

东方甄选（1797.HK）

渠道品牌红利时代，选品及内容优势驱动长期成长

公司研究 · 深度报告

社会服务 · 教育

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：曾光

证券分析师：徐晴

zengguang@guosen.com.cn

xuqing3@guosen.com.cn

S0980511040003

S0980526070004

- **收入预期转弱，消费决策回归商品本质，渠道品牌定义商品能力提升。**2026年1—8月便利店、超市零售额分别增长5.5%、3.8%，品牌专卖店下降10.0%，仓储会员店、即时零售等保持高增，精选及便利性渠道表现更优；消费者更关注品质、健康与原料，信息过载抬升渠道筛选价值；制造业产能利用率下行、柔性供应链发展，则为渠道商参与商品定义和开发创造条件。
- **海外复盘之日本：从高质价比切入，商品分层推动自有品牌向更高品质延伸，避免价格内卷。**711自有品牌Seven Premium于2007年以49款商品起步，立即迎来快速发展，到2010年累计开发约1,100款；Gold系列进一步提高原料和加工标准，产品向高价格低带延伸。说明成熟零售网络能够放大新品触达，差异化产品开发支撑自有品牌高端化发展。
- **海外复盘之美国：金融危机期间，美国零售商自有品牌凭借价格优势持续提升市场份额。**根据IRI出具的样本商超调研，2008—2010年美国零售渠道自有品牌销量份额由21.6%提升至23.1%，销售额份额由17.1%提升至18.3%；近年来自有品牌市占率仍在提升，据PLMA/Circana统计，2025年美国自有品牌销售额达到2,828亿美元，同比增长3.3%，销售额份额达到21.3%。我们认为，自有品牌的长期竞争力正从价格优势逐步延伸至品质认可，从而改变消费决策。
- **海外复盘之龙头企业：精选SKU与自主商品开发形成差异化供给能力。**1) Costco旗下自有品牌Kirkland以15%的SKU贡献约三分之一销售额，核心是公司买手与供应商合作共创的精选商品带来的极高单品效率，推动会员规模不断扩大；2) 山姆作为同时期龙头企业，但自有品牌自2020才开始加速发展，Member's Mark约占商品销售额的31.7%，并贡献近两年约50%的商品销售增量，核心在于2017年起一系列的供给端的升级（提升线上履约能力、建立选品团队、纳入会员反馈机制等）；3) Trader Joe's以特色商品及买手精选形成较高坪效，围绕产地、原料、特色风味等将小众商品规模化，将餐馆出品引入家庭饮食，后续从食品领域拓展至日化，自营占比超过75%，体现的商品发现及商品定义能力。
- **公司近况：自营商品增长与盈利修复同步兑现，品类及渠道持续拓展。**FY2026全渠道GMV约102亿元，自营品GMV约54亿元、同比增长42%、占比52.6%；营业收入57.01亿元、同比增长29.8%，经调整净利润6.29亿元、同比增长262.2%。2026年7—9月上新67/116/172款，新品研发加速，线下体验渠道逐步落地。
- **兼具专业讲解、品牌信任、产品开发能力，在抖音平台具备长期成长潜力：有效成交与优质供给成为平台流量配置重点。**2025年抖音电商GMV估算约4.4万亿元，庞大内容流量仍有向主动购物需求转化的空间；2026年平台强化结算率、专业内容和商品品质扶持。公司兼具专业讲解、品牌信任与自营品开发能力，符合抖音电商的发展战略，有望受益于交易效率及货架复购提升。2026年加速直播矩阵扩张，增加长尾商品曝光，取得良好成效，我们认为随着直播矩阵培育爬坡，公司在抖音平台GMV仍有较大增长空间。
- **GMV测算：直播矩阵扩容、转化改善与多渠道复购支撑长期成长空间。**我们对抖音、APP、线下渠道等分别进行测算，预计FY2029全渠道GMV有望达到310亿元，抖音平台仍有较大增长空间，主要来自直播矩阵扩容带来的持续破圈以及品类增长带动的人均消费金额提升。
- **盈利预测与估值：维持“优于大市”评级，给予公司合理估值区间32.62—34.76港元/股。**我们预计FY2027—FY2029公司营业收入分别为82.96/104.31/122.70亿元（前值76.05/95.85/114.20亿元），归母净利润分别为5.94/9.16/10.93亿元，经调整归母净利润（主要考虑股份支付费用影响）约8.74/10.46/11.53亿元（前值为8.53/9.99/11.69亿元），同比增长39%/20%/10%。按最新收盘价对应PE分别为28/23/21倍。综合FCFF、FCFE及相对估值结果，给予公司合理估值区间32.62—34.76港元/股，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：抖音平台流量与政策变化；新品开发及库存管理、质量安全和品牌声誉风险；会员及新渠道发展低于预期；线下拓展低于预期；重要股东减持等。**

- [01] 消费决策回归理性，渠道品牌定义商品能力提升
- [02] 海外复盘：经济下行期自有品牌加速渗透，产品差异化支撑零售龙头长期成长
- [03] 品牌信任与内容能力优势赋能，品类及渠道扩张推动长期增长
- [04] 盈利预测与投资建议
- [05] 风险提示

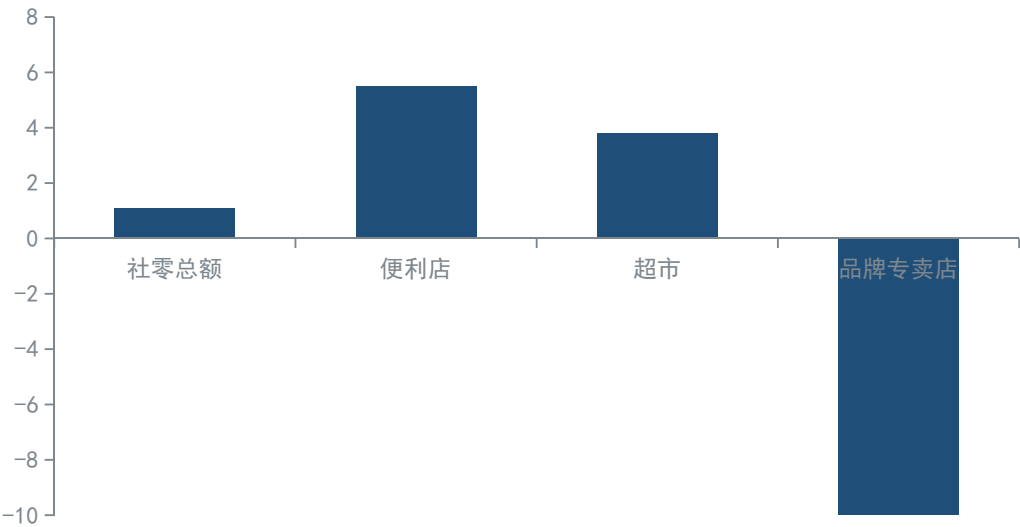
1.1 零售业态增速分化，便利、精选与高效率渠道表现更优

➤ 零售渠道增长明显分化，创新型零售渠道表现更优

2026年1—8月社会消费品零售总额同比增长1.1%，零售渠道表现分化。国家统计局数据显示，便利店、超市零售额分别增长5.5%、3.8%，品牌专卖店下降10.0%；即时零售交易额保持两位数增长，仓储会员店与无人店增速均超过25%。高频补货、即时购买和集中采购等创新零售业态保持较好增长。

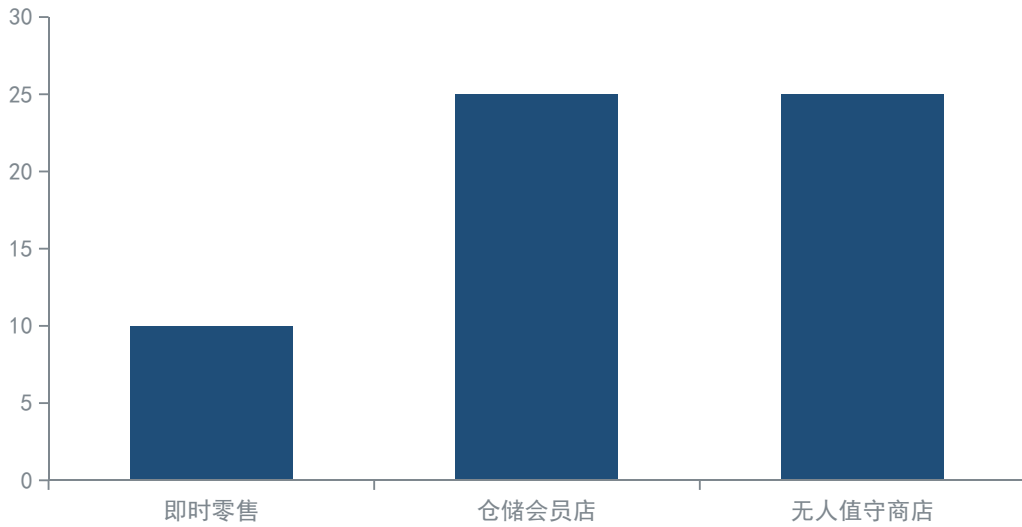
业态分化的实质，是渠道竞争从规模扩张转向经营效率与商品价值。便利店以近场布局满足即时需求，仓储会员店以精选SKU、规模采购与差异化商品提升购买效率，依赖品牌知名度与渠道覆盖的传统专卖店相对承压。零售商的竞争优势正由门店规模，向选品效率、品质控制与自主开发能力延伸，为渠道品牌发展创造有利条件。

图：2026年1-8月主要零售业态零售额同比增速（%）



资料来源：国家统计局、中华全国商业信息中心，国信证券经济研究所整理

图：2026年1-8月新兴零售渠道增速下限（%）



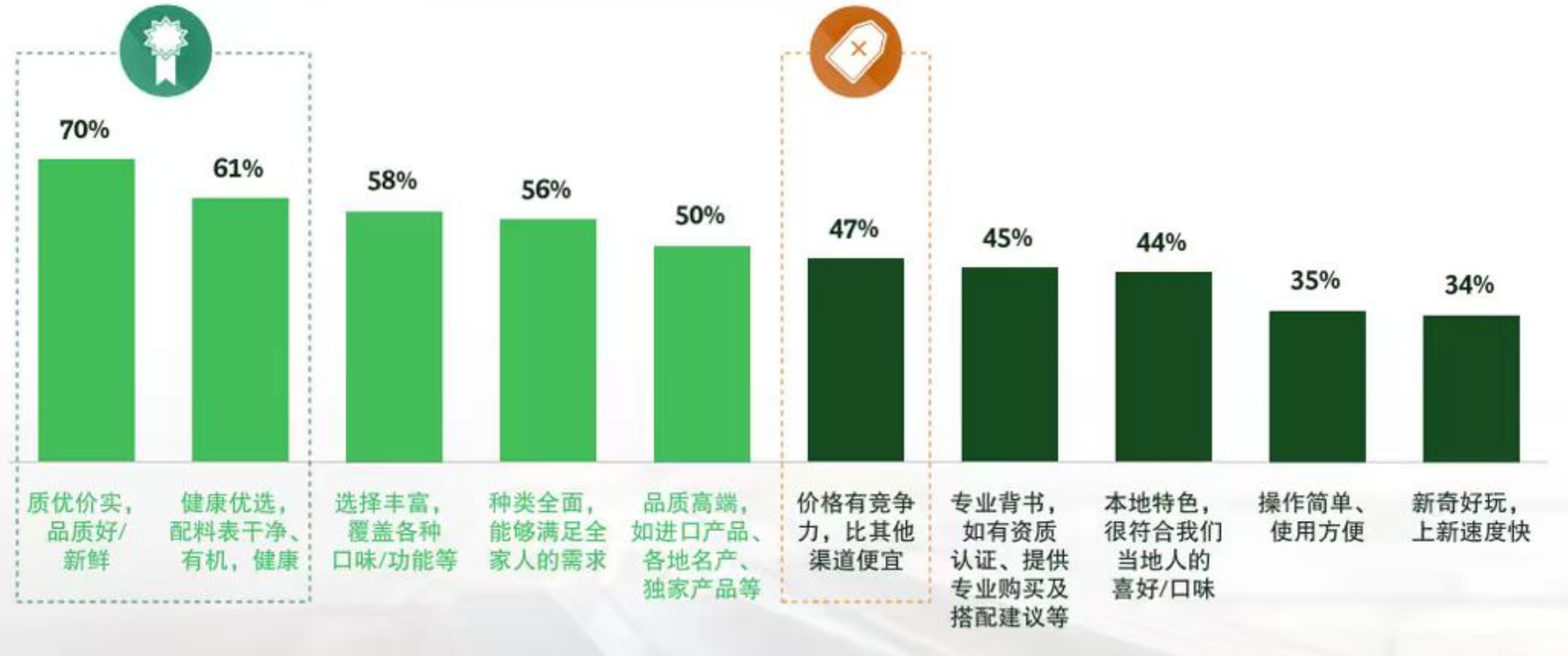
资料来源：中华全国商业信息中心，国信证券经济研究所整理

1.2 消费决策回归商品本质，消费者更加关注原料、产地与品质

➤ 消费者更关注原料、产地及品质，传统品牌溢价需要商品价值支撑

消费者选择自有品牌，并非单纯追求低价。中国连锁经营协会与BCG《拐点已至：2026中国自有品牌发展报告》显示，受访者主要关注品质（70%）、健康（61%）、选择丰富（58%）、种类全面（56%）及品质高端（50%），选择价格竞争力的比例为47%。这一多选结果表明，商品品质、健康属性和品类覆盖已成为自有品牌的重要购买理由。

图：购买自有品牌商品的主要决策因素（受访者选择率，%）



1.3 商品信息过载抬升消费决策难度，渠道品牌筛选价值凸显

➤ 商品越丰富，可信渠道越能降低消费者的信息筛选难度

商品信息复杂化，提高了消费者判断品质的时间成本。BCG 2026年全球消费者调查显示，43%的受访者因信息过载感到负担，过半受访者无法完全信任单一信息来源。对于原料、配方和功效难以直观辨别的商品，渠道商通过选品、质量把关和清晰说明，可以减少消费者反复比较的成本。

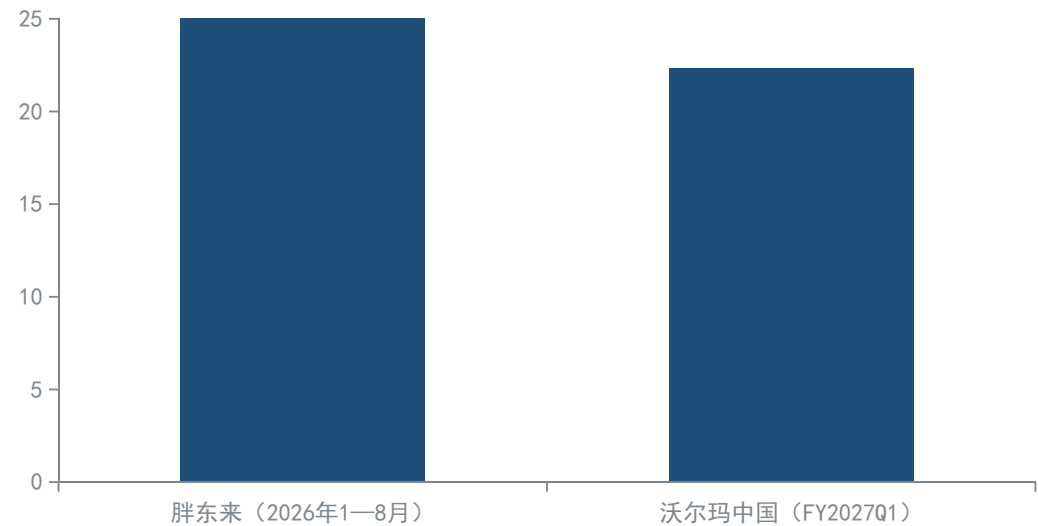
精选零售渠道在消费增速放缓时仍取得较快增长。央广网披露，胖东来2026年1—8月销售额约195亿元、同比增长约27%；沃尔玛FY2027Q1中国业务收入增长22.3%。两家公司业态不同，不能直接比较经营效率，但商品品质、购物体验与履约便利性均是消费者选择渠道的重要因素。

图：BCG：43%的消费者受到信息过载困扰（%）



资料来源：BCG，国信证券经济研究所整理

图：2026年以来国内代表性精选零售增速（%）



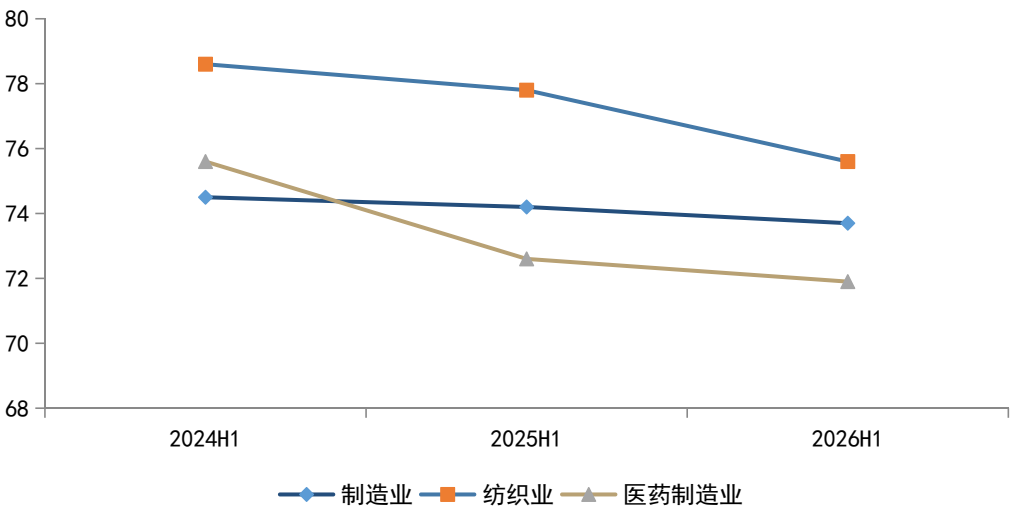
资料来源：央广网、沃尔玛公告，国信证券经济研究所整理

1.4 供给端溢出，柔性供应链支持渠道深入商品开发

国内制造业部分产能利用率下行，为渠道商寻找合作生产资源提供了条件。国家统计局数据显示，制造业2024—2026年上半年产能利用率分别为74.5%/74.2%/73.7%，纺织、医药制造业同期亦有所下降。具备稳定需求和明确商品标准的渠道商，可通过外部供应商参与产品开发，而不必自行建立全部制造产能。

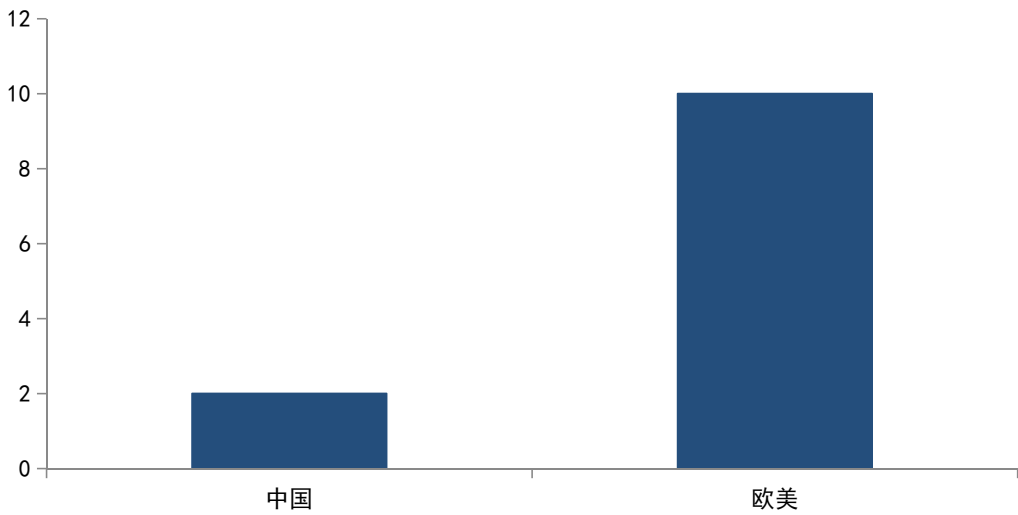
柔性供应链显著缩短从需求到成品的周期，构成渠道品牌的差异化供给优势。BCG与CCFA研究显示，中国零食新品开发周期最快约2个月，欧美同类项目通常约10个月；品牌方可通过小批量试产、直播反馈、配方调整与扩大订单实现快速迭代。东方甄选的内容能力有助于持续收集消费偏好，并将原料、口味、工艺与规格诉求传递给合作工厂。

图：制造业、纺织业与医药制造业上半年产能利用率（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图：新品开发周期对比（个月，案例参考）



资料来源：中国连锁经营协会、BCG，国信证券经济研究所整理

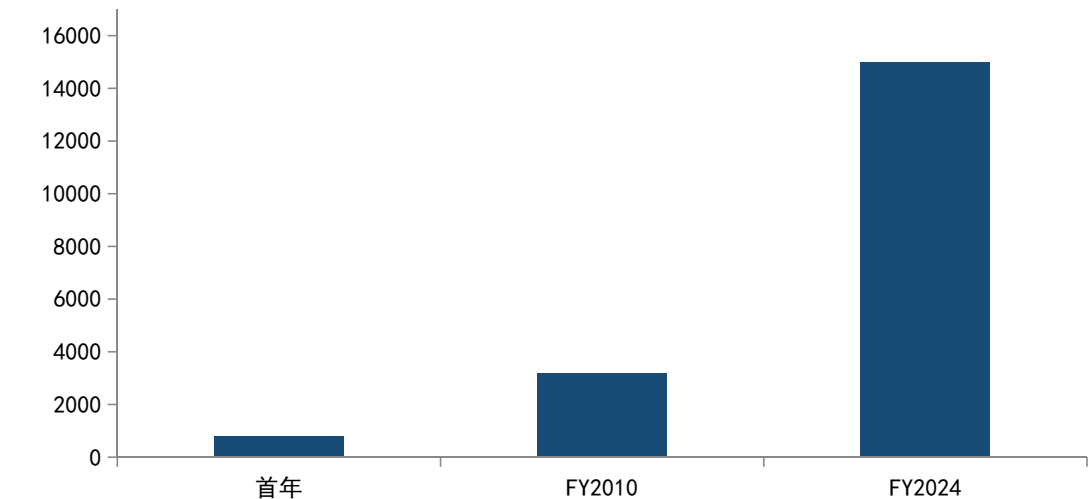
2.1 日本：经济衰退期自有品牌快速扩张，差异化供给避免价格内卷

➤ 主打物美价廉，Seven Premium三年累计开发1,100款商品

Seven Premium是日本零售集团Seven & i于2007年5月推出的自有品牌。此前集团已拥有成熟的超市和便利店网络：截至2007年2月，日本7-Eleven门店达11,735家。首批49款商品先在旗下食品超市销售，2007年8月进入7-Eleven便利店。依托现有零售网络推广统一自有品牌，有利于迅速扩大商品触达范围。

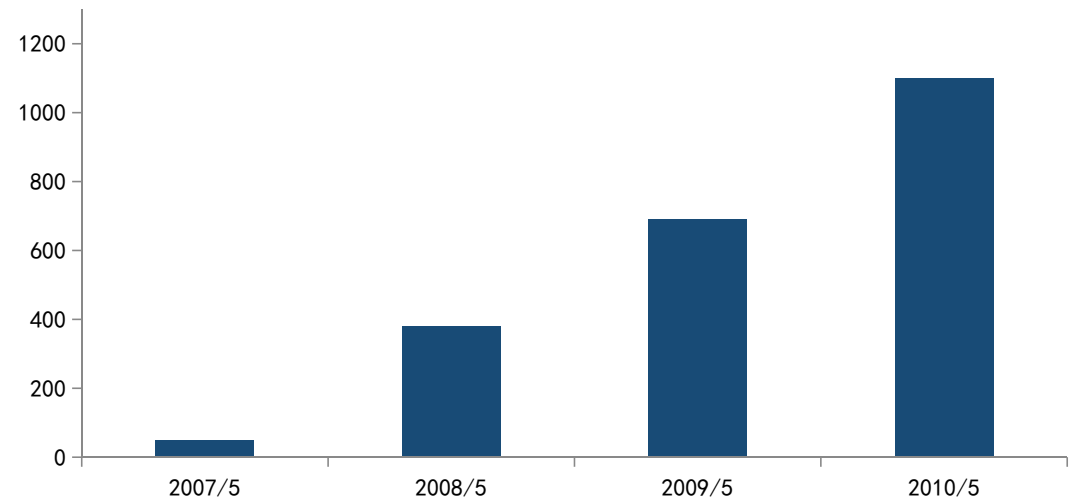
Seven Premium以满足日常消费的高质价比商品切入市场。Seven & i公告披露，Seven Premium标准系列同类商品售价较全国性品牌低20%—30%，同时维持相应品质。随着消费者更加重视日常采购价值，集团扩大销售业态与商品品类，2007—2010年累计开发SKU由49款增至约1,100款，FY2010销售额约3,200亿日元。

图：Seven Premium销售额持续增长（亿日元）



资料来源：Seven & i公告，国信证券经济研究所整理

图：Seven Premium三年累计开发SKU（款）



资料来源：Seven & i公告，国信证券经济研究所整理。注：按每年5月的累计开发SKU统计。

2.1 日本：经济衰退期自有品牌快速扩张，差异化供给避免价格内卷

➤ 消费者信任建立后，Gold系列向更高品质和价格带延伸

自有品牌积累一定消费基础后，Seven & i于2010年推出定位更高的Seven Premium Gold。最初4款产品以汉堡肉饼、咖喱等熟食为主，在原料、配方和加工工艺上提高标准，力求提供更好的口味与品质。与标准Seven Premium强调日常高质价比不同，Gold通过商品本身的差异满足品质升级需求。

Gold随后从熟食扩展至冷冻食品、杯面、吐司、冰淇淋和葡萄酒等类别。截至2020年，系列累计开发约130款商品（含迭代），代表产品“金之汉堡肉饼”累计销量超过1亿份。新品类和长销单品共同说明，零售商在基础商品建立信任后，可以依靠产品开发能力进入更高品质要求的市场。

图：Seven Premium Gold商品品类扩张历程



资料来源：Seven & i公告，国信证券经济研究所整理

表：Seven Premium产品分层：高质价比与高品质升级

品牌层级	商品定位	价格定位
NB 全国性品牌	成熟品牌的基准商品	市场实际售价（基准）
标准 Seven Premium	品质不低于NB，日常高频	较同类品牌有价格优势
Seven Gold	特色原料与更高品质	定位高于标准系列

资料来源：Seven & i公告，国信证券经济研究所整理

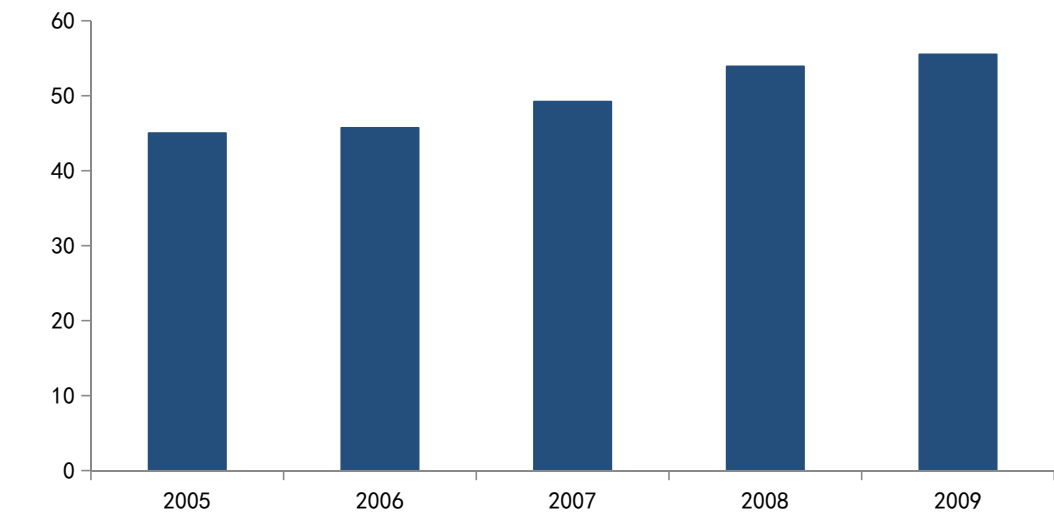
2.2 美国：金融危机期间自有品牌加速渗透，品质认可推动份额持续提升

➤ 金融危机期间自有品牌销售增速领先，销量份额同步提高

金融危机时期，美国自有品牌凭借明确的价格优势吸引家庭购买。美国农业部经济研究局对2008年5月至2009年6月两家大型连锁超市的研究显示，自有品牌食品标价较同类全国性品牌低约21%（不含临时促销）。2005—2009年美国超市自有品牌销售额由450亿美元增至555亿美元，累计增长约23%，高于超市整体约9%的增幅。

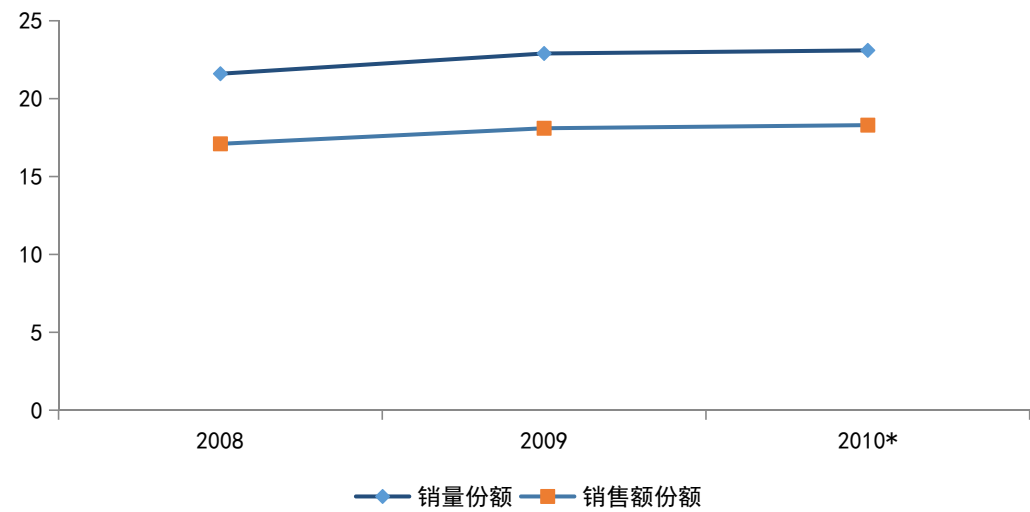
自有品牌的销售增长也伴随购买份额提升。IRI数据显示，2008—2010年美国自有品牌销量份额从21.6%提高至23.1%，销售额份额从17.1%提高至18.3%，分别上升1.5和1.2个百分点。

图：美国超市自有品牌销售额（十亿美元）



资料来源：美国农业部ERS，国信证券经济研究所整理

图：美国自有品牌市场份额（%）



资料来源：IRI、FoodNavigator，国信证券经济研究所整理

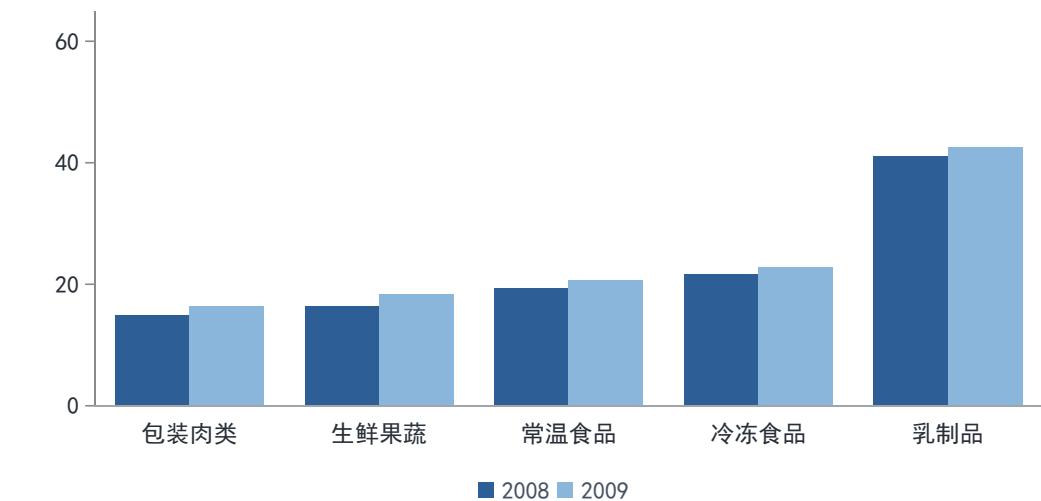
2.2 美国：金融危机期间自有品牌加速渗透，品质认可推动份额持续提升

➤ 乳品等高频食品率先建立品质信任，并向更多品类迁移

2009年美国自有品牌在基础食品类别的销量份额相对较高。Nielsen数据显示，乳制品、冷冻食品、常温食品的自有品牌销量份额分别达42.5%、22.8%、20.7%，均高于2008年。标准较明确、购买频次较高的基础品类，便于消费者通过反复购买比较商品质量与价格。

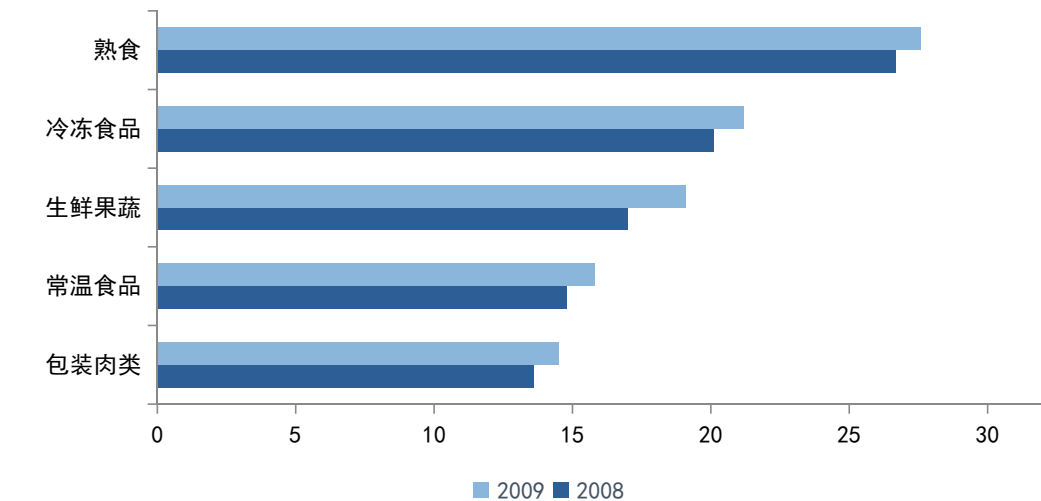
份额提升并非集中在单一品类。2008—2009年，生鲜果蔬和包装肉类的自有品牌销量份额分别提高2.0和1.5个百分点；生鲜果蔬、冷冻食品的销售份额分别提高2.1和1.1个百分点。不同食品类别均出现份额增长，显示自有品牌购买范围逐步扩大。

图：2008—2009年美国分品类自有品牌销量份额（%）



资料来源：Nielsen、PLMA，国信证券经济研究所整理

图：2008—2009年美国分品类自有品牌销售份额（%）



资料来源：Nielsen、PLMA，国信证券经济研究所整理

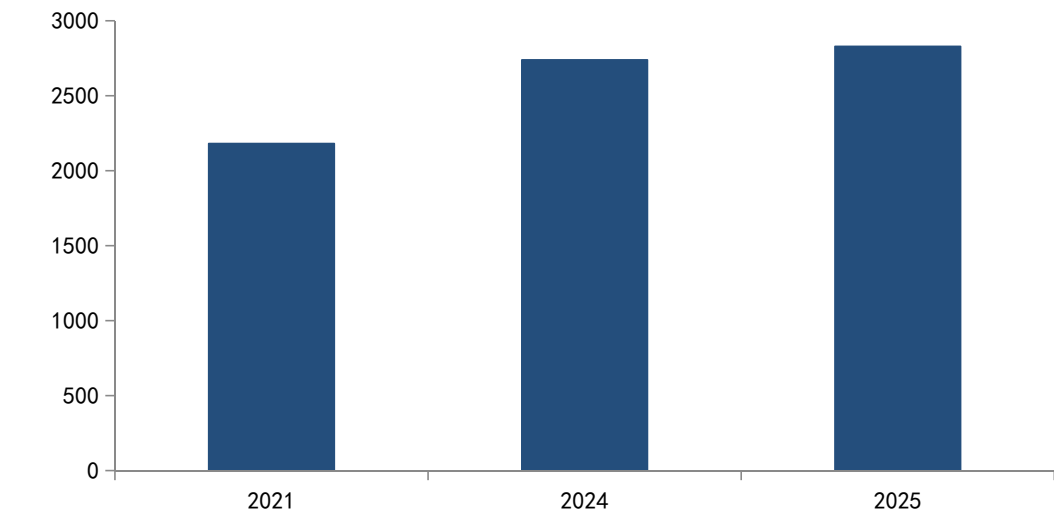
2.2 美国：金融危机期间自有品牌加速渗透，品质认可推动份额持续提升

➤ 金融危机结束后自有品牌销售持续扩张，冷藏食品和非食品贡献增量

金融危机结束后，美国自有品牌销售额和市场份额仍持续增长。PLMA与Circana统计显示，2025年美国自有品牌销售额达2,828亿美元、同比增长3.3%，高于全国性品牌的1.2%；较2021年累计增长约30%，销售额份额从19.1%升至21.3%。自有品牌已成为零售商长期经营的重要商品类型。

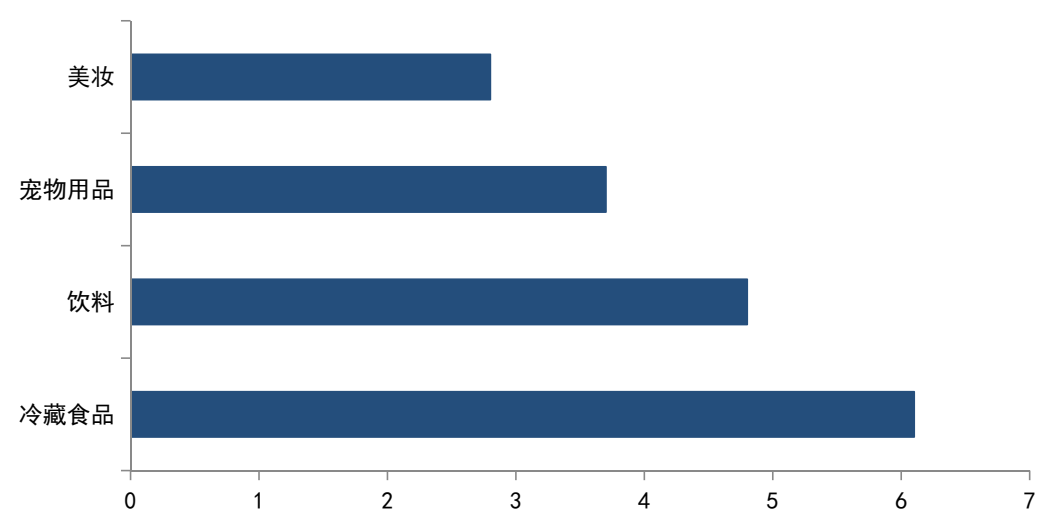
品类增长由传统食品延伸至更多家庭消费领域。2025年美国自有品牌冷藏食品、饮料、宠物用品和美妆销售额分别增长6.1%、4.8%、3.7%和2.8%。食品购买形成品牌认知，其他品类则扩大零售商可经营的消费范围，但不同品类仍需建立各自的产品标准和质量管理能力。

图：美国自有品牌销售额（亿美元）



资料来源：PLMA、Circana，国信证券经济研究所整理

图：2025年美国自有品牌主要品类销售增速（%）



资料来源：PLMA、Circana，国信证券经济研究所整理

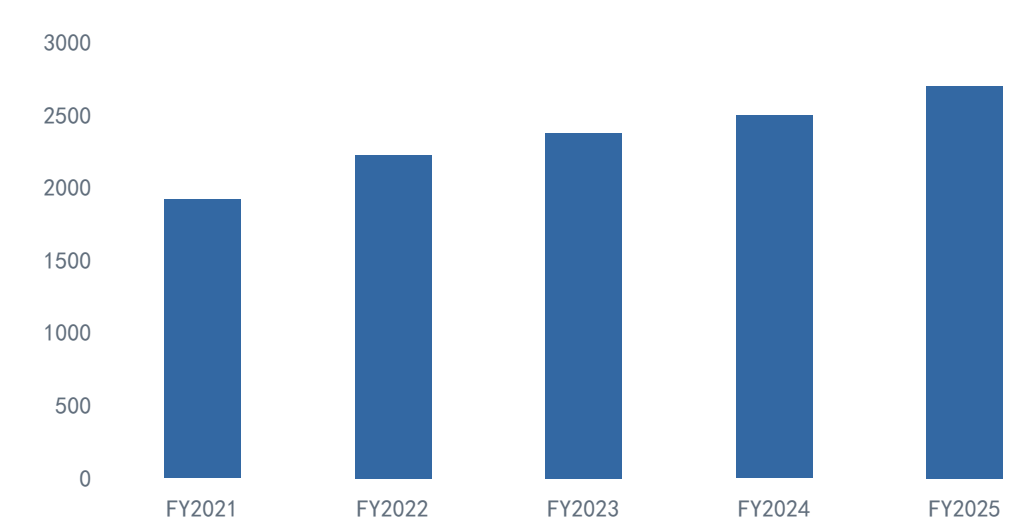
2.3 Costco：买手精选与供应商共创，Kirkland形成高质价比优势

➤ 精选SKU提升单品经营效率，自有品牌Kirkland贡献约三分之一商品销售额

Costco依靠会员制与精选SKU提高单品经营规模。公司FY2026年报披露，仓储卖场常态在售商品不足4,000款，采购及陈列资源因此可以集中于较少单品。FY2025净商品销售额达2,699亿美元，为Kirkland自有品牌规模化经营提供了销售基础。

Kirkland Signature是Costco旗下自有品牌，SKU占比约15%，却贡献约1/3的年销售额。根据《Fortune》2024年5月专访，Kirkland约有550款SKU、占Costco在售商品数量约15%；FY2025品牌销售额约900亿美元，贡献Costco净商品销售额约三分之一。有限的商品数量贡献较高销售额，体现出自有品牌较强的单品销售效率。

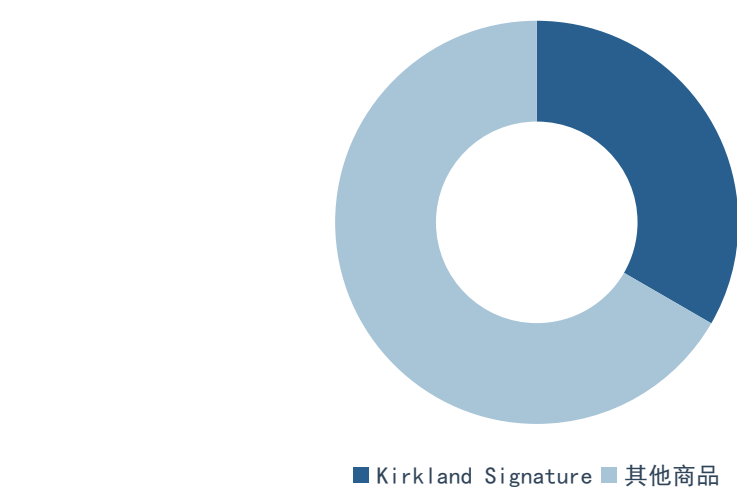
图：Costco全球净商品销售额（亿美元）



资料来源：Costco公告，国信证券经济研究所整理

注：Kirkland约550款SKU及约15%的数量占比来自《Fortune》2024/5/28专访；约900亿美元销售额由Costco FY2025年报披露。

图：FY2025 Costco商品销售结构（亿美元）



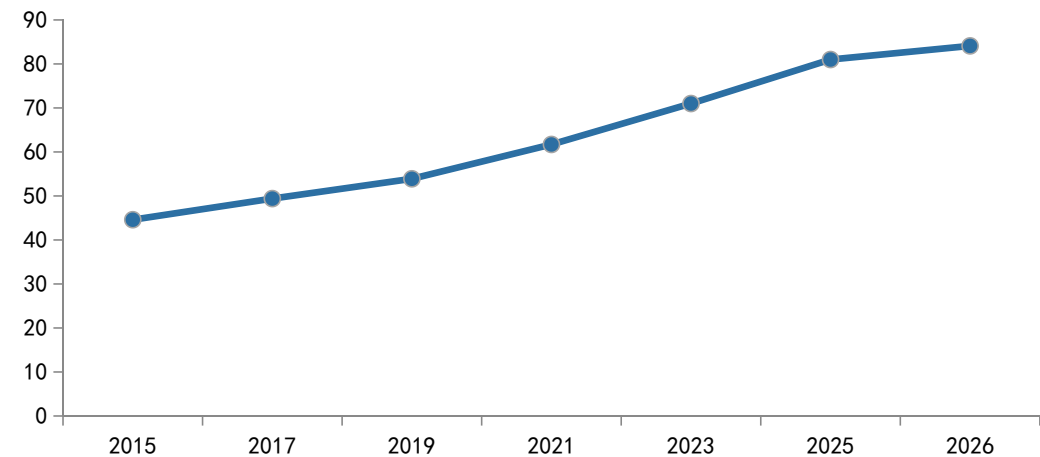
资料来源：Costco公告，国信证券经济研究所整理

2.3 Costco：买手精选与供应商共创，Kirkland形成高质价比优势

➤ 会员规模和人均消费同时增长，形成持续的收入增长基础

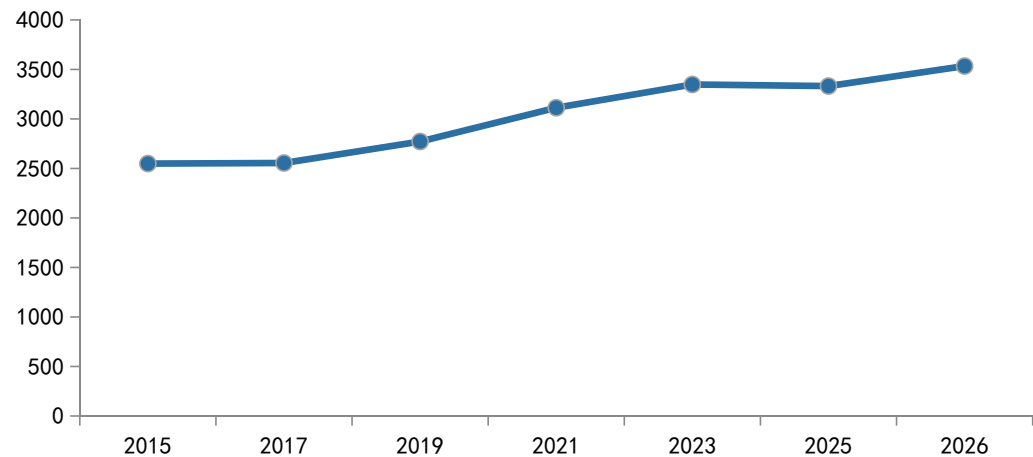
Costco销售增长同时来自会员规模扩大与会员人均消费提升。FY2015—FY2026，公司净商品销售额由1,137亿美元增至2,972亿美元，年复合增长约9.1%；期末付费会员数由4,460万人增至8,410万人，年复合增长约5.9%（高续费率的同时持续吸纳新客）。以各期末付费会员数测算，会员人均年度商品消费额由2,549美元增至3,534美元、年复合增长约3.0%，显示会员数量和人均购买金额均对商品销售增长形成贡献。

图：Costco全球付费会员数量（百万）



资料来源：Costco公告，国信证券经济研究所整理

图：会员人均年度商品消费额（美元/人）



资料来源：Costco公告，国信证券经济研究所测算。注：会员人均商品消费额=净销售额 / 期末付费会员数。

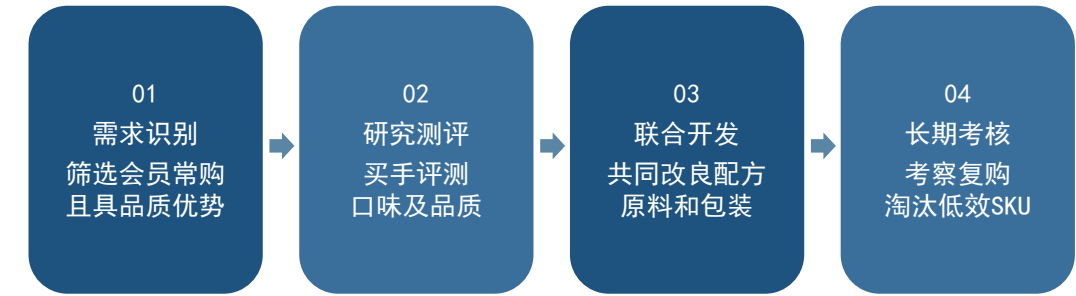
2.3 Costco：买手精选与供应商共创，Kirkland形成高质价比优势

➤ 买手测评、复购筛选和供应商共创，构成Kirkland商品开发机制

Costco商品开发首先围绕会员需要确定选品及价格标准。买手持续评估商品的原料、规格、品质、售价和销售表现，并将有限货架资源集中于更具竞争力的单品。采购规模提高后，零售商有条件与生产商开展更深入的产品研发和成本协商。

Kirkland通过供应商联合开发形成差异化商品。Costco参与确定原料、配方、包装及品质要求，再根据会员反馈和持续购买情况改良商品。其经营优势不在于自行生产全部商品，而在于把选品、商品标准和供应商制造能力有效结合，并在后续销售中不断验证。

图：Costco商品精选与联合开发流程



资料来源：Costco公告、The Produce News，国信证券经济研究所整理

表：Kirkland自有品牌：从选品、产品标准到品类延伸

商品环节	Costco具体经营方式	形成的竞争优势
筛选商品	买手比较品质、价格、规格及会员需求	限定SKU，提高单品周转
测试产品	专业团队研究、测试与评估；关注复购	减少缺乏持续需求的商品
参与研发	参与原料、配方、包装与供应商协作	形成差异化自有商品
供应链优化	追溯产地；本地化采购及垂直整合	兼顾质量与采购成本

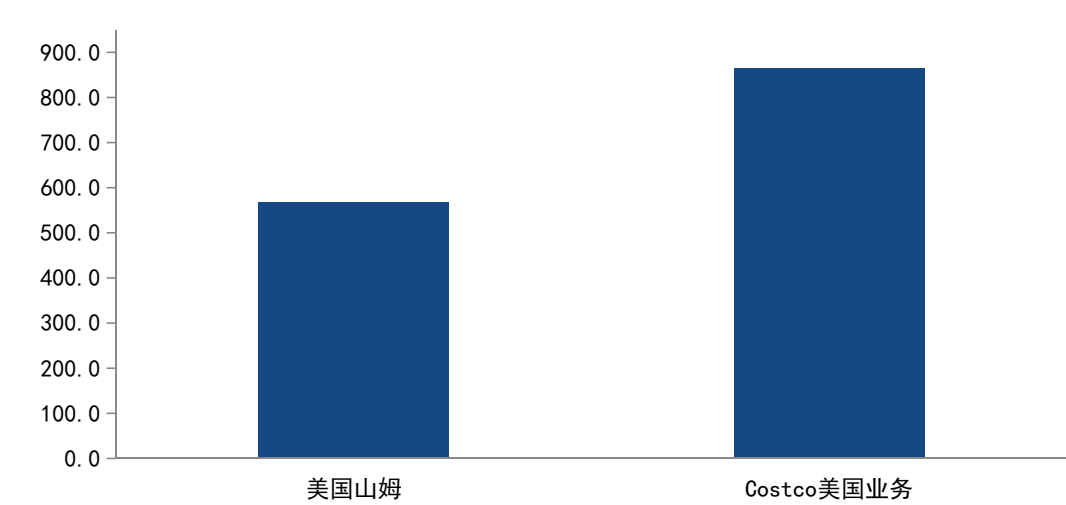
资料来源：Costco公告、The Produce News，国信证券经济研究所整理

2.4 山姆：整合品牌资源与提升服务质量，自有品牌近年来发展提速

山姆是沃尔玛旗下会员制仓储超市，自有品牌Member's Mark贡献近三分之一商品销售额。公司1983年创立，与Costco同年进入美国仓储会员零售市场。截至2026年7月，美国、中国、墨西哥分别拥有602、67、176家门店；FY2026美国山姆净销售额930亿美元、经营利润24.4亿美元，占沃尔玛集团相应指标的13.2%、8.2%。HHC Publishing统计，2025年Member's Mark约904款商品，占SKU的22%、商品销售额的31.7%。

起初自有品牌发展缓慢，2017年改革后逐步实现增长提速。FY2013—FY2016美国山姆净销售额复合增速仅0.2%；FY2016以655家门店实现568亿美元销售额，同期Costco美国业务以501家门店实现约866亿美元收入，单店规模约为山姆两倍。山姆1998年开始推出自有品牌，2017年将旗下约20个自有品牌统一至Member's Mark，并陆续改善商品品质与购物体验；FY2020—FY2026美国山姆净销售额复合增速提高至约7.9%。

图：FY2016美国山姆与Costco经营规模（亿美元）



资料来源：沃尔玛公告、Costco公告，国信证券经济研究所整理

表：山姆经营规模及自有品牌地位

指标	经营情况
美国山姆门店	2026年7月602家；FY2016为655家
FY2026美国业绩	净销售额930亿美元；经营利润24.4亿美元
沃尔玛集团贡献	净销售额占13.2%；经营利润占8.2%
自有品牌SKU占比	2025年约904款，占22%（HHC Publishing）
自有品牌商品销售额占比	2025年约31.7%（HHC Publishing）

资料来源：沃尔玛公告、HHC Publishing，国信证券经济研究所整理

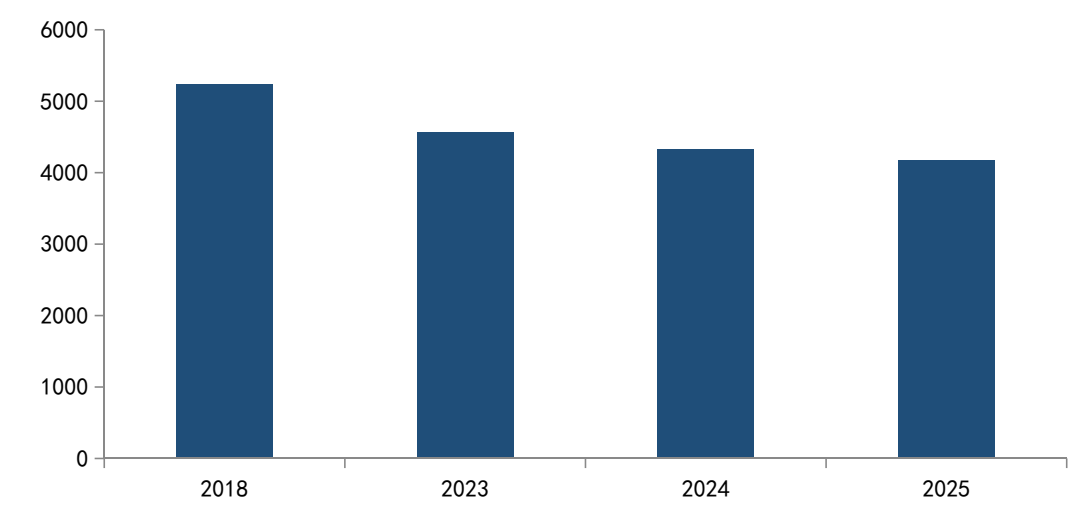
2.4 山姆：整合品牌资源与提升服务质量，自有品牌近年来发展提速

➤ 商品品质与购物体验同步改善，山姆销售增长逐步提速

山姆优化商品结构、集中有限SKU的采购规模，持续改善单品经营效率。HHC Publishing《2025 Warehouse Club Industry Guide》显示，美国山姆在售SKU由2018年的5,245款降至2025年的4,181款，减少约20%；FY2026食品杂货销售额647亿美元，占净销售额约70%。以食品及日用品为高频消费基础，精选SKU和差异化开发共同强化采购议价、库存周转与会员复购。

商品升级与购物服务改革同步推进，仓储采购逐步延伸至线上日常补货。山姆2016年推出Scan & Go，2018年与Instacart合作拓展当日配送，随后完善线上购物、门店自提及送货到家。FY2026美国山姆电商销售额达到150亿美元，占净销售额约16%；沃尔玛同期推进美国山姆与沃尔玛美国业务的供应链职能整合，进一步提高仓配和技术基础设施共享效率。

图：美国山姆在售SKU数量（款）



资料来源：HHC Publishing，国信证券经济研究所整理

表：精选商品及购物体验的主要调整

维度	经营举措与规模
商品品类	食品杂货为高频主力，FY2026销售647亿美元
SKU管理	2018—2025年在售SKU减少约20%
购物便利性	2016年Scan & Go、2018年拓展当日配送
供应链赋能	FY2026与沃尔玛美国加强仓配及系统协同

资料来源：沃尔玛公告、Sam's Club公告，国信证券经济研究所整理

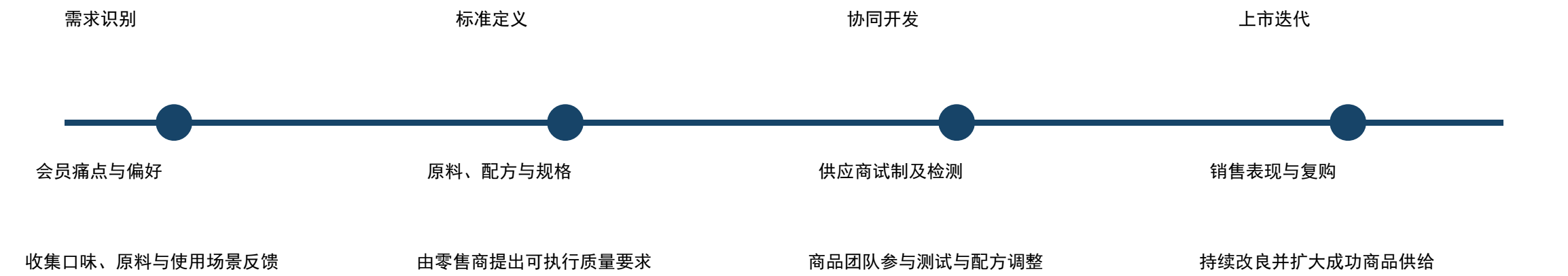
2.4 山姆：整合品牌资源与提升服务质量，自有品牌近年来发展提速

➤ 专业研发深入原料、配方与工艺，零售商由选品延伸至商品开发

山姆建立专业研发与品控体系，自有品牌经营由采购商品延伸至定义商品。2017年统一Member's Mark品牌后，商品团队吸纳食品科学家、厨艺专家等专业人员，根据会员反馈提出原料、配方、口味、规格及包装要求，并与供应商共同试制和检验。专业化研发使零售商能够参与决定产品质量与使用体验，而非仅在现有商品中比价采购。

持续研发与产品改良将会员需求转化为可复制的商品标准。山姆2022年公告显示，自2020年以来已推出、翻新或重新配方超过1,200款Member's Mark商品；部分熟食新品围绕配料清洁和家庭烹饪便利性开发。依托统一品牌、供应商协同和跨品类品控体系，山姆逐步积累面向不同品类的产品开发能力。

图：Member's Mark商品开发机制：会员需求驱动供应商协同开发



资料来源：Sam's Club公告，国信证券经济研究所整理

2.4 山姆：整合品牌资源与提升服务质量，自有品牌近年来发展提速

➤ 超15万会员参与新品共创，消费者反馈推动产品迭代

山姆将会员反馈前置到研发环节，提高新品开发与改良的针对性。公司2019年成立Member's Mark Community，2024年6月参与人数约5万人，2026年5月超过15万人，其中约1.5万人每月参与至少5项共创活动。新品试吃、原型测试及投票结果直接用于商品配方、功能和包装优化，使会员需求持续进入商品开发流程。

消费者对食品配料的关注进一步推动山姆建立跨商品的品质标准。2022年公司启动Member's Mark食品饮料“Made Without”计划，与供应商合作移除或替换40余种指定成分；2026年1月宣布适用范围内商品全部达到目标，并拟向个护、营养及洗护等类别延伸。会员意见由个别商品改良延伸为统一配方要求，提升自有品牌质量管理的一致性。

表：Member's Mark Community成员规模与共创方式

时点/成员	参与商品开发的方式
2019年	建立会员自愿参加的反馈社区
2024年6月约5万人	参与新品体验、需求调查和试用反馈
2026年5月超过15万人	开展配方、口味及包装测试
其中约1.5万人	每月参与至少5项共创活动

资料来源：Sam's Club公告，国信证券经济研究所整理

表：“Made Without”配料改良的阶段性进展

时间	经营措施	落地结果
2022年	提出食品饮料配料升级	明确限制40余种指定成分
2024—2025年	供应商协同改良配方	涉及多类食品饮料商品
2026年1月	公布既定标准完成	适用范围商品全部达标
下一阶段	进一步拓展商品品类	拟延伸个护、健康及洗护

资料来源：Sam's Club公告，国信证券经济研究所整理。注：达标为计划适用范围。

2.4 山姆：整合品牌资源与提升服务质量，自有品牌近年来发展提速

➤ Member's Mark贡献近半数销售增量，验证差异化开发成效

自有品牌渗透率提升，Member's Mark成为山姆提高单品产出的重要抓手。山姆FY2018自有品牌销售额超过100亿美元，FY2019第四季度销售渗透率达26%，2023年披露占剔除燃油销售额超过30%。HHC Publishing估计，2025年Member's Mark单SKU平均每店每周销售额约806美元，高于全国性品牌的479美元，显示精选商品及独家供给有利于提升货架销售效率。

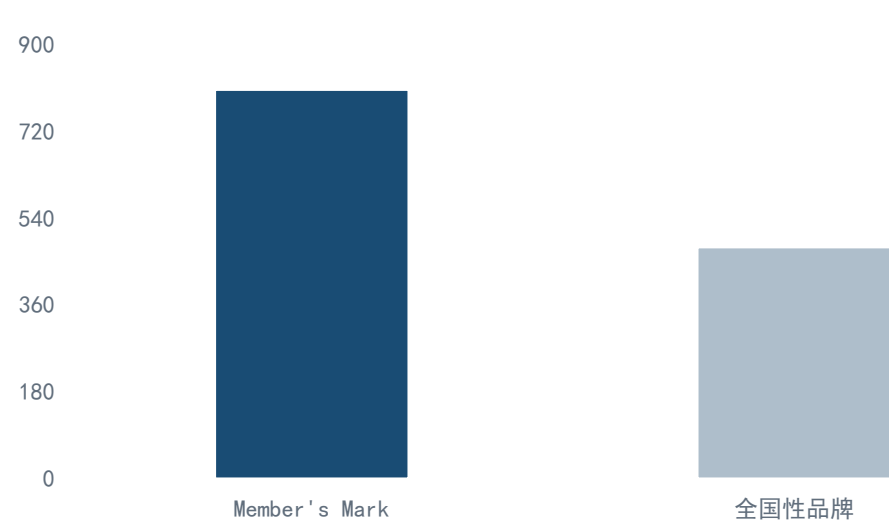
商品研发及会员共创的积累持续转化为销售增量。沃尔玛2025年4月披露，Member's Mark贡献此前两年美国山姆约50%的商品销售增量；FY2020—FY2026美国山姆净销售额复合增速约7.9%，显著高于改革前水平。自有品牌以高品质、差异化及稳定供给支撑会员购买价值，成为山姆在美国仓储会员零售竞争中提升经营效率的重要力量。

图：美国山姆净销售额持续扩张（亿美元）



资料来源：沃尔玛公告，国信证券经济研究所整理

图：Member's Mark单SKU周均每店销售额（美元）



资料来源：HHC Publishing、Sam's Club公告，国信证券经济研究所整理。注：销售增量贡献来自Sam's Club公告。

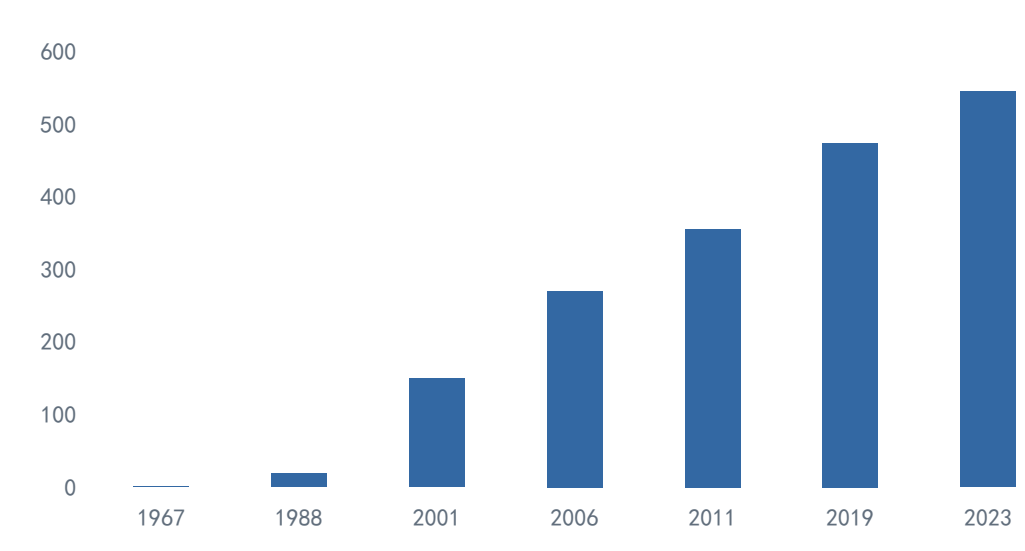
2.5 Trader Joe's：差异化客群定位与小而美买手模式，形成高坪效的特色零售商

➤ 精选SKU和全球买手体系，塑造特色商品供给

Trader Joe's以特色商品和自有品牌建立区别于传统综合超市的经营定位。公司1967年创立，从进口葡萄酒、奶酪及健康食品切入，1972年推出首款自有品牌Granola，逐步形成以精选食品和独家商品为核心的货盘。不同于大型超市依赖品类齐全吸引客流，Trader Joe's通过持续推出具有特色口味和价格优势的商品，强化消费者到店购买的理由。

全球买手与商品团队共同参与供应商筛选及产品定义，自有品牌构成差异化供给的主要载体。团队围绕产地、风味、配料和家庭使用场景寻找产品创意，再与合作工厂确定配方、包装及零售价；新品上市后根据销售和复购表现调整陈列。买手的价值由寻找商品延伸至创造具有零售商自身辨识度的商品。2016年自有产品销量贡献超过75%。

图：Trader Joe's美国门店数量（家）



资料来源：Worldly Partners，国信证券经济研究所整理

表：早期选品转向自有品牌的关键节点

时间	主要经营选择	形成的能力
1967年	精选葡萄酒与特色食品	了解特定消费者偏好
1971年	引入健康食品	拓展差异化品类
1972年	推出自有品牌Granola	从选品迈向自主商品
1979年	Albrecht家族收购	获得长期扩张资源
1990年代	跨区域开店	验证模式可复制性

资料来源：Trader Joe's官方资料、Worldly Partners，国信证券经济研究所整理

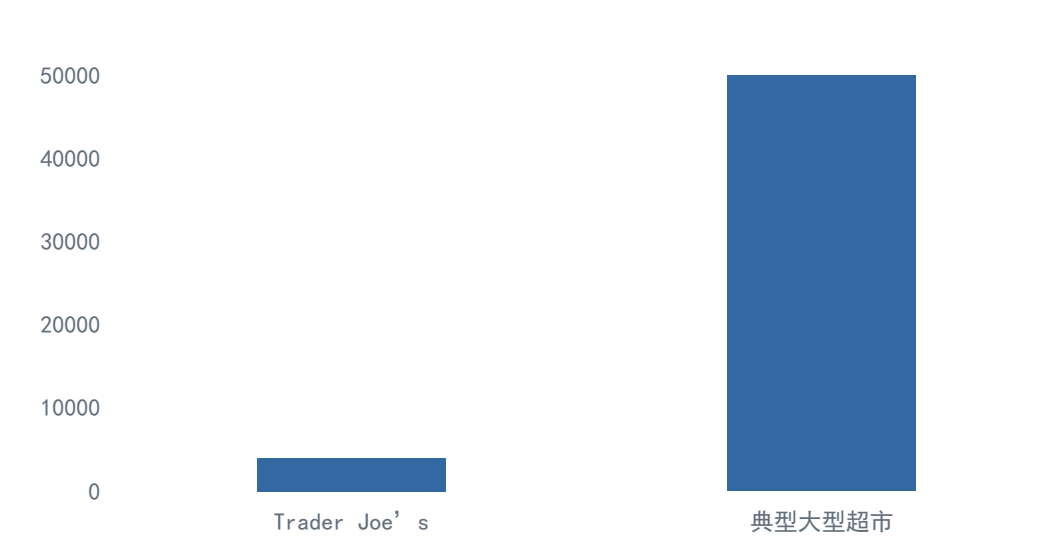
2.5 Trader Joe's：差异化定位与小而美买手模式，形成高坪效的特色零售商

➤ 从采购选品走向商品打造，帮助特色商品进入大众消费市场

Trader Joe's通过商品再开发，将特色餐饮口味转化为可在家庭反复消费的标准化产品。Mandarin Orange Chicken将餐馆式菜品变为冷冻加热食品，Everything but the Bagel则将复合调味料延伸至更多家庭烹饪场景。新品研发并非简单引进进口品牌，而是围绕口味、便利性和使用场景形成差异化供给。

精选SKU要求商品维持较高的单品周转，持续开发与严格淘汰共同提升货架效率。Trader Joe's通常经营约4,000款SKU，显著少于传统大型超市约5万款的参考水平；有限货架优先保留具有明确购买需求和稳定复购的商品。成熟畅销品维持基础客流，特色新品则不断提供重新到店的动力。

图：Trader Joe's与典型超市SKU规模（款）



资料来源：Acquired、Worldly Partners，国信证券经济研究所整理

表：买手与自主开发在商品形成中的分工

环节	工作内容	商业意义
买手寻找	发现产地、工艺、特色口味	获取产品创意与供应商
产品定义	提出品质、价格、规格	建立区别于全国品牌的标准
协同开发	与外部工厂调整配方	减少自建制造资产
上市验证	内部品评、消费者复购	提高货架长期生产力

资料来源：Trader Joe's官方资料、Worldly Partners，国信证券经济研究所整理

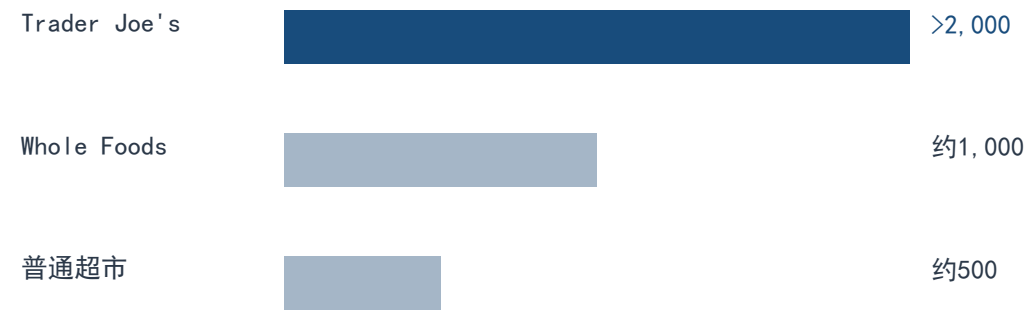
2.5 Trader Joe's：差异化定位与小而美买手模式，形成高坪效的特色零售商

➤ 高坪效与收入规模验证精选零售效率，差异化商品提升单品产出

精选商品与小面积门店共同支持较高坪效。Acquired于2025年10月发布的专题研究估计，Trader Joe's年销售坪效超过2,000美元/平方英尺，约为Whole Foods的两倍、普通超市的四倍；前CEO Dan Bane曾披露公司2023年营业收入超过200亿美元。高坪效与有限SKU相结合，反映差异化商品和高周转对零售效率的拉动。

Trader Joe's以自有品牌和高频特色食品提高单品销售规模，不依赖扩大门店面积和海量SKU实现增长。约4,000款商品承接高频购买和持续上新，新品进入货架需与成熟商品竞争有限陈列资源。高单品产出既支持小店型的经营经济性，也为零售商持续投入买手和商品开发创造条件。

图：Trader Joe's零售坪效显著领先（美元/平方英尺/年）



资料来源：Acquired，国信证券经济研究所整理。注：坪效取自Acquired研究测算

图：精选SKU数量明显少于传统超市（款）



资料来源：Acquired、Dan Bane访谈，国信证券经济研究所整理。注：收入为2023年口述下限，SKU为近似值。

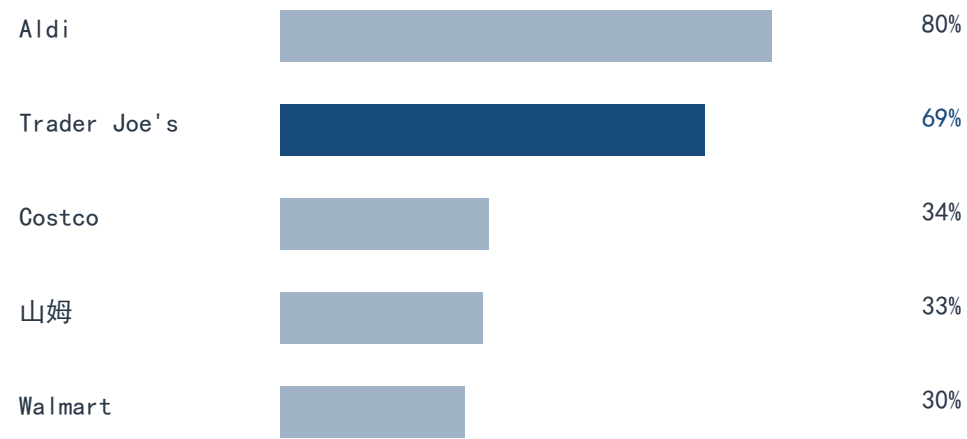
2.5 Trader Joe's：差异化定位与小而美买手模式，形成高坪效的特色零售商

➤ 自有品牌占比超过75%，渠道信任支持食品以外的品类延伸

自有品牌已成为Trader Joe's销售结构的核心。Numerator数据显示，截至2024年6月的12个月内，Trader Joe's自有品牌销量占比达69%，2026年更新数据进一步超过75%，位居美国主要零售商前列。渠道对商品风味、品质和价格的统一把控，使消费者的信任逐步由单个制造品牌转向Trader Joe's的选品与开发能力。

自有品牌积累的消费信任支持Trader Joe's由特色食品进入更多家庭消费品类。除冷冻食品、零食、饮料等高频商品外，身体护理、家清及家居用品逐步成为自有品牌的补充购买场景。以明确的商品标准拓展品类，有利于提高现有消费者的购物篮广度，同时维持小店型的高效货架结构。

图：美国零售商自有品牌销量占比（2024，%）



图：Trader Joe's自有品牌从食品延伸至更多消费品类



2026年更新：Trader Joe's自有品牌销量占比超过75%

资料来源：Numerator，国信证券经济研究所整理。注：口径为销量件数。

资料来源：Trader Joe's官方资料、官方播客，国信证券经济研究所整理

2.6 海外经验：从采购选品走向定义商品，差异化供给构筑长期竞争优势

➤ 高频品类建立消费基础，持续开发差异化商品决定长期复购

海外零售龙头虽采取不同经营路径，但自有品牌均由采购选品逐步延伸至商品开发。Costco借助规模采购和Kirkland联合开发实现高质价比，山姆依托沃尔玛供应链、专业研发及会员共创提升Member's Mark销售贡献，Trader Joe's通过特色商品研发与严格汰换维持高坪效。零售商对产品标准和供应商协作的参与程度，决定自有品牌能否形成持续差异化。东方甄选具备的内容触达能力，为消费者需求识别、商品专业讲解及新品测试提供了有别于传统零售商的起点。海外经验显示，流量优势只有与稳定的品质标准、供应商协同及高频复购结合，才能沉淀为渠道品牌资产。公司下一阶段需要持续验证跨品类商品开发、品控稳定性和直播之外的自主购买能力。

表：三家零售商形成竞争优势的不同起点

企业	起点	关键经营动作
Costco	仓储会员制	规模采购+低加价率
Sam's Club	沃尔玛供应链	统一自有品牌+会员反馈
Trader Joe's	特色商品买手	参与商品定义+直接采购

资料来源：Costco公告、Sam's Club公告、Trader Joe's官方资料，国信证券经济研究所整理

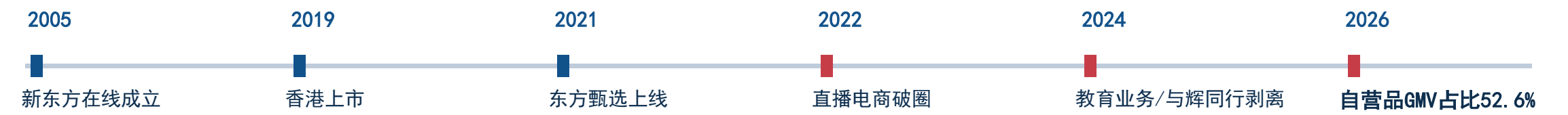
表：三类核心能力与最终经营结果

企业	核心竞争能力	长期经营验证
Costco	规模采购和会员价值循环	高会员续费、Kirkland规模化
Sam's Club	商品开发体系与便利性	Member's Mark近年增长提速
Trader Joe's	差异化商品和渠道选品信任	高坪效、自有品牌高占比与稳定复购

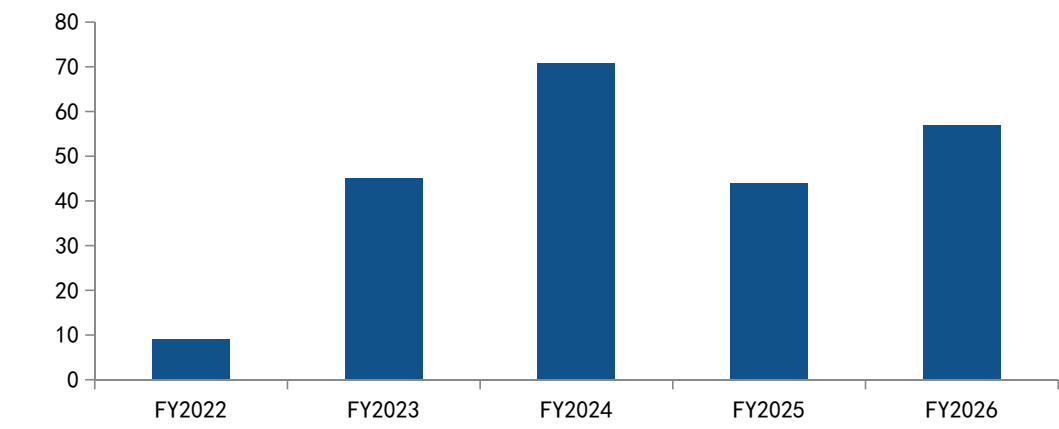
资料来源：Costco公告、沃尔玛公告、Trader Joe's官方资料，国信证券经济研究所整理

3.1 公司发展历程：在线教育→直播带货→自营品占比过半，品牌资产强化

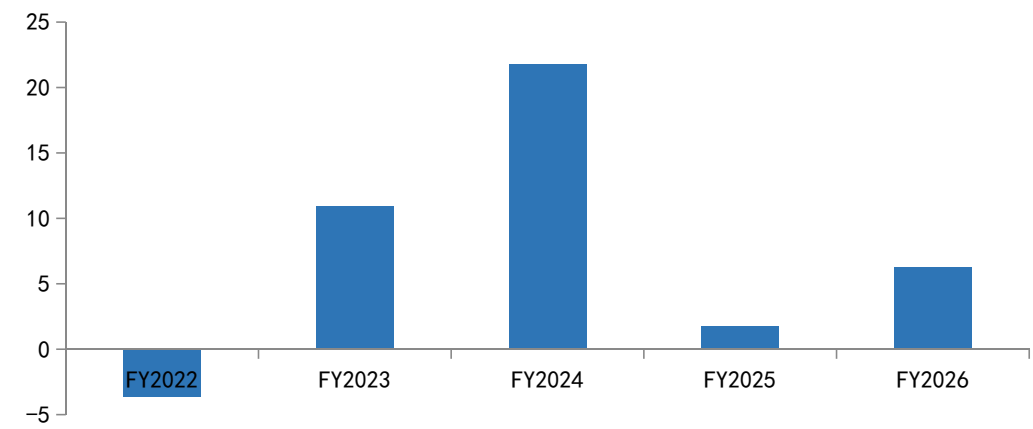
东方甄选前身新东方在线于2005年创立，2019年在港交所上市；2021年布局直播电商，2022年凭借双语直播实现破圈，FY2024 GMV达到143亿元（含与辉同行）的阶段性高点。2024年公司剥离教育业务并出售与辉同行，FY2025进入业务重构与流量调整的阵痛期，GMV回落至87亿元（同比-39.2%），持续经营收入43.9亿元（同比-32.7%）。FY2026随着自营品开发、直播矩阵扩张及APP会员运营持续推进，公司GMV回升至102亿元，自营品GMV达54亿元、占比提升至52.6%（FY2025为43.8%），累计推出自营产品1009款，逐步推动商业模式由头部主播驱动转向自营品牌经营。



图：FY2022—FY2026营业收入（亿元）



图：FY2022—FY2026经调整净利润（亿元）



资料来源：东方甄选公告、新东方集团公告，国信证券经济研究所整理。注：FY2024财年调整后利润包含已终止经营业务的调整，历史财年间业务构成变化较大。

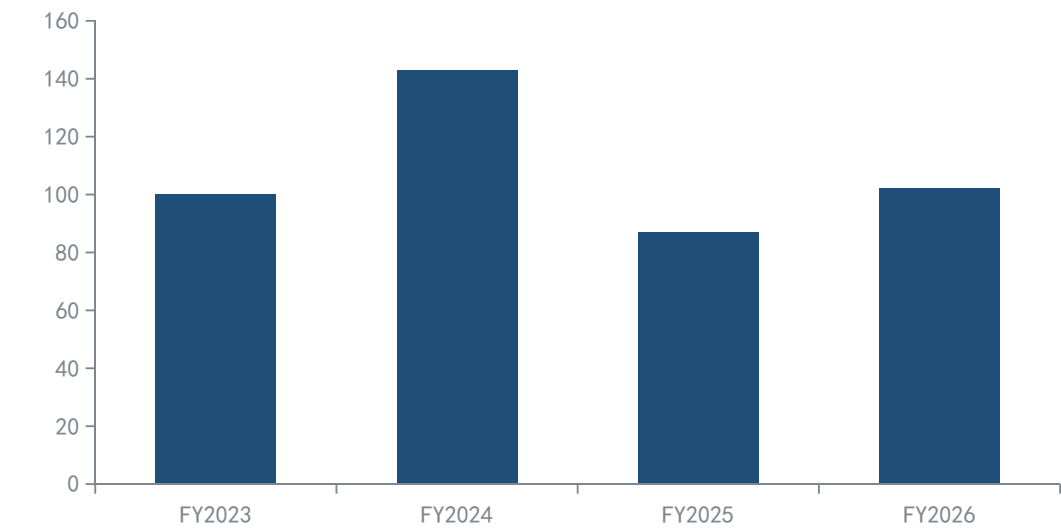
3.1 公司近况：自营品GMV占比过半，规模扩张同时盈利能力大幅改善

➤ FY2026自营品GMV同比增长42%，成为收入增长主要驱动

自营商品规模扩张推动东方甄选从直播带货向商品经营转型。FY2026公司全渠道GMV约102亿元，其中自营品GMV约54亿元、同比增长42%，占总GMV的52.6%；自营商品收入48.39亿元、同比增长37.4%，占总收入约85%。自营品增速领先整体交易规模，收入结构逐步转向自有商品销售，商品开发和销售效率成为新的增长驱动。

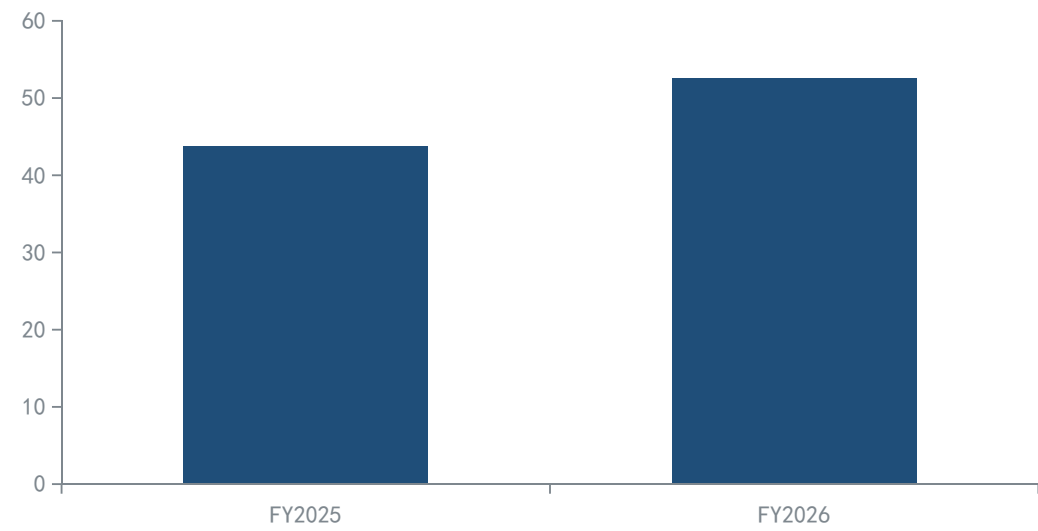
公司同步扩充自营商品供给与多渠道触达，为品牌沉淀创造条件。FY2026自营SPU由732款增至1,009款，抖音直播矩阵期末达18个账号，APP付费订阅量约35.3万份；品类由食品延伸至营养健康、个护清洁、家纺及服饰。自有商品增加有利于提高消费者购买场景覆盖，但跨品类研发与品控能力决定新品能否形成稳定复购。

图：东方甄选全渠道GMV（亿元）



资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

图：自营产品GMV占比（%）



资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

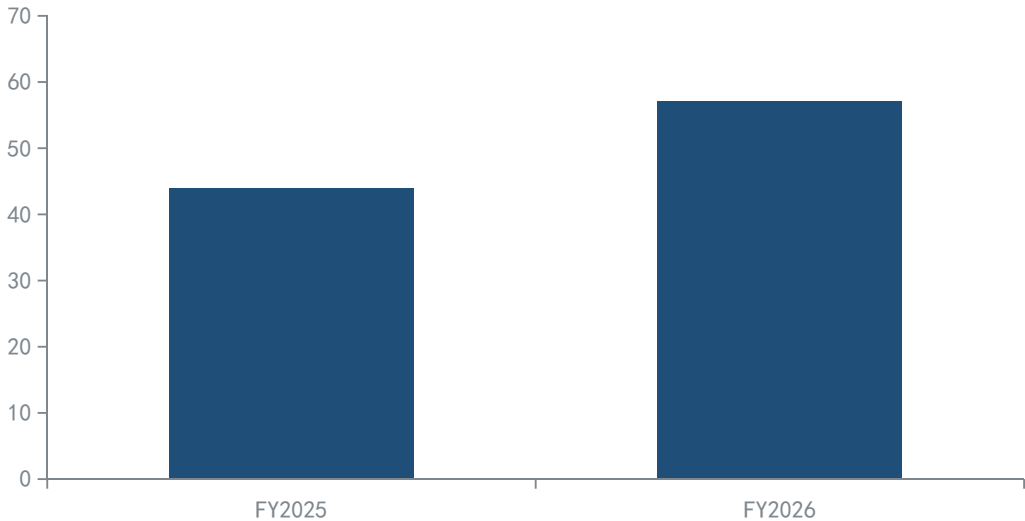
3.1 公司近况：自营品GMV占比过半，规模扩张同时盈利能力大幅改善

➤ 自营规模增长叠加费用效率提升，经营利润明显改善

自营商品扩张与毛利率改善同步发生，盈利修复已获得财务验证。FY2026东方甄选收入57.01亿元、同比增长29.8%，毛利20.39亿元、同比增长45.2%，综合毛利率35.8%、提高3.8个百分点，经营利润约6.63亿元、经营利润率11.6%。自营收入占比提升与产品经营效率改善共同推动盈利能力恢复。

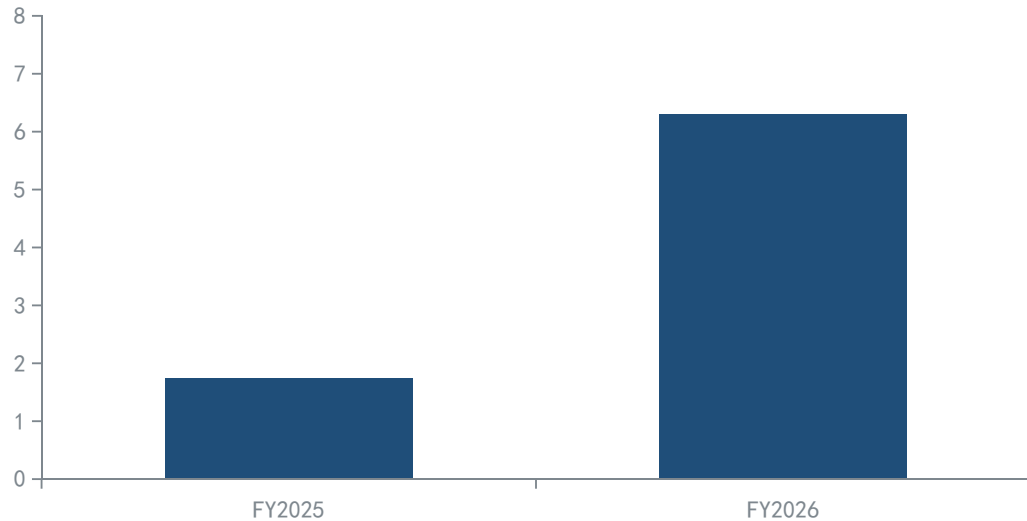
费用率下降进一步放大收入增长带来的利润弹性。FY2026销售费用率18.9%，同比降低1.6个百分点；经调整净利润6.29亿元、同比增长262.2%。下半财年收入同比增长53.7%，经调整利润改善的同时仍保持费用投入节奏。我们认为，自营品规模持续扩大后的费用效率，是判断公司能否将GMV增长转化为稳定利润的重要指标。

图：公司收入增长（亿元）



资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

图：经调整净利润恢复（亿元）



资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

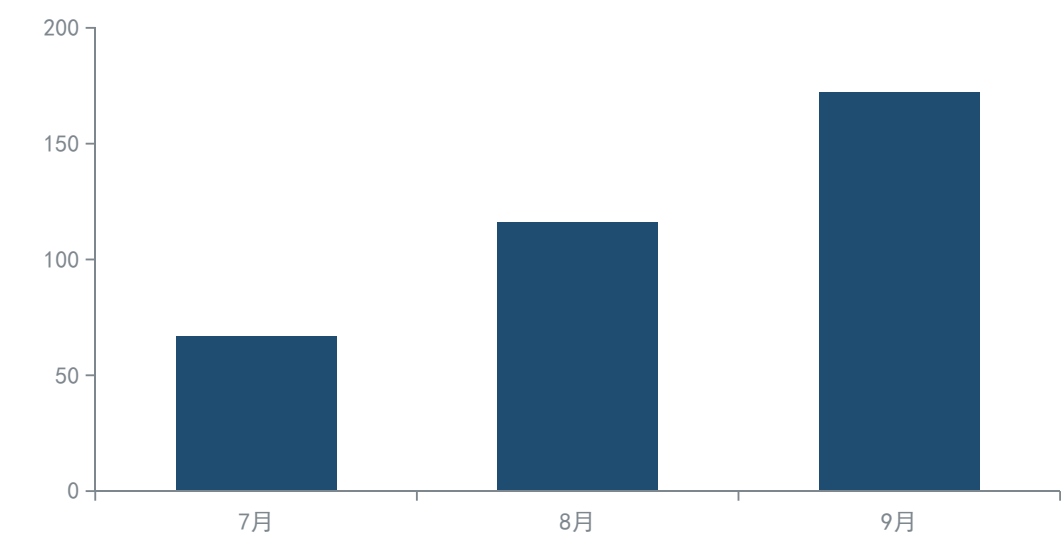
3.1 公司近况：自营品GMV占比过半，规模扩张同时盈利能力大幅改善

➤ 自营新品开发持续提速，线下多业态拓展商品消费场景

自营新品开发持续提速，商品供给从食品向泛家庭消费延伸。根据公司月度上新清单，2026年7—9月自营新品分别上新67、116、172款，9月数量较7月增长约157%；FY2026末累计推出1,009款自营SPU。营养健康、个护家清、家居家纺及服饰等品类持续丰富，有利于扩大现有用户的消费场景，并推动自营商品收入增长。

线下渠道由品牌体验向多场景零售拓展，进一步增强商品触达与会员服务能力。2026年5月北京中关村首家体验店开业，7月拓展至西安、郑州，9月落地张家口崇礼景区店，10月合肥店开业，累计形成5家体验店。公司正筹备北京约2,000平方米社区超市，规划3,000—5,000个SKU。我们认为，后续需通过单店效率及复购验证门店模型的可复制性。

图：东方甄选2026年7—9月自营新品上新数量（款）



资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

图：2026年以来线下体验店落地及社区零售布局

5月	北京中关村	首家体验店 / 零售与会员体验
7月	西安	教育、文旅与零售融合
7月	郑州	社区店 / 贴近日常消费
9月	张家口崇礼	景区体验店 / 文旅消费
10月	合肥	华东首家体验店
规划：北京约2,000m²社区超市，拟设置3,000—5,000个SKU		

资料来源：北京商报、北京日报、东方甄选公告，国信证券经济研究所整理

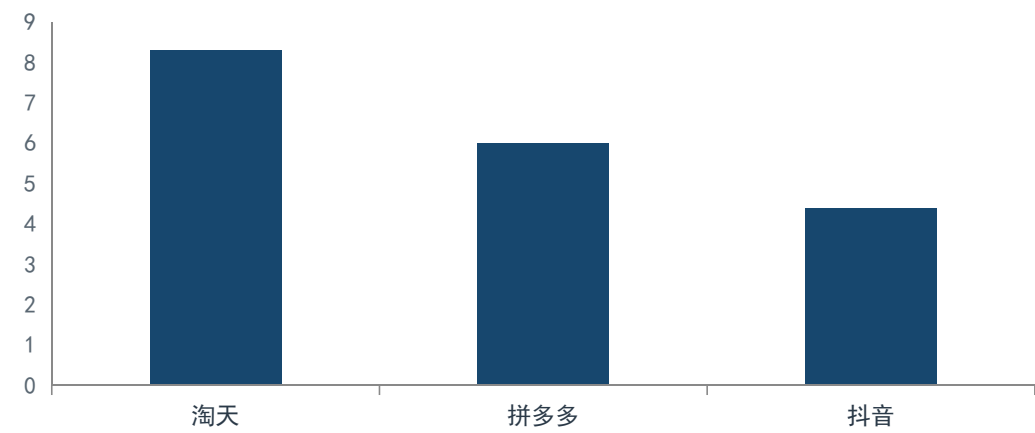
3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 抖音流量规模优势明显，电商GMV差距更多指向购物转化与结算效率

抖音拥有领先的内容流量，但电商交易规模仍低于传统货架电商。据网经社、晚点LatePost及36氪等媒体估算，2025年淘天、拼多多国内与抖音电商GMV分别约8.3/6.0/4.4万亿元。QuestMobile数据显示，2025年“双11”当日抖音DAU达6.32亿，高于淘宝5.08亿及拼多多4.14亿，用户触达优势尚未转化为同等规模的商品交易。

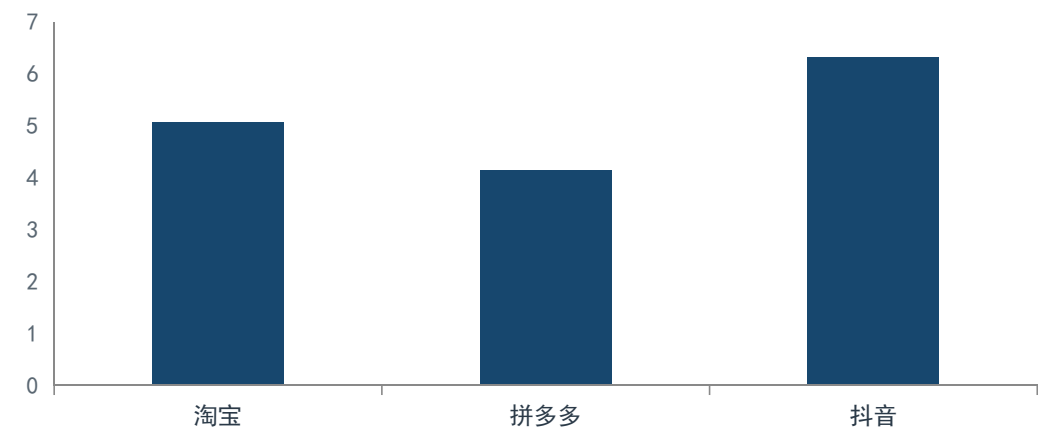
我们认为，抖音与淘天、拼多多的GMV差距主要来自流量向有效交易的转化效率。内容用户的主动购物需求尚未充分释放，优质商品供给与持续复购能力仍需强化；同时，较高的退货及履约折损可能压低最终结算GMV，成为平台提升交易效率的重要方向。

图：2025年三大平台GMV估算（万亿元）



资料来源：网经社、晚点LatePost、36氪，国信证券经济研究所整理

图：2025年11月11日平台DAU（亿人）



资料来源：QuestMobile，国信证券经济研究所整理。注：图示为当日DAU，非电商购买人数。

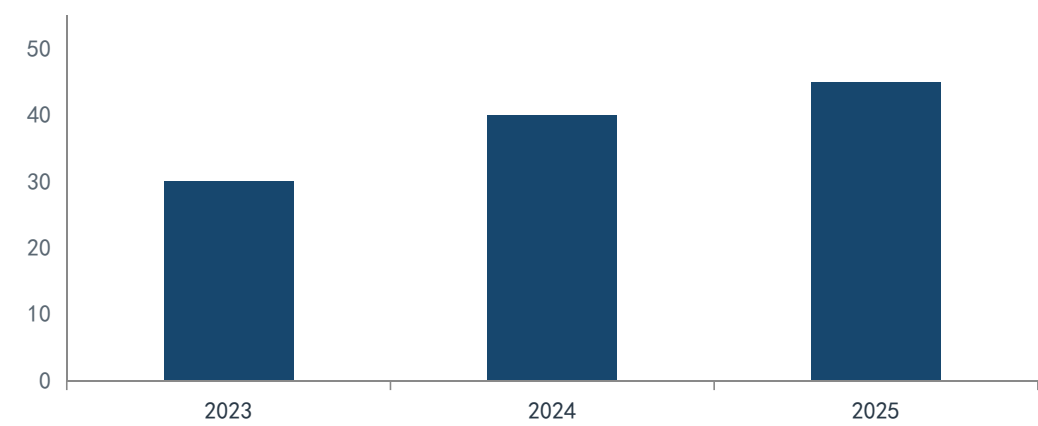
3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 货架成交占比已近半数，但主动搜索交易仍处培育阶段

货架电商持续承接内容场交易，GMV占比已由2023年约30%提升至2025年40%—50%。36氪报道，2025年618期间货架GMV占比已接近50%；但直播、短视频引导用户进入商城或商品卡下单，同样计入货架交易，商城成交规模提升并不完全来自新增主动购物需求。

主动购物心智仍有较大提升空间，搜索与复购决定货架场的独立增量。根据36KR报道，剔除内容引流后，截至2025Q3由用户主动在商城搜索形成的成交约占总GMV的10%。货架的长期价值在于承接已有需求、沉淀品牌搜索及高频复购，而非仅改变内容交易的下单入口。

图：抖音货架电商GMV占整体比例（%）



资料来源：36氪，国信证券经济研究所整理

图：2025年货架GMV与主动搜索成交的关系



资料来源：36氪，国信证券经济研究所整理。注：主动搜索为总GMV占比，非货架内比例。

3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 平台将结算率纳入扶持导向，商品质量与服务体验影响流量配置

2026年抖音电商进一步由支付规模转向有效成交，结算率已进入商家扶持机制。1月发布的“九大商家扶持政策”提出降低退货率、提高结算率，优化算法推荐，对结算率高、发货快、服务体验好的商家加强政策支持，同时前置识别风险订单，并优化购前匹配与购后推荐。

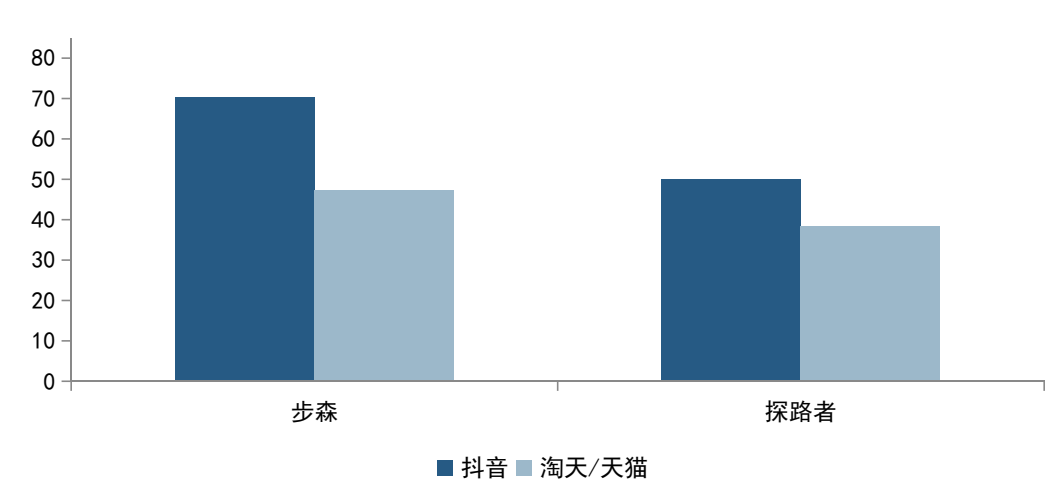
抖音渠道退货率或高于传统货架电商，较高的退款折损制约实际成交效率。 2026H1步森、探路者披露的抖音渠道退货率分别为70.36%/49.93%，较淘天渠道分别高23.1/11.6个百分点。我们认为，内容驱动的消费决策更易出现商品预期与实际体验不匹配的问题，较高退货率影响支付GMV向实际结算的转化。2026年以来，抖音持续强化结算率导向，通过优化商品推荐、物流履约及售后服务，提高交易转化效率与商家经营回报。

图：2026年平台交易质量与内容扶持政策



资料来源：抖音电商官方资料、界面新闻，国信证券经济研究所整理

图：2026H1品牌样本的分平台退货率（%）



资料来源：步森公司公告、探路者公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 专业可信内容与优质商品供给，构成提升有效转化的两项能力

专业内容提升商品理解和购买信任，成为平台流量质量优化的重要方向。抖音2026年9月“精选计划”将“愿意看、愿意信、愿意买”作为内容标准，明确强调专业讲解、真实体验、清晰商品介绍与售后保障，并综合长期信任、稳定经营及带货能力配置资源。高信息差品类尤其需要内容将原料、配方和品质指标转化为购买依据。

优质商品供给提高成交确定性，内容能力与商品经营能力需要共同兑现。从推荐触达到最终结算，平台需要差异化商品、稳定品控、可靠履约及持续复购。我们认为，同时掌握专业内容生产与自营商品开发的商家，更有条件提高消费者对商品的信任及交易转化效率，并在货架场持续承接品牌搜索和复购。

图：抖音货架精选计划扶持政策

内容侧：提升信任与购买决策效率

专业讲解

原料、生产工艺、参数及检测标准可验证

可信内容

真实体验、价格权益及售后保障清晰呈现

垂类表达

高信息差品类由专业内容降低购买门槛

供给侧：提高最终成交与复购质量

差异化货盘

自有品牌、特色新品及匹配消费需求的产品

交付与服务

品质稳定、履约及时、售后体验可信

自主复购

内容首次触达，搜索、店铺和商品卡持续成交

资料来源：抖音电商官方资料，国信证券经济研究所整理

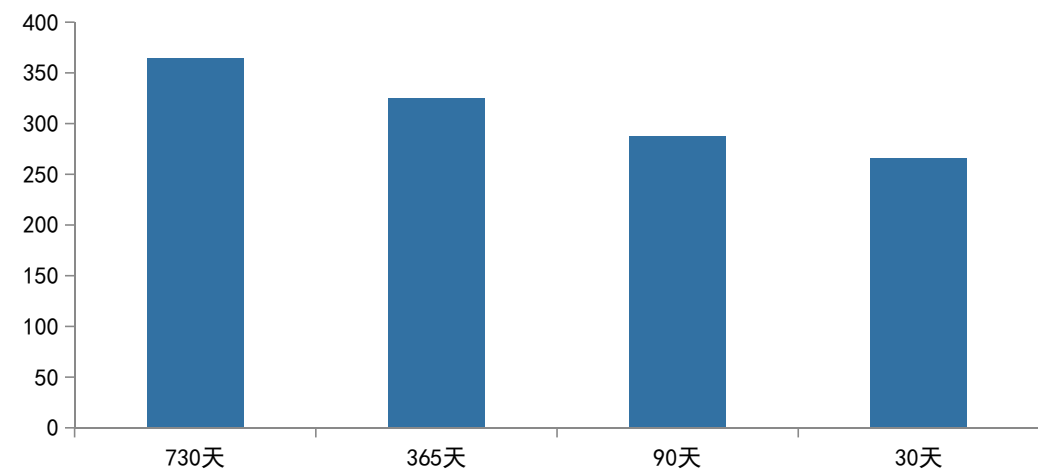
3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 直播矩阵扩至30余个账号，垂类内容提高自营品曝光效率

直播矩阵扩张带来新增商品展示场景，主号观看量下降不等于整体触达萎缩。东方甄选抖音账号数由FY2026末18个增至2026年10月约32个；截至10月22日，主号近30日日均观看约266万人次，较近365日均值低约18%。食品、营养、服饰等垂类账号能够面向差异化消费需求提供更专业的内容。

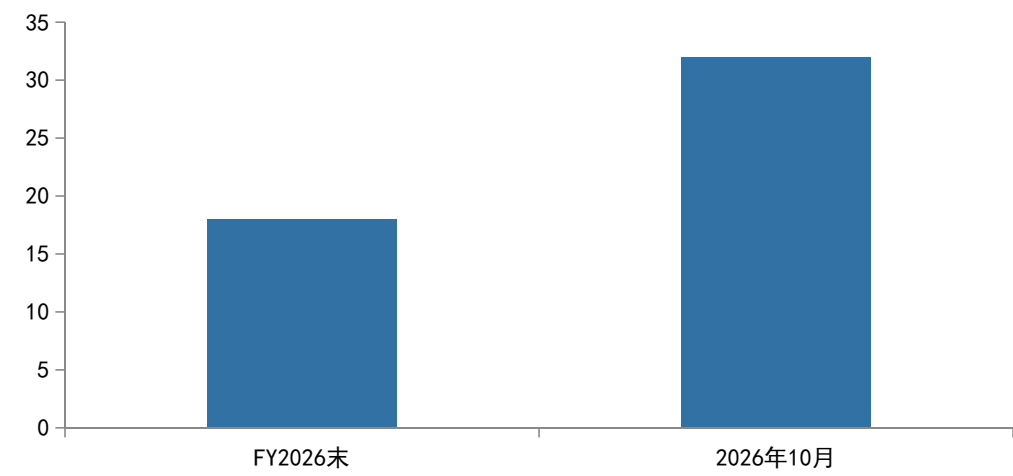
蝉妈妈监测显示（截至10月22日），约32个账号近30日日均观看合计约1,347万人次，其中主号约占20%，其余账号合计约1,081万人次。矩阵扩展使公司由单一直播间经营向多品类、多内容场景运营转变，潜在增量不仅取决于观看规模，也取决于新账号能否带来自营品成交和稳定复购。

图：公司主账号不同滚动窗口日均观看（万人次）



资料来源：蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

图：公司抖音直播矩阵账号数（个）



资料来源：东方甄选公告、蝉妈妈，国信证券经济研究所整理

3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 非标与高信息差商品，专业讲解帮助消费者理解品质标准

营养健康及服饰等高信息差品类，需要专业内容将品质标准转化为消费者可理解的购买依据。燕窝涉及原料来源、溯源和安全检测，益生菌涉及菌株、活菌数量及储存条件，羽绒服则关注绒种、绒子含量与蓬松度。东方甄选可利用直播内容展示产品标准和检测过程，降低消费者首次尝试新品牌的决策门槛。

专业讲解与品质证据结合，已支持部分新品形成较大初期销售规模。东方甄选自营精炖燕窝首发当日全平台销售额超过1,800万元、销量超过46万瓶，据商品说明，其披露CAIQ溯源及第三方质量复检情况；截至2026年6月10日，自营益生菌全平台累计销量超700万盒。具有清晰品质指标的商品更适合通过专业内容建立认知，后续可通过自营货盘与货架场景延长销售周期。

表：代表性品类的消费信息差与商品品质证据

品类	消费者主要疑问	可解释的商品品质标准
燕窝	原料真伪、安全性	CAIQ溯源与第三方复检
益生菌	菌株及活菌数量	菌株编号、CFU与保存
羽绒服	保暖性能与品质	绒种、绒含量、蓬松度
椰子水	掺水或额外加糖	原料来源与检测项目
肉制品	配料复杂不透明	复合配料逐层披露

资料来源：东方甄选公告、经济网、环球网，国信证券经济研究所整理。

表：代表性商品的商业化表现

商品	公开披露结果	统计口径
精炖燕窝	首发销售额>1,800万元	2026/7/28，全渠道
精炖燕窝	首发销量>46万瓶	2026/7/28，全渠道
基础益生菌	累计销量>700万盒	截至2026/6/10，全渠道

基础益生菌 上市半年后近300万盒 2025/11，抖音渠道

资料来源：东方甄选公告、经济网、环球网，国信证券经济研究所整理

3.2 抖音生态中的稀缺商家，扩品类与直播矩阵支撑长期成长

➤ 从选品向商品定义延伸，消费者反馈推动自营新品开发

东方甄选逐步参与自营商品的研发与质量标准制定，供应链合作由选择现成产品转向按需求开发。精炖燕窝通过CAIQ溯源及第三方复检强化原料透明度；羽绒服以绒子含量、蓬松度、清洁度等指标界定产品品质，并在样品、工厂及生产工艺环节设置验收要求。商品标准的形成依托零售商对消费需求的理解，以及与供应商的联合开发。

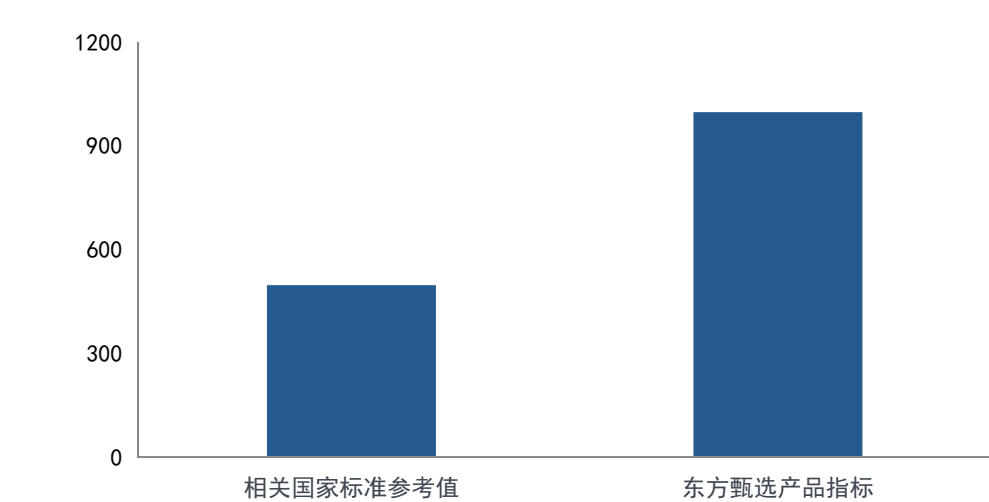
跨品类自营扩张推动品控人员及研发投入同步增长。公司披露截至FY2026末供应链及产品团队约983人，并计划继续增加产品经理及品控人员；部分新品研发周期超过4—6个月，个别商品因未达到内部标准延后上市。随着营养健康、服饰和家清等品类扩大，成熟供应商资源与稳定质量验收流程成为公司持续开发自营商品的重要支撑。

表：从商品定义到产线调整的具体实践

商品/环节	消费者关注	参与开发及质量措施
精炖燕窝	原料真伪、安全性	CAIQ一瓶一码溯源、第三方复检
羽绒服原料	填充保暖性能	白鹅绒、蓬松度700、绒子含量≥90%
羽绒服选厂	生产质量稳定	考察8家工厂，最终与3家合作
羽绒服缝制	穿着过程中钻绒	0.55毫米圆头防钻绒针等工艺
质量验收	新品跨品类一致性	产品团队扩充、未达标新品延后上市

资料来源：澎湃新闻、环球网、南方周末，国信证券经济研究所整理

图：羽绒服羽绒清洁度指标（mm）



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理。注：指标为公司披露的产品标准

3.3 矩阵提高商品曝光效率，多渠道协同有望推动GMV跨越300亿元

直播矩阵扩张、转化率稳中有升，抖音渠道仍具较高成长空间

直播矩阵扩容与交易效率提升，有望持续打开抖音渠道增长空间。抖音是东方甄选重要的销售与公域获客渠道，伴随自营品类丰富、垂类矩阵完善，我们假设FY2029直播账号数达到50个（FY2026末18个，2026年10月约32个），矩阵观看人次提升至约80亿。我们认为FY2027年公司抖音直播间数量快速增加，大部分新账号仍处在培育期，中期维度流量有提升空间，主账号短期面临分流，但结合上文分析，分流程度较为可控。

核心假设1）账号与流量：头部账号观看人次适度分流，新增及中腰部账号逐步爬坡，FY2029直播账号达到50个、全年观看人次约80亿。

核心假设2）交易转化：品类扩张叠加品牌认知与复购积累，我们假设直播成交转化率由2.0%温和提升至2.3%，客单价由79元提升至102元。

核心假设3）货架复购：随着主动搜索及持续复购增长，我们假设抖音非直播GMV占比由10%提升至15%。

基于上述假设，我们测算FY2029抖音渠道GMV有望达到约222亿元，兑现节奏取决于账号运营效率、自营新品销售及复购表现。

表：抖音直播账号矩阵及平台内交易GMV测算

经营驱动	FY2026A/E	FY2027E	FY2028E	FY2029E
期末直播账号数（个）	18	36	43	50
全年有效运营账号数（个）	—	29	39	47
其中：头部账号（个）	—	4	4	4
其中：成熟中腰部（个）	—	13	19	27
其中：长尾/新增账号（个）	—	12	16	16
头部单号日均观看（万次）	—	150	145	140
中腰部单号日均观看（万次）	—	53	55	55
长尾单号日均观看（万次）	—	17	13	10
矩阵日均观看人次（万次）	1,202*	1,493	1,833	2,205
成交转化率	2.0%*	2.1%	2.2%	2.3%
平均单次成交金额（元）	78.5*	84.0	94.0	102.0
直播GMV（亿元）	68.9*	96.1	138.4	188.8
货架等非直播GMV占比	10.0%*	12.0%	13.5%	15.0%
抖音GMV（亿元）	76.5*	109.2	160.0	222.1
同比增速	—	+42.7%	+46.5%	+38.8%

资料来源：东方甄选公告、第三方直播监测，国信证券经济研究所测算。注：* FY2026直播观看、客单价、渠道GMV等为研究基期估算，非公司单独披露；转化率采用每观看人次对应成交订单的近似口径，场观为访问人次（非去重用户）。

3.3 矩阵提高商品曝光效率，多渠道协同有望推动GMV跨越300亿元

➤ APP会员、多平台及线下门店贡献抖音之外的增量

除抖音以外的渠道，整体处在发展的早期阶段，我们认为随着抖音渠道的持续破圈，公司其他渠道也有望快速沉淀粉丝和会员。

核心假设1）自有APP：假设FY2026—FY2029付费会员数量分别35.3/49/66/85万人，增量主要来自存量激活、抖音公域沉淀以及线下门店引流，截至FY2026，公司APP注册会员数超过1000万，付费会员数量同比增长34%，FY27财年随着品类增加以及渠道建设加快，我们认为APP付费会员增速有望保持；单会员消费对应GMV约4,529/4,800/5,300/6,000元，对标山姆中国仍有较大的增长空间。

核心假设2）其他线上：视频号、微信小店、天猫及京东等平台交易随品牌认知及商品供给扩大而增长，FY2029合计GMV约32亿元；各渠道以订单量和订单金额分别测算。

核心假设3）线下门店：FY2029期末门店150家、平均经营100家、单店日销约1.37万元，贡献直接GMV约5亿元；线上引流订单不重复计入。由于门店面积、人员配置等尚处于探索阶段，暂时采取相对保守的假设。

表：APP、其他线上平台及线下渠道GMV测算

主要经营参数	FY2026A/E	FY2027E	FY2028E	FY2029E
APP付费会员订阅量（万份）	35.33	49	66	85
每份订阅对应GMV（元）	4,529*	4,800	5,300	6,000
APP GMV（亿元）	16.0*	23.5	35.0	51.0
其他线上GMV（亿元）	9.5*	14.0	24.0	32.0
线下期末门店数（家）	1	20	70	150
线下平均经营门店数（家）	≈0	10	40	100
线下单店日销（万元）	—	0.82	1.03	1.37
线下直接交易GMV（亿元）	≈0	0.3	1.5	5.0
非抖音GMV合计（亿元）	25.5	37.8	60.5	88.0

资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所测算。注：FY2026付费会员数为披露值；* APP及其他线上GMV、人均GMV为测算值。

3.3 矩阵提高商品曝光效率，多渠道协同有望推动GMV跨越300亿元

➤ 根据我们测算，品类与渠道扩张有望推动FY2029全渠道GMV达到266亿-310亿，核心在于公域持续破圈与复购带来的人均消费提升。敏感性分析如下：

表：FY2029积极假设下各渠道GMV测算

主要经营参数	FY2026A/E	FY2027E	FY2028E	FY2029E
抖音直播GMV（亿元）	68.9*	96.1	138.4	188.8
抖音非直播GMV（亿元）	7.6*	13.1	21.6	33.3
抖音GMV（亿元）	76.5*	109.2	160.0	222.1
APP GMV（亿元）	16.0*	23.5	35.0	51.0
其他线上GMV（亿元）	9.5*	14.0	24.0	32.0
线下直接GMV（亿元）	≈0	0.3	1.5	5.0
全渠道GMV（亿元）	102.0	147.0	220.5	310.1
全渠道GMV同比	—	+44.1%	+50.0%	+40.6%
抖音渠道GMV占比	75.0%*	74.3%	72.6%	71.6%

表：FY2029全渠道GMV敏感性分析（亿元）

抖音直播间日均场观（万人次） / 客单价（元）	85元	95元	102元	125元
1,242	192.3	204.5	213.1	241.2
1,600	222.3	238.1	249.2	285.5
1,900	247.5	266.3	279.4	322.6
2,205	273.1	294.9	310.1	360.2
2,500	297.9	322.6	339.9	396.6

注：敏感性矩阵保持成交转化率2.3%、抖音非直播GMV占比15%、非抖音GMV合计88亿元不变。

资料来源：东方甄选公告、第三方直播监测，国信证券经济研究所测算。注：FY2026全渠道GMV为披露实绩；* 分渠道基数为研究估算。

4.1 盈利预测

➤ 关键假设如下：

1) 收入端： 伴随自营商品持续上新、直播矩阵扩容及线上线下渠道拓展，我们认为公司GMV将持续获得良好增长。我们预计FY2027-FY2029全渠道GMV分别为137.70/165.24/190.03亿元，同比+35%/+20%/+15%；自营品GMV占比分别提升至59%/63%/65%。自营收入确认系数维持约89.6%，第三方商品代销变现率维持约17%，对应营业收入分别为82.96/104.31/122.70亿元，同比+45.5%/+25.7%/+17.6%。

2) 成本端： 预计FY2027-FY2029自营产品毛利率分别为30.0%/30.5%/31.0%，提升主要来自品类优化；服务业务毛利率维持稳定。由于相对低毛利率的自营收入占比持续提升，综合毛利率预计为35.3%/35.1%/35.2%，相对保持稳定。

3) 费用端： 由于新品大量发布，我们预计公司将维持一定的营销投流力度，预计FY2027-FY2029销售费用率分别为18.6%/18.5%/18.5%，研发费用率分别为1.9%/1.8%/1.7%。FY2027管理费用率预计为7.1%，主要系股份支付影响；FY2028-FY2029回落至4.4%/4.1%。

综上， 鉴于较高的业务景气度，我们上调之前的盈利预测。我们预计FY2027—FY2029公司营业收入分别为82.96/104.31/122.70亿元（前值76.05/95.85/114.20亿元），归母净利润分别为5.94/9.16/10.93亿元，经调整归母净利润（主要考虑股份支付费用影响）约8.74/10.46/11.53亿元（前值为8.53/9.99/11.69亿元），同比增长39%/20%/10%。按此前27.88港元收盘价对应PE分别为28/23/21倍。

表：公司FY2027—FY2029盈利预测核心假设

指标	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
营业收入（百万元）	5,701	8,296	10,431	12,270
同比增速	30%	45.5%	25.7%	17.6%
全渠道GMV（亿元）	102.0	137.7	165.2	190.0
同比增速	17.6%	35.0%	20.0%	15.0%
自营品GMV占比	52.6%	59.0%	63.0%	65.0%
第三方商品GMV占比	47.4%	41.0%	37.0%	35.0%
毛利（百万元）	2,039	2,932	3,656	4,314
毛利率	35.80%	35.34%	35.05%	35.16%
销售费用率	18.90%	18.60%	18.50%	18.50%
管理费用率（不含无形资产摊销）	5.20%	7.10%	4.40%	4.10%
经调整归母净利润（百万元）	629	874	1,046	1,153
同比增速	262.20%	39.10%	19.70%	10.20%

资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所测算

4.2 估值与投资建议

绝对估值：FCFF与FCFE现金流折现

基于FY2027—FY2029盈利预测，并将收入与经营利润预测延伸至FY2036，采用FCFF及FCFE十年折现。WACC约9.3%、权益成本9.6%、永续增长率2.0%，对应FCFF/FCFE每股价值34.76/35.70港元。

表：资本成本及绝对估值核心假设

指标	取值	指标	取值	指标	取值
无杠杆Beta	1.35	权益风险溢价	5.30%	税率	25.00%
无风险利率	2.10%	有杠杆Beta	1.40	债务成本	3.00%
权益成本Ke	9.6%	WACC	9.32%	永续增长率	2.00%
股本（百万股）	1,053.25	汇率（人民币/港元）	0.91	资本开支/收入	1.0%

表：FCFF估值敏感性分析（港元/股）

g/wacc	8.3%	8.8%	9.32%	9.8%	10.3%
3.5%	47.51	43.19	39.63	36.64	34.09
3.0%	44.58	40.86	37.75	35.10	32.82
2.5%	42.16	38.91	36.14	33.77	31.71
2.0%	40.12	37.24	34.76	32.61	30.73
1.5%	38.38	35.79	33.55	31.59	29.86
1.0%	36.87	34.53	32.49	30.68	29.08
0.5%	35.56	33.43	31.55	29.88	28.39

资料来源：东方甄选公告，国信证券经济研究所测算。注：1港元=0.86元人民币

表：FCFE估值敏感性分析（港元/股）

g/wacc	8.6%	9.1%	9.60%	10.1%	10.6%
3.5%	46.17	42.30	39.07	36.35	34.02
3.0%	43.60	40.24	37.40	34.97	32.86
2.5%	41.45	38.49	35.95	33.76	31.85
2.0%	39.63	36.99	34.70	32.71	30.96
1.5%	38.07	35.68	33.61	31.78	30.16
1.0%	36.71	34.54	32.64	30.95	29.45
0.5%	35.51	33.53	31.77	30.21	28.81

4.2 估值与投资建议

➤ 相对估值：品牌信任与内容能力支撑渠道品牌溢价

2) 相对估值：我们认为，收入预期转弱，消费决策回归商品品质的背景下，渠道品牌板块具有β景气度，而公司在渠道卡位、品类研发、品牌信任等方面α属性突出。根据前文分析，公司在FY2026年实现了收入和业绩的高增长，验证了向产品型公司转型的能力。进入FY2027，公司在品类开发和渠道拓展方面呈现出加速态势，公司在内容和选品上的能力奠定长期差异化竞争力，长期成长前景广阔，我们认为应该享有估值溢价。A股电商运营上市公司壹网壹创、百亚股份、青木科技2027自然年PE均值27倍，海外龙头Costco、沃尔玛由于壁垒及规模优势显著FY2028PE约38倍。综合考虑公司具有较高的成长性，我们给予公司FY2027PE33倍，对应合理估值32.62港元/股。

综合FCFF、FCFE及相对估值结果，给予公司合理估值区间32.62—34.76港元/股。我们认为短期内公司产品契合当下的消费需求，业务景气度高，业绩有望持续实现高增长；长期来看，公司属于抖音电商平台同时兼备内容+产品能力的稀缺性商家，合作基础稳固，同时自有APP、线下、视频号等新兴渠道正在探索阶段且已取得积极成效，支撑长期成长性。维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值表（不同上市地按各自财年口径展示）

公司	证券代码	股价（原始货币）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
壹网壹创*	300792.SZ	23.65	0.45	0.55	0.69	0.88	52.56	43.00	34.27	26.87
百亚股份*	003006.SZ	23.09	0.48	0.67	0.87	1.07	48.11	34.46	26.54	21.58
青木科技*	301110.SZ	37.12	1.33	1.41	1.87	2.29	27.91	26.32	19.85	16.21
美股 / 东方甄选 各自财年			FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E	FY2026A	FY2027E	FY2028E	FY2029E
Costco*	COST.O	982.73	20.76	22.99	25.27	27.21	47.34	42.74	38.89	36.11
沃尔玛*	WMT.O	118.77	2.73	2.95	3.27	3.70	43.51	40.26	36.32	32.10
东方甄选	01797.HK	26.70	0.60	0.83	0.99	1.09	38.27	27.67	23.19	21.07

资料来源：Wind、Costco公告、沃尔玛公告，国信证券经济研究所整理。注：海外公司按各自财年；股价与EPS使用相同交易货币；东方甄选EPS为经调整EPS；1港元=0.86元人民币，*公司盈利预测来自wind一致预期。

平台流量与渠道集中风险：抖音仍为核心交易渠道，若平台推荐、流量分配及佣金政策变化，或竞争加剧影响内容触达和订单转化，公司GMV增长及营销投入效率可能不及预期。

新品开发及跨品类拓展风险：营养保健、服饰、美妆等新品类存在需求判断、产品定价与库存管理风险，若新品销售不及预期或退货率上升，可能影响毛利率及周转效率。

质量管理与品牌声誉风险：自营商品覆盖食品、营养与个人护理等领域，供应商工艺、食品安全、宣传合规及售后处置若出现问题，可能对消费者信任及品牌复购产生负面影响。

会员及新渠道拓展风险：APP会员增长、多平台经营以及线下店布局均需要持续投入；若会员新增、复购和门店转化不及预期，相关渠道的收入与利润贡献可能低于预测。

线下渠道拓展风险：公司依托集团资源开发线下渠道仍处于早期阶段，若门店选址、动线、商品陈列、运营管理等决策不成熟，可能导致单店销售额不及预期，从而导致线下渠道贡献收入利润低于我们的预测。

主要股东及管理层减持风险。公司历史上曾发生重要股东及高管减持事件。若未来主要股东或管理层进一步减持，可能增加二级市场股票供给，对市场情绪及公司股价造成不利影响。

估值的风险：

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观，从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 32.62—34.76港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.1%、风险溢价 5.3%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们参考国内外零售及品牌消费企业的估值水平，综合考虑东方甄选自营商品增长潜力、品牌及内容优势，给予27年32倍估值倍数。但可比公司在业务结构、盈利模式、成长阶段和资本市场环境等方面存在差异，若市场风险偏好下降、消费行业整体估值中枢下移，或公司未来盈利增长未能兑现，可能导致相对估值结果偏高。

盈利预测的风险

我们预计FY2027—FY2029公司营业收入分别为82.96/104.31/122.70亿元，经调整归母净利润（主要考虑股份支付费用影响）约8.74/10.46/11.53亿元。上述盈利预测主要基于直播矩阵扩容、自营商品销售增长、商品结构优化、多渠道拓展及费用率逐步改善等假设。若抖音平台流量分配机制发生变化、新增直播账号爬坡慢于预期、自营商品销售增速放缓，或APP、线下等新渠道拓展进度不及预期，可能导致公司收入低于预测水平；若供应链成本、营销投入及新品研发费用高于预期，亦可能导致毛利率、费用率及经调整净利润不及预测的风险。

经营风险

公司目前仍以抖音平台为主要销售及获客渠道，对平台流量分配、交易规则及电商生态变化具有一定依赖。与此同时，自营商品品类逐步由食品向服饰、营养保健、家居个护等领域延伸，商品开发、质量控制及供应链管理难度相应提升。若未来平台政策调整、行业竞争加剧、产品质量管理出现问题，或新渠道投入未能形成预期经营回报，可能对公司品牌声誉、经营效率及盈利能力造成不利影响。

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2026	2027E	2028E	2029E		2024	2026	2027E	2028E	2029E
现金及现金等价物	2500	1701	3055	3635	4268	营业收入	4392	5701	8296	10431	12270
应收款项	311	367	523	657	779	营业成本	2988	3662	5364	6775	7956
存货净额	309	484	583	783	948	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	122	127	190	253	284	销售费用	902	1078	1543	1930	2270
流动资产合计	5759	6307	7979	9682	11503	管理费用	916	601	598	468	512
固定资产	32	28	74	122	170	财务费用	(3)	(2)	11	51	90
无形资产及其他	53	36	427	838	1270	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	28	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	221	545	727	914	1145	其他收入	472	324	13	14	16
资产总计	6093	6940	9231	11579	14111	营业利润	61	684	792	1221	1458
短期借款及交易性金融负债	0	0	100	100	100	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	528	754	1101	1391	1633	利润总额	61	684	792	1221	1458
其他流动负债	426	557	802	958	1154	所得税费用	55	140	198	305	364
流动负债合计	955	1310	2003	2449	2888	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	1000	2000	3000	归属于母公司净利润	6	544	594	916	1093
其他长期负债	20	13	17	3	3						
长期负债合计	20	13	1017	2003	3003	现金流量表（百万元）					
负债合计	975	1323	3020	4452	5890		2024	2026	2027E	2028E	2029E
少数股东权益	1	1	1	1	1	净利润	6	544	594	916	1093
股东权益	5118	5617	6210	7126	8219	资产减值准备	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	6093	6940	9231	11579	14111	折旧摊销	346	339	13	14	16
						公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(3)	(2)	11	51	90
关键财务与估值指标						营运资本变动	273	116	279	35	121
	2024	2026	2027E	2028E	2029E	其它	0	0	0	0	0
每股收益	0.01	0.52	0.56	0.87	1.04	经营活动现金流	625	999	886	965	1230
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	0	(31)	(450)	(473)	(496)
每股净资产	4.86	5.33	5.90	6.77	7.80	其它投资现金流	(188)	(1110)	0	(726)	(871)
ROIC	0%	28%	62%	128%	97%	投资活动现金流	(241)	(1465)	(632)	(1385)	(1598)
ROE	0%	10%	10%	13%	13%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	32%	36%	35%	35%	35%	负债净变化	0	0	500	500	500
EBIT Margin	-9%	6%	10%	12%	12%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-2%	12%	10%	12%	13%	其它融资现金流	(147)	(331)	100	0	0
收入增长	-33%	30%	46%	26%	18%	融资活动现金流	(147)	(331)	1100	1000	1000
净利润增长率	-98%	9383%	9%	54%	19%	现金净变动	237	(798)	1354	580	633
资产负债率	16%	19%	33%	38%	42%	货币资金的期初余额	2262	2500	1701	3055	3635
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	2500	1701	3055	3635	4268
P/E	139.4	38.5	27.7	23.1	21.0	企业自由现金流	0	709	435	520	790
P/B	4.7	4.3	3.9	3.4	2.9	权益自由现金流	0	379	1026	982	1222
EV/EBITDA	-427	42	39	26	22						

资料来源：wind，国信证券经济研究所测算。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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