



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年4月24日
行业：纺织服饰
增持（维持）

短跑至长跑，跨境出海提速

——跨境电商行业深度研究报告

分析师：杜洋 SAC编号：S0870523090002

主要观点

跨境电商行业：海外电商需求提升，跨境物流及供应链完善，“中国智造”出海加速。

长期催化：逆全球化的低成本、线上渠道快速发展和AI数字化转型推动，推动跨境电商具有长期发展空间。①全球趋势：2022年全球进出口贸易总额达到50.5万亿美元，同比增速放缓至12.5%，逆全球化低成本、疫后线上消费增加、电商渗透率提升；②国内变革：2023年我国进出口总值41.76万亿元，同比增长0.2%，2023年跨境电商进出口总值2.38万亿，同比增长15.6%，其中出口1.83万亿元，增长19.6%。中国数字经济兴起带动了出口技术复杂度增长，进一步提升了中国在全球价值链的参与度与分工地位，中国出口产业链逐渐向微笑曲线两端延伸；2022年中国高新技术产品出口额占货物出口额的比例达26.5%，（较加入WTO初增长9pct），我们认为高附加值比重提升，跨境出口电商利润空间打开；跨境贸易往来日益增加以及互联网技术渗透率提升的作用下，中国跨境电商出口规模将持续增长。

短期催化：各大平台与服务商都在加大资源整合力度，提升跨境出口业务便利度。我们认为TEMU和SHEIN等四小龙打开海外跨境电商市场，为国内跨境电商企业出海开启标杆作用。亚马逊降佣政策丰富商品种类和降低价格，海运费降低、海外仓和物流便利性，短期内对跨境电商发展有利好作用。

- ◆ **投资主线一：具有优异商业模式和创新能力的国内跨境电商四小龙。** 建议关注全托管模式打造优势商业模式的拼多多TEMU（PDD.O）、全球最受欢迎的快时尚服装电商SHEIN（未上市）。
- ◆ **投资主线二：工贸一体出口龙头，享受于跨境电商流量红利。** 建议关注订单修复、产品品牌升级家具跨境龙头恒林股份（603661.SH）、保温杯出口龙头嘉益股份（301004.SZ）。
- ◆ **投资主线三：受益于亚马逊平台品类持续扩张、AI选品优势以及欧美站佣金和物流优化。** 建议关注收并购提升业务竞争力的跨境电商泛品龙头华凯易佰（300592.SZ）、深耕东南亚+AI赋能的吉宏股份（002803.SZ）、首发股权激励的家居品类跨境电商龙头致欧科技（301376.SZ）以及全链路+技术赋能供应链的赛维时代（301381.SZ）。
- ◆ **投资主线四：兼具产品力和品牌优势的跨境品牌商。** 建议关注智能扫地机器人品类+优质团队，出海品牌：石头科技（688169.SH）、安克创新（300866.SZ）。
- ◆ **投资主线五：受益于跨境电商扩张，基础设施类需求提升。** 建议关注美国物流基础设施+海外仓标的乐歌股份（300729.SZ）。

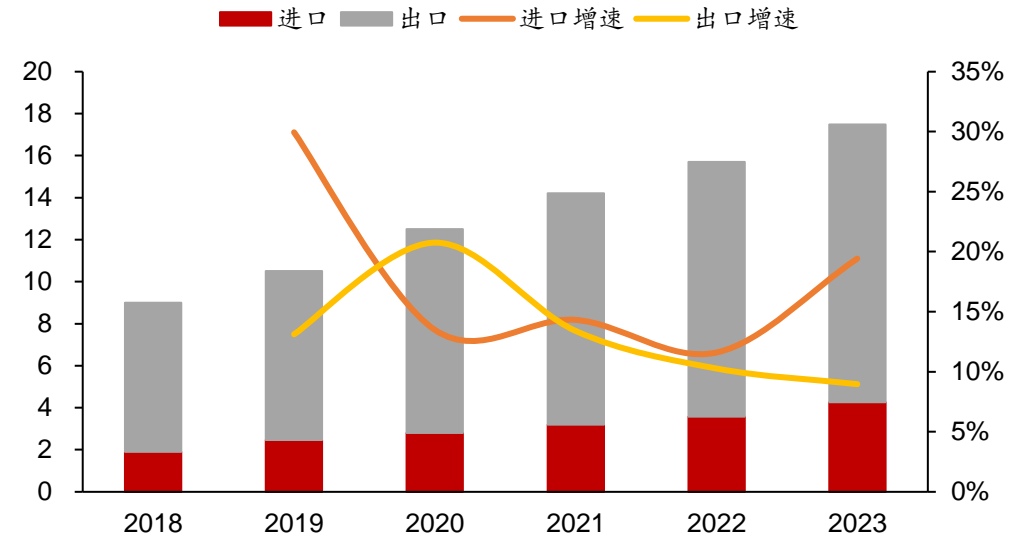
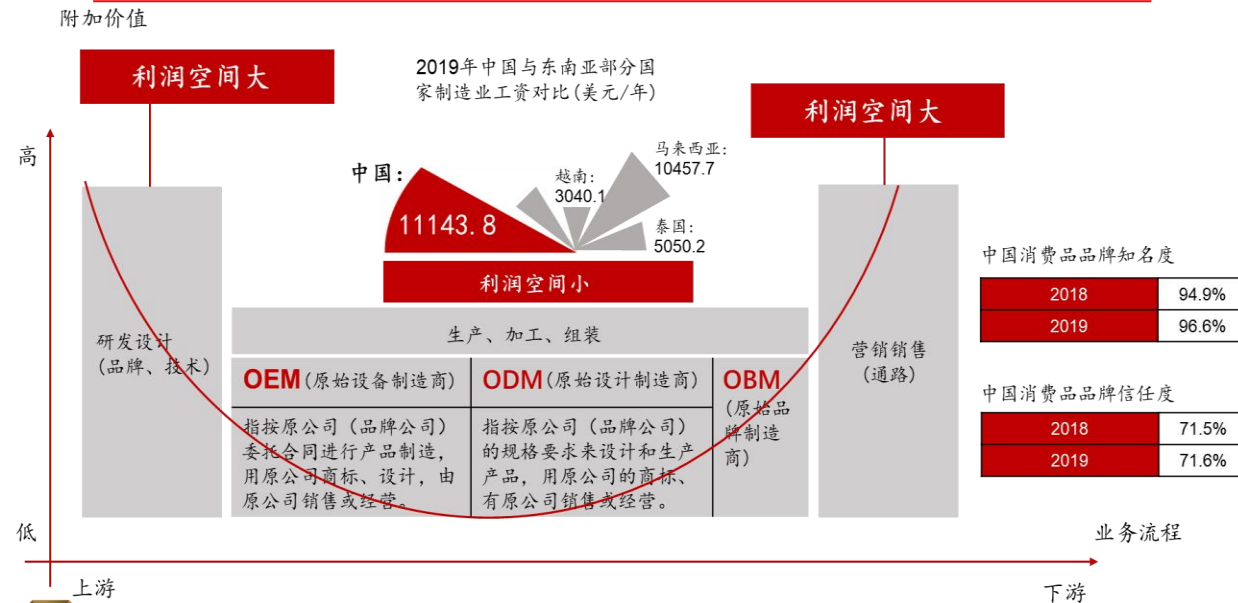
风险提示：海外经济复苏不及预期风险，海外出台跨境电商不利政策风险，获客成本上升风险，运输环节风险，汇率大幅波动的风险。

1.1 行业概况：“中国智造”正加速出海，跨境电商规模持续提升

- ◆ **我国跨境电商行业持续发展，“中国智造”企业正在加速出海。**我国跨境电商经历了20余年发展，随着海外网购普及度提高、国际物流仓储及服务便捷性提升、国内跨境出口政策利好等多重利好因素的影响下，我国跨境电商的市场规模持续增长。**根据海关总署数据，2023年我国进出口总值41.76万亿元，同比增长0.2%，2023年跨境电商进出口总值2.38万亿，同比增长15.6%，其中出口1.83万亿元，增长19.6%。**根据网经社预计，2018-2023年我国跨境电商交易规模由9.0万亿元增长至17.48万亿元，2018-2022CAGR为14.20%，艾媒咨询认为，跨境贸易往来日益增加以及互联网技术渗透率提升的作用下，中国跨境电商出口规模将持续增长。
- ◆ **我国跨境电商的发展离不开TEMU、SHEIN及TikTok Shop等头部跨境电商平台的积极出海。**我国跨境电商的发展离不开速卖通AliExpress、SHEIN、TEMU及TikTok Shop等跨境电商平台的飞速增长、商业模式在市场竞争中迅速迭代。“出海四小龙”背靠中国优质供应链、以性价比及社交营销策略扩大用户群、在发达和发展中市场均赢得一席之地，全托管模式热潮兴起以及半托管模式的探索，海外用户规模迅速增长。截止2023年10月，TEMU和SHEIN的用户总量逼近亚马逊用户数的9成，增长势头持续、全球影响力不断提升。

图1 从“微笑曲线”来看中国外贸升级的必然趋势

图2 跨境电商交易规模及增速（万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

资料来源：网经社，上海证券研究所

1.2 历史+产业链：我国跨境电商进入全面发展期，产业链完善

- ◆ **我国跨境电商进入全面发展期。**跨境电商作为一种国际贸易新业态，是将传统国际贸易加以网络化、电子化，以电子技术和物流为主要手段，以商务为核心，把传统的销售、购物渠道移到网上。经历数十年的发展，我国跨境出口电商行业经历了从构建信息平台、发展交易服务、完善生态链条到追求立体化发展的演变进程。通过前期在品牌、渠道、供应链、营销等方面的经验积累，各大平台与服务商加强资源整合，为品牌商提供更全面的一站式服务，提升跨境出口业务便利度，促进行业健康有序发展，行业也正式迈入高质量发展阶段。
- ◆ **我国跨境电商行业产业链完善，出海头部企业用户迅速增长。**1) **按照进出口类型：**出口跨境电商代表企业有拼多多TEMU、SHEIN、速卖通、TilTok等；进口跨境电商有天猫国际、京东国际等。跨境电商服务商主要包括跨境支付、跨境金融、跨境物流等配套服务产业。2) **按照交易类型：**跨境电商模式分为B2B、B2C、C2C。3) **按经营主体类型：**跨境电商模式分为平台型、独立站模式。平台模式是指个人或企业入驻跨境电商平台的模式来进行销售，商家对平台具有依赖性，平台会提供相应知名度流量及扶持。独立站模式由个人或企业自己搭建的网站平台，只发布和销售自己的产品，更有利于塑造品牌、提高回购率等。

图3 中国跨境电商发展历程



图4 跨境电商产业链



资料来源：乐跨境LKJ，上海证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

1.3 竞争格局：海外B2C平台实力雄厚，国内跨境四小龙发展迅猛

- ◆ **海外头部跨境电商平台实力犹在，频频发力新兴市场。**国际 B2C 跨境电商平台主要有 Amazon、eBay、Wish 等。据 Statista 数据，在多位玩家集聚的美国市场，亚马逊以 37.6% 的绝对优势稳居市场份额第一，领先其他平台。
- ◆ **跨境电商四小龙发展迅猛，抢占海外市场先机。**我国出海“四小龙”包括：阿里巴巴旗下速卖通；拼多多旗下 Temu；字节跳动旗下 TikTok shop；希音 SHEIN。23 年以来，我国四小龙积极布局出海之路，让海外电商市场格局产生了巨大改变。其中 SHEIN 和 Temu，根据 Data.ai 最新发布的 2023Q1-Q3 全球购物 App 下载量数据，SHEIN 超过亚马逊成为全球第一，而从 23 年 10 月全球用户数来看，亚马逊同增 4%，Temu 和 SHEIN 加总增至 2.6 倍。据 information 报道，23Q1-Q3 期间 SHEIN 收入达 240 亿美元，增长超 40%。预计年底收入将达 320-330 亿美元，有望实现全年销售额 40% 的增长目标。另外，Temu 在 23Q3 销售额已突破 50 亿美元，9 月上线一周年之际单日 GMV 达 8000 万美元。
- ◆ **出海赛道竞争逐渐热化，各平台也在不断利用差异化吸引客户。**国内各大电商平台将国内的运营模式复制到海外市场，屡试不爽。传统跨境电商头部玩家则是通过服务体系的拓展和纵向加深等方式进行模式创新，而独立站平台也在进行第三方平台模式的探索和品类扩展，以尝试突破自营型平台可能面临的增长瓶颈。

图5 SHEIN下载量持续提升（百万）

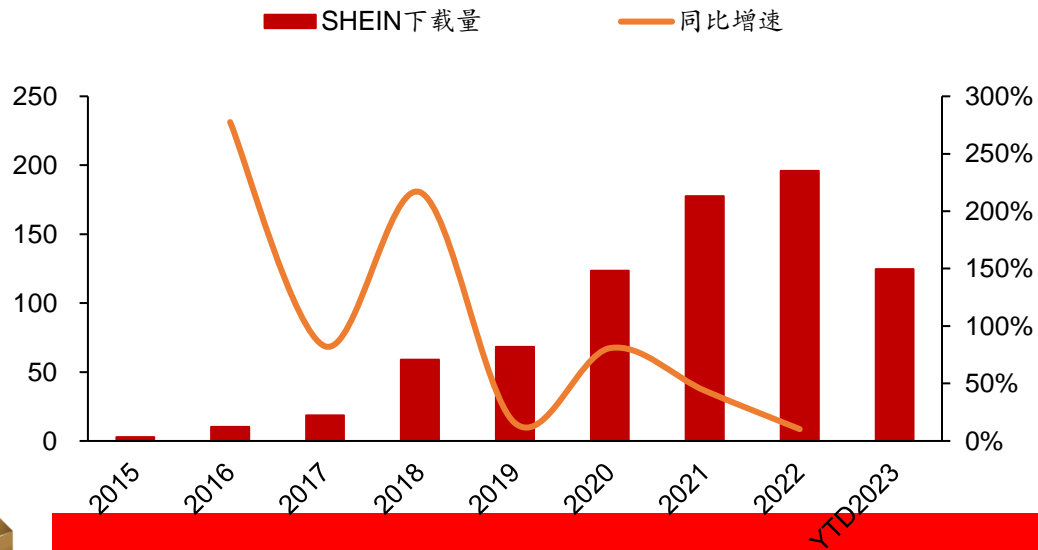
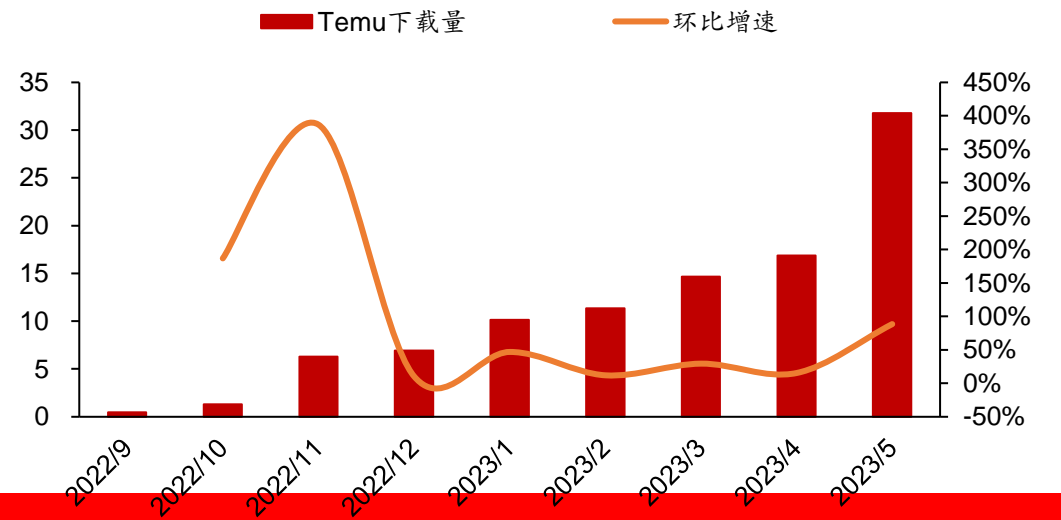


图6 TEMU下载量持续提升（百万）



资料来源：复旦发展研究院，Statista，上海证券研究所

资料来源：复旦发展研究院，Statista，上海证券研究所



2.1 驱动因素①：全球跨境电商渗透率稳步提升，产业结构需求互补

- ◆ **全球跨境电商行业发展背景：**①全球经济发展承受下行压力，逆全球化的低成本，世界各国地区基于比较性优势进行商品和服务的交易前景依旧可期。②同时，疫情期间线下渠道受限也加速了线上交易普及度，进一步促进了全球电商渗透率的提升。③随着产业结构升级、政策鼓励和技术进步的深入推进，我国跨境出口电商迎来了新的发展机遇。
- ◆ **2022年全球GDP总量达到89.7万亿美元，同比增速放缓至3.1%。**据世界银行预测2023年全球GDP增速将进一步下滑至2.1%，经济运行压力增大。作为全球经济的核心组成部分，2022年全球进出口贸易总额达到50.5万亿美元，受宏观经济形势对供需两侧的持续性影响，2022年全球进出口贸易增速放缓至12.5%。虽然未来进出口贸易发展空间或受到一定挤压，但受制于逆全球化的高昂成本，未来各国家地区间的贸易流动预计依旧保持活跃，全球进出口贸易仍具备一定的发展韧性。
- ◆ **美国为中国跨境出口电商第一大目的地，欧美等成熟市场仍为中国跨境卖家的主要目标。**随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》等政策的落地，新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”，中国跨境出口电商的贸易伙伴趋于多元化。

图7 全球GDP及增速情况 (万亿美元)

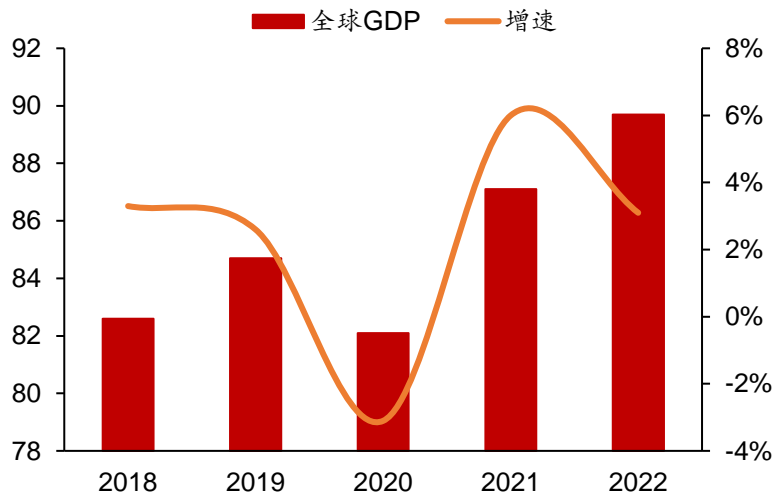


图8 全球进出口贸易情况 (万亿美元)

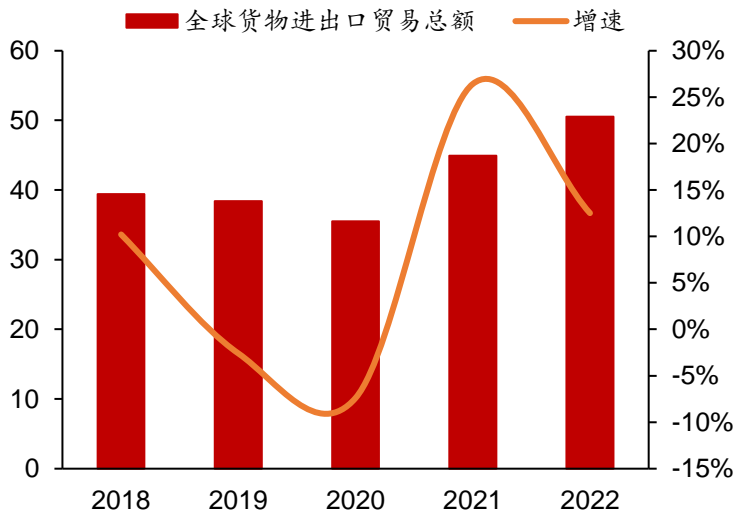
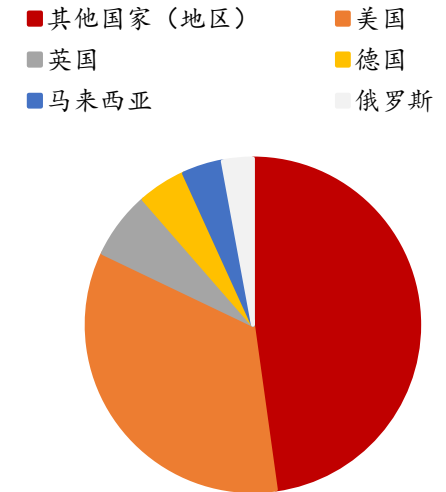


图9 2022年中国跨境出口电商目的地分布



2.1 驱动因素①：全球跨境电商渗透率稳步提升，产业结构需求互补

- ◆ 受新冠疫情和数字技术快速发展的催化，跨境电商市场交易规模稳步增长，全球网购渗透率快速提升，使得跨境电商行业迎来发展高峰。据艾瑞咨询预测，**2022年全球电商渗透率预计达到20.3%**，零售额预计从2017年的2.4万亿美元提升至2022年的5.5万亿美元，期间CAGR为**18.04%**，全球电商市场环境稳步向好。美国研究公司eMarketer预计，到**2025年全球电商销售额预计将达到7.39万亿美元**，电商在全球零售领域的渗透率将上升至**23.6%**。在便捷、高效、高性价比等优势推动下，消费者持续向线上转化。另外，全球电商市场与基础设施发展有所不同，为跨境电商持续发展提供了持续的动力。
- ◆ 分地区看，**2022年东南亚、中东&非洲及拉美地区电商零售销售额预计增速与移动电商渗透率处于双高态势**。中欧&东欧及北美地区移动电商渗透率较低，但电商零售销售额预计增速较高，电商发展前景可期。据艾瑞咨询，无论是跨境出口B2B还是B2C电商，其购买行为均会受到购买决策人的影响，海外零售端电商化发展势头强劲将会为中国跨境出口电商创造新一轮的发展机遇。

图10 全球电商渗透率逐渐提升（万亿美元）

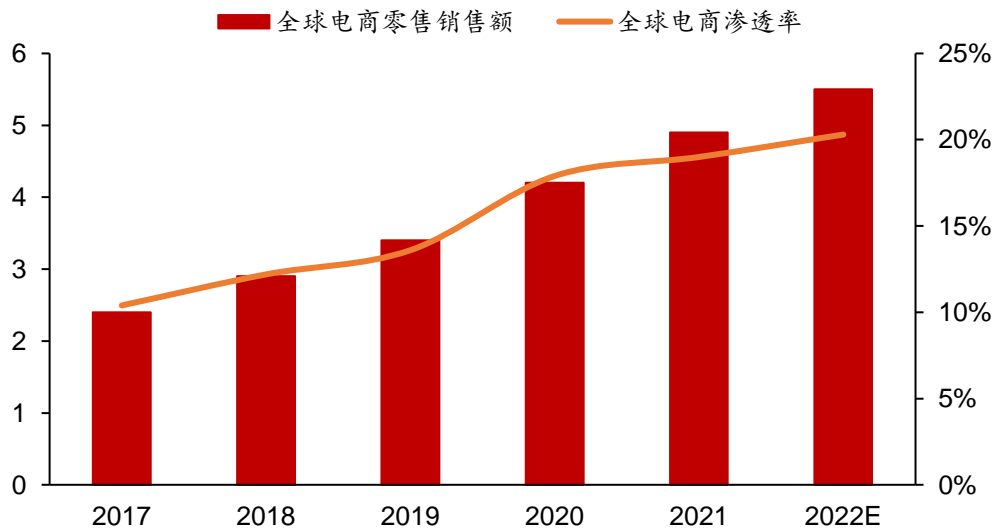
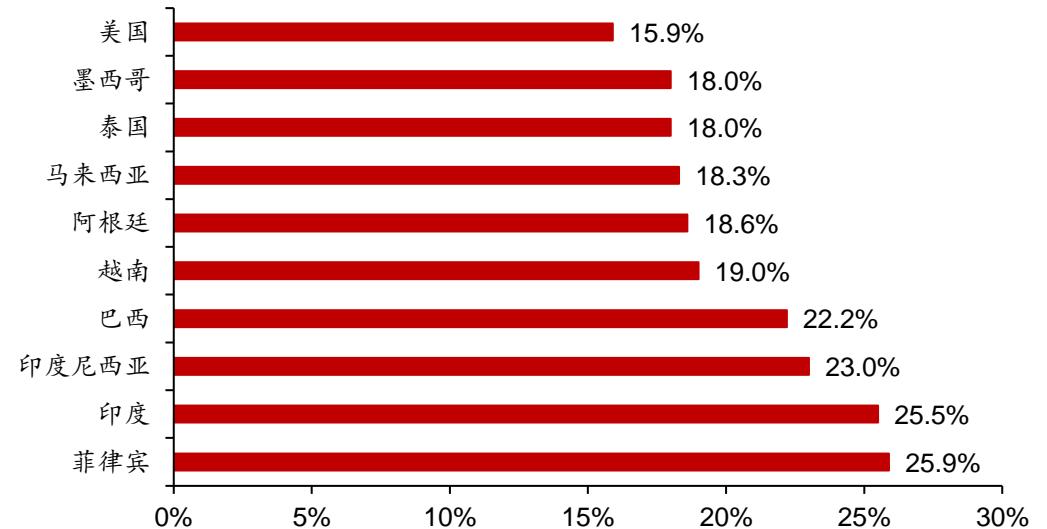


图11 2022年全球各国电子商务零售额增速TOP10



2.1.1 北美市场：北美电商市场已达近万亿美元规模

- ◆ **北美电商市场达万亿美元，增长前景广阔，竞争格局呈现一超多强。**根据Statista数据，2022年北美电商市场已达到**9440亿美元**市场规模，预计**2027年将达到1.7万亿美元**规模，年复合增长率高达**14.3%**。在竞争格局方面，北美最大电商平台仍然是亚马逊，2022年市场占比高达**37.8%**，沃尔玛以**6.3%**的市场占有率排名第二，市场竞争格局呈现“一超多强”特点。由于巨大的市场发展前景，Temu、Shein、TikTok等中国跨境电商纷纷布局北美市场，抢占更多市场份额。其中，Temu上线仅一个月就登上了美国购物APP下载量榜首。
- ◆ **从电商关键环节物流来看，北美地区第三方物流规模已经占到全球第三方物流市场的1/4。**Statista数据显示，2022年美国的单日包裹数量超过8000万个，市场规模超1800亿美元，而加拿大的单日包裹数量也超过560万个，市场规模超过130亿美元。
- ◆ **SHEIN**是北美地区2022年增长最快的电商平台，2022年GMV达300亿美元，成为北美最大的服装数字零售商之一；**TikTok**的主要市场在美国，其在美国拥有1亿用户，2023年5月在美国市场推出TikTok Shop服务，正式进军电商；此外，根据彭博社报道，拼多多海外电商平台**TEMU**于2022年9月上线，2023年5月在美国市场的GMV超过SHEIN。

图12 2017-2027北美等地区电商市场规模（十亿美元）

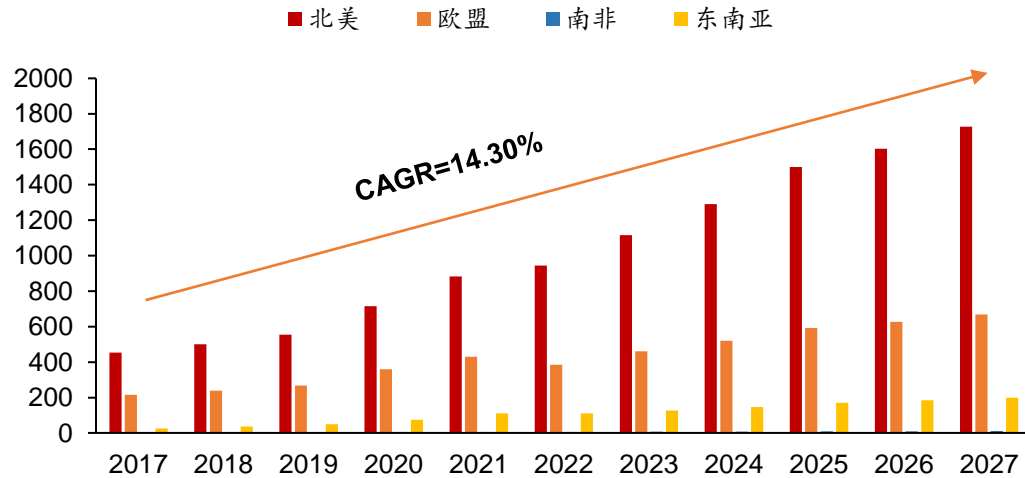
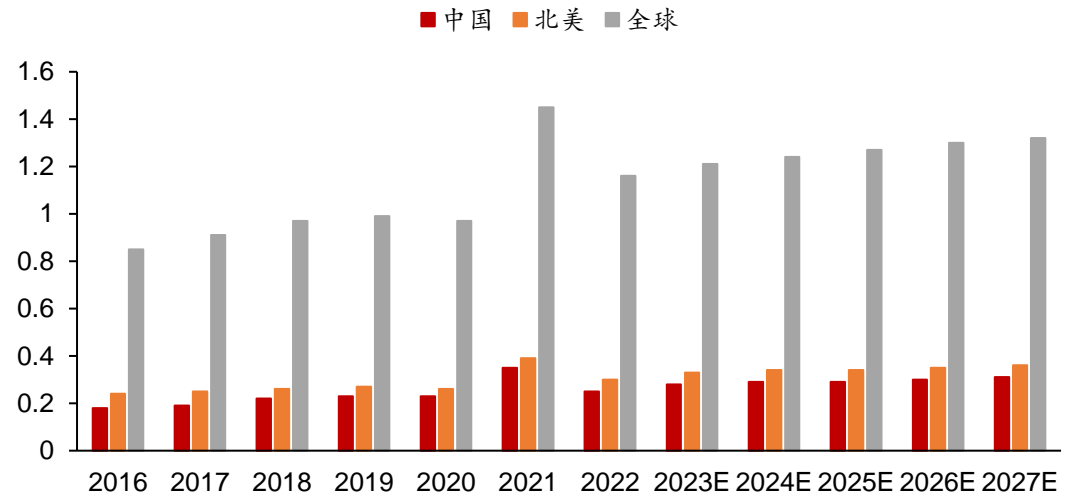


图13 北美地区第三方物流市场规模（万亿美元）



2.1.2 欧洲市场：跨境电商保持增长势头

◆ 据Cross-Border Commerce Europe数据，2022年欧洲跨境电商市场总营业额（包括英国、瑞士和挪威在内）达2650亿欧元。其中，电商平台营业额1670亿欧元，占比总额的63%。2022年欧洲境内TOP10跨境电商平台中，速卖通排名第一，亚马逊排名第三。其中，TOP10内上榜的中国跨境电商为速卖通、TEMU，分别排名第一和第九。欧洲跨境电商集中度高，欧洲TOP100跨境电商平台营业额占比总额84%。

表1 全球跨境电商前十公司

排名	排名对比2021年	母公司	公司	国家	分类	板块
1	+1	Alibaba Group	AliExpress	China	Pure Player	Mass Merchant
2	+2	Etsy Inc	Etsy	USA	Pure Player	Art, Craft & Gifts
3	-2	Amazon Inc	Amazon	USA	Pure Player	Mass Merchant
4	-1	eBay Inc	eBay	USA	Pure Player	Mass Merchant
5	+1	Zink Media	Discogs	USA	Pure Player	Music & Instruments
6	-1	Naspers	OLX	The Netherlands	Pure Player	Mass Merchant
7	+1	Epic Games	Bandcamp	USA	Pure Player	Music & Instruments
8	+1	Uber	Uber Eats	USA	Pure Player	Fresh Food
9	NEW	PDD Holdings	TEMU	China	Pure Player	Mass Merchant
10	-3	Vinted	Vinted	Lithuania	Pure Player	Fashion - Jewellery Baby

资料来源：Cross-Border Commerce Europe，港湾跨境，上海证券研究所

表2 在欧洲运营的全球十大跨境交易平台

排名	公司
TOP1	速卖通 AliExpress（中国）
TOP2	Etsy（美国）
TOP3	亚马逊Amazon（美国）
TOP4	eBay（美国）
TOP5	Discogs（美国）
TOP6	OLX（荷兰）
TOP7	Bandcamp（美国）
TOP8	Uber Eats（美国）
TOP9	拼多多 Temu（中国）
TOP10	Vinted（立陶宛）

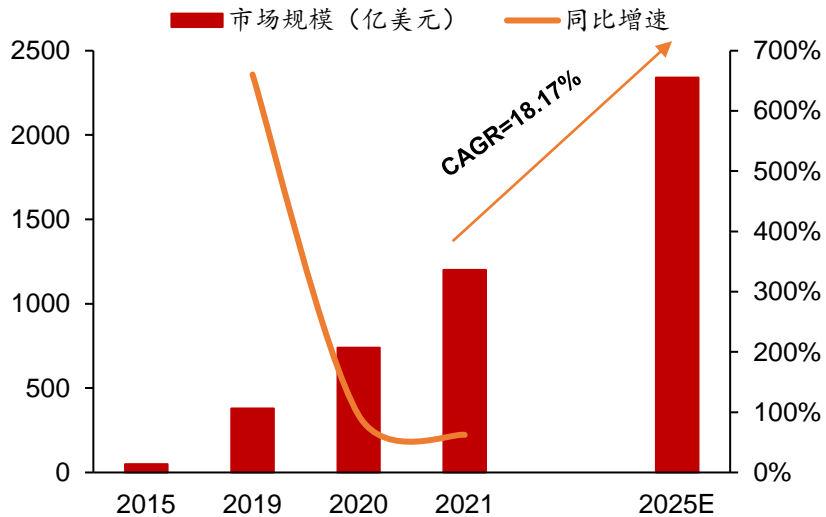
资料来源：Cross-Border Commerce Europe，港湾跨境，上海证券研究所



2.1.3 东南亚市场：全球电商增长最快地区之一，市场潜力巨大

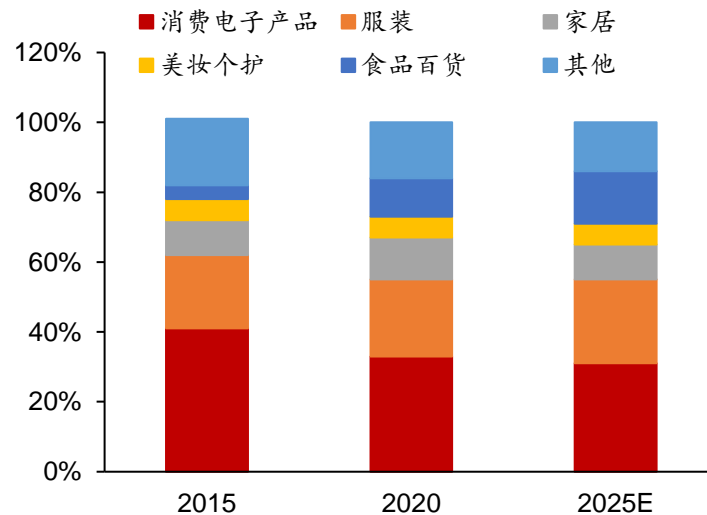
- ◆ **东南亚为过去5年是全球电子商务增长最快的地区之一。**据电商发布，2020年，东南亚日均电商订单数超过500万，电商活跃用户增长至1.5亿人，电商规模达740亿美元；2021年电商规模超1200亿美元，同比增长62%。东南亚（除新加坡）零售电商渗透率均低于5%，其中最大电商市场印尼的渗透率相对较高，达到4.26%，但对标中国（24.9%）和英国（19.3%）等成熟电商市场，东南亚电商市场潜力巨大，仍存在8-10倍的提升空间。据Bain咨询预测，2025年东南亚地区电商市场规模将达到2340亿美元，市场潜力巨大。
- ◆ **东南亚电商市场发展的两大趋势。**1) 直播电商日益普及。在东南亚市场，电商直播正在迅速增长。统计数据显示，马来西亚和新加坡电子商务平台上的直播时间增加200%。2) 数字营销存在较大流量红利。据We Are Social数据，东南亚五国的数字营销支出同比增速为9%-16%。从营销方式来看，Google等渠道的搜索竞价排名为最主要宣传方式，在Facebook、YouTube或Instagram等社媒渠道的定向广告投放也在不断发展。从成本端来看，东南亚地区的广告展示成本仅为欧美地区的30%-40%，存在较大流量红利。

图14 2015-2025东南亚电商市场规模及增速



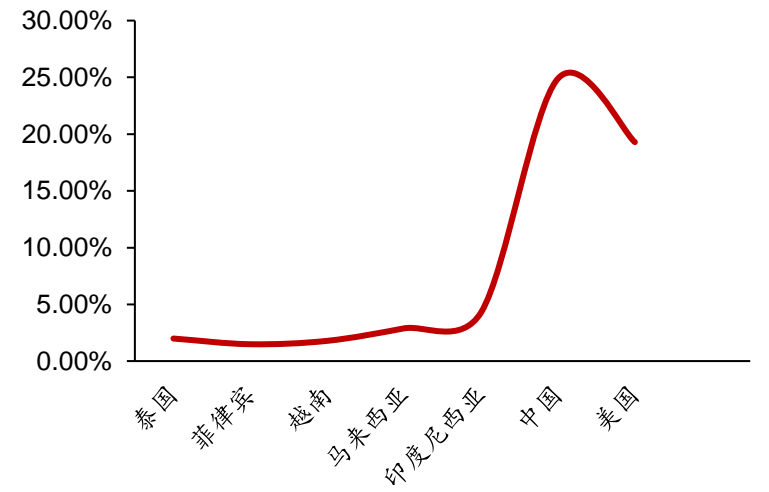
资料来源：电商发布，Bain, analysis, 上海证券研究所

图15 东南亚电商细分市场占比



资料来源：电商发布，Forrester, 上海证券研究所

图16 东南亚地区和全球电商渗透率增速



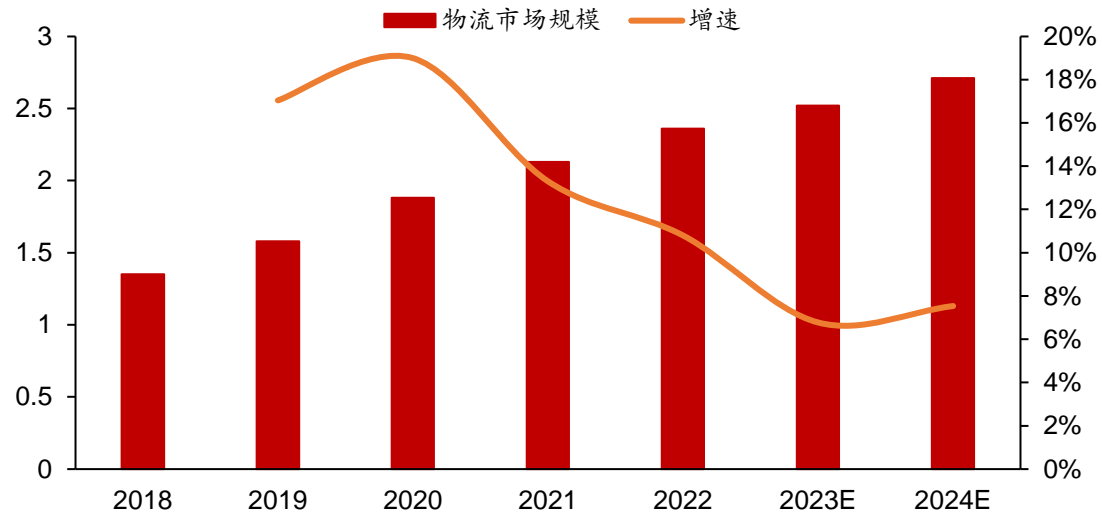
资料来源：电商发布，eMarketer, 商务部, 上海证券研究所



2.2 驱动因素②：跨境贸易往来增加叠加物流便利，出口业务持续增长

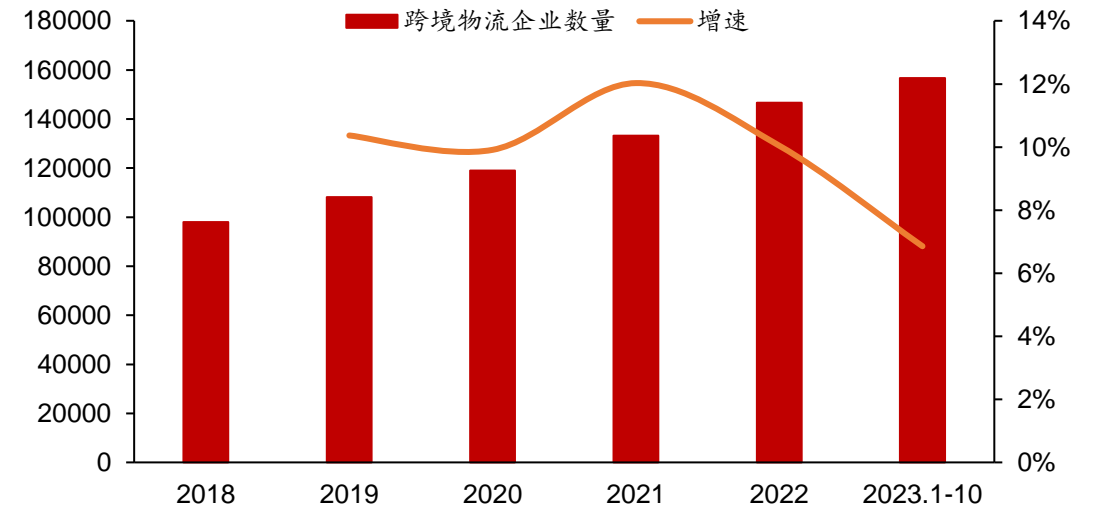
- ◆ **跨境电商的快速发展驱动跨境电商物流市场持续增长。**据观研天下数据显示，2021年我国跨境电商物流行业市场规模为2.9万亿元，2017-2021年复合增长率为21.8%。2022年我国跨境电商物流超3万亿元。按货品流向，跨境电商物流分为出口跨境电商物流和进口跨境电商物流。我国跨境电商物流以出口为主，2021年出口跨境电商物流市场规模占比达72.41%。进口跨境电商物流市场规模为0.8万亿元，占比27.59%。我们认为，随着全球化进程的不断推进，国际贸易规模不断扩大，成为世界经济发展的引擎，跨境物流企业提升营运效率和数字化转型能力，跨境物流企业应着力于智慧化转型，以满足不断增长的国际货物流动需求。
- ◆ **跨境物流企业数量持续增长。**近年来中国跨境物流企业数量整体保持稳定增长趋势。据中商产业研究院数据显示，2022年跨境物流企业数量共有146661家，同比增长10.04%，截至2023年10月，共有156719家。我们预计未来全球跨境物流市场将持续扩大，为跨境物流企业提供更多的机会和挑战，推动跨境物流市场不断发展。

图17 中国跨境电商物流市场规模及增速（万亿元）



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

图18 中国跨境物流企业数量持续增长（家）



资料来源：中商情报网，上海证券研究所



2.3 驱动因素③：产业政策推动我国跨境电商快速发展

- ◆ **产业政策陆续出台推动行业发展。**我国陆续出台一系列跨境电商领域的支持性政策，规范和引导跨境电商产业发展方向。2022年2月及11月，中国跨境电子商务综合试验区进行两轮扩围，先后设立跨境电商综试区。自2015年首批设立后，国务院已分七批设立**165个跨境电商综合试验区，全面覆盖31个省份。**
- ◆ **我国跨境电商行业监管体系仍在完善。**我们认为，尽管我国跨境电商行业已经历了一段高速发展期，但相比其他行业而言，跨境电商行业的发展历史整体相对较短，监管体系、政策体系仍在持续完善过程中。不排除未来国家相关主管部门出台新的政策法规，从而改变跨境电商企业经营环境的可能性。

图19 中国跨境电商综合试验区发展历程



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



表3 近年跨境电商相关策略一览表

发布时间	政策名称	主要内容	发布单位
2023年12月	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	培育内外贸融合发展产业集群。推动商业科技创新中心建设，促进互联网、大数据、人工智能和内外贸相关产业深度融合。促进“跨境电商+产业带”模式发展，带动更多传统产业组团出海。引导产业向中西部、东北地区梯度转移。	国务院办公厅
2023年4月	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	推动跨境电商健康持续创新发展。支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓宽销售渠道、培育自主品牌。鼓励各地方结合产业禀赋优势，创新建设跨境电商综合试验区。	国务院办公厅
2023年1月	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	因滞销、退货原因，自出口之日起6个月内原装退运进境的商品（不含食品），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，出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行。	财政部、海关总署、税务总局
2022年11月	《关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意在33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区。我国跨境电商综试区达到165个，实现了我国除港澳台外，内地31个省级行政区全覆盖。	国务院办公厅
2022年11月	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	确保外贸产业链稳定，指导各地建立重点外贸企业服务保障制度；提升港口集疏运和境内运输效率；落实好稳外贸政策措施，进一步加大出口信用保险支持力度。	工信部、发改委、国资委
2022年9月	《支持外贸稳定发展若干政策措施》	支持跨境电航海外仓发展；提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。	商务部
2022年6月	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》	完善跨境电商等外贸新业态跨境人民币业务相关政策，将支付机构跨境业务办理范围由货物贸易、服务贸易拓宽至经常项下。	中国人民银行
2022年5月	《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。针对跨境电商行业特色，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。	国务院办公厅
2022年1月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	规划提出发展外贸新业态，促进跨境贸易多元化发展，鼓励跨境电商平台完善功能，引导企业优化海外仓布局，提高商品跨境流通效率。	国家发改委

资料来源：中商情报网，上海证券研究所

2.4 驱动因素④：海运费下降、优化供应链结构

- ◆ **海运费呈现下降趋势，跨境电商企业利润进入回升通道。** 疫情期间海运费长时间处于高位，跨境电商卖家的利润受到影响。受海运费上涨、原材料涨价及汇率波动等因素影响，乐歌股份、吉宏股份等企业2021年出现营收增长、利润下滑。从22年第二季度开始，海运周期降低、价格由高点逐步回落，行业逐步回暖。企业可以获得更具竞争力的运输价格及大幅降低单批次采购备货，提升库存周转效率，产品的价格竞争力得以提升，整体运营成本和运营风险都大幅降低，跨境电商企业利润进入回升通道。
- ◆ **优化供应链结构，助力跨境电商发展。** 跨境电商物流运营模式运用先进的信息技术，通过互联网、物联网、人工智能等手段，对物流过程中的各个环节进行实时监控和管理。高效的物流运营网络，通过网络化的方式，实现跨境电商物流运营各个环节的信息共享、协同运作。另外，国内物流企业具体环节上通过自动化投入提升效率，例如京东的澳大利亚悉尼仓拥有近百台AGV机器人，把传统拣货效率提升了300%。

图20 海运费2022年第二季度后逐步回落 (CCFI: 综合指数)

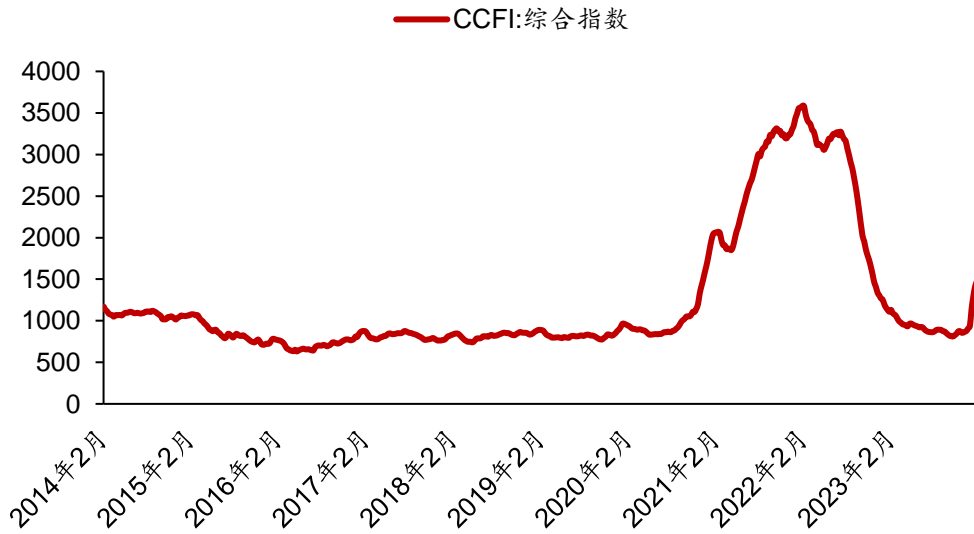


图21 京东美国洛杉矶自营自动化仓、机器人完成货架搬运工作



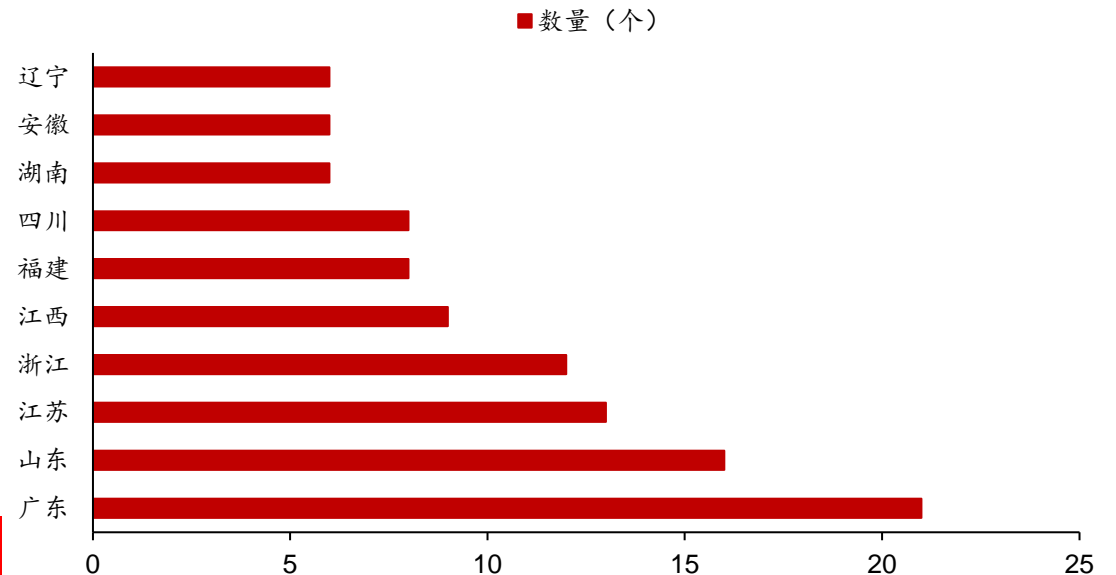
3.1 跨境电商行业具有明显区域性特征，受经济发展、产业带、技术设施决定

- ◆ 跨境电商产业具有明显的区域性特征，其发展与区域经济发展水平、产业带及基础设施等因素密不可分。中国跨境电商产业集群主要分布在靠近产业带及出口活跃度较高的地区，例如广东、福建、江苏、浙江等地区。①从供应链角度，靠近产业带能够快速响应市场需求，实现“前店后厂”模式；②产业带地区所对应的优势产业已形成较为完备的产业链，能够满足跨境卖家“产研销一体化”的需求。③出口活跃度较高的地区，其贸易政策与基础设施等相对完善，能够吸引跨境卖家集聚。
- ◆ 我国跨境电商企业集中于沿海地区，超40%分布在广东省。从代表性企业分布情况来看，广东省代表性企业较多。广东跨境电商企业包括如三态股份、跨境翼、环球易购等。除了广东省之外，浙江省、江苏省和北京市也有较多跨境电商代表性企业分布。近5年来，我国跨境电商相关企业新注册量整体呈上升趋势。2021年新增4789家，同比增长49.61%；2022年新增4061家。我们认为，随着跨境电商热度的不断增长以及行业利好政策的持续出台，跨境电商行业中企业数量未来将有进一步扩大的态势。

图22 跨境电商地域分布企业



图23 2022年中国跨境电商综合试验区设立的数量



资料来源：网经社，上海证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

3.2 中国跨境电商卖家类型

- ◆ **中国卖家在海外销售占比高。**据Marketplace Pulse，美国亚马逊上的第三方卖家中中国卖家占比持续提升，2022年占比高达59%，预计到2026年将达65%。**中国卖家在主要第三方跨境电商上创造的商品总价值（GMV）高企。**据eCommerceDB报告显示，2022年仅中国卖家在亚马逊平台上的GMV达2010亿美元，占亚马逊总GMV的26%，到2023年将达到2380亿美元，占比28%。
- ◆ **1) DTB (Direct To Buyer) 模式：**亚马逊22年提出了DTB (Direct To Buyer) 模式。DTB模式可以减少进口商、分销商等中间角色，在帮助国内供给方通过数字化渠道更直接地触达海外终端企业和机构的同时，也提升需求方在各阶段各品类上的采购效率、降低采购成本。亚马逊围绕供应链服务、选品洞察、品牌化打造以及本地化服务四个业务方向，不断提升全链路服务能力。
- ◆ **2) 其他平台间刮起“全托管”风为主。**全托管最早由Temu提出，主要解决的是产业带工厂出海的痛点，实现了工厂直连海外消费者的需求，Amazon、AliExpress、SHEIN、Shopee、Lazada、TikTokShop等平台均上线了此模式。例如SHEIN自营商家模式下，商家仅负责供货，以供应商提供货品，SHEIN进行订单采购形式开展合作，TEMU基于拼多多的供应链积淀，创新全托管、柔性供应等模式。但由于全托管模式下的竞争十分激烈，我们认为此模式并不适合普通的贸易型卖家，而适合工厂型卖家。

图24 中国卖家在亚马逊上的GMV占比

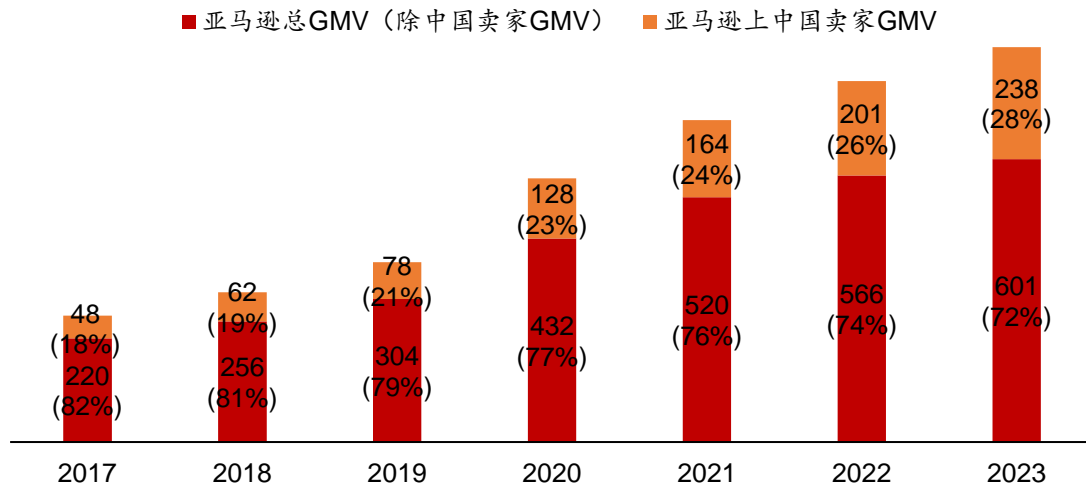
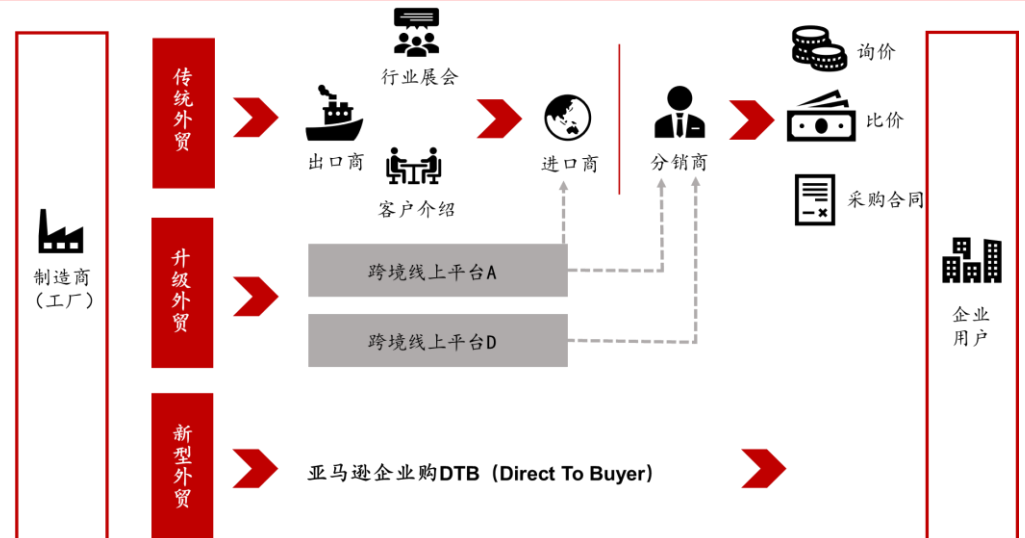


图25 亚马逊企业购DTB模式



3.3 B2C平台：跨境电商四小龙之TEMU&SHEIN

- ◆ **TEMU 以极致性价比吸引消费者，全托管模式打造优势商业模式。**TEMU 延续拼多多国内主站定位，主打性价比。2023年拼多多营收为2476亿元，同比增长90%，据汇丰银行估算，Temu对拼多多集团总营收的贡献度为23%，2024年有望升至43%。继 Temu 推出全托管之后，SHEIN、TikTok、Lazada、Shopee、速卖通等跨境电商平台都上线了全托管模式。据亿邦动力预计，未来全托管模式将逐步提高门槛和要求、有望衍生出平台自有品牌以及出现更多的“代运营”服务商。
- ◆ **TEMU和SHEIN在美国市场增速更快。**数据显示，TEMU和SHEIN的美国用户数量在全球总用户数量中所占的比例分别为41%和18%，均超过亚马逊的15%。除了借助大平台发展的出海电商，SHEIN这类聚焦女性服装市场的自有品牌也在迅速发展。SHEIN成立于2008年，截至目前，SHEIN服务的市场覆盖美洲、欧洲、澳洲等多个国家和地区，“小单快返”是核心竞争优势。23Q1-Q3期间SHEIN收入达240亿美元，增长超40%。据The information相关消息，预计2023年底收入将达320-330亿美元，有望实现全年销售额40%的增长目标。

表4 出海四小龙对比

跨境电商	平台情况	成立时间	主要品类	市场规模
Shein	快时尚跨境电商平台	2008	时尚服装、家居生活等全品类	北美、欧洲和中东等150个国家和地区
AliExpress	阿里巴巴旗下跨境电商平台	2010	全品类	超过200个国家和地区
Temu	拼多多旗下跨境电商平台	2022	服装鞋帽、家居用品，3C等	主攻欧美、日韩，已进入近50个国家和地区
TikTok Shop	字节跳动旗下跨境电商平台	2022	服装、美妆、3C等	东南亚、美国和英国等地区

资料来源：证券时报，上海证券研究所



3.3 B2C平台：跨境电商四小龙之TikTok Shop&速卖通

- ◆ **TikTok有助于为TikTok Shop引流。**美国用户平均每天在TikTok上花费约2个小时，而在亚马逊平台上花费时间仅为9.7分钟左右。相关调查显示，每日和每周使用TikTok的用户中，大约有三分之一已使用过TikTok Shop。“短视频+电商”闭环购物链路实现了品牌、商品从口碑传播到激发购买。截至2023年6月，TikTok全球下载量超过35亿次，全球用户超过16亿人，其中月活跃用户达到11亿人。
- ◆ **阿里速卖通在欧洲和韩国市场的表现亮眼。**速卖通是首批出海的代表性电商平台，目前已覆盖全球220个国家和地区，支持全球51个国家的当地支付方式。根据欧洲跨境电商研究机构Cross-Border Commerce Europe对消费者评价发布的第四版“欧洲跨境电商平台100强”报告，速卖通在欧洲跨境电商平台中排名第一，而亚马逊位列第三。点点数据的监测显示，2023年，AliExpress来自韩国地区下载量接近全球海外地区总下载量的6%，排名第四。韩国人口总数虽不多，但下载量排第四，说明速卖通AliExpress在韩国投入力度和市场热度较高。

表5 全球及美国青少年TikTok使用率保持前列

全球						
排名	2022年		2021年		2020年	
	平台	使用率	平台	使用率	平台	使用率
1	Tik Tok	44%	Tik Tok	41%	Tik Tok	41%
2	Facebook	38%	Facebook	37%	Facebook	39%
3	Snapchat	36%	Snapchat	33%	Instagram	33%
4	Pinterest	36%	Instagram	32%	Pinterest	29%
5	Instagram	34%	Pinterest	28%	Snapchat	28%
6	Twitter	30%	Reddit	23%	Twitter	23%
美国						
排名	2022年		2021年		2020年	
	平台	使用率	平台	使用率	平台	使用率
1	Tik Tok	42%	Tik Tok	40%	Facebook	41%
2	Facebook	40%	Facebook	39%	Tik Tok	38%
3	Pinterest	40%	Snapchat	35%	Pinterest	33%
4	Snapchat	36%	Pinterest	30%	Instagram	29%
5	Reddit	35%	Instagram	30%	Reddit	29%
6	Twitter	33%	Reddit	30%	Snapchat	27%

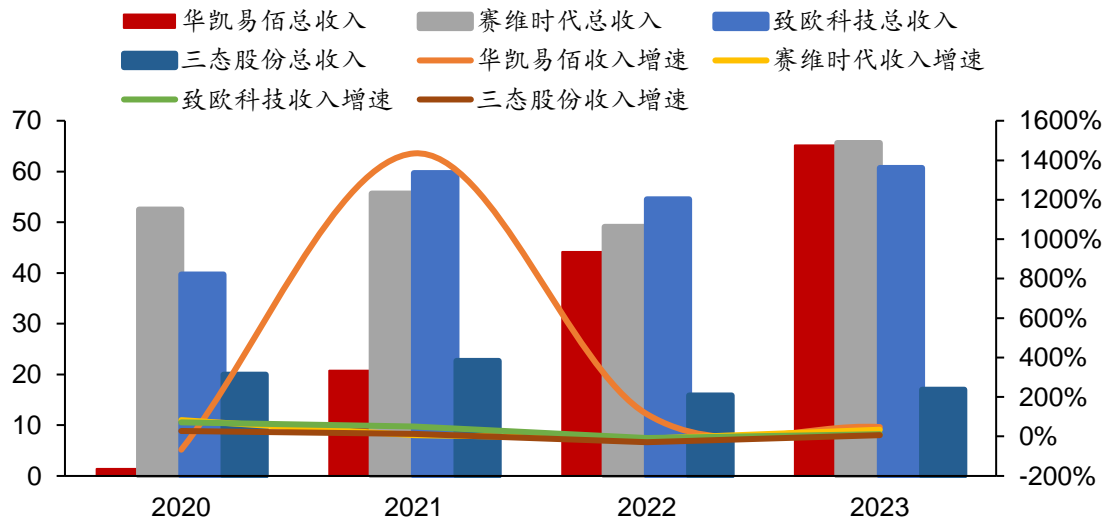
资料来源：雨果网，上海证券研究所



3.4 B2C卖家：选品优势+供应链提升赋能驱动增长

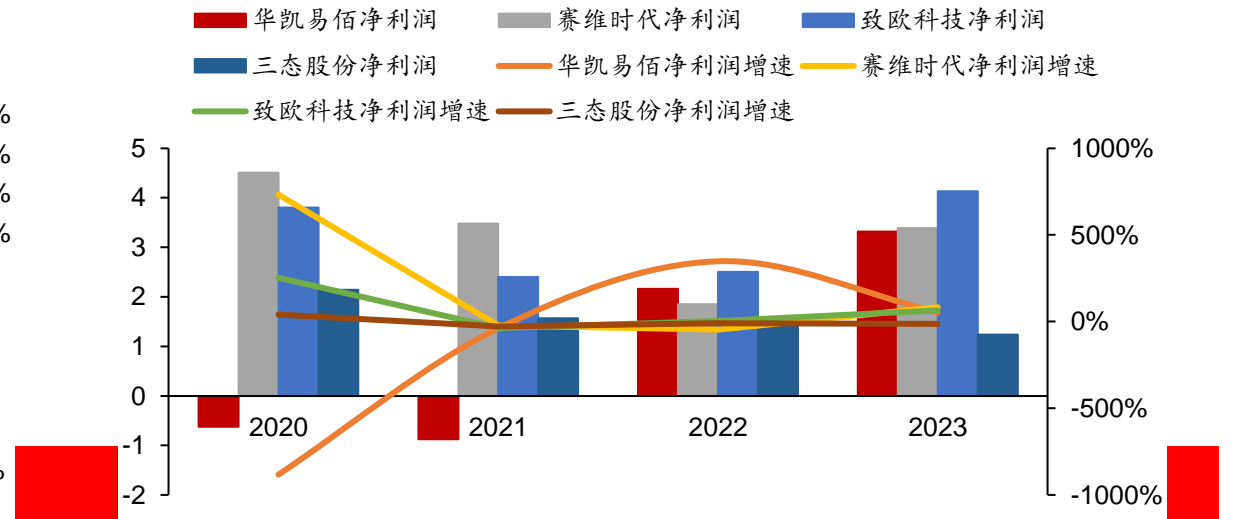
◆ **亚马逊平台链：华凯易佰：跨境电商泛品龙头，收并购提升跨境电商业务竞争力。** 公司为跨境电商行业泛品类头部企业，依托中国优质供应链资源，开展跨境出口电商业务，主要通过亚马逊、ebay、速卖通等第三方平台，将高性价比中国制造商品销售给境外终端消费者。23年业绩增长稳健，收入、归母净利润分别实现47.56%、53.08%的同比增长。公司拟现金收购通拓科技100%股权及主营业务相关的全部经营性资产，跨境电商业务持续拓展。**赛维时代：全链路服装产业跨境电商，技术赋能供应链驱动高增。** 公司逐步构建集产品开发设计、供应链整合、品牌孵化及运营等于一体的全链条品牌运营模式。在供应端，公司依托优质的供应商生态、全球仓储物流网络布局，通过自研的服装柔性供应链系统赋能生产，优化供应链效率。**致欧科技：家居品类跨境电商龙头，首次股权激励彰显长期信心。** 公司产品主要通过亚马逊等线上平台销往欧洲、美国、日本等地区，通过供应链能力+品牌优势构筑核心壁垒，自建物流体系，在海外拥有近30万平自营仓，有效优化尾程派送时效和费用，提升海外竞争力。上市后首次发布股权激励计划，我们认为有利绑定核心高管，加快企业成长速度。**三态股份：跨境零售与物流业务相互协同，信息化、智能化、创新赋能业务发展。** 作为出口跨境电商零售与第三方出口跨境电商物流的综合性企业，跨境电商零售业务与物流业务协同发展，信息化、数字化、智能化赋能业务发展。23年收入同比恢复性增长，我们预计公司未来业务将稳定开展。

图26 亚马逊平台链B2C卖家收入及增速（亿元）



资料来源：ifind，上海证券研究所

图27 亚马逊平台链B2C卖家归母净利润及增速（亿元）

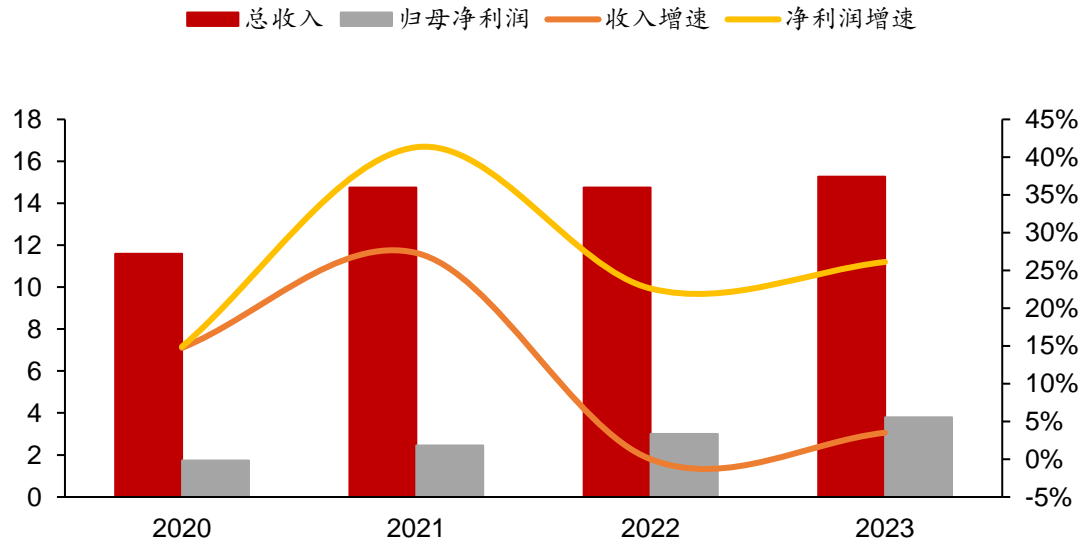


资料来源：ifind，上海证券研究所

3.4 B2C卖家：AI赋能跨境电商业务发展

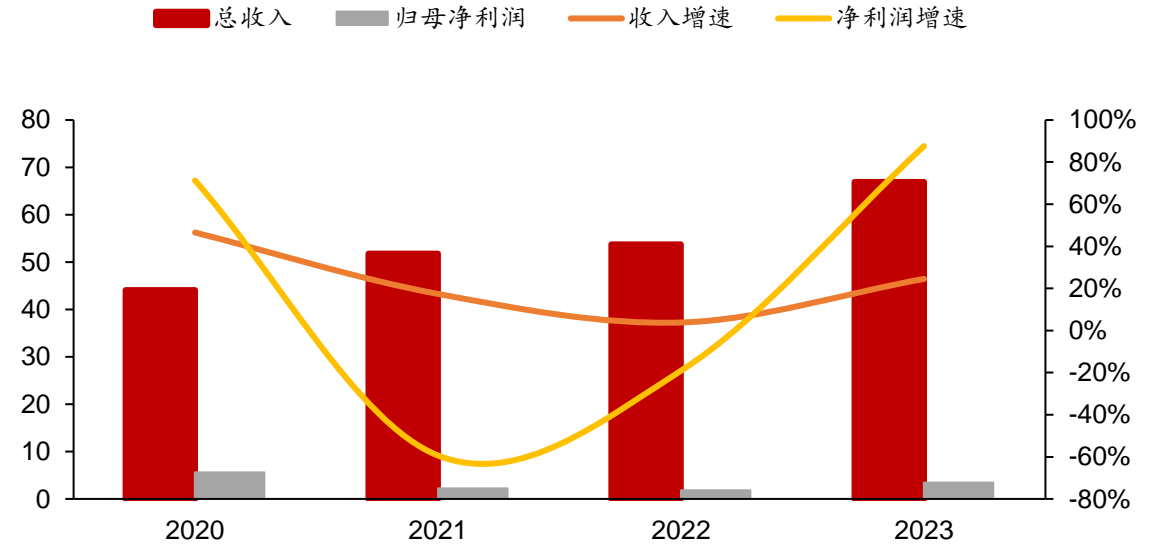
- ◆ **AI赋能跨境业务：1) 焦点科技：全链路外贸服务综合平台，推出AI外贸助手麦可，双线出海开拓多元渠道。** 公司AI产品迭代进展积极，AI麦可3.0升级为自动化数智员工，实现大量重复性平台运营工作的自动化。近期AI麦可持续迭代，在业内首次推出视频生成功能，能够解决外贸企业缺乏专业视频制作人员、制作视频费时费力的问题，为企业节约了大量运营成本，我们认为其未来有望打开公司成长空间。
- ◆ **2) 吉宏股份：深化跨境社交电商业务，AI赋能发展。** 公司为东南亚社交跨境电商龙头，由包装业务起家，后借助AI、ChatGPT等创新前沿技术融合跨境社交电商应用场景，持续优化跨境社交电商业务，叠加公司包装业务行业积累深厚，我们认为未来公司有望保持稳定增长。另外，公司拟发行H股并申请港交所主板上市，募集资金拟用于跨境社交电商业务海外市场拓展、加大研发投入、品牌建设、补充运营资金等用途。

图28 焦点科技业绩及增速（亿元）



资料来源：ifind, 上海证券研究所

图29 吉宏股份业绩及增速（亿元）



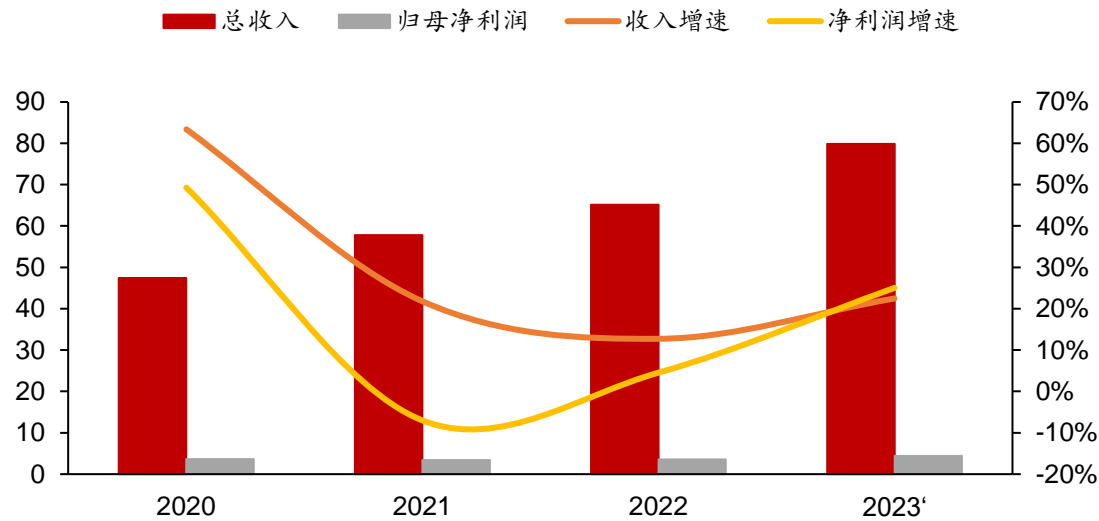
资料来源：ifind, 上海证券研究所



3.5 工贸一体：跨境电商为翼，出口企业充分发挥供应链优势

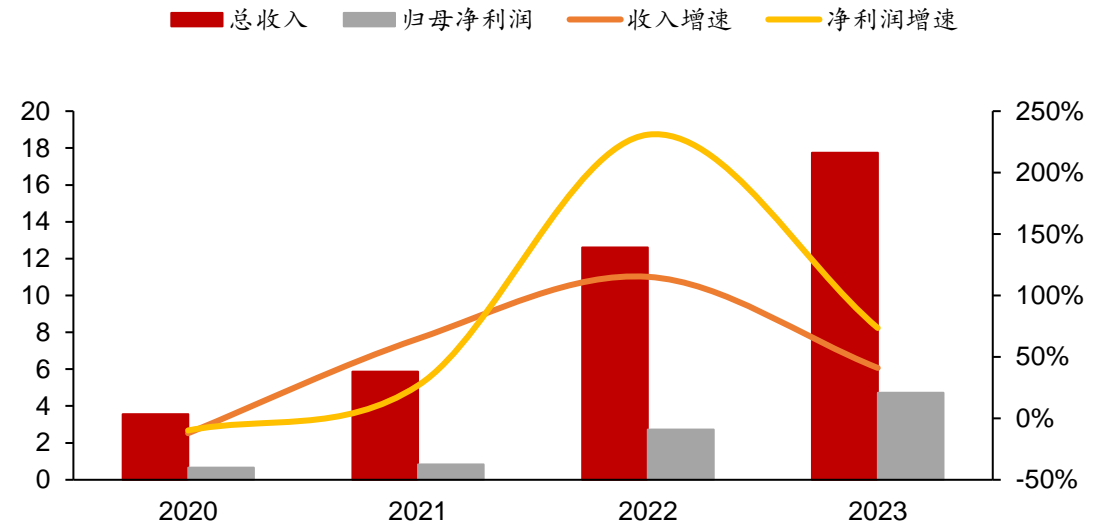
- ◆ **恒林股份：把握跨境电商趋势，OEM+OBM双发力，产品品牌不断升级。**恒林股份是国内领先的健康坐具开发商和目前国内最大的办公椅制造商及出口商之一，上市后借助资本市场平台，公司开始了全球化布局与多元业务拓展，目前跨境电商已形成以Amazon、TikTok等第三方平台为主的渠道体系。公司前瞻性海外产能布局叠加家居换新周期机会，我们认为随着下游库存优化，客户下单节奏恢复，预计有望推动2024年业绩再上新台阶。
- ◆ **嘉益股份：乘TikTok流行风潮，保温杯龙头供应链优势凸显。**受益于TikTok视频，Stanley保温杯热度高涨，成为了北美地区几乎人手必备的一件时髦单品。发达国家在运动和户外等领域的产业更为成熟，保温杯等产品的消费需求增长，嘉益股份作为国内保温杯生产龙头，2023年公司出口业务收入占比95%，代工Stanley等较高市场认可度较高的品牌，专注于开拓国际市场。公司募资扩产建设，我们认为公司有望充分受益于户外运动高景气，以及不断增多的出口利好因素，随着产能释放，业绩有望持续提升。

图30 恒林股份业绩及增速（亿元）



资料来源：ifind, 上海证券研究所

图31 嘉益股份业绩及增速（亿元）



资料来源：ifind, 上海证券研究所



3.6 海外仓：全球海外仓数量持续增长，国内企业前瞻布局海外仓

- ◆ **全球零售电商发展迅速，全球海外仓数量持续增长，发展潜力及优势吸引跨境企业陆续建仓。**海外仓的模式分类有三种，分别是自营海外仓、第三方海外仓以及亚马逊FBA仓库。海外仓作为一种新兴的物流管理方式，具备缩短物流时间、降低运费成本、提高售后服务、降低退货率和优化库存管理等多重优势。由于亚马逊FBA多次上调FBA费用，跨境企业纷纷加码海外仓布局。据《2023海外仓蓝皮书》调研数据显示，1-3亿规模的卖家使用第三方海外仓的比例达78.57%，我们预计未来海外仓数量将持续增多。
- ◆ **乐歌股份：智能家居+海外仓双轮驱动，23年净利润同比高增189.72%。**公司积极布局海外仓，2020年，公司布局海外公共仓服务业务。公司海外仓主要为外部第三方客户提供服务，少部分根据公司自有产品实时需求自用。随着跨境电商、海外仓产业发展潜力释放。23年实现营收39.02亿元，同比增长21.61%；归母净利润6.34亿元，同比增长189.72%。人体工学系列产品为主要收入来源，占比收入66.94%；公共海外仓业务快速发展，实现收入9.51亿元，占比提升至24.38%。24Q1公司加快扩仓进度，在全球拥有13个自营海外仓，总面积36.24万平方米。公司建立全球海外仓，仓储信息化、自动化程度不断提升，另外毛利率大幅改善、实现大仓运营的规模效应，助力盈利能力大幅提升。

图32 2020-2022年各国海外仓数量情况（个）

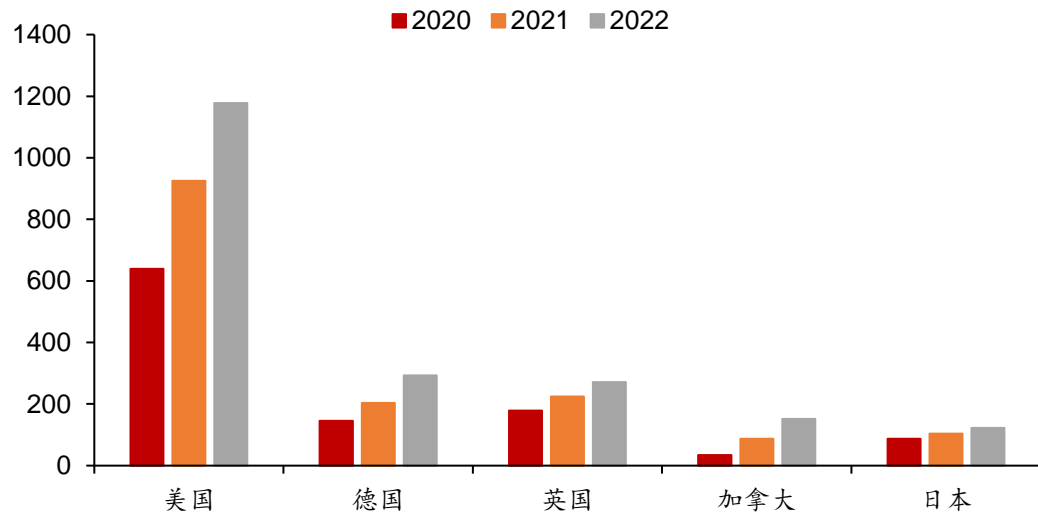
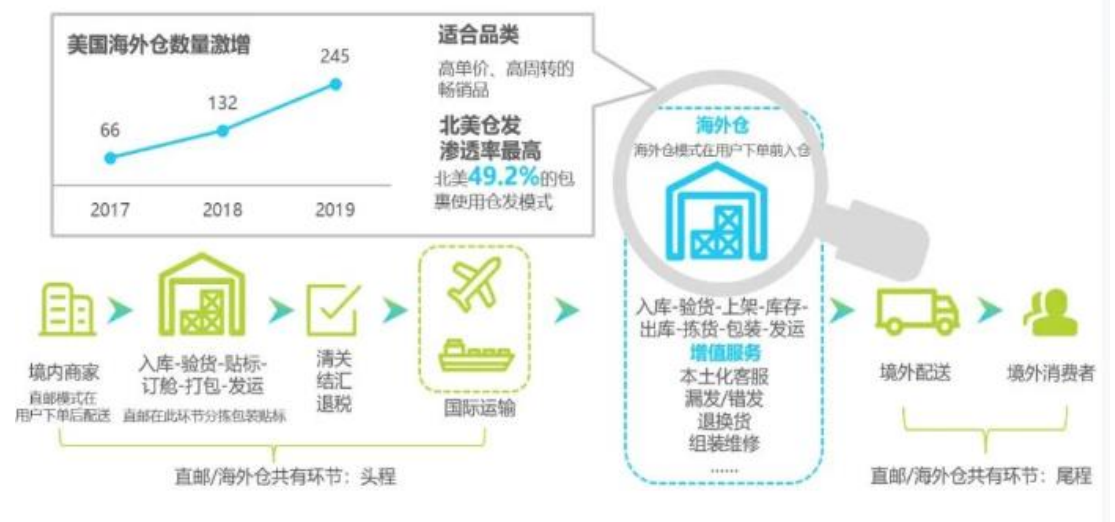


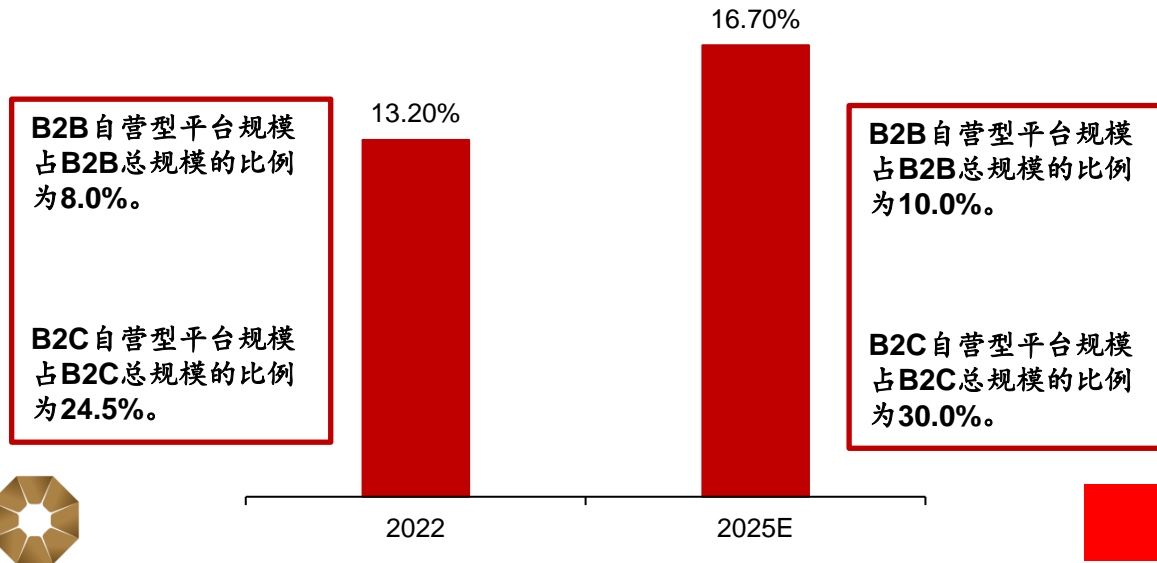
图33 北美海外仓运营模式及发展情况



4.1 发展展望①：品牌价值打造竞争力，品牌化率提升带动产业链升级

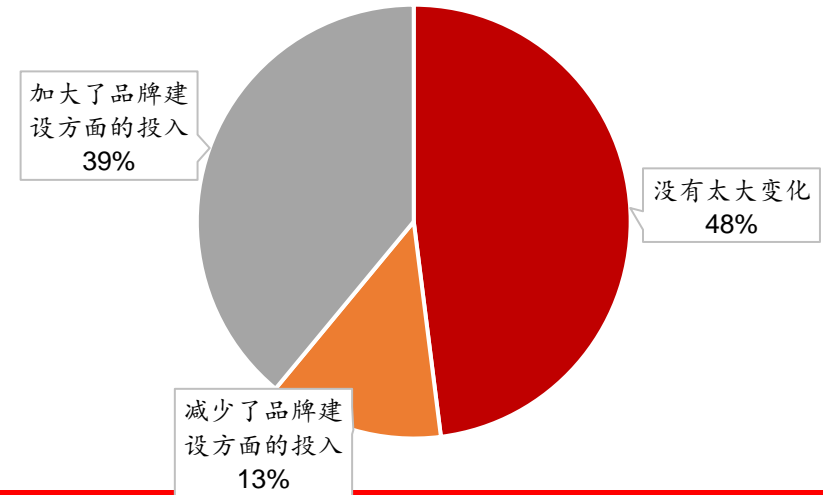
- ◆ **B2B与B2C平台精细化、品牌化发展成为大势所趋。**我们认为品牌价值的树立，对于跨境商家长期提升竞争壁垒和利润空间至关重要，主要包含两点，一则是平台卖家品牌形象的不断建立，二则是建立自有品牌独立站（例如 SHEIN）。
- ◆ **1) 平台助力卖家品牌建设，推动跨境品牌形象建立。**近年 Amazon 推出多项举措以扶持卖家品牌，以帮助跨境电商企业实现“品牌化”转型，Amazon 向卖家品牌所有者推出品牌备案计划，跨境品牌电商卖家通过该计划将更大程度的利用平台用户流量优势，提升品牌知名度。与此同时，跨境卖家从早年以白牌、低附加值产品为主逐步向品牌化、高附加值的产品进行探索；若以商标注册为衡量标准，2022年跨境出口B2C电商领域已有近四成卖家实现“商标化”。艾瑞咨询预计2025年中国跨境出口电商B2C和B2B品牌化率将达到20-30%和13-20%。
- ◆ **2) 独立站为外贸发展新模式，逐渐成为跨境电商卖家“标配”。**雨果跨境调查显示，37%的跨境卖家已开始运营独立站，另有35%的跨境卖家计划布局独立站。随着跨境电商从“卖货”向“品牌”业态逐步发展，独立站将成为卖家标配，并形成两类卖家格局。独立站有助于打造企业品牌、跳出政策束缚、实现数据自主化。另外，不用考虑平台的规则和束缚，能打造自己的独立站品牌商城，实现数据自主化，为自主品牌营销提供基础。

图34 2022&2025年中国跨境出口电商自营型平台规模占总规模比例



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图35 2023年跨境卖家对于品牌建设方面的投入占比



资料来源：雨果跨境，上海证券研究所

4.2 发展展望②：库存管理+供应链效率，数字化管理打造效率生态

◆ **跨境电商平台与企业积极推进库存管理优化战略。** 库存一直以来是跨境卖家的长期痛点。在美国财政刺激计划“降温”以及亚马逊封号潮的市场环境下，主动去库存更是成为了一种跨境电商圈的共识。

- 1) 亚马逊平台库存管理计划。“FBA分级和转售”“FBA清算”。前者将退回商品作为“二手”转售，后者允许“批发转售渠道和技术”。
- 2) 线下清仓渠道。负责清货业务的服务商会进行产品甄选，送样综合定价一次性回收。
- 3) 卖家低价大甩卖。被卷入封号潮下的跨境大卖Fairywill近日正在进行超低价清仓大甩卖。

◆ **构建海外仓提升供应链效率，数字化赋能打造良性出海生态。** 跨境电商企业通过构建海外仓、AI赋能业务等形式来提升出海供应链的效率。

- 1) 积极构建海外仓，提升供应链效率。跨境企业通过全球化布局海外仓，让产品直达消费者，减少中间环节，实现销售渠道扁平化，有效提高利润率。
- 2) 加码数字化，提质升级。跨境电商交易全链条中，物流又是极其复杂的一个环节。为应对企业对于跨境物流服务降本增效的需求，各家物流企业纷纷加码数字化，在操作流程、运输、仓储、安全性、供应链稳定性等方面提质升级。例如DHL“软硬”双管齐下加快数字化转型进程。

表6 跨境技术的不断创新和应用

技术的不断创新和应用	
智能化和自动化仓储管理	通过使用先进的机器人、无人车等设备，实现仓储管理的智能化和自动化，提高了物流效率和灵活性。
物流实时跟踪和反馈	通过使用物联网、传感器等技术，对货物的运输状态、温度、湿度等参数进行实时监控和反馈，及时发现并解决物流环节中的问题。
智能清关和合规	运用AI技术对海关规则和当地法律法规进行分析和处理，可以实现智能化的清关和合规操作，避免由于文件错误或过期等问题导致的延误和罚款。
物流数据共享和可视化	通过建立智能化物流系统和应用大数据分析能力，对物流运输、货源信息、清关等各环节的实时数据进行采集、处理和分析，从而实现物流过程的可视化和透明化。
供应链合作和协同	通过数字化技术和在线平台，促进不同企业之间的合作和协同，实现供应链的整合和优化。
预测性分析	运用AI技术对物流数据进行分析 and 预测，可以更准确地预估客户的需求、货源情况、运输路线等信息，并提前做好备货和调度工作，从而提高物流效率和降低成本。



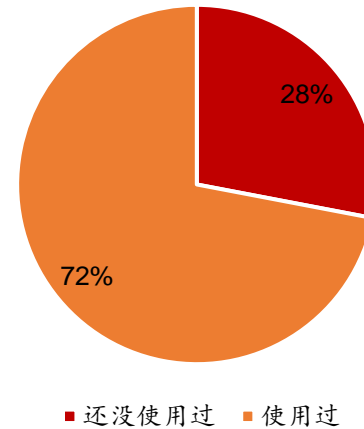
4.3 发展展望③：把握消费需求，AI赋能产品出海

- ◆ **精准找到满足消费者需求的商品，跨境电商进入新市场关键环节。** 跨境电商平台和商家将不断促进产品与服务快速迭代，持续创新，为中国制造出海创造更多红利。
- ◆ **1) 产品本地化创新：品牌商方面，持续推进产品定制化策略满足当地需求。** 海尔和汽车品牌奇瑞根据不同地区的气候和环境特点，因地制宜，改良并且优化产品，使品牌更加适应海外市场，提高了品牌效益。如海尔在气候湿热的泰国市场推出自带杀菌功能的UV空调，以解决当地消费者对空调滋生细菌的担忧及定期清洗带来的成本消耗。另外，品牌商依托消费者反馈机制，反哺产品优化创新。安克通过建立VOC（Voice of Customer）系统，大量收集亚马逊平台上来自各地用户反馈，并通过数据挖掘分析不同地区的消费者需求与意见，进而以此为基准指导其产品的不断完善与创新，使其能够随时贴近并满足目标消费者的需求。
- ◆ **2) AI工具的快速迭代推动跨境电商行业全环节效率提升。** 跨境电商企业可以利用AI技术对获取到的海量数据进行分析，在短时间内快速掌握市场动态、跟进市场趋势，获得更加精准和高效的市场洞察结果。在具体的跨境电商业务环节上，AI洞察能力则可以表现为：评论分析、智能选品、产品定价、产品推荐，进而促进引流效率和订单的转化率。例如，焦点科技推出的AI外贸助手“麦可”，可以根据企业的不同业务场景，提供包括营销获客、创意文案、采洽沟通等功能在内的服务。

表7 AI赋能跨境电商发展

主要能力	公司	项目/产品简介
AI 洞察	SHULEX	一款基于ChatGPT-4技术的亚马逊评论分析和消费者洞察工具
AI 运营	亚马逊	通过针对性的大量数据学习训练，能够识别、概括、翻译、预测和生成文本及其他内容，以帮助卖家创建更全面、精准的商品标题及描述
AI 客服	Shopify	帮助卖家管理其在线商店并分析他们的财务业绩
AI 客服	TikTok	用户可以通过与Tako交谈，询问有关视频的问题或寻求推荐，从而发现新的内容
AI 客服	Lazada	智能回复用户提问、充当私人导购、提供个性化建议和商品推荐等
AI 采购	阿里国际站	从全球中小企业的采购需求出发，对智能图片搜索、智能需求发布、智能沟通、智能物流服务等环节升级

图36 超7成跨境卖家使用过AI工具辅助运营（截至2023年12月）



资料来源：亿邦动力，上海证券研究所

资料来源：雨果跨境，上海证券研究所

4.4 发展展望④：行业集中度持续提升，二八效应显著

- ◆ **行业集中度持续提升，平台龙头强者恒强局面更加显著。**在商家方面，“二八法则”（2023年，亚马逊平台中80% GMV主要由20%的卖家贡献）在亚马逊等成熟跨境电商平台将更加凸显，意味着少部分头部卖家占据大部分市场份额，跨境电商平台出现强者恒强局面。据Marketplace Pulse数据显示，获取年度订单量越多的亚马逊卖家往往数量越少，并且整个市场都呈现幂律分布，这也意味着少部分头部卖家推动了这一市场的大部分销售。在平台方面，跨境电商平台也将投入更多重点资源扶持头部卖家，我们认为未来中小体量跨境企业要跻身头部需要更多的资源和持续迭代的产品服务以及差异化的打法来实现。
- ◆ **未来跨境电商中小企业如何在激烈的市场环境中跻身前列：**1) **商家端**，由于站内流量成本越来越高，企业一方面要通过从产品质量、服务体验、营销活动维度提升用户忠诚度，拉动复购。另一方面，也要开辟新的流量增长渠道，通过Meta、Google、TikTok等社交媒体以及其他渠道获取更低成本的流量。2) **政策端**，国家陆续推出一系列扶持政策，如商务部指出发展“跨境电商+产业带”，鼓励传统外贸企业转型跨境电商，支持头部企业带动上下游供应链协同发展，依托各地的跨境电商产业园孵化更多初创企业。

图37 按年度订单划分的亚马逊卖家数量

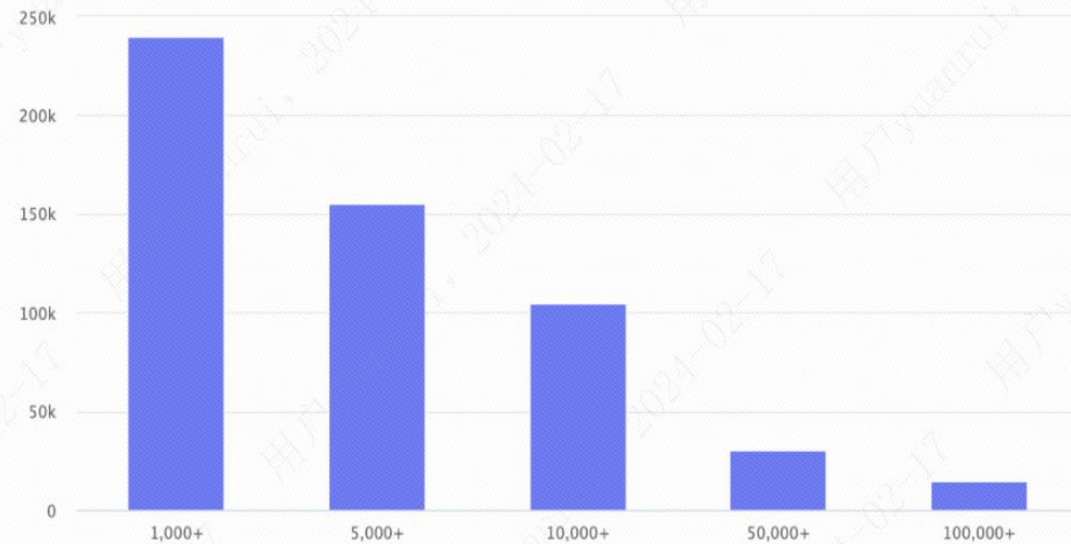
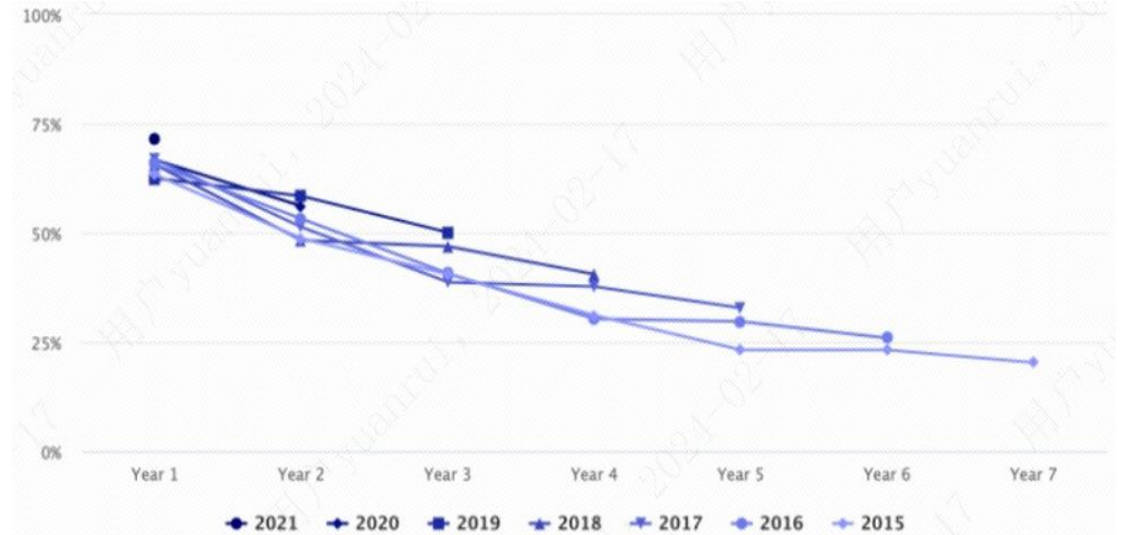


图38 亚马逊20%的卖家已经连续7年占据各自品类的Best Seller榜首位置



- ◆ **投资主线一：具有优异商业模式和创新能力的国内跨境电商四小龙。** 建议关注全托管模式打造优势商业模式的拼多多TEMU（PDD.O）、全球最受欢迎的快时尚服装电商SHEIN（未上市）。
- ◆ **投资主线二：工贸一体出口龙头，享受于跨境电商流量红利。** 建议关注订单修复、产品品牌升级家具跨境龙头恒林股份（603661.SH）、保温杯出口龙头嘉益股份（301004.SZ）。
- ◆ **投资主线三：受益于亚马逊平台品类持续扩张、AI选品优势以及欧美站佣金和物流优化。** 建议关注收并购提升业务竞争力的跨境电商泛品龙头华凯易佰（300592.SZ）、深耕东南亚+AI赋能的吉宏股份（002803.SZ）、首发股权激励的家居品类跨境电商龙头致欧科技（301376.SZ）以及全链路+技术赋能供应链的赛维时代（301381.SZ）。
- ◆ **投资主线四：兼具产品力和品牌优势的跨境品牌商。** 建议关注智能扫地机器人品类+优质团队，出海品牌：石头科技（688169.SH）、安克创新（300866.SZ）。
- ◆ **投资主线五：受益于跨境电商扩张，基础设施类需求提升。** 建议关注美国物流基础设施+海外仓标的乐歌股份（300729.SZ）。



1. **海外经济复苏不及预期风险。**宏观经济影响，若海外经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，跨境电商行业复苏承压。
2. **海外出台跨境电商不利政策风险。**中国跨境电商平台在海外可能面临当地政策限制相关的风险。
3. **获客成本上升风险。**电商平台红利逐步消退，流量成本上升导致费用增加。
4. **运输环节风险。**出口运输环节费用上升或损耗等将导致履约交付风险。
5. **汇率大幅波动的风险。**我国外贸企业需承担人民币与外币兑换汇率大幅波动的风险；当本币大幅升值时，我国出口商品的价格或相对上涨，或导致我国出口商品在国际市场上竞争力受损。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

