

电商721格局形成，细分赛道创新不断

——电子商务行业深度报告

2019年01月30日

看好/首次

电子商务 深度报告

投资摘要：

- ◆ **中国电商从0到1经过二十年发展，综合平台721格局已定。** 电商行业网络效应显著，因其不受地域性限制，商业模式极大提高匹配效率及大数据反哺等特性决定了其先行企业往往是游戏规则制定者，在资本助推下跑马圈地，现头部流量平台已形成赢家通吃格局。网购市场中阿里、京东合计占四分之三市场份额，拼多多、苏宁、唯品会等紧随其后；长尾企业数量众多。
- ◆ **消费者需求变化是电商创新牵引力，其实质为在流量红利消退的基础上，企业对更大市场利润的驱逐。** 消费者品牌意识觉醒，B2C模式已成为主流，与C2C差距将进一步拉大。现消费者网购行为特征已转变为：需求个性化，社交化、口碑化、娱乐化；同时对商品质量、服务、性价比的要求不断提高。场景化碎片化购物正成为用户网购新习惯，弱搜索重导购模式兴起，网红明星直播推荐带动电商企业向“内容化”进军，平台IP存向个人IP集中趋势。
- ◆ **电商未来将向两级市场增量及存量空间持续渗透：** 向上往品质电商渗透，小米有品、网易严选已拥有先行优势，持续深耕对供应链的把控。向下往低线城市、两级年龄、中低教育水平用户群渗透；拼多多的成功突围佐证增量空间尚存较大挖掘潜力。同时电商企业运用大数据精准满足客户需求、线上线下一体化持续融合互相导流等方式，于存量空间也具有较大用户价值挖掘潜力。
- ◆ **细分赛道为电商企业未来争夺堡垒，投融资市场活跃，未来赢家必来自于对商业模式的革新与颠覆者。** 现阶段综合平台渗透率近65%，反观生鲜、母婴、社交、跨境电商等细分领域渗透率仅为个位数，庞大市场空间吸引流量巨头与初创企业纷纷入局，现已发展出小红书、礼物说、盒马生鲜等模式。在电商从实物转向服务，从线上走向新零售，从以物聚人走向以人聚人的趋势下，入局企业均处于起跑定义阶段，细分领域机会尚存，在头部平台流量优势下，未来突围赢家必来自于对商业模式的革新与颠覆者。
- ◆ **风险提示：** 宏观经济下行，电商法等政策监管风险

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)			PE			评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E	
阿里巴巴	23.4	33.7	46.7	43.6	30.3	21.8	强烈推荐
拼多多	-1.9	-0.2	1.6	-25.1	-316.	30.1	强烈推荐
京东	0.4	0.3	1.2	232.2	312.1	69.8	强烈推荐

资料来源：公司财报，东兴证券研究预测

分析师：谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号：

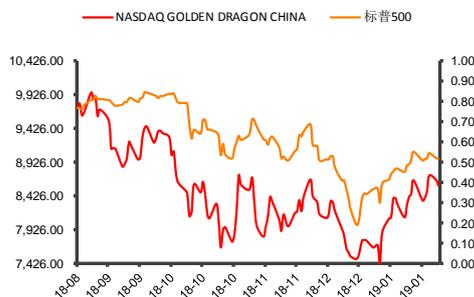
S1480510120013

行业基本资料

占比%

股票家数	35	/
重点公司家数	/	/
行业市值(亿元)	/	/
流通市值(亿元)	/	/
行业平均市盈率	/	/
市场平均市盈率	/	/

行业指数走势图



资料来源：wind 东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 行业发展历程：中国电商从 0 到 1 二十年	6
1.1 萌芽期（1997-1999 年）	6
1.2 基础建设期（2000-2007 年）	6
1.3 快速发展期（2009-2015 年）	6
1.4 电商成熟发展时期（2016 年-至今）	6
2. 行业规模与竞争格局	7
2.1 电子商务市场规模平稳发展，网络购物占比三成，服务类交易增长快	7
2.2 网络购物占社零比重持续升高，电商 GMV 仍维持较高速增长	8
2.3 移动端占网购规模八成，市场规模仍将保持稳定增长	8
2.4 市场竞争格局：电商行业形成赢者通吃局面	10
2.4.1 B2B 市场：B2B 平台竞争格局稳固，头部平台优势明显	10
2.4.2 网络零售市场：消费者对品牌及质量需求觉醒，B2C 渐成主流购物模式	11
3. 电商行业发展的本质	13
3.1 电商与实体零售本质区别	13
3.2 网购电商之平台与自营模式区分	15
3.3 平台模式	16
3.4.1 阿里巴巴：平台模式下的流量强者	16
3.4.2 拼多多：平台模式新入局者	18
3.5 自营电商	19
3.5.1 京东：借助 3C 主打价格品质形象，百货成为业态发展补充，平台盈利性凸显	19
4. 电商未来将以用户为中心 细分赛道开启多样化模式创新	22
4.1 电商创新隐性动力——消费者需求变化	22
4.1.1 场景化和碎片化正成为网购主要特征	23
4.1.2 浏览式购物+短视频购物模式创新不断，内容电商正在崛起	23
4.1.3 移动电商用户集中于发达地区，农村及低线城市仍有大量发展空间	24
4.1.4 消费者年龄结构年轻化，两级市场可期	24
4.1.5 电商行业仍有较大拓展空间向中低教育水平用户拓展	25
4.1.6 高收入人群对品控追求将促进品质电商发展	26
4.2 电商未来发展趋势	26
4.2.1 寡头垄断局面弱化，垂直领域成新趋势	26
4.2.2 线上线下融合发展，开启新零售时代	26
4.2.2.1 盒马生鲜：阿里新零售探路者	28
4.2.3 生鲜电商为行业下一抢夺堡垒	29
4.2.4 社交电商之以物聚人向以人聚人转变	30
4.2.4.1 礼物说——借助微信平台社交基础，发力小程序端发展	32
4.2.4.2 小红书——“社交+电商”模式杀出重围	32
4.2.5 农村电商下沉空间较大，头部流量纷纷布局	33
4.2.6 品质电商发展较早，竞争加剧	34

4.2.6.1 网易严选——品质电商先行者.....	36
4.2.6.2 小米有品——生态链旗下的极致性价比产物.....	37
5. 部分重点公司介绍.....	37
5.1 阿里巴巴 (BABA)	37
5.2 拼多多 (PDD.O)	39
5.3 京东 (JD.O)	39
6. 海外电商上市公司列表	40

表格目录

表 1: 自营及平台模式盈利方式及特点分析	15
表 2: 佣金扣点率举例.....	17
表 3: 阿里巴巴盈利模式.....	17
表 4: 拼多多发展历程.....	18
表 5: 电商平台融资事件.....	26
表 6: 电商对新零售差异化理解.....	27
表 7: 生鲜电商融资事件.....	29
表 8: 生鲜零售发展情况.....	30
表 9: 2018H1 社交电商重要融资事件.....	32
表 10: 小红书历次融资	32
表 11: 农村电商融资事件.....	34
表 12: 品质电商排名	35
表 13: 网易严选发展历程	36
表 14: 阿里巴巴盈利一致预测	38
表 15: 拼多多盈利一致预测	39
表 16: 京东盈利一致预测	40
表 17: 海外电商上市公司	40

插图目录

图 1:中国电子商务发展历程	7
图 2:中国电子商务市场交易规模	7
图 3:中国电子商务交易规模结构	7
图 4:网络购物市场规模及增速	8
图 5:网络购物市场规模占社会零售比例	8
图 6: 中国网民规模和互联网普及率	9
图 7: 2018H1 中国网民各类互联网应用使用率.....	9
图 8: 中国网民规模和互联网普及率	9

图 9:2018H1 中国网民各类互联网应用使用率.....	9
图 10:中国电子商务产业链图谱.....	10
图 11:中国中小企业 B2B 平台营收规模.....	11
图 12:2018H1 主要中小企业 B2B 平台市场份额.....	11
图 13:中国网络零售 B2C 与 C2C 市场规模.....	11
图 14:中国网络零售 B2C 与 C2C 占比.....	11
图 15:中国网络购物市场格局.....	12
图 16:2018 年中国网购市场市场份额.....	12
图 17:2018 年电商行业用户规模与安装渗透率.....	12
图 18:2018 年电商主要 app 渗透率.....	12
图 19:2018 年电商主要 App MAU.....	13
图 20:2018 双十一综合电商 APP 日新增用户数.....	13
图 21:2018 年主要电商平台用户忠诚度.....	14
图 22:2018 年用户最常用的电商平台占比.....	14
图 23:阿里巴巴、京东、拼多多、当当上市前融资金额.....	14
图 24:阿里巴巴、京东、拼多多、当当上市后融资.....	14
图 25:2018 财年阿里巴巴核心零售平台营收.....	16
图 26:阿里巴巴发展时间轴.....	16
图 27:京东平台与自营模式营收占比.....	20
图 28:中国电商企业 GMV.....	21
图 29:电商企业毛利率.....	21
图 30:中国电商企业年度活跃用户数.....	21
图 31:电商企业货币化率.....	21
图 32:中国电商企业 MAU.....	22
图 33:中国电商企业平均获客成本.....	22
图 34:中国电商企业 Non-GAAP 净利润.....	22
图 35:电商企业净利率.....	22
图 36:场景化碎片化成为用户购买趋势.....	23
图 37:电商购物方式碎片化.....	23
图 38:小红书电商及内容直播.....	23
图 39:抖音、淘宝电商直播.....	23
图 40:天猫用户分布地图.....	24
图 41:京东用户分布地图.....	24
图 42:中国人口年龄结构变化.....	25
图 43:2017 年综合电商平台年龄分布.....	25
图 44:2017 年电商行业用户本科学历以上人群占比.....	25
图 45:2017 年中国移动电商用户年龄分布.....	25
图 46:2017 年中国综合类移动电商平台用户月收入.....	26
图 47:2017 年中国电商用户收入分布.....	26
图 48:新零售特征.....	28
图 49:新零售发展趋势.....	28

图 50:中国网络购物市场格局	28
图 51:中国 B2C 平台市场规模	28
图 51:2018H1 中国社交电商用户年龄分布	31
图 52:中国社交电商市场规模	31
图 50:平台型电商企业	31
图 53:物品流通交易模式	33
图 54:阿里淘宝村模式	34
图 55:阿里淘宝村数量	34
图 56:中国品质电商	35
图 57:主流品质电商平台热度排行	35
图 60:网易严选模式	36
图 61:天猫双十一 GMV 及增长率	38
图 62:天猫双十一 GMV 全网占比	38

1. 行业发展历程：中国电商从 0 到 1 二十年

中国电商经过二十年发展，现已形成 721 格局，其发展历程主要分为以下几个阶段：

1.1 萌芽期（1997-1999 年）

信息化水平较低，网购人群基数低，大众对电子商务缺乏了解，国内电商网站处于探索萌芽状态。该阶段电子商务主要以协助中小企业进行 B2B 外贸交易为主，C 端需求尚未形成，在此期间中国化工网站、8848、阿里巴巴、易趣网相继成立。

1.2 基础建设期（2000-2007 年）

2000-2002：受互联网泡沫等因素影响，行业格局重新洗牌，超三分之一网站销声匿迹。在此期间，慧聪网、卓越网、中国电子商务协会相继成立；eBAY 易趣合并。

2003-2005：国内经历非典，大批网民逐步接受网购，C2C 模式发展迅速。阿里巴巴成立淘宝，推出阿里旺旺和支付宝；腾讯推出拍拍网，加上 ebay 易趣，C2C 三足鼎立格局形成。2004 年京东开展电商自营。在此期间国内网民仍然不多，用户消费顾虑大，物流等等配送设施不够健全，同时假货盛行，消费者品牌意识薄弱。

2006-2007：国家政策支持，诚信瓶颈得到基本解决，物流支付等基础设施进一步完善。网购 3C 产品比重迅速增加，京东发力形成市场影响力，大力发展自营物流。

1.3 快速发展期（2009-2015 年）

2008-2009：具有中国特色的网络交易方式形成，电子商务企业竞争激烈。2009 年 3G 正式商用，网购用户破亿。B2C 平台天猫上线，淘品牌形成气候；服装、鞋包、家居等非标类目消费占比上升。特卖电商唯品会上线；当当网实现盈利；双十一大促开启；中粮我买，苏宁开始进入电商领域；京东从 3C 发展至全品类。

2010-2012：大量传统企业和资金流入，线下企业布局电子商务，网民数量和物流快递行业呈爆发式增长，电商迈入移动化发展。阿里巴巴推出手机淘宝和聚划算，建大淘宝物流；支付宝获得牌照；唯品会、当当美国上市；电商监管首度立法。

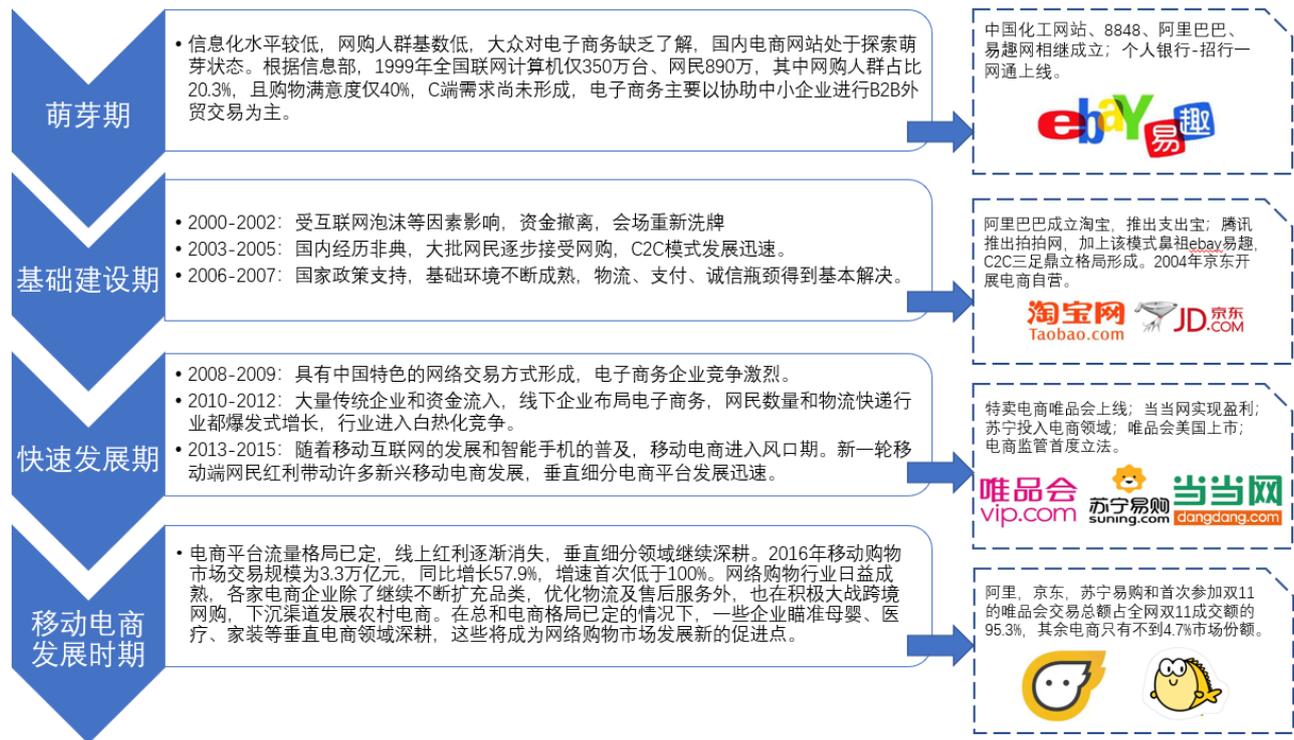
2013-2015：随着移动互联网的发展和智能手机的普及，移动电商进入风口期。2014 年阿里上市，国内电商开启上市潮。2015 年移动交易规模占比超过 PC 端。阿里推出菜鸟物流，上线天猫国际；亚马逊推出“直邮中国”业务；唯品国际、网易考拉、京东海外购等跨境电商品牌相继面世。

1.4 电商成熟发展时期（2016 年-至今）

电商平台流量格局已定，线上红利逐渐消失，垂直细分领域继续深耕。2016 年移动购物市场增速首次低于 100%，电商 MAU 增量遭遇瓶颈。2016 年底阿里推出新零售概念，带领电商向线下进军。目前，行业巨头已经产生，运营模式相对成形。各家电商企业除了继续不断扩充品类，优化物流及售后服务外，也在积极拓展跨境网购、发

展农村电商，母婴、医疗、家装、本地生活服务等垂直电商。长尾企业数量众多，细分市场激烈。

图 1:中国电子商务发展历程



资料来源：公开资料 东兴证券研究所

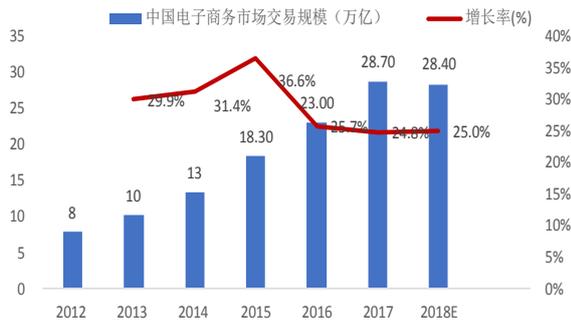
2. 行业规模与竞争格局

2.1 电子商务市场规模平稳发展，网络购物占比三成，服务类交易增长快

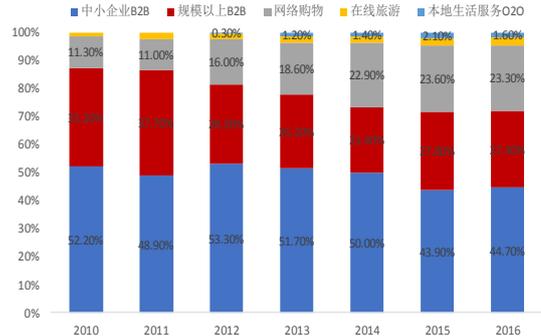
2018 年中国电子商务市场交易规模预计将达 28.4 万亿，其中网络购物市场规模占比预计将从 2010 年的 11.3%提升至 27.3%。服务类电商从 2013 年发展以来持续保持较高速增长，2017 年本地生活服务 O2O 交易额为 9992 亿元，同比增长 71.5%。

图 2:中国电子商务市场交易规模

图 3:中国电子商务交易规模结构



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

2.2 网络购物占社零比重持续升高，电商 GMV 仍维持较高速增长

网络零售交易规模增速自 2017 年回升。2016 年中国网上零售总额同比增长 26.2%，增速首次跌破 30%，市场预期电商行业增长将进入持续放缓期，而 2017 年起电商 GMV 增速回升至 30.2%。随着线下体验与线上消费互相导流，两种渠道融合力进一步提升，我们预计 2018 年我国网络零售市场交易规模增速将保持在 30% 左右。

网络零售规模不断增长，于社会零售总额占比持续提高。2017 年中国网络购物市场交易规模为 7.2 万亿元，同比增长 39.2%，占社会消费品零售 19.6%。整体来看，网络零售市场增速逐渐放缓，但依然保持较大的市场规模，在整个社会消费品零售总额中占比将不断提升。

图 4: 网络购物市场规模及增速



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 5: 网络购物市场规模占社会零售比例



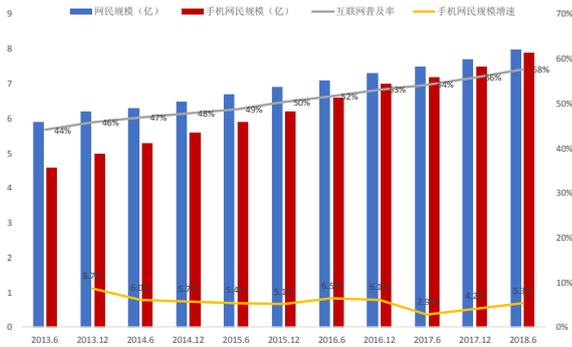
资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

2.3 移动端占网购规模八成，市场规模仍将保持稳定增长

网络购物用户增长逐渐趋稳，占网民总体比例持续提升。根据 CNNIC，截至 2018H1，我国网民规模达 8.0 亿人，其中手机网民数为 7.8 亿人，互联网普及率达 57.7%；网

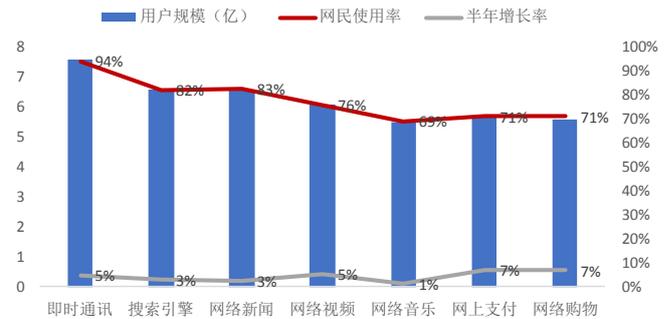
络购物用户达 5.6 亿人。其中手机网络购物用户达 5.5 亿人，较 2017 年末增长 10.2%。随着互联网渗透率和网购普及率的提高，网购网民规模将继续保持增长态势。

图 6：中国网民规模和互联网普及率



资料来源：CNNIC 东兴证券研究所

图 7：2018H1 中国网民各类互联网应用使用率



资料来源：CNNIC 东兴证券研究所

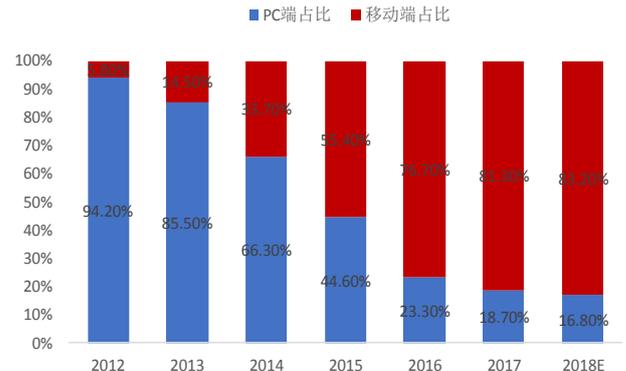
网络购物市场进入移动消费时代，存量价值有待挖掘。根据艾瑞咨询，2015 年移动端首次超过 PC 端成为网购市场主要的消费场景。2017 年移动端交易规模继续扩大，占比提升至 81.3%。虽然随着国内电商红利增长消逝，移动端渗透率的提升将趋向缓慢，但是随着农村电商、跨境电商、品质电商等垂直领域电商在分众市场进一步发展，以及电商企业通过对用户数据进行分析，运用大数据精准满足客户需求，挖掘用户价值，移动电商仍有一定增量价值和较大存量挖掘空间。

图 8：中国网民规模和互联网普及率



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 9：2018H1 中国网民各类互联网应用使用率



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

2.4 市场竞争格局：电商行业形成赢者通吃局面

电子商务产业链中 2B 端包括综合及垂直平台；2C 端包括综合网购、垂直网购及二手买卖平台等；在线旅游平台及本地生活 O2O 平台等。围绕核心产业链扩展出支付、物流、导购等产业链上下游企业。

图 10:中国电子商务产业链图谱

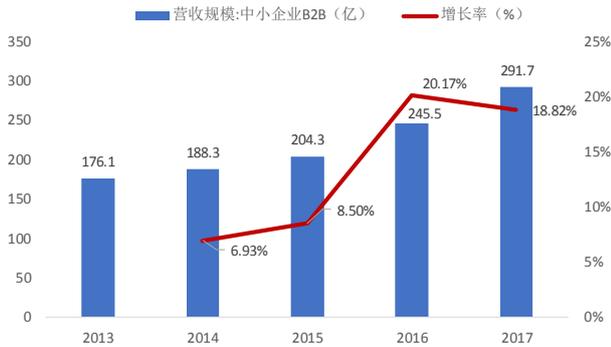


资料来源：公开资料 东兴证券研究所

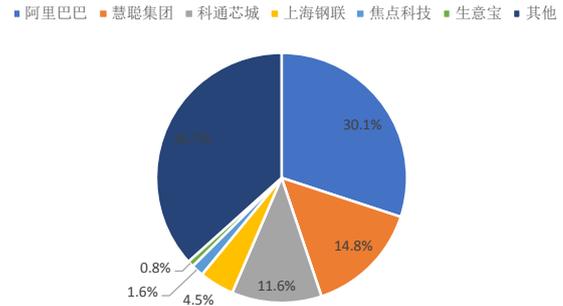
2.4.1 B2B 市场：B2B 平台竞争格局稳固，头部平台优势明显

B2B 平台盈利模式同质化明显，营收规模总体呈平稳增长状态。2018H1 中国 B2B 电商营收规模为 255 亿元，同比增长 51.7%。当前主要的盈利模式是将上游 B 端产品和下游企业进行对接，收取佣金或自营赚取价差、并提供供应链金融服务、物流服务等盈利模式。随着云计算、大数据技术持续发展，B2B 电商将打通供应链上下游环节，为采购双方提供包括仓促物流、数据分析、金融信贷等一系列服务以实现产业赋能，增值服务将成为公司主要收入来源。

综合性电商平台格局基本定型，行业集中度明显。2018H1 中国主要 B2B 平台市场份额占比中，6 家核心平台占比为 63.3%。其中阿里巴巴排名首位，市场份额 30.0%、慧聪集团 14.8%、科通芯城 11.6%、上海钢联 4.5%、焦点科技 1.5%、生意宝 0.8%、其他 36.6%。综合 B2B 平台继续借助流量、用户规模等优势提高平台的黏性的同时，也在向垂直领域加大布局力度。

图 11:中国中小企业 B2B 平台营收规模


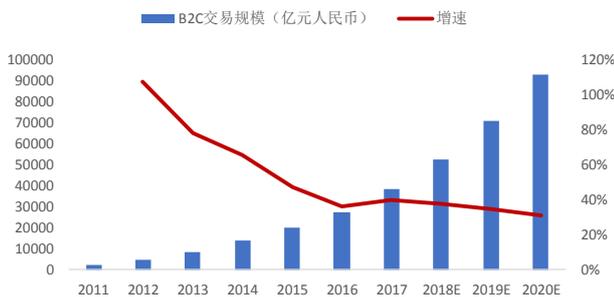
资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 12:2018H1 主要中小企业 B2B 平台市场份额


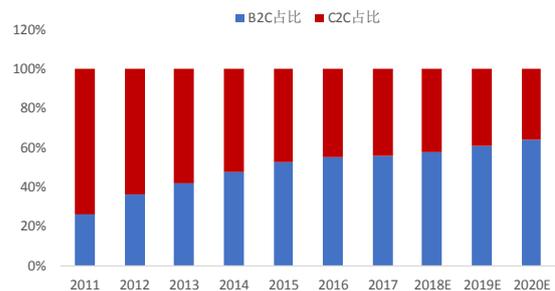
资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

2.4.2 网络零售市场：消费者对品牌及质量需求觉醒，B2C 渐成主流购物模式

B2C 为网购主流模式，交易规模占比持续扩大。2017 年，网络零售交易营业收入 4397 亿元，其中 B2C 和 C2C 的交易服务营业收入分别为 2652 亿元和 1745 亿元。B2C 市场交易规模占比持续扩大至 61.7%，较去年同期提高 5.8 个百分点。我们认为未来随着消费者品牌意识继续提升，B2C 模式为消费者提供更优的产品品质和服务保障，其在网上零售市场中的占比将持续提升。

图 13:中国网络零售 B2C 与 C2C 市场规模


资料来源：Analysys 东兴证券研究所

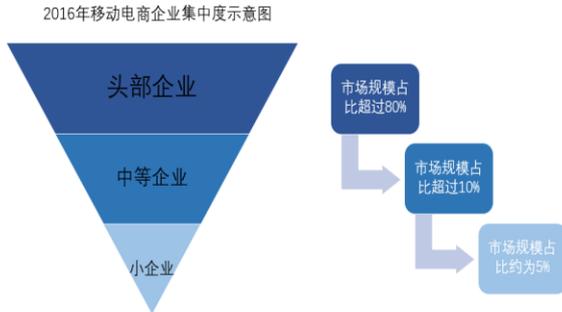
图 14:中国网络零售 B2C 与 C2C 占比


资料来源：Analysys 易观 东兴证券研究所

移动网购市场 721 格局形成，长尾企业竞争激烈。根据 eMarketer，2018 年中国电商零售市场份额中，阿里巴巴以 58.2% 占据首位，京东销售额占 17.3%，两家电商合计占据四分之三份额，占有绝对竞争优势。第二梯队企业相较淘宝和天猫的市场规模仍存在较大差距，快速崛起的拼多多占 5.2%，此前份额仅为 0.1%；苏宁、唯品会及

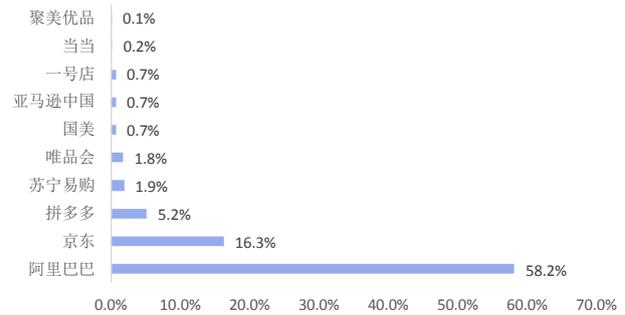
国美电器的市场份额为 1.9%、1.8%和 0.7%。长尾企业数量众多，随着跨境、生鲜、母婴等垂直领域的兴起，初创企业竞争激烈。

图 15:中国网络购物市场格局



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

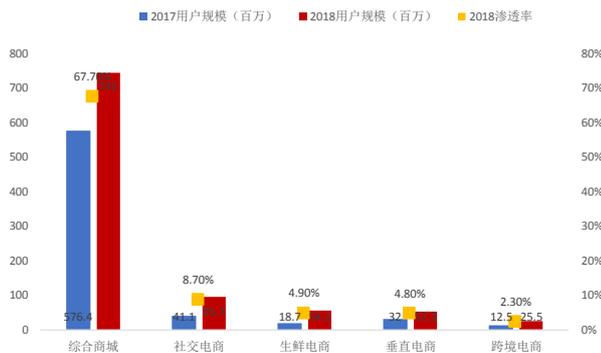
图 16:2018 年中国网购市场市场份额



资料来源：eMarketer 东兴证券研究所

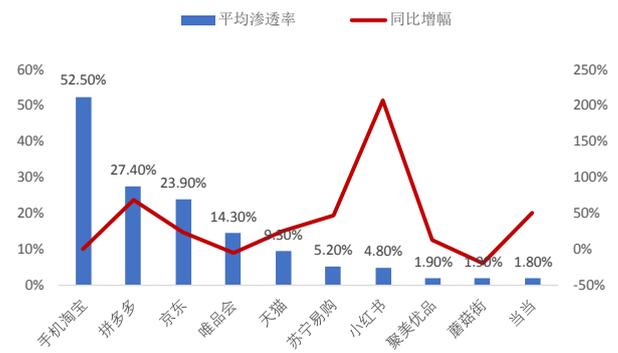
综合商城渗透率较高，电商子行业渗透率均为个位数，发展潜力较大。综合商城渗透率于 2018 年增长近 9 个百分点，达 67.7%，用户规模达到 7.4 亿。其中手机淘宝渗透率达 52.5%，拼多多渗透率为 27.4%，京东渗透率为 23.9%。其它电商子行业但其渗透率较低，社交电商为 9.7%，生鲜电商为 4.9%，母婴电商仅 2.0%。但细分领域在过去一年迅速发展，社交电商渗透率和用户规模增长一倍，生鲜电商的用户规模甚至增长两倍。我们认为子行业为发展早期，将成为电商企业下一争夺堡垒。

图 17:2018 年电商行业用户规模与安装渗透率

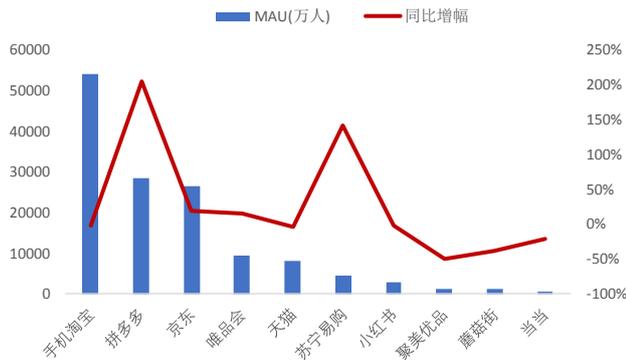


资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

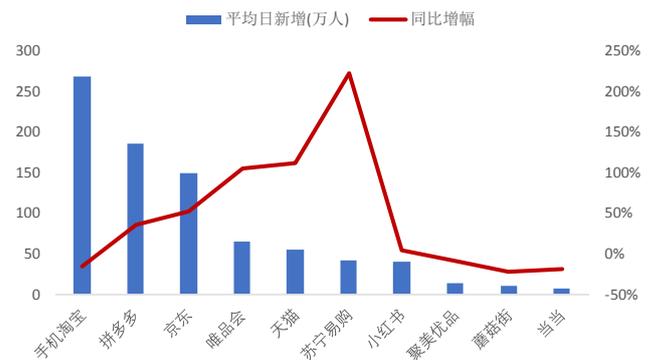
图 18:2018 年电商主要 app 渗透率



资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

图 19:2018 年电商主要 App MAU


资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

图 20:2018 双十一综合电商 APP 日新增用户数


资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

3. 电商行业发展的本质

3.1 电商与实体零售本质区别

电商行业呈现出一家独大赢者通吃的行业格局，主要原因为：

无地域制约，实现全网覆盖。线下商圈受地域限制，根据辐射范围可分为：核心商圈（周围三公里人群）、辐射商圈（可能影响到的地域范围）、边缘商圈（更外围的地带）、轨道商圈（轨道交通可达地区）。因此线下实体店可触及的人群=辐射圈内人群数 x 覆盖率 x 回购率 x 购买频率。实体店经营环境更为复杂，单店与连锁店经营差别大。多店经营对流程化要求高，更注重对成本的把控。线上商城网上没有地域制约，也不受品类限制，其特质决定了在每个细分赛道和品类，电商着眼点均在全网覆盖营销及无边际用户拓展。线上爆款策略叠加电商的规模效应优势，电商能在 3-5 年内实现线下品牌十几年才能达到的品牌影响力。

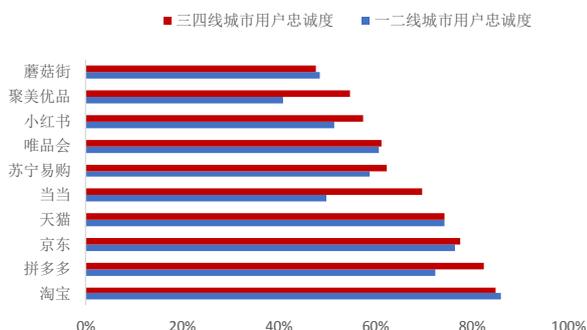
重塑流通环节，缩短商家与消费者距离。传统零售产销关系为：供应商>生产商>分销商>零售商>客户，存在分销层次冗杂，交易效率低，成本高等局限性。电商压缩了传统零售中的层层代理环节，平台商家或者自营电商直接面向大量消费者，承接大量流量的商品需求，故平台商家或者自营电商可以进行集中式的规模采购和规模化的仓储物流，压缩供应链成本和物流成本，形成规模优势。

积累大量数据，形成双边“护城河”。电商平台真正优势在于其沉淀的海量数据，平台通过数据积累及运算能提供给所有进驻商家商品进销存准确信息，从而有效提升商品周转，减少储存和配送成本。当平台达到一定规模积累大量数据之后，公司将开启自我维持的增长过程，叠加先发者对数据的获取优势，反哺 B 端商家及 C 端用户，同时商家与消费者的行为又互相影响，数据优势正成为头部平台的护城河。

虽然电子商务的本质是零售，但与传统零售相比，电商具有其独有特征：

获客成本持续增长，平台间用户忠诚度差距较大。绝大多数电商公司都要投入大额资金做客户销售获取顾客，很多情况下该成本占到销售额的 10%-20%。目前传统平台获客成本在 200 元左右，并有持续增长的趋势。如果平台有足够的的能力吸引顾客留下成为持续购买用户，那么这笔费用为一次性或者阶段性的。但根据极光大数据，除去淘宝、拼多多和京东的用户忠诚度均在七成以上之外，二三阶梯电商公司忠诚度在在 40%左右，甚至于自有品牌的企业可能达不到 50%，没有强有力的老用户回头率，获客费用将会持续发生。

图 21:2018 年主要电商平台用户忠诚度



资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

图 22:2018 年用户最常用的电商平台占比



资料来源：极光大数据 东兴证券研究所

电商为资本催熟型行业，存由亏转盈过程。电商传统意义上是个由亏转盈的过程，但是需要看亏损点和亏损处在哪，是否有可能通过提高销售规模得到改善，或者说亏损是否能够在以后的销售里得到回报。企业如果亏损幅度在 3%以内，理论上可以通过销售量的增长获得较好的进货折扣，形成规模效应弥补亏损点。但不同的商品品类，不同的运作规模，其上下弹性空间存在较大差异。

图 23:阿里巴巴、京东、拼多多、当当上市前融资金额

图 24:阿里巴巴、京东、拼多多、当当上市后融资



资料来源：公开资料 东兴证券研究所

上市时间	2014年5月	2014年9月	2010年12月	2018年7月
上市	17.8亿美元	217.6亿美元 47亿美元发债	2.72亿美元	13.68亿美元
上市第二年				
上市第三年	10亿美元发债 1.99亿美元腾讯增持	30亿美元银团 贷款		
上市第四年		70亿美元发债		

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

3.2 网购电商之平台与自营模式区分

当前的电商公司，本质可分为两种不同的商业模式：平台模式和自营模式。

平台模式为商家提供线上销售场景和流量，核心为追求用户流量产出最大化。平台的经营者不直接采购或拥有商品，只提供一个供商品买卖的地方，通过汇聚人气，提高用户的购买转化率，消费金额和消费频率，进而向商家收取交易佣金或者租金广告费作为他的经营回报。平台模式的核心为出售用户流量，经营者通过收取租金，销售扣点，或者类似平台收取广告费等方式实现利润。平台模式下电商营业收入=流量*转化率*客单价*货币化率。电商与传统的平台模式具有相似性，例如北京中关村大卖场、秀水服装城等。平台模式核心关注指标为 GMV 与货币化率。

自营模式为买卖模式，经营者是零售企业，企业利润来自于商品买卖之间的价格差。与传统买卖式零售（沃尔玛、家乐福）一样，自营模式对于商品种类和品质的把控力、供应商的筛选与组织，库存与资金周转的调配，经营能力和运作效率都有很严格的要求。自营模式的盈利核心在于商品规模化采购对单位进货成本及物流仓储成本的有效降低，以及对技术研发、营销获客和管理费用率的合理把控。

表 1：自营及平台模式盈利方式及特点分析

模式	分类	盈利模式	特点分析
B2C	自营(京东、当当、亚马逊)	1) 自营收入，即赚取商品差价，为 B2C 自营电商平台核心收入；2) 第三方佣金，自营型电商以平台身份收取第三方卖家的佣金；3) 第三方入驻产生的关联收入，如在平台投入广告，使用平台的物流，租用平台的仓储产生的费用；4) 会员费，主要是亚马逊，存在会员费；随着公司发展，像亚马逊、京东等新增了其他收入来源：	1) 在顾客营销成本不断上升，平台经营者趋于集中的环境下，很多平台加大收费比例。买卖式自营电商，例如京东、一号店、当当等，也都开放平台招商。2) 优势在于后端的运营能力，设计商品的供应链，从品类构建、商品挑选、价格谈判、进货控制、到库存管理、季节性应对，每个环节涉及更多商品组织和协调能力，这些能力时平台电商不及的。

平台(天猫) 1) 第三方佣金; 2) 广告费; 3) 随着公司发展, 像亚马逊、京东等新增了其他收入来源: 云服务、
互联网金融

销售扣点以结果付费, 对商家更为公平合理, 继
淘宝商城推出之后, 很快成为行业标准。

C2C 平台(淘宝) 1) 广告收入, 这是最核心的收入, 主要包括 CPC 广告与 CPM 广告, 淘宝搜索竞价排序的广告收入在国内仅次于百度; 2) 店铺相关的收入, 主要指的是涉及店铺装修、贩卖相关插件等, 但这部分不属于主要收入。

1) 平台商品极为丰富, 但无效商品很多, 在售商品 3%-4%是有销售记录, 线下卖场每一万种陈列的商品只有 300 种至少卖过一件。2) 优势在于前端的销售能力: 吸引顾客的页面、动态展示、活跃的促销、良好的买卖双方互动(旺旺工具)和为卖家提供得心应手的网店操作系统

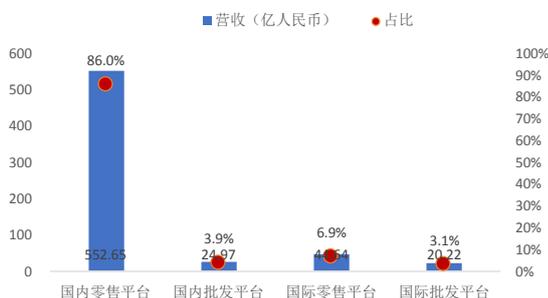
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

3.3 平台模式

3.4.1 阿里巴巴: 平台模式下的流量强者

阿里以先发优势在 B2B、C2C、B2C 模式都占据了平台流量强者地位, 公司集合国内零售平台(2018Q3 营收 553 亿元): 淘宝网、天猫、聚划算; 国内批发平台(营收 25 亿元): 1688; 国际零售平台(营收 45 亿元): AliExpress、Lazada; 和国际批发平台(营收 20 亿元): alibaba.com。

图 25:2018 财年阿里巴巴核心零售平台营收



资料来源: 公司财报 东兴证券研究所

图 26:阿里巴巴发展时间轴



资料来源: 公开资料 东兴证券研究所

国内零售业平台盈利来自于为商家提供的**营销服务**(2018Q3 营收 329 亿, 收入占比 60%)、**交易佣金**(营收 131 亿收入占比 24%)和其他(营收 81 亿, 收入占比 16%)。

- 营销服务收入来自**淘宝直通车**、**钻石展位**、**淘宝客项目**和**聚划算促销页面服务**, 不同产品根据不同营销效果收取相应的费用。
- ◇ 淘宝直通车以**CPC(点击付费)**为计费基础, 当用户搜索关键字时, 通过对竞价进行排名, 竞价在先的卖家首先在搜索页面进行展示, 卖家通过**淘宝直通车**的推广, 可增加买家在店铺内的浏览时长, 从而增加营销效果。

- ◇ 钻石展位以 CPM(每千次浏览单价)为计费基础，根据竞价高低售卖广告位，钻石展位的主要广告位不仅在淘宝网进行展示，在合作网站也可进行推广。
- ◇ 淘宝客项目以成交为计费基础，买家只要通过淘宝客的推广渠道完成购买后，卖家就根据交易额的一定比例支付佣金给淘宝网和天猫，淘宝网和天猫再返还约 90%给淘宝客。
- ◇ 聚划算促销页面的盈利主要以交易额乘以相应收费比例得到的费用为主，目前聚划算有商品、品牌团购，整点聚和生活汇四大类业务，不同类型商家提取的费用比例不同。
- 交易佣金主要针对天猫和聚划算平台，每笔交易根据商品品类不同，佣金比例在 0.5%-10%不等。

表 2：佣金扣点率举例

行业品类	佣金率	行业品类	佣金率	行业品类	佣金率
服饰类	5%	电器类	2%	手机类	2%
化妆品类	4%	母婴类	2%-5%	食品饮料类	2%
运动类	5%	电脑类	2%	家具类	5%

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

- 其他收入主要指来自盒马生鲜及银泰商业的部分。

国际零售平台、国内和国际的批发市场盈利主要来源于佣金收入、会员费收入和营销服务收入。

表 3：阿里巴巴盈利模式

业务板块		盈利模式	
核心 电商 业务 2018Q3 营收 725, 占 总营收 85%	国内零售， 淘宝网、天猫、聚划算	营销服务收 入，2018Q3 占比约 6%	钻石展位：淘宝及旗下优质媒体展位，CPM 竞价 淘宝直通车：淘宝搜索页面智能推荐，CPC 收费模式 淘宝客：基于淘宝客内容流的产品推广，抽取佣金模式
	2018Q3 营收 552.65 亿元	天猫全球购、阿里妈妈、 盒马鲜生、银泰商业等	聚划算促销页面：按交易额的一定比例提取 天猫店铺入驻收取一定的店铺费用
		交易佣金收 入，2018Q3 占比约 30%	收费板块为：天猫和聚划算卖家。每笔支付交易会收取 0.5%-10%的佣金。
		其他,2018Q3 占比约 16%	银泰及盒马生鲜
	国内批发 2018Q3 营收 25 亿元	1688	会员费用+P4P 广告费用
	国际零售	Lazada、AliExpress	5%-8%交易佣金+广告费用+商品销售收入

2018Q3 营收

45 亿元

国际批发

Alibaba.com

会员费用+广告费用+其他增值费用

2018Q3 营收

20 亿元

新业务

菜鸟 2018Q3 营收 32 亿元、饿了么营收 50 亿元

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

3.4.2 拼多多：平台模式新入局者

拼多多成立于 2015 年 9 月，仅三年就在美国上市，市值跻身中国互联网公司十强。拼多多在需求端基于强社交关系，低价诱导用户分享，产生社交链变推广；供给端对接工厂，打造客对厂 C2M 反向定制模式；运营端由平台推荐商品，打造爆款，依靠巨大流量，让商家薄利多销，降低单价。颠覆性的商业模式是其成功关键。

表 4：拼多多发展历程

时间	事件
2015/9	拼多多微信公众号上线，两周后粉丝破百万
2015/11	微信公众号上线两个月，没有投放广告，用户突破 1200 万
2016/1	拼多多付费用户破 1000 万，单日成交额突破 1000 万
2016/7	拼多多 B 轮融资由高榕资本、IDG 和腾讯投资
2016/9	拼多多和拼好货合并，用户破亿
2017/9	用户破 2 亿
2018/8	用户破 3 亿，IPO

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

拼多多能够在短时间内突围成功，打破流量平台赢者通吃的局面，其原因如下：

1) 淘宝商家外溢。中国网购人群购物习惯很大程度上是被淘宝、天猫培养起来的，因此淘宝花费几年时间地推而产生的消费者培育，当拼多多再成建制、成体量地获取商家时，直接掠过消费者培育，以及商家扫盲阶段。同时由于淘宝 C2C 流量见顶，以及 2015 年打假行动，使得在淘宝平台无法持续经营的商家出现外溢，拼多多对于商家的宽容接纳以及低门槛审核，使得这批低端供应链商家快速聚合，卖家的聚合从而吸引了低消费人群的流量聚集。

2) 无品牌，低价格“地摊货”切中低消费用户需求。低线城市价格敏感型消费者规模巨大。拼多多消费者中有 57%来自于三线及以下城市。拼多多跟淘宝的用户重合度高达 50%，但却和京东的重合度较低，也印证了拼多多模式对于此类消费者商品需求的截获。

3) 微信社交流量的崛起。拼多多背靠腾讯流量优势，作为社交平台，拼多多利用微信朋友圈分享和游戏等实现裂变式传播，相比于传统电视平台以内容营销、竞价、广告推广等获取流量的方式的成本，拼多多以极低的成本取得了海量的用户流量。

4) 广告赞助。拼多多通过集中赞助 13 档热门综艺打开知名度。

与天猫、京东相比，拼多多不同之初在于：

1) 起家商品不同，企业基因差异化。企业的起家基因决定了其公司运营发展的能力建设和思维模式。拼多多起家于农产品和食品店，淘宝是服装，京东为电器城。因此各企业多对标的人群和消费频次都存在差异。从消费频次来看，食品比服装高频，更比 3C 高频。拼多多用户之所以能快速的繁殖，与其选择极高频次的品类——瓜子零食水果农产品有关。

2) 精准用户画像和用户行为差异。京东的 3C 产品、携程的机票酒店都是标准产品，消费者的购买具有明确目标；淘宝、美丽说、蘑菇街等用户，是在大品类（如服装）下产生的购买需求；而拼多多的流量背书是腾讯，腾讯的流量归属为娱乐性流量，而非商品消费需求的流量。在此基础上拼多多找到了与腾讯流量的对接口，使用限时秒杀、品牌清仓、天天领现金、现金签到、砍价免费拿等娱乐性的方式，在用户没有产生实质消费需求的情况下，将腾讯的娱乐非购物需求流量进行了转化。（比如通过现金签到，第一天得到 4 元，第二天拿到 1 元，第三天几毛，积累下来可以在拼多多买个卷纸，以此产生了娱乐性用户的消费转化）。

3) 熟人拼团，完成流量转化。根据艾瑞咨询，吸引用户在拼多多的购物原因中有 44% 用户选择“与熟人拼团更容易”。同时 24.8% 的用户购买了他们以前从来没用过和见过的物品。这意味着，用户在自身没有产生消费需求的情况下，通过熟人拼团的模式，进行了消费行为。而对比于淘宝和京东的购物习惯，93% 来自直接搜索，再按照销量和评价来选购。一个是进超市到货架挑选需要的物品，一个是“到超市的打着去看看有什么打折的东西买来试试看”的购物习惯，拼多多抓住了国内用户习惯的转移趋势。

4) 开店难度降低，运营极简化。拼多多注册商家只需要三分钟，只要有货就可以“发一个商品，送一个店铺”。而京东和天猫对于商家的资质审核比较严格，材料审核也比较正规。在淘宝上，很少有中小工厂直接运营淘宝，因为淘宝规则日趋复杂，以至于衍生出很多专业代运营中介商。

3.5 自营电商

3.5.1 京东：借助 3C 主打价格品质形象，百货成为业态发展补充，平台盈利性凸显

3C 产品入手，树立价格品质形象。在零售商品品类里，2017 年 3C 年均消费额 2 万亿，占网络交易 B2C 规模的 16%。京东第一阶段选择做 3C 数码，从这个品类入手，较为容易吸引顾客并获得市场影响力，公司凭借价格优势在短时间内积累起大量的用

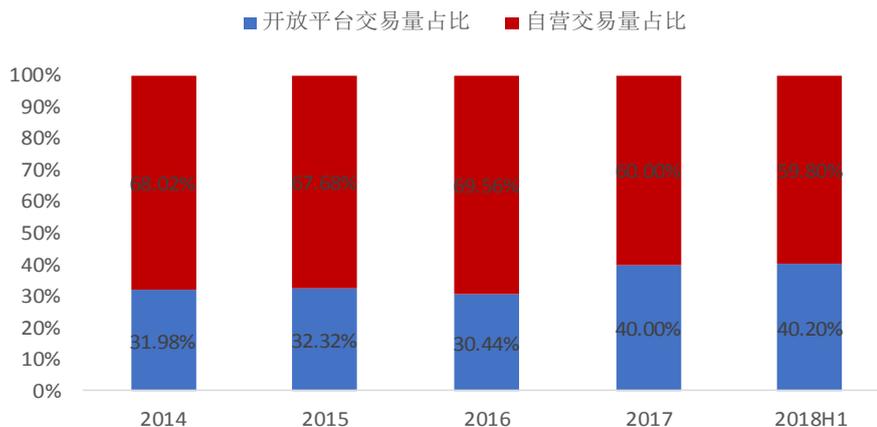
户，完成最早的企业积累。（一台笔记本一部手机，便宜 3%就是好几百，消费者容易购买）

资本市场输血为京东存活关键。2011 年到 2014 年 5 月上市前，京东共融资金额 20.26 亿美元。早期京东竞争对手多，如淘宝、国美、苏宁等线下实体零售和其他早期同类电商。即使京东在 3C 数码有 6%-8%的毛利率，但无法覆盖其市场营销、仓储、配送、公司运营等各方面的成本，故公司持续融资能力为其重资本打造全国物流网络关键。

京东介入高频率高毛利百货商品领域，转变成一家全品类、一站式综合性购物平台。3C 数码毛利率太低，价格敏感，用户粘性低，购买周期长，难以形成持续性的重复消费。因此京东 2010 年进入发展第二阶段：开始把触角延伸向化妆品、家居、日用品、甚至珠宝、葡萄酒、图书等，构建其买卖式综合网上商城版图。京东从 3C 数码向高毛利及高频率高毛利（百货毛利在 12%-15%）的百货延伸，以此来寻找盈亏平衡点。京东的消费者大多是从购买 3C 数码或者家电开始，属于高单价消费，因此具有较强的关联销售推动能力。从 3C 积累而来的用户，可实现流量共享，提高现有仓储使用率，同时来自 3C 的导流又能使百货产品的营销费用远低于竞争对手，此举将大大改善其毛利率以及连年亏损的困局。2016 年非电子数码类业务超过 3C 类业务占比，京东从数码单一品类完成向全品类百货的转化。

开放第三方平台，持续探索盈利性。基于其现成的用户基础以及自建物流配送系统，京东开设第三方平台，邀请卖家入驻，通过销售扣点的方式进一步提升交易额，并收取交易佣金。京东因为拥有自己的比较完善的仓储配送体系，所以京东平台的招商进一步分为代销搜或代销售加配送形式，目前京东的开放平台的交易量已经占总交易额的 40%。

图 27:京东平台与自营模式营收占比



资料来源：公开资料 东兴证券研究所

对比阿里、京东和拼多多的财务数据：

从 **GMV** 来看阿里 2018 财年（2017.4.1-2018.3.31）GMV 为 4.8 万亿元，占据绝对头部优势；截至 2018Q3 前 12 个月，京东为 1.3 万亿元（包括自营和平台）；拼多多 3448 亿元，增速 386%，拼多多距离京东 GMV 的规模仍有一定距离。

从 **用户数** 来看，阿里同样优势明显，拼多多反超京东。最新披露年度活跃用户数为 5.5 亿人环比增加 2500 万；拼多多为 3.8 亿人，环比增长 3700 万；京东为 3.0 亿人，环比下跌 800 万。

从 **ASP** 来看，阿里和京东订单质量较好，截至 2018Q3 前 12 个月，阿里巴巴为 8854 元；京东 ASP 为 3608 元；拼多多 ASP 为 894 元。

从 **货币化率** 来看，阿里巴巴货币化率较高，达 3.7%，拼多多货币化率为 2.5%。

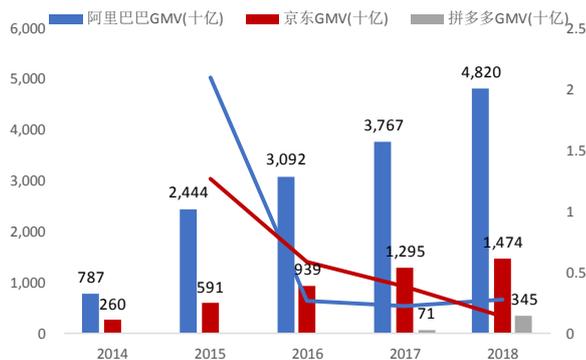
从 **营业收入** 来看，京东因自营模式主导，2017 年营收为 3623 亿元；阿里 2018 财年营收 2503 亿元；拼多多 2018Q1-Q3 总营收 129 亿元。

从 **毛利率** 来看，阿里巴巴和拼多多因其平台模式特点，毛利率较高。2018Q3 拼多多毛利为 77%；阿里巴巴总体毛利受新业务拖累，毛利率达 57%；京东毛利较低，为 15.3%。

从 **平均获客成本** 来看，京东获客成本最高，2018Q3 达 376 元；阿里巴巴获客成本也超 200 元；而拼多多获客成本较低为 77 元。

从 **净利润** 来看，阿里是唯一盈利性强劲的平台，2018 年净利润达 641 亿元；京东 2018Q1 首次扭亏为盈；拼多多仍处于投入大量营销费用获客阶段，持续亏损阶段。

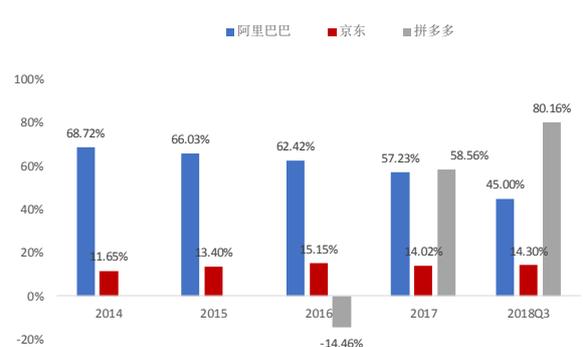
图 28:中国电商企业 GMV



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

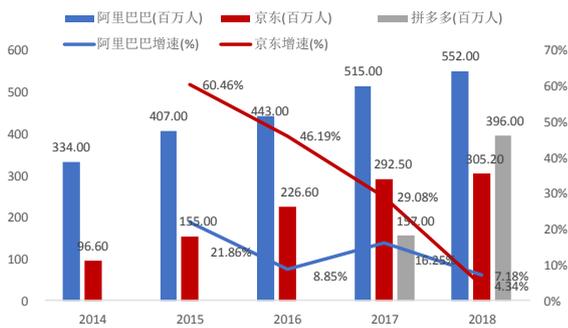
图 30:中国电商企业年度活跃用户数

图 29:电商企业毛利率



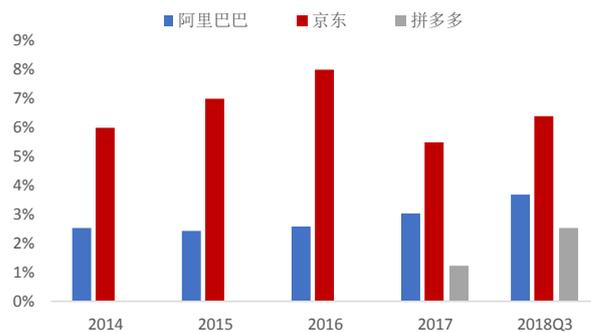
资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 31:电商企业货币化率



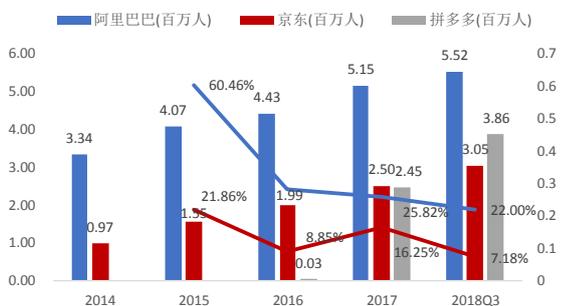
资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 32:中国电商企业 MAU



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 33:中国电商企业平均获客成本



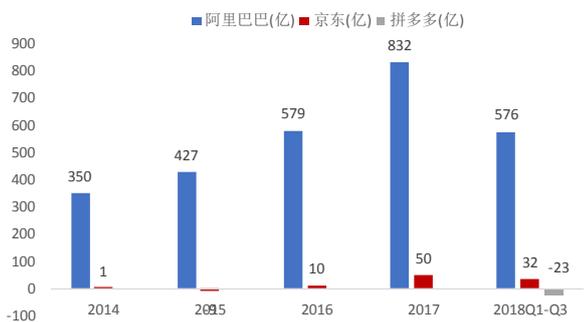
资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 34:中国电商企业 Non-GAAP 净利润

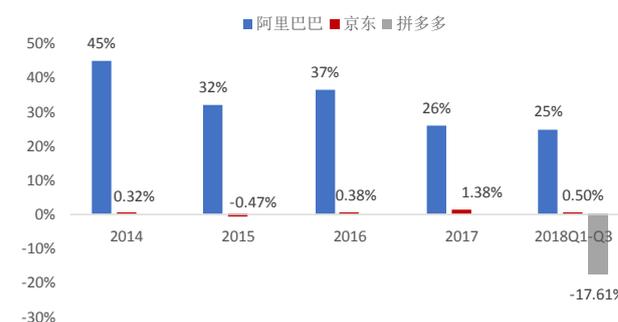


资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 35:电商企业净利率



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4. 电商未来将以用户为中心 细分赛道开启多样化模式创新

4.1 电商创新隐性动力——消费者需求变化

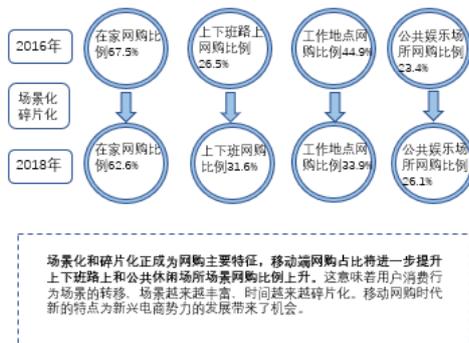
消费者需求变化是电商创新发展的牵引力。电商发展至今，我国消费者行为特征已转变为：需求个性化，购买社交化、口碑化、娱乐化及购买多品牌化，同时对商品质量、

服务、性价比的要求不断提高。相比于传统的“技术变革-生产变革-零售变革-顾客变化”B2C 模式，消费者主导的“技术变革-顾客变化-零售变革-生产变革 C2B 时代已经到来”。而消费者变化推动企业创新的核心动力，则是在流量红利消退的基础上，企业对更大市场利润的驱逐。

4.1.1 场景化和碎片化正成为网购主要特征

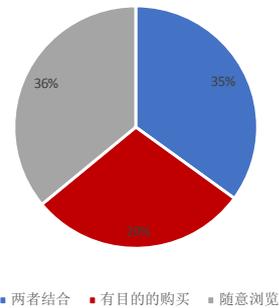
家庭和工作地点代表着完整的时间和固定 PC 网端，上下班路上和公共娱乐场所代表着碎片化的时间和移动网端。2017 年在家购物和在工作地点购物比例分别下降 4.9% 和 10.0%，而上下班路上和公共休闲娱乐场所占比分别上升 5.1% 和 2.7%，这意味着用户消费行为场景的转移，场景越来越丰富，时间越来越碎片化，这为新兴电商模式的发展带来了机会。

图 36:场景化碎片化成为用户购买趋势



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 37:电商购物方式碎片化



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.1.2 浏览式购物+短视频购物模式创新不断，内容电商正在崛起

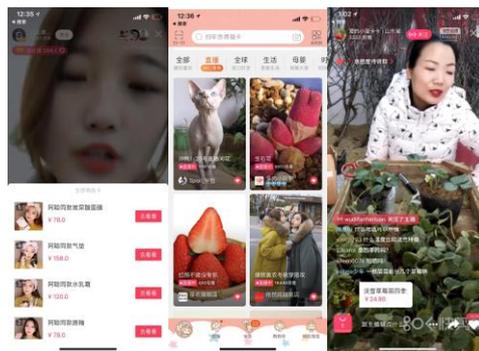
弱搜索重导购模式兴起，网红明星推荐带动电商“内容化”。传统电商使用的是关键词搜索与分类导航等“人找货”的找货方式，突出搜索框与类目分类导购。现阶段“以人为中心”的导购正在兴起，以拼多为例，弱化搜索框与类目分类导购，签约内容生产者，涵盖直播明星、网络红人、MCN 机构，以及广大的素人，组成多元化的内容生产矩阵和多个粉丝流量阵地，衍生出多领域营销场景，增加平台的用户黏性。

图 38:小红书电商及内容直播

图 39:抖音、淘宝电商直播



资料来源：公开资料 东兴证券研究所



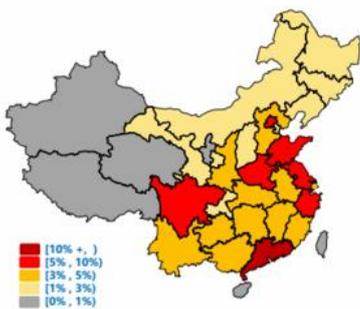
资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.1.3 移动电商用户集中于发达地区，农村及低线城市仍有大量发展空间

低线城市步入消费拐点，下沉空间尚待挖掘。根据极光大数据，电商用户三线以上城市占比略高于全体网民，现阶段头部平台因其仓储物流、及先发积累的于一二线城市的用户优势，在广东、江浙沪、京津冀等用户密集区优势明显，中西部地区及低线城市尚存发掘潜力，电商渗透率存在一定提升空间。

图 40: 天猫用户分布地图

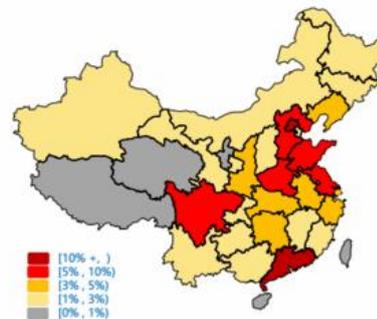
天猫用户分布地图
广东、华东和北京用户最爱天猫



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 41: 京东用户分布地图

京东用户分布地图
京粤领先，冀鲁豫川聚集明显



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.1.4 消费者年龄结构年轻化，两级市场可期

移动电商主力人群年轻用户占比高，两级市场潜力可期。从年龄上看使用移动电商购物的年轻用户较多，根据艾瑞咨询，2017年使用淘宝的用户年龄在30岁以下的占比73.4%。随着我国人口老龄化程度逐渐加深，未来65岁以上人群的消费市场也会随之不断扩大。同时421的家庭结构也决定了未来老年人市场空间巨大。另一方面，我

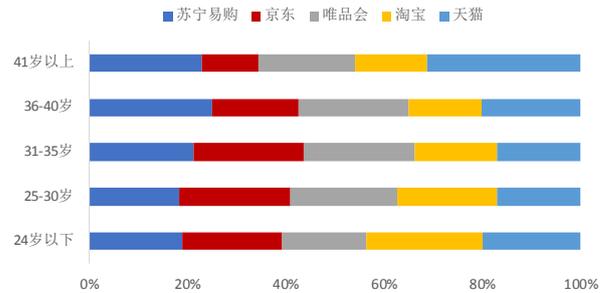
国已进入严重少子化阶段，随着年轻父母对于婴幼儿教育、健康的重视，我国婴幼儿市场未来潜力同样值得期待。

图 42:中国人口年龄结构变化



资料来源: 艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 43:2017 年综合电商平台年龄分布

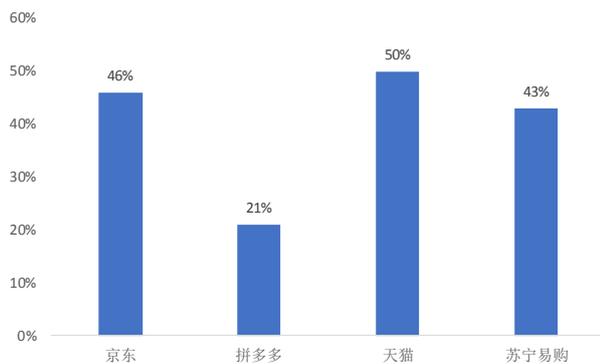


资料来源: 艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.1.5 电商行业仍有较大拓展空间向中低教育水平用户拓展

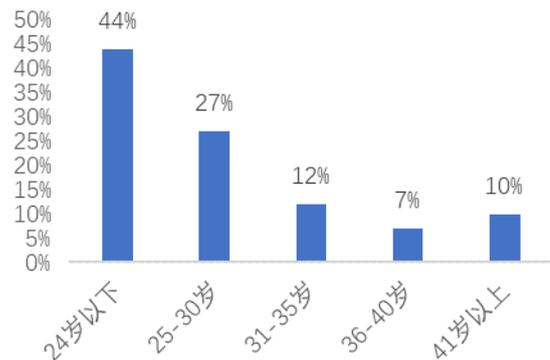
中国电商消费者多以 80、90 后为主，与年龄相匹配的是其受教育的程度，这一消费群体拥有良好的成长环境和教育条件，普遍学历水平较高。根据艾瑞咨询，2017 年在天猫、京东和苏宁的用户群中，大学本科以上学历占比超过 40%，两倍于网民的平均学历水平。拼多多用户中本科学历以上只占 24%，而其迅速崛起印证了该类用户强劲的线上购买需求，因此我们认为电商仍有较大空间向中低教育水平用户渗透。

图 44:2017 年电商行业用户本科学历以上人群占比



资料来源: 艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 45:2017 年中国移动电商用户年龄分布

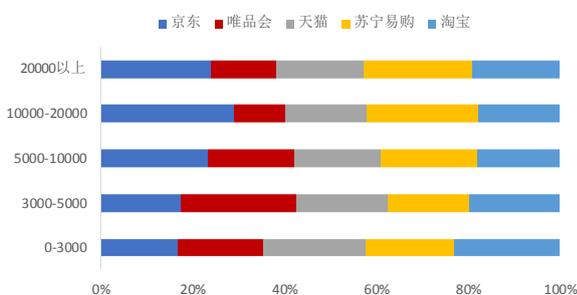


资料来源: 艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.1.6 高收入人群对品控追求将促进品质电商发展

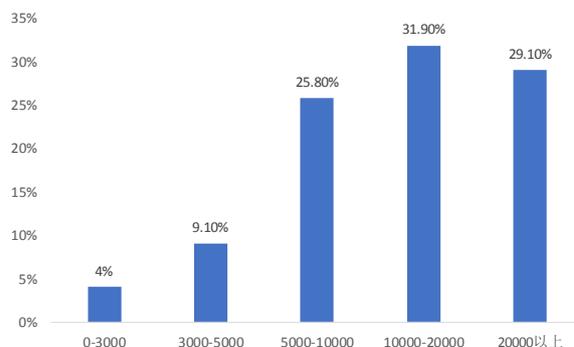
随着收入水平的提高，用户存在从普通的电商平台转移至品质电商平台的趋势。根据艾瑞咨询，从收入水平上看低收入人群更爱淘宝，高收入人群更爱京东。当人均收入达到 5000 美金，消费者会加大消费力度，相应对品质化的要求会持续提高。我国一二线城市人均收入基本在 5000 美金以上，三线城市人均可支配收入达到 5000 美金的城市正在不断增多，预期未来在品质电商该细分领域将会有更多的用户需求。

图 46:2017 年中国综合类移动电商平台用户月收入



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

图 47:2017 年中国电商用户收入分布



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.2 电商未来发展趋势

4.2.1 寡头垄断局面弱化，垂直领域成新趋势

我们可以从近年国内电商行业投融资情况分析出资本对于细分赛道的倾向及未来电商发展趋势，品质电商以及垂直细分领域将为其电商平台实现突围发展提供机会。

表 5：电商平台融资事件

受资方	时间	行业	投资金额	投资方
瑞幸咖啡	2018/12	B2C	2 亿美元	愉悦资本 / 新加坡政府投资公司 / 大钲资本 / 中金公司
考拉精选	2018/11	B2B	3 千万人民币	新高桥 / 银河系创投 / 拓德资本
易酒批	2018/9	B2C	2 亿人民币	源码资本 / 美团点评 / 腾讯产业共赢基金 / 光大控股
每日优鲜	2018/9	电商	4.5 亿美元	华兴新经济基金 / Sofina SA / 老虎基金 / 时代资本
松鼠拼拼	2018/7	电商	3 千万美元	高瓴资本 / IDG 资本 / 和玉资本

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.2.2 线上线下融合发展，开启新零售时代

2017 年被称为“新零售元年”。近年我国移动互联网用户增速逐年放缓，人口红利消失，线上获客成本攀升，电商空间收窄，线下渠道仍占全国快消品销售额的 74% 以上，电商平台盈利点向线下转移。阿里于 2016 年 10 月首次提出“新零售”概念，京东、永辉、百联、国美、宜家等零售巨头均以纷纷布局。

表 6：电商对新零售差异化解

企业	对新零售的理解
阿里巴巴	新零售是基于互联网的思维和科技，通过整合线上、线下和物流，全面改革和升级现有的社会零售，使商品生产、流通和服务过程更加高效
小米	新零售的本质是改善效率，通过产品升级，释放消费者购买需求
海尔电商	新零售是企业 and 用户体验融合，为消费者提供最佳的消费体验，实现定制化解决方案，颠覆现有制造体系
苏宁易购	心灵手下，物联网和会安慰结合，感知消费者，预判消费趋势、引导生产知道，提供多样化，个性化服务
京东	第四次零售革命下，基础设施实现智能化，写童话，实现成本效率和体验的升级

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

新零售的产生本质就是移动互联网、物联网和大数据等技术日益成熟的结果，未来，新零售实现“全场景、全客群、全数据、全渠道、全时段、全体验、全品类、全链路”的零售模式：

1) 全渠道经营和营销：线上线下打通，形成全渠道的经营模式，已经是整个零售业基本达成的共识。亚马逊收购全食超市，阿里入股商超等，都是较典型的全渠道思维。无论从技术端，还是从消费者需求端出发，全渠道成为新零售的一个“标配”。线下实体店方面，借助传感器融合、人脸识别、语音识别等技术，可实现智能导购、采集消费者行为数据、跟踪商品状态等应用。

2) 数据驱动制造：新零售时代，所有商品、用户和消费行为都将实现数字化，用户识别服务触达等也都将全部数字化。同时，大数据应用涵盖销售分析、库存分析、消费者行为分析、精准营销等内容，可有效提高零售企业运营活动的效率，如利用客流量、点击量等数据，研究消费习惯，实现精准营销等。

3) 场景化体验渗透产品和服务：企业产品将根据场景设计功能，强化用户体验。企业将通过大数据分析预知消费场景提升客户体验。通过消费者的大数据分析，企业可了解客户需求、预判客户使用场景，优化产品和服务。

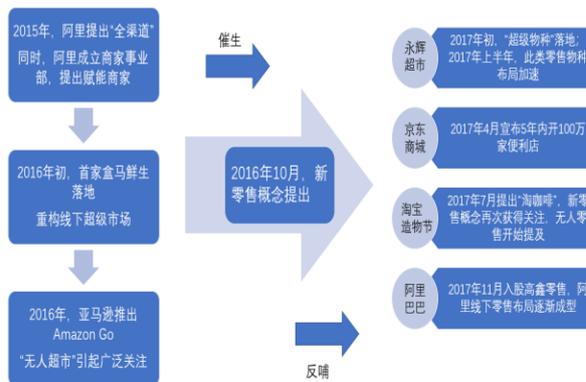
4) 社区成为流量主要入口：在场地租金攀升、企业利润下降的大环境下，门店越开越小已成为中国实体零售不可阻挡的发展趋势，便利店、精品超市、社区型购物中心等社区商业将成为零售企业寻求转型升级的重要方向。社区作为线下主要流量入口的作用将愈发重要。

图 48:新零售特征



资料来源：公开整理 东兴证券研究所

图 49:新零售发展趋势



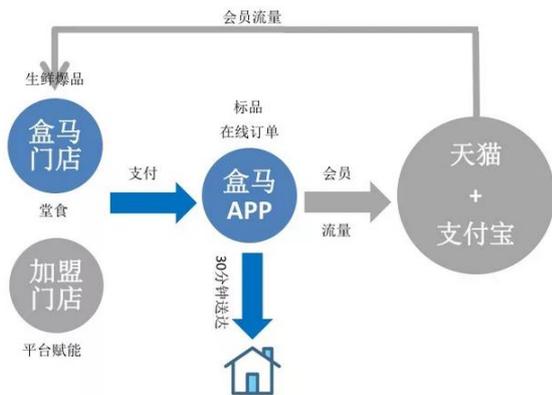
资料来源：公开整理 东兴证券研究所

4.2.2.1 盒马生鲜：阿里新零售探路者

盒马坪效超同行四倍，背后为数据和技术驱动其变革。盒马先生成立于2015年3月，2016年1月首个门店开业、APP上线，3月达到10万用户。2017年6月进入飞速发展阶段，主打“生鲜超市+餐饮”，借助线下吸引顾客，将线下门店顾客导入线上平台，同时将线上客户导入线下合作门店，截至2018年7月31日，盒马在全国拥有64家门店，分布在14个城市，服务超过1000万消费者。普遍来讲，盒马线上客单价为75元，运营1.5年以上的盒马生鲜门店，单店坪效超过5万元，中国零售卖场的坪效大约是1.5万元（盒马坪效为永辉的五倍，同行的3.7倍），单店日均销售额达到80万元，线上销售占比超过60%。远远超过传统超市。数据和技术是驱动零售变革的动力，盒马模式得到颜值后，未来将开设更多门店，推进线下覆盖。

图 50:中国网络购物市场格局

图 51:中国 B2C 平台市场规模



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

坪效计算方式	方式
--------	----

传统	坪效 = 线下总收入 ÷ 单店总面积
----	--------------------

盒马	坪效 = (线下总收入 + 线上总收入) ÷ 单店总面积
----	------------------------------

资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

盒马坪效高的原因为 1) 顶层设计线上线下一体化，线上总收入带动整体坪效增长。盒马线上美团的订单大于 5000 单时候，产生的规模效益便可以覆盖其基础运营成本。同时盒马门店的本质为流量收集器，交易的终点在线上。当交易导流至线上，则可突破传统坪效极限的制约。2) 地段优，盒马选址在人流量大处，3 公里内 30 分钟物流配送服务，将线下流量转换至线上。盒马开发了一整套系统，实现超市产品 30 分钟内快速配送。三公里半径大概能覆盖 28 平方公里面积，30 万家庭。盒马将这一范围内的人群，通过很好的用户体验，吸引至门店，从而转化为线上用户。将消费者在传统零售的周消费习惯提升至日销售。3) 让消费者先获益理念。通过人货场的重构，缩短供应链，拉低商品价格，消费者收益，增加用户粘性。

4.2.3 生鲜电商为电商下一抢夺堡垒

生鲜市场规模近万亿，但生鲜电商渗透率还相对很低，市场潜力仍然有待挖掘，同行之间竞争与巨头之间的对垒激烈。预计 2018 年市场规模将达 2000 多亿元，随着市场竞争的加剧，生鲜行业将会迎来洗牌期，一方面大量中小型生鲜电商企业或倒闭或被并购；另一方面阿里、京东等电商巨头入局，不断加码冷链物流和生鲜供应链投资，拥有全产业链资源和全渠道资源的企业将发挥优势。

表 7：生鲜电商融资事件

平台	时间	轮次	金额
壹号餐桌	2018/6	新一轮	1000 万元
有好生鲜	2018/5	天使轮	1000 万元
海之猫	2018/5	Pre-A	1000 万元
天马便利	2018.4	天使轮	500 万元

彩虹星球	2018.3.13	A	数千万
宋小菜	2018/1	B1	2.3 亿元
鲜世纪	2018/3	B	近亿元
食得鲜	2018/1	B	N/A

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

生鲜电商准入门槛高。生鲜对冷链仓储物流要求产生一般企业难以承受的高成本，导致了生鲜电商公司大量退场。除了阿里、京东等长期在物流基础设施上投入，建立完善的物流网络体系，能够为生鲜电商建立扎实的供应链，但对于资本有限或者刚起步的生鲜电商来说，扩大发展尤为困难。

在新零售的驱使下，今年生鲜电商发展增长强劲，纷纷布局生鲜线下零售实体店，大多分布在一二线城市，且都附带配送功能，可实现 3 公里内或者 30 分钟或者 1 小时内送达。从线下门店的布局时间看：盒马是最早开始布局线下门店的，其次是超级物种、苏鲜生、鲜食演义、7fresh、小象生鲜。从门店数目来看：盒马排在第一位共有 68 家。

表 8：生鲜零售发展情况

名称	隶属	布局	首店开业	店面积（平方）	门店数量	18 年开店	主要特点	共同点
盒马	阿里	一二线	2016/2	3500-10000	68 家	150 家	标注化、O2O、	实现
超级物种	永辉	一二线	2017/1	500	51 家	100 家	高端、新中产、年轻消费者、体验式	3 公里内
鲜食演义	步步高	三四线	2017/6	1000	18 家	50 家	精品超市、在店餐饮 +app 配送	或者 30
7fresh	京东	一二线	2018/1	4000	2 家	50 家	O2O、生鲜商超、边界支付	分钟或者
小象生鲜	美团	一二线	2018/5	2000-5000	4 家	20 家	生鲜+餐饮+电商配送、O2O、多元化	1 小时内
So fresh	苏宁易购	一二线	2017/4	2000	8	50	O2O 网红店、自营+联营、海外直采、个性化、	送达

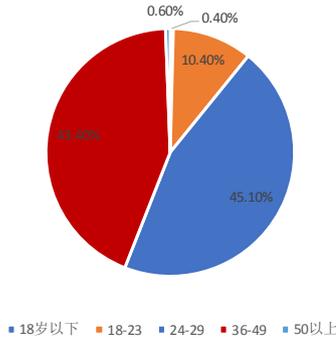
资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.2.4 社交电商之以物聚人向以人聚人转变

社交电商将突破万亿，行业增速迅猛。2017 年社交电商行业总体市场规模为 6835 亿元，预计 2018 年社交电商市场将突破万亿。作为新兴行业，社交电商市场正处于

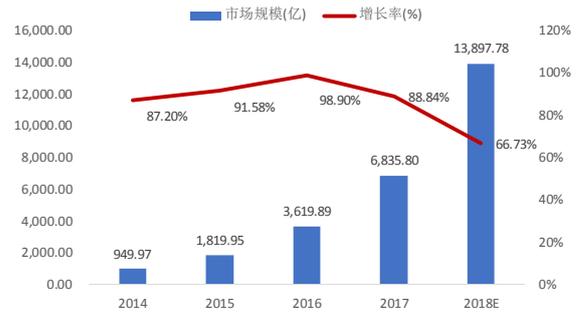
高速发展期，市场增速在 50%以上，未来市场增长速度将随基数的放大逐步下降，但绝对增长速度将依然领先于传统电子商务等其他商业领域。

图 52:2018H1 中国社交电商用户年龄分布



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 53:中国社交电商市场规模



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

社交电商领域受投融资市场青睐，融资事件频繁。传统电商平台是先有消费需求，然后消费者到电商平台上寻找想要购买的商品；而社交电商则是从社交入手，通过优质内容分享引导至交易。以云集、有赞、小红书等为代表的四种不同模式社交电商平台接连获得融资的行业级现象，一定程度上反映了资本对于社交电商模式的认可度提高，与社交媒体的嫁接正在成为电商平台的趋势。

图 54:平台型电商企业



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

表 9：2018H1 社交电商重要融资事件

平台	时间	类型	轮次	金额	投资方
云集	2018/4	精品会员电商平台	B	1.2 亿美元	鼎晖投资领投、华星新经济
有赞	2014/7	零售科技服务商	IPO 上市后	1.5 亿美元	腾讯
小红书	2018/6	海外购物分享社区	D	3 亿美元	阿里巴巴、金沙江创投、K11、腾讯、元生资本、天图投资、真格基金
礼物说	2018/4	礼物领域	C1	1 亿元	/
爱库存	2018/7	众包分销	B	5.8 亿元	君联资本、钟鼎创投

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.2.4.1 礼物说——借助微信平台社交基础，发力小程序端发展

礼物说借助微信平台社交基础，发力小程序端。礼物说成立与 2014 年，2018 年 4 月公司获 1 亿元 C 轮融资。送礼需求区别于其他电商平台单纯购物的消费情况，用户对商品质量要求较高，且用户价格敏感度相对较低，平台容易形成较高口碑及客单价。公司最大优势在于创新微信送礼的社交电商玩法。相较于其他平台，该模式利用强社交属性有效实现裂变传播。同时，礼物说社交电商运营模式基于小程序切入，借助微信发展带来良好的社交土壤挖掘大量潜在用户，相较其他社交电商产品其最大区别在于先进行社交后电商消费，具有强社交属性的运营模式能有效提高用户粘性和实现持续发展。

4.2.4.2 小红书——“社交+电商”模式杀出重围。

公司从生活分享的社交平台发展成“Instagram+亚马逊”超级平台。小红书 2013 年 7 月成立，现已有超 1 亿用户，其中女性用户占九成。小红书的电商业务逻辑就是通过用户在浏览达人分享的笔记和普通消费者浏览记录时，通过明星和网红效应叠加粉丝流量带货，使人产生购物欲望，随后在 APP 里产生购买转化，而用户购买之后又会产生新的内容。因此，小红书构成了“社交+电商”的生态闭环。

表 10：小红书历次融资

时间	轮次	资金	投资方
2013/10	天使轮	数百万人民币	真格基金
2015/6	B	1000 万美元	纪源资本、金沙江创投
2016/3	C	1 亿美元	腾讯投资、填土资本、Genesis 资本
2017/1	C+	99.4 万美金	真格基金
2018/5	D	3 亿美元	阿里巴巴、金沙江创投、腾讯投资、纪源资本、元生投资、天图资本、真格基金

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

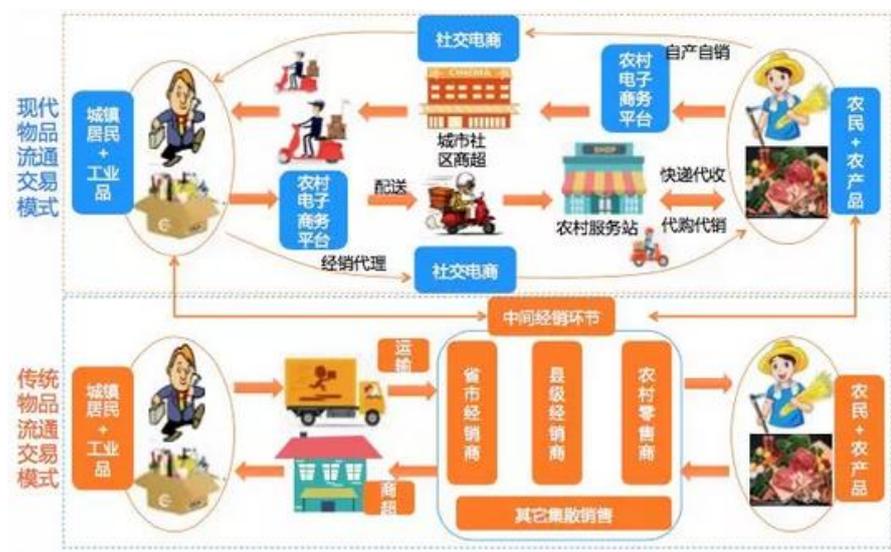
公司迅速发展背后离不开资本的推动。电商发家的阿里和社交崛起的腾讯都押中了小红书，看重的正是电商红海中，社交电商这股新鲜势力的崛起。有了资本的支持，公司通过联合赞助《偶像练习生》和《创造 101》等营销战略迅速增加了媒体曝光量。

4.2.5 农村电商下沉空间较大，头部流量纷纷布局

电商下沉空间巨大，预期增速将持续超过行业平均。2018 年预计我国农村电商市场规模将达到 8633 亿元，未来五年年均复合增长率约为 38.87%，2020 年我国农村电商市场规模将达到 1.6 万亿元。

农村电商弱化分销商层级，提高农产品销售及流通效率。以往农用物资到达农民手中，要经过县级经销商、农村零售商等层层经销商，中间流通环节多，经过层层加价后，农民获得农用物资成本较高，且质量难以保证。在农产品流通领域，以往农民要将生产的农产品卖出去，也要经过层层经销商，经销商会对农产品进行压价，流通也存在价格不透明的痛点。现在农村电商可以为农民提供直接的销售渠道，有助于农民以更高的价格将农产品卖出去。同时，农村电商覆盖的地域更广提升农产品的流通率。

图 55:物品流通交易模式



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

电商巨头纷纷布局，其他企业多处于前期融资阶段。国家近几年加大了对农村的政策支持，农村电商行业涌入大量企业，从企业融资方面看，大部分企业仍处于前期阶段。

表 11：农村电商融资事件

电商	时间	融资金额	电商	时间	融资金额
米小芽	2018/1	千万人民币	农分期	2018/4	千万人民币
快了 de 蛋	2018/1	千万人民币	鲜稻屋	2018/6	2000 万人民币
汇通达	2018/1	45 亿人民币	味 back	2018/6	数千万人民币
彩虹星球	2018/1	千万人民币	壹号餐桌	2018/6	1000 万人民币
干货宝	2018/3	百万人民币	云菜园	2018/8	数千万人民币

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.2.5.1 阿里淘宝村

阿里淘宝村由阿里总部自主经营，农村淘宝的每个县城合伙人是阿里自己人运营，县级不对外招商，主要盈利点在于代购商品的差价利润。目前农村淘宝已经覆盖 29 个省级行政区域，超过 700 个县，近 3 万个天猫优品服务站，近 6 万个村小儿和淘帮手。未来三年，天猫优品服务站将覆盖 1000 个县，15 万左右的农村。

图 56:阿里淘宝村模式



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 57:阿里淘宝村数量



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.2.6 品质电商发展较早，竞争加剧

品质电商的兴起，离不开人——消费升级；货——产能过剩+中国制造崛起、场——电商流量困境和平台差异化发展需求三个要素。

品质电商发展较早，入局玩家不断增多。2012年4月上线优选电商当当优品，2014年1月上线C2M电商必要商城，2016年4月上线自营家居生活品牌网易严选，2017年4月上线精品电商米家有品，2017年5月上线品质电商淘宝心选，2017年6月上线ODM电商兔头妈妈甄选，2018年1月上线京东京造。

图 58:中国品质电商


资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 59:主流品质电商平台热度排行

梯队	电商
第一梯队	网易严选
第二梯队	小米有品、京东京造、淘宝心选
第三梯队	必要商城、兔头妈妈甄选、苏宁极物

资料来源：百度指数 东兴证券研究所

目前市场上主流的品质电商平台划分为三级梯队。第一梯队：网易严选；第二梯队：小米有品、京东京造、淘宝心选；第三梯队：必要商城、兔头妈妈甄选、苏宁极物。网易严选之所以能成为品质电商的领头羊，一方面是因为模式创新、占位早（新的市场在用户教育阶段抢占先机尤为重要），另一方面是背靠网易，获得品牌背书、受到资金流量层面的支持。

品质电商发展现状：1) 入围玩家增多，竞争加剧。网易严选、淘宝心选、京东京造等这些模式从实质上来看，共同点是去品牌化、功能性为主、性价比高。目标客户都是重视生活品质、注重购买效率的新中产阶级，但随着更多玩家入围，品质电商的同质化竞争加剧。2) 把握商品多 sku 与“精选商品”之间的平衡点。品质电商通过“精选”商品来提高购买效率，与淘宝不同，进入品质电商的产品加入了优质厂商和平台的双重背书，消费者的期待更高，因此品质电商需要掌握好“精选”的度，商品太少不能满足消费者需求，太多则加大选择难度。3) 现阶段的核心是匠心和创新。品质电商的发展轨迹，是从纯 CCM 模式到珠江加入设计成分的一个过程。现阶段，做好品质电商的核心是匠心和创新，以匠心打造产品，以与其他平台产生差异化竞争。

表 12：品质电商排名

上线时间	平台	搜索排行	排名	模式	SPU/SKU
2016/4	网易严选	5788	1	自营	1 万+SKU
2017/4	小米有品	2246	2	平台+投资	2700+SKU
2014/1	必要商品	1295	3	C2B2M	Na
2017/5	淘宝心选	444	4	C2M	3000+SKU
2018/1	京东京品	302	5	ODM	400SPU

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

4.2.6.1 网易严选——品质电商先行者

网易严选诞生于 2016 年 4 月，是网易自营生活类电商品牌，以“好的生活、没那么贵”为品牌理念，通过直连制造商与消费者，提出品牌溢价和中间环节，致力于为国人甄选高品质、高性价比的优品。网易严选最早走精品电商路线，从家具这一非标品类切入电商市场，聚焦年轻人追求高性价比的品质生活理念，并利用自家门户类网站对严选进行宣传造势。成立两年，网络严选凭借众多创新性核心价值，形成了独特的“严选模式”。

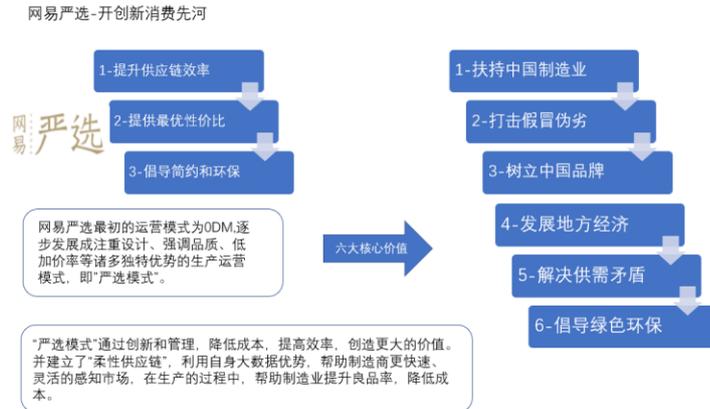
表 13：网易严选发展历程

时间	事件
2016/4	网易严选正式上线，截至 5 月底注册用户 1200 万，月流水 3000 万
2016/6	首次参加电商 618 大促，退出“三件生活美学概念”，深受好评，流水翻了 20 倍
2016/7	严选与福建茶业达成战略合作，正本清源为严选用户直供品质好茶
2017/8	网易严选和亚朵在杭州宣布退出亚朵+网易严选酒店，这是国内首家实现“所用即所购”的场景电商酒店
2017/10	为了提升送达时效，网易严选新建武汉、无锡仓储物流系统，并正式宣传全面投入使用，健全全国物流仓储体系
2017/11	丁磊受邀出席 2017 两岸企业家紫金峰会，首次提出“新消费”概念，详细叙述严选模式
2018/9	网易严选位于浙江省衢州市西区的全国客户服务运营中心正式投入

资料来源：公开资料 东兴证券研究所

网易严选商业模式总结为 1) 自主品牌。所有商品采用“网易严选”品牌，由网易严选自主负责销售、物流配送、售后等服务。**2) 自营商品。**网易严选团队通过挖掘优秀制造商，从产品源头入手，深入各个原材料的核心产区，从原料、生产、质检、销售到售后等各个环节，直连工厂、提出层层溢价。**3) 自主设计。**网易严选拥有近百名专业设计师团队，与 100 余家优秀设计公司合作，吸引丹麦、意大利、日本、韩国躲过设计师。**2018 年 4 月推出“创新开放平台”，**广泛整合全球设计、制造、教育资源，致力于消费升级下生活类原创商品的挖掘和孵化。**4) 大数据优势。**严选模式通过创新和管理，建立了“柔性供应链”充分利用自身大数据优势，帮助制造商更快速、灵活得感知市场，在生产的过程当中，帮助制造业提升良品率，降低成本。

图 60:网易严选模式



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

4.2.6.2 小米有品——生态链旗下的极致性价比产物

2017年4月,小米正式线上,小米有品主打“爆品”模式,销售包括小米、米家以及生态链产品等在内的超过6000种sku,涉及家居、出行、电子、娱乐、服饰、运动及个人护理等15大类目。

小米有品商城产品特点如下: 1) **高性价比+少SKU**。高性价比战略,价格低于竞品,延续“爆品”思维,将小米“极致性价比”衍生到生活家居领域。2) **自有品牌+三方品牌**。米家商品主要来源于小米、米家品牌及小米生态链中的自由品牌产品,同时引入优质的经过严格审核的三方品牌。3) **颜值高**:米家有品上风格统一,颜值要求高。4) **科技感**:米家上的产品除了智能数码产品之外,家居产品也使用最新科技和材质,追求极致用户体验。

相比网易严选,公司竞争优势为: 1) **选品团队源自生态链,经营丰富,产品经理出生,易出爆品**。有品负责商品开发的核心团队来源于米家生态链的产品经理,可以更好地充当用户需求和供应链生产之间的桥梁。2) **平台模式**,小米承担的责任风险相对较低,运营成本、库存成本相对低廉。3) **用户:有品用户中米粉比例较高**,有一定的品牌忠诚度,自带流量且复购率较高。4) **小米商城及米家厂商中的自有产品能为米家有品进行倒流**。实现流量互助。

5. 部分重点公司介绍

5.1 阿里巴巴 (BABA.N)

核心业务盈利能力强劲,持续输血新兴战略业务。2018Q3GMV同比增长30%,核心业务收入725亿元,同比增长56%,营收占比85%;云业务,数娱,创新业务营收同比分别增长90%,24%,13%,合计营收占比15%。核心业务调整后EBITA

达 298 亿元，同比增长 13%，占调整后总 EBITA 的 129%。虽然新业务处于亏损阶段，但核心业务现金流强劲，能够持续输血 Lazada、新零售、饿了么、菜鸟等战略业务的扩展。其中云业务 2018Q3 营收增速达 90%，公司云计算收入将继续保持高速增长，待战略业务竞争环境趋于稳定后，公司总体利润率将得到提升。

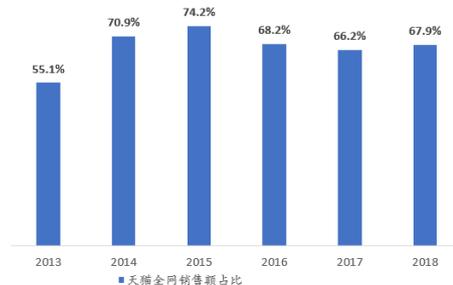
行业马太效应显著，公司头部优势将持续稳固。2018 年天猫双十一 GMV2135 亿元，全网占比达到 68%；YOY27%，增速虽有所放缓，但仍领先全网 GMV 增速。我们认为未来公司行业领先优势将得到更为充分发挥。

图 61:天猫双十一 GMV 及增长率



资料来源：电子商务研究中心 东兴证券研究所

图 62:天猫双十一 GMV 全网占比



资料来源：艾瑞咨询 东兴证券研究所

渠道下沉效果明显，用户覆盖持续拓展，平台吸引力有望进一步提升。2018Q3 天猫活跃买家数达 6.0 亿，同比增长 23%，比上一季度净增 0.3 亿。淘宝移动用户也继续保持强势增长，同比增长 21.3%，比上一季度净增 0.3 亿。其中 75% 增长用户来自低线城市，可见阿里的渠道下沉战略正在得到回报，用户覆盖持续拓展，MAU 的稳健提升进一步提升平台对优质商家的吸引力和 GMV 的增长。

公司多措施提升用户及商家粘性，货币化率尚存一定提升潜力。阿里正加速手淘的内容化，通过双创直播，头条，有好货，微淘等栏目，使网购走向内容化和社交化，23.6% 的用户单日停留时间超过 30 分钟，远超过京东，苏宁等购物 APP。而平台高用户黏性为广告宣传提供更多的机会。同时，阿里正通过阿里妈妈平台为客户提供全方位的营销服务，阿里妈妈推出“天合计划”，基于阿里系的数据资源，协助其进行运营，管理和洞察消费者趋势，进行品牌的全面推广。与国外电商平台对比，亚马逊的货币化率为 20%，eBay 货币化率为 12%，而阿里巴巴货币化率仅为 4% 左右，尚存明显差距，随着新内容体系，新营销体系的建立，阿里的长期货币化率提升潜力巨大。

表 14：阿里巴巴盈利一致预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
----	-------	-------	-------	-------	-------

营业收入(百万人民币)	158273	250266	383814	523222	687899
增长率 (%)		58.12%	53.36%	36.32%	31.47%
净利润(百万人民币)	43675	63985	60860	87662	121823
增长率 (%)		46.75%	-4.88%	44.04%	38.97%
每股收益(元)	16.97	24.51	23.43	33.67	46.7
PE	52.66	45.62	43.63	30.29	21.8

资料来源：公司财报，东兴证券研究所预测

5.2 拼多多 (PDD.O)

电商业务进入快车道，活跃用户已超京东。截止 2018Q3 的 12 个月期间，平台 GMV 达 3948 元，同比增长 386%；营收 34 亿元，同比增长 679%，年度活跃卖家高达 3.86 亿，已显著超越京东 (3.05 亿)，仅次于阿里 (6.01 亿)。得益于在线营销服务业务收入的迅速增长，2018Q3 营业收入 RMB34 亿元，YoY 679%，其中线上营销服务收入 30 亿元，YoY 927%。

ASP 有与头部平台相比存巨大提升空间。2018Q3 公司用户平均年度消费达 894 元，环比增长 17%，京东为 5130 元，阿里为 8854 元。目前公司已上线品牌馆及电器城，已有 500 余家国内外知名品牌入驻，客单价存巨大提升空间。日订单数量已超过京东，有了订单数量的基础，客单价的提升将对 GMV 产生极大的提振作用。

商业模式决定其获客成本较低，提前布局低线城市，未来增量用户空间广阔。公司背靠腾讯的流量入口，采用社交裂变的方式，大幅降低获客成本，2018Q3 每新增活跃用户获客成本 77 元，为竞争对手获客成本的三分之一，随着行业获客成本的持续增加，公司极具竞争优势。同时，拼多多提早布局低线城镇，在三四线城市及以下区域用户比例高达 68%，比其他综合电商高出 13pct，为电商下沉的最大受益者。这部分人群基数大，随着中国电商消费者持续分层，公司未来存较大获客空间。

表 15：拼多多盈利一致预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万人民币)	504	1,744	12,067	25,741	43,122
增长率 (%)	--	245	591	113	67
净利润(百万)	-322	-498	-8,611	-681	7,184
增长率 (%)	--	-79	-1,626	92	1,154
每股收益(元)	-0.18	-0.28	-1.94	-0.15	1.62
PE	--	--	-25.07	-316.81	30.05

资料来源：公司财报，东兴证券研究所预测

5.3 京东 (JD.O)

GMV 增速稳定，具明显体量优势；Q1Q3 净利润为正成常态。2018Q3 公司 GMV 为 3948 亿元，同比增加 30%，其中第三方平台 GMV 同比增长超过 40%。2018Q3 营收 1048 亿元，同比增长 25%。Non-GAAP 净利润为 11.8 亿元，京东在非促销旺季的一季度和三季度实现稳健利润已成为常态，未来盈利性将得持续释放。

单用户年度消费额持续增长，叠加付费会员制度提升平台粘性。2018Q3 公司年度活跃用户出现环比负增长，较上一季度的 3.14 亿下降至 3.05 亿；然而公司平台高收入人群占比较多，ASP 仍继续保持增长趋势，环比增长 9.3% 达 5130 元。同时公司从 2015 年 10 月推出 plus 会员以来，2018Q3 会员达 1000 万人，续费率达 80%。会员制度的推出将持续提高平台的用户粘性，为公司未来 GMV 的持续增长提供动力。

电商领域物流网络优势显著，后续盈利将进入收获期。公司在全国运营超过 550 个大型仓库，总面积约为 1190 万平方米，得益于其智能供应链的发展，公司在供应链上的规模效应和管理能力优势正在逐步凸显，京东商城的经营利润率从 15 年 0.1% 持续提升至 2018Q3 的 2.2%。公司借助其物流网络优势，正逐步渗透低线市场，拼购、小程序等去中心化的业务模式有望吸引更多低线和女性用户。随着线上线下渗透率的进一步提升，京东凭借其物流优势，其盈利能力将进入收获期。

表 16：京东盈利一致预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万)	260,121	362,331	459,406	548,373	643,212
增长率(%)	43.50	40.28	26.79	19.37	17.29
净利润(百万)	-3,806	-152	1,000	744	3,329
增长率(%)	58.20	96.00	756.98	-25.60	347.33
每股收益(元)	-1.36	-0.05	0.35	0.26	1.15
PE	-65.85	-2,531.19	232.21	312.09	69.77

资料来源：公司财报，东兴证券研究所预测

6. 海外电商上市公司列表

中国电商 A 股、港股、美股共计 48 家上市公司。其中 35 家于香港和美国上市，占总数的 73%。

表 17：海外电商上市公司

	公司名称	股票代码	上市交易所	市值(亿人民币)	营收 2017(百万)	PE 目前
B2B	卓尔智联	02098.HK	港交所	424	22255	16.3
	慧聪集团	02280.HK	港交所	43	1958	12.0
	科通芯城	00400.HK	港交所	36	9616	12.8
B2C	阿里巴巴	BABA.N	纽交所	27179	250266	45.7
	京东	JD.O	纳斯达克	2168	362332	156.7
	拼多多	PDD.O	纳斯达克	2159	1744	亏损

	小米集团	01810.HK	港交所	2065	114625	亏损
	唯品会	VIPS.N	纽交所	323	72912	15.5
	宝尊电商	BZUN.O	纳斯达克	127	4149	56.6
	国美零售	00493.HK	港交所	125	73052	亏损
	蘑菇街	MOGU.N	纽交所	122	973	亏损
	宝宝树集团	01761.HK	港交所	93	730	亏损
	优信	UXIN.O	纳斯达克	71	1951	亏损
	有赞	08083.HK	港交所	64	208	亏损
	1 药网	YI.O	纳斯达克	49	959	亏损
	微盟集团	02013.HK	港交所	49	534	亏损
	团车网	TC.O	纳斯达克	35	281	亏损
	寺库	SECO.O	纳斯达克	30	3740	20.0
	聚美优品	JMEI.N	纽交所	22	5817	4.1
	兰亭集势	LITB.N	纽交所	4	2173	亏损
	新维国际	08086.HK	港交所	3	281	亏损
O2O	美团点评-W	03690.HK	港交所	2070	33928	亏损
	携程	CTRPO	纳斯达克	1162	26780	69.1
	阿里健康	00241.HK	港交所	713	2443	亏损
	58 同城	WUBA.N	纽交所	607	10069	53.3
	平安好医生	01833.HK	港交所	332	1868	亏损
	阿里影业	01060.HK	港交所	289	2373	亏损
	前程无忧	JOBS.O	纳斯达克	287	2849	41.5
	同程艺龙	00780.HK	港交所	252	2529	25.8
	搜房网	SFUN.N	纽交所	52	3019	亏损
	一嗨租车	EHIC.N	纽交所	47	2740	43.0
	途牛	TOUR.O	纳斯达克	41	2192	亏损
	齐屹科技	01739.HK	港交所	41	479	亏损
	乐居	LEJU.N	纽交所	15	2463	亏损
	无忧英语	COE.N	纽交所	10	848	亏损

1.25 日美元兑人民币汇率 6.7640, 港元兑人民币 0.8593 资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究

分析师简介

分析师：谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。