

# 线下根基深厚，线上如日方升

## —跨境电商行业深度

行业评级：看好

2024年8月9日

分析师

汤秀洁

研究助理

吴安琪

证书编号

S1230522070001

邮箱

tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱

wuanqi@stocke.com.cn

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

### 1、美国电商渗透率提升趋势略放缓，但占比提升，23年线上增速6% > 线下增速2%。

1) 2020-2021年美国线上零售渗透率受宏观因素影响快速提升，2022年后社会环境稳定，线上渗透率稳定于15%左右。2020年受宏观环境影响，线下消费受抑制，美国电商渗透率由2019年的11%迅速提升至15%。但2022年后随着不利因素散尽，美国电商增速维持稳定小幅增加的趋势，2021-2023年电商渗透率稳定于15%左右。

2) 零售业态集中度：美国线下>中国线下，美国线上<中国线上，亚马逊一家独大。

### 2、社会阶级固化+中低产消费趋势强性价比，偏好具备价格优势的产品。

1) 性价比消费趋势持续演绎。通货膨胀下，美国消费者对非必需品的需求下行，性价比商超和折扣百货营收稳定向上。

2) 橄榄型社会结构导致消费分层，各业态客群结构稳定。美国购物综合体较少，低中高收入群体均有各自偏好的购物渠道，且美国线下零售经历百年更迭，头部零售商已形成较强的品牌心智，各零售商客群基本盘较稳定。线上渠道同样存在客群壁垒，但因购物体验弱化→壁垒弱于线下渠道，Temu有望通过提升产品品质，抢夺亚马逊客群。

### 3、为什么美国电商渗透率较低：消费者极度重视购物体验，物流配送时效和费率为电商渗透率提升的核心。

1) 渠道端：美国可选电商渠道较少，亚马逊一家独大，且线下零售商独立站发达，竞争激烈。中国核心零售商线上营收占比<电商渗透率（47%），美国核心零售商线上营收占比>电商渗透率（15%）。

2) 需求端：线下购物退货条件更宽松，电商尾程派送价格高且退货难；此外美国消费者重视购物体验，线下消费场所通常为社交场所的延伸。

3) 供给端：制造业空心化，本土制造商较少且品牌商各渠道控价严格→线上线下一无价差。较少有品牌商入驻亚马逊渠道，如Nike、Lululemon等品牌均未在亚马逊开店。

### 4、两轮价格战后尾程配送三巨头格局稳定，亚马逊重资产投入物流领域，派件规模有反超趋势。三巨头在20-22年为适配暴增的需求加大资本开支+23年开始电商件增速放缓→价格战有望重启，本轮价格战预计形式为提升针对稳定客户的折扣率。

1) 美国快递行业起步早，19世纪下半叶伴随铁路诞生初见雏形，目前网络建设和货机等硬件设施基本完善，经历过两轮价格战的出清，行业竞争格局已基本稳定。目前已经形成USPS、UPS、FedEx三巨头的稳定格局，CR3 > 70%。

2) 电商化进程扰动美国快递竞争格局，亚马逊物流、Ontrac等后起之秀有望持续分割市场。2023年开始亚马逊为提升利润率及确保物流稳定性，开始自建物流系统。23年亚马逊物流包裹量达59亿件，首次超过UPS，有望持续瓜分三巨头市场份额。

3) 23年电商增速放缓+亚马逊物流及Ontrac等更具性价比的服务商出现，三巨头日均单量均呈现下降趋势，物流费用下行→跨境电商卖家有望受益。UPS、FedEx为抢夺有限客户，均提升折扣率（主要针对大客户），同时加大折扣力度吸引新客户，提升客户粘性。

## 1、全球贸易环境恶化的风险

跨境电商行业受国际形势波动影响显著，若发生诸如经济增长放缓、系统性金融危机等重大不利风险，将严重制约海外消费市场需求。

## 2、汇率波动的风险

跨境电商企业收入主要以外币结算，美元、欧元等外汇兑人民币汇率可能会出现重大波动，影响行业内企业利润。

# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

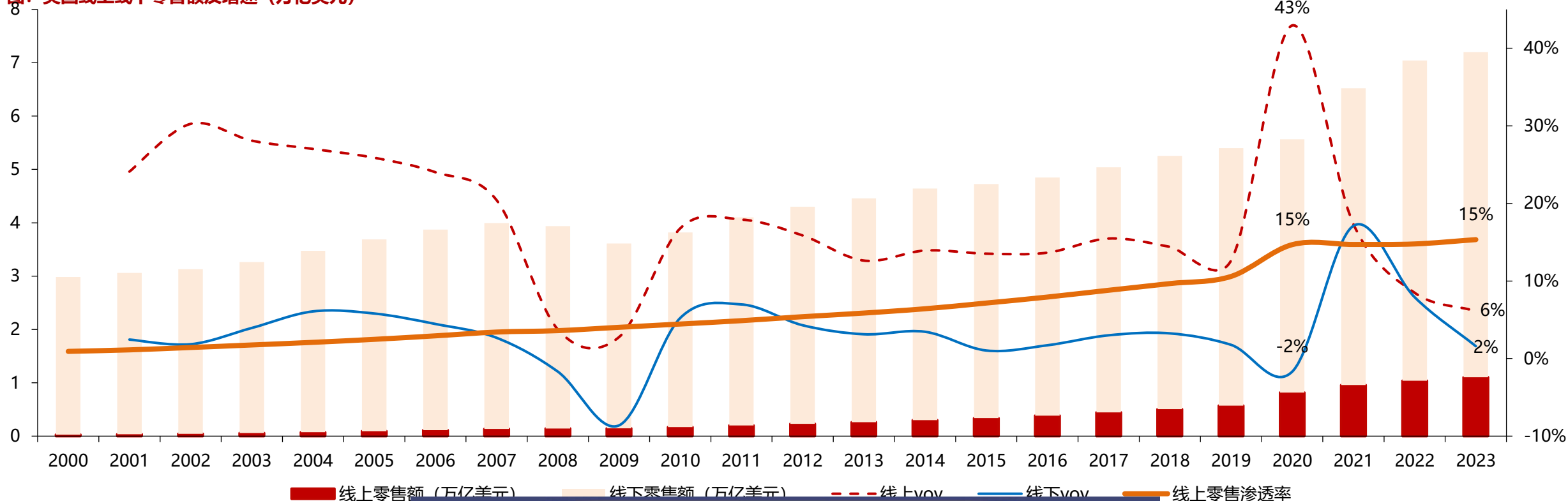
沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

6

塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

- **线上零售额增速 > 线下零售额增速。**据美国人口普查局统计口径，2019-2023年美国线下零售额由4.8万亿美元提升至6.1万亿美元，CAGR达6%；线上零售额由0.57提升至1.1亿美元，CAGR达18%。
- **宏观环境催化线上零售渗透率提升，近年渗透率稳定于15%。**2020年受宏观环境影响，线下消费受抑制，美国电商渗透率由2019年的11%迅速提升至15%。但2022年后随着不利因素散尽，美国电商增速维持稳定小幅增加的趋势，2021-2023年电商渗透率稳定于15%左右。

图：美国线上线下零售额及增速（万亿美元）



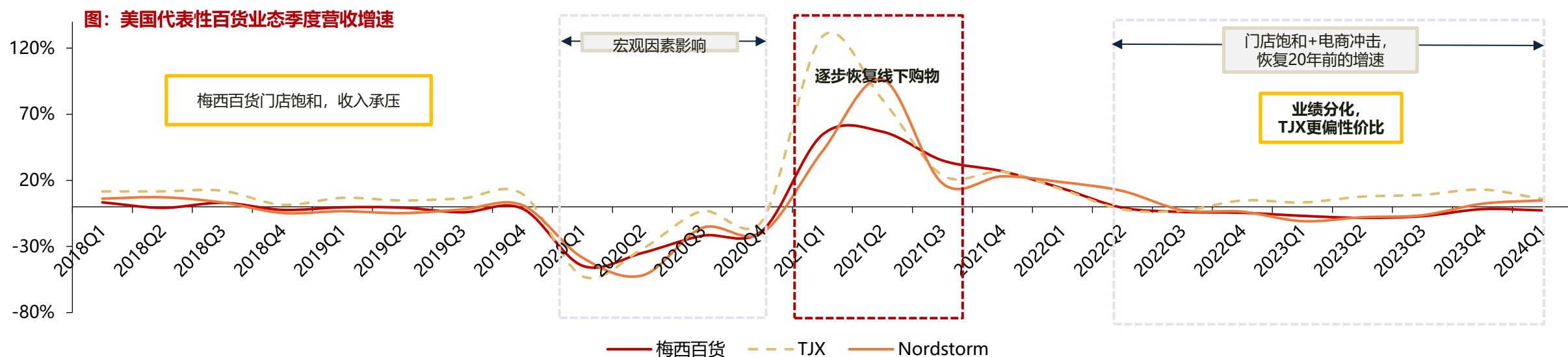
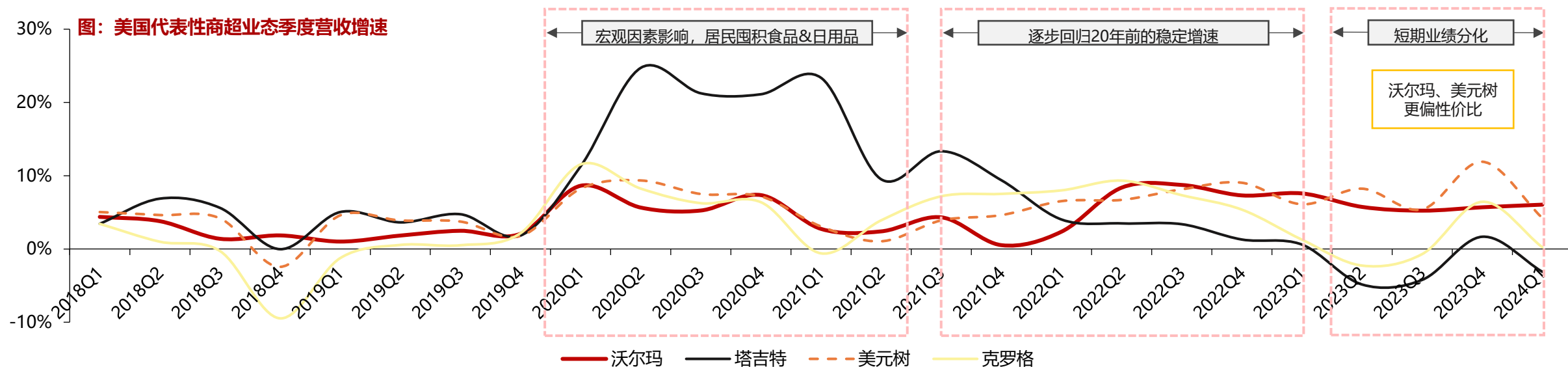
□ **美国线上渠道集中度弱于中国，但呈现一家独大的局面，亚马逊电商市占率持续提升。线下零售商借助强品牌知名度向线上延伸，瓜分电商市场。**  
 根据欧睿数据，亚马逊市占率由2015年的18%提升至2023年的31%。沃尔玛、CVS等线下起家的零售商在线上渠道亦享有较高的市场份额，23年沃尔玛电商/便利店CVS市占率分别为7%/6%。

| 美国线上零售市占率 | 2015  | 2018  | 2020  | 2021  | 2023  | 中国线上零售市占率 | 2015  | 2018  | 2020  | 2021  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 亚马逊       | 17.8% | 26.3% | 29.8% | 30.3% | 31.0% | 天猫        | 43.6% | 39.7% | 40.1% | 39.7% | 29.4% |
| 沃尔玛       | 1.7%  | 3.0%  | 5.6%  | 5.4%  | 6.5%  | 京东        | 13.4% | 18.7% | 20.7% | 22.8% | 18.0% |
| CVS       | 9.1%  | 8.2%  | 6.5%  | 6.0%  | 6.4%  | 抖音        | -     | -     | -     | -     | 16.4% |
| 苹果        | 3.0%  | 3.4%  | 4.0%  | 4.4%  | 5.7%  | 拼多多       | -     | 2.6%  | 6.4%  | 8.2%  | 14.8% |
| eBay      | 6.0%  | 4.9%  | 3.7%  | 3.4%  | 2.5%  | 苏宁        | -     | 3.2%  | 2.9%  | 1.5%  | 0.9%  |
| 塔吉特       | 0.6%  | 0.9%  | 1.9%  | 2.0%  | 1.5%  | 叮咚        | -     | 0.1%  | 0.2%  | 0.3%  | 0.2%  |
| 家得宝       | 0.9%  | 1.1%  | 1.7%  | 1.6%  | 1.4%  | 小红书       | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 克罗格       | 0.3%  | 0.8%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.3%  | 当当网       | 0.2%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 百思买       | 1.0%  | 1.1%  | 2.2%  | 1.6%  | 1.1%  | 考拉        | -     | -     | 0.2%  | 0.1%  | 0.1%  |
| Costco    | 0.6%  | 0.8%  | 1.0%  | 1.2%  | 1.0%  | 亚马逊       | 0.6%  | 0.6%  | 0.1%  | -     | -     |
| Shein     | -     | -     | -     | 0.3%  | 0.7%  | 聚美优品      | 0.4%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 其他        | 59.0% | 49.5% | 42.1% | 42.5% | 40.9% | 其他        | 41.7% | 34.8% | 29.1% | 27.2% | 20.0% |

- **美国线下零售集中度较高且格局较稳定，且头部集中趋势加强，呈现一超多强的局面。**根据欧睿数据，23年美国线下前五大零售商份额达24%，此外零售巨头沃尔玛市占率持续稳定于11%左右。
- **中国线下零售极度分散，CR3 < 2%，且未见显著头部集中趋势。**根据欧睿数据，23年易捷便利店/沃尔玛/大润发市占率分别为0.5%/0.4%/0.3%。

| 美国线下零售市占率      | 2015  | 2018  | 2020  | 2021  | 2023  | 中国线下零售市占率 | 2015  | 2018  | 2020  | 2021  | 2023               |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------------------|
| 沃尔玛            | 11.0% | 11.5% | 11.8% | 11.1% | 11.4% | 易捷便利店     | 0.1%  | 0.3%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.5%               |
| Costco         | 2.4%  | 2.8%  | 3.3%  | 3.4%  | 3.8%  | 沃尔玛       | 0.4%  | 0.4%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.4%               |
| CVS便利店         | 2.7%  | 2.9%  | 3.2%  | 3.1%  | 3.6%  | 大润发       | -     | -     | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%               |
| Walgreens便利店   | 3.1%  | 3.5%  | 3.7%  | 3.4%  | 2.7%  | 永辉超市      | 0.3%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%               |
| 塔吉特            | 2.4%  | 2.2%  | 2.4%  | 2.5%  | 2.3%  | 美宜佳       | 0.0%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%               |
| 山姆会员店（沃尔玛旗下）   | 1.8%  | 1.7%  | 1.9%  | 1.8%  | 2.0%  | 周大福       | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%               |
| Publix         | 1.3%  | 1.4%  | 1.7%  | 1.6%  | 1.9%  | 华润万家      | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.2%  | 0.2%               |
| 家得宝            | 1.9%  | 1.9%  | 2.0%  | 2.0%  | 1.8%  | 盒马鲜生      | -     | 0.0%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%               |
| 劳氏             | 1.5%  | 1.7%  | 2.0%  | 1.9%  | 1.7%  | 物美        | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%               |
| 克罗格            | 1.7%  | 1.7%  | 1.8%  | 1.6%  | 1.6%  | Nike      | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%               |
| Safeway        | 1.2%  | 1.2%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.3%  | SKP       | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.2%               |
| Dollar General | 0.8%  | 1.0%  | 1.3%  | 1.2%  | 1.3%  | 苏宁        | -     | 0.5%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.1%               |
| 其他             | 68.9% | 67.3% | 64.4% | 65.9% | 65.3% | 其他        | 98.4% | 97.5% | 96.7% | 97.0% | 97.0% <sup>7</sup> |

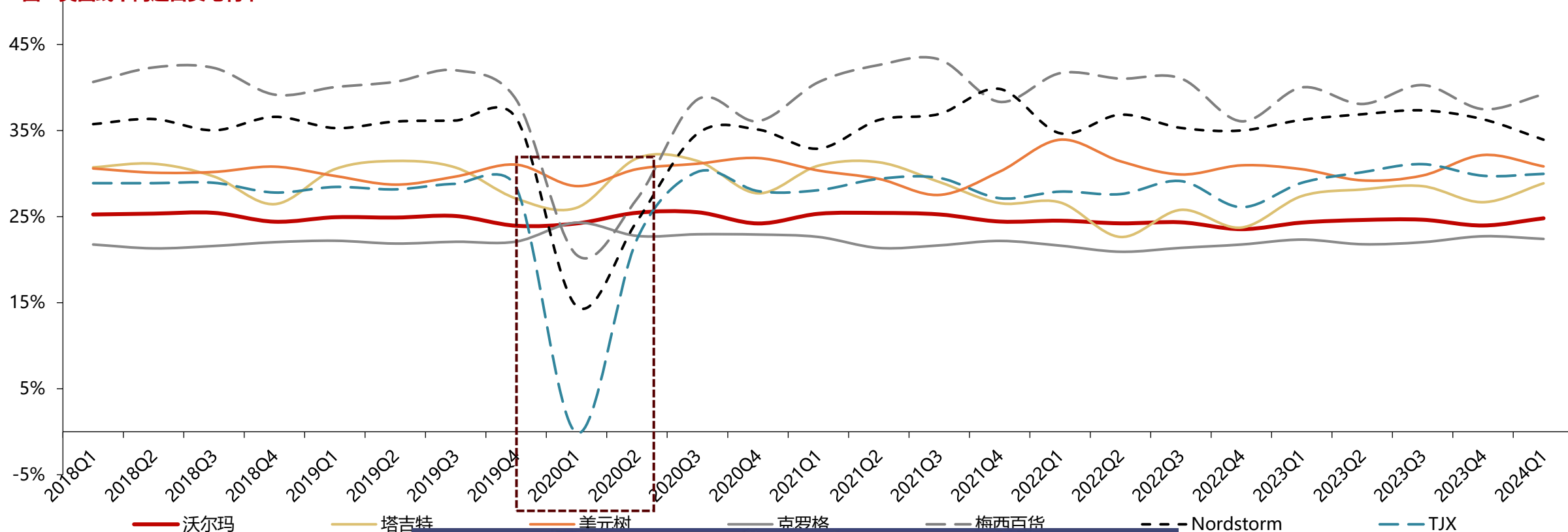
# 消费格局重塑，可选、必选业态业绩分化显著



# 消费格局重塑，可选、必选业态业绩分化显著

- 百货毛利率受宏观环境影响显著，商超毛利率较稳定。百货业态因电商渠道分流，对下游议价能力弱化，梅西百货和Nordstorm毛利率呈下降趋势。24Q1梅西百货/Nordstorm毛利率分别为39%/34%，较18Q1下滑1.5pct/1.9pct。
- 超市行业经营模式：低毛利+高费率，经营杠杆率偏高。市场份额相对稳态，商业模式的差异导致毛利率绝对值分化，如塔吉特定位高级零售商，商店体验改善维持较高客单价，毛利率在业内相对较高。

图：美国线下商超百货毛利率



# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

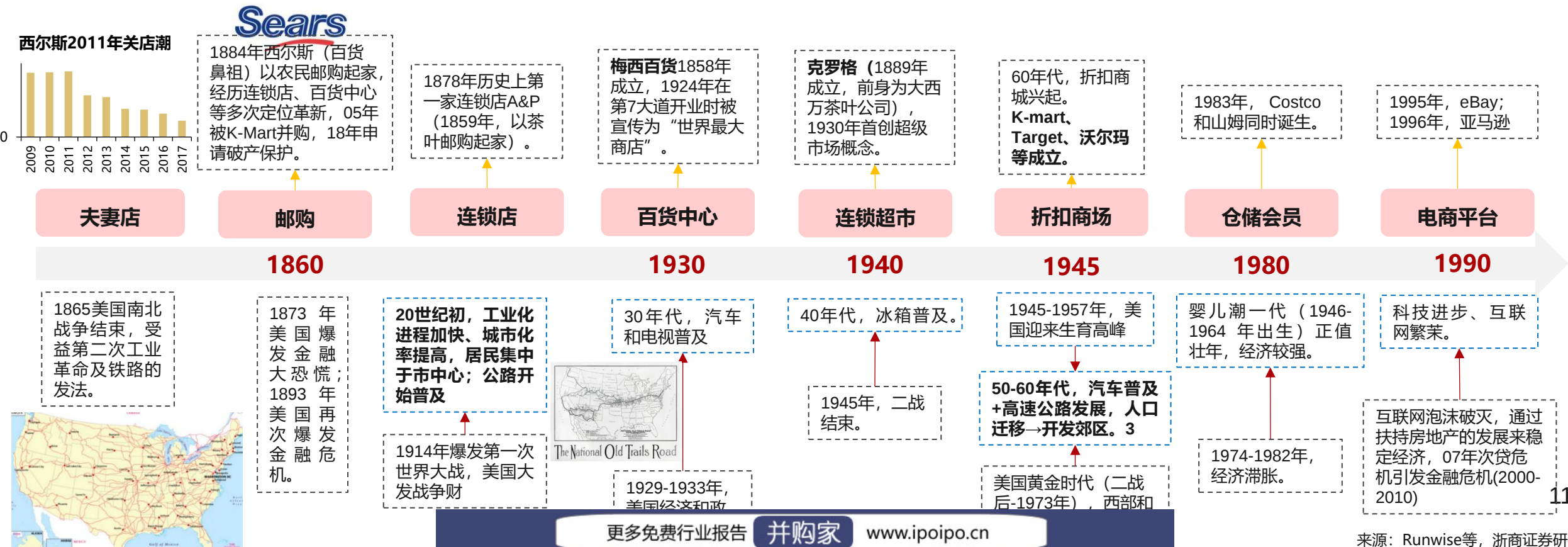
沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

6

塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

❑ 美国线下零售业态起步较早+橄榄型社会结构下需求泾渭分明→零售企业细分，线下渠道分为四大类：

- 全国连锁商超：综合性商超（沃尔玛、Target等），综合百货（BloomingDeal's、Macy等），垂直型商超（家居建材家得宝等），连锁便利店（CVS, Walgreen's），折扣零售（TJX等）。
- 批发商：批发门店（门店超千平，一般模式为前仓后店）、专业协会（如亚特兰大美妆协会）。
- 区域连锁商超：一般以州、市为主要辐射单位，服务于某一特定区域或特定群体的连锁超市（如区域型华人超市）。
- 独立门店：街边店，专注垂直细分市场（如销售猫或狗产品的店铺，汽车配件和维修服务）。



| 成立时间                                   | 23年营收（亿\$） | 美国覆盖州                           | 23年门店数 | 24Q1门店数                         | 23年的主要布局区域（门店数量占比）              | 毛利率                                  | 净利率    | 23年的产品结构 |                                                                      |
|----------------------------------------|------------|---------------------------------|--------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|--------|----------|----------------------------------------------------------------------|
| 商超                                     |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| 沃尔玛                                    | 1962       | US: 4418<br>国际: 1146<br>山姆: 862 | 52     | US: 4615<br>国际: 5402<br>山姆: 599 | US: 4609<br>国际: 5399<br>山姆: 599 | 门店国际化分布，其中墨西哥与美国占比43%，加拿大20%，中国15%   | 24.38% | 2.51%    | 60%食品杂货+26%普通商品+12%健康用品                                              |
| 塔吉特                                    | 1902       | 1074                            | 51     | 1897                            | 1956                            | 仅分布于美国（加州17%，德州8%）                   | 27.63% | 3.85%    | 16%衣物+30%美容和家用+23%食物家居+15%硬线+17%家居装饰（自有品牌超1/3）                       |
| 克罗格                                    | 1883       | 1500                            | 35     | 2722                            | —                               | 仅分布于美国，均匀分布在35个州                     | 22.24% | 1.45%    | 51%杂货、日用、健康美容护理、天然食品+24%食品生鲜+11%超市燃料+10%药物                           |
| 美元树                                    | 1986       | 76                              | 49     | 8415                            | 8321                            | 分布在美国和加拿大五个省                         | 30.49% | -3.26%   | 53%消耗品+47%季节性产品                                                      |
| Costco                                 | 1983       | 2423                            | 49     | 861                             | 849                             | 加州22%+德州6%+华盛顿6%+佛州6%                | 12.26% | 2.60%    | —                                                                    |
| 工具类超市                                  |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| 家得宝                                    | 1978       | 1527                            | 54     | 2153                            | 2337                            | 仅分布于美洲，（美国 94%+墨西哥 6%）               | 33.38% | 9.92%    | 家居建材                                                                 |
| Lowe’s                                 | 1952       | 864                             | 51     | 1746                            | —                               | 均分布于美国，美国本土分布总体较为均匀（北卡7%，佛州 7%，德州8%） | 33.39% | 8.94%    | 14%家具季节性+9%花园+8%木材+8%厨浴+7%硬货+6%建材+6%木制品+6%画+6%水管+5%工具+5%电器+5%地板+5%装修 |
| 服饰类百货                                  |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| 梅西百货                                   | 1985       | 239                             | 46     | 502                             | 521                             | 仅分布于美国，加州17%+佛州8%+纽约7%               | 40.74% | 0.44%    | 40%女性饰品+20%女式服装+21%男士儿童+16%家庭和其他+3%信用卡+7%传媒网络                        |
| Nordstorm                              | 1901       | 147                             | 41     | 369                             | 365                             | 仅分布于美国，加州24%+德州8%+佛州7%               | 36.68% | 0.91%    | 服饰为主                                                                 |
| 便利店                                    |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| CVS                                    | 1996       | 3578                            | 51     | 7500                            | —                               | 均分布于美国，加州12%+德州8%+佛州9%               | 15.21% | 2.34%    | 30%医疗保健福利+52%健康服务+33%药房                                              |
| Walgreens                              | 2014       | 1381                            | 53     | 13532                           | —                               | 分布国际化（美国64%+墨西哥9%+智利2%）              | 19.46% | -2.54%   | 67%零售药房+15%健康防护                                                      |
| 注：沃尔玛，Dollar Tree 主要布局区域按营收占比拆分        |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| 更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn             |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |
| Spacehero, 公司公告, 公司官网, Choice, 浙商证券研究所 |            |                                 |        |                                 |                                 |                                      |        |          |                                                                      |

12

□ 美国百货业态和商超业态有较明显的区隔，Shopping Mall较少+主要分布在郊区。

➤ 历史原因：

1) 美国线下零售起步较早。1956年明尼苏达成立美国第一家购物中心。

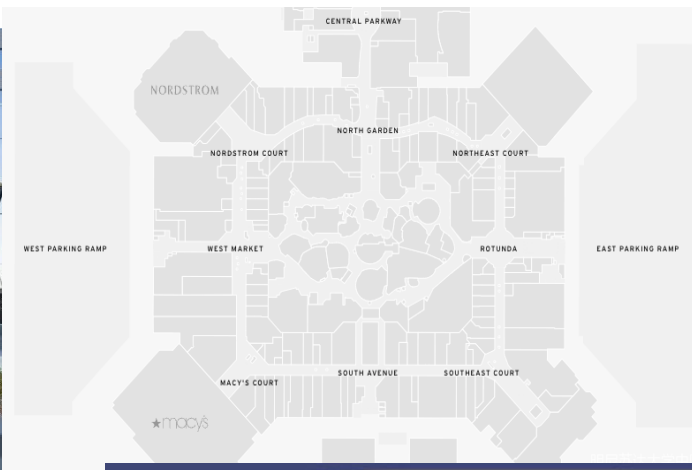
2) 人口分布郊区化。移民国家→铁路沿线形成城市群；二战后逆城市化进程加速，居民区搬离市中心（汽车工业崛起+婴儿潮+废除种族隔离的反作用），购物中心成为郊区居民的社交场所；

➤ 社会原因：

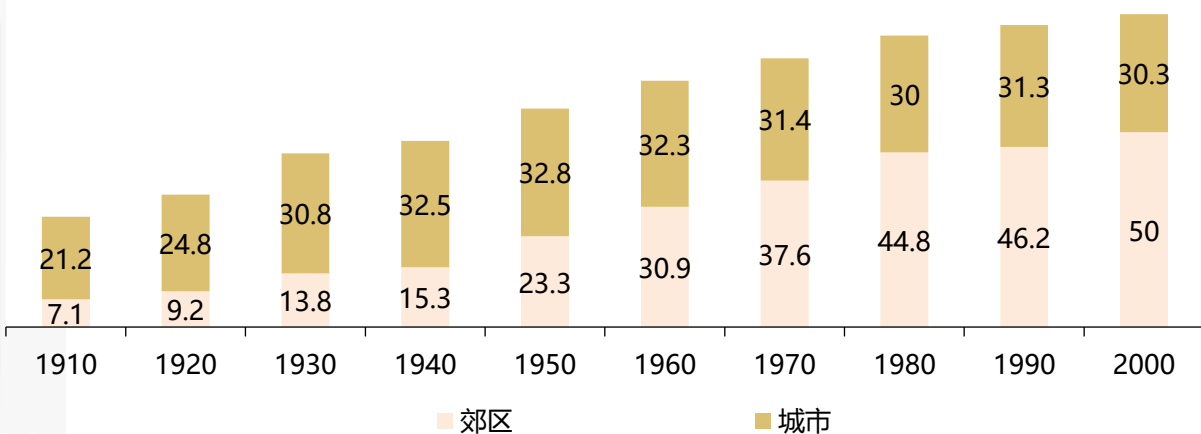
1) 汽车普及，郊区出行亦方便。当前中国人均汽车保有量为0.23辆，美国人均汽车保有量为0.84辆。

2) Shopping Mall面积较大，郊区土地资源丰富且价格更低廉。

图：MOA—美国最大的Shopping Mall，总建筑面积约52万平方米



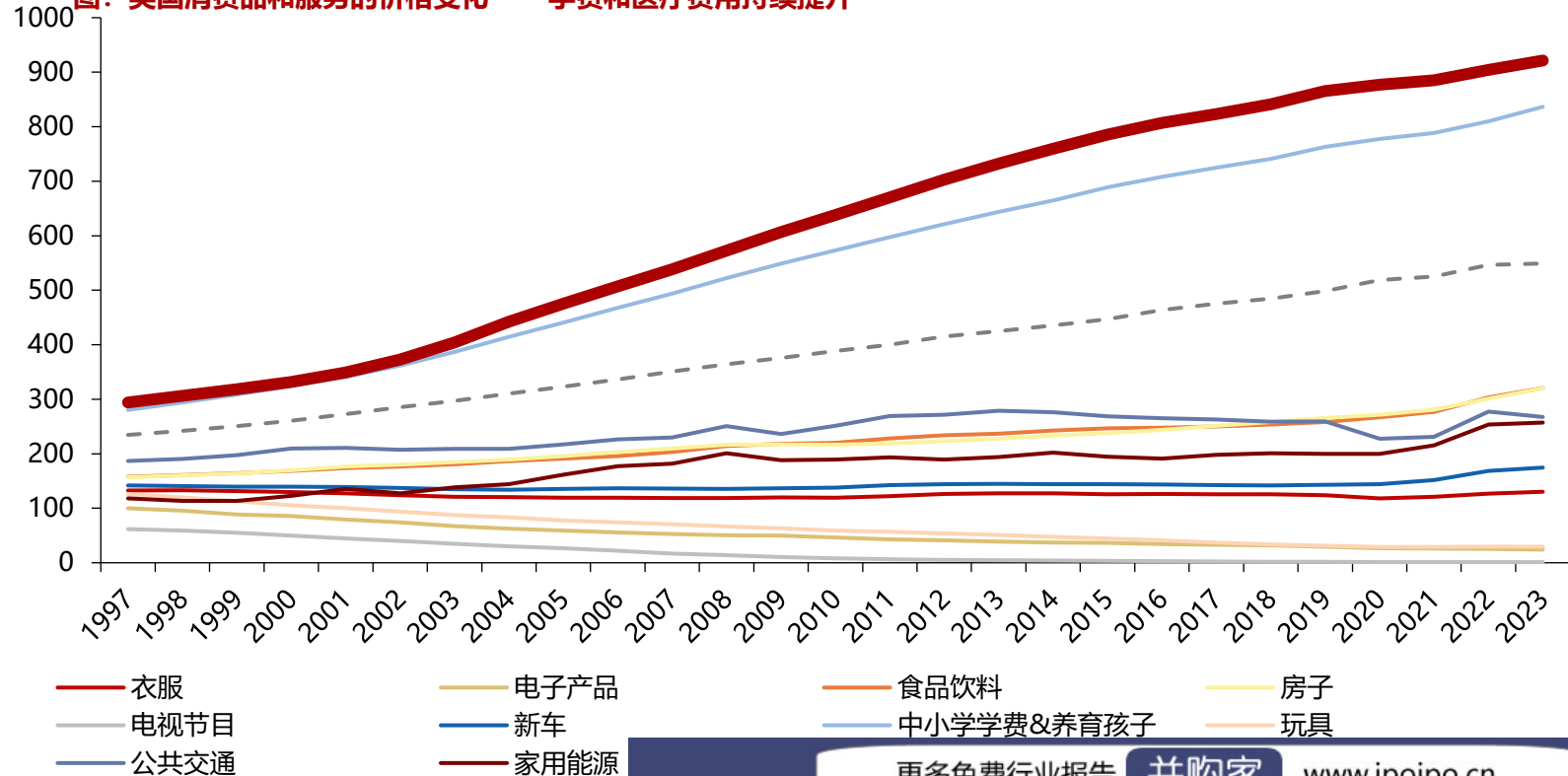
图：大都市地区的郊区和城市人口占美国总人口的比重，郊区人口提升（%）



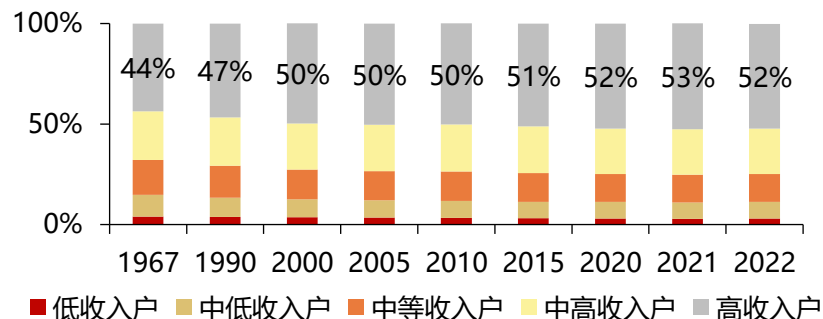
□ 1997-2023年，美国容易外包生产的消费品价格下跌，“不可交易”服务类如教育等价格大幅上涨，阶级固化加剧。

➤ 医疗费用、学费稳定上升，手机软件、电子产品、玩具等大众消费品价格持续下行。2000年以来，美国医疗保健价格上涨超200%，主要系劳动力成本上升、人口老龄化，数据显示一半的美国人背负医疗债务，大多数人欠1000美元或更多；学费上涨178%，大学教科书上涨162%，低收入学生受学费上涨影响严重，近年来大多数州都削减了对高等教育的资助，低收入家庭通过教育实现阶级跃迁的通道逐渐关闭。

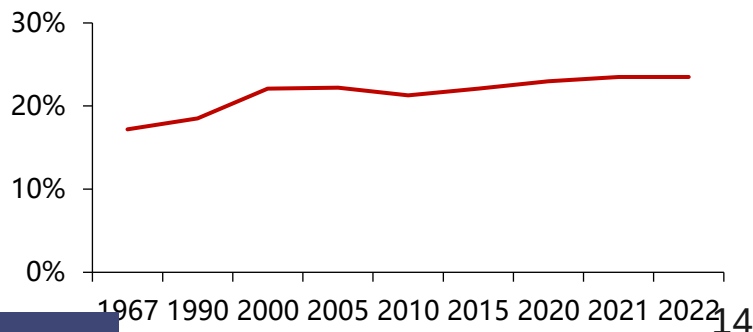
图：美国消费品和服务的价格变化——学费和医疗费用持续提升



图：美国中高收入人群占比提升



图：美国最高收入户占比提升

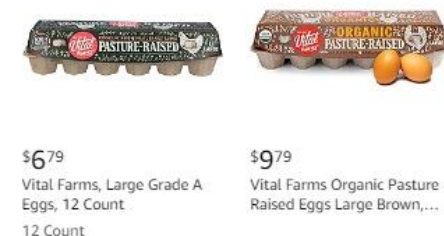


- 美国线下零售购物分层较明显，以线下商超为例，
- 高收入群体：注重服务或体验，如Whole Foods。
  - 中等收入群体：产品、服务、易接近性等为先，价格为辅，如Target。
  - 低收入群体：价格优先，便利性为辅，如沃尔玛。



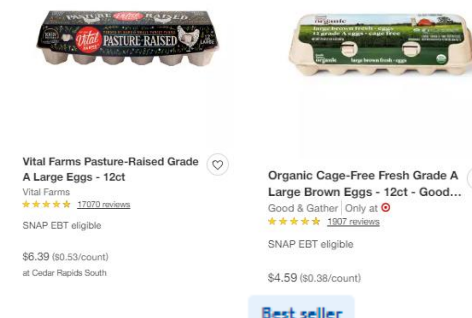
富裕家庭  
年收入\$10-15万

亚马逊旗下的有机食品超市。  
注重线下门店的用户体验，设计精致，装修高端，门店会组织健康咨询、烹饪课程、健康活动等服务，门店设有餐区。



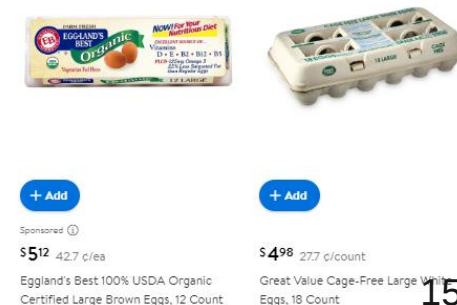
中产为主  
年收入\$2-5万

平价优质，日用品和服饰居多。  
注重营造独特的购物体验，提供服装、家居用品、电子产品等多个品类的商品。目标客户群体相较沃尔玛客群更注重品味和时尚。



中低收入群体  
年收入 < \$2万

核心理念“低价每一天”，  
强调提供经济实惠的商品。  
产品线更广泛，包括日常生活所需的各个方面。吸引注重价格和性价比的消费者。



□ 零售业态细分导致针对不同品类的产品，美国消费者偏好的零售商存在差异。

- **亚马逊是工艺用品、电子产品等即时性需求不强的可选消费品最受欢迎购买渠道。**调查显示，14%的消费者购买工艺品、23%的消费者购买书籍、19%的消费者购买电子产品、14%的消费者购买运动器材及配件、17%的消费者购买办公用品会选择亚马逊。
- **沃尔玛（实体店）是即时性诉求较强的生活用品最受欢迎的购买渠道。**调查显示，24%的消费者购买美妆个护、29%的消费者购买清洁用品、27%的消费者购买非处方药、28%的消费者购买食品杂货会选择沃尔玛（实体店）。

表：美国各渠道消费者偏好的产品

|         | 酒类  | 工艺品和缝纫用品 | 汽车零部件 | 婴儿用品 | 美容和个人护理用品 | 书籍、杂志和报纸 | 清洁用品 | 衣服  | 电子产品 | 运动和健身器材 | 花园和户外产品 | 食品杂货 | 家居和厨房产品 | 办公用品 | 非处方药 |
|---------|-----|----------|-------|------|-----------|----------|------|-----|------|---------|---------|------|---------|------|------|
| 亚马逊     | 4%  | 14%      | 10%   | 10%  | 15%       | 23%      | 11%  | 18% | 19%  | 14%     | 10%     | 7%   | 18%     | 17%  | 10%  |
| 沃尔玛（官网） | 7%  | 10%      | 7%    | 8%   | 12%       | 7%       | 14%  | 12% | 13%  | 8%      | 11%     | 15%  | 13%     | 11%  | 12%  |
| 塔吉特（官网） | 3%  | 4%       | 3%    | 5%   | 6%        | 4%       | 6%   | 6%  | 5%   | 5%      | 5%      | 4%   | 5%      | 5%   | 4%   |
| eBay    | 2%  | 3%       | 5%    | 2%   | 2%        | 3%       | 2%   | 2%  | 3%   | 3%      | 2%      | 1%   | 3%      | 3%   | 2%   |
| 其他在线零售商 | 3%  | 4%       | 5%    | 2%   | 6%        | 6%       | 4%   | 10% | 5%   | 4%      | 4%      | 4%   | 5%      | 5%   | 4%   |
| 沃尔玛（实体） | 14% | 14%      | 14%   | 11%  | 24%       | 10%      | 29%  | 18% | 18%  | 9%      | 19%     | 28%  | 22%     | 17%  | 27%  |
| 塔吉特（实体） | 4%  | 5%       | 3%    | 6%   | 10%       | 5%       | 8%   | 9%  | 6%   | 4%      | 5%      | 7%   | 8%      | 6%   | 8%   |
| 其他实体店   | 28% | 14%      | 26%   | 3%   | 18%       | 12%      | 22%  | 20% | 13%  | 6%      | 19%     | 32%  | 12%     | 13%  | 27%  |

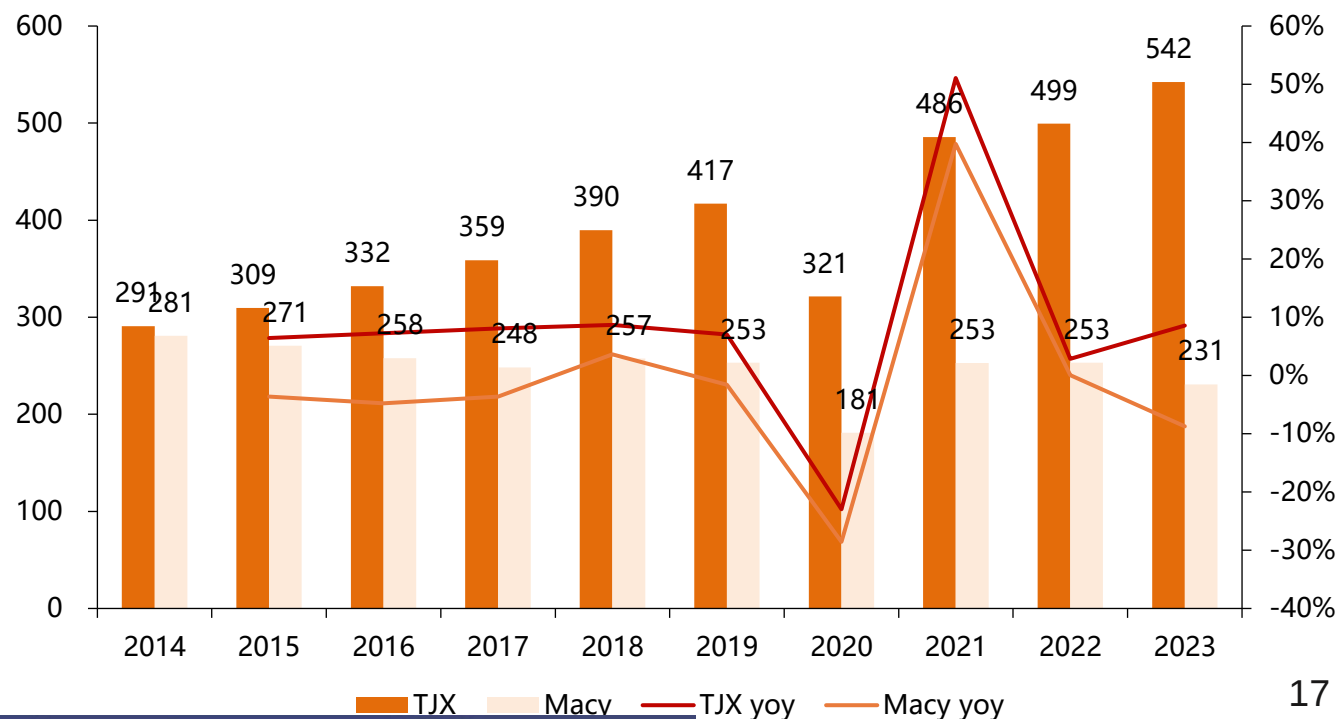
### □ 美国线下客流回升，但商超线下门店关店趋势不改，主要系：

- **经济疲软+“0元购”，部分零售商关闭线下店铺止损。**沃尔玛宣布撤掉在波特兰所有门店，2022年Nike宣布关闭波特兰市中心区旗舰店，此旗舰店两月内遭歹徒入侵15次。
- **电商渗透率提升+经济疲软，折扣零售和性价比平台崛起。**折扣百货TJX营收持续提升，而客群偏中产的梅西百货在通胀压力下，营收承压。

图：Target 0 元购



图：折扣百货TJX和梅西百货营收（亿美元）



# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

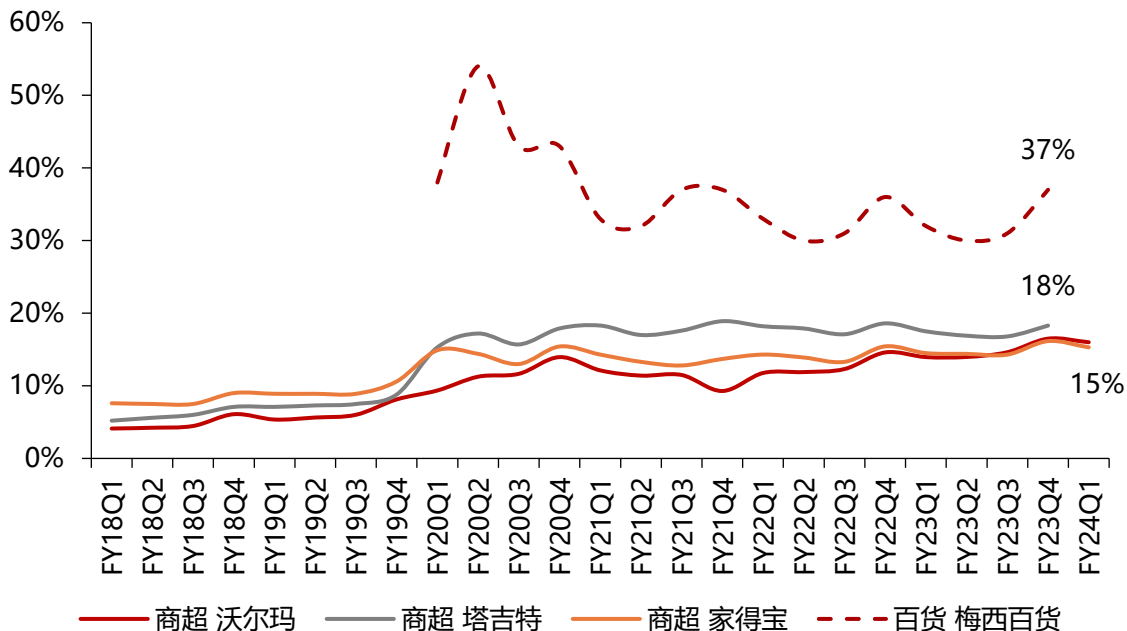
6

塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

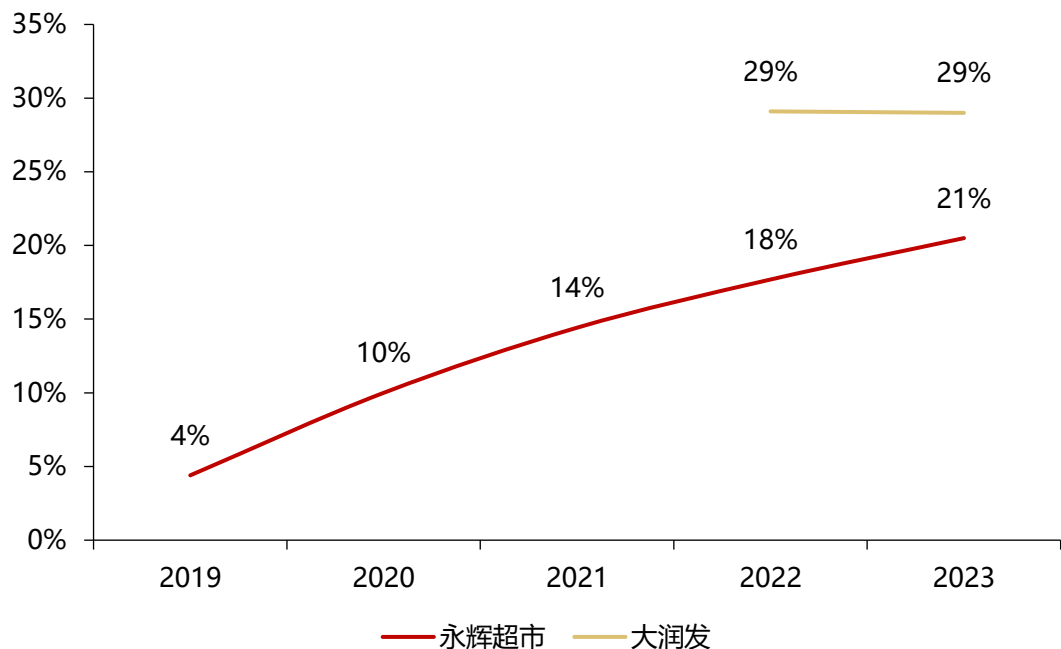
□ 中国核心零售商线上营收占比 < 电商渗透率 (47%)，美国核心零售商线上营收占比 > 电商渗透率 (15%)，美国可选电商渠道较少。

- **电商价格优势不明显。**美国制造业空心化，生产商和品牌商距离较大，品牌商自营渠道难度较大。此外线上渠道佣金率较高+履约难度较大，压缩卖家利润空间→电商价格优势不明显。
- **消费习惯有差异，美国线下购物更便利。**线下商超百货门店分布广泛，且多位于居民区附近，线下购物相对更便捷。
- **消费品行业成熟，龙头掌握核心定价权。**美国消费品龙头通过长期经营和资金投入，已经较强的品牌壁垒和品牌心智，新品牌很难破圈。此外目前大部分产品已经形成寡头垄断格局，龙头定价权加强，且自营和经销渠道力深厚，与线下渠道合作稳固，无需借助线上渠道破圈。

图：美国核心商超百货线上营收占比



图：中国商超线上营收占比



## □ 美国住宅分布较分散，推高末端配送成本。

- **物流效率及退货的便捷程度为美国消费者是否考虑网购的核心因素。** RetailX数据显示，66%的消费者认为当日送达服务是重要的，77%的消费者认为次日送达服务是重要的，当前跨境电商受跨境物流、最后一公里派件等诸多因素影响，时效性仍有较大的提升空间。
- **美国消费者偏好线下购物，主要系实体店退换货的便利。** Digital Commerce 360和Bizrate 调查显示，电商渠道购物者不喜欢高额的退换货成本和苛刻的退换货政策。

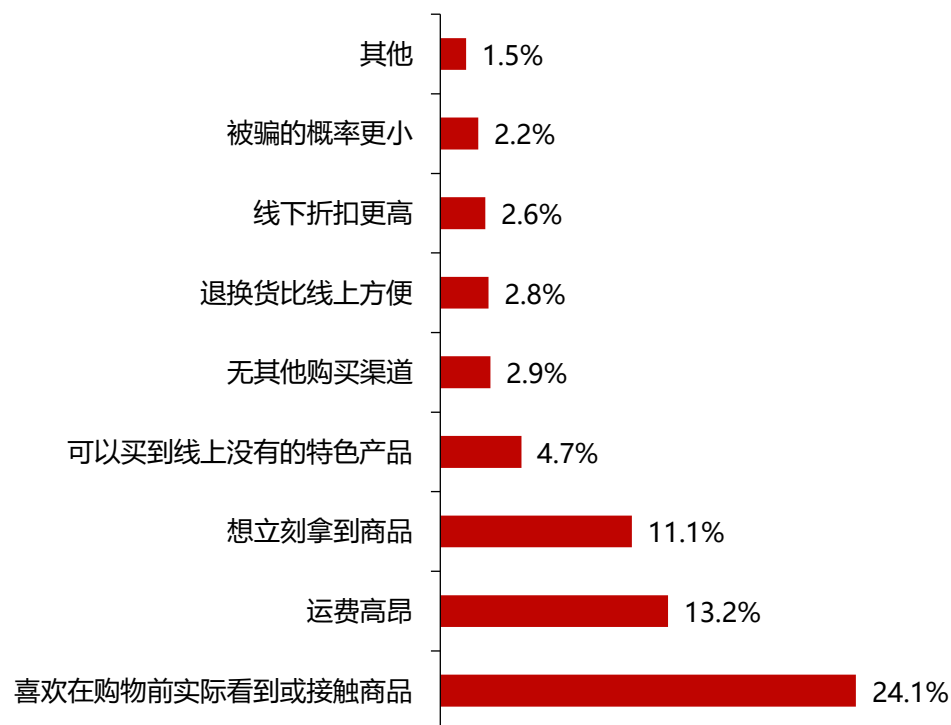
图：美国典型街区



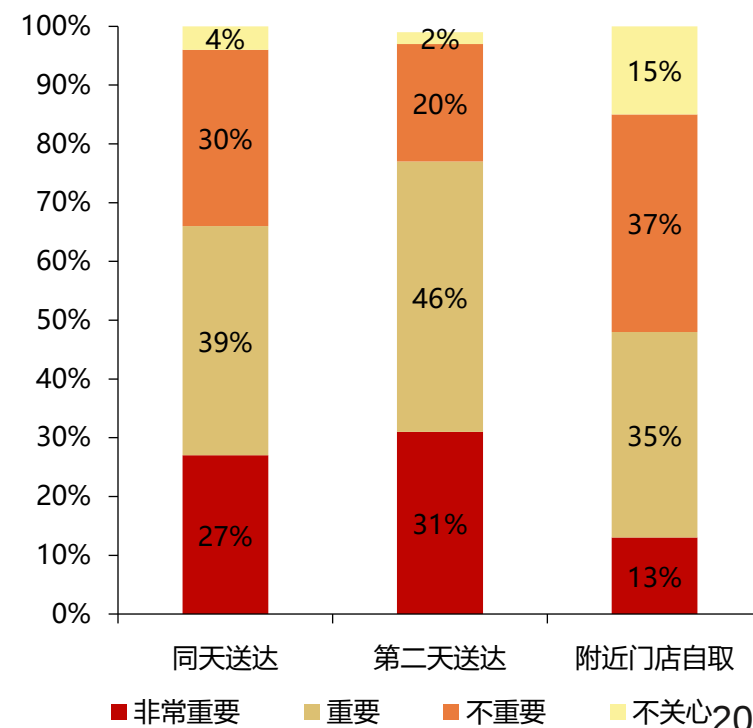
图：中国住宅区



图：美国消费者喜欢线下购物的原因

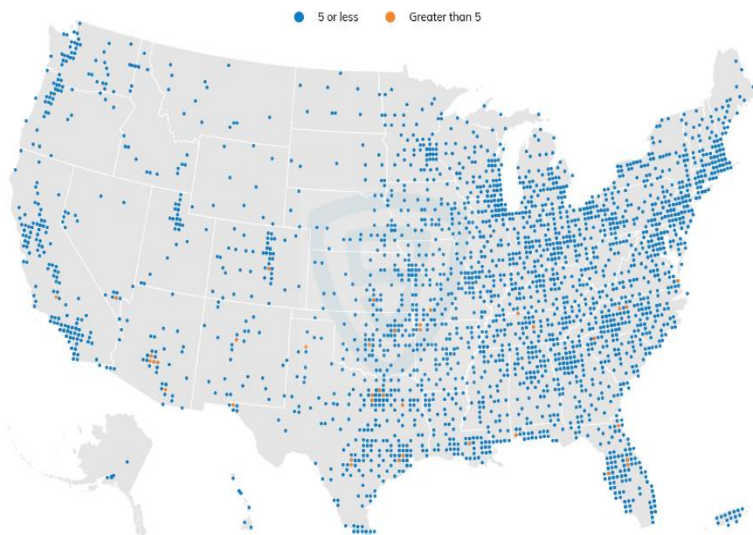


图：美国消费者对网购时效性要求较强



- 线下零售商通过实体店布局实现高效配送，沃尔玛和塔吉特实体店密度远超亚马逊仓储分布（全美110个电商履约中心），有效满足客户当日达需求。沃尔玛依托遍布全美52州，2636座城市的4617家门店，官网下单支持门店自提和当日达配送，实现线上线下深度融合。据统计，90%的消费者距离沃尔玛门店仅15分钟车程。此外沃尔玛拥有162个分拣中心（112自有+50租赁）战略性地分布在美国各地，有效加强电商时效。
- 亚马逊收购工业地产+重组分销网络，提高包裹递送速度，降低运输成本，加速赶超沃尔玛。亚马逊在北美有约4.13亿平方英尺的工业地产，仍在不断重资产投入扩张以提升配送时效，2024年亚马逊在美国租赁、购买和宣布收购的新仓库占地面积超1600万平方英尺。

图：沃尔玛美国门店分布

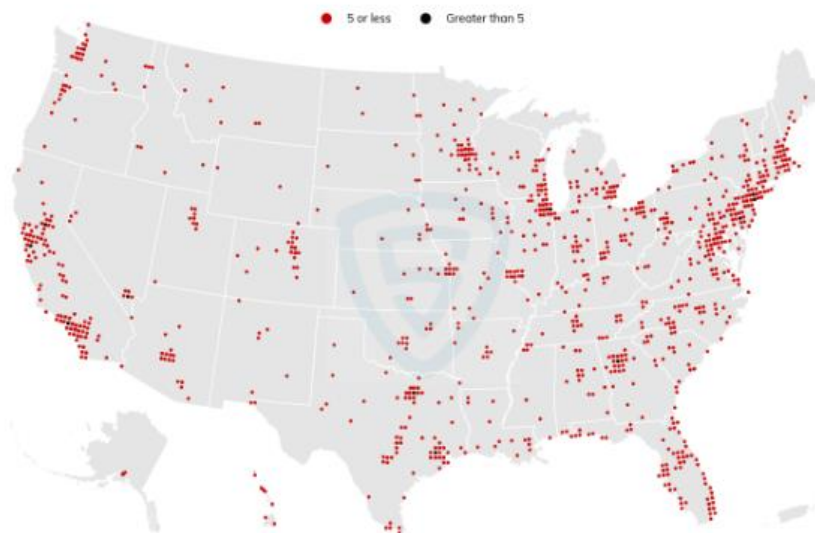


Walmart store locations in the USA

Each grid point covers 10-mile radius with at least one location

Source: ScrapeHero.com

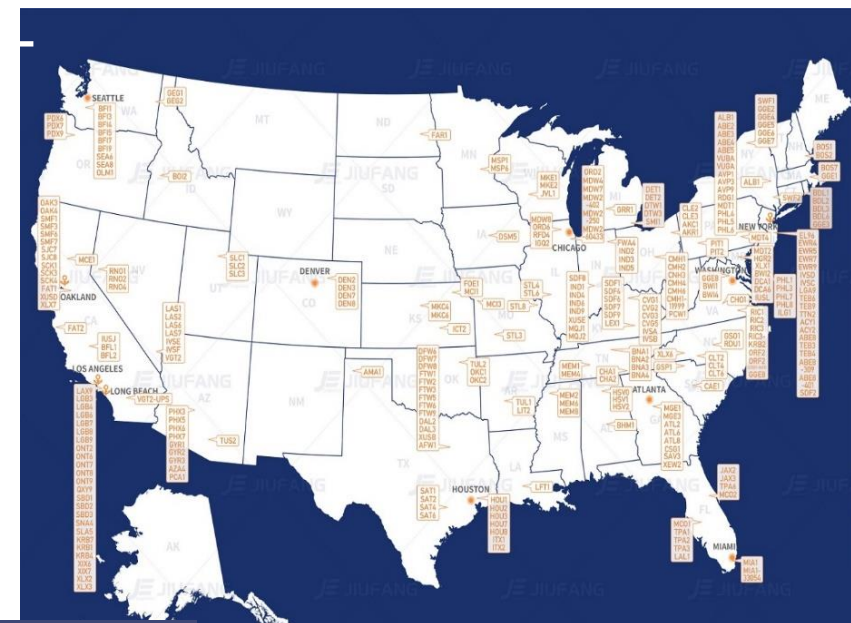
图：Target美国门店分布



Target store locations in the USA

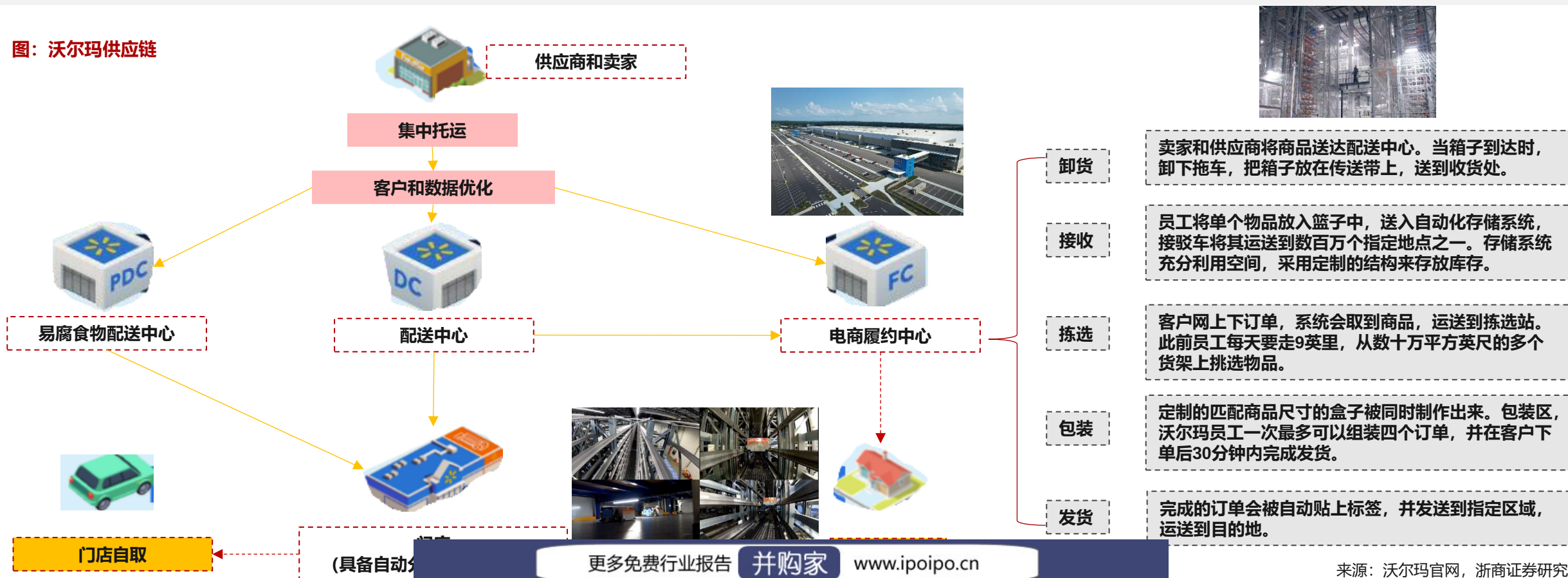
Each grid point covers 10-mile radius with at least one location

图：亚马逊仓库分布



- **沃尔玛供应链和配送体系高效，履约中心智能化升级+数量增加→提升覆盖广度和消费者体验。**2024年沃尔玛第4个新一代履约中心于宾州建成，2026年计划在加州建设第五家，该智能化履约中心将原本的12步流程简化为5步。部分商品通过分拣中心运输，其余商品直接从供应商运送。百货和干货杂货主要通过私人卡车车队运输，易腐烂商品通过公共承运人运输。
- **沃尔玛新一代履约中心将存储容量和每天可完成客户订单数量提升至原履约中心的两倍，亦扩大2天内送达服务的覆盖人群。**沃尔玛最初计划通过四个履约中心为将2天内送达服务覆盖75%的美国消费者。当前新一代履约中心结合传统配送中心，2天内送达服务将覆盖95%的消费者，且可以为80%使用沃尔玛线下门店的消费者提供当天送达服务。

图：沃尔玛供应链



|             | 门店数量 | 配送中心数量               | 合作物流商                                      | 包邮门槛                                         | 快递时效                                                 | 当天送达服务                                                      |
|-------------|------|----------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 线上平台        |      |                      |                                            |                                              |                                                      |                                                             |
| 亚马逊         | -    | 110 (美国)<br>185 (全球) | 亚马逊物流                                      | 非会员: \$35<br>会员: 无门槛                         | 2天内                                                  | 仅适用于部分产品<br>Prime会员达到免费/未达到最高<br>\$2.99/单;<br>非会员最高\$9.99/单 |
| 亚马逊三方卖家     | -    | 110 (美国)<br>185 (全球) | 不固定, 卖家自选                                  | -                                            | 1-14天                                                | -                                                           |
| Temu        | -    | -                    | DHL/LaserShip/OnTrac/UPS/<br>USPS/Fedex    | 基础物流: 中国发货无门槛/美国本地仓发货<br>\$30<br>快速物流: \$129 | 基础物流: 6-22天<br>(本地仓发货大部分订单可6天<br>内送达)<br>快速物流: 4-11天 | -                                                           |
| SHEIN       | -    | -                    | USPS (给Shein折扣高达70%)<br>/Ontrac/UPS (负责退货) | 基础物流: \$35<br>快速物流: \$129<br>(首单免运费)         | 基础物流: 10-12天<br>快速物流: 7-10天                          | -                                                           |
| 线下商超百货      |      |                      |                                            |                                              |                                                      |                                                             |
| 沃尔玛         | 4609 | 42                   | FedEx/UPS                                  | 非会员: \$35<br>会员: 无门槛                         | 2天内                                                  | 仅适用于附近门店产品<br>购买会员后每月额外支付\$7, 订单<br>超过\$35免费; 非会员\$7.95起。   |
| Target      | 1956 | 58                   |                                            | 非会员: \$35<br>会员: 无门槛                         | 2天内                                                  | 全资子公司Shipt提供: 会员免费<br>非会员\$9.9/次                            |
| Dollar Tree | 8321 | 15                   | UPS                                        | 不包邮 (按照产品重量从\$8递增)                           | 通常为7-10天                                             | 和instacart合作可同天送达<br>(需额外付费)                                |

- **线下零售商较亚马逊等电商退货政策更宽松。**大部分线下零售商有90天的退货期，且部分商品无论状态如何都可退还；但电商一般退货期仅为30天，且退货条件较苛刻。
- **退货人数增加→支出加大，部分零售企业开始对退货产品征收费用。**退货管理公司Narvar数据显示，处理100美元的退货的成本约为27美元。更多零售商决定把成本传递给消费者，采取不同的方式打击退货行为，如将更多商品标记为最终销售（final sale）、缩短退货天数，此外亦通过收取退货和重新上架费用等方式避免消费者退货。

### 退货政策

#### 线上平台

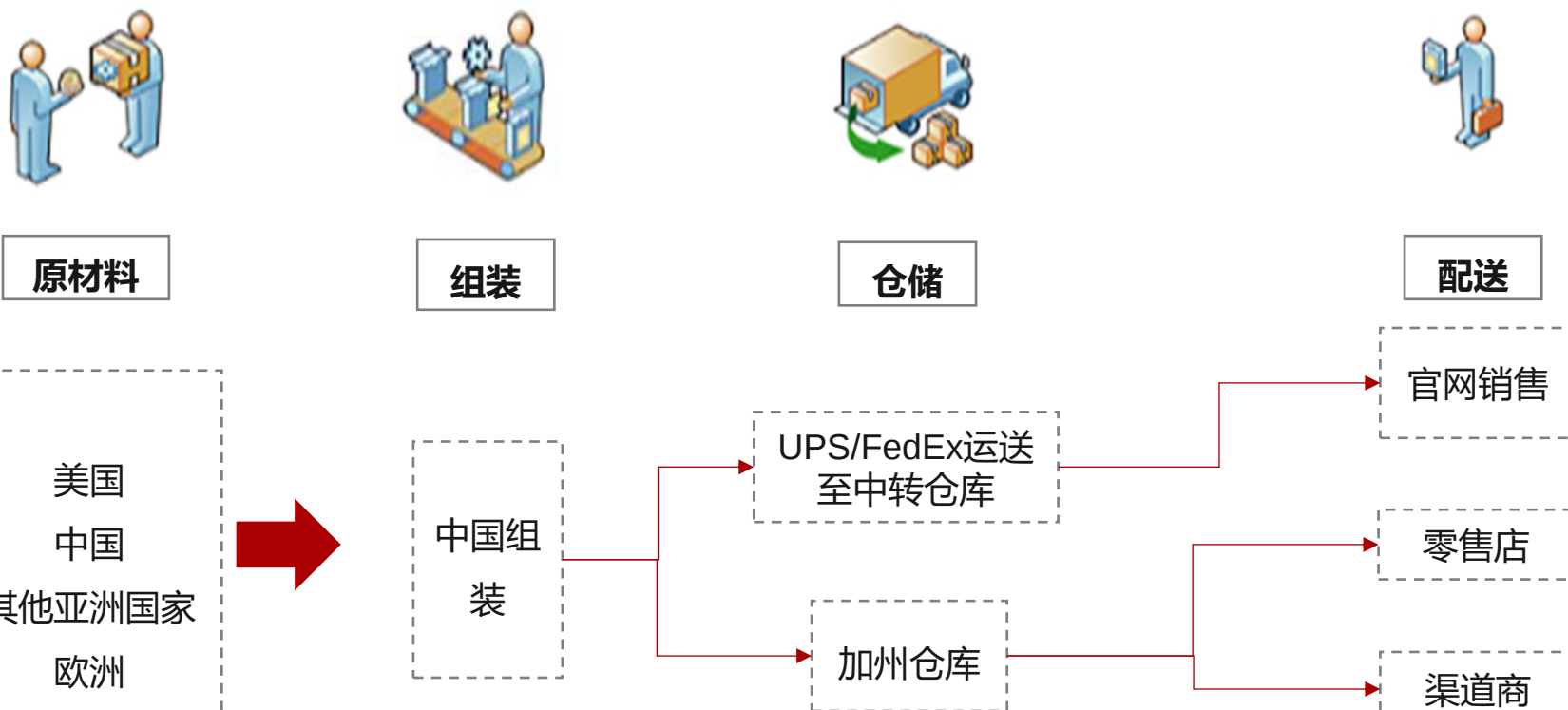
|       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 亚马逊   | 自营商品，大多可在到货后 <b>30天内全款退货</b> ，部分商品有特殊条款，如： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 婴儿产品有90天退货期，如果是通过Baby Registry收到的礼品则有365天退货期。</li> <li>• 食物、新鲜产品、宠物食品、活植物、昆虫等，不可以退货，但可申请退款。</li> <li>• 电脑、电子产品、电视等，只有未开封未使用，或是产品有问题，才可以全款退货。</li> <li>• Amazon第三方卖家大多都采用与Amazon自营同等的退货政策，但也有部分卖家采用不同的退货政策。</li> </ul> |
| Temu  | <b>90 天内退货退款</b> ，所有订单首次退货均可免费退货。                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| SHEIN | <b>大部分可30天内退货退款</b> ，物品必须以全新、未磨损、未清洗、未损坏和未改变的状态退回，保留原始标签。连体衣、内衣、珠宝、配饰、化妆品、宠物产品以及产品页面上注明不支持退换的任何其他物品。                                                                                                                                                                                                      |

#### 线下商超百货

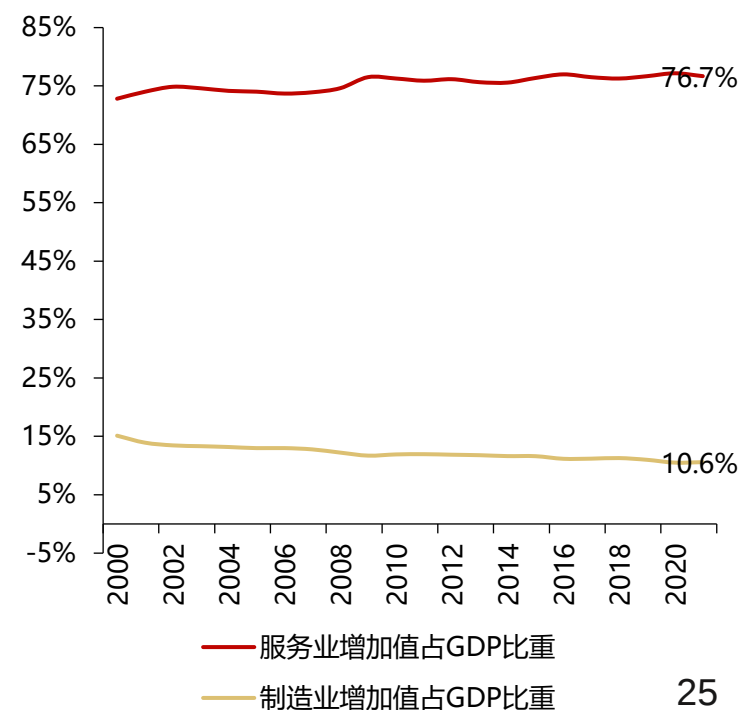
|        |                                                                                                                                                            |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 梅西百货   | <b>大多数商品有90天退货期</b> ，部分产品例外。只接受保持原始状态的商品（未开封未使用）的退货。美妆品除外，接受轻度使用过的美妆品退货。                                                                                   |
| 沃尔玛    | 在沃尔玛购买的自营商品，大部分可 <b>90天内免邮退换货</b> 。                                                                                                                        |
| Target | 可门店、大部分未曾开封使用过的商品可以在购买日后 <b>90天内退货</b> ，没有小票、或开封过、或损坏的商品可能会被拒绝退货。Target RedCard 持有人在Target实体店或官网购物，使用RedCard红卡结账，可以享受额外多30天退货期限（Target Optical和其他不可退商品除外）。 |
| Costco | <b>全美最宽松</b> 。大部分商品理论上可以 <b>无限期全款退货</b> 。电子产品：电视、投影机、电脑、相机、摄像机、无人机、平板电脑、MP3播放器、手机、大型家电等，到货后90天内退货。                                                         |
| 山姆     | <b>一般商品跟Costco一样理论上可以无限期全额退货</b> ，但有明确要求所有包装配件、附赠礼品等都要齐全。手机及入网设备：在购买后14天内到原店退货；<br>电脑、电视机、相机等其他电子产品：可在购买后90天内退货                                            |

- 美国制造业空心化+商超和消费品牌诞生较早，生产商和品牌方界限分明，此外品牌商依赖零售商渠道分销及建立品牌认知，品牌方和零售商话语权较制造商更强。中国电商和直播等线上渠道发达，且轻工制造业发达，生产商和品牌商与消费者的界限较模糊。
- 饮食结构较单一+日用品标准化→食饮和日用品等刚需产品巨头壁垒深厚，已建立较强的品牌认知，深耕线下渠道。
  - 3C电子和时尚新品牌层出不穷，可借助线上渠道和社媒软件破圈。

图：苹果产业链

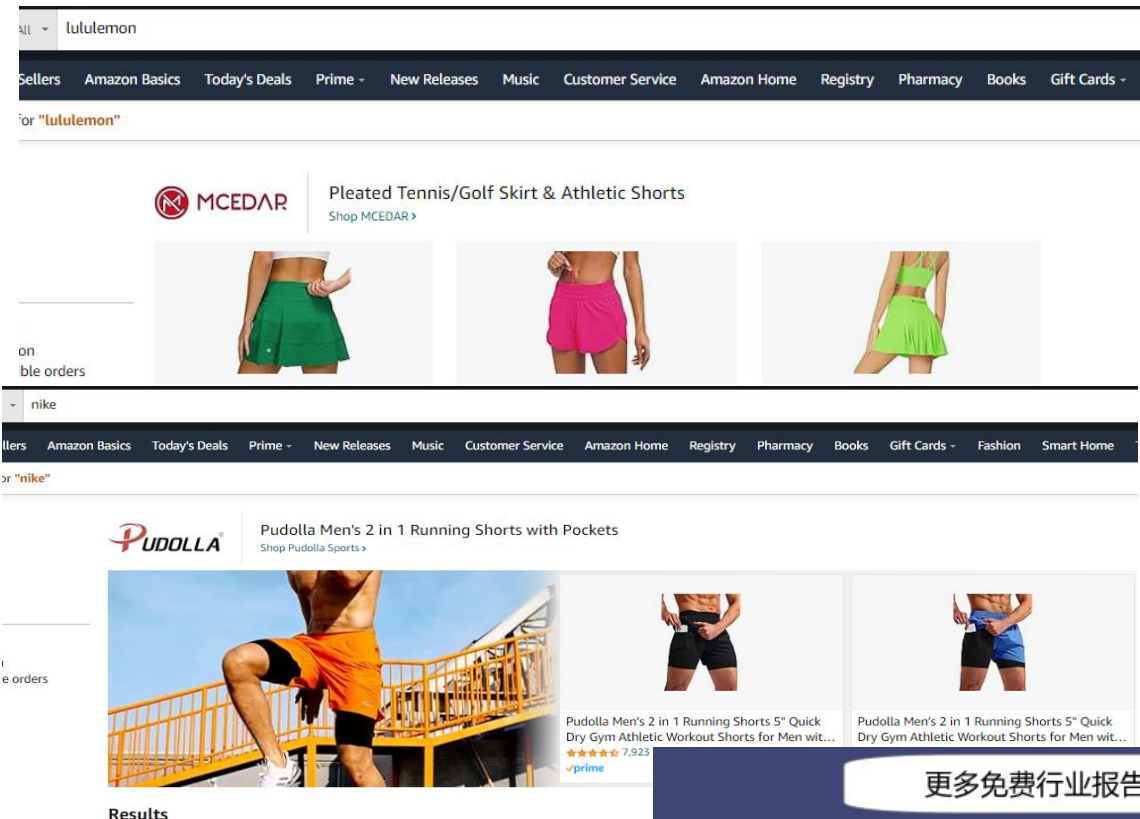


图：美国制造业占GDP比重低于15%

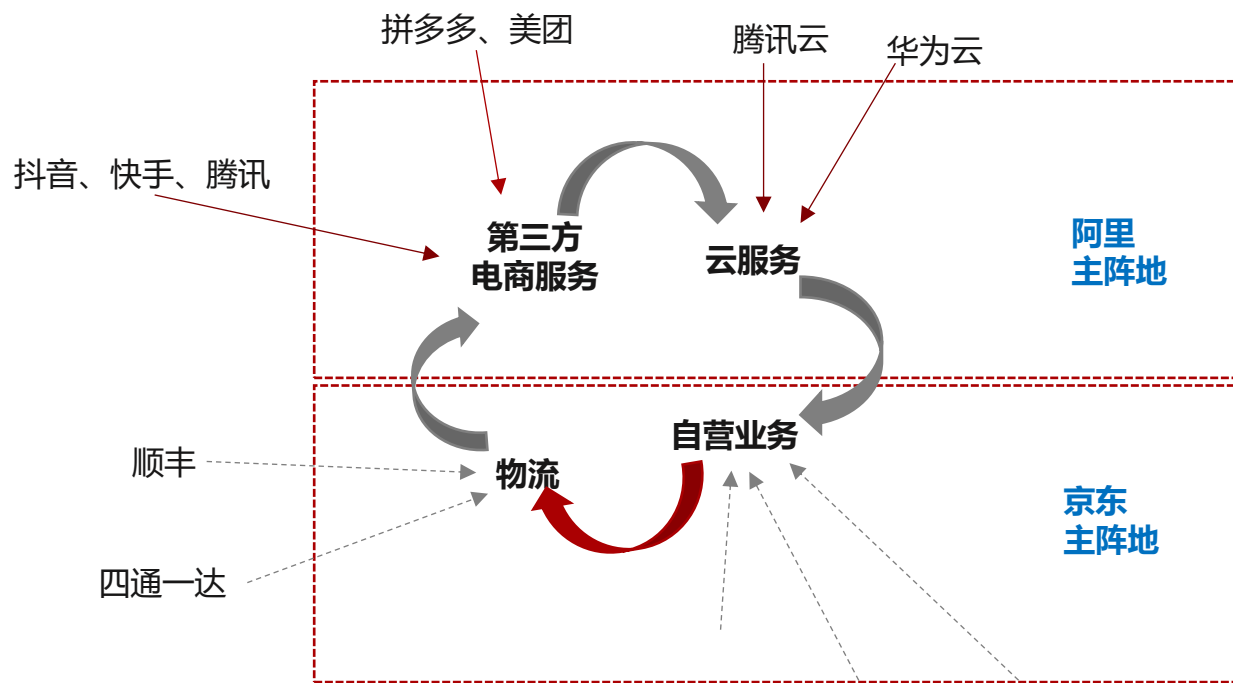


- 亚马逊以白牌产品为主，叠加海外消费者对品牌化产品存在独立站消费习惯→品牌较少在亚马逊开店。大品牌如Nike、Lululemon等已积累较强的品牌心智，无需借助亚马逊提升品牌声量；且亚马逊上盗版产品较多，官方产品价格较高→浏览数低于盗版产品→亚马逊算法下listing靠后→品牌形象受损。此外海外品牌自营独立站渠道成熟，且海外消费者亦有独立站消费的习惯，因此亚马逊目前多为白牌商家入驻。
- 亚马逊已形成电商-云-物流的商业闭环，自营仓储配送体系推高平台费用率→卖家通过提价抬升利润空间→线上线下价差缩小；中国电商充分竞争+缺乏物流和自营支持，未形成商业闭环的平台佣金率普遍偏低→卖家无需将佣金转嫁消费者。亚马逊目前佣金率普遍位于5%-15%，而中国电商除对标亚马逊推出自有物流的京东，其余平台佣金率普遍低于亚马逊。根据光子星球数据，享受物流服务的京东自营商家佣金率高达27%（其中仓储+物流占20%），此外对于POP商家即便不入仓，佣金比例也高于其他平台达7%；天猫、抖音佣金率约5%；拼多多不上活动则无佣金，百亿补贴佣金率仅约3%。

图：亚马逊无Nike等知名品牌官方店铺



图：京东的运营生态和亚马逊更类似



# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

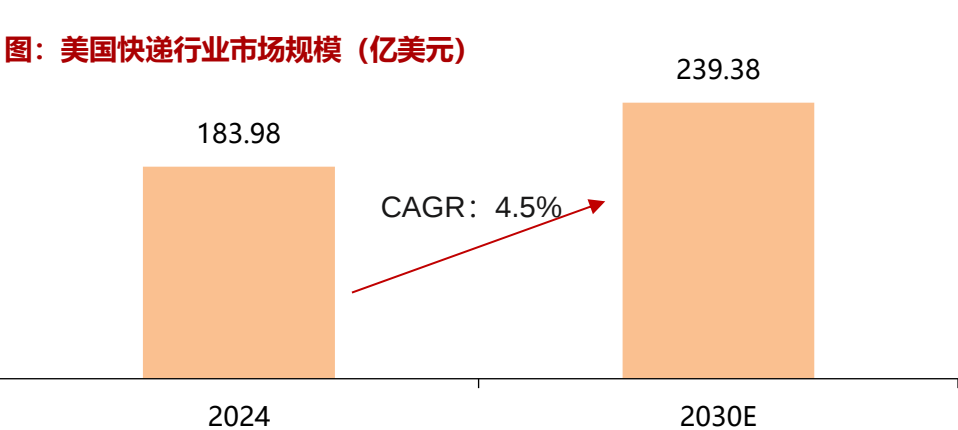
沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

6

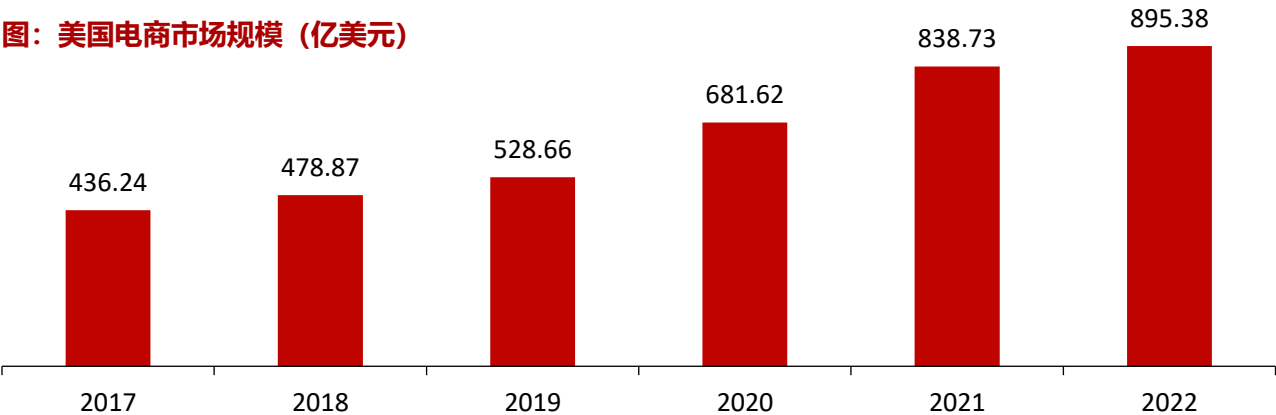
塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

- 美国快递行业起步较早，网络建设/货机已经较完善，竞争格局已基本稳定。
- 美国物流快递行业CR3 > 70%，国内的物流快递更为分散；
  - 美国快递配送模式是仓配制、中国是收发制，加盟模式下成本进一步压缩；
  - 物流快递行业的核心成本是司机成本、车辆维保费用。美国配送费用持续上行核心是工会制度等社会环境，推动卡车司机工资上升。

图：美国快递行业市场规模（亿美元）



图：美国电商市场规模（亿美元）



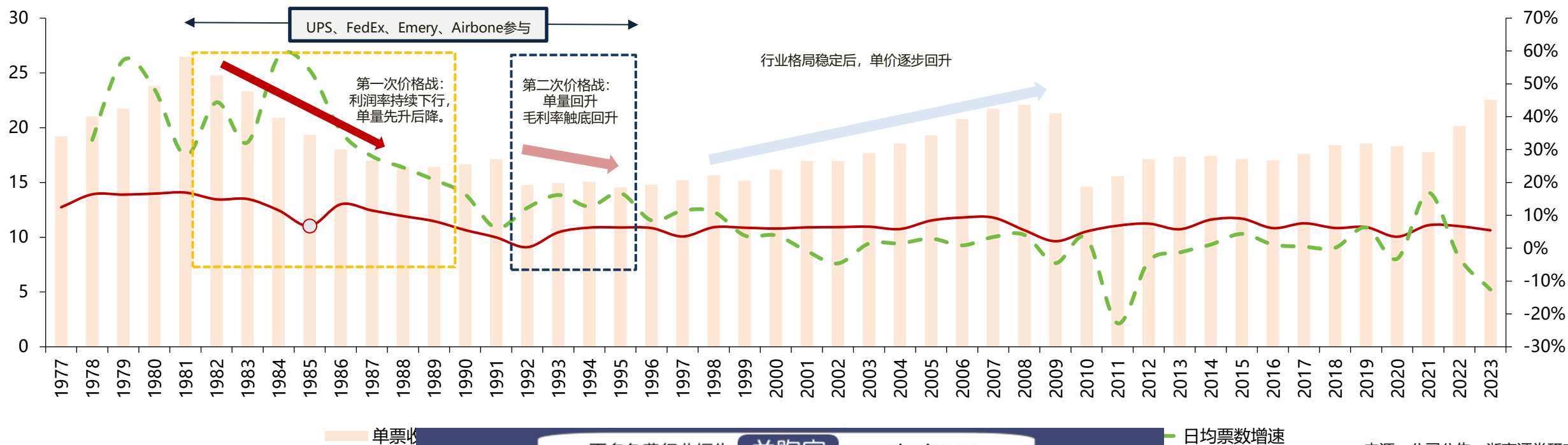
| 公司    | 成立   | 优势   | 运营模式             | 货机数量                     | 车队数量  | 23年营收（亿美元） | 23年净利率 | 23年营收拆分              | 大客户占比    |
|-------|------|------|------------------|--------------------------|-------|------------|--------|----------------------|----------|
| UPS   | 1907 | 陆运   | 直营               | 294（现役）<br>549（现役+短期租赁）  | 13.5万 | 909.6      | 8.0%   | 空运16%+陆运49%          | 亚马逊11.8% |
| FedEx | 1971 | 空运   | 直营（陆运）+独立承包商（空运） | 463（现役）<br>780（现役+历史+计划） | 8.2万  | 901.6      | 2.5%   | 空运47%+陆运37%          |          |
| DHL   | 1969 | 跨国物流 |                  | 211（现役）<br>414（现役+历史+计划） | 3.5万  | 817.6      | 4.5%   | 空运42%+海运39%          |          |
| USPS  | 1971 | 低价   |                  | 0（委托第三方）                 | 82.7万 | 781.8      | 3.3%   | 明信片信函31%+邮件18%+包裹51% | 59%      |



□ 美国历史上一共经历过两轮价格战，目前已经形成两超一强的稳定局面。

- **第一阶段：1982-1989年，FedEx从航空件切入。**1977美国航空管制放开+隔夜航空运输市场兴起，Fedex作为后进入者，通过涉足UPS不擅长的航空领域，在行业内获得一席之地。1988年10月，UPS向大客户提供新一轮折扣后，无其他快递公司提出应对策略，此后UPS两次提价，FedEx、Airborne均紧随其后提价，标志首轮价格战结束。
- **第二阶段：1992-1995，主要系经济危机导致行业下滑+抢夺市场份额+龙头企业盈利分化影响。**1990-1991年，美国经济危机→快递行业需求下降，行业增速放缓；首轮价格战后，市场格局初步形成，UPS和FedEx开始争夺市场份额→随着龙头企业竞争加剧，盈利能力分化。1995年后，经济回暖，UPS再次主导涨价，行业单价逐渐企稳回升。主要快递公司开始将重点转向隔日快递市场，以消化早期大规模投入的过剩运力。

图：从FedEx收入看美国快递价格战

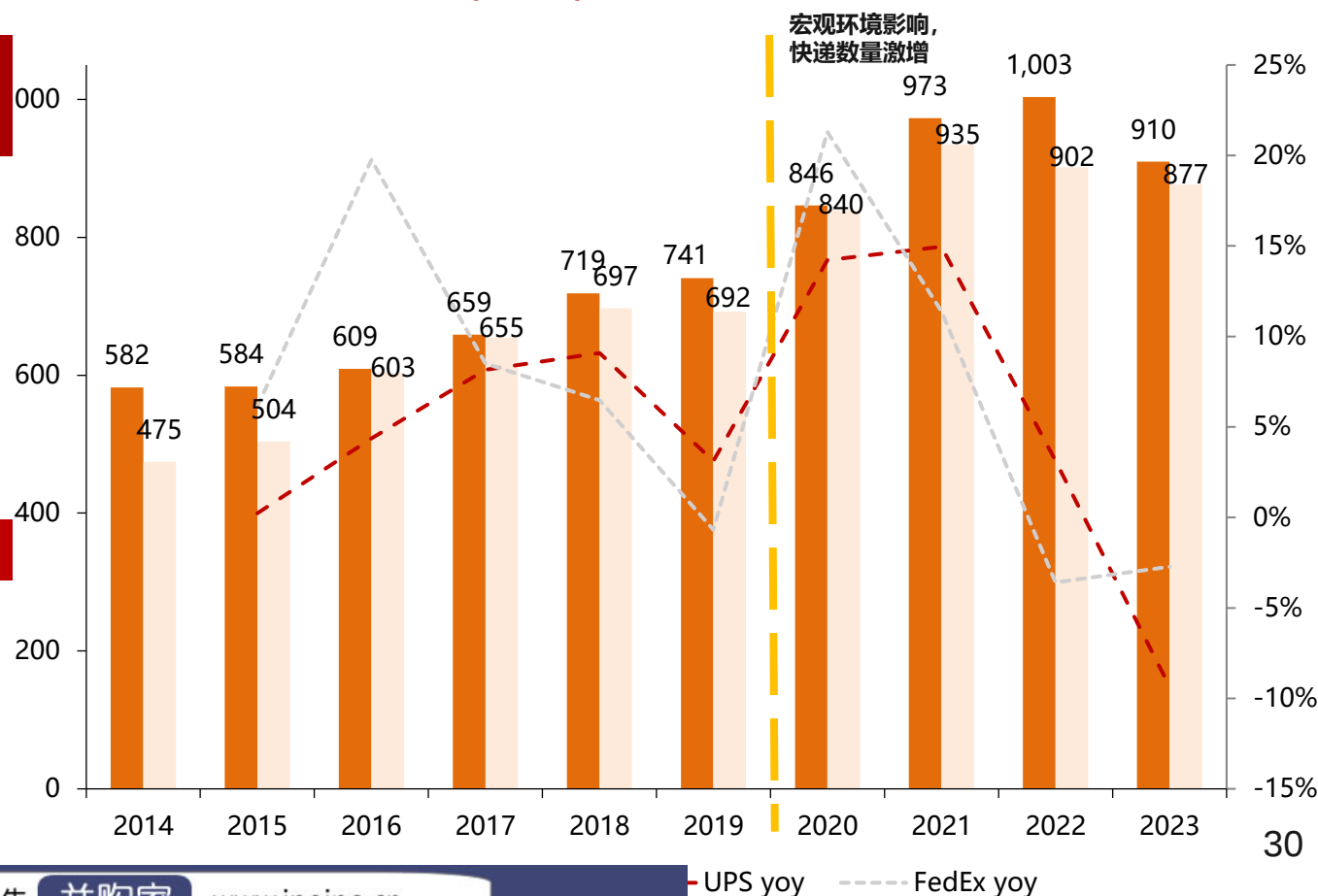


□ 美国快递三巨头竞争格局稳定且集中度较中国更高，USPS（国营）/UPS/FedEx三巨头市占率77%，中国CR3仅53%。两超一强：2000年后美国国内快递市场形成UPS、FedEx、USPS两超一强格局。UPS和FedEx营收趋势同频，近年受电商增速趋势放缓影响较明显。

图：中国和美国快递市占率

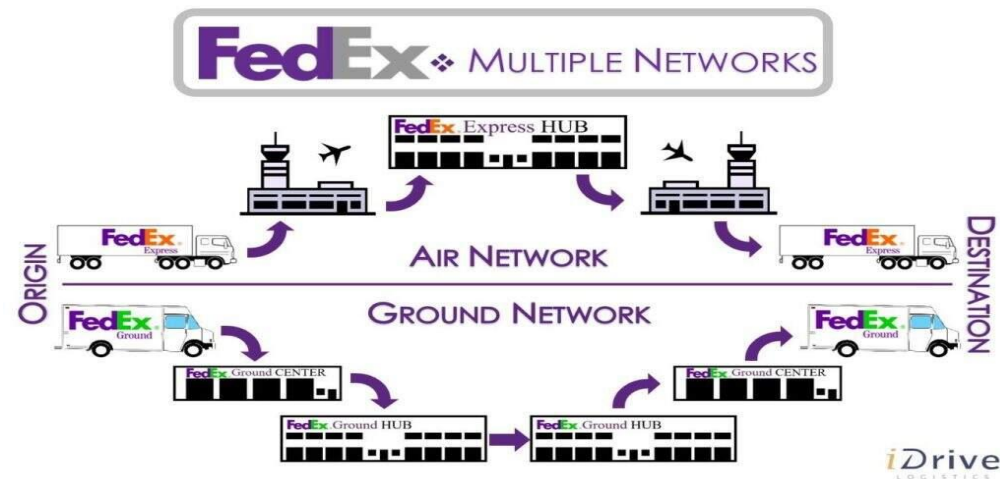
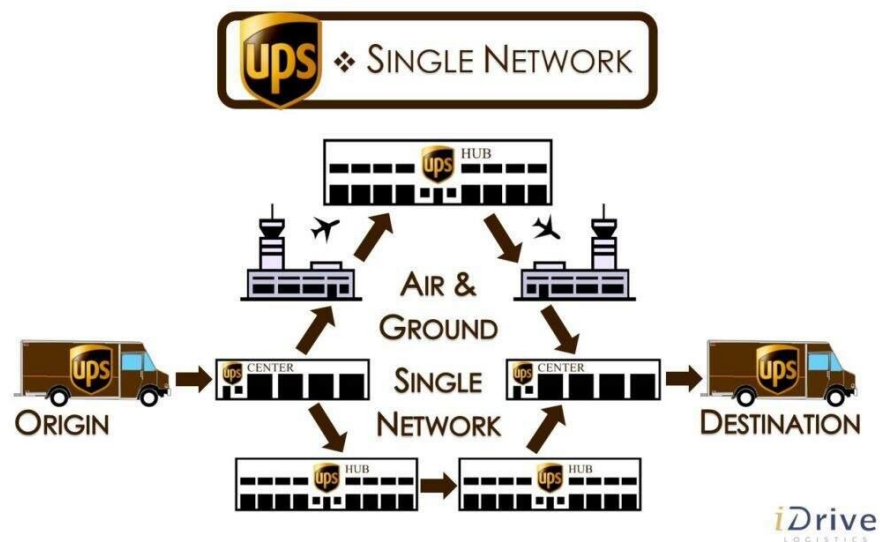
|           | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>中国</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| 中通        | 13%  | 14%  | 14%  | 16%  | 17%  | 19%  | 20%  | 21%  | 22%  | 23%  |
| 圆通        | 13%  | 15%  | 14%  | 13%  | 13%  | 14%  | 15%  | 15%  | 16%  | 16%  |
| 韵达        | 11%  | 10%  | 10%  | 12%  | 14%  | 16%  | 17%  | 17%  | 16%  | 14%  |
| 申通        | 17%  | 12%  | 10%  | 10%  | 10%  | 12%  | 11%  | 10%  | 12%  | 13%  |
| 顺丰        | 12%  | 10%  | 8%   | 8%   | 8%   | 8%   | 10%  | 10%  | 10%  | 9%   |
| 其他        | 35%  | 39%  | 42%  | 43%  | 39%  | 32%  | 27%  | 27%  | 25%  | 24%  |
| <b>美国</b> |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| UPS       | 23%  | 23%  | 24%  | 25%  | 26%  | 26%  | 27%  | 27%  | 27%  | 28%  |
| USPS      | 35%  | 34%  | 35%  | 33%  | 33%  | 34%  | 30%  | 28%  | 28%  | 28%  |
| FedEx     | 17%  | 17%  | 19%  | 25%  | 25%  | 26%  | 23%  | 21%  | 21%  | 21%  |
| DHL       | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   | 5%   | 4%   | 4%   | 4%   | 4%   |
| 其他        | 20%  | 21%  | 18%  | 12%  | 12%  | 10%  | 16%  | 19%  | 21%  | 20%  |

图：UPS/FedEx营收及增速（亿美元）



- **UPS的核心是小型包裹→从包裹角度出发**：空运、陆运、国内、国际共享同一网络，最大化网络效率和资产利用率。
- **FedEx旗下有不同业务（特快配送和普通陆路）→类UPS的单一网络策略无法凑效，独立运营网络更高效**。FedEx Express、FedEx Ground、FedEx Freight 等服务独立运营，单独网络互不相通，唯一共享和协同的是品牌和客户。
- **联营模式下FedEx陆运价格更具优势**。FedEx Ground采用类加盟模式，每个区域单独寻找合作伙伴，以3年为周期签约，由合作伙伴提供车辆、人员和服务（平均6-8台车），FedEx提供品牌、技术、系统和设施设备（包括手持终端等）进行运行。Express为直营，主要系空运对时效要求更高，直营更方便管控。

• **FedEx Express：空运 + 陆运，空运完成运输，两端由卡车完成揽收、派送。**



• **FedEx Ground：完全陆运，卡车和货运火车完成揽收、运输、派送。**

| 从明尼阿波利斯到纽约（中部→东部），20X20X20inch, 4lb (2kg) |         |             |                     |         |          |                 |
|-------------------------------------------|---------|-------------|---------------------|---------|----------|-----------------|
|                                           | UPS     |             |                     | FedEx   |          |                 |
|                                           | Ground  | 2nd Day Air | Next Day Air® Early | Ground  | 2Day     | First Overnight |
| 时效                                        | 3天      | 2天          | 第二天早上八点             | 6天      | 2天       | 第二天早上八点         |
| 价格                                        | 97.11美元 | 250.59美元    | 531.64 美元           | 81.22美元 | 325.59美元 | 641.44美元        |

- 电商增速较20-21年放缓，2022-2023年三大巨头日均单量均呈现下降趋势。通胀压力+工会涨薪新协议下，快递集体涨价为常规操作；但为抢夺市场份额，折扣力度提升，议价权向托运人倾斜。
- 成本上行→提价减轻压力为常规举措：通胀持续→消费需求减弱；劳动力供给紧缺+工会罢工→劳动力成本上行；原油价格上行→运输成本提升。
- 20-21年加速扩张+22年后需求减弱→日均单量逐步下滑→增强老客户粘性+吸引新客户→加大折扣力度。过去服务商需要不断扩大运输网络→体量大的托运人对运输网络的线路密度扩张存在较大帮助→仅有规模较大的客户才能获得折扣资格。但现在20-21年为了适配暴增的电商需求网络加速扩张，但22年后线下客流回归，电商件需求减弱，服务商经营承压。为吸引大客户，快递公司针对中小客户也开始提供折扣。

图：美国快递三巨头日均单量和均价（万件/\$）

|       |      | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Fedex | 日均单量 | 1432  | 1516  | 1598  | 1895  | 1611  | 1474  |
|       | yoy  |       | 6%    | 5%    | 19%   | -15%  | -8%   |
|       | 单价   | 18.4  | 18.54 | 18.3  | 17.79 | 20.15 | 22.54 |
|       | yoy  |       | 1%    | -1%   | -3%   | 13%   | 12%   |
| UPS   | 日均单量 | 2068  | 2188  | 2468  | 2525  | 2429  | 2229  |
|       | yoy  |       | 6%    | 13%   | 2%    | -4%   | -8%   |
|       | 单价   | 10.98 | 10.87 | 10.94 | 12.32 | 13.38 | 13.62 |
|       | yoy  |       | -1%   | 1%    | 13%   | 9%    | 2%    |
| USPS  | 日均单量 | 1432  | 1516  | 1598  | 2078  | 1981  | 1933  |
|       | yoy  |       | 6%    | 5%    | 30%   | -5%   | -2%   |
|       | 单价   | 3.49  | 3.69  | 3.89  | 4.21  | 4.33  | 4.48  |
|       | yoy  |       | 6%    | 5%    | 8%    | 3%    | 3%    |

| 历年提价幅度 | Fedex | UPS  | DHL  |
|--------|-------|------|------|
| 2019   | 4.9%  | 4.9% | 5.4% |
| 2020   | 4.9%  | 4.9% | 5.9% |
| 2021   | 4.9%  | 4.9% | 4.9% |
| 2022   | 5.9%  | 5.9% | 5.9% |
| 2023   | 6.9%  | 6.9% | 7.9% |

图：美国快递折扣力度



24年Fedex/UPS涨价幅度

| Fedex                |       |
|----------------------|-------|
| Priority Overnight   | 7.88% |
| Standard Overnight   | 7.5%  |
| 2Day                 | 5.49% |
| Express Saver        | 4.47% |
| Ground/Home Delivery | 5.94% |
| UPS                  |       |
| Next Day Air         | 7.91% |
| Next Day Air Saver   | 7.51% |
| 2 Day                | 5.48% |
| 3 Day Select         | 4.52% |
| Ground               | 5.94% |

- **电商化进程扰动美国快递竞争格局，亚马逊物流、Ontrac等后起之秀有望持续分割市场。**
- **亚马逊物流有望超越UPS成为美国最大的快递公司。** 23年11月27日，《华尔街日报》称，截至23年感恩节前，亚马逊在美国已投递超48亿个包裹，并预测到23年底亚马逊将投递约59亿件包裹，超越UPS此前预期的近53亿件，成为美国最大的快递公司。
  - **仓储网络覆盖全球，审慎选址实现效率最大化。** 截至23Q3，亚马逊在全球拥有超过185个配送中心，分布于美国、加拿大、英国等11个国家。重资产投入下亚马逊已形高效的服务网络。此外，为保证高效的寄递服务，亚马逊将所有配送中心都布局于人口聚集的大都市或交通枢纽附近；人口相对稀疏的地区，也会就近设立规模较小的服务网点。
  - **履约硬件：飞机、货车、轮船、集装箱等设备完善。** 截至23年10月，亚马逊航空机队共有110架货机，而我国全货机数量最多的顺丰航空也仅有85架。亚马逊陆运主要应用于封闭区域或时效充足的快递。目前，亚马逊在全球拥有约10万辆汽油动力送货车，超过27.9万名送货司机，每天可投递2000万个包裹。
  - **先进的物流科技提升运营效率。** 2012年亚马逊收购初创公司 Kiva Systems及其货架机器人后，重新设计物流中心和分销网络，23年10月，在西雅图郊区的一个配送中心，率先引入了Digit人形机器人，协助员工进行仓库中的搬运工作，提高工作效率。
- **Ontrac为区域型物流公司，通过加盟方式扩展业务。** Ontrac通过价格优势，成为中国跨境电商平台Temu、Shein等官方物流合作方，亚马逊区域承包商。

|                    |      |                                                                                                                                           |
|--------------------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 自营Retail           | 1994 | 成立                                                                                                                                        |
|                    | 1997 | 上市，提出品类扩张+设立第一个仓库                                                                                                                         |
| 引入纯平台，Market Place | 2000 | 引入纯平台概念，第三方卖家开始入驻                                                                                                                         |
|                    | 2005 | 推出Prime会员制，为会员提供“两日达”免运费快递服务等权益。                                                                                                          |
| Prime+ FBA         | 2007 | 引入FBA服务，将自有物流履约能力赋能第三方卖家，Prime 商品种类进一步丰富。                                                                                                 |
|                    | 2012 | 收购仓储机器人公司Kiva System                                                                                                                      |
| 正式自建物流             | 2013 | 拥有40座配送中心，大多在偏远地区；运输和配送主要依赖三方物流。13年圣诞节FedEx和UPS物流网络瘫痪（天气+黑五爆单），亚马逊货物延迟交付。                                                                 |
|                    | 2015 | 推出Prime Air，涉足空运，服务于跨区域仓库和枢纽之间的高效调拨。                                                                                                      |
|                    | 2019 | 发布数字货运平台Amazon Freight；<br><b>与FedEx合作减少：</b> 6月FedEx宣布不再与亚马逊续签美国快递空运合同；8月FedEx表示将结束与亚马逊在美国本土的陆运递送合作关系。圣诞节前夕亚马逊禁止第三方卖家使用FedEx送货服务，持续近一个月。 |
|                    | 2020 | 电商渗透率急速提升，亚马逊将全球雇佣员工数从50万增长至130万人，物流设施扩大一倍。包裹处理数量达到42亿件，首次超过FedEx，位居全球第三。                                                                 |
|                    | 2021 | 对外开放PrimeAir，成为美国第三大包裹快递公司                                                                                                                |
|                    | 2023 | 8月底，亚马逊货运服务“Amazon Shipping”重新向卖家开放，将与UPS和FedExS直接展开竞争。                                                                                   |

# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

6

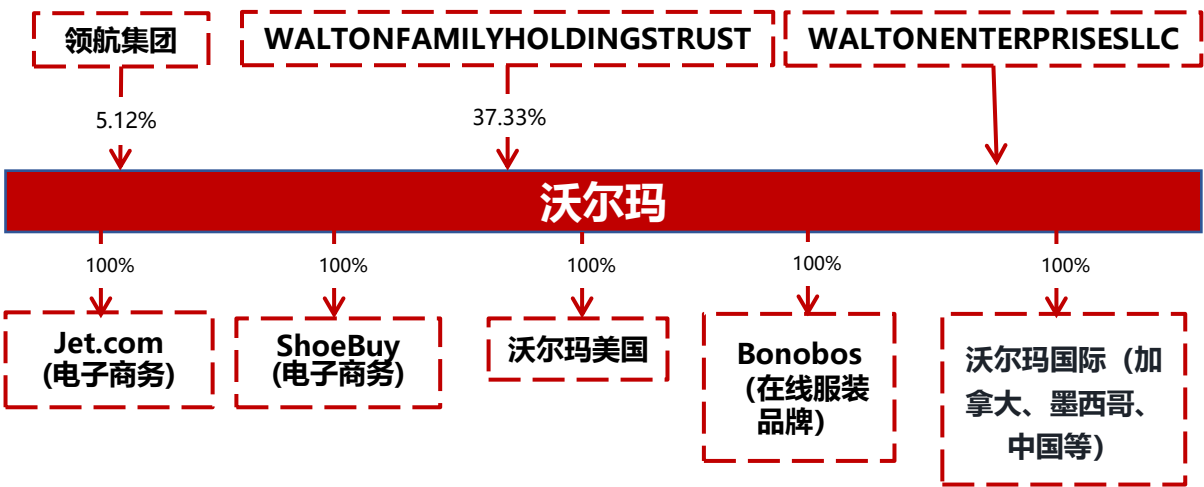
塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

- **沃尔玛—奉行低价策略的世界第一连锁零售商，目前已覆盖全球19个国家、门店超10,500家，优势品类为生鲜日用品等杂货产品。**产品覆盖食品和日用品，药品，保健品，生鲜等核心品类，SKU丰富，单店SKU数量达3-5万。
- **初期选址郊区匹配低价策略，业态完善提升覆盖人群广度，折扣店/超级中心面向低收入消费者，社区店/山姆会员商店覆盖中高端消费者。**创立初期，选址通常为竞争者较少，成本较低的郊区，通过租金优势将节约的成本让利产品价格。随着美国超市业态迭代，沃尔玛积极调整业态结构，创立折扣店、超级中心店、社区店、山姆会员店四种类型商店，实现低中高消费人群全覆盖。
- **自建物流系统打造高效供应链，履约能力持续提升。**沃尔玛在全球拥有368个配送中心，美国以外的区域拥有超5000个履约中心。其中美国有162个配送中心及30个电商履约中心，每个配送中心占地约10万平方米，位于周围500公里内所有门店的圆心，负责统一接收、检验、配货、送货，比供应商将商品分散送至各门店更经济。目前有81%的货物由配送中心供给，货物存留时间不超过48小时，提升物流效率。

|           |                                                                                                               |
|-----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1962-1983 | 1962年，第一家沃尔玛开设<br>1969年，沃尔玛的第一个配送中心建成，可集中处理所销商品的40%<br>1980年并购BigK120家门店，门店达到349家，拓展美国东南部<br>1983年，成立第一家山姆会员店 |
| 1987-1990 | 1987年，卫星网络数据系统搭建完成<br>1990年，并购SuperSaverWarehouseClub和MclaneCompany，完善供应链和仓库                                  |
| 1991      | <b>成为全美第一大零售公司</b><br>1992年，已在美国46个州开设2136家门店，基本完成美国市场布局                                                      |
| 1992-1998 | 1991年进军墨西哥，先后进军加拿大，巴西及中美洲                                                                                     |
| 1998-2000 | 1996年进入中国市场后，先后进入德国韩国英国日本印度<br>2000年电商平台和山姆会员网上商城上线，提供订单查询，退换货，特惠信息等                                          |
| 2000      | 2000年电商平台和山姆会员网上商城上线                                                                                          |
| 2007-2009 | 2007年推出sitetostore服务，网上付款后在门店取货<br>2007年因亏损退出德国、韩国市场                                                          |
| 2011      | 首次将全球电商提升到战略目标<br>在线销售营业额由2005年16亿美元上升到2011年40亿美元                                                             |
| 2016-2018 | <b>30亿美元收购jet.com→大规模投入电商业务，与亚马逊正面竞争</b><br><b>2018年，以160亿美金收购印度最大电商Flipkart，全力进军印度市场。</b>                    |
| 2020      | 推出Walmart+服务，提供店内免费送货以及Paramount+流媒体订阅<br>2020年出售日本西友控股权                                                      |
| 2023      | <b>目前美国第二大电商，仅次于亚马逊超过eBay，23年电商收入1892亿美元</b>                                                                  |
| 2024      | <b>宣布将在美国开设五个自动化配送中心</b> ，集中杂货配送中心新建、扩建和改造，目标在加州、德州、南卡、伊利诺伊和新泽西州开设五个自动化配送中心。                                  |

- **沃尔顿家族持股约43%，职业经理人负责集团实际经营。**沃尔玛从创立之初就坚持独立经营，即使公司上市且此后多次增发股票，家族仍掌握公司控制权，公司创始人山姆·沃尔顿生前一直担任董事长，山姆去世后其长子罗伯森·沃尔顿接任，2015年罗伯森·沃尔顿的女婿古格里·佩纳接替罗伯森成为新董事会主席。CEO一般从沃尔玛内部培养选拔，一般由职业经理人担任。

图：公司股权结构（截至2024年3月底）

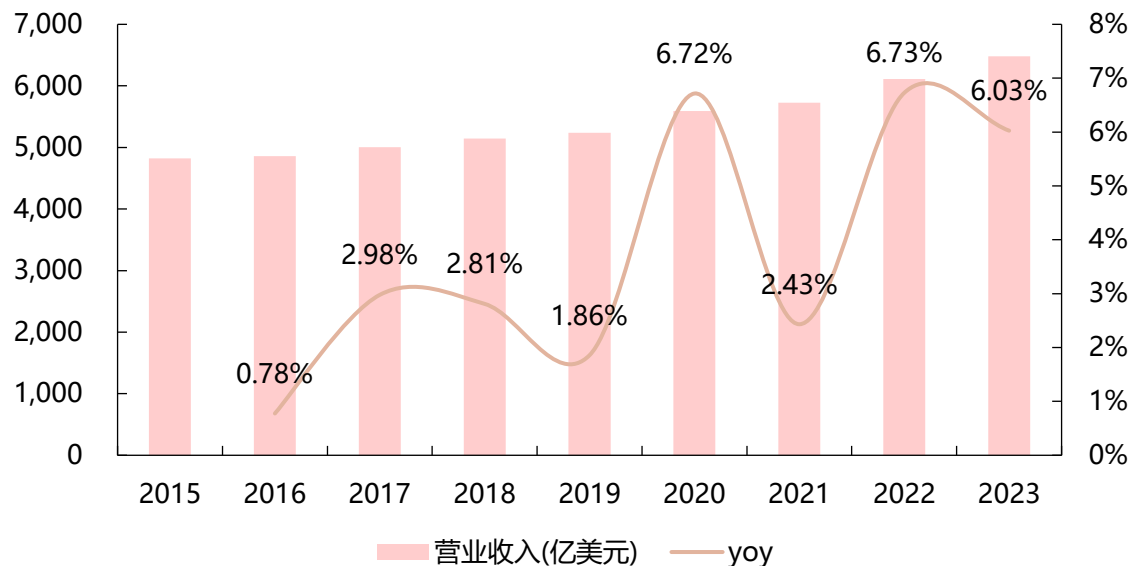


图：核心管理人员与董事

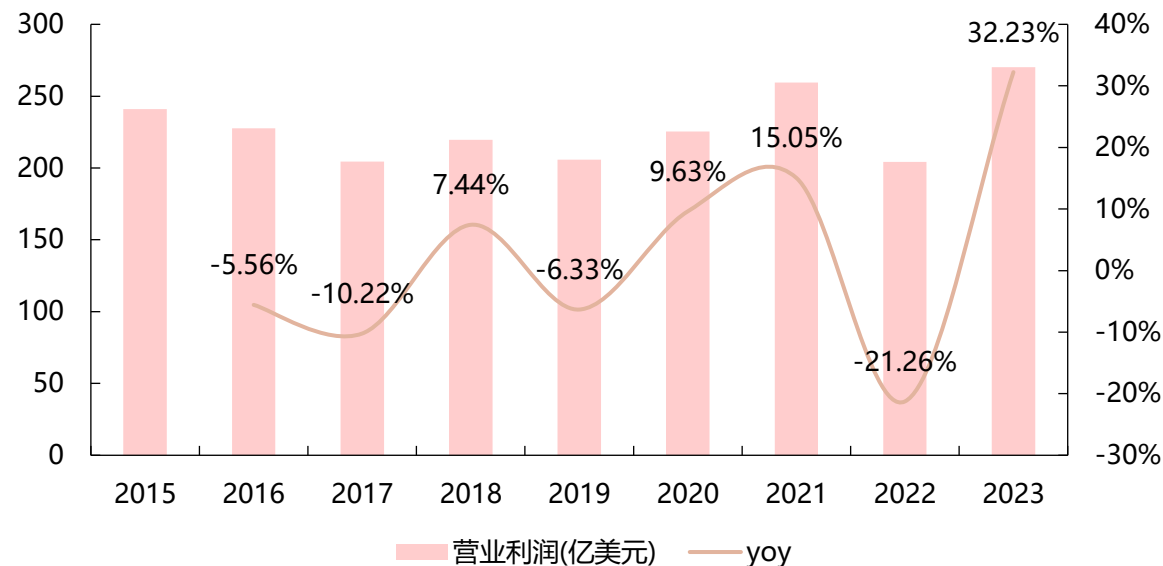
| 姓名                  | 职务                  | 学历                                | 职业经历                                                                                      |
|---------------------|---------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| Gregory Boyd Penner | 董事长、首席执行官           | 百度、凯悦酒店集团和美国教育组织董事、斯坦福大学商学院工商管理硕士 | <b>家族内成员，</b><br>前任董事长罗伯森·沃尔顿的女婿，2002-2005年期间担任沃尔玛日本公司高级副总裁兼首席财务官，2015年接替罗伯森成为沃尔玛新一任董事会主席 |
| C. Douglas McMillon | 总裁兼首席执行官            | 阿肯色大学学士、清华大学经济管理学院顾问委员会成员         | <b>深耕沃尔玛，</b><br>在沃尔玛工作了30年，在沃尔玛所有业务部门均担任过高级领导职务                                          |
| Suresh Kumar        | 执行副总裁兼全球首席技术官和首席开发官 | 普林斯顿大学工程学博士                       | <b>数字化转型经验丰富，</b><br>曾任微软云基础设施和运营副总裁，亚马逊零售系统和运营技术副总裁，帮助亚马逊的零售业务扩大并增长10倍                   |
| John David Rainey   | 执行副总裁兼首席财务官         | 贝勒大学MBA和工商管理学士                    | <b>纳斯达克董事会成员，财务经验丰富</b><br>曾任首席财务官兼全球客户运营执行副总裁，联合航空首席财务官和执行副总裁                            |

- **19-23年营收由5240亿美元提升至6481亿美元，CAGR达5.5%。**23年营收6481亿美元，同增6%，主要系通胀背景下，消费降费成为风潮，消费者对性价比必需品需求提升，此外电商业务和国际业务（中国山姆会员店）表现强劲亦带动营收增长。
- **宏观因素导致21-22年净利润下滑，23年线下消费回暖净利润回升，同增32%。**19-22年疫情影响库存转运效率+库存积压，公司利润率下滑。23年净利润为155亿美元，同增32%，主要系沃尔玛美国和山姆会员店交易量和客单价提升。

图：沃尔玛2015-2023营业总收入（亿美元）



图：沃尔玛2015-2023营业利润（亿美元）



# 沃尔玛美国贡献主要营收，沃尔玛国际及山姆表现亮眼

- 沃尔玛业务分为三大板块：沃尔玛美国（美国本土折扣店，大卖场和电商）、沃尔玛国际（美国以外超市、山姆会员店、电商等）、以及山姆会员店（美国和波多黎各的山姆会员店）。
- 美国业务增长受益电商渗透率提升和消费降级带来的市占率提升。23年沃尔玛美国收入4418亿，同增5%，主要系消费降级下杂货增速强劲，同增7%。杂货的增长得益于自有品牌市占率提升。此外电商业务亦表现亮眼，23Q4电商销售额同增17%。
- 沃尔玛国际市场营收增长，主要系墨西哥和中国市场超预期。23年Walmex营收497亿美元，同增22%，受益于消费降级下，食品等消费品需求强劲；中国市场营收170亿美元，同增15%，主要系山姆会员店营收持续增长。
- 山姆会员商店营收增长系商品交易量及平均票价增长。23年会员费和其他收入分别同增7.5%/7%，主要系基础会员人数提升和更高会费的Plus会员渗透率和续订率提高。

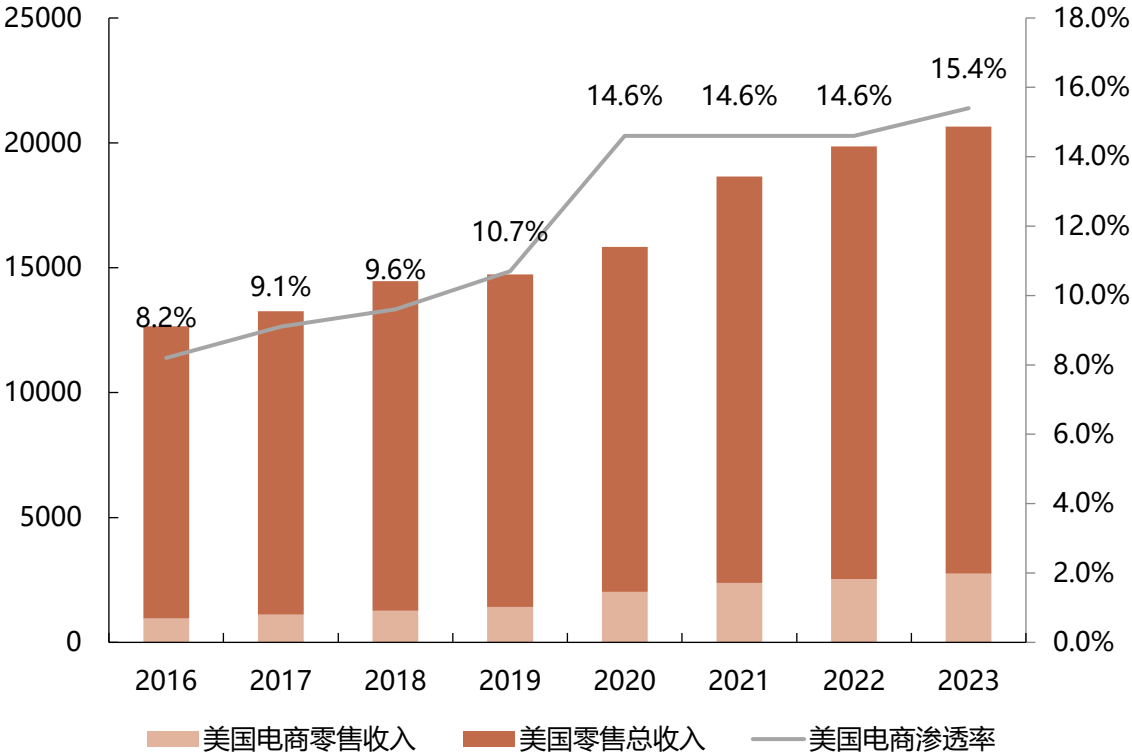
| 沃尔玛 (亿美元) | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 沃尔玛营收     | 5,239 | 5,591 | 5,727 | 6,112 | 6,481 |
| yoy       |       | 6.7%  | 2.4%  | 6.7%  | 6.0%  |
| 沃尔玛美国营收   | 3,410 | 3,699 | 3,932 | 4,205 | 4,418 |
| yoy       |       | 8.4%  | 6.3%  | 6.9%  | 5.0%  |
| 营收占比      |       | 66.2% | 68.7% | 68.8% | 68.1% |
| 食品和日用品    | 1,924 | 2,084 | 2,189 | 2,472 | 2,642 |
| yoy       |       | 8.3%  | 5.0%  | 12.9% | 6.8%  |
| 营收占比      | 56.4% | 56.3% | 55.6% | 58.8% | 59.8% |
| 一般商品      | 1,086 | 1,194 | 1,258 | 1,185 | 1,139 |
| yoy       |       | 9.8%  | 5.4%  | -5.8% | -3.9% |
| 营收占比      | 31.9% | 32.3% | 32.0% | 28.2% | 25.8% |
| 健康与保健     | 366   | 386   | 428   | 466   | 549   |
| yoy       |       | 5.5%  | 11.1% | 8.8%  | 17.8% |
| 营收占比      | 10.7% | 10.4% | 10.9% | 11.1% | 12.4% |
| 其他商品      | 33    | 36    | 56    | 81    | 87    |
| yoy       |       | 8.7%  | 54.3% | 44.4% | 8.2%  |
| 营收占比      | 1.0%  | 1.0%  | 1.4%  | 1.9%  | 2.0%  |

| 沃尔玛 (亿美元) | 2019  | 2020  | 2021   | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 沃尔玛国际营收   | 1,201 | 1,214 | 1,010  | 1,010 | 1,146 |
| yoy       |       | 1.0%  | -16.8% | 0.0%  | 13.5% |
| 营收占比      |       | 21.7% | 17.6%  | 16.5% | 17.7% |
| 墨西哥及中美洲   | 334   | 326   | 360    | 405   | 497   |
| yoy       |       | -2.1% | -70.4% | 12.6% | 22.8% |
| 营收占比      | 27.8% | 26.9% | 35.6%  | 40.1% | 43.4% |
| 加拿大       | 184   | 200   | 218    | 223   | 226   |
| yoy       |       | 8.5%  | 8.9%   | 2.4%  | 1.5%  |
| 营收占比      | 15.3% | 16.5% | 21.6%  | 22.1% | 19.8% |
| 中国        | 107   | 114   | 139    | 147   | 170   |
| yoy       |       | 7.1%  | 21.2%  | 6.2%  | 15.6% |
| 营收占比      | 8.9%  | 9.4%  | 13.7%  | 14.6% | 14.8% |
| 英国        | 292   | 292   | 38     |       |       |
| yoy       |       | 0.0%  | -87.0% |       |       |
| 营收占比      | 24.3% | 24.1% | 3.8%   |       |       |
| 其他国家      | 284   | 281   | 256    | 235   | 253   |
| yoy       |       | -1.4% | -8.9%  | -8.2% | 7.6%  |
| 营收占比      | 23.7% | 23.1% | 25.3%  | 23.3% | 22.0% |

| 沃尔玛 (亿美元) | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023   |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 山姆会员店营收   | 588   | 639    | 736   | 843   | 862    |
| yoy       |       | 8.7%   | 15.1% | 14.7% | 2.2%   |
| 营收占比      |       | 11.4%  | 12.8% | 13.8% | 13.3%  |
| 食品和日用品    | 350   | 421    | 468   | 530   | 564    |
| yoy       |       | 20.3%  | 11.1% | 13.3% | 6.5%   |
| 营收占比      | 59.6% | 66.0%  | 63.7% | 62.9% | 65.5%  |
| 燃料、烟草和其他  | 106   | 78     | 108   | 146   | 129    |
| yoy       |       | -25.9% | 37.2% | 36.1% | -12.2% |
| 营收占比      | 18.0% | 12.3%  | 14.6% | 17.4% | 14.9%  |
| 家居和服装     | 67    | 71     | 90    | 96    | 93     |
| yoy       |       | 5.2%   | 27.4% | 6.0%  | -3.3%  |
| 营收占比      | 11.5% | 11.1%  | 12.3% | 1.1%  | 10.8%  |
| 健康与保健用品   | 34    | 38     | 40    | 42    | 50     |
| yoy       |       | 12.5%  | 4.3%  | 7.4%  | 17.8%  |
| 营收占比      | 5.7%  | 5.9%   | 5.4%  | 5.0%  | 5.8%   |
| 科技、办公和娱乐  | 31    | 30     | 30    | 29    | 26     |
| yoy       |       | -0.7%  | -1.6% | -4.5% | -8.7%  |
| 营收占比      | 5.2%  | 4.8%   | 4.1%  | 3.4%  | 3.0%   |

➤ **消费习惯转变→电商渗透率持续提升，沃尔玛把握时代趋势，发力线上渠道。**23年沃尔玛电商渠道发展迅速，山姆会员店及路边取货、送货上门服务拉动收入增长。23年沃尔玛电商渠道营收占比达13%，同增12%，主要受益于山姆商店电商渠道增长迅速，路边取货和送货上门服务销售额增长。其中沃尔玛美国/沃尔玛国际/山姆会员商店的电商渠道收入分别同增12%/10%/22%。

图：美国线上零售渗透率（亿美元）



| 沃尔玛 (亿美元) | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总营业收入     | 5,240 | 5,592 | 5,728 | 6,113 | 6,481 |
| yoy       |       | 6.7%  | 2.4%  | 6.7%  | 6.0%  |
| 电商渠道营收    | 251   | 397   | 655   | 732   | 821   |
| yoy       |       | 58.2% | 65.0% | 11.8% | 12.2% |
| 占比        | 4.8%  | 7.1%  | 11.4% | 12.0% | 12.7% |
| 沃尔玛美国营收   | 3,410 | 3,700 | 3,932 | 4,206 | 4,418 |
| 电商渠道营收    | 157   | 241   | 430   | 478   | 534   |
| yoy       |       | 53.5% | 78.4% | 11.2% | 11.7% |
| 占比        | 4.6%  | 6.5%  | 10.9% | 11.4% | 12.1% |
| 沃尔玛国际营收   | 1,201 | 1,214 | 1,010 | 1,010 | 1,146 |
| 电商渠道营收    | 67    | 118   | 166   | 185   | 203   |
| yoy       |       | 76.1% | 40.7% | 11.5% | 9.7%  |
| 占比        | 5.6%  | 9.7%  | 16.4% | 18.3% | 17.7% |
| 山姆会员店营收   | 588   | 639   | 736   | 843   | 862   |
| 电商渠道营收    | 27    | 38    | 59    | 69    | 84    |
| yoy       |       | 40.7% | 55.3% | 17.0% | 21.7% |
| 占比        | 4.6%  | 6.0%  | 8.0%  | 8.2%  | 9.8%  |

- **折扣店分布于城市郊区与农村，提供低价格日用百货，全美357家（截至24年4月底，下同）。**沃尔玛最早的业态，平均面积约9700平方米，配备200名员工，主要出售日用百货。凭借门店迅速扩张带来的规模优势，折扣店的价格相较超级中心门店低10%-20%，低价带来商品的高销量和高周转率，飞轮效应持续提升规模效应。
- **大卖场通过低价吸引中低端消费者，门店靠近主要高速公路，超大占地面积+一站式经营，全美3,559家。**大卖场业态是折扣店的转型升级，为90年代后期以来的主要业态。大卖场平均面积约1.6万平方米，配备300名员工。将杂货店、农产品、面包店、熟食店与电子产品、服装家居结合，同时包含加油站，餐厅等一系列生活服务设施，打造一站式购物体验。此外超级中心一般设立在交通繁忙的地区，靠近主要高速公路或交叉路口，以便辐射更广的人群。
- **社区店布局中高档社区，定位中上层家庭消费者，全美673家。**社区门店为社区内常住人口服务，平均面积约3400平方米，最多雇佣95名员工。主要针对中上层家庭消费者，满足家庭即时性消费需求。
- **山姆会员店—会员制仓储商店，一般位于城乡结合部，服务于小企业和需要集中采购的家庭，全美599家。**顾客需要缴纳会员费才能成为进入山姆会员店消费。山姆会员店平均占地约1.3万平方米，商品多采用大箱包装或组合包装以降低成本，顾客由此可享受低廉的仓储价格。

图：沃尔玛折扣店



图：沃尔玛超级中心



图：沃尔玛社区店



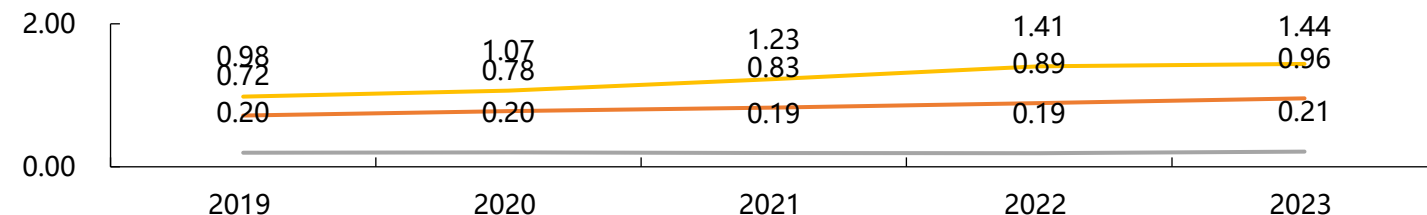
图：山姆会员店



- **沃尔玛美国门店总数逐年下降，核心大卖场业态数量平稳。**主业态大卖场数量保持平稳。折扣店和社区店持续收缩，23年合计减少90家门店，主要系线上化趋势加强，零元购加大存货损失。21-23年沃尔玛因零售盗窃造成的损失约达57/61/65亿美元，其中自助结账占被盗损失的50%。
- **美国和波多黎各山姆会员商店门店数量保持稳定。**山姆会员商店疫情期间基本没有收到负面影响，门店数量稳定。
- **20-21年沃尔玛国际大幅关店，主要系大卖场业态从中国退出，但国际山姆会员店数量保持稳定。**宏观因素影响下，21年国际沃尔玛大卖场数量减少843家，但山姆会员店数量稳定。
- **逆势扩张。**23年10月，沃尔玛宣布将对内投资超90亿美元，升级改造现有的1400多家门店。24年1月底宣布未来五年将在美国开设或扩建150多家门店。

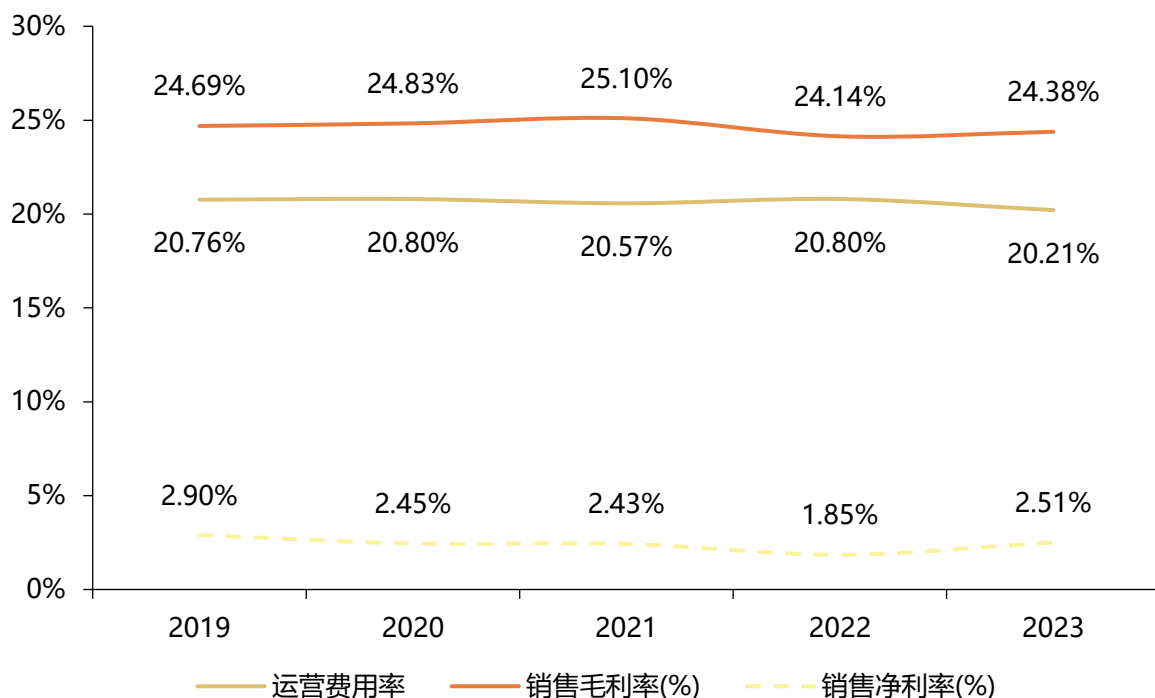
| 门店数(个)       | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国门店总计       | 4,756  | 4,743  | 4,742  | 4,717  | 4,615  |
| 净增           |        | -13    | -1     | -25    | -102   |
| 总门店占比        | 41.4%  | 43.8%  | 44.8%  | 47.1%  | 43.5%  |
| 大卖场          | 3,571  | 3,570  | 3,573  | 3,572  | 3,560  |
| 净增           |        | -1     | 3      | -1     | -12    |
| 沃尔玛美国门店占比    | 75.1%  | 33.0%  | 33.7%  | 35.6%  | 33.5%  |
| 折扣店          | 376    | 374    | 370    | 364    | 360    |
| 净增           |        | -2     | -4     | -6     | -4     |
| 沃尔玛美国门店占比    | 7.9%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.6%   | 3.4%   |
| 社区市场及其他小型门店  | 809    | 799    | 799    | 781    | 695    |
| 净增           |        | -10    | 0      | -18    | -86    |
| 沃尔玛美国门店占比    | 17.0%  | 7.4%   | 7.5%   | 7.8%   | 6.6%   |
| 山姆会员门店总计     | 599    | 599    | 600    | 600    | 599    |
| 净增           |        | 0      | 1      | 0      | -1     |
| 沃尔玛总门店占比     | 5.2%   | 5.5%   | 5.7%   | 6.0%   | 5.6%   |
| 国际门店总计       | 6,128  | 6,083  | 5,251  | 5,306  | 5,402  |
| 净增           |        | -45    | -832   | 55     | 96     |
| 沃尔玛总门店占比     | 53.3%  | 56.2%  | 49.6%  | 52.9%  | 50.9%  |
| 国际零售（沃尔玛大卖场） | 5,815  | 5,762  | 4,919  | 4,968  | 5,075  |
| 净增           |        | -53    | -843   | 49     | 107    |
| 沃尔玛国际门店占比    | 94.89% | 94.72% | 93.68% | 93.63% | 93.95% |
| 国际批发（山姆会员店）  | 313    | 321    | 332    | 338    | 327    |
| 净增           |        | 8      | 11     | 6      | -11    |
| 沃尔玛国际门店占比    | 5.11%  | 5.28%  | 6.32%  | 6.37%  | 6.05%  |

图：沃尔玛不同门店单店店效（亿美元）

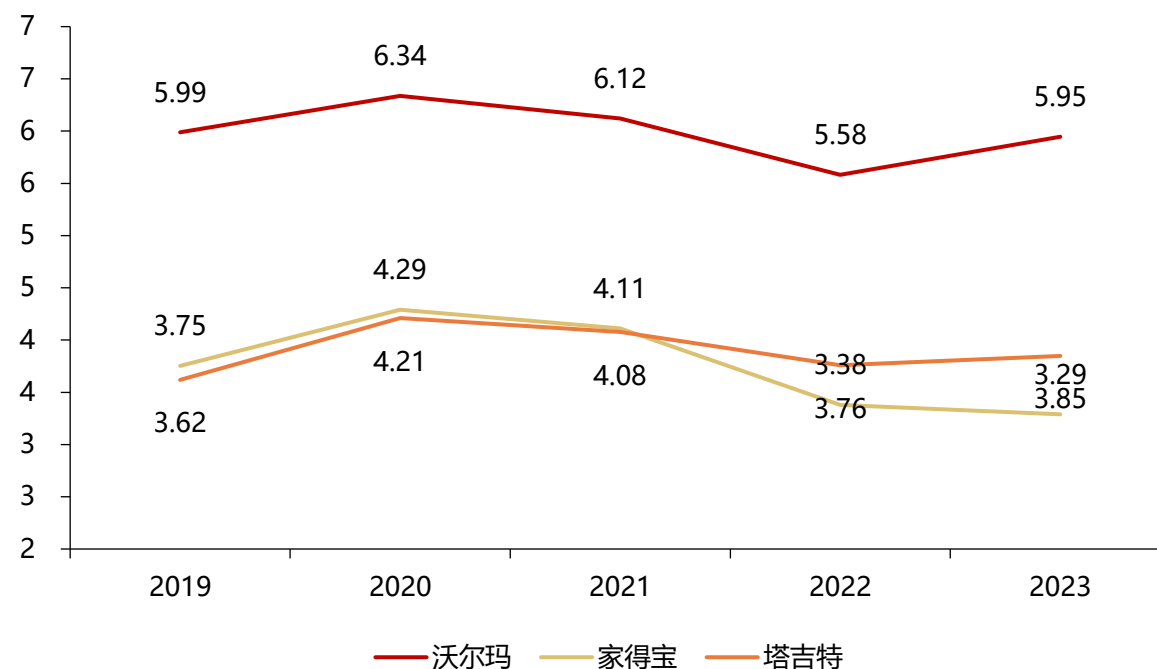


- **销售改善，毛利率回升；费用率优化，净利率回归正常水平。**美国地区销售改善，23年毛利率提升0.2pct至24.4%；但公司费用管控能力持续提升，23年运营费用率下滑0.59pct，带动净利率回升至2.5%。
- **规模优势下供应链高效，库存周转率远高于友商。**得益于高效智能的仓储配送体系沃尔玛存货周转率稳定于6左右，远超竞争对手家得宝和塔吉特。

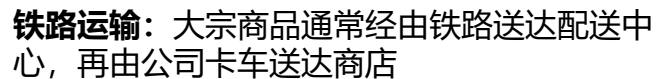
图：沃尔玛运营费用率



图：沃尔玛库存周转率



- ### 图：沃尔玛业务模式

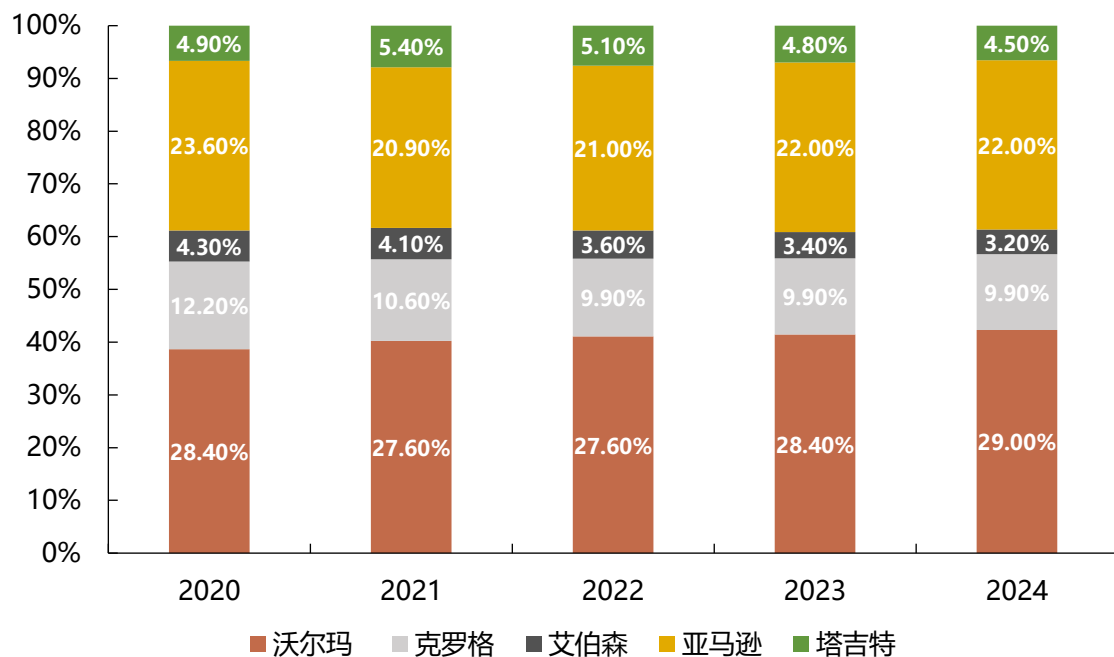


**图：沃尔玛配送中心分布**

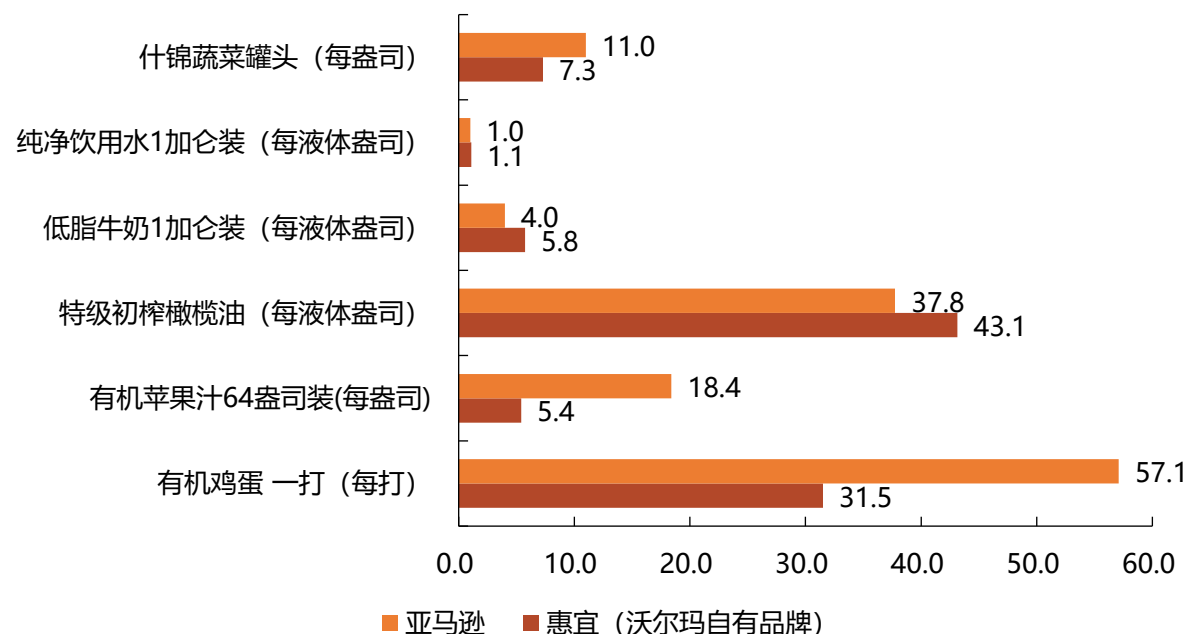


- **沃尔玛食品生鲜杂货零售龙头地位不可撼动，商品数量和种类远超亚马逊且价格更优。**沃尔玛直接采购避免中间商，规模优势下通过高频次运输确保生鲜类保质期较短的食品新鲜度。eMarketer数据显示，沃尔玛在美国电商食品杂货类销售额中占比由20年的28%提升至24年的29%，五年稳居首位。

图：美国电商杂货类市占率

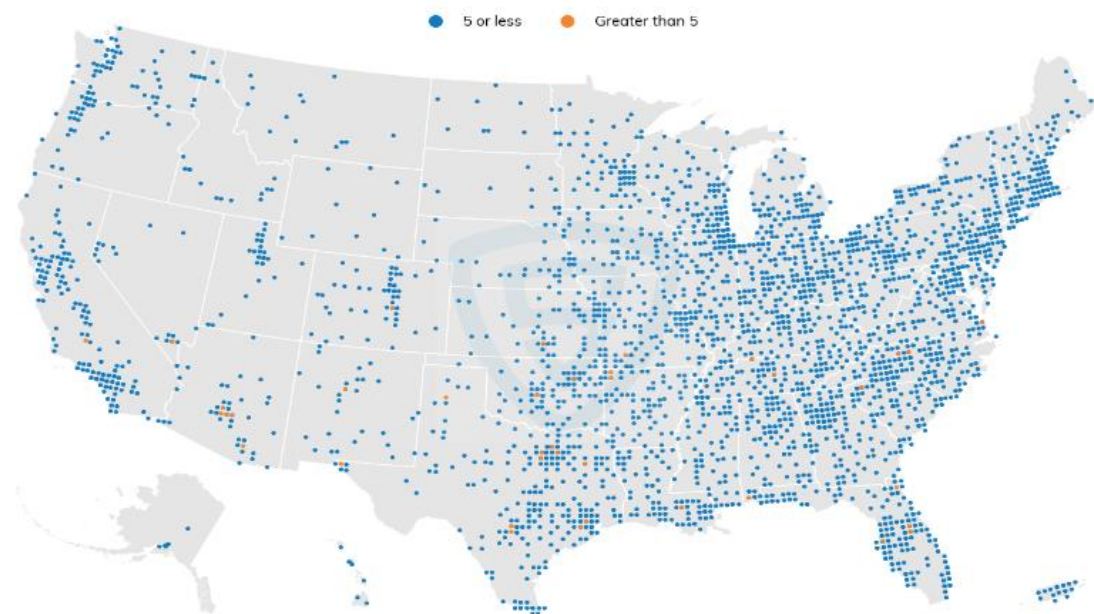


图：沃尔玛与亚马逊电商平台价格对比



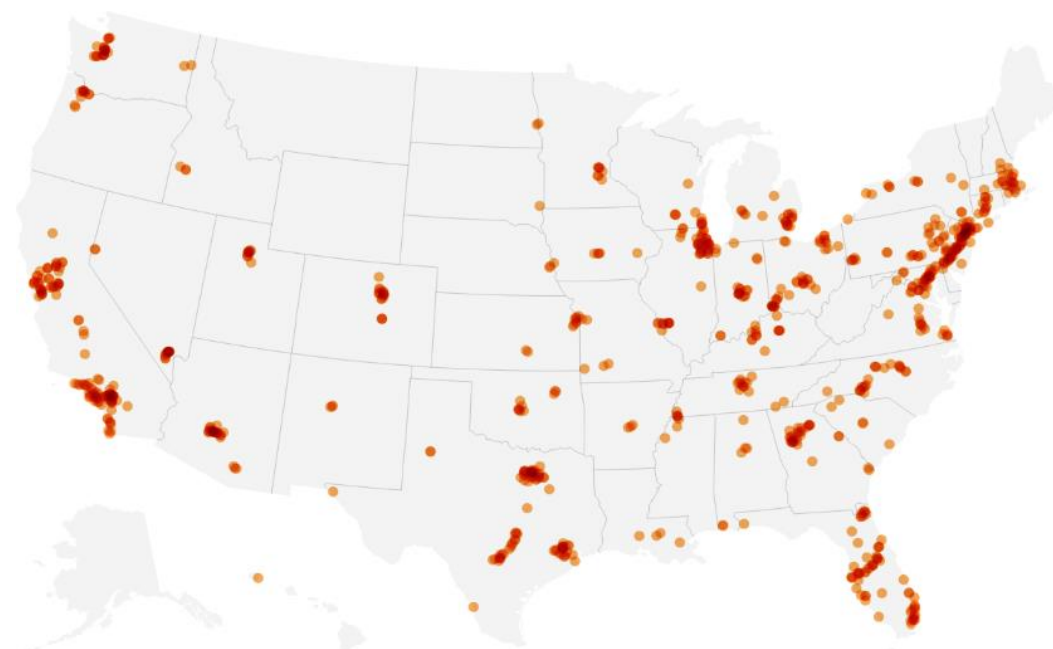
- **沃尔玛电商依托实体店网络和31个电商履约中心，触达消费者更便利。** 密集的门店网络为电商业务的基础，4615家门店遍布全美，为沃尔玛用户提供了便捷的就近自取、当日配送和门店退货服务。
- 线下门店作为电商履行站点，为消费者提供当日，次日两日达服务。
- 电商配送业务如WFS，依托美国30个电商履约中心提升时效。
- **沃尔玛会员费较亚马逊更低。** Walmart+会员会费仅98美元每年，亚马逊Prime会费139美元/年。

图：美国沃尔玛门店分布



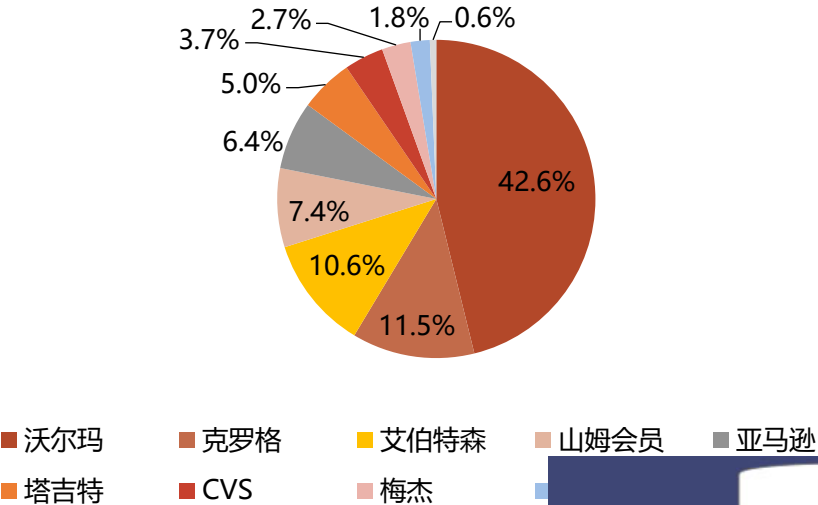
Walmart store locations in the USA  
Each grid point covers 10-mile radius with at least one location  
Source: ScrapeHero.com

图：美国亚马逊仓库分布



- **零售商中自有品牌占比最多，价格优势突出，生活品类全部覆盖，聚焦品牌意识弱+销售大+购买频率高+对保鲜保质要求高+技术含量低的产品。** 2023年北美自有品牌销售中沃尔玛自有品牌占比42%，稳居首位。截至23年，沃尔玛自有品牌已涵盖20个类别，品牌数达319个，SKU数超2万个，包括惠宜、宜康、Marketside和Freshness Guaranteed等知名品牌。自有品牌聚焦的食品、服装、家用百货、清洁用品、洗护用品等标准化日用品，具备高频购买+价格敏感度高的特性，消费者通常不在意产品性能，如在饮用水/牛奶等大包装商品中，自有品牌惠宜价格较低，平均价格仅为其他供应商的70%左右，因此消费者多愿意选择沃尔玛自有品牌。
- **大部分自有品牌为代工厂贴牌生产，实地考察甄选高标准供应商，把控自有品牌品质。** 与大部分贴牌商品为在供应商的商品池选品贴牌不同，沃尔玛自有品牌采购会对供应商实地考察，对商品配方、规格、价格等细节多轮探讨后，再敲定双方合作，考察周期通常持续数月。另外，沃尔玛有一套严苛的审核、验厂流程来确保自有品牌品质，包括建立通报及自查系统，遴选上架商品“竞争上架”，上架后销售追踪系统“退场机制”。
- **自有品牌销售占比提升，拉动利润增长。** 根据德勤数据，沃尔玛自有品牌每年贡献约30%的销售额、50%以上的利润，且呈现快速增长的趋势。沃尔玛数据显示，24Q1沃尔玛自有品牌在杂货品类渗透率高达30%。

图：自有品牌市场份额占比



表：沃尔玛自有品牌产品

| 自有品牌 | 类别              | 品牌特性          | 涉及品类               |
|------|-----------------|---------------|--------------------|
| 惠宜   | 日用品、食品          | 优质平价          | 日常食品，速冻食品，清洁用品     |
| 明庭   | 家居日用，文具、五金，园艺工具 | 功能性强,简单,基本,好用 | 家居用品、床上用品、五金工具     |
| 简适   | 普通服饰            | 简单大方，舒适超值     | 袜类，内衣，男女装，婴儿用品，鞋类  |
| 沃集鲜  | 食品              | 新鲜优质，全程可追溯    | 熟食、烘培类商品、蔬菜、鲜肉、面包等 |

# 目录

1

行业集中度：线下美国>中国，线上美国<中国

2

线下：百年财团垄断，阶级固化加剧消费分层

3

线上：渗透率提升但增速放缓，配送时效为核心战场

4

尾程：多轮价格战后三巨头格局稳定，亚马逊后来者居上

5

沃尔玛：全球性价比零售王者，升级智能化配送中心提时效

6

塔吉特：聚焦时尚折扣的美国零售商，自有品牌和线上齐发力

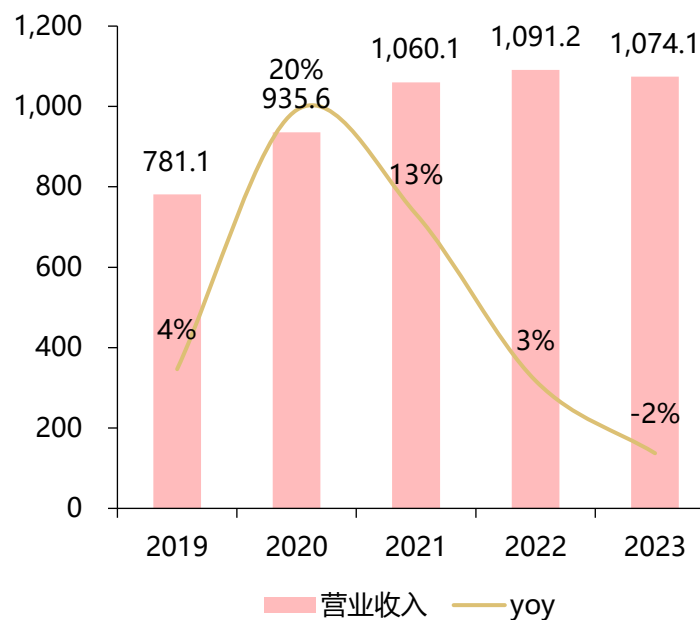
## 6.1 塔吉特：美国头部零售商，品质+低价结合

- **塔吉特—美国以“时尚廉价”著称的零售业先驱，门店覆盖全美，时尚化自有品牌持续发展。**1962年成立以来，塔吉特通过并购持续扩张。截至24Q1门店数量达1956家，基本覆盖全美消费者。持续部署自有品牌提升利润率，目前旗下超过45个自有品牌，覆盖服饰、家居等领域。
- **供应链完善实现高效物流+提供深度服务，客户粘性不断增强。**塔吉特配送中心网络和库存管理系统高效，持续优化客户体验加强成本管控，公司在全美拥有61个仓储和配送设施，通过完善的仓储物流设施已实现线上+线下全渠道融合，电商渠道提供直邮到家、店内自提和当日送达全方位物流服务。此外亦推出Target RedCard会员信用卡进一步增强顾客粘性。

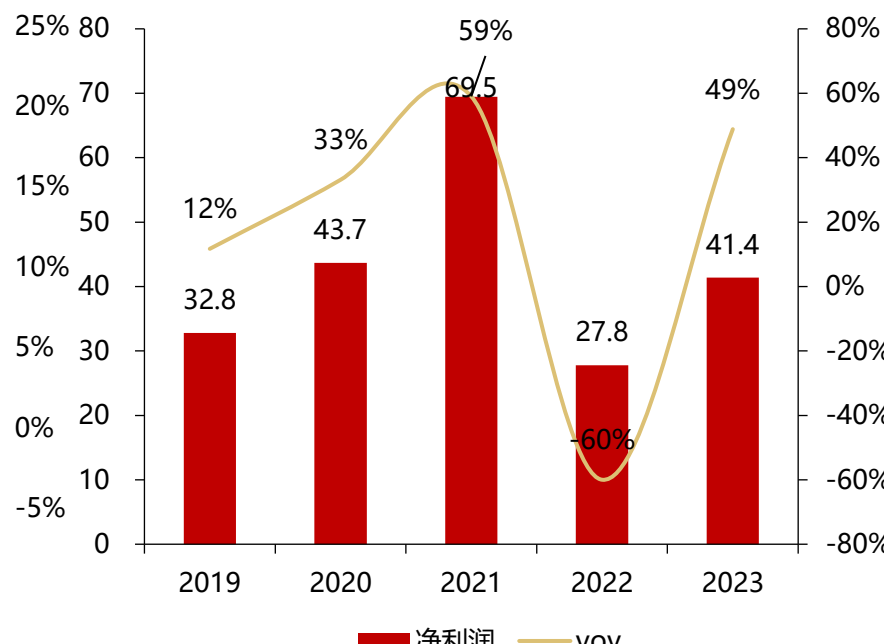
|            |           |                                                                                                                                |
|------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 创立与初期发展    | 1962-1970 | 1962年 成立第一家塔吉特商店，引入打折概念<br>1969年 开创使用电子现金登记系统优化库存管理<br>1970年 共计24家门店                                                           |
|            | 1980-2000 | 1980年 收购Ayr-Way和Fedmart商店，进军洛杉矶和美国西北部<br>1990年 全美门店数量累计达到420家<br>1995年 成立SuperTarget超级市场,推出商店信用卡业务<br>1999年 建立电子商务网站Target.com |
| 多元化与服务创新   | 2001-2010 | 2001年 门店突破1000家<br>2008年 建造第一家食品配送中心<br>2009年 推出移动应用程序                                                                         |
|            | 2013      | 推出在线订购，线下取货业务                                                                                                                  |
| 数字化转型与市场扩张 | 2015      | 专注美国业务，关闭了加拿大133家零售店                                                                                                           |
|            | 2017      | 收购杂货配送服务厂Shipt以提升配送效率                                                                                                          |
|            | 2018      | 业务已全面覆盖美国50个州                                                                                                                  |
|            | 2019      | 宣布推出Target +平台，支持第三方卖家入，驻Target.com进行销售。                                                                                       |
|            | 2021      | 与领先的国内品牌合作：扩大苹果，迪士尼商店数量，深化战略合作伙伴关系                                                                                             |
|            | 2022      | 门店改造：线下门店战略重心聚焦在扩展大型商店、持续开设社区小型店                                                                                               |
|            | 2023      | 推出 Drive Up with Starbucks 和 Returns with Drive Up新盈利模式<br>全美门店数共计1956家                                                        |

- **宏观环境影响，21-23年营收基本持平，2019-2023年营收由781亿美元提升至1074亿美元，19-23年CAGR达8.3%。**23年营收1074亿美元，同比下滑2%，主要系通胀加剧，消费者对非必需品消费更审慎；Temu等性价比平台竞争加剧，瓜分低价商品市场份额。
- **利润22年触底，23年回升，23年净利润41.4亿元，同增49%。**22年净利润下滑主要系运费和供应链成本提升，叠加公司战略发展电商业务，配送中心员工人数和薪酬提升。23年净利润回升，同增49%，主要系22年低基数，毛利率较高的自有品牌销售增长，以及因盗窃等原因造成的库存损失锐减。
- **商品、运费和供应链成本上升+库存缩水→21-22年净利率大幅度下降；库存和费用管控加强+低价产品战略匹配消费趋势+海运费下降+盗窃问题缓和→23年净利率回升。**22年海运费上涨，叠加美国对中国产品加征关税，公司净利率由21年的6.6%下滑至22年的2.6%；23年随着海运费下行，控费能力加强，净利率回升至3.9%。

图：塔吉特2019-2023年营业总收入（亿美元）



图：塔吉特2019-2023年净利润（亿美元）



表：塔吉特利润费用表(亿美元)

| 塔吉特 (亿美元) | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 781   | 936   | 1060  | 1091  | 1074  |
| 毛利润       | 232   | 274   | 310   | 269   | 297   |
| 毛利率       | 29.8% | 29.3% | 29.3% | 24.6% | 27.6% |
| 销售及管理费用   | 162   | 186   | 198   | 207   | 216   |
| 营业费用率     | 20.8% | 19.9% | 18.6% | 18.9% | 20.1% |
| 营业利润      | 46    | 66    | 86    | 39    | 58    |
| 营业利润率     | 5.9%  | 7.0%  | 8.1%  | 3.6%  | 5.4%  |
| 净利润       | 33    | 44    | 69    | 28    | 41    |
| 净利率       | 4.2%  | 4.7%  | 6.6%  | 2.6%  | 3.9%  |

- **商品销售中服装配饰、美容和家居必需品和食品饮料为核心产品，合计营收占比超70%。**23年营收同比略减1.66%，主要系服装配饰/杂货/家居装饰等可选消费品需求疲软，同比下滑7%/9%/9%，但食品饮料和美容家居等必需品需求提升，同增4%/6%。
- **优化购物体验，提升配送时效，线上营收占比持续提升。**受宏观因素+线上渗透率提升影响，19-21年线上营收快速增长，占比由9%提升至19%。22-23年线上营收基本持平，主要系部分客流回归线下渠道。

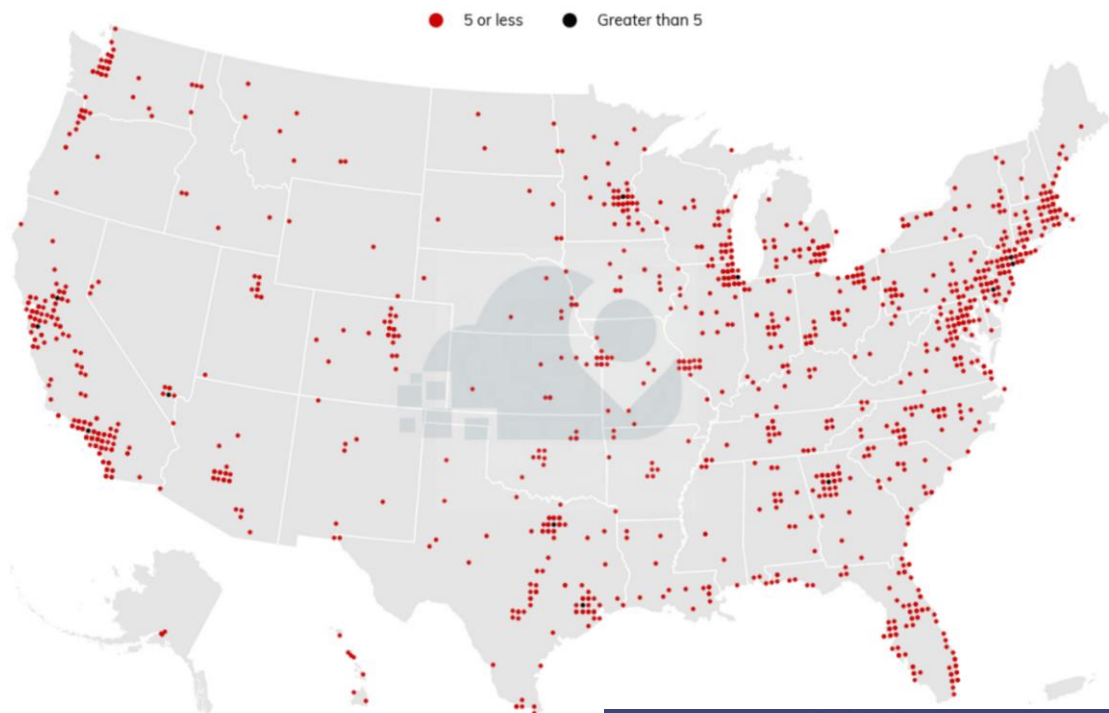
| 塔吉特 (亿美元)  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业总收入      | 781    | 935    | 1060   | 1091    | 1074   |
| yoy        | 3.66%  | 19.78% | 13.30% | 2.94%   | -1.57% |
| 主营业务收入     | 771    | 924    | 1046   | 1075    | 1058   |
| yoy        | 3.62%  | 19.80% | 13.22% | 2.85%   | -1.66% |
| 收入占比       | 98.74% | 98.76% | 98.68% | 98.60%  | 98.50% |
| 服装配饰       | 143    | 147    | 179    | 176     | 164    |
| yoy        | 6.48%  | 3.27%  | 21.39% | -1.59%  | -6.58% |
| 在主营业务中收入占比 | 18.55% | 19.15% | 23.25% | 22.88%  | 21.37% |
| 美容和家居必需品   | 206    | 244    | 272    | 295     | 312    |
| yoy        | 6.84%  | 18.65% | 11.48% | 8.46%   | 5.78%  |
| 在主营业务中收入占比 | 26.73% | 26.47% | 26.07% | 27.49%  | 29.57% |
| 食品饮料       | 150    | 181    | 203    | 229     | 239    |
| yoy        | 3.11%  | 20.59% | 11.97% | 12.86%  | 4.28%  |
| 在主营业务中收入占比 | 19.50% | 19.63% | 19.41% | 21.30%  | 22.59% |
| 杂货产品       | 125    | 166    | 202    | 177     | 161    |
| yoy        | -0.90% | 32.00% | 21.83% | -12.42% | -8.89% |
| 在主营业务中收入占比 | 16.33% | 17.99% | 19.36% | 16.49%  | 15.28% |
| 家居装饰       | 144    | 182    | 177    | 194     | 177    |
| yoy        | 0.92%  | 26.34% | -2.58% | 9.59%   | -8.75% |
| 在主营业务中收入占比 | 18.71% | 19.73% | 16.98% | 18.09%  | 16.79% |
| 其他主营业务     | 1      | 2      | 2      | 2       | 2      |
| yoy        | 31.53% |        |        |         |        |

| 其他业务收入     | 10     | 12     | 16     | 15      | 16     |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| yoy        | 6.39%  | 18.23% | 38.59% | -4.79%  | 5.03%  |
| 收入占比       | 1.27%  | 1.26%  | 1.54%  | 1.42%   | 1.52%  |
| 信用卡        | 7      | 7      | 7      | 7       | 7      |
| yoy        | 1.04%  | -2.06% | 0.15%  | 10.04%  | -9.13% |
| 在其他业务中收入占比 | 69.25% | 57.36% | 41.45% | 47.91%  | 41.45% |
| 其他         | 3      | 5      | 9      | 8       | 9      |
| Yoy        | 20.80% | 63.91% | 90.30% | -15.29% | 18.05% |
| 在其他业务中收入占比 | 30.75% | 42.64% | 58.55% | 52.09%  | 58.55% |

| 塔吉特 (亿美元) | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 781    | 924     | 1046   | 1075   | 1074   |
| 按渠道划分     |        |         |        |        |        |
| 线下渠道      | 712    | 759     | 848    | 876    | 878    |
| yoy       |        | 6.09%   | 10.58% | 3.13%  | 0.20%  |
| 线下渠道收入占比  | 91.20% | 82.10%  | 81.10% | 81.40% | 81.70% |
| 线上渠道      | 68     | 165     | 198    | 200    | 197    |
| yoy       |        | 140.62% | 19.54% | 1.21%  | -1.77% |
| 线上渠道收入占比  | 8.80%  | 17.90%  | 18.90% | 18.60% | 18.30% |

- **门店覆盖全美，扩张趋势不变，10年内预计增加300家门店。**塔吉特线下门店已实现全国覆盖，遍布全美50个州的1298个城市，实现有效触达消费者。此外公司在20-22年宏观环境压力较大的情况下，亦能实现门店数量的稳定增加，从1868家增至1926家，彰显门店选址审慎性。未来10年，公司仍计划在全美新增300家门店。
- **门店战略聚焦经济较发达的区域。**门店数量最多的区域分别为加州、德州和佛州，24年三大洲门店数量分别为317/156/129家。

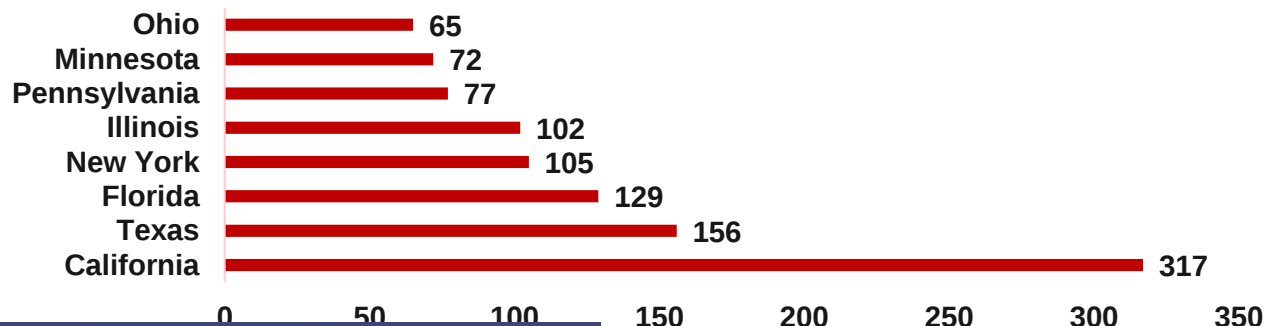
图：2024塔吉特美国门店分布



表：塔吉特美国门店数及其变动

|      | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 门店数量 | 1792 | 1802 | 1822 | 1844 | 1868 | 1897 | 1926 | 1948 |
| 新增门店 | 15   | 32   | 26   | 29   | 30   | 32   | 23   | 21   |
| 关闭门店 | (5)  | (12) | (2)  | (7)  | (1)  | (3)  | (1)  | (13) |
| 净增   | 10   | 20   | 24   | 22   | 29   | 29   | 22   | 8    |

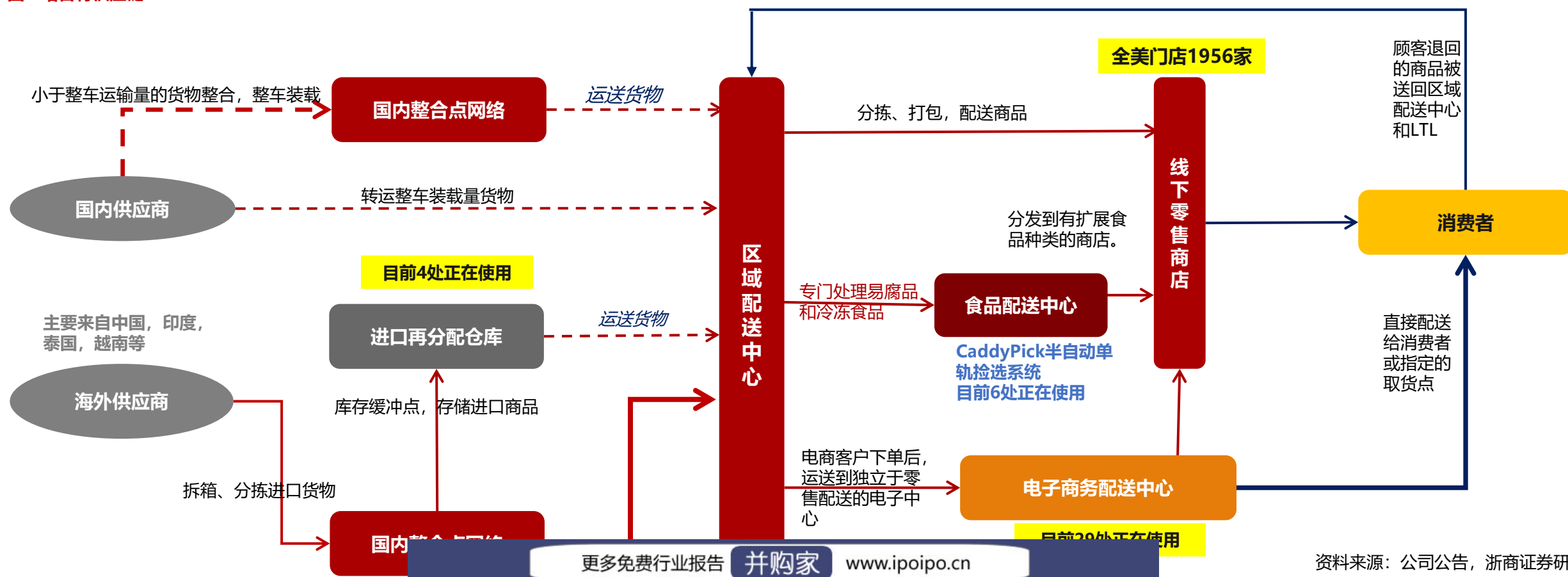
图：塔吉特主要州门店数量（截至2024）



## 6.4 整合全球供应链资源，针对电商建立配送网络实现高效履约

- **产品国际采购和本土生产结合，自动化处理技术先进，助力降本增效。**塔吉特的进口商品通过海运抵达北美港口，集中送往整合点或进口仓库，再转运至区域配送中心。本土生产的商品直接或通过国内整合点送达配送中心。
- **针对电商订单，建立专门的配送网络，保障时效优化客户体验。**优化从订单处理到尾程配送的全部环节，同时还合作本土车队，提供当天送达服务，提升客户体验。

图：塔吉特供应链



## 6.5 自有品牌：高性价比+时尚性提升品牌忠诚度→赋能利润提升

- **1991年开始探索自有品牌，与设计师合作打造大牌平替。**塔吉特自有品牌主攻高端支线和大牌的平替产品，以及名人联名等差异化产品，强化消费者认知。如推出厨具品牌Figmint对标网红时尚厨具品牌Caraway平替，有效将自有品牌贴上时尚+品质+性价比的标签，而沃尔玛自有品牌多聚焦低价的食品饮料等产品。
- **自有品牌数量多且种类丰富，23年营收占比近30%。**塔吉特旗下拥有超过45个自有品牌，覆盖婴童服装、个人护理、家居用品及食品饮料等多个品类，其中Cat&Jack、up&up、Threshold和Good&Gather等品牌已经在细分市场成为领先品牌，显著推动公司营收和利润增长。2023年自有品牌销售额达300亿美元，占公司营收约30%。

**Figmint——塔吉特自有厨具品牌**

价格：\$100



**Caraway——网红陶瓷厨具品牌**

价格：\$395



**Embark——塔吉特露营装备品牌**

价格：\$9.99



**GrandTies——美国居家品牌**

价格 \$162



**Universal Thread——塔吉特女装品牌**

价格：\$13.75

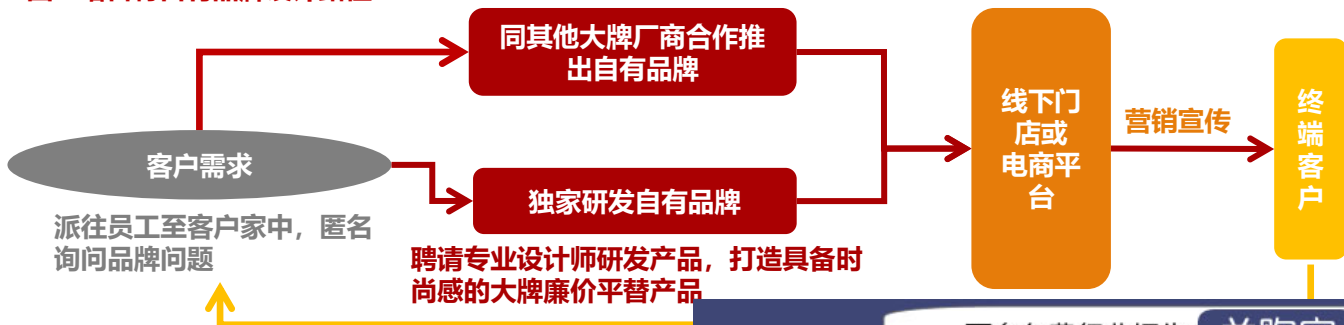


**H&M——瑞典时装品牌**

价格：\$27.41



**图：塔吉特自有品牌设计路径**



## 1、全球贸易环境恶化的风险

跨境电商行业受国际形势波动影响显著，若发生诸如经济增长放缓、系统性金融危机等重大不利风险，将严重制约海外消费市场需求。

## 2、汇率波动的风险

跨境电商企业收入主要以外币结算，美元、欧元等外汇兑人民币汇率可能会出现重大波动，影响行业内企业利润。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>