆	\$6.99	\$7.29	<b>\$4.85</b>	\$5.50	144.1%	132.5%	113.4%
电子及配件	-	便携式3合1迷你蒸汽熨斗, 旅行用	\$14.99	\$15.98	<b>\$7.48</b>	\$9.18	200.4%	174.1%	122.7%

注: 所有比价产品均为同款, 红字为该品类最低价

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 未来格局推演: 传统电商巨头地位稳固但持续承压, Temu 有望打开美国下沉电商市场

**亚马逊份额将面临新晋电商的影响, 我们预计其份额未来五年承压, 2027 年至 35.1% (测算过程见附录, 后同):** 亚马逊作为美国头部电商平台, 为消费者带来选择广泛、物流快速的购物体验, 为商家提供了海量流量以及成熟的物流支持。但由于要承担更高的物流和服务成本, 很难长期进行低价竞争, 这给注重低价的新兴跨境电商带来了机遇。我们预测未来五年亚马逊份额承压, 预计 2023-2027 年回落 2.6%。Temu 凭借其极致低价和社交属性, 具有在美国电商市场打开增量空间的潜力, 有可能复刻拼多多在中国市场的增长路径。由于 Temu 与亚马逊都拥有大量中国卖家, 因此在货源及第三方卖家方面重叠度高。在面向美国中低端消费群体的价格战中, Temu 有可能“反哺”其海量低价中国卖家资源优势, 抢占亚马逊部分价格敏感的用户。

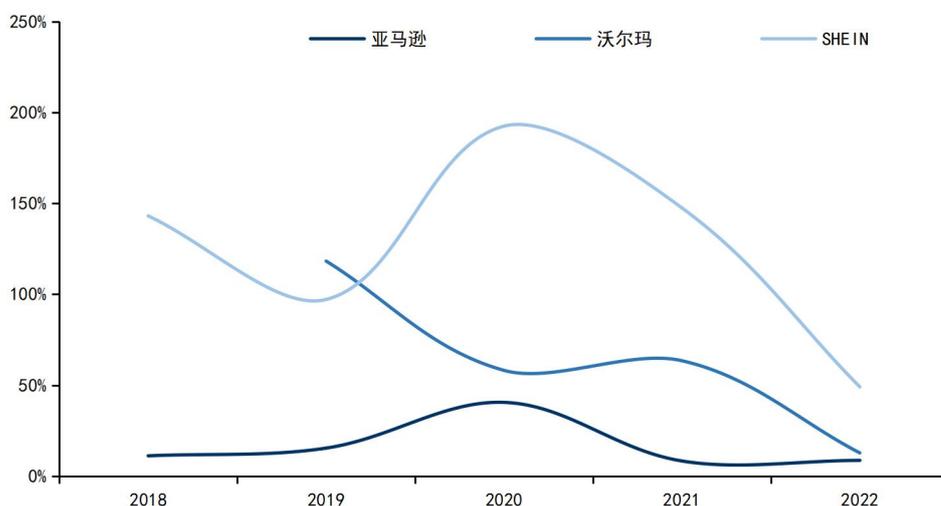
**沃尔玛电商特定品类及线上线下融合带来明显优势, 2027 年市场份额相较 2022 年稳步提升 6.3%:** 基于 2018-2022 年沃尔玛市场占比数据, 沃尔玛电商份额呈稳定增长趋势, 我们预测未来五年将继续稳定增长, 预计 2027 年达 12.4%; 作为美国第二大电商平台, 沃尔玛有稳固的线下零售基础, 以及在食品生鲜品类独特的优势, Shein、Temu 和亚马逊都暂时无法抢占该品类的份额, 因此 Temu 的崛起对沃尔玛增长影响有限。同时, 沃尔玛电商中食品生鲜等高频商品的销售, 也会带动低频商品的销售, 从而进一步巩固其电商平台的发展, 并可能对亚马逊的部分低频商品销量造成一定冲击。

**Temu 有望快速打开美国中低端市场, 我们预计 2027 年份额可达 2.30%:** 我们预测 2023-2027 年 Temu 在美国电商市场仍将继续快速增长, 年均复合增速超过 40%。这主要基于 Temu 极具竞争力的低价策略, 以及用户裂变模式带来的快速用户获取能力。Temu 未来是否可以通过提升品牌影响力和用户粘性继续保持高速增长, 是实现长期发展的关键。

**Shein 依靠快速供应链优势预计未来稳步增长，我们预计 2027 年份额为 0.89%：**Shein 凭借快速迭代的服饰产品和供应链体系优势，我们预测其在美国市场的份额将从 2022 年的 0.7% 提升至 2027 年的 0.89%，在服饰电商品类中表现最为突出。但其在产品多元化、商业模式本地化等方面的持续进步，也是进一步增长的必要条件。

**美国电商市场集中度将变高，我们预计其他电商整体份额将面临压力，2027 年为 49.3%：**除二手电商先驱 eBay 和高度封闭生态系统的 Apple 之外，我们预计其他中小型电商平台的总体市场份额将面临缩减压力。这主要是由于头部及新晋跨境电商在商品丰富性、平台流量以及对新商业模式和技术应用的不断创新等方面的优势抢占市场先机，提高了整个电商市场的发展活力，吸引了更多消费者关注度和消费需求，导致其他电商企业生存空间被挤压。我们预测 eBay 将面临细微幅度的份额下滑压力，而苹果凭借高忠诚用户群体，其市场份额将保持相对稳定。

图35: 亚马逊、沃尔玛、SHEIN 近五年电商 GMV 增速 (%)



资料来源：公司官网，Statista，eMarketer，国信证券经济研究所整理

## 附录：美国电商市场增速与市场份额预测

### 美国社零及电商规模预测

**结论：美国未来五年线上化率持续提升，电商增速放缓：**我们预计 2027 年美国社零规模将达 81211 亿美元，2023-2027 年复合增长率（CAGR）为 2.74%；2027 年美国电商规模预计为 14250 亿美元，2023-2027 年复合增长率（CAGR）为 6.41%；线上化率未来五年小幅稳定增长，2027 年预计达 17.5%。

表1: 2023-2027 年美国社零及电商规模测算（十亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
美国社零规模	5252	5387	5557	6523	7074	7215	7432	7655	7885	8121
YoY	4.2%	2.6%	3.2%	17.4%	8.4%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
美国电商规模	520	598	817	959	1040	1118	1196	1274	1350	1425
YoY	-	15.0%	36.6%	17.4%	8.4%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
线上化率	9.9%	11.1%	14.7%	14.7%	14.7%	15.5%	16.1%	16.6%	17.1%	17.5%

资料来源：美国商务部，eMarketer，国信证券经济研究所整理及测算

**预测基本逻辑：线上化率 = 美国电商规模/美国社零规模**

◆ 假设：

- 1) 我们预测未来五年美国社零将持续增长，假设 2023 年增速与 2023 年前三个季度平均增速持平，**预计 2023-2027 年增速为 2.0%、3.0%、3.0%、3.0%、3.0%。**
- 2) 考虑到疫情期间美国电商增速较快，我们认为疫情高峰后增速将放缓，假设 2023 年增速与前三个季度平均增速持平，同时每年递减 0.5%，**预计 2023-2027 年增速为 7.5%、7.0%、6.5%、6.0%、5.5%。**

### 美国主要电商平台份额预测

**结论：未来五年亚马逊份额承压，沃尔玛和 Temu 将经历显著增长：**我们预测 Amazon2027 年市场份额将回落至 35.1%；沃尔玛电商持续稳定增长，预计 2027 年市场份额达 12.4%；Shein 市场份额将稳步提升至 2027 年的 0.89%；而新晋跨境电商 Temu 预计将经历显著增长，市场份额有望在 2027 年达 2.3%。

**表2: 2023-2027 年美国各电商平台市场份额测算 (%)**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>亚马逊美国</b>	182	218	309	365	392	416	439	461	481	501
YoY	-	19.4%	42.0%	17.8%	7.6%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
市场份额	-	36.4%	37.9%	38.0%	37.7%	37.2%	36.7%	36.1%	35.6%	35.1%
<b>沃尔玛美国</b>	14.2	22.2	41.1	53.2	62.9	80	100	123	149	177
YoY	38%	56%	85%	29%	18%	27.0%	25.0%	23.0%	21.0%	19.0%
市场份额	2.7%	3.7%	5.0%	5.5%	6.1%	7.1%	8.4%	9.6%	11.0%	12.4%
<b>SHEIN 全球</b>	1.2	2.5	7.0	17.0	22.7	-	-	-	-	-
美国占比	40%	40%	38%	36%	30%	-	-	-	-	-
<b>SHEIN 美国</b>	0.48	1.00	2.66	6.12	6.81	7.8	9.0	10.1	11.3	12.7
YoY	-	108.3%	166.0%	130.1%	11.3%	15.0%	15.0%	12.0%	12.0%	12.0%
市场份额	0.09%	0.17%	0.33%	0.64%	0.65%	0.70%	0.75%	0.79%	0.84%	0.89%
<b>TEMU 全球</b>	-	-	-	-	-	15.00	30	45	63	82
增速	-	-	-	-	-	-	100%	50%	40%	30%
<b>TEMU 美国</b>	-	-	-	-	-	12.00	21.00	27.00	31.50	32.76
美国占比	-	-	-	-	-	80%	70%	60%	50%	40%
市场份额	-	-	-	-	-	1.07%	1.76%	2.12%	2.33%	2.30%
<b>美国其他电商</b>	322.1	355.4	459.4	524.3	562.2	602.5	627.7	653.5	677.7	701.9
增速	-	10.3%	29.3%	14.1%	7.2%	7.2%	4.2%	4.1%	3.7%	3.6%
市场份额	61.9%	59.4%	56.2%	54.7%	54.1%	53.9%	52.5%	51.3%	50.2%	49.3%

资料来源: 公司官网, Statista, eMarketer, ChinaTalk, 晚点 Post, 国信证券经济研究所整理及测算

### 预测基本逻辑: 公司市场份额 = 公司电商总额/美国电商零售总额

#### ◆ 假设:

1) 由于电商市场增速放缓, 而**亚马逊**已趋于饱和, 新用户增量有限, 电商业务增速逐年放缓, 预计增速略低于电商增速, 考虑新晋竞争对手的逐渐成熟, **假设增速每年递减 0.5%, 2023-2027 年增速为 6.0%、5.5%、5.0%、4.5%、4.0%。**

2) **沃尔玛**电商起步较晚但增速强劲, 我们假设沃尔玛可以利用其雄厚的实体零售基础继续发力线上业务, 并持续在生鲜杂货类有独家优势, 基于 2023 年前三季度平均增速, **假设 2023 增速为 27.0%, 每年递减 2%, 2024-2027 年增速为 25.0%、23.0%、21.0%、19.0%。**

3) **Shein** 近几年增速强劲, 但考虑到 22 年增速大幅回落至 11.3%, 考虑到 2019-2021 年增速高于 100%, 我们预测未来 5 年其增速将小幅回落, 但仍高于行业平均水平; **假设 2023-2027 年增速为 15%、15%、12%、12%、12%。**

4) 据晚点 Post 数据, Temu 全球销售额预计 2023 年可达 150 亿美元, 2024 年可达 300 亿美元, **2023 年增速为 100%, 假设 2025-2027 年全球增速为 50%、40%、30%;** 考虑到 Temu 在全球化发展, 美国市场占比将逐年减少 10%, **假设 2023-2027 年占比为 80%、70%、60%、50%、40%。**

## 风险提示

### 政策监管风险

美国电商行业存在被进一步监管的风险。近期美国政府加大了对 Amazon 等科技巨头的反垄断调查力度。如果未来出台更严格的竞争政策，限制头部电商平台的市场控制力，将对其增长带来不确定性。此外，针对中资电商进入美国市场的限制性政策也可能出台，加大 Shein、Temu 等在美国的经营难度，对其盈利能力和增速带来负面影响。

### 中美贸易摩擦加剧风险

当前中美经贸关系存在不确定性，贸易保护主义有新加剧的可能。如果美方采取报复性关税或其他贸易壁垒措施，这可能导致中国企业面临更高的关税壁垒，削弱中资电商的价格竞争力优势，对其销售额和利润造成冲击。中美贸易争端的不确定性也会影响电商企业的全球化布局规划。

### 用户流失风险

Temu 等依靠低价策略获取用户的电商平台，面临用户粘性不足的风险。如果未来无法持续提供价格优势或提升服务体验，将可能面临大量用户流失的风险。用户规模的减少将直接影响其销售额和盈利水平。建立用户忠诚度和增加用户生命周期价值是这些电商平台需要重点关注的方面。

### 全球经济放缓风险

美国和全球经济增速放缓将影响消费者的购买力和消费信心，不利于电商品类的消费需求，从而对电商业务产生负面影响。在经济形势不确定性较大的环境下，电商企业需要审慎制定发展策略，应对宏观经济波动带来的冲击。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032