www.research.cicc.com

跨境电商景气向上，头部卖家或迎经营反转



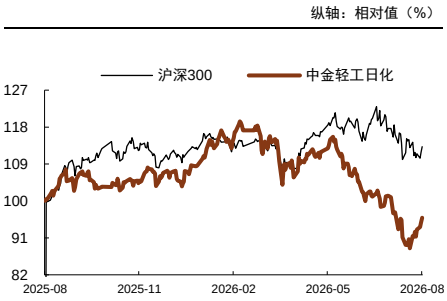
徐卓楠 分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080520080008
SFC CE Ref：BPR695
zhuonan.xu@cicc.com.cn



吴维佳, CFA 分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080521010011
SFC CE Ref：BHR850
weijia.wu@cicc.com.cn



邹煜莹 分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080524060021
SFC CE Ref：BXY419
yuying.zou@cicc.com.cn



股票名称	股票评级	目标价格	P/E (x) 2026E	P/E (x) 2027E
致欧科技-A	跑赢行业	23.00	18.3	14.2
赛维时代-A	跑赢行业	25.00	19.9	15.4

中金一级行业：可选消费

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

2026 年跨境电商行业景气成长，头部卖家或迎经营反转，本报告深度剖析成长周期、价值链分布及竞争格局，梳理投资机会。

理由

1、2026 年跨境电商景气向上，跨境电商头部卖家或迎经营反转。2020-2023 年疫情背景下海外电商渗透率提升，叠加欧美消费补贴、国内平台出海等多重催化，跨境电商卖家加速涌入，推动行业竞争加剧；2024 年起中美贸易摩擦制约海外业务拓展，加之电商平台规则收紧、流量扶持退坡、跨境税收申报及物流监管趋严等，行业经营压力持续抬升，中小卖家压力凸显。2026 年起，随贸易环境趋于平稳、库存压力消化及尾部企业出清，我们认为头部跨境卖家经营或迎底部反转，头部卖家或强者愈强。

2、全球行业快速扩容，中国卖家领跑，单体规模仍存提升空间。跨境电商高效对接国内优质生产及海外质价比需求，供需两旺下行业快速扩容，品牌型、供应链型、平台型卖家多点开花。据海关总署，2020-2025 年我国跨境电商出口额CAGR 15.9%。受益于供应链效率及电商模式创新，中国企业引领全球竞争，但由于目标市场远、业务链条长、能力迁移难，中国跨境卖家数量众多但规模偏小。据Marketplace Pulse，2025 年亚马逊约 50%活跃卖家来自中国，但 2026 年 7 月销售额前 100 名/5000-1 万名品牌中，中国卖家GMV占比为 6.8%/45.1%，卖家规模仍有较大提升空间。

3、产品品牌为基，敏捷供应链、数字化及AI转型筑就卖家护城河。1）产品品质为跨境卖家底层能力，品牌型卖家侧重产品差异化，以自有品牌实现提质成长，供应链型卖家侧重多品类快速响应，以稳定供应支持业务开拓；**2）敏捷供应链决定运营效率，**小单快反的柔性供应链为竞争核心，品牌型卖家以流程化生产、原材料集采等提升周转，供应链卖家以灵活采购加快响应；**3）数字化及AI转型实现集中调度，**跨境电商业务链条长，卖家需借助AI工具及数字化管控，实现资源集中调度，精细化运营提升人效。

盈利预测与估值

我们看好头部跨境卖家合规经营、品牌领先及AI转型优势下的经营反转及份额提升，推荐致欧科技、赛维时代等。

风险

地缘政治及贸易摩擦风险；平台规则变化；行业竞争加剧；海外需求不及预期；汇兑变化；原材料价格上行风险。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

目录

投资建议：头部卖家或迎经营反转，关注底部价值 4
2026 年起跨境电商行业景气向上，竞争趋于缓和 4
2026 年头部跨境电商卖家或迎经营反转 5
跨境电商：万亿级市场持续扩容，细分赛道发展分化 9
跨境电商万亿级蓝海，行业扩容底层动力充足 9
全球地区间发展分化，服饰、日用家居等轻工业品持续成长 11
商业模式探析：业务链条长，供应链型、品牌型、平台型卖家齐发展 16
产业链图谱：业务链条长，跨境卖家多专注单一环节 16
跨境卖家商业模式：供应链型、品牌型、平台型企业 17
从价值链分布，剖析跨境卖家核心经营环节 20
跨境电商卖家价值链：品类间成本分布不同，净利率多位于 5-10%区间 20
供应链采购：全流程数字化生产，小单快反支撑高效供应 21
跨境电商平台：理解平台规则，借势实现成长 21
竞争格局：中国企业主导竞争，头部卖家强者愈强 29
中国跨境电商卖家及平台加速出海，引领全球竞争 29
产品为基、供应链高效、数字化转型的品牌卖家有望强者愈强 30
风险提示 35

图表

图表 1：疫情后中国卖家加速入驻 Amazon 4
图表 2：疫情后中国卖家加速入驻 Walmart 4
图表 3：2022 年起 Amazon 新卖家趋势下降 4
图表 4：2022 年起 Amazon 活跃卖家数量下降 4
图表 5：我国跨境电商头部卖家收入持续增长 5
图表 6：我国跨境电商头部卖家库存回落至低位 5
图表 7：我国跨境电商头部卖家盈利有望改善 6
图表 8：我国跨境电商头部卖家 ROE 底部修复 6
图表 9：国内主要 B2C 跨境电商企业财务数据对比 7
图表 10：跨境电商核心标的一览表 8
图表 11：2026-2030 年全球电商市场 CAGR 9.3% 9
图表 12：2020-2025 年我国跨境电商出口额 CAGR 15.9% 9
图表 13：美国经济发展呈现 K 型分化 10
图表 14：全球电商渗透率稳步提升 10
图表 15：我国制造业产能充足支撑电商海外拓展 10
图表 16：2025 年我国跨境电商出口货源地分布 10
图表 17：我国多维政策支持跨境电商加速发展 11
图表 18：全球各地区电商市场发展分化 12

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 19：我国跨境电商出口区域分布 12
图表 20：美国电商渗透率持续提升 12
图表 21：2025 年美国电商竞争格局 12
图表 22：2026-2030 年欧洲电商市场规模 CAGR 7.8% 13
图表 23：2025 年西欧电商平台竞争格局 13
图表 24：2026-2030 年东南亚电商市场规模 CAGR 11.9% 13
图表 25：东南亚电商平台三足鼎立（2025 年） 13
图表 26：拉美电商市场规模持续快增 14
图表 27：2025 年拉美电商渗透率较低 14
图表 28：拉美电商平台 CR5 呈现集中趋势 14
图表 29：拉美对中国商品接受度较高 14
图表 30：2025 年中国跨境电商出口商品结构 15
图表 31：国内线下零售、本土电商、跨境电商业务链条对比 16
图表 32：我国跨境电商产业链图谱 17
图表 33：我国供应链型、品牌型、平台型跨境电商企业对比 19
图表 34：跨境电商卖家价值链分布（2025 年） 20
图表 35：跨境电商卖家三大供应链合作模式 21
图表 36：Amazon Prime 会员消费力较强 22
图表 37：Amazon Prime 会员订阅服务收入提升 22
图表 38：Amazon 经营模式及 A9 流量分发体系 23
图表 39：Amazon 美国站服饰品类佣金变化 24
图表 40：Amazon 库存管理政策利好高效卖家成长 24
图表 41：Temu GMV 持续快增 25
图表 42：Temu 全托管及半托管业务模式对比 26
图表 43：2025 年 TikTok Shop 分地区 GMV 27
图表 44：2025 年 TikTok Shop 分品类 GMV 27
图表 45：TikTok Shop 分地区佣金和手续费 28
图表 46：TikTok 广告投放成本具备优势 28
图表 47：TikTok Shop 信息流漏斗算法利好具备优质视频打造能力的头部卖家 28
图表 48：中国卖家主导海外跨境电商竞争 29
图表 49：2026 年 7 月 Amazon 头部卖家中中国卖家占比 29
图表 50：中国企业跻身美国前十大电商平台 30
图表 51：中国企业于海外电商平台份额仍有较大提升空间 31
图表 52：产品为基、供应链快反、数字化提效、自有品牌建设的卖家有望强者愈强 32
图表 53：2013-2020 年淘宝双 11 服装品牌 TOP10 33
图表 54：2013-2020 年淘宝双 11 美妆品牌 TOP10 33
图表 55：韩都衣舍 2014 年-1H17 营收情况 34
图表 56：韩都衣舍 2014 年-1H17 归母净利润 34
图表 57：可比公司估值表 35

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

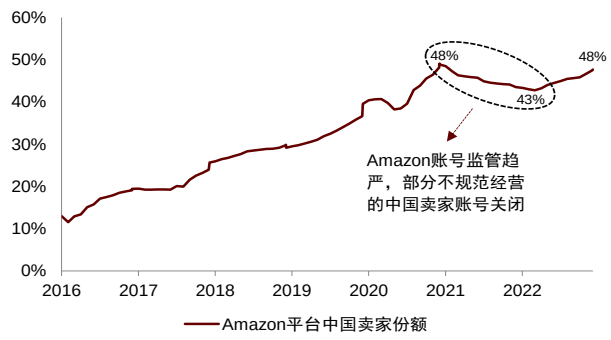
投资建议：头部卖家或迎经营反转，关注底部价值

2026 年起跨境电商行业景气向上，竞争趋于缓和

我国跨境电商卖家出海经历先提速、后理性的发展阶段。具体看，

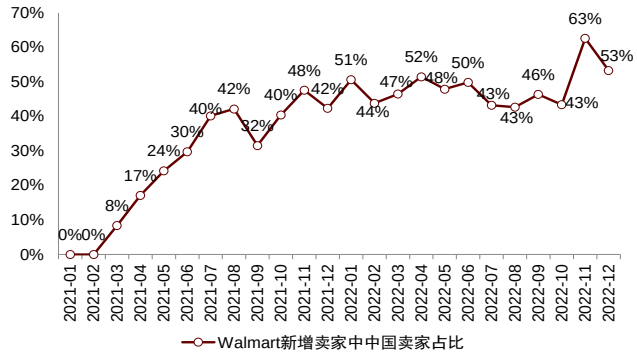
- **提速发展期：**2020-2022 年疫情约束线下购物场景，全球电商购物渗透率提升及跨境履约配套设施建设，助力我国跨境电商卖家提速出海。据 Marketplace Pulse，2022 年 Amazon/Walmart 中我国卖家数量占比达 48%/53%。
- **理性出海期：**一方面，宏观环境上，2024 年中美贸易摩擦、欧美小包直邮政策调整等背景下，中小卖家跨境电商出海业务流程及盈利能力受负面冲击；另一方面，平台规则趋严、电商扶持政策退坡、税收申报及跨境物流监管收紧等进一步加大跨境电商经营压力，挤压中小卖家生存空间。据 Marketplace Pulse，2022 年起 Amazon 新注册卖家、活跃卖家数量趋势下降，2025 年新注册卖家中中国企业占 59.9%，占比为过去五年内首次下降，行业进入理性成长期。

图表 1：疫情后中国卖家加速入驻 Amazon



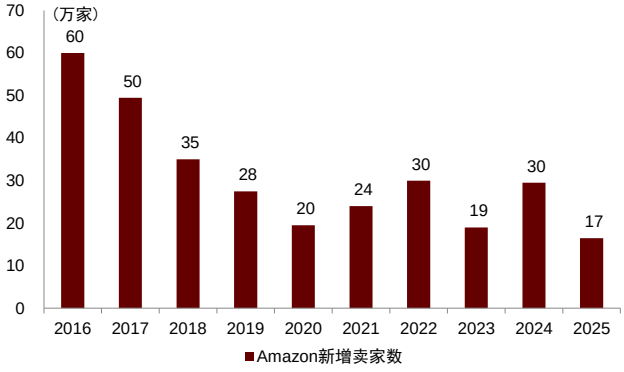
资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

图表 2：疫情后中国卖家加速入驻 Walmart



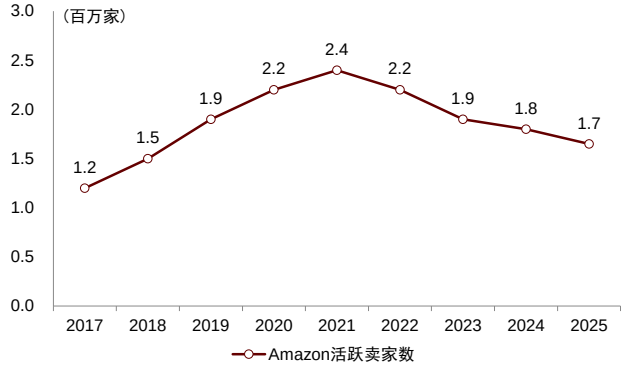
资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

图表 3：2022 年起 Amazon 新卖家趋势下降



资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

图表 4：2022 年起 Amazon 活跃卖家数量下降



资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

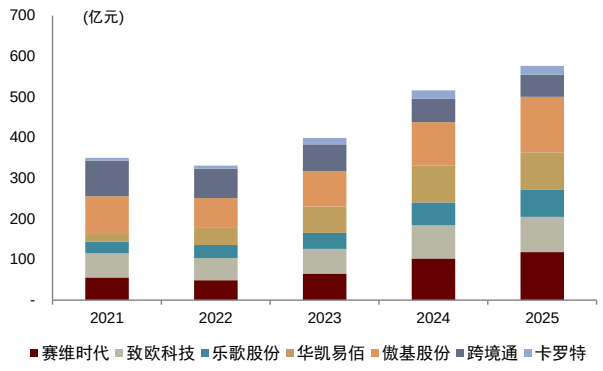
2026 年头部跨境电商卖家或迎经营反转

复盘我国头部跨境卖家发展历程，2023 年行业红利及竞争加剧背景下，多个卖家跨品类经营并加大备库，行业库存压力开始提升；2024-2025 年，中美关税摩擦升级，跨境卖家经营直接承压。2026 年起，随贸易环境正常化、行业库存压力消化、中尾部卖家出清，我们认为头部企业或迎来经营反转。

我们以 A 股及 H 股上市跨境电商卖家为统计范围，具体看，

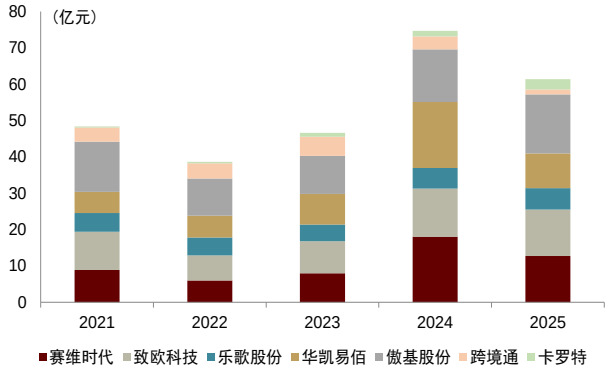
- **收入端**：头部上市跨境电商卖家凭品类深耕及外延成长，2022 年以来收入持续增长，统计范围内的公司 2021-2025 年合计收入 CAGR 达 13.3%，但 2025 年在中美关税摩擦影响下，头部卖家收入增速放缓，2025 年收入同增 12%。
- **库存端**：行业红利及竞争加剧背景下，多个卖家加大库存及品类布局。例如，赛维时代拓展非服饰品类，华凯易佰及傲基股份拓展泛品销售布局，2024 年起库存显著提升。2025 年起，头部跨境卖家调转业务方向，进行业务聚焦，对非核心品类加速低价折扣去库，1Q26 行业库存已回落至正常水位，库存端对经营拖累减缓。
- **利润端**：跨境电商卖家 2023 年起盈利能力持续承压，我们认为主因中美贸易摩擦、个别去库存拖累、行业竞争、平台规则调整等。2026 年起，随欧美贸易环境及平台规则趋于稳定，叠加行业重回理性竞争，1Q26 跨境电商头部卖家盈利能力底部改善，但我们认为仍需关注汇兑、原材料价格后续影响。
- **资本回报**：盈利能力承压、部分品类库存高企等综合影响下，我国跨境电商卖家 ROE 于 2023-2025 年集体承压，我们认为 2026 年有望逐步改善。

图表 5：我国跨境电商头部卖家收入持续增长



注：统计范围包括赛维时代、致欧科技、乐歌股份、华凯易佰、傲基股份、跨境通、卡罗特
资料来源：公司公告，中金公司研究部

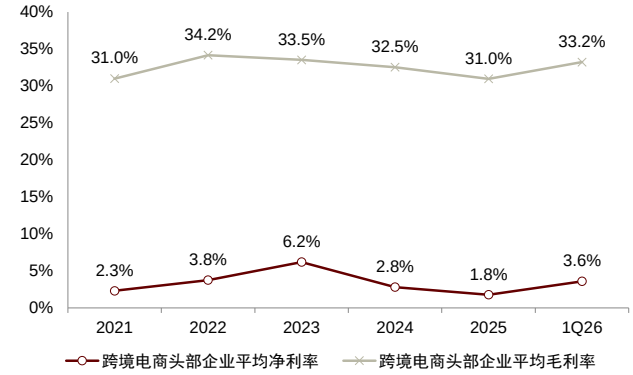
图表 6：我国跨境电商头部卖家库存回落至低位



注：统计范围包括赛维时代、致欧科技、乐歌股份、华凯易佰、傲基股份、跨境通、卡罗特
资料来源：公司公告，中金公司研究部

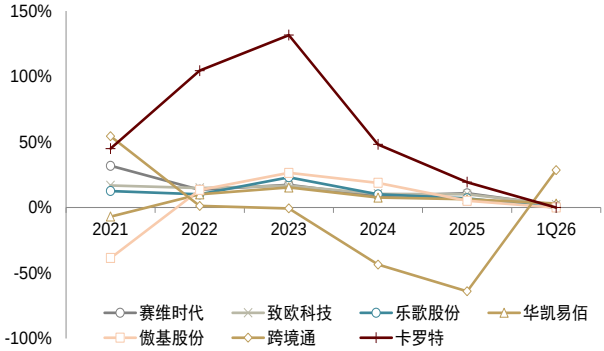
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 7：我国跨境电商头部卖家盈利有望改善



注：统计范围包括赛维时代、致欧科技、乐歌股份、华凯易佰、傲基股份、跨境通、卡罗特
资料来源：公司公告，中金公司研究部

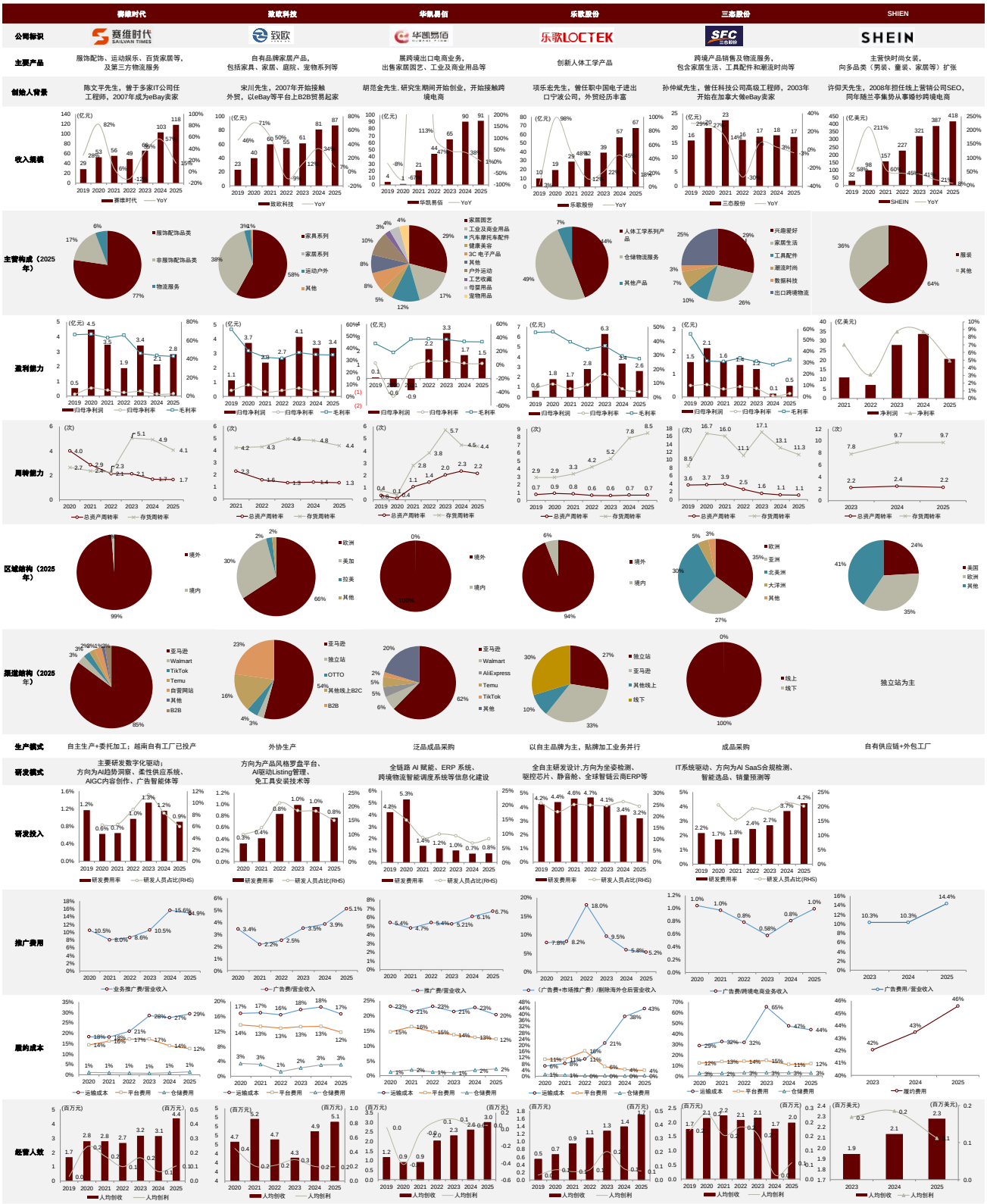
图表 8：我国跨境电商头部卖家 ROE 底部修复



注：统计范围包括赛维时代、致欧科技、乐歌股份、华凯易佰、傲基股份、跨境通、卡罗特
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 9：国内主要 B2C 跨境电商企业财务数据对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

建议关注：1）品类深耕、品牌领先的品牌型卖家，推荐致欧科技、赛维时代等；2）供应链效率领先，库存管理高效的供应链卖家；3）平台及服务卖家。

图表 10：跨境电商核心标的一览表

	股票代码	股票简称	公司介绍
品牌型卖家	301376.SZ	致欧科技	家具家居跨境电商品牌卖家
	301381.SZ	赛维时代	服饰跨境电商品牌卖家，专注男装、家居服、女装等
	300729.SZ	乐歌股份	智能家居办公跨境电商品牌及海外仓企业
	301606.SZ	绿联科技	消费电子品牌及数码产品跨境卖家
	2519.HK	傲基股份	家具家居跨境电商品牌及跨境物流方案提供商
	2549.HK	卡罗特	厨具及厨房用品跨境电商品牌
	2420.HK	子不语	服饰鞋履的跨境电商品牌
	920065.BJ	千岸科技	文具、消费电子、运动等多品类跨境电商品牌
	2543.HK	大行科工	折叠自行车跨境卖家
供应链卖家	300592.SZ	华凯易佰	泛品型跨境电商卖家及跨境交易方案提供者
	301558.SZ	三态股份	泛品型跨境电商卖家及第三方出口物流综合企业
	002803.SZ/2603.HK	吉宏股份	跨境社交电商与快消品包装领先企业
	002640.SZ	跨境通	时尚品牌及母婴的跨境进出口零售企业
平台及服务卖家	PDD.O	拼多多	全球跨境电商平台
	GCT.O	大健云仓	大件跨境物流及B2B电商方案提供方
	002315.SZ	焦点科技	综合型B2B电商服务平台
	2505.HK	EDA集团控股	全球领先的智能跨境物流及海外仓供应链服务商

注：拼多多由互联网组覆盖，焦点科技由电信软件教育组覆盖

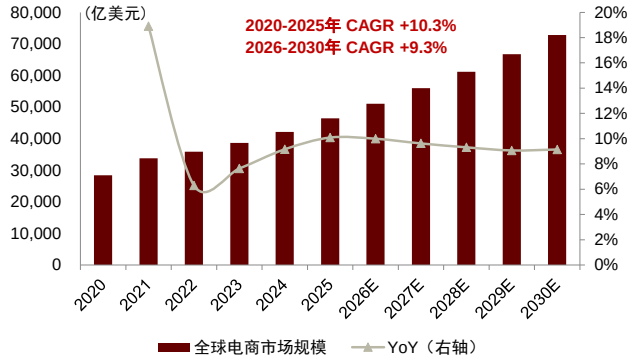
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

跨境电商万亿级蓝海，行业扩容底层动力充足

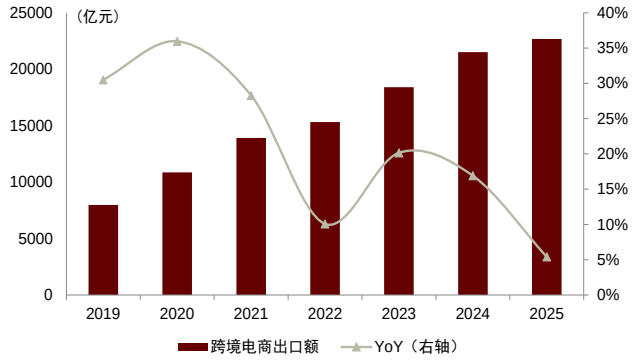
全球电商快速扩容进行时，中国跨境卖家持续出海。据欧睿数据，2025 年全球电商市场规模预计达 4.6 万亿美元，预计 2030 年扩张至 7.3 万亿美元，对应 2026-2030 年 CAGR 9.3%，全球电商行业快速成长。中国制造生产全球竞争优势、互联网快速出海等推动下，我国跨境电商加速出海，据海关总署，2025 年我国跨境电商出口额同增 5.4%至 2.27 万亿元，占我国货物贸易出口总值的 8.4%，对应 2020-2025 年 CAGR 15.9%。

图表 11：2026-2030 年全球电商市场 CAGR 9.3%



资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 12：2020-2025 年我国跨境电商出口额 CAGR 15.9%



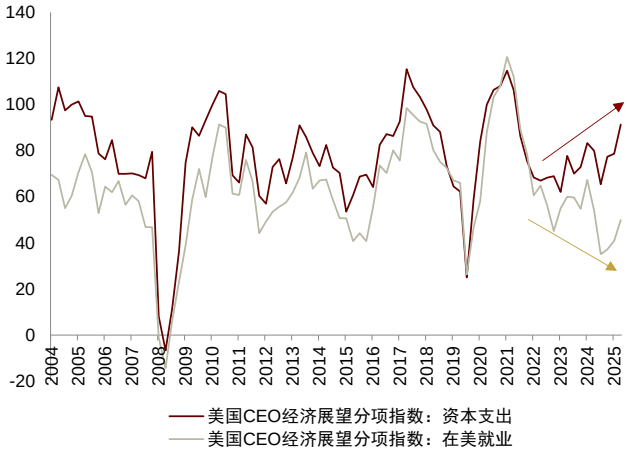
资料来源：海关总署，中金公司研究部

供需两旺、平台出海、政策支持，跨境电商行业扩容底层动力充足。海外性价比消费需求旺盛、国内优质供应链高效对接、电商平台加速出海及政策多维支持下，我国跨境电商行业扩容底层动力充足。具体看：

- **需求端：海外经济 K 型分化支撑质价比消费，全球电商渗透率提升、仓配成熟支撑中长期需求。**1）短期看，据中金公司宏观团队观点，中美等全球核心经济体经济呈现 K 型分化，投资表现强劲的同时，企业投资并未拉动就业进而刺激消费。基于此，我们认为海外消费者对质价比产品需求有望持续旺盛，支撑跨境电商行业成长；2）中长期看，随着跨境电商平台建设成熟、物流仓配建设、跨境支付等配套系统完善，在线购物体验优化有望推动跨境电商行业扩容。据欧睿，2026 年全球电商渗透率约 25%，2030 年有望提升至 28%。

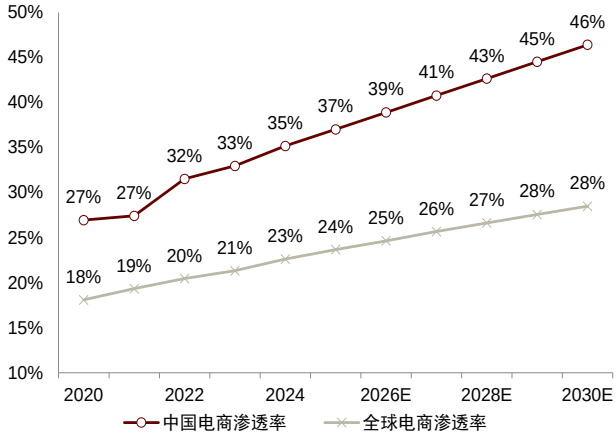
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 13：美国经济发展呈现 K 型分化



资料来源：美国商务圆桌协会，中金公司研究部

图表 14：全球电商渗透率稳步提升



资料来源：欧睿，中金公司研究部

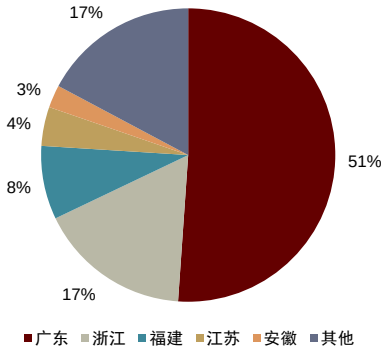
► **供给端：中国制造产能充足支撑海外拓展，沿海轻工产业集群发展领先。**从制造业体量看，据工信部，2024 年中国制造业增加值占全球比重已接近 30%，且据国家统计局，2025 年我国制造业平均产能利用率约 75%，充沛产能支撑跨境电商出海拓展。分地区看，受益于智能化制造及全产业链集群优势，我国沿海轻工产业集群跨境电商发展领先，据海关总署，2025 年我国跨境电商出口货源地中，广东以 51.1%的占比位列第一，浙江、福建、江苏占比分别为 16.8%、8.1%、4.3%。

图表 15：我国制造业产能充足支撑电商海外拓展



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 16：2025 年我国跨境电商出口货源地分布



资料来源：海关总署，中金公司研究部

► **平台端：我国跨境电商平台加速出海，带动中小企业海外开拓。**近年来，以 Temu、SHEIN、TikTok Shop 为代表的我国跨境电商平台正加速出海，以国内互联网电商经验、全托管等业务模式，高效对接海外消费者及国内中小企业。我们认为，随电商平台及商业模式出海，国内中小企业出海链条有望简化，促进跨境电商市场扩容。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

- **政策端：明确培育跨境电商外贸新动能，政策多维支持国货出海。**2024 年 6 月商务部等 9 部门发布《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，从培育跨境电商经营主体、加大金融支持力度、加强相关基础设施和物流体系建设、优化监管与服务、标准规则建设与国际合作五大维度赋能行业成长。2026 年 3 月，海关总署发布《关于全面推广跨境电商零售出口商品跨关区退货的公告》，进一步优化跨境电商业务流程。贸易环境上，截至 2025 年底，我国已与 36 个国家建立双边电子商务合作机制，设立 178 个跨境电商综合试验区，护航跨境电商行业发展。

图表 17：我国多维政策支持跨境电商加速发展

	颁布时间	会议/政策名称	发言/发布机构	相关内容
最新政策	2024年6月	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	商务部、国家发展改革委、财政部、交通运输部、中国人民银行、海关总署、税务总局、金融监管总局、国家网信办	**积极培育跨境电商经营主体**：1）大力支持跨境电商赋能产业发展；2）提升服务跨境电商企业能力；3）支持跨境电商企业"借展出海"；4）加强跨境电商行业组织建设与人才培养 **加大跨境电商企业金融支持力度**：1）畅通融资渠道；2）优化跨境资金结算服务；3）推动供应链降本增效 **加强相关基础设施和物流体系建设**：1）推动跨境电商海外仓高质量发展；2）增强跨境电商物流保障能力；3）助力跨境电商相关企业"走出去" **优化监管服务**：1）优化跨境电商出口监管；2）提升跨境数据管理和服务水平 **积极开展标准规则建设与国际合作**：1）加快跨境电商标准建设；2）促进合规经营；3）深化国际交流合作
	2024年11月	《关于进一步促进跨境电商出口发展的公告》	海关总署	取消跨境电商出口海外仓企业备案；简化出口单证申报手续；扩大出口拼箱货物"先查验后装运"试点；推广跨境电商零售出口跨关区退货监管模式
	2026年3月	《关于全面推广跨境电商零售出口商品跨关区退货的公告》	海关总署	跨关区退货仅适用跨境电商零售出口商品，退回商品仅允许退至开展跨境电商零售出口业务的海关监管场所
贸易环境	2023年6月	《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）	中国与东盟10国等15个缔约国	协定生效后区域内**90%以上**的货物贸易将最终实现**零关税**，主要是立刻降税到零和10年内降税到零
	2023年12月	中央经济会议	中央经济工作会议	要加快培育外贸新动能，巩固外贸外资基本盘，拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、**跨境电商出口**
	2024年1月	国新办发布会	商务部	继续培育跨境电商外贸新动能：1）出台**《拓展跨境电商出口，推进海外仓发展的若干措施》；2）推动跨境电商赋能产业带，支持传统外贸企业发展跨境电商**，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；3）加强行业交流培训；4）推动出台《跨境电商知识产权保护指南》
报税政策	2022年4月	《关于进一步加大出口退税支持力度 促进外贸平稳发展的通知》	海关总署	规范跨境电商零售出口**税收管理**等
	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》	财政部、海关总署、税务总局	对符合规定跨境电商出口退运商品，免征进口关税、进口增值税、消费税，出口时已征收出口关税**准予退还**
	2025年1月	《关于支持跨境电商出口海外仓发展出口退（免）税有关事项的公告》	国家税务总局	1）对以"9810"方式出口货物实行离境即退税；2) 区分已/未销售货物申报流程，允许未销售货物申请预退税；3) 规定预退税核算期限及多退少补；4) 简化单证备案要求，允许使用海外仓租赁协议等合同替代
仓储物流	2021年11月	《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	商务部	1）支持加快发展贸易新业态，包括促进跨境电商持续健康发展；2）发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等
	2026年1月	《加快培育交通物流领军企业 提升产业链供应链服务保障能力行动方案》	交通运输部、工业和信息化部、商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家金融监督管理总局、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局	完善交通物流服务网络，提升交通物流一体化服务水平，深化交通物流与产业融合发展，加速交通物流数智化赋能，增强交通物流安全韧性等
外汇支付	2020年5月	《国家外汇管理局关于支持贸易新业态发展的通知》	国家外汇管理局	提高贸易外汇收支**便利化水平**
试验区建设	2021年7月	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	国务院办公厅	完善跨境电商发展支持政策，扎实推进跨境**电子商务综合试验区**建设，培育一批优秀海外仓企业
	2021年12月	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	大力发展跨境电商，扎实推进跨境电商**综合试验区建设**，积极鼓励各业务环节探索创新，**培育壮大一批跨境电商龙头企业**、海外领军企业和优秀产业园区，打造跨境电商产业链和生态圈
	2023年4月	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	国务院办公厅	支持跨境电商业态；鼓励创新建设跨境电商综合试验区，积极发展"跨境电商+产业带"模式；加快出台**知识产权保护指南**；指导企业利用好**跨境电商税收政策**等
	2025年4月	《国务院关于同意在海南全岛和秦皇岛等15个城市（地区）设立跨境电子商务综合试验区的批复》	国务院	在海南全岛和秦皇岛市、保定市、二连浩特市、丹东市、滁州市、三明市、开封市、新乡市、鄂州市、邵阳市、梧州市、北海市、防城港市、广安市、博尔塔拉蒙古自治州等15个城市（地区）设立跨境电商综合试验区

资料来源：商务部，国家发展改革委，财政部，交通运输部，中国人民银行，海关总署，国家税务总局，国家金融监督管理总局，国家网信办，中央经济工作会议，工业和信息化部，国务院国有资产监督管理委员会，国家铁路局，中国民用航空局，国家邮政局，国家外汇管理局，国务院办公厅，国务院，中金公司研究部

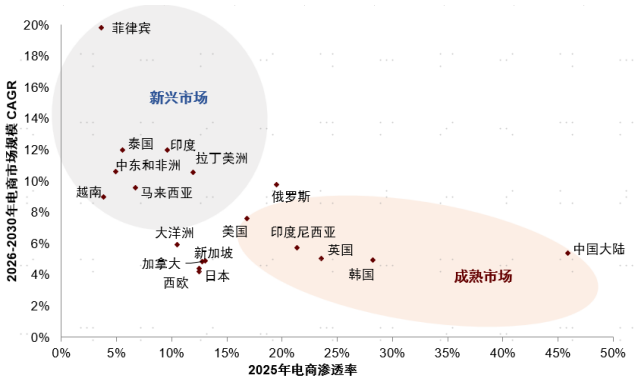
全球地区间发展分化，服饰、日用家居等轻工业品持续成长

分地区看：欧美市场趋于成熟，拉美、东南亚跨境电商方兴未艾

全球跨境电商市场发展分化，欧美趋于成熟，拉美、东南亚市场方兴未艾。由于移动互联网基础设施、仓配物流网络等发展差异，全球跨境电商市场发展节奏分化，欧美等地区趋于成熟，拉美、东南亚市场方兴未艾，渗透率提升有望带动新兴市场持续扩容。据中国外汇，2025 年中国跨境电商出口目的地中，北美、东盟、欧盟占比分别为 18.4%、23.2%、23.8%。

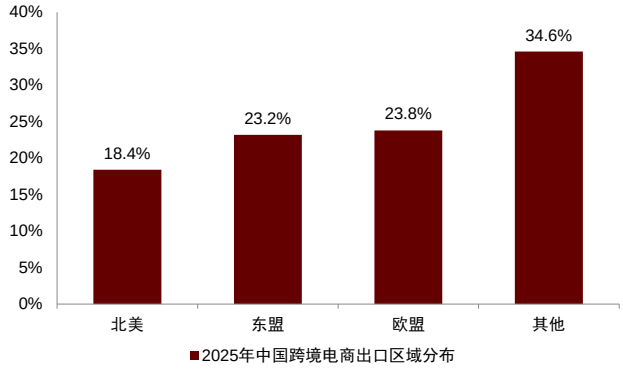
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 18：全球各地区电商市场发展分化



资料来源：EMARKETER，中金公司研究部

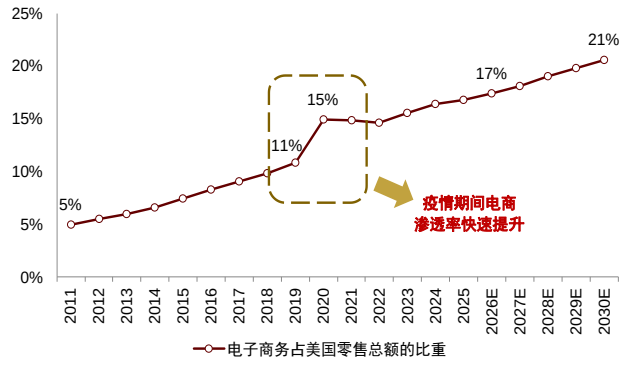
图表 19：我国跨境电商出口区域分布



资料来源：中国外汇，中金公司研究部

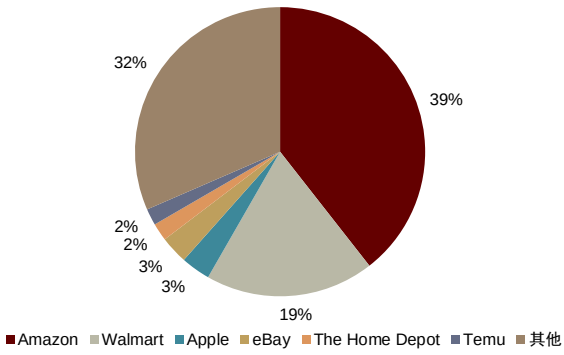
美国市场：电商稳步发展，中国电商出海下竞争相对激烈。线上消费习惯培育、物流网络建设等推动下，我们认为美国电商渗透率有望持续提升。据 EMARKETER，2026-2030 年美国电商市场规模 CAGR 达 7.6%，2030 年电商渗透率预计达 21%，较 2026 年提升 4ppt。竞争格局上，据 EMARKETER，2025 年美国电商平台 CR5 为 67%，较 2020 年的 59%提升 8ppt，呈头部集中趋势，其中 Amazon、Walmart 等传统平台电商领跑。同时，随着 Temu、TikTok Shop、SHEIN 等新兴平台加速出海，兴趣电商、独立站同步发展，我们预计当前美国电商流量竞争或相对激烈。

图表 20：美国电商渗透率持续提升



资料来源：EMARKETER，中金公司研究部

图表 21：2025 年美国电商竞争格局

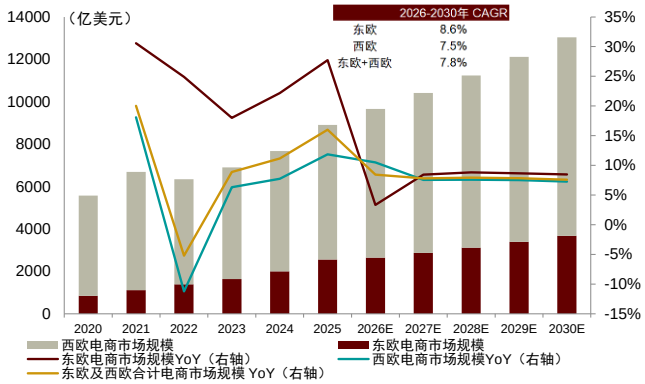


资料来源：EMARKETER，中金公司研究部

欧洲市场：需求恢复增长，电商平台份额较为分散。地缘政治、能源危机及通胀高企影响下，2022 年起欧洲电商短期承压，但随上述影响趋于减弱，2025 年起欧洲电商需求恢复成长。据欧睿，2025 年欧洲电商市场规模同比增长 16%，2026-2030 年 CAGR 预计为 7.8%。平台竞争上，据欧睿，2025 年西欧电商平台 CR5 为 36%，份额相对分散，其中 Amazon 市占率 23%位居第一，份额领先优势明显；中国电商平台 Temu、AliExpress、SHEIN 份额进入前十，近年来快速成长。

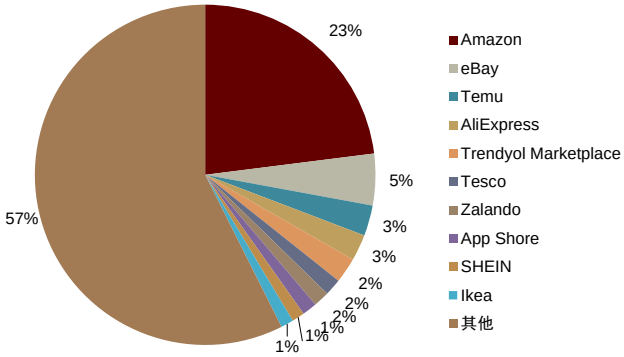
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 22：2026-2030 年欧洲电商市场规模 CAGR 7.8%



资料来源：欧睿，中金公司研究部

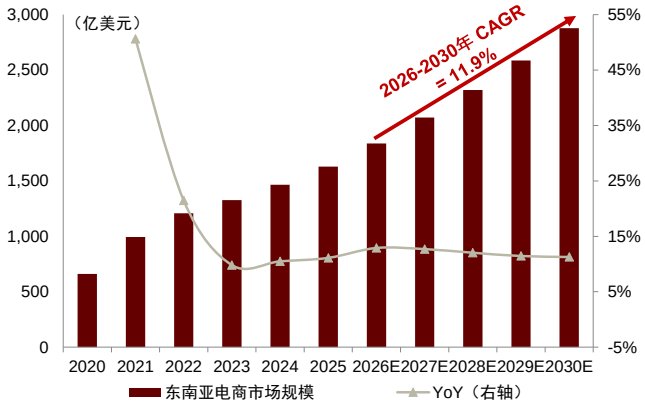
图表 23：2025 年西欧电商平台竞争格局



资料来源：欧睿，中金公司研究部

东南亚市场：渗透率提升，三大本土电商平台主导。TikTok Shop 统计 2025 年东南亚电商渗透率约 11%，电子支付体系完善、物流效率提升及电商平台服务成熟等推动下，东南亚电商市场正处于快速扩容阶段。据欧睿数据，2026-2030 年东南亚电商市场 CAGR 达 11.9%。竞争格局上，Shopee、Lazada、TikTok Shop 三足鼎立，Shopee 于印度尼西亚、马来西亚、越南等市场份额优势领先，Temu 凭借全托管打造高性价比，TikTok Shop 通过社媒推广及兴趣电商模式加速追赶。

图表 24：2026-2030 年东南亚电商市场规模 CAGR 11.9%



注：东南亚电商市场规模数据不包含东帝汶
资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 25：东南亚电商平台三足鼎立（2025 年）

印度尼西亚		马来西亚		新加坡	
平台	市场份额	平台	市场份额	平台	市场份额
Shopee	46.4%	Shopee	48.4%	Shopee	26.6%
Tokopedia	16.9%	Lazada	13.9%	NTUC FairPrice	8.8%
TikTok Shop	13.2%	TikTok Shop	8.8%	App Store	7.0%
Bukalapak	7.3%	Temu	8.7%	Lazada	6.8%
Lazada	5.9%	Zalora	3.9%	Amazon	5.2%
越南		**菲律宾**		**泰国**	
平台	市场份额	平台	市场份额	平台	市场份额
Shopee	40.2%	Shopee	31.4%	Shopee	22.8%
TikTok Shop	30.7%	TikTok Shop	13.5%	TikTok Shop	18.6%
Lazada	1.9%	Lazada Marketplace	13.2%	Lazada	16.9%
FPT Shop	1.3%	Temu	5.2%	Temu	2.9%
Mobile world	1.2%	Lazada	3.0%	7 Delivery	2.6%

资料来源：欧睿，中金公司研究部

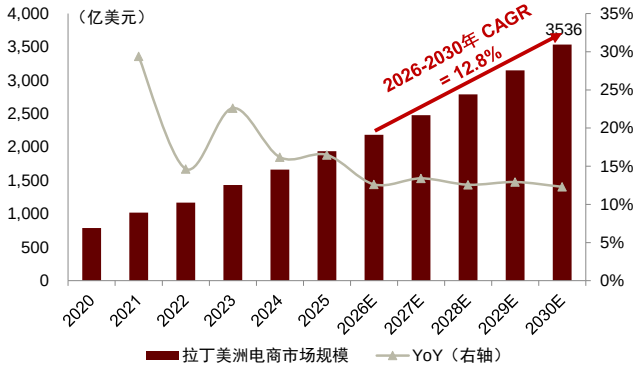
拉美市场：渗透率提升带动行业快增，本土电商平台主导。据欧睿，2030 年拉美电商市场规模有望达到 3,536 亿美元，对应 2026-2030 年 CAGR 达 12.8%。我们认为，随着电商平台拉美业务培育、电子支付及交通物流等趋于成熟，拉美电商渗透率有望持续提升，带动行业扩容。

竞争格局上，据欧睿，1）本土电商依托“电商+物流+金融”全链路生态份额领先，

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

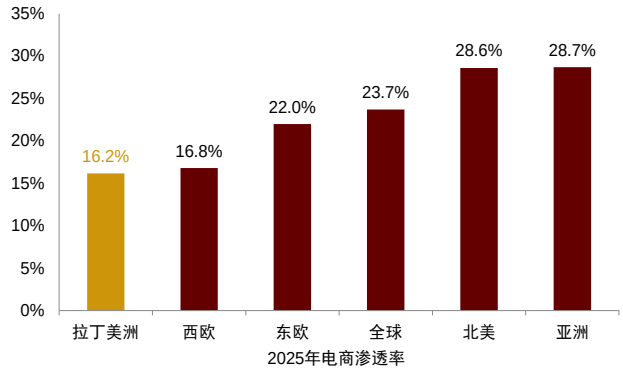
2025 年 Mercado Libre 以 26%市占率位列第一；2）国际电商平台以终端配送、物流等优质服务破局，2025 年 Amazon 份额 11%位列第二；3）中国电商加速全托管等模式创新，将中国高性价比产品引入拉美电商市场，2025 年 Temu 拉美市占率为 3.8%。此外，拉美消费者对中国商品接受度较高，据 DHL，2026 年巴西 82%电商消费者购买过中国产品，我们认为有望进一步打开中国跨境卖家拉美市场空间。

图表 26：拉美电商市场规模持续快增



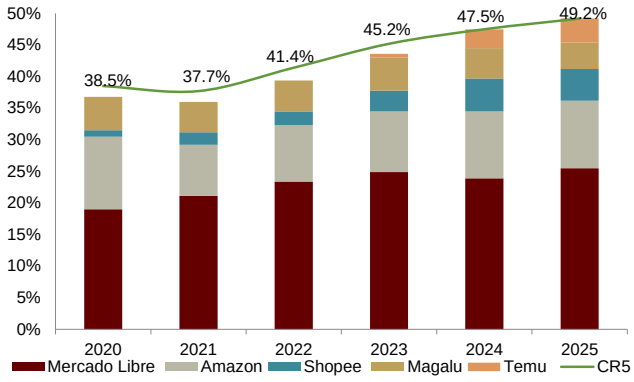
资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 27：2025 年拉美电商渗透率较低



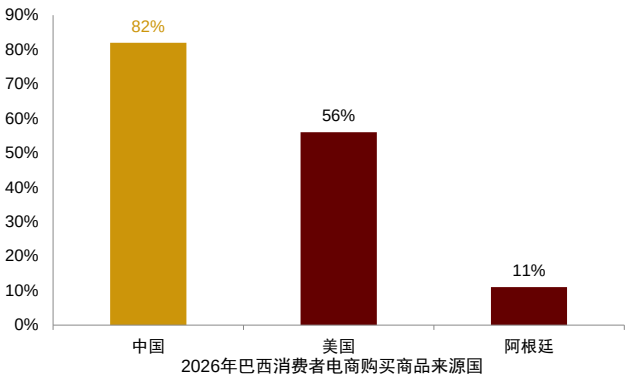
资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 28：拉美电商平台 CR5 呈现集中趋势



资料来源：欧睿，中金公司研究部

图表 29：拉美对中国商品接受度较高



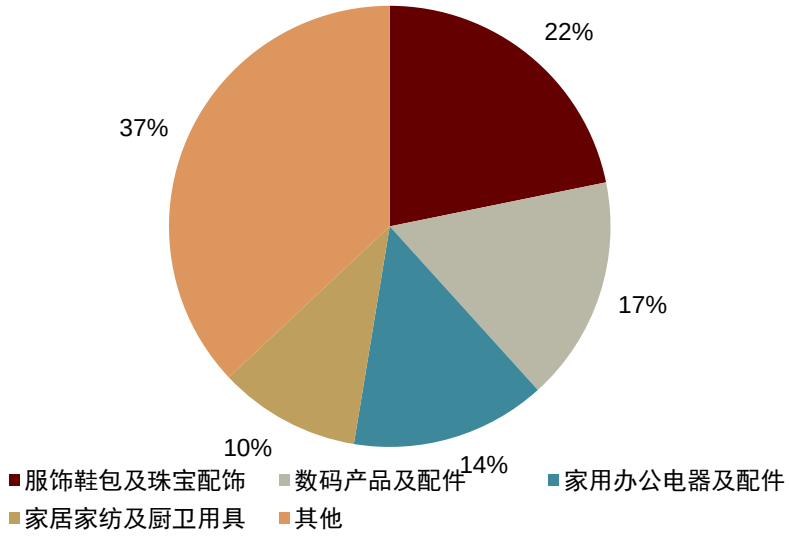
资料来源：DHL，中金公司研究部

分品类看：服饰鞋包、家居电器、数码设备增速领先

服饰鞋包、家居电器、数码设备增速领先。跨国远程运输品类限制、国内供应链优势等共同影响下，服饰鞋包、家居电器、数码设备为我国跨境电商主要品类。其中，服饰鞋履由于体积轻小、易出现热门单品，为跨境电商第一大细分品类。据海关总署，2025 年服饰鞋包及珠宝配饰占我国跨境电商出口总额的 21.8%，数码产品及配件、家用办公电器及配件分别占 16.5%、14.3%。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 30：2025 年中国跨境电商出口商品结构



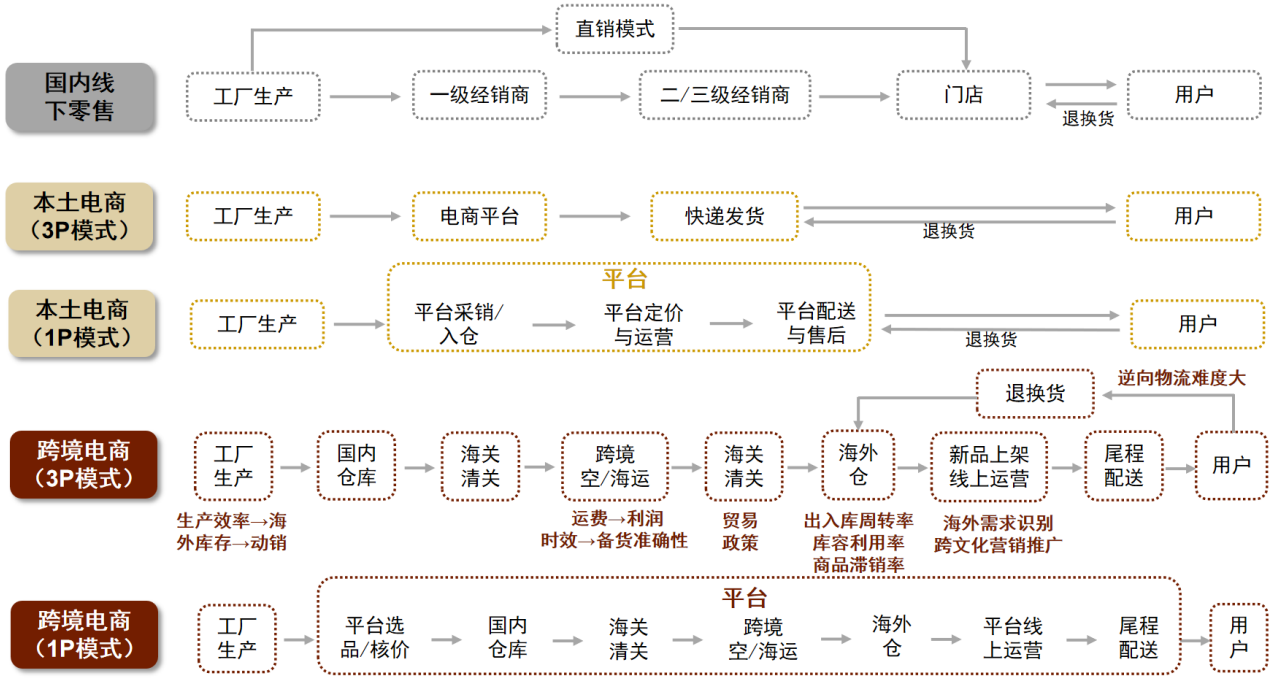
资料来源：海关总署，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

产业链图谱：业务链条长，跨境卖家多专注单一环节

跨境电商业务链条长且复杂，各环节间存在蝴蝶效应。跨境电商业务涉及生产采购、跨境运输、进出口清关、海外尾程仓配、跨境支付等多个环节，业务链条长且需多国协同运作。过程中，跨境电商信息流、物流、资金流分离，各环节存在明显的蝴蝶效应，供应链交付、库存管理颗粒度、航运效率或直接影响终端动销及资金周转，且海运费、汇率波动对利润影响较大，跨境电商全链路统筹运营难度较高。

图表 31：国内线下零售、本土电商、跨境电商业务链条对比



资料来源：中金公司研究部

跨境电商产业链图谱：参与者众多，多专注于单一环节。跨境电商产业链参与者众多，包含供应商、卖家、平台、物流仓配、服务商等，由于各业务模式核心竞争力差异较大，企业多专注于单一环节，进行业务深耕。

- **供应商：**我国跨境电商供应商多位于长三角、珠三角等工业集群，企业前期大多依托 B2B 外贸及外协代工打磨制造能力，生产成本及供应链效率领先。近年来，随着国际贸易环境变化及产业链重构，我国跨境电商头部卖家供应链开启海外布局，以全球制造提升履约能力。
- **卖家：**我国跨境电商呈现参与者多、企业规模偏小、市场份额分散的特点。据中国（佛山）跨境电子商务综合试验区及商指针，2025 年全国跨境出口电商

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

企业约 75.9 万家，其中仅有 1.4%的企业销售额 2000 万元以上，跨境电商卖家规模整体较小。我们认为，全球供应链效率、全链路数字化运营及高效履约等推动下，我国头部跨境电商卖家在制造能力、AI 转型、规模化履约等维度具备竞争优势，中长期有望提质成长。

- **平台：**我们认为，随着中国新兴平台加速出海，当前各平台托管模式、抽佣比例、平台服务等经营规则持续迭代，欧美、东南亚、拉美跨境电商表现分化，传统电商、新兴电商、独立站后续有望同步发展。
- **物流仓配：**跨境电商物流包含国内揽收、头程物流、海外仓储、尾程配送等多个环节，由于各环节能力要求差异较大，跨境物流企业大多进行业务聚焦，市场份额相对分散。整体看，头程运费直接影响经营成本，海外仓及小包直邮为目前主要尾程履约方式，海外仓费用、尾程配送等影响卖家盈利能力。
- **服务商：**跨境电商服务包含跨境支付、海外营销支持、独立站建站、供应链管理等，服务提供方多为专业机构或头部卖家自建系统对外服务，中小卖家为跨境电商服务商的主要客户。

图表 32：我国跨境电商产业链图谱



资料来源：中商产业研究院，中金公司研究部

跨境卖家商业模式：供应链型、品牌型、平台型企业

我们认为，我国跨境卖家可分为三大类：供应链型企业、品牌型企业、平台型企业，三者业务特点、核心竞争力及成长驱动力各有不同。

供应链型企业：多品类运营，数字化及供应链能力护航成长

业务特点：泛品类销售、成品采购、全流程数字化运营、第三方平台合作、小包直

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

邮履约。供应链型企业销售品类多元，SKU 数量通常达上万个。1）采购环节，供应链型企业依托国内产业集群及轻工业供应链优势，于上游小 B 工厂、1688 线上平台等进行成品采购；2）运营环节，该类企业通常打造数字化体系，高效赋能产品上架、定价、采购等，头部卖家设置系统自动调价，实现多 SKU 下的高效运营；3）销售环节，该类企业多根据平台规则精准设置字段标签、图片展示等，提升产品与买家搜索关键词的精确度，获取自然流量实现销售转换；4）履约环节，多品类经营下，供应链卖家库存管理难度提升，因此大多选择小包直邮，产品从国内仓库直接发往海外消费者，并借助货代、海外物流服务商等实现清关及尾程投递。

数字化赋能需求捕捉及高效运营，供应链效率支撑交付效率。我们认为，供应链卖家多品类运营模式下，前瞻性捕捉潜在热点品类、供给高效跟进为营收成长的核心，数字化及供应链能力为核心竞争力。具体看，1）数字化：头部企业需依托内部模型、用户及平台数据等，精准推测潜在热点，根据产品特点设置检索关键词、库存、售价等核心要素，实现自动刊登、自动调价、自动推广等，在实现收入成长的同时提升经营效率；2）供应链：多 SKU 运营下，供应链型企业销售品类多变且多为外部采购，高效、稳定的供应链体系为卖家成长的必备条件。

上下游掌控力度较弱，供应链型卖家正加速品牌化转型。1）上游看，供应链型跨境电商卖家需理解终端需求、掌握产业链各环节运营，因此在传统电商平台中，国内小 B 工厂此前较难介入竞争，头部供应链型卖家快速成长。但随国内电商加速出海及全托管模式发展，小 B 工厂可借助平台资源直接对接消费者，加入行业竞争。2）下游看，供应链型企业销售产品同质化较高，且企业销售大多依托第三方平台自然流量，较难积累黏性用户，平台流量及规则变化直接影响卖家经营。基于此，当前头部供应链型卖家正依托数字化能力布局自有品牌，提升对全产业链的掌控力度，助力中长期提质成长。

代表企业：华凯易佰（未覆盖）、三态股份（未覆盖）、吉宏股份（未覆盖）、跨境通（未覆盖）。

品牌型企业：产品创新、科技升维助力自有品牌打造

业务特点：品类聚焦、自主品牌、智能运营、海外仓履约。品牌型企业多专注于细分品类，以自有品牌深耕实现成长。1）生产环节，品牌型卖家通常自主研发设计，依托外协代工或自有产能实现柔性化生产，打造核心单品；2）运营环节，品牌型企业大多在消费者洞察、营销推广等核心环节打造核心壁垒，并以数字化赋能全链路经营，在降低库存积压的同时提升利润水平；3）销售环节，品牌型企业大多依托成熟第三方平台销售起量，打造独立站积累私域流量，以社交媒体广告投放提升品牌影响力；4）履约环节，由于品牌型消费者多重视购物体验，卖家大多采用海外仓实现本地备货，缩短配送时长并提升退换货效率。

差异化产品打造品牌认知，数智化能力提升经营效率。1）产品端，头部卖家需精准识别海外需求变化，以创新迭代、科技升维提升产品差异化，并以本土化营销、线上线下联合推广、独立站等方式留存用户，提升品牌影响力。例如，赛维时代以时尚趋势跟踪系统识别海外动态热点，打造欧美版型数据库赋能快速推新，男装品牌 Coofandy 赞助赛车车队 Joe Gibbs Racing，内衣品牌 Avidlove 举办品牌时装

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

秀等。我们认为，随产品差异化及品牌影响力提升，跨境卖家可在提升品牌溢价、用户粘性的同时降低获客成本，实现正向循环。2）运营端，品牌型企业需将智能化、数字化应用至上游供应链、下游趋势把握、履约等环节，提升定价能力及利润。

关注品牌型企业横纵向业务延伸，底层能力复用、敏捷性组织为核心能力。品牌型卖家单品类天花板或制约中长期成长，因此头部卖家正推动业务横纵向延伸，打造第二成长曲线。我们认为，品类间底层能力复用、灵活性组织架构或为核心，1）业务延伸方向上，品类认知为品牌型卖家核心竞争力，新老品类间底层认知复用影响业务延伸成功率，且该能力多为经验积累，壁垒较深，因此我们看好具备协同效应的多品类发展前景，例如赛维时代从家居服延伸至男装、女装等品类；2）组织结构上，多品类发展需敏捷性、学习性组织架构，具备阿米巴等敏捷性团队体系的卖家有望于中长期持续成长。

代表企业：致欧科技（家居家具）、赛维时代（服饰鞋履）、乐歌股份（人体工学产品）、绿联科技（消费电子）、傲基股份（家居）、卡罗特（厨具）、子不语（服饰鞋履）、千岸科技（文具、消费电子等）、大行科工（自行车）。

平台型企业：打造差异化商业模式下的飞轮效应

优化跨境电商经营链路，以差异化商业模式打造飞轮效应。基于国内中小卖家跨境业务开拓难点及海外电商经营痛点，我国平台型跨境电商侧重供应链服务及业务流程优化，以卖家入驻门槛降低、托管模式优化、抽佣比例友好等差异化服务获取商家入驻及新增用户，以最终打造“流量—用户数/卖家数—体验佳—用户留存”的飞轮效应。我们认为，相较供应链及品牌型企业，平台型企业需平衡卖家、平台、用户、服务商等全链路利益关系，所需核心竞争力更为多元。

代表企业：Temu、SHEIN、TikTok Shop、AliExpress、Shopee、焦点科技、大件云仓。

图表 33：我国供应链型、品牌型、平台型跨境电商企业对比

	设计	生产	头程运输	商品上架+定价+运营推广	尾程物流	成长路径	代表企业
供应链型企业	• 国内小B工厂/1688线上**成品采购** • 大数据识别热门品类 • **上万个**SKU		• 第三方（合作/收购） • **小包直邮**为主	• 全链路**数字化**，含多语言自动翻译，商品系统一链上架 • **自然流量**为主，字段标签设置，图片展示提升导流精确度 • **人效提升为核心**	• 本地物流服务商 • 逆向物流难度大 • 小包直邮为主	• 上游供应链+下游用户**掌控力较弱** • **品牌化转型**	华凯易佰 SFC 吉宏股份
品牌型企业	• 识别海外需求，**自主设计** • 国内代工/自有工厂/东南亚供应链 • **品类聚焦**，SKU精简 • **小单快返，柔性生产**		• 第三方（合作/收购） • 海运/空运	• **数字化赋能**，精准备库、定价等 • 第三方平台起量，**独立站**积累私域流量 • **本土化营销**，站内点击广告/社媒营销等 • **品牌溢价，用户黏性为核心**	• **海外仓**备货 • 本地物流商 • 优化退换货体验	• 以**底层能力复用，敏捷型组织架构**实现**横纵向业务延伸**	乐歌LOCTEK 致欧 TAO MOTOR 赛维时代
平台型企业	• 国内招商 • **业务模式创新**，简化中小卖家进入门槛 eg：全托管		• 第三方合作 • 部分模式平台统一管理	• 围绕“多快好省”打造**差异化体验** • 平台或卖家运营 • **“流量提升——用户/卖家数提升——体验优化”的飞轮效应为核心**	• 平台仓统筹或第三方履约	• 多维度核心竞争力	SHEIN TEMU TikTok SHOP

资料来源：中金公司研究部

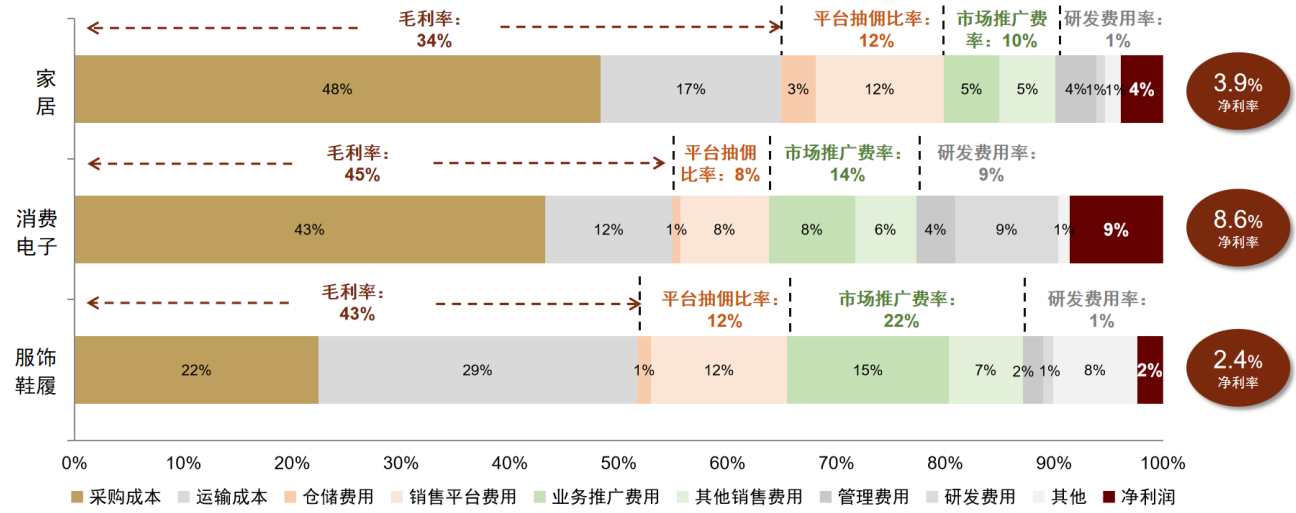
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

跨境电商卖家价值链：品类间成本分布不同，净利率多位于 5-10%区间

品类间采购成本、物流运输、平台抽佣等有所不同，净利率多落于 5~10%区间。2025 年受中美贸易摩擦影响，我国跨境电商卖家盈利能力受一定冲击，行业盈利能力整体承压。回顾跨境电商行业发展历程，常规状态下卖家净利率多位于 5-10%区间。具体看：

- **采购：**受原材料成本、生产环节等因素影响，品类间采购成本有所差异，2025 年家居、消费电子、服饰鞋履跨境电商头部企业采购成本占比分别为 48%、43%、22%。
- **物流：**跨境电商头程物流受货物体积、重量及运输方式等影响，家居等重货头程物流成本占比较高；尾程配送费用主要取决于品类及货物重量，以 Amazon FBA 为例，同重量下服饰配送费用整体高于非服饰，例如，2025 年服饰鞋履代表企业赛维时代运输成本占比 29%，高于家居和消费电子代表企业。
- **平台抽佣：**平台抽佣比例在地区和品类间略有分化，服饰和家居抽佣率相对较高，2025 年头部跨境品牌赛维时代、致欧科技平台抽佣率在 12%左右，消费电子卖家抽佣率在 8%左右。
- **品牌推广：**推广费用主要取决于品牌发展阶段、货值高低及市场竞争程度，服饰鞋履由于货值较低、市场竞争较激烈、产品更新节奏较快，品类推广费用率相对较高，2025 年赛维时代推广费率达 22%，高于家居跨境卖家（10%）和消费电子卖家（14%）。

图表 34：跨境电商卖家价值链分布（2025 年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

供应链采购：全流程数字化生产，小单快反支撑高效供应

我国跨境电商卖家供应链合作模式可分为自建工厂、外协代工、成品采购三类，规模效应分别来自生产制造、柔性响应、采购体系。

- **自建工厂：生产规模效应、海外供应链搭建为核心。**自建工厂模式下，卖家以自有工厂深度掌控上游供应链，实现产品优质稳定供应。目前具备自有工厂的跨境电商卖家大多由传统制造业外贸转型，前期积累的生产制造经验、品类聚焦下的规模效应为供应链端核心竞争力。此外，近年来国际贸易形势多变，跨境卖家需在强化国内供应链稳定性和效率的同时，加速海外产能探索及落地布局，提升履约交付稳定性。代表企业为乐歌股份、涛涛车业、恒林股份等。
- **外协代工：自身新品研发、供应链跟进高效配合为核心。**卖家于该模式下专注终端需求捕捉及新品设计研发，规模效应一方面来自品类积累、需求识别下的产品开发节奏；另一方面来自上游供应链的生产能力、响应速度及柔性切换能力。整体看，该模式更适用于服饰鞋履、3C 电子、日用家居等快速迭代品类，代表企业为赛维时代、致欧科技、卡罗特等。
- **成品采购：数字化智能采购及库存管理系统为核心。**成品采购模式下产品较难实现差异化，该模式更适用于供应链型泛品卖家。该模式下，规模效应来自上游采购体系，数字化智能采购及库存管理系统为核心竞争力。代表企业为华凯易佰、三态股份、吉宏股份。

打造全流程数字化生产体系，小单快反支撑高效供应。我们认为，数字化是跨境电商卖家在三大采购模式下共同核心竞争力，依托数字化体系及 AI 技术赋能，跨境卖家可通过需求精准洞察赋能新品高效开发，以全流程数据跟踪智能排产、小单快反，在快速推新打造大单品的同时降低库存管理风险，进一步放大国内供应链优势。

图表 35：跨境电商卖家三大供应链合作模式



资料来源：公司公告，中金公司研究部

跨境电商平台：理解平台规则，借势实现成长

我国跨境电商卖家大多依托第三方电商平台实现销售，平台用户画像、入驻门槛等因素影响卖家入驻选择，流量分发机制、抽佣比例、仓配服务等又直接影响卖家营收及利润水平，因此国内卖家需充分理解电商平台规则，借势实现成长。同时，随

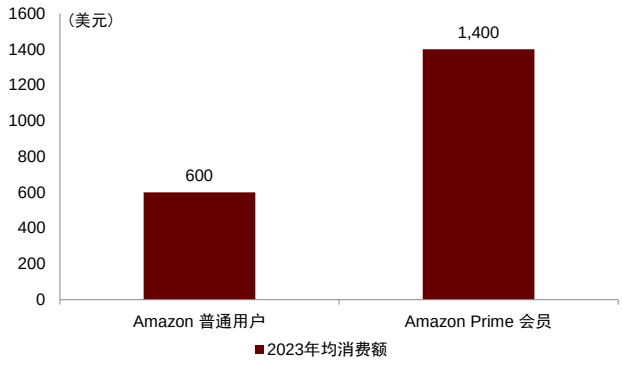
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

着国内电商平台加速出海，海外流量竞争趋于激烈，Amazon 等多家传统电商近期调整平台规则以应对市场环境变化，或进一步影响我国卖家经营决策。

Amazon：品质型消费、以用户为核心，利于优质头部大卖成长

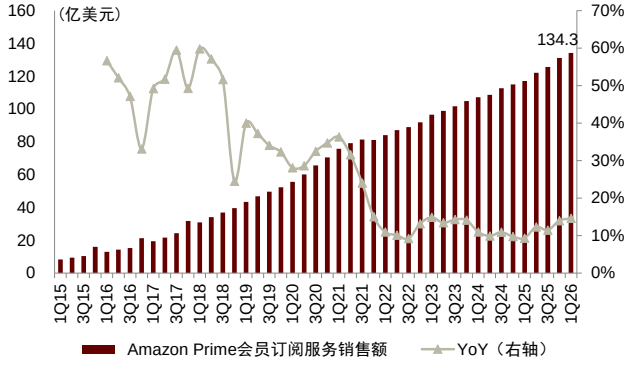
Amazon 用户倾向于品质型消费，Prime 会员体系下用户粘性较高。Amazon 重视用户体验，以 Prime 会员体系、次日达、专属折扣等服务提升用户粘性。优质平台购物体验下，Amazon 用户消费能力普遍较强、平台粘性较高。据 statista，2025 年美国 54%以上人口拥有 Prime 会员，Amazon 平台优质消费者基数庞大。更优用户体验下，Search Logistics 统计 Amazon Prime 会员年平均消费金额为 1,400 美元，约为普通用户的 2.33 倍，会员粘性较高。基于此，我国品牌型跨境卖家大多入驻 Amazon 平台，以领先的产品力、品牌力把握优质流量，实现快速成长。

图表 36：Amazon Prime 会员消费力较强



资料来源：Search Logistics，中金公司研究部

图表 37：Amazon Prime 会员订阅服务收入提升



资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

Amazon 以用户为核心，四大经营特点利好头部卖家。Amazon 以用户为中心设置平台规则，其经营模式具备重客户、重推荐、重产品、重展示四大特点，产品品质领先、用户评价优质的头部卖家有望获取平台流量倾斜，持续成长。具体看：

- **重客户，轻卖家：**Amazon 以用户为核心，设立店铺、商品双重评价体系考核卖家，其中店铺排名影响平台流量导入及品类排名，商品评价则影响用户购买决策。同时，Amazon 鼓励电商用户真实评价，对好评返利等虚假刷单现象惩治严格。客户评论主导流量分发的体系下，我们认为具备优质产品、高效服务、自主品牌的头部卖家有望持续获取用户好评及平台流量导入，实现提质成长；
- **重推荐，轻广告：**优质消费体验下，Amazon 用户对平台信任度较高，且相较国内电商平台，Amazon 站内品牌广告较少，消费者下单时通常会率先选择搜索推荐及榜单排名靠前产品。具体看，Amazon 流量分发基于 A9 算法体系，根据产品评论数、评分、库容管理、发货模式等多维数据生成 Best Seller 榜单，并定向推荐给潜在用户。该模式下，我们认为头部卖家需打造“产品领先—规范运营—平台流量倾斜—销售提升—优质评价”的飞轮效应，以实现销售额提升；

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

- **重产品，轻店铺：**为简化消费者购物流程，Amazon 弱化店铺及品牌概念，消费者以关键词搜索后，平台根据搜索匹配度、产品评价等以单品模式进行陈列，排名靠前的产品可获得更多流量倾斜及点击转换。基于此，我们认为品类聚焦、具备大单品的卖家有望受益于 Amazon 平台规则，产品 listing 关键词捕捉准确、图片展示明晰的卖家有望领先；

- **重展示，轻客服：**用户中心原则下，Amazon 力图降低线上购物信息不对称性以提升购物效率。具体看，Amazon 没有在线即时客服，并要求卖家以图片展示、listing 列示、产品描述等提升产品描述准确性，将在线购物流程简化为“看中就买”，并在一定程度上减少退换货等售后服务需求。

图表 38：Amazon 经营模式及 A9 流量分发体系



资料来源：公司公告，中金公司研究部

Amazon 平台规则精细化、高效率、和规划调整，头部卖家有望强者愈强。近年来 Amazon 平台规则持续调整，调整范围覆盖佣金、物流配送、仓储等多个环节，我们认为随着 Amazon 向着精细化、高效运营转型，合规经营及效率领先的头部卖家有望受益。

- **平台佣金：下调低价产品佣金应对竞争，25 年起趋于稳定。**随 Temu、TikTok Shop、SHEIN 等平台带动国内供应链出海，高质价比跨境电商竞争加剧。基于此，Amazon 自 2024 年 1 月将美国站点定价低于 15 美元/15-20 美元的服饰商品佣金由 17%分别下调至 5%/10%，且 2024 年 5 月下调欧洲、加拿大等站点低价服饰佣金，2025 年起佣金规则趋于稳定。我们认为，该模式下性价比卖家可直接获益低佣金规则，中高端品牌卖家经营环境平稳，可通过差异化产品获取品牌溢价。

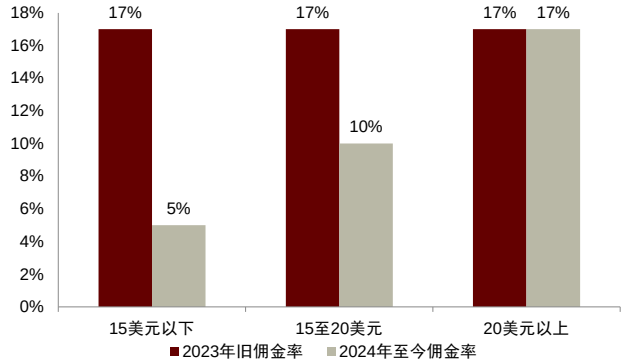
- **物流仓储：库存管理政策利好高效卖家。**近年来，Amazon 要求卖家提升库存管理颗粒度，备库不足、库存周转偏慢的卖家 FBA 服务或受不利影响。具体

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

看，2026 年 1 月 15 日起，Amazon 美国区标准尺寸商品入库配置服务费平均增加 0.05 美元/件，并新增对库龄超过 15 个月的产品收费，将优质仓配资源倾斜至动销快、备库准的优质卖家，助力头部企业强者愈强。

- **合规经营：监管持续收紧，平台秩序护航用户体验。**用户优先原则下，Amazon 重视卖家合规经营及良性竞争。为维护用户购买体验，2026 年 1 月，Amazon 将操纵评论、变体滥用、账户关联列为最高风险违规项，并对相关卖家进行集中监管，据 Marketplace Pulse，4Q25 至 1Q26Amazon 全球封号数量同比增长 37%，其中中国卖家占比约 42%。基于此，我们认为合规经营、品质领先的头部卖家有望受益于平台监管，份额有望进一步提升。

图表 39：Amazon 美国站服饰品类佣金变化



资料来源：Amazon 官网，中金公司研究部

图表 40：Amazon 库存管理政策利好高效卖家成长

亚马逊美区库存管理费用（2026年1月15日生效）	
项目	收费标准
配置服务费	• 标准件：商品拆分按单件发货时，每件加收0.05美元 • 大号标准件（3~20磅）：新增5个重量分段 • 大号大件：商品拆分按单件发货时，每件加收0.27美元
缺陷处理费	• 未送达/延迟/错点货件：单件0.60美元
超龄库存费用	• 库龄12-15个月：单件最低费率提升至0.3美元/月（或6.9美元/立方英尺） • 库龄超15个月：新增档位为单件0.35美元/月（或7.9美元/立方英尺）

资料来源：Amazon 官网，中金公司研究部

从 Amazon 平台规则，看头部跨境卖家成功经验。基于 Amazon 重客户、重推荐、重产品、重展示四大特点，我们分析国内头部卖家 Amazon 经营策略及成长动力。

- **赛维时代：多品牌广撒网占据搜索页面，实现品类深耕。**服饰品类个性化程度较高，较难打造核心大单品，且消费者在线选购时通常仅翻阅排名靠前产品，因此提升用户点击率为实现销售转化的核心。基于此，赛维时代以多品牌、多 SKU 提升搜索界面中公司产品比例，在提升用户点击率的同时增加产品进入 Best Seller 榜单概率，从而实现服饰跨境电商业务的持续成长。

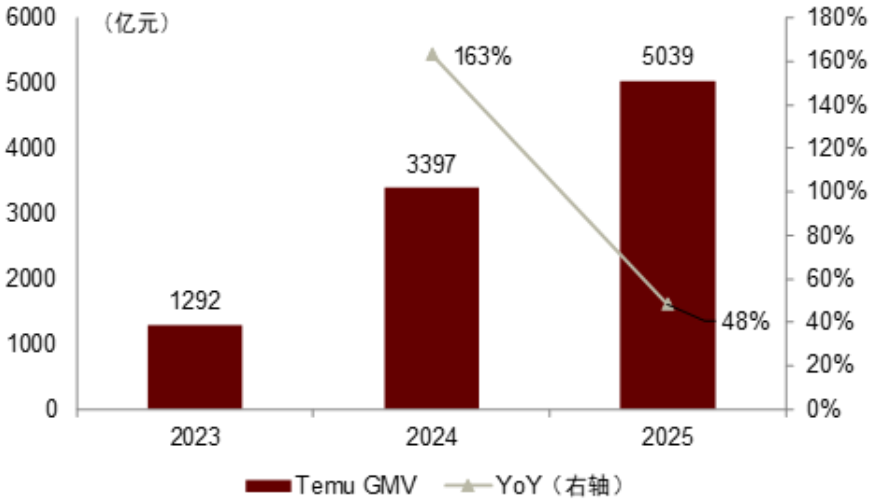
- **华凯易佰：数字化前瞻性判断 Best seller 产品，对接国内供应链提前布局。**多品类运营下，泛品卖家较难借助单一品类实现持续成长。基于此，头部企业以 AmazonBest Seller 为抓手，借助数字化体系智能抓取海外热点，对接国内供应链实现潜在热门品类提前布局，对接海外短期高增需求。

Temu：商业模式创新引入中小卖家，高性价比获客成长

运营模式创新及高性价比定位，Temu GMV 持续高增。据 Sensor Tower，截至 2026 年 6 月，Temu 全球下载量达到 14.6 亿次，全球月活跃用户超过 4.7 亿人。据中金公司互联网组测算，2025 年 Temu GMV 同增约 48%，美区在关税平稳后持续修复，欧洲及新兴市场实现快速增长。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 41：Temu GMV 持续快增



资料来源：中金公司研究部

全托管模式解决中小卖家跨境销售痛点，低入驻门槛吸引卖家入场。基于国内中小企业跨境电商运营经验不足的痛点，Temu 以全托管模式实现平台 1P 运营，据 Marketplace Pulse，1Q26 全托管卖家数量占比约 70%。具体看，与平台确定品类及产品后，国内供应商仅需将货物运输至 Temu 广州仓库，平台负责头尾程运输、产品上新、定价、推广等全流程运营。入驻门槛上，Temu 卖家仅需营业执照及 1000 元保证金便可入驻平台，入驻门槛较低且流程便捷，利好中小卖家跨境业务开拓。

比价逻辑、平台压价，具备性价比的工厂型卖家或借势成长。全托管模式下，Temu 对供应商报价进行严格管控，并以比价逻辑实现售价最优。具体看，卖家在上传商品信息及报价时，平台会根据同类商品售价及智能计算结果提供建议销售价，价格多接近国内 1688 平台。我们认为，自主定价权有限、用户数据较难获取等制约下，Temu 全托管模式或更适用于工厂型中小卖家，以供应链效率符合平台性价比要求。

半托管模式迭代分化，或吸引品牌型卖家入驻。2024 年 Temu 于美国、欧盟上线半托管模式，2025 年半托管模式迭代为 Y1、Y2 两类。具体看，1）Y1 模式下，卖家需将产品提前备货至海外仓，实现本地快速履约，用户下单后较短时间内可完成签收，海外批量备货要求下，该模式适用于中大体积、易出现大单品的品类；2）Y2 模式下，卖家无需海外提前备货，用户下单后由国内直发履约，运输时常较长，适合 3C 电子、小型家居等中小件产品。我们认为，半托管模式下卖家可提升对经营流程的掌控力，推广、物流、仓储等环节能力可与其余平台深度复用，品牌型卖家或有望逐步入驻，Temu 亦可借此提升在售商品丰富度及品质，提升用户体量及使用粘性。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 42：Temu 全托管及半托管业务模式对比

维度	全托管	半托管	
		Y1模式（海外仓现货模式）	Y2模式（国内直发模式）
核心定义	商家只需负责供货至国内平台仓	商家提前备货至海外仓，本地发货	商家无需备货，国内接单后发货
物流时效	5-15天	4-9天	14-21天
海外库存风险	低（商家不承担海外仓库存风险）	高（需提前备货）	低（零海外库存）
资金回款周期	14-21天（按发货批次）	长（备货压款，回款含在途及售后期）	短（轻资产运营，周转快）
流量扶持	基础流量+活动位	高（平台流量倾斜，转化率高）	中/低（时效劣势导致流量较低）
适用商品	工厂型、白牌、低价标品	成熟品/标品	非标品/按需定制

资料来源：Temu 官方卖家中心，Marketplace Pulse，CocoLoop，飞特物流，中金公司研究部

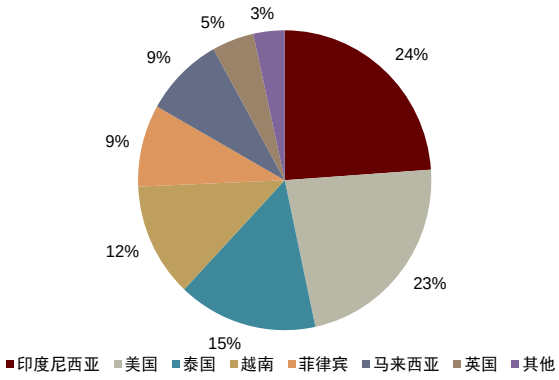
TikTok Shop：社交内容电商“货找人”精准获客

直观展示、高效互动、“货找人”精准获客，流量红利下平台 GMV 高速成长。我们认为，直播电商及短视频广告相较传统电商优势突出，具体看：1）直观展示：相较图文介绍，短视频可直观立体呈现产品形态及使用效果，减少电商购物信息不对称，从而刺激消费转化；2）高效互动：直播电商场景中，主播及用户可互动讨论，及时解答消费者问题，并以实时销售情况更新促进下单转化；3）货找人：直播电商中卖家可通过视频点击、关注评论等精准识别用户画像，以产品定向推荐、动态折扣提升销售转化。优质商业模式及短视频流量红利下，TikTok Shop 销售额实现高速成长。

用户结构年轻化，美国及东南亚发展领先。据 Kalodata，2025 年 TikTok Shop GMV 突破 600 亿美元。1）用户上，年轻群体内容营销敏感度和消费意愿较高，据《2025 TikTok Shop 年度调研报告》，18-34 岁客户占比 69.4%，男性用户占比 56%。2）地区上，据 Kalodata，2025 年印度尼西亚、美国为 TikTok Shop 前两大市场，GMV 占比分别为 23.9%、22.8%，受美国用户成长及高货值产品占比提升，美国市场成长势头强劲；泰国、越南、菲律宾、马来西亚、新加坡等东南亚主要国家发展较快，欧洲、拉美地区仍处业务培育阶段。3）品类上，据 Kalodata，美妆个护、女装及内衣、手机及电子产品为 2025 年前三大品类，占比分别为 18%、11%、6%。

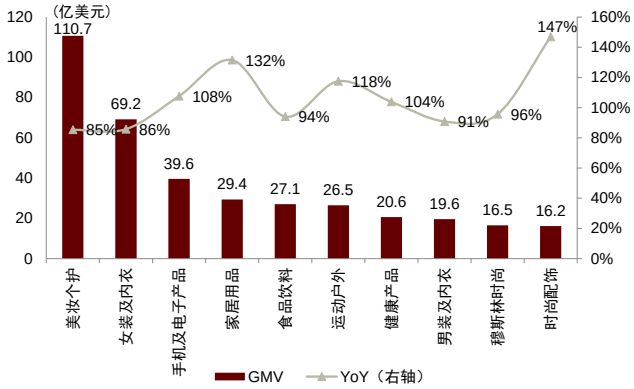
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 43：2025 年 TikTok Shop 分地区 GMV



资料来源：Kalodata，TT123，中金公司研究部

图表 44：2025 年 TikTok Shop 分品类 GMV



资料来源：Kalodata，TT123，中金公司研究部

自运营卖家三大销售模式，平台/达人抽佣为主要费用。商家自运营为 TikTok Shop 主要销售模式，卖家自播、达人带货、平台商城三大模式正同步发展，卖家需关注平台/达人抽佣、平台履约配送等经营核心环节。

- **三大销售模式：**与国内抖音商城类似，卖家于平台开设小店后，可通过自播、达人带货、平台商城三大模式进行销售。具体看，自播模式下商家以优质短视频将用户引流至直播间，以直播讲解吸引用户购买，该销售模式于东南亚地区占比较高；达人带货模式下卖家借助头部主播及 KOL 推荐，将用户引流至商品销售界面实现变现，该模式于北美地区占比较高；平台商城则为货架电商，消费者可自主进入商品界面挑选并下单，东南亚地区占比相对较高。

- **平台佣金及手续费、广告费用：**1）平台佣金：TikTok Shop 小店注册后可享受 90 天免佣期，后续美国地区抽佣率固定 6%，大部分品类佣金较 Amazon 具备优势。2）平台手续费：订单完成后平台将自动从结算金额中收取 2%-6%交易手续费，北美、东南亚等地区运营成本存一定差异；3）广告：据 Guptamedia 和 brich，2025 年 5 月 TikTok 平均每千次广告展示费用为 5.1 美元，约为 Facebook、Instagram 的 30-40%，广告投放成本具备显著优势；4）达人佣金：达人带货模式下，商家需抽取部分销售额作为合作费用。

- **履约模式多元，本土卖家配送时效多为 3-5 天：**TikTok Shop 自运营卖家履约模式多样，具备海外仓及国际物流能力的头部大卖可独立履约，其余卖家可借助平台资源，实现跨境物流。履约时效上，当前平台中本地卖家配送时长通常为 3-5 天，跨境直邮卖家履约时长相对偏慢。

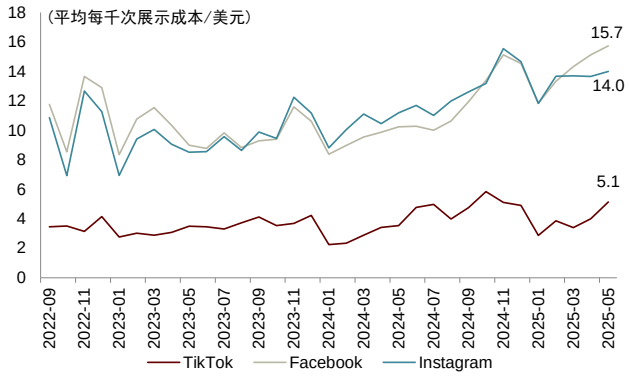
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 45：TikTok Shop 分地区佣金和手续费

TikTok Shop		
地区/品类	平台佣金（含税）	交易手续费
菲律宾	3.2%-6.8%	2.24%
马来西亚	4.86%-14.58%	4.32%
新加坡	2.18%-3.27%	3.27%
泰国	4%-5.35%	3.21%
越南	1%-5.78%	6.00%
美国	6.0%	收取佣金，无手续费

资料来源：TT123，中金公司研究部

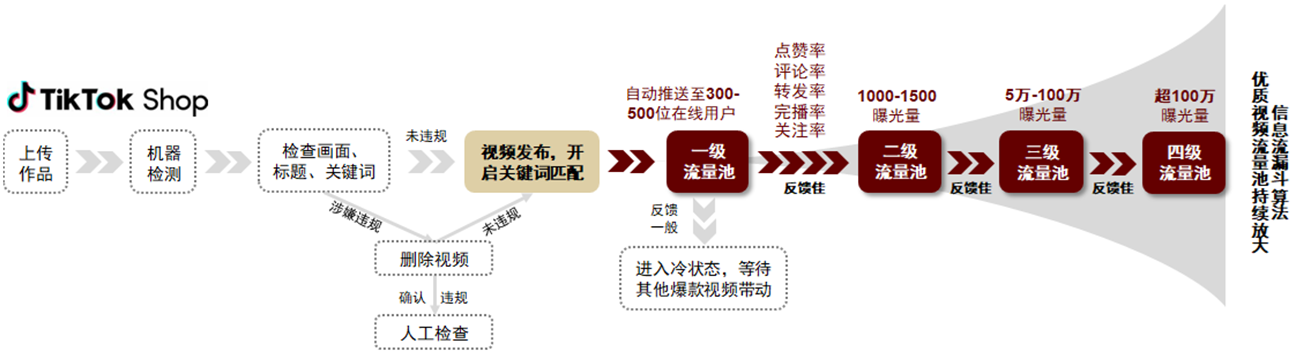
图表 46：TikTok 广告投放成本具备优势



资料来源：Guptamedia，birch，中金公司研究部

流量分发依托内容质量、销售转化及付费投流，或利好品牌卖家发展。TikTok Shop 流量分发逻辑与抖音类似，平台以内容质量为流量分发核心，基于信息流漏斗算法先把视频推送给 200-300 个标签匹配用户，根据首批用户观看完播率、观看次数、停留时长、点赞评论等进行评分，优质视频将进入下一量级流量池，因此内容质量直接影响流量分发。该模式下，我们认为品牌卖家可凭优质产品及品牌背书获取流量倾斜，并以更充足的资金与头部达人深度合作，打造“优质内容推荐—平台流量倾斜—用户购买—好评”的正向循环，从而实现 TikTok Shop 平台销售额快速增长。

图表 47：TikTok Shop 信息流漏斗算法利好具备优质视频打造能力的头部卖家



资料来源：TikTok，中金公司研究部

全托管模式或加速平台成长，具备供应链的工厂型卖家或受益发展。2023 年 5 月 TikTok Shop 正式上线全托管模式，目前已向中东、英国、美国市场开放。全托管模式下，平台根据销售趋势向国内入驻商家采购潜在热门产品，并负责内容制作、定价、营销推广、物流履约及售后。入驻规则上，TikTok Shop 全托管目前仅向卖家收取 1000 元保证金，并以零佣金、零流量费、零物流仓储成本等模式加速招商。我们认为，全托管模式下，于供应链端具备高性价比的工厂型企业或可补齐社交电商流量运营、内容生成等短板，从而获取海外直播电商发展红利。

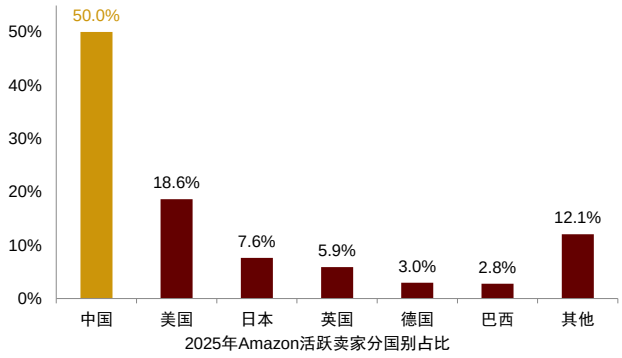
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

竞争格局：中国企业主导竞争，头部卖家强者愈强

中国跨境电商卖家及平台加速出海，引领全球竞争

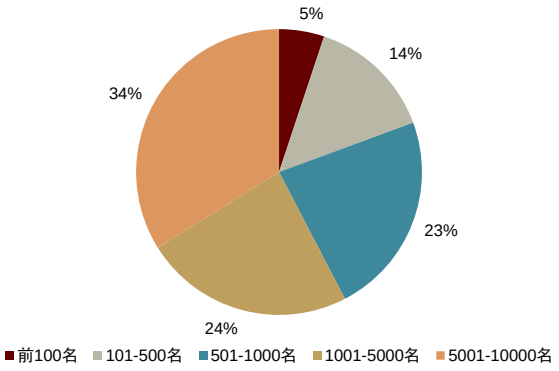
卖家端：中国卖家主导海外竞争，单体规模相对较小。整体看，凭借优质产品力及跨境平台供应链赋能，中国卖家正主导海外跨境电商竞争。据 Marketplace Pulse，2025 年 Amazon 活跃卖家中中国占比达 50%。单体卖家规模上，由于跨境电商业务链条较长，各环节间能力复用性较低，且海外用户需求识别及产品推广难度较大，中国跨境电商卖家呈现参与者多，市场份额分散，企业规模偏小的特点。据 Marketplace Pulse，2026 年 7 月 Amazon 销售额前 100 名品牌中，中国企业 GMV 占比仅 6.8%，但销售额 5000-1 万名品牌中，中国卖家 GMV 占比达 45.1%。

图表 48：中国卖家主导海外跨境电商竞争



资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

图表 49：2026 年 7 月 Amazon 头部卖家中中国卖家占比

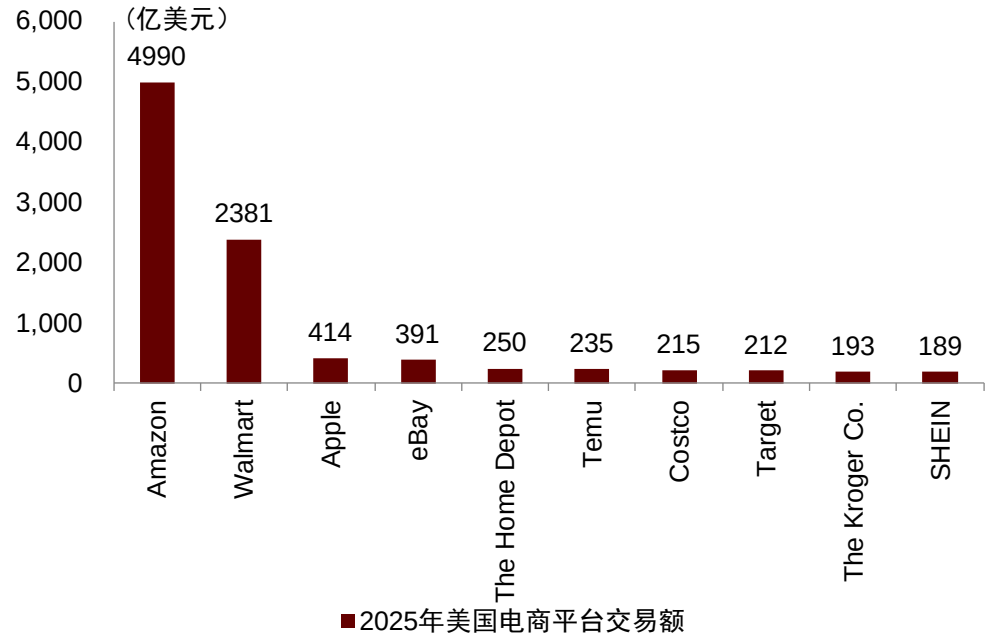


资料来源：Marketplace Pulse，中金公司研究部

平台端：国内电商平台加速出海，全球份额提升。国内电商平台以差异化商业模式加速出海，带动海外电商流量竞争激烈。据 EMARKETER，2025 年 Temu、SHEIN 平台交易额位列美国电商平台第六、第十位，两者合计交易额约为 Amazon 的 8.5%。我们认为，多平台同步发展下，海外流量竞争或持续激烈，平台引流、获客成本或趋于提升，从而影响海外电商平台竞争格局。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 50：中国企业跻身美国前十大电商平台



资料来源：EMARKETER，中金公司研究部

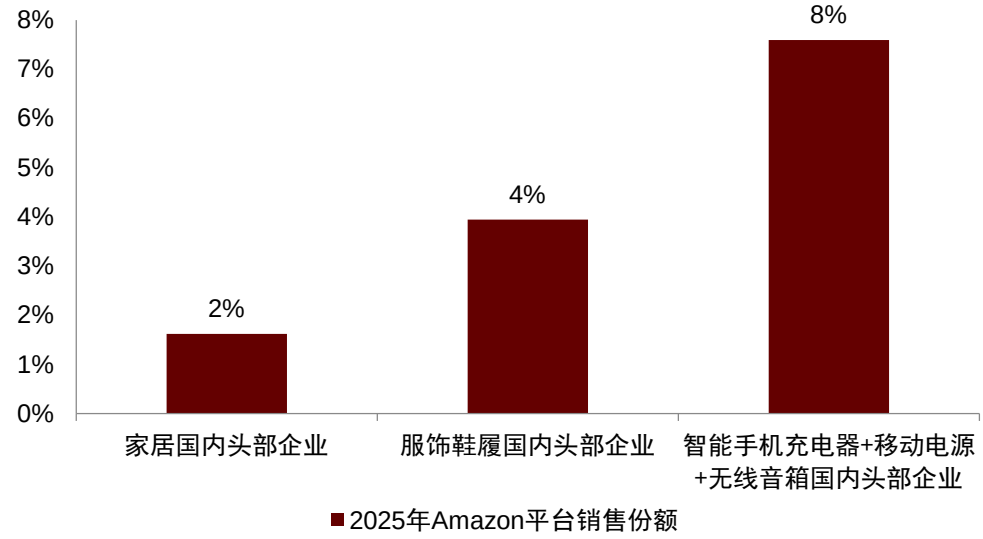
产品为基、供应链高效、数字化转型的品牌卖家有望强者愈强

头部跨境卖家竞争优势显著，份额逆势成长。行业竞争回归理性背景下，头部卖家受益于产品差异化、海外需求认知、全球供应链、数字化 AI 赋能、合规经营等，实现逆势成长。据 Marketplace Pulse，2025 年年销售额超 1 百万/1 亿美元的卖家数量达 10 万/235 家，较 2021 年的 6 万/50 家显著提升，且销售额排名前 1 名卖家中超 60%为 2019 年前进驻的品牌，率先布局、积累深厚的卖家竞争优势凸显。

我国头部卖家份额仍有较大提升空间。跨境电商行业全球参与者众多，市场份额整体较为分散。以 Amazon 平台为例，我们测算我国服饰、家居、消费电子细分品类头部企业市场份额约为 2%、3%、15%。由于服饰潮流个性化、家居低周转的品类特点，头部企业份额相对较低。我们认为，跨境电商行业市场体量庞大，可容纳多家企业同步发展，我国头部卖家市场份额提升空间广阔。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 51：中国企业于海外电商平台份额仍有较大提升空间



注：平台销售份额=公司于 Amazon 销售额/Amazon 平台当年对应品类销售 GMV
资料来源：公司公告，smartscout，中金公司研究部

产品为基，泛品重品质稳定，精品重科技升维、创新迭代。我们认为，产品品质为跨境电商卖家底层能力，但供应链型、品牌型卖家间侧重略有不同。具体看，1）供应链型卖家：核心为稳定的产品品质及供应，卖家需依托优质供应商、采购评级体系等实现多 SKU 的同步采购，降低货不对板、品质低劣等问题，实现多品类高效推广；2）品牌型卖家：产品差异化支撑竞争优势，卖家需深耕海外市场，以科技升维、设计创新推进产品迭代，提升产品定价权及消费者接受度，实现份额提升。

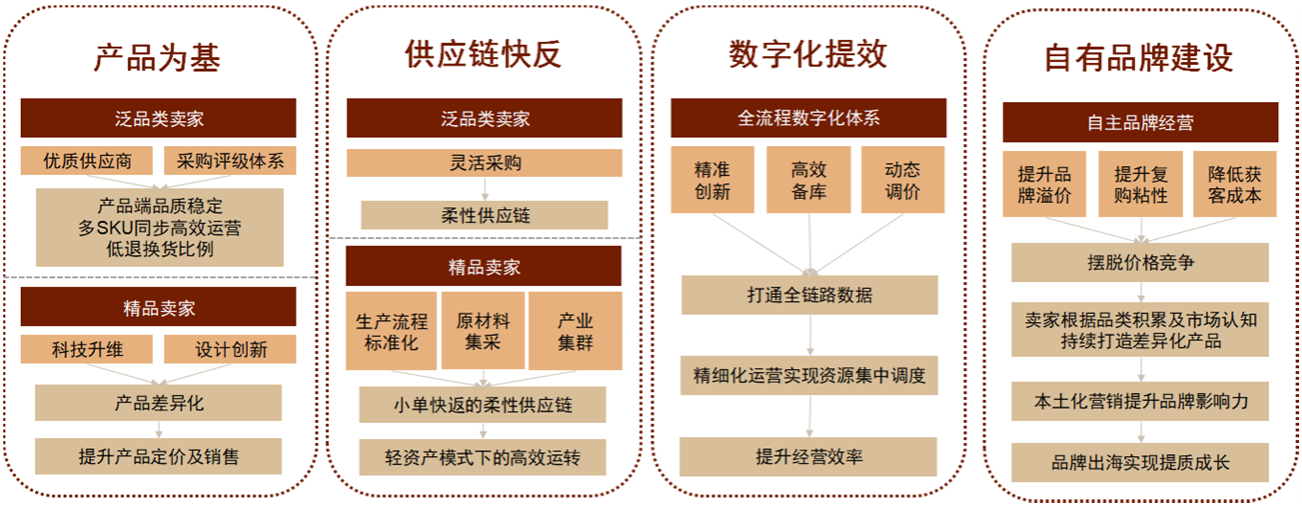
供应链快反，柔性化生产支撑高周转、轻资产运营。多地经营及长业务链条下，供应链体系敏捷度为跨境电商经营效率核心。我们认为，头部卖家需打造小单快反的柔性供应链，其中供应链型卖家需依托灵活采购体系，品牌型卖家需以生产流程标准化、原材料集采、产业集群资源等提升效率，实现高效周转。

数字化及 AI 提效，以全链路数据打通实现集中调度、高效运营。跨境电商产品设计、排产备库、定价、仓配等环节间紧密相连，核心环节决策会快速传导至全链路，从而影响经营效率。基于此，我们认为卖家需积极引入 AI 工具及全流程数字化管控，以资源集中调度实现精准推新、高效备库、动态调价等，精细化运营提升人效。

自有品牌建设，以品牌溢价、用户粘性、获客成本优化实现提质成长。近年来，跨境电商卖家以品牌化转型打开成长空间。我们认为，相较泛品经营，品牌出海可在实现品牌溢价、复购粘性的同时降低获客成本，并有效帮助卖家摆脱价格竞争，从而提升盈利水平。整体看，跨境卖家需根据品类积累及海外需求洞察打造差异化产品，以本土化、全渠道营销提升品牌影响力，以品牌出海实现提质成长。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 52：产品为基、供应链快反、数字化提效、自有品牌建设的卖家有望强者愈强



资料来源：中金公司研究部

案例研究：中国淘品牌为何逐步衰落？

我们认为，我国电商已从渗透率加速提升切换至平稳发展，参考来看，跨境电商卖家发展阶段或可借鉴从淘品牌切换至天猫的发展阶段。因此，我们复盘我国淘品牌发展历程，以探究跨境电商卖家核心竞争力及后续竞争格局演变。

乘平台红利而起，因流量切换、自主供应链缺失而衰落。淘品牌指依托早期淘宝商城流量红利快速发展的国内品牌，随流量切换及品牌卖家入场，淘品牌发展出现分化。我们认为，淘品牌快速发展主因初期淘宝流量红利及先发优势，后续表现分化主因供应链掌控力不足及流量切换下的红利缺失。

- **淘宝品牌化转型，淘品牌乘流量红利快速崛起（2008-2012）：**2008 年淘宝上线“淘宝商城”，以平台扶持及流量倾斜推动卖家品牌化转型。但彼时我国零售电商仍处于早期阶段，传统品牌线上布局积极性相对有限，新兴品牌成为平台流量倾斜的最大受益者。以服饰品类为例，韩都衣舍、茵曼等品牌销售额于该时期持续快增，连续位列双 11 品牌销售榜单前列；
- **传统品牌加速入场，淘品牌销售增长趋弱（2013-2016）：**2012 年前后，传统品牌加速进驻淘宝，借助强势品牌力、自有供应链等差异化优势快速成长。具体看，2016 年双 11 服饰销售榜前三大品牌为优衣库、ONLY、波司登；
- **淘宝平台红利边际减弱，天猫发展转型，淘品牌增长乏力（2017-至今）：**2018 年阿里成立天猫大事业群，加速引入国际品牌并培育新兴国货品牌。平台流量红利及扶持力度减弱下，淘品牌需以差异化产品维持用户粘性，但代工模式及渠道流量依赖下，该时期淘品牌增长乏力，逐渐退出双 11 大促前十大榜单。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 53：2013-2020 年淘宝双 11 服装品牌 TOP10

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	茵曼	韩都衣舍	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库	优衣库
2	韩都衣舍	优衣库	韩都衣舍	ONLY	Vero Moda	ONLY	波司登	波司登
3	Artka	Artka	波司登	波司登	ONLY	Vero Moda	Vero Moda	伊芙丽
4	裂帛	茵曼	ONLY	韩都衣舍	伊芙丽	波司登	伊芙丽	太平鸟
5	欧时力	波司登	裂帛	乐町	韩都衣舍	伊芙丽	ONLY	Vero Moda
6	波司登	欧时力	欧时力	欧时力	太平鸟	韩都衣舍	太平鸟	ONLY
7	ONLY	初语	Vero Moda	Vero Moda	波司登	乐町	乐町	Mo&Co
8	歌莉娅	妖精的口袋	乐町	太平鸟	乐町	太平鸟	韩都衣舍	乐町
9	Vero Moda	ONLY	茵曼	伊芙丽	欧时力	Teenie Weenie	ZARA	ZARA
10	初语	裂帛	Artka	裂帛	Teenie Weenie	ZARA	Mo&Co	Teenie Weenie

资料来源：亿邦动力，淘宝，中金公司研究部

图表 54：2013-2020 年淘宝双 11 美妆品牌 TOP10

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	美即	美即	韩束	自然堂	自然堂	玉兰油	兰蔻	兰蔻
3	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
4	欧莱雅	欧莱雅	玉兰油	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	玉兰油	后
5	牛尔	御泥坊	御泥坊	一叶子	SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油
6	百雀羚	自然堂	膜法世家	美宝莲	玉兰油	百雀羚	自然堂	SK-II
7	玉兰油	韩束	珀莱雅	SK-II	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	膜法世家	玉兰油	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂
9	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	卡姿兰	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	相宜本草	丸美	卡姿兰	美迪惠尔	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

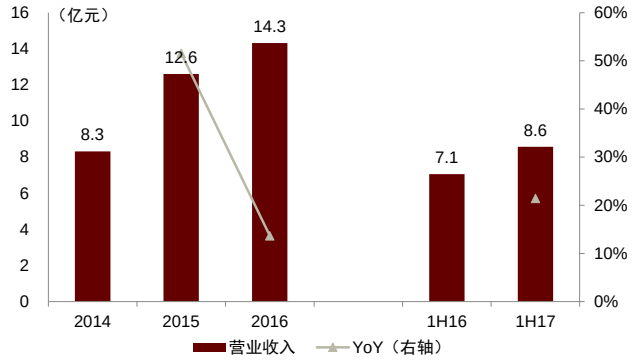
资料来源：亿邦动力，淘宝，中金公司研究部

案例分析：韩都衣舍，渠道强依赖，供应链、品牌制约发展。韩都衣舍创立于 2006 年，发展前期以铺货逻辑快速获取服饰线上化发展红利，随平台流量红利减弱，供应链掌控力、品牌积淀不足等问题凸显，制约成长。

- **多 SKU 小单快反，铺货逻辑获取服饰线上化红利。**韩都衣舍运营体系以产品小组为核心，单一产品小组负责新品设计、页面制作、库存管理、定价促销等前端运营，并考核单品经济回报，集团给予合规、售后等中后台支撑。该模式下，韩都衣舍可实现多 SKU 下的小单快反，高峰期年新品数量超 3 万款，叠加淘宝平台流量倾斜，韩都衣舍以多 SKU、多品牌快速占据服装搜索页面，实现快速成长。2016 年公司收入/归母净利润 14.3 亿元/7981 万元，2014-16 年收入 CAGR 31.3%，2016 年净利率 5.6%。
- **平台流量红利减弱，供应链掌控力、品牌积淀不足制约成长。**随传统服饰品牌线上化转型加速，韩都衣舍增长承压，我们认为主因：1）品牌积淀不足：多品牌、多 SKU 运营下，消费者较难对韩都衣舍形成清晰品牌定位，随平台流量向传统品牌方倾斜，线上用户搜索呈现从品类到品牌的切换，韩都衣舍增速相应承压；2）供应链掌控力不足：韩都衣舍产品多为外协代工，随电商进入门槛降低，代工厂可自行开拓线上渠道，影响公司业务开拓；3）渠道依赖度过高：多 SKU 铺货逻辑下，公司销售额与品类流量、搜索版面占比高度相关，随多品牌分流及品类增速边际放缓，韩都衣舍自然流量承压。

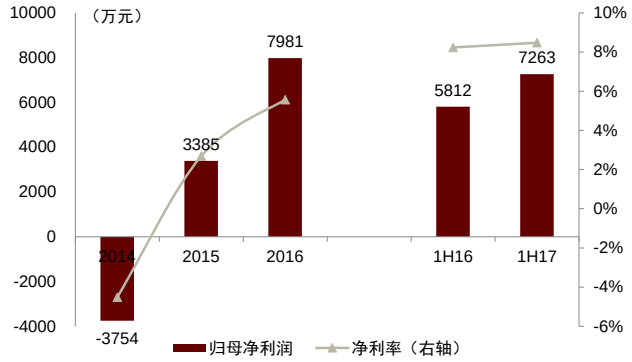
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 55：韩都衣舍 2014 年-1H17 营收情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 56：韩都衣舍 2014 年-1H17 归母净利润



资料来源：公司公告，中金公司研究部

从淘品牌兴衰看中国跨境电商：强化品牌、产品等内在能力，顺应流量变迁以实现持续成长。复盘淘品牌发展历程，我们认为供应链建设、产品迭代、品牌打造等底层能力为卖家持续成长的核心。基于此，跨境电商卖家需提升供应链能力，以自主产能、核心环节控制、高效供应链体系实现产品差异化及持续迭代；同时，卖家需打造自有品牌，实现品牌溢价及复购率的同步优化；此外，跨境卖家需敏锐捕捉海外流量切换趋势，持续获取海外线上化红利，借势实现快速成长。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

风险提示

地缘政治及贸易摩擦风险。跨境电商业务链条长，经营环节涉及清关、海外税务、媒体运营、海外仓储等多个环节，若出现地缘政治风险及贸易摩擦，或直接影响我国卖家业务开拓。

平台规则变化。我国跨境电商卖家多依托海外第三方电商平台开拓业务，且行业快速发展下，电商平台规则正持续迭代。我们认为，若跨境企业不能及时响应平台规则调整，份额提升或将失速，并影响经营效率及库存管理。

竞争加剧。跨境电商行业参与者众多，若行业竞争加剧，卖家或面临商品毛利率下行、获客成本提升等，影响海外业务拓展效率及份额提升路径。

海外需求不及预期。欧美通胀持续高企背景下，海外消费者质价比消费需求趋于旺盛，带动我国跨境电商行业持续快速成长。若后续海外需求成长不及预期，跨境电商行业增速或趋势下行，头部卖家业务成长或出现不确定性。

汇兑变化。跨境电商企业收入端多以海外货币结算，但供应链集中国内，若人民币对美元、欧元等货币汇率出现大幅波动，或影响跨境电商卖家盈利能力。

原材料价格上行风险。我国跨境电商以轻工业产品为主，上游原材料中大宗金属、石油化工产物等占比较高，若原材料价格大幅提升，跨境电商利润率或承压。

图表 57：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	净利润（财报货币 百万）			营业收入（财报货币 百万）			市盈率		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
跨境电商卖家												
301381.SZ	赛维时代*	CNY	23.61	283	480	620	11,817	13,906	16,166	33.7	19.9	15.4
301376.SZ	致欧科技*	CNY	20.57	336	452	582	8,701	11,864	13,644	24.7	18.3	14.2
300592.SZ	华凯易佰	CNY	16.69	147	335	428	9,133	10,367	11,486	44.2	19.3	15.1
002803.SZ	吉宏股份	CNY	19.58	277	368	468	6,722	8,271	10,009	30.3	22.8	17.9
跨境电商平台												
PDD.US	拼多多*	CNY	90.94	107,301	100,450	148,518	431,846	500,129	606,793	9.5	10.0	6.5
AMZN.US	亚马逊*	USD	272.65	77,670	148,986	129,200	716,924	835,121	947,347	38.1	20.2	23.6
WMT.US	沃尔玛(WALMART)	USD	112.34	21,893(a)	23,239(a)	25,977(a)	713,163(a)	751,654(a)	786,859(a)	40.5(a)	38.2(a)	34.2(a)
EBAY.US	EBAY	USD	109.61	2,031	2,740	2,882	11,100	12,173	12,845	24.0	17.8	16.9
SE.US	SEA*	USD	114.91	1,578	1,915	2,890	22,938	30,953	39,850	46.2	38.1	25.2
MELI.US	MERCADOLIBRE	USD	1922.57	1,997	2,001	2,853	28,893	40,748	51,715	47.9	47.8	33.6
跨境电商仓配												
601156.SH	东航物流*	CNY	17.04	2,688	2,876	3,292	24,264	29,069	31,969	10.1	9.4	8.2
601598.SH	中国外运*	CNY	6.36	4,837	3,378	3,886	99,831	108,059	115,969	9.6	13.7	11.9
603128.SH	华贸物流*	CNY	5.32	661	746	838	17,193	18,873	20,667	10.5	9.3	8.3
GCT.US	大健云仓	USD	46.46	137	170	193	1,290	1,507	1,623	10.2	8.2	7.3
FDX.US	联邦快递(FEDEX)	USD	313.34	4,433(a)	4,823(a)	5,330(a)	94,720(a)	93,939(a)	97,464(a)	16.7(a)	15.4(a)	13.9(a)

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年
A 股收盘于北京时间 2026-08-05；PDD.US, AMZN.US, WMT.US, SE.US, MELI.US 收盘于北京时间 2026-08-05；EBAY.US, GCT.US, FDX.US 收盘于北京时间 2026-08-04
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



徐卓楠　分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080520080008
SFC CE Ref：BPR695
zhuonan.xu@cicc.com.cn



吴维佳, CFA　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080521010011
SFC CE Ref：BHR850
weijia.wu@cicc.com.cn



邹煜莹　分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080524060021
SFC CE Ref：BXY419
yuying.zou@cicc.com.cn



柳政甫　分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080521120007
SFC CE Ref：BTC661
zhengfu.liu@cicc.com.cn



刘玉雯　分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号：S0080524070017
yuwen3.liu@cicc.com.cn



白洋　分析员
互联网
SAC 执证编号：S0080520110002
SFC CE Ref：BGN055
yang3.bai@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。