

电商深度研究系列四： TikTok Shop美区出海正当时

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

联系人：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

2023年下半年TikTok美区电商模式跑通，跨境迎来新机会。

- 2023年9月正式推出TikTok美国小店，黑五当天TikTok Shop美区GMV冲至3400万美金，据Kalodata消息，2024年TikTok Shop美区GMV目标500亿美金。TikTok Shop模式与国内抖音电商类似，内嵌于TikTok主站，商家入驻后，通过主站直播、短视频、货架场向商品引流，在TikTok内闭环成交。不考虑非市场因素影响，我们测算TikTok美区小店GMV可做到1000-2000亿美金，市场份额7%-15%。
- 美国电商市场盘子大竞争激烈，电商格局分散，CR10 62%，TikTok美国小店的突围会给跨境卖家和服务商带来新的增长机会。

为什么是现在？

- 美国有电视购物传统，直播/短视频带货需求长期存在；技术发展降低内容制作门槛和用户观看门槛（电视到PC到移动互联网），直播/短视频覆盖面扩大；互联网公司在美国先后尝试直播带货、短视频半闭环带货和短视频闭环带货，最终TikTok在美国成功复制中国直播/短视频带货模式。

为什么是TikTok？

- 资源：1) TikTok App是高粘性、高注意力流量入口，用户年轻且消费力强，美区月活1.5亿，用户日均使用90min；2) 资金支持；
- 组织能力：TikTok Shop美区人员配置兼顾国内抖音经验复制与本土化运营，有抖音电商经历的康泽宇统领TK全球电商业务，美区由本地零售经验丰富的两位老将带队；
- 运营策略：参考友商和其他国家实践经验取长补短。

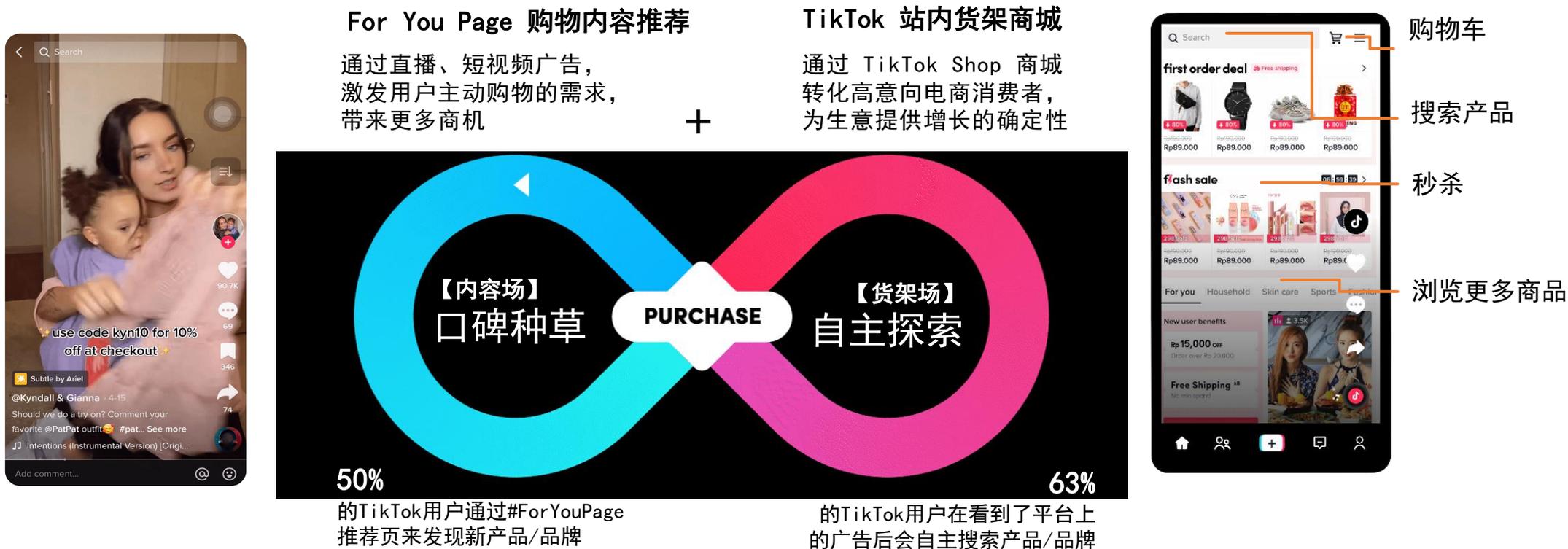
核心观点：有内容运营经验的出海品牌在TikTok美区快速放量概率大，MCN及海外仓服务商目前生态不成熟，仍需长期观察。

引言：2023年下半年TikTok美区电商模式跑通，跨境迎来新机会

TikTok Shop模式与国内抖音电商类似，内嵌于TikTok主站，商家入驻后，通过主站直播、短视频、货架场向商品引流，在TikTok内闭环成交。目前TikTok Shop开放东南亚六国、英国、沙特和美国站点，预计2024年开放巴西、意大利、西班牙和中东等新站点。

- 2021年TikTok Shop东南亚模式跑通：2021年2月开放印尼站，2022年先后上线泰国、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡站，东南亚以本土店为主，据Fastmoss数据，2023年TK东南亚GMV~130亿美元，YoY~+200%，地区份额~14%；
- 2023年9月正式推出TikTok美国小店：黑五当天TikTok Shop美区GMV冲至3400万美金，大量卖家、MCN机构、海外仓服务商涌入，新渠道带来大量机会。据Kalodata消息，2024年TikTok Shop美区GMV目标500亿美金。

图1：TikTok “内容+货架” 双驱动电商模式，站内完成一站式消费旅程



资料来源：TikTok，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

为什么美国电商市场是大机会？

- 欧美为代表的老牌发达地区购买力强、电商盘子大但竞争激烈，格局相对分散。北美和西欧在全球电商盘子占比46%，在除中国外电商市场占比约为80%。线上格局分散的主要原因是传统零售商实力强大，在电商渗透率不断提升的背景下纷纷建立自营网站与亚马逊等综合型电商平台抢份额。
- 东南亚、中东等为代表的新兴地区购买力低、基建设施不完善，电商2010年后起步，盘子小增速快。拉丁美洲、东欧、东南亚和中东非洲占全球电商份额12%，在除中国外电商市场占比约为20%。

图2：2022年美国电商份额前10的公司里电商平台仅占3家

序号	名称	公司类型	2022年电商市占率
1	亚马逊	电商平台	38%
2	沃尔玛	传统零售商	6%
3	苹果	品牌	4%
4	eBay	电商平台	4%
5	塔吉特	传统零售商	2%
6	家得宝	传统零售商	2%
7	百思买	传统零售商	2%
8	Costco	传统零售商	2%
9	Carvana	电商平台	2%
10	克罗格	传统零售商	1%
合计			62%

资料来源：欧睿，国信证券经济研究所整理

图3：2022年全球主要地区电商发展情况

	电商GMV (亿美元)	电商渗透率	YoY		零售CR5集中度			主要电商平台	特点	电商热销品类
			电商	零售	整体	线上	线下			
北美	10,398	15%	9%	9%	31%	54%	28%	亚马逊、CVS、沃尔玛	线下零售发达，本土电商为主	玩具&DIY 26%；时尚类17%；电子17%
西欧	6,946	16%	-13%	3%	13%	34%	14%	亚马逊、eBay、速卖通	线下零售较发达，跨境电商为主	时尚26%；电子22%；玩具&DIY 16%
拉丁美洲	1,678	13%	22%	6%	14%	48%	13%	Mercado、Magalu、Americas	线下零售较发达，本土电商为主	电子37%；时尚类15%；玩具&DIY 15%
中欧东欧	1,419	16%	24%	5%	17%	38%	18%	Wildberries、Ozon、Allegro	线下零售较发达，本土电商为主	电子31%；时尚23%；美妆个护15%
东南亚	1,148	10%	29%	9%	17%	67%	4%	Shopee、Lazada、Tokopedia	线下零售分散，跨境与本土电商并存	电子33%；美妆个护16%；玩具&DIY 16%
中东非洲	694	3%	12%	16%	5%	31%	4%	亚马逊、Noon、Apple	线下零售分散，跨境电商为主	电子31%；时尚24%；美妆13%
中国	16,617	27%	6%	0%	29%	89%	2%	淘宝、京东、拼多多	线下零售分散，本土电商为主	

资料来源：eMarketer、Statista、Momentum Works、欧睿，国信证券经济研究所整理

TikTok Shop用户年轻化，女性为主

短视频带货GMV占比80%、达人带货为主：据Kalodata数据，目前美国短视频GMV占比80%以上，商品卡&直播占比10-20%。

平台核心能力

- 海量流量变现：短视频更容易种草、创作者门槛低灵活度高；
 - 丰富的达人资源、内容创作潜力大：种草+拔草，品宣效果可以外溢；
 - 中国供应链和品牌向跨境方向转型：供给丰富；
 - 中国/东南亚跑通了兴趣电商模式，经验可复制
- 平台收费模式：**2%佣金（剔除退货退款）+0.3美金/单，预计2024年年中佣金提至8%

图4：2023年11月TK美区全类目TOP1店铺 The Beachwaver销售情况分析



资料来源：Kalodata，国信证券经济研究所整理

- [01] 美国直播带货正当时：直播购物需求长期存在，多次尝试后TK成功复制抖音电商模式
- [02] TikTok Shop美区发展近况及展望
- [03] 相关产业链生态
- [04] 案例分析梳理
- [05] 风险提示

美国直播电商发展：需求持续存在，多次尝试后TikTok在美国成功复制抖音电商模式

直播带货需求长期存在：美国有电视购物传统。

技术发展降低内容制作门槛和用户观看门槛：随着媒介从电视转向电脑再到移动互联网，视频内容制作门槛逐步降低，供给越来越丰富，直播/短视频带货潜在覆盖面越来越广；用户可以随时随地观看直播和短视频，灵活性大幅提升。

成熟的商业模式复制：TikTok继承国内抖音电商直播/短视频带货玩法，2023年底顺利在美国打爆。

图5：2023年全球用户数量Top社交媒体平台（亿人）

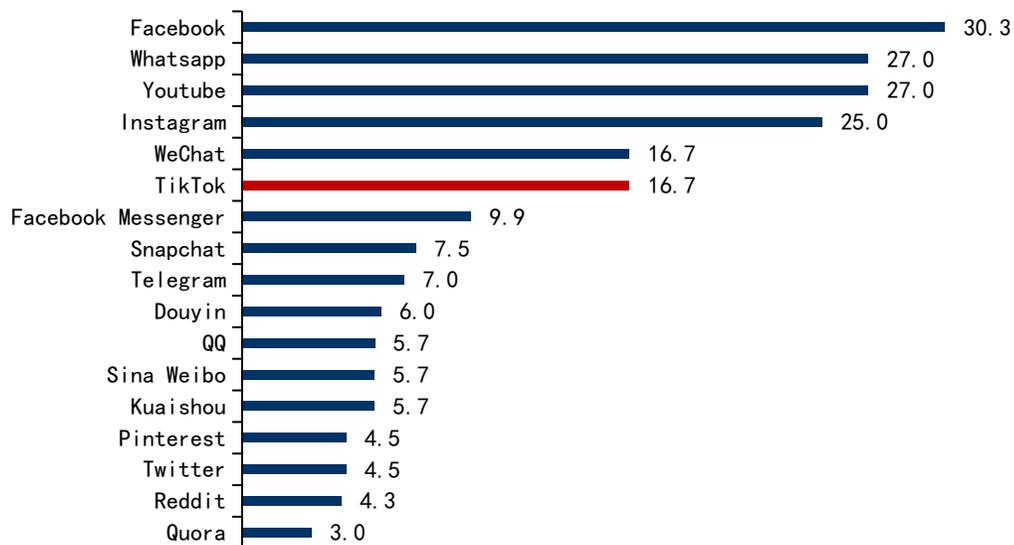
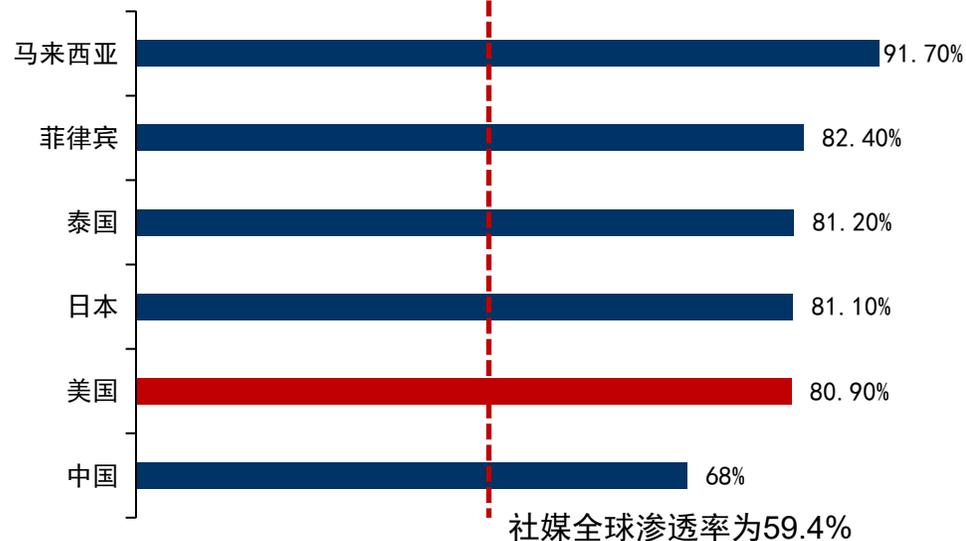


图6：2023年全球各国社交媒体渗透率（部分国家）



资料来源：demandsage、Fastmoss，国信证券经济研究所整理

资料来源：demandsage、statista、Fastmoss，国信证券经济研究所整理

美国直播带货尝试一：1980s电视购物兴起，首次验证用户直播购物需求

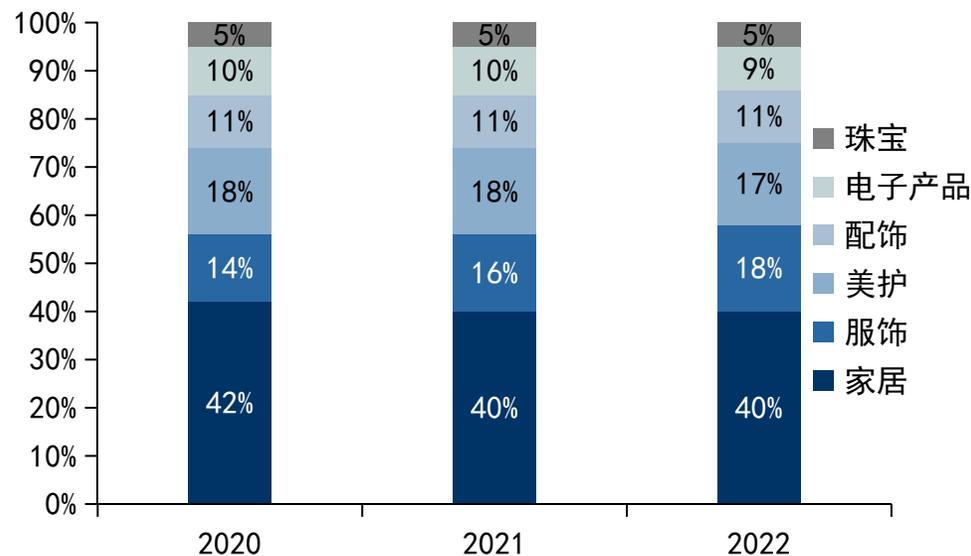
美国为电视购物发源地，直播购物需求存在：20世纪80年代美国电视购物兴起，1987-1995年，美国电视购物头部公司QVC收入从0.02亿美元增至13.91亿美元（2006年沃尔玛美国收入26亿美元），CAGR超120%；据虎嗅报道，QVC 90%观众为女性，年龄35-65岁，核心品类为家居、配件、美护、电子、珠宝配饰等，覆盖美国、德国、英国及日本等市场。

- 电视购物营造使用场景，与购物目录邮寄等渠道相比，解决非标、小众商品信息不对称问题，1990年代达到巅峰。
- 受制于内容制作门槛高（专业主持人）、用户参与感弱，QVC后来进入YouTube等视频网站直播但销售额仍日渐下滑，2022年全球销售额99亿美金，YoY-13%。

图7：美国电视购物频道QVC



图8：2020-2022年QVC品类结构（%）



资料来源：Youtube，国信证券经济研究所整理

资料来源：QVC，国信证券经济研究所整理

美国直播带货尝试二：2020年前后中国直播电商爆发，海外互联网巨头希望复制直播电商在中国的成功

背景

- 2018年TikTok出海引发全球直播短视频浪潮，传统图文媒体纷纷转型短视频，叠加疫情后全球广告业务增长乏力，广告商们寻找新变现渠道；
- 2020年前后中国直播电商兴起，疫情后美国零售线上化率快速提升，直播电商赛道成为焦点。

图9：2023年全球用户数量TOP社交媒体平台（亿人）

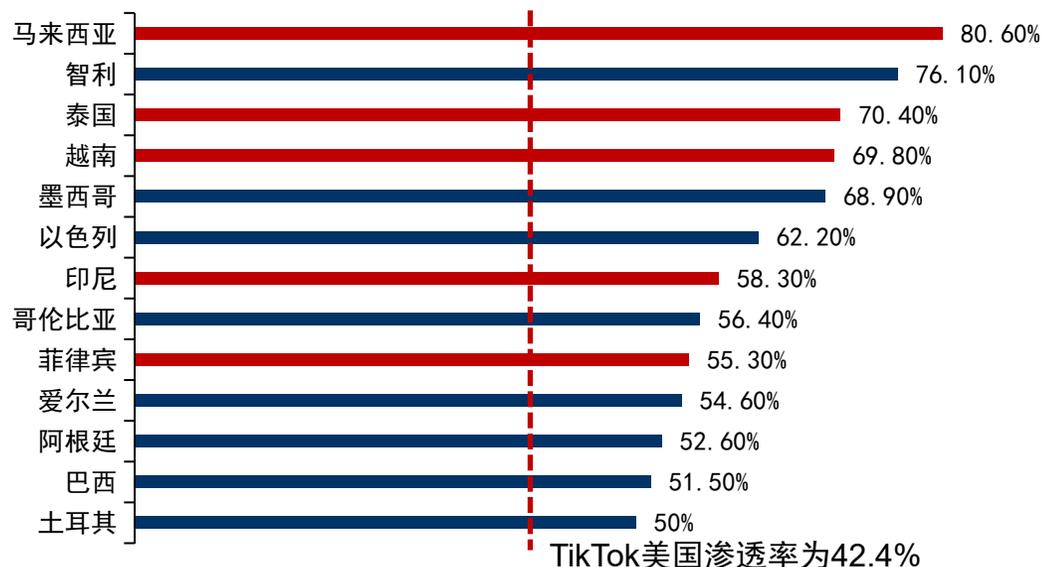
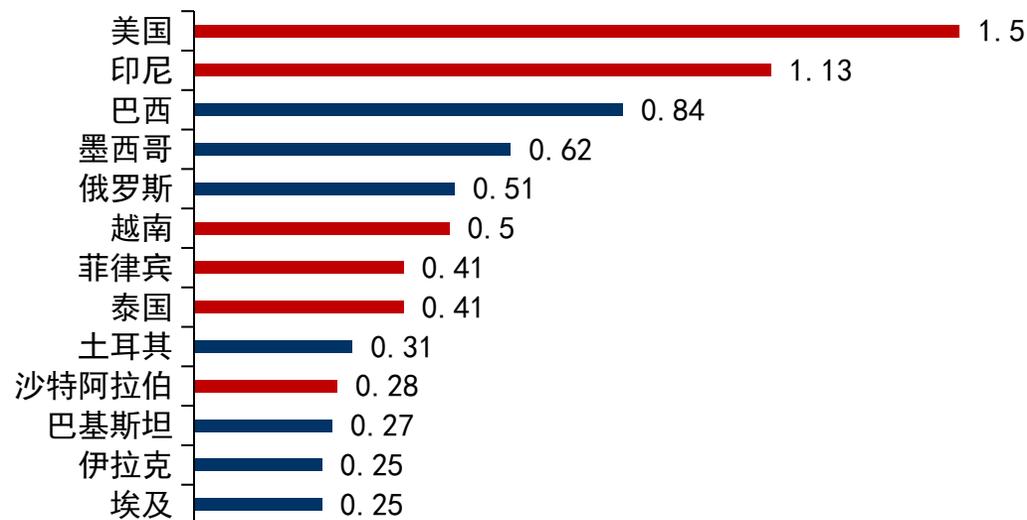


图10：TikTok用户数量Top10国家



资料来源：demandsage，国信证券经济研究所整理

资料来源：demandsage，国信证券经济研究所整理

美国直播带货尝试二：2020年前后中国直播电商爆发，海外互联网巨头希望复制直播电商在中国的成功

- **直播带货尝试（2019-2020年）**：Amazon、Meta先后试水直播带货，用户接受度低宣告失败。直播与亚马逊节约时间的客户价值不匹配，平台重视度低；Meta22年关停直播购物功能；小众收藏品赛道直播带货表现尚可（Whatnot头部直播间在线人数500+）。
- **短视频半闭环（2022年底）**：观察到用户对短视频接受度更高，TikTok、YouTube等平台试水短视频半闭环带货，各平台和Shopify合作，积累电商行为数据、培养购物心智。本土社媒平台采取跟随战略，观察TikTok动作并快速跟进。
- **短视频闭环（2023年9月至今）**：TikTok过渡为闭环电商，交易的物流、信息流和现金流都在平台内完成，据Kalodata数据，目前TK美区短视频GMV占比80%以上，直播占比不足20%。

图11：美国直播带货/短视频带货发展历程总结

阶段	参与平台	表现	结果复盘
直播带货 (2019-2022)	Amazon: 2019年推出Amazon Live	失败：2022年Prime Day官方频道观看人数3000+，其余直播间不足百人	试水为主 ，直播带货战略地位低、资源投入有限
	Meta: 2020年推出 Facebook Shop和Instagram Shop	失败：2022年10月关闭直播购物功能	
	Whatnot: 2019年成立的专注收藏品/漫画书的直播电商	成功：2021年销售额同比增长超20倍，22年获得2.6亿美元融资，估值37亿美元	
短视频半闭环 (2022年底)	YouTube: 2022年7月与Shopify合作，创作者负责履约，可在YouTube结账；	尝试中：站内结账的“半闭环”+跳转外链并行	跟随策略 ，业务重心在广告，观察竞对电商布局进展并快速跟进
	Meta: 2022年10月关闭直播购物功能后专注短视频带货	尝试中：站内交易“半闭环”，计划2024年4月闭环	
	TikTok: 2022年10月推出电商半闭环	尝试中：为闭环做准备	
短视频闭环 (2023年9月至今)	TikTok: 2023年9月正式于美国上线TikTok Shop	成功：2021年销售额同比增长超20倍，22年获得2.6亿美元融资，估值37亿美元	电商是TK商业化重心 ，TK政策风险高，发展窗口期短，打法激进（补贴多起量快）

美国直播带货尝试三：2023年9月TikTok正式开放小店，黑五当天GMV峰值冲至3400万美元

图12: Amazon Live直播带货界面

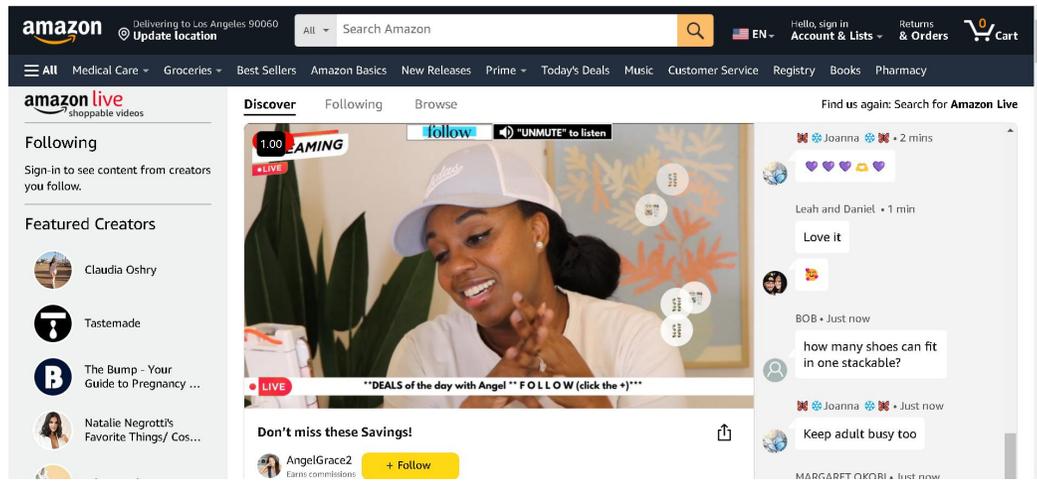
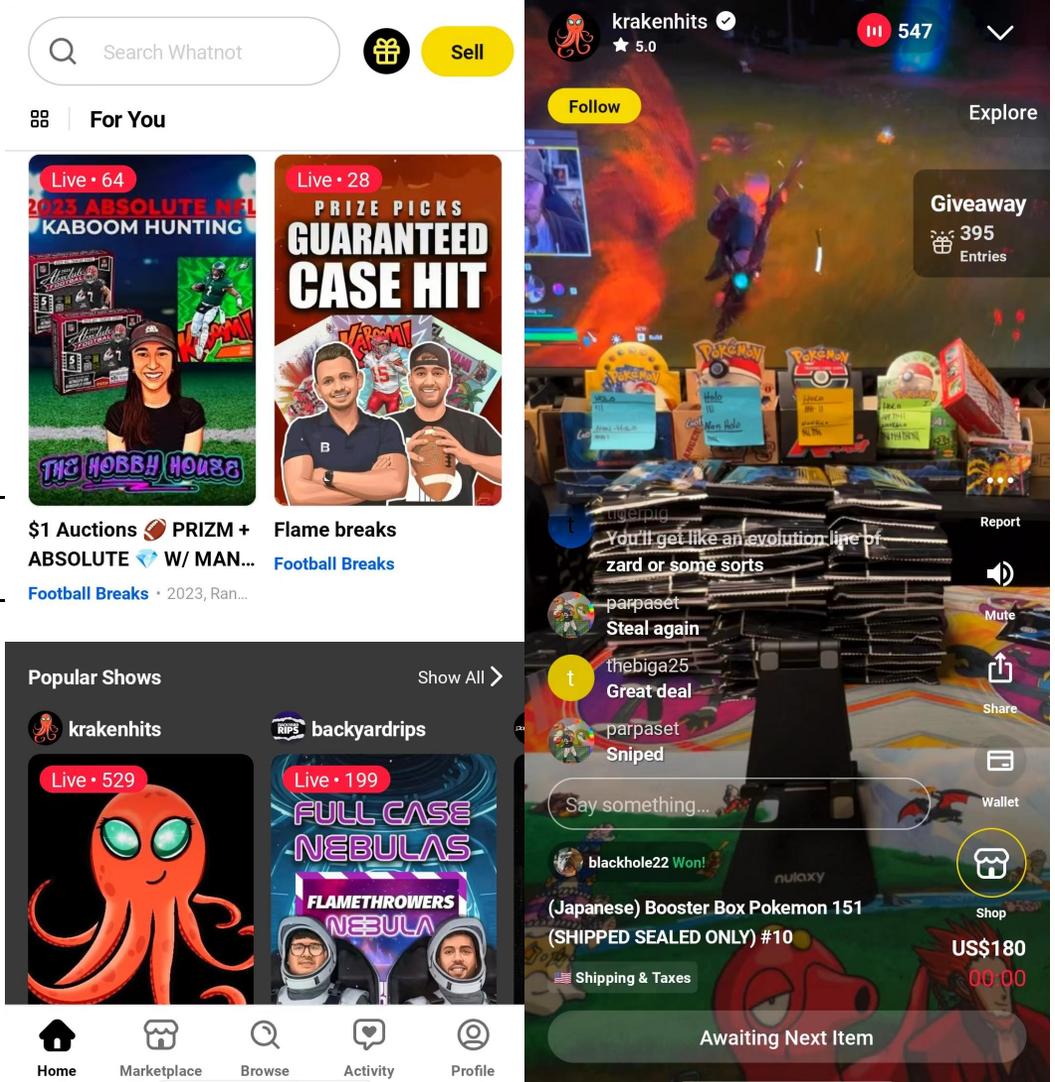
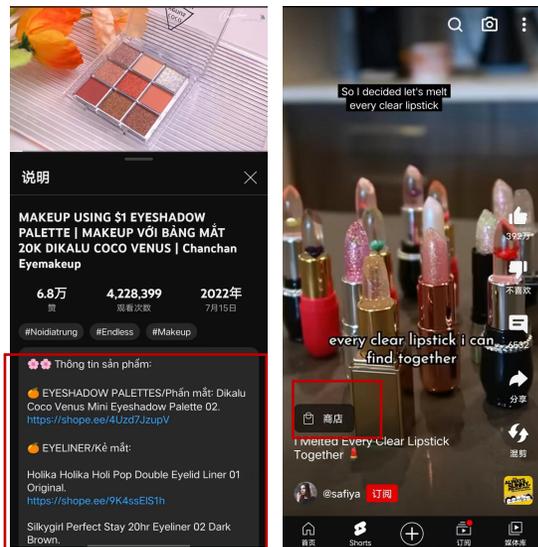


图13: Whatnot带货界面



资料来源: demandsage, 国信证券经济研究所整理

图14: Youtube短视频带货界面



请务必阅读正文之后的免责声明... 资料来源: YouTube, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Whatnot, 国信证券经济研究所整理

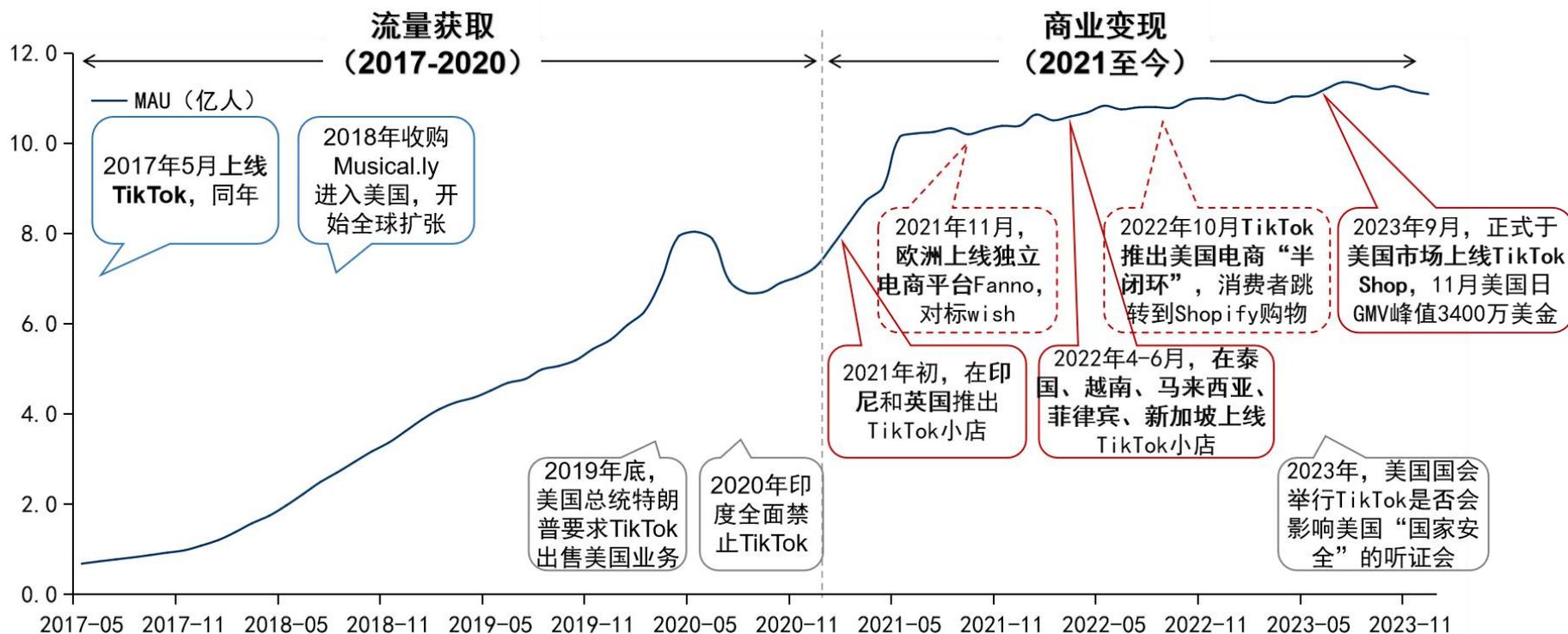
- [01] 美国直播带货正当时
- [02] TikTok Shop美区发展近况及展望
- [03] 相关产业链生态
- [04] 案例分析梳理
- [05] 风险提示

TikTok发展历程：早期积累流量，广告和电商为主要变现方式

TikTok早期积累流量、完善用户标签；2021年起尝试电商发展分为两阶段：

- **流量积累（2017-2020）**：2017年TikTok上线，2018年进入美国，据Data AI数据，截至2020年底，平台全球月活增长至超7亿，美国月活超1亿。
- **商业变现（2021至今）**：有一定规模用户及数据积累后开始商业化，TikTok广告变现受到Meta、Google等巨头压制，电商前期试水东南亚和英国，东南亚迅速起量，英国电商受跨境卖家商品质量、履约体验影响表现一般。2023年9月正式开放美国闭环小店，快速打爆。

图15: TikTok 及其电商业务发展历程

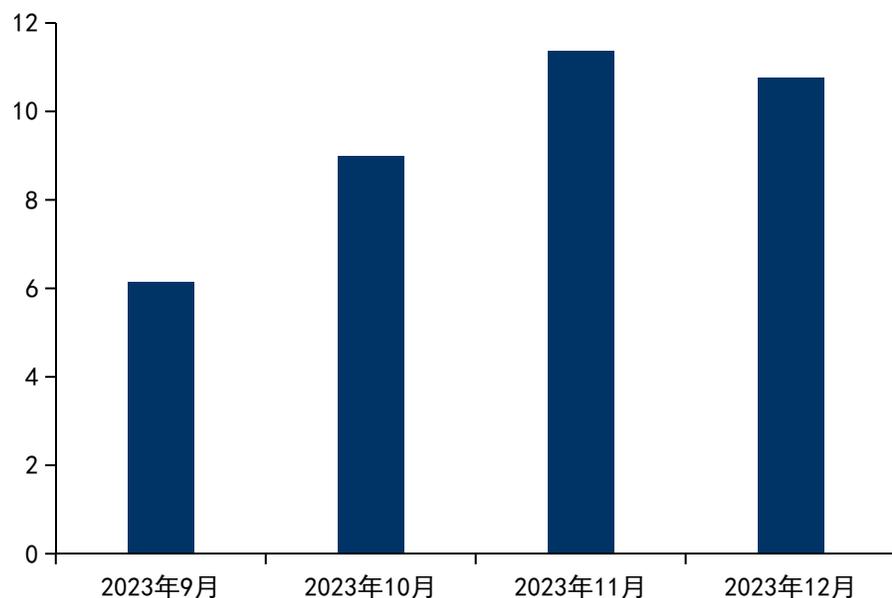


资料来源：Data AI、雨果跨境，国信证券经济研究所整理

有抖音电商经历的康泽宇统领TK全球电商业务，美区由当地零售经验丰富的两位老将带队，两位高管共同向康泽宇汇报。

- 康泽宇：运营过印度社媒Hello App，2020年就任抖音电商总裁，为抖音电商发展步入正轨做出很大贡献；
- TK Shop美区电商负责人尼古拉斯·勒布尔乔亚：曾管理 Amazon 北美商家自运营项目、负责过美护、母婴和科技类目运营（与TikTok热销类目匹配）；
- TK美区商业化总经理玛恩·莱文（Marni Levine）：零售供应链经验丰富，有社媒平台 Meta 管理经验。

图16：2023年TikTok Shop美区9-12月GMV情况（亿美元）



资料来源：Kalodata，国信证券经济研究所整理

图17：TikTok美区电商高管背景

姓名	年龄	职位	学历	特点	过往工作经历
康泽宇 (Bob)	39	抖音电商全球总裁	硕士	抖音电商早期带队经验&印度社媒产品经验	2010年-2017年，百度，网页搜索部工程师； 2017年-2020年，抖音集团，印度社交媒体App Hello产品负责人； 2020年-2021年，抖音集团，抖音电商总裁（中国）； 2021年至今，抖音集团，抖音电商全球总裁
尼古拉斯·勒布尔乔亚 (Nicolas Le Bourgeois)	~48	TikTok美区电商主管	本科	美妆个护品牌公司市场营销经验 & Amazon商家自运营业务经验	1997年-2002年，Andersen商业咨询，战略咨询经理； 2002-2006年，Le Groupe Rocher（个护公司），COO； 2006-2014年，欧莱雅，总经理； 2014-2023年，亚马逊，美国区域市场经理（负责3P项目）；
玛尼·莱文 (Marni Levine)	50+	TikTok美区商业化总经理	未知	美国传统零售/电商供应链经验 & 社媒运营经验	1992-2002年，梅西百货，买手； 2002-2005年，Five Below，区域商品经理； 2005-2008年，GAP，供应链副总裁 2008-2011年，无； 2011-2014年，玩具反斗城，商品策略SVP； 2014-2017年，Zulily，供应链运营副总裁； 2017-2020年，eBay，供应链运营副总裁； 2020-2023年，Meta，全球运营支持副总裁； 2023至今，TikTok，TK商业化总经理

资料来源：36氪、Linkin，国信证券经济研究所整理

海量流量优势：高粘性、高注意力流量入口，用户年轻且消费力强

优势一：相较其他社媒，TikTok是高粘性、高注意力流量入口，用户易被种草。据TikTok数据，美国用户日均TikTok使用时长90分钟以上，67%美国用户在日常闲暇时间优先选择使用TikTok，用户不受干扰的专注观看TikTok可能性是其他社媒平台的1.2倍。

优势二：相较其他购物平台，TikTok用户年轻、线上消费力强，与Shein用户重叠度最高，与Amazon用户重叠度最低。就Amazon、Shein、TEMU几家电商平台相比，TikTok与Shein用户重叠度高，均为年轻女性为主，TikTok Shop美区目前品类结构以美妆个护、服饰为主，与Shein类似，我们预计Shein最早受到TikTok Shop崛起冲击；Amazon以高收入男性为主，与TikTok用户重叠度偏低，65%以上Amazon用户使用Prime服务，主要诉求是免费快速的履约，预计Amazon较晚受到冲击。

图18：美国各电商平台用户画像对比

平台	女性占比	用户平均年龄	平均家庭年收入（万美元）	特点
Shein	70%	34.7	6.5	年轻女性为主
TEMU	62%	41.5	5.0	年龄偏大、收入偏低、女性为主
TikTok	55%	36.6	7.0	收入偏高女性为主
Amazon	45%	37.0	8.5	收入偏高男性为主

资料来源：AlphaWise、TKFFF，国信证券经济研究所整理

图19：使用TikTok的电商用户电商消费旺盛

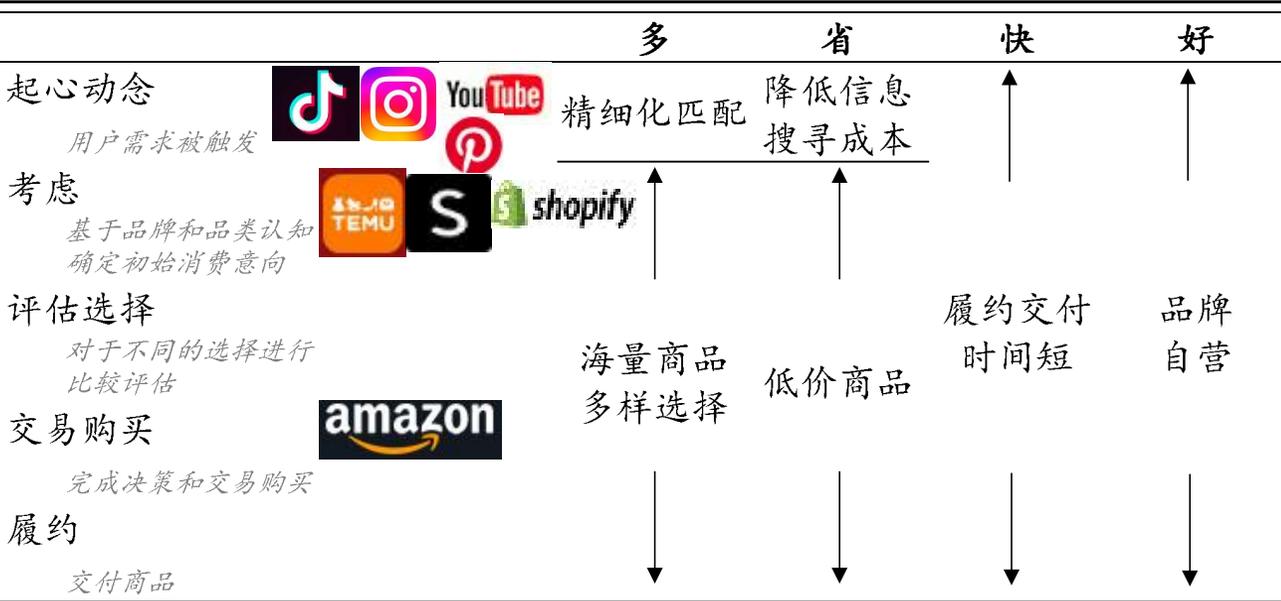
	使用TikTok的电商用户	全球电商用户
● 过去一年个人线上消费次数	38.4次	32.5次
● 过去一年家庭线上消费占收入比例	21%	18%
● 每周至少线上消费一次的用户占比	33%	26%

资料来源：TikTok、Kalodata，国信证券经济研究所整理

直播短视频带货提前拦截用户需求，与货架电商不在同一维度竞争

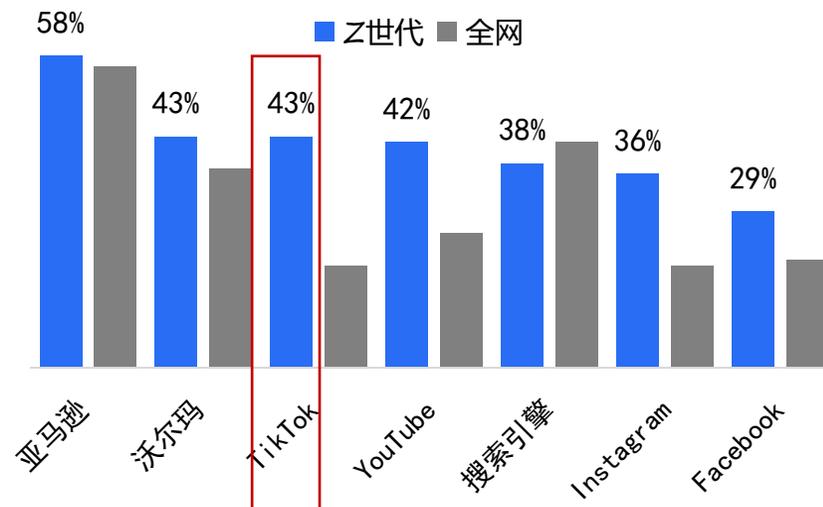
TikTok Shop类似抖音电商，从起心动念环节介入购物决策，个性化匹配消费者需求，降低用户信息获取成本，不同于货架电商的“多”“省”，提前拦截用户需求，与货架电商不在同一维度竞争。用户无购买意愿时TK即介入购物决策，完成从起心动念到成交履约的全闭环链路；Amazon、TEMU、独立站等货架电商从用户有购物意愿后开始介入，与TK不在同一环节竞争，提供的消费者价值不同，用户补贴、降低佣金等竞争手段见效不大。

图20：各个平台介入消费决策环节及消费者价值差异



资料来源：36氪，国信证券经济研究所整理

图21：更多内容平台成为美国消费者线上购物搜索第一入口



资料来源：eMarketer 2023，国信证券经济研究所整理

平台模式要求本土发货/准入门槛高，全托管模式补充白牌低客单商品

目前TikTok Shop美区商家入驻分为全托管和商家自运营（平台）两种模式：

- 借鉴英国商家门槛低、商品质量差客诉多的教训，平台要求自运营商家美国本土发货，跨境商家入驻门槛比美国法人商家要求高。对于美国法人本土店要求美国人持有；中资企业美国店（ACCU）要求在其他跨境平台单店年GMV超200万美金且店铺好评95%以上。
- 为扩充低单价白牌商品供给，同时保证消费者履约售后体验，TikTok美区面向中国工厂及工贸一体商开放全托管入驻模式，商家发货到平台国内仓，平台负责后续定价、履约、营销、售后等事项。全托管商品普遍为单均价10美金以下的白牌商品。

图22: TikTok Shop美区商家入驻模式

	商家自运营（美国本土店）	全托管
适合商家类型	1、具有美国当地仓储物流能力需美国当地发货 2、具有电商运营经验 3、具有达人建联能力及内容运营能力，如短视频拍摄、直播运营	1、有供应链资源(工贸一体、工厂型商家或贸易商，具备稳定上新和交付商品的能力) 2、有意向向跨境供货的内贸商家 3、具备跨境运营或有跨境渠道供货经验的商家优先
开放类目	美妆快消、数码硬件、时尚配饰、家居生活、收藏品、食品饮料	服包鞋配、数码硬件、美妆快消生活、家居户外
入驻主体	中国内地/中国香港/美国	中国内地/中国香港
入驻门槛及要求	美国当地发货，支持美国海外仓/FBA(FulfilledbyAmazon) / FBT (FulfilledbyTikTok)，要求履约时效性，不支持跨境发货或虚拟仓。 中国内地或香港主体（ACCU）：美国注册公司主体需要EIN税号，中国人持股超过25%，其他跨境头部平台单店铺GMV超过200万美金； 美国主体：美国护照或营业执照，（法人）SSN或ITIN。	-
履约模式	美国当地物流、美国当地海外仓	商家供货，入官方国内仓，官方负责后续物流
结算周期	订单妥投后T+30，T+14，T+1到账	每日结算，结算金自动打款至绑定的收款账户
佣金	2%+0.3美元/单	0平台佣金、0保证金、0流量费、0海外物流仓储成本
模式优势	1、商家自主运营，可根据自身能力灵活选择商城及直播短视频、达人合作等场景进行销售并参与平台营销活动； 2、商家可以自主灵活指定运营策略	1、快速回款； 2、商家专注供货、免运营，平台统一运营和全链路履约

TK美区货盘与Amazon/TEMU不完全重合，平台补贴加成下商品价格最低



TikTok美区小店兼具Amazon的品牌货盘和TEMU白牌货盘，商品价格显著低于Amazon和TEMU。

- **费用节省：平台补贴&费用减免降低经营成本。** 1) 履约费用更低：TikTok Shop美区履约时效要求为10个工作日内，慢于Amazon 3天左右的平均履约时效，物流费用相对更低；2) 平台佣金与营销费率更低：目前TikTok美区收2%佣金，远低于Amazon 平均15%的佣金；目前达人抽佣普遍10%-15%，低于Amazon 20%左右的广告费率；3) 平台B端和C端补贴：目前TikTok平台大规模补贴，商家端23年11月每单补11美金运费，12月补7美金。此外TikTok Shop美区给予每位首次下单用户40%（最高可抵扣20美金）折扣，用户首单门槛大幅降低。
- **成本节省：1) 部分Amazon卖家通过TikTok Shop清尾货，愿意压低价格迅速出货（Amazon FBA仓有滞仓费）；2) 以价换量**：TikTok爆款模式下单品打爆后量很大，部分小品牌或白牌商品愿意以价换量进一步压低价格。

图23：TikTok Shop/Amazon/TEMU多平台比价情况（美元，%）

类目	TK场域	商品名称（中）	商品名称（英）	TikTok Shop	Amazon	TEMU	Amazon/TK	TEMU /TK
美妆个护	第三方	发梳	Unbrush Detangling Hair Brush by FHI Heat	7.5	18.0	-	240%	
美妆个护	第三方	卷发棒与热刷	Wavytalk Curling Wand Set with Thermal Brush-320S	30.0	49.0	-	163%	
美妆个护	第三方	唇线笔	LIP LINER STAY-N	11.0	12.0	3.0	109%	27%
女装与女士内衣	全托管	女式纯色圆领长袖修身露肩T恤	Women's Solid Color Round Neck Slim-fitting Crop Tee	3.0	18.0	5.8	602%	194%
女装与女士内衣	全托管	休闲宽松长袖落肩大衣	Women's Plaid Print Button Front Split Side Warm Coat	11.3	36.0	22.5	320%	200%
女装与女士内衣	全托管	可爱妇女纯色运动服套装	Women's 2023 Solid Color Sweatsuit Set	16.7	-	11.0		66%
运动与户外	全托管	无缝高腰紧身瑜伽裤	Women's Tie Dye High Waist Sports Leggings Yoga Pants	5.0	29.0	10.4	586%	210%
运动与户外	全托管	女士长袖运动夹克	Women's Matching Thumb Holes Full Zip-up Sports Jacket	5.0	-	-		
运动与户外	全托管	无袖无缝连体裤	Women's 1/3pcs Sleeveless Seamless One Piece Jumpsuit	7.4	16.0	11.2	218%	152%
手机与数码	全托管	多功能智能手表	Multifunctional Smart Watch for Christmas Gift	9.9	-	-		
手机与数码	第三方	降噪蓝牙耳机	Earbuds In Ear Remote Control TWS Wireless Bluetooth	17.0	-	-		
手机与数码	全托管	便携式前后手机夹自拍灯	Portable Front & Back Phone Clip Selfie Light	8.6	20.0	12.5	233%	145%
整体比价							237%	121%

资料来源：Didadog、Amazon、TEMU，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

TikTok Shop美区天花板测算：不考虑非市场因素影响，预计TKS可成全美第二大电商平台（GMV 1000-2000亿美金，份额7%~15%）



TK Shop美区启动不足半年，场域建设、商品供给和服务商生态等仍在搭建中，我们主要参考美国Amazon和中国抖音电商判断TikTok远期天花板。按用户*单均价*购物频次拆分，预计TikTok GMV天花板1000~2000亿美元，按美国线上社零每年增速5%算，TK电商份额可达7%~15%（由于用户画像、商品类目与Amazon重合度低，用户价值点不同，预计TK主要抢占独立站等份额，对Amazon影响偏低），以下是主要假设：

- **非市场因素：**假设美国政府监管对TikTok及其电商业务无本质影响；
- **年交易用户数：**1) 美国人口：假设美国人口维持3.3亿不变；2) MAU/美国人口：目前TikTok美国月活1.5亿，占美国人口总数约45%，假设TikTok月活占美国人口比例每年提升2%（抖音月活7.5亿，占中国人口54%）；3) 年交易用户数/MAU：假设2023年电商交易用户数占比25%，年交易用户/TK MAU每年增加25%、20%、15%、10%、5%，预计TikTok Shop美区AAC天花板约为1.8亿（目前Amazon美国AAC不到2亿）；

图24：TikTok Shop美区2024-2028年GMV测算（中性）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	假设
GMV（亿美元）	37	243	411	600	804	1,011	n. a
yoy	n. a	556%	69%	46%	34%	26%	n. a
年度交易用户（亿人，LTM）	0.4	0.8	1.1	1.4	1.7	1.8	n. a
美国人口（亿，期末值）	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	假设美国人口保持不变
抖音电商MAU/美国人口	45%	47%	49%	51%	53%	55%	渗透率每年提升2%（参照中国抖音渗透率54%）
TikTok MAU（亿，期末值）	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	n. a
年度交易用户/TikTok MAU	25%	50%	70%	85%	95%	100%	年交易用户占TK MAU比例每年增加25%、20%、15%、10%、5%
ARPPU（美元/年）	99	313	363	420	484	557	n. a
站内成交AOV（美元）	35	37	39	41	43	45	每年涨2美元（Amazon单均价45美金左右）
单用户年订单数（单）	2.8	8	9	10	11	12	假设增速为10%（Amazon美国单用户年订单量40次左右）

资料来源：Yipit、Kalodata，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

TikTok Shop美区天花板测算：不考虑非市场因素影响，预计TKS可成全美第二大电商平台（GMV 1000-2000亿美金，份额7%~15%）



TK Shop美区启动不足半年，场域建设、商品供给和服务商生态等仍在搭建中，我们主要参考美国Amazon和中国抖音电商判断TikTok远期天花板。按用户*单均价*购物频次拆分，预计TikTok GMV天花板1000~2000亿美元，按美国线上社零每年增速5%算，TK电商份额可达7%~15%（竞争角度看：TK用户画像、商品类目与Amazon重合度低，用户价值点不同，预计TK主要抢占独立站等份额，对Amazon影响偏低），以下是主要假设：

- **单均价：**TK Shop目前单均价35美金左右（Amazon美国45美金，TEMU 35美金），随着用户对TK购物认知度提升，预计单均价每年提升2美金；
- **购物频次：**兴趣电商漏斗环节多、转化率低，用户频次低于货架电商，考虑TK Shop有货架场，参照抖音电商，用户逐渐会养成TK Shop购物的习惯，假设TK Shop单用户年订单量增速10%。考虑美国市场用户购物心智成熟、平台竞争激烈，我们中性/乐观假设下预计24年单用户购物频次为8/18次（2023年TKS只做了4个月，中性假设下频次为23年2.8次*12/4=8.4次，我们测算目前Amazon美国单用户年订单量~40次左右）。

图25: TikTok Shop美区2024-2028年GMV测算（乐观）

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	假设
GMV (亿美元)	37	510	862	1,260	1,689	2,124	n. a
yoy	n. a	1277%	69%	46%	34%	26%	n. a
年度交易用户 (亿人, LTM)	0.4	0.8	1.1	1.4	1.7	1.8	n. a
美国人口 (亿, 期末值)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	假设美国人口保持不变
抖音电商MAU 渗透率	45%	47%	49%	51%	53%	55%	渗透率每年提升2% (参照中国抖音渗透率54%)
TikTok MAU (亿, 期末值)	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	n. a
年度交易用户/TikTok MAU	25%	50%	70%	85%	95%	100%	年交易用户占TK MAU比例每年增加25%、20%、15%、10%、5%
ARPPU (美元/年)	99	657	762	881	1,016	1,170	n. a
站内成交AOV (美元)	35	37	39	41	43	45	每年涨2美元 (Amazon单均价45美金左右)
单用户年订单数 (单)	2.8	18	20	21	24	26	假设增速为10% (Amazon美国单用户年订单量40次左右)

资料来源: Yipit、Kalodata, 国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

目前美国对TikTok监管主要围绕国家安全和用户隐私安全；其他国家如印尼对TikTok Shop的监管主要围绕低价倾销。预计未来海外对TikTok监管持续存在，TK Shop美区会通过引入更多本土商家、达人等方式加强与当地经济联系，获取更多筹码。

图26: TikTok在美国受到的部分指控及解决结果

时间	指控类别	指控机构/个人	相关指控	回应
2023. 04	国家安全	蒙大拿州	禁止在州内下载 TikTok ，并对该州每次访问或下载该应用程序的“实体”处以每天10000 美元罚款。	TikTok提起诉讼，认为违反了第一修正案
2023. 03	国家安全	美国外国投资委员会	联邦官员 要求出售其股份 ，否则将面临美国禁止TikTok的风险。	TikTok与CFIUS谈判，认为所有权变更不会影响美国用户数据的访问方式。
2023. 03	国家安全/用户隐私	美国联邦政府	对美国国家利益及用户数据安全造成威胁	TikTok的首席执行官周受资参与听证会，强调不会对网络安全及国家利益产生威胁
2022. 12	国家安全	共和党参议员	共和党参议员马可·卢比奥领导的三名美国立法者提出了一项法案， 寻求阻止TikTok	-
2022. 12	用户隐私/内容审核	印第安纳州	指控TikTok谎称对13至17岁用户友好引诱儿童进入，拥有印第安纳州消费者高度敏感数据和个人信息	不对未决诉讼发表评论，但表示社区的安全、隐私和保障是公司的首要任务
2022. 12	国家安全	美国联邦政府	拜登签署 禁止在联邦政府设备上使用TikTok 的立法	-
2022. 11	国家安全	南达科他州	州长签署行政命令， 禁止州机构、雇员和承包商在政府设备上访问TikTok ，理由是中国拥有的社交媒体平台构成的“日益增长的国家安全威胁”。	-
2022. 11	用户隐私	美国联邦政府	在处理美国用户数据中存在误导	TikTok没有立即回应置评请求
2020. 08	国家安全	美国联邦政府	特朗普签署行政命令，要求字节跳动在90天内剥离TikTok在美国的业务 ，理由是可能威胁国家安全	TikTok提起诉讼，后续拜登取消了该行政令
2019. 02	用户隐私	美国联邦贸易委员会	违反COPPA（儿童在线隐私保护法），在未经过父母同意的情况下，违规收集13岁以下用户的姓名、电子邮件以及其他个人信息， 要求罚款	作出相应调整，推出新增功能，同意支付570万美元的罚款

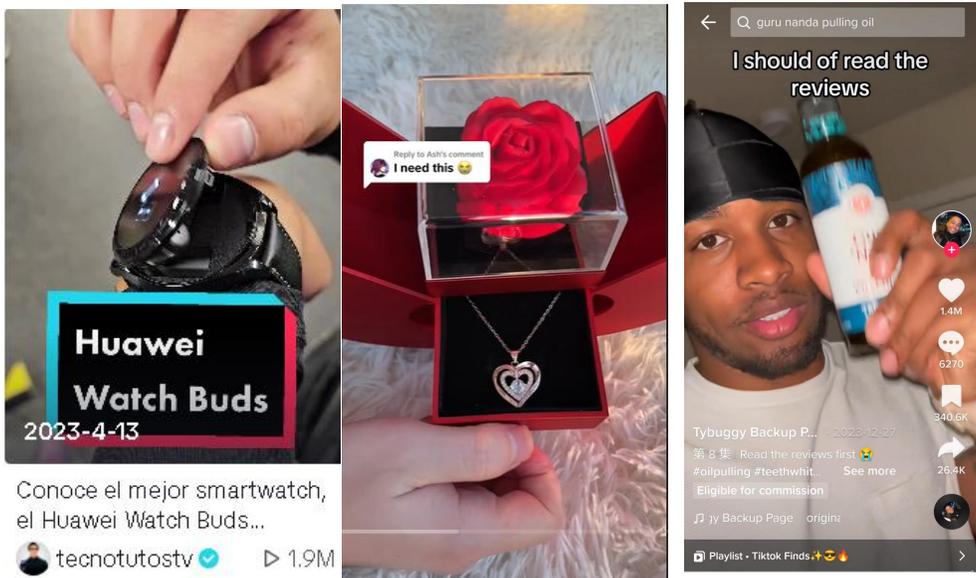
资料来源：路透社、Bloomberg、CNN、BBC、USA Today，国信证券经济研究所整理

- [01] 美国直播带货正当时
- [02] TikTok Shop美区发展近况及展望
- [03] 相关产业链生态：对商家现金流和选品能力要求高，达人生态尚未成形
- [04] 案例分析梳理
- [05] 风险提示

内容营销驱动成交，女性相关新奇特/刚需品更容易在TK美区打爆

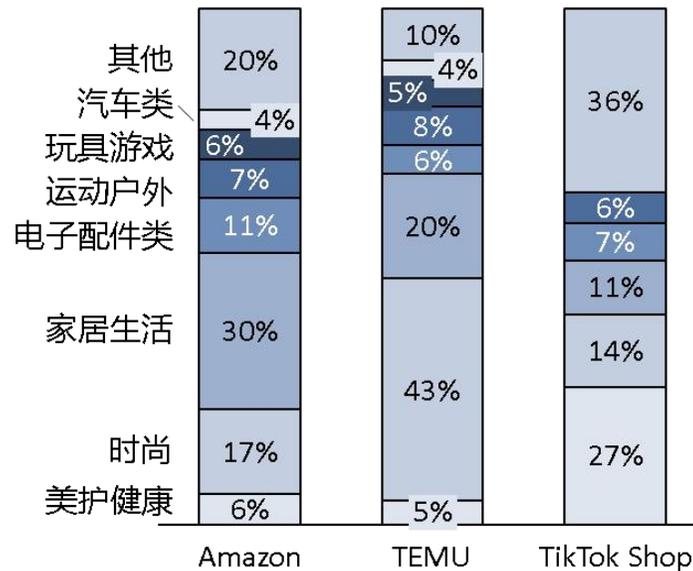
- 新奇特、功能性强的商品更适合内容营销。如可以放耳机的智能手表（新奇特）、情人节前的玫瑰心形吊坠（节日相关）、能美白牙齿的漱口油（功能性强，能展示美白效果）。
- 女性相关的美妆个护、时尚服饰类目在TikTok美区更受欢迎。TikTok美国用户以年轻女性为主，2023年9月至12月，TikTok美国小店销量最高的三个类目分别是美妆个护、女装与女士内衣、家居生活。女性相关的美护时尚品类占大盘比例超过40%。
- 商品价格带普遍偏高。TikTok Shop美区商品单均价35美金左右（与Amazon基本持平，TEMU件单价~5美金），客单价高才能在固定的履约包材费用之外有费用空间做内容营销。目前官方建议TikTok美区平台模式商品毛利润为85%。

图27: TikTok热销商品注重功能性和新奇特



资料来源: TikTok, 国信证券经济研究所整理

图28: Amazon/TEMU/TikTok Shop美区2023年9-12月商品品类对比



资料来源: Yipit、Kalodata, 国信证券经济研究所整理

TikTok Shop美区平台模式GMV占比~70%，
平台模式下中国法人本土店GMV占比~70%。

- 商家自运营优于全托管，目前TK美区TOP20的店铺里全托管店铺只有2家：直播短视频带货放大营销作用，全托管模式下平台难以为每件商品匹配合适的达人与内容；白牌难以沉淀口碑与粉丝。
- 中国法人店普遍有资金实力和内容营销经验，美国法人店入驻门槛低，平台对美国法人店无流量优待：美国法人本土店卖家门槛低、商家数量多，但本土卖家对于直播短视频带货玩法不熟悉，规模普遍较小；ACCU入驻门槛高、卖家大多数亚马逊出身或做过国内抖音电商，了解直播电商玩法，单店铺体量大。

图29：2023年12月TikTok Shop美区TOP20店铺榜单

序号	小店	店铺类型	主营类目	销售额 (万美元)	销量 (万件)	单均价 (美元)	总推广产 品(个)	总关联达 人(个)	总关联视 频(个)
1	Sweet Furniture	平台	家具	544	8	72	58	8,585	11,100
2	wavytalk	平台	美妆个护	464	13	35	9	6,157	5,870
3	Halara US	平台	运动与户外	455	16	29	259	2,603	4,904
4	O QQ	平台	运动与户外	338	11	30	120	15,300	14,600
5	Homeika US	平台	宠物用品	332	4	79	5	2,812	3,187
6	The Beachwaver	平台	美妆个护	307	6	52	79	14,200	13,500
7	NcmRyu	全托管	运动与户外	305	18	17	45	3,397	4,164
8	HuntBreaks	平台	收藏品	288	2	179	39	2	14
9	YKsaix	全托管	运动与户外	283	18	16	42	1,296	1,706
10	BeautyChoiceUSA	平台	美妆个护	282	17	17	43	10,700	5,982
11	Ekkovision	平台	保健	259	10	26	59	541	2,699
12	Clean Nutra	平台	保健	251	4	62	45	596	1,031
13	Tarte Cosmetics	平台	美妆个护	248	8	33	75	4,834	6,727
14	Intense Oud	平台	美妆个护	244	8	31	601	1,045	887
15	Better Alt	平台	保健	242	3	88	27	1,705	2,021
16	Fanttik	平台	五金工具	240	4	57	16	1,284	1,090
17	Smug Furniture	平台	家具	235	3	70	53	1,317	1,601
18	Cider	平台	女装与女士内衣	213	9	23	1281	3,706	5,192
19	RYSE Supplements	平台	保健	209	6	34	26	1,073	2,608
20	Wyze	平台	手机与数码	203	5	45	58	19,000	23,700
合计				5943	172	35			

资料来源：FastMoss，国信证券经济研究所整理

美国本土发货要求下，商家库存/资金周转压力大，适合亚马逊精品/品牌大卖

TK平台履约时效要求高（3+7天履约），爆单速度快，必须本地准备足够库存，对商家资金周转能力和海外仓配合能力要求高。以Tarte遮瑕膏为例，商品售价15美金，达人推广后2天内出单量从0单到近2万单，按15天库存计算，需要商家提前准备30万件商品发到美国仓库，货值450万美金（按85%毛利率算，仅考虑商品成本，单品占用68万美金，折合人民币近500万）。

TikTok模式适合亚马逊精品/品牌大卖，在美国FBA仓有库存、资金实力够、挖爆款能力强，少量SKU爆发即可。

图30：TikTok美区小店出单爆发性强，需要商家有一定库存深度



各出海平台商家职能不同，目标商家画像差异大

Shein：自营为主，上游商家不承担库存风险；

TEMU：全托管模式下要求商家承担库存和资金周转风险；

亚马逊：商品推爆后生命周期长，可以卖好几年；

TK：爆款模式，需要商家有很深的用户洞察，精品或品牌商家更容易跑通。

图31：Shein/TEMU/Amazon/TikTok Shop目标商家画像和核心能力要求

	Shein	TEMU	亚马逊	TikTok Shop
平台合作模式	自营为主	全托管模式	商家自运营	全托管/商家自运营
目标商家	工厂	工贸一体商	精品/品牌商家	贸易商/品牌商家
商家负责环节	供货（生产）	供货（生产+库存）	长期维护链接	选潜力品、找达人推爆
商家核心能力	供应链稳定性、即时性	供应链稳定、性价比优势，对用户有了解	做品牌（合规不允许一个主体多个店铺）	资源整合能力（海外仓、内容营销）
商家面临风险	资金周转风险	资金周转风险 国内库存风险	资金周转风险 海外库存风险	资金周转风险 海外库存风险
商家毛利	9%-15%	30%以内	70%以上	80%以上
商家净利	低	低	中	高

资料来源：Shein官网、雨果网、Amazon全球开店、TikTok Shop官网，国信证券经济研究所整理

图32：各行业全球品牌入驻美国区 TikTok Shop



资料来源：TikTok，国信证券经济研究所整理

达人生态刚刚起步：头部效应不明显，MCN尚未大规模签约带货达人

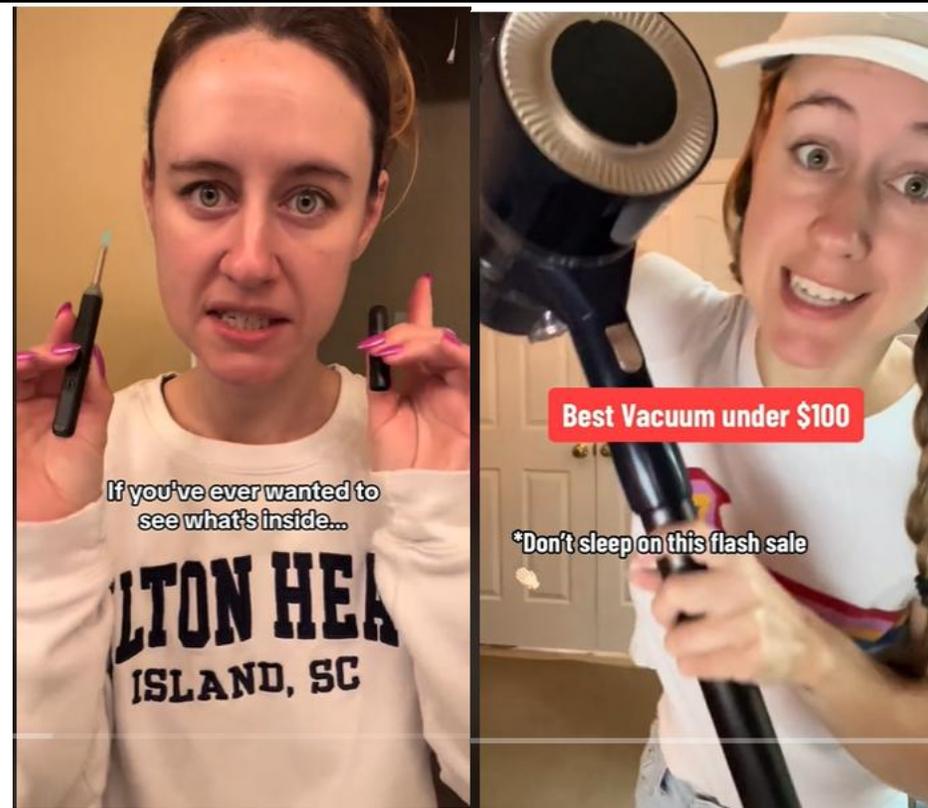
达人带货起步期，马太效应不明显：1、12月达人带货榜TOP6带货金额均在70-90万美元，差距小；2、头部带货达人粉丝数均为50万以下，头部达人均未签约MCN（美国本土工资高，中国MCN机构难以承担）。

达人带货佣金稳定在1-5美金/笔，佣金率不定。带货达人TOP1 VanillaCrush一个月带货87万美金，短视频带货销量最大的是可视挖耳勺，播放量1717万次，带货9.4万美金，单均价5美元，佣金40%；销售额最多的短视频是Homeika吸尘器，播放量523万次，带货16.5万美金，单均价99美元，佣金5%。

图33：2023年12月TikTok美区带货达人GMV排行榜

排名	达人	国家/地区	总粉丝数	带货商品数	带货总GMV
1	 VanillaCrush ID: vanillacrush 其他	美国	32.26万	107	\$86.98万
2	 GrantsDealz ID: grantsdealz 电子&科技	美国	18.64万	256	\$86.25万
3	 Alle ID: influence... 其他	美国	11.16万	65	\$79.09万
4	 Kelsey ID: itsmekelsc 其他	美国	26.89万	56	\$73.96万
5	 Danielle Athena ID: danielleat... 其他	美国	26.36万	9	\$73.95万
6	 Alle ID: allure fas... 其他	美国	9.05万	79	\$73.38万

图34：2023年12月带货达人TOP 1销量/销售额最高的带货视频



- [01] 美国直播带货正当时
- [02] TikTok Shop美区发展近况及展望
- [03] 相关产业链生态
- [04] 案例分析：有内容运营经验的出海品牌或更有优势
- [05] 风险提示

案例分析：有内容运营经验的出海品牌在TKS早期可以快速放量

短期内，我们认为品牌出海是TikTok Shop美区重点投资方向，建议长期关注海外仓服务商和MCN服务商机会。TikTok Shop美区未来几年会带来大量产业带上下游机会，包括上游卖家、MCN服务商、海外仓服务商等：

- **卖家：**目前TK Shop美区起量最快的是Amazon品牌大卖和出海品牌，有内容平台营销经验，前期愿意投入广告费用赚声量，如安克创新、泡泡玛特和科沃斯等。据Fastmoss数据，安克3个TK官方店自开店以来总销售额分别为825、234和121万美元（截至2024.01.28），预计23Q4产生销售额1000万美金（22Q4公司收入47亿人民币）；泡泡玛特TK官方店总销售额30万美金，集中在2024年1月产生，上升趋势明显；科沃斯旗下仅有添可入驻，成立以来销售额18.3万美元（22Q4公司收入52亿人民币）。

图35：TikTok美区小店排名靠前的上市公司店铺情况（近一月指2023.12.26-2024.01.25）

行业	品牌	上市公司简称	股票代码	店铺名称	美国店铺排名	类目排名	近一月销售额（万美元）	近一月销量（件）	件单价（美元）	动销商品数（个）	成立以来销售额（万美元）
电子数码	Anker	安克创新	300866.SZ	AnkerUS	68	4	45.1	11400	40	39	825.1
电子数码	Eufy	安克创新	300866.SZ	eufyOfficial	160	10	32.3	6344	51	33	234.3
电子数码	Soundcore	安克创新	300866.SZ	soundcore.US	276	21	15.3	2840	54	32	121.0
玩具和爱好	Popmart	泡泡玛特	9992.HK	POPMART US SHOP	337	5	21.3	5587	38	103	30.0
家电	Tineco	科沃斯	603486.SH	Tineco shop	1361	28	3.9	141	277	7	18.3
家电	Roborock	石头科技	688169.SH	RoborockTech	9199	109	0.7	8	825	2	2.6

资料来源：Fastmoss，国信证券经济研究所整理

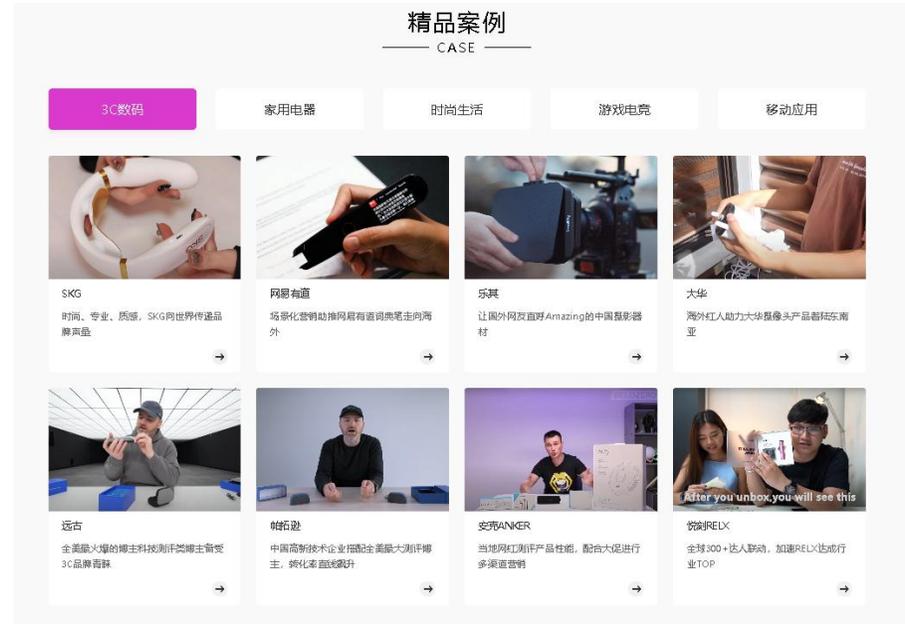
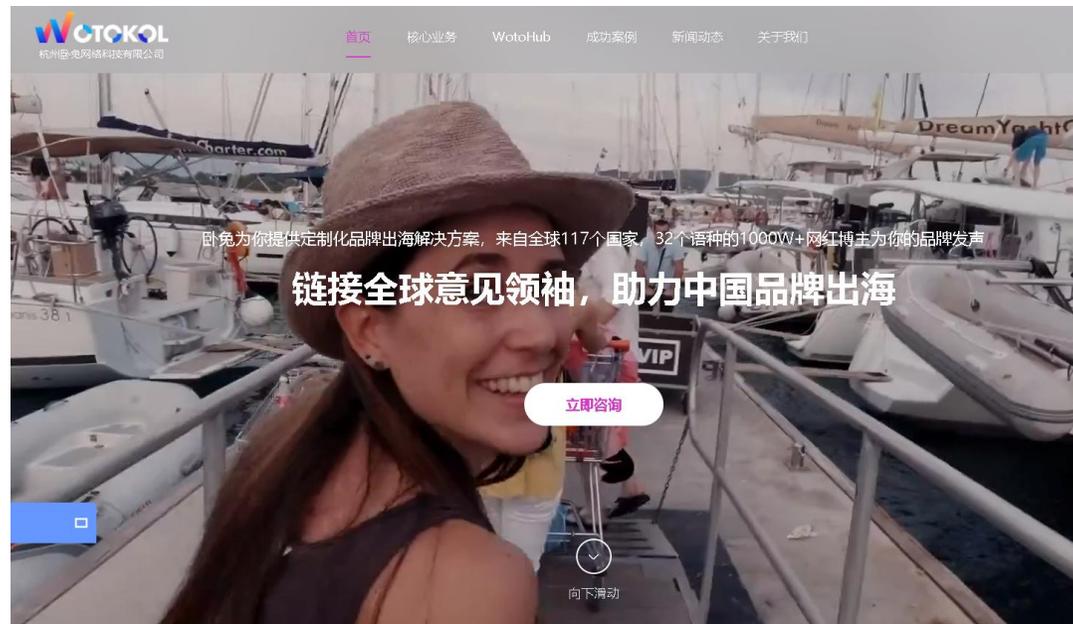
案例分析：MCN及海外仓服务商生态不成熟，仍需长期观察

短期内，我们认为品牌出海是TikTok Shop美区重点投资方向，建议长期关注海外仓服务商和MCN服务商机会。TikTok Shop美区未来几年会带来大量产业带上下游机会，包括上游卖家、MCN服务商、海外仓服务商等：

- **MCN服务商**：目前美区达人生态不成熟，MCN机构尚未形成稳定收费模式，投资机会有限。中国达人和直播机构出海易水土不服（美国用户偏好当地面孔和语言表达习惯），尚无成功案例，目前下场尝试的公司包括遥望科技（002291.SZ）旗下亿望出海、天下秀（600556.SH）旗下ADream子公司。

目前TK美区头部MCN机构为卧兔网络（未上市），2017年于杭州成立，2022年4月完成A轮融资，核心业务为海外网红营销和跨境直播营销；创始人胡煜长期深耕跨境赛道，原阿里巴巴跨境业务高管。

图36：卧兔网络基本情况



短期内，我们认为品牌出海是TikTok Shop美区重点投资方向，建议长期关注海外仓服务商和MCN服务商机会。TikTok Shop美区未来几年会带来大量产业带上下游机会，包括上游卖家、MCN服务商、海外仓服务商等：

- **海外仓服务商：FBT发货处于起步期，商家自发货选择的第三方海外仓较分散，目前尚无玩家跑出，建议持续关注。**

目前TikTok美区小店商家履约方式分为3种：

- 1) **FBT发货 (Fulfilled by TikTok)**，TikTok与第三方物流公司合作，为卖家提供仓储、分拣、打包和配送服务，目前邀请制，仅面向少数头部大卖；
- 2) **亚马逊多渠道配送发货 (商家自发货)**：卖家可以将全部或部分库存发送至亚马逊运营中心，亚马逊帮助储存和管理，消费者从第三方销售渠道购买商品后亚马逊分拣、包装并直接配送订单；
- 3) **第三方海外仓发货 (商家自发货)**：第三方海外仓可提供仓储管理、尾程配送以及逆向物流等个性化增值服务。

- [01] 美国直播带货正当时
- [02] TikTok Shop美区发展近况及展望
- [03] 相关产业链生态
- [04] 案例分析梳理
- [05] 风险提示

政策监管风险

跨境电商行业在美国存在被进一步监管的风险。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TikTok Shop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。

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。

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.GSI）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

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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