

电商行业深度研究报告

2019年新格局与新趋势:从两强相争到一超多强;从线上平台到线下供应链巨头

推荐(维持)

- 电商行业两个核心的驱动因素依旧强劲:渗透率驱动 GMV 增长,货币化率驱动收入增长。第一,行业宏观来看,社零总额和电商渗透率双提升,驱动电商 GMV 增长。电商渗透率为网上零售额除以社会总消费额,网上零售额的增速大于社会总消费额的增速,驱动电商渗透率在提升。网上零售额的统计口径包括两种:1、各品类零售额加总;2、活跃买家数×客单价×平均年下单次数,从两种口径上分析,皆有增长空间,只是增长弹性不同。第二,大数据应用与技术革新驱动下创新的商业模式使得国内电商在货币化率方面还有很大的发展空间,未来的利润料将持续增长。
- 从“流量、仓储物流、支付、数字技术”四大电商核心壁垒搭建我们的国内电商研究基本框架。1、流量为电商平台最大的护城河,流量攻防战的本质是消费与娱乐经营观念的转变。2、物流与仓储是决定电商资产“轻”还是“重”的关键性因素,也是电商的核心壁垒。目前国内电商两种核心物流仓储模式:以阿里巴巴菜鸟为代表的“自建仓储+第三方物流配送合作”的方式,以京东自营仓储与覆盖全国的物流体系。3、支付是决定电商闭环的下限,由支付衍生出的金融业务是各个电商布局的重要据点。自建支付平台为各家巨头的重要战略方向。4、技术尤其是数据驱动中台的发展决定了电商的上限。
- 依据我们的电商研究基本框架,我们判断,国内电商将从两强相争向一超多强格局发展。过去五年阿里巴巴与京东凭借 C2C 与 B2C 的不同发展战略,一直把持着电商两强。但是随着流量逻辑、支付系统以及技术驱动的改变,两强相争的格局被进一步打破,拼多多等社交电商平台借助社交平台中的低成本流量快速扩张,快手、抖音等直播电商依靠消费与娱乐带来的流量粘性不断探索新的流量-电商导流的模式。小米有品、美团等电商依靠对供应链的整合进一步入局。细分赛道为电商企业未来争夺焦点。未来格局以阿里巴巴为代表数字经济体超级平台+各细分赛道领先的多强平台。
- 为了进一步探讨中国电商未来可能的发展模式,我们将中美电商发展历史与格局进行了对比。1、从发展环境来看,中国电商具有后发优势,起家时互联网发达程度远超传统零售商;2、从竞争格局来看,中国电商竞争格局由流量互联网巨头把持,而美国线下零售巨头仍占主流,为线上与线下零售巨头战争;3、从护城河来看,中国电商注重全渠道的扩展和线下的整合。因此,我们判断,中国电商巨头的发展趋势是向线下供应链延伸,从需求大,渗透率低的餐饮生鲜入口,整合线上线下行业供应链。预计 2019 年会出现电商主导的生鲜食品供应链的整合,未来供应链巨头料将会在电商中产生。
- 风险提示:宏观经济下行,电商法等政策监管风险。

华创证券研究所

证券分析师:耿琛

电话:0755-82755859

邮箱:gengchen@hcyjs.com

执业编号:S0360517100004

行业基本数据

A 股股票家数(只)	25
总市值(亿 RMB)	2357
流通市值(亿 RMB)	1226
流通市值占比%	52%
港股股票家数(只)	12
总市值(亿 HKD)	988
流通市值(亿 HKD)	988
流通市值占比%	100%
港股通股票家数(只)	7
总市值(亿 HKD)	711
流通市值(亿 HKD)	711

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	2.52	4.33	-15.77
相对表现	-8.38	3.46	-1.53



相关研究报告

《互联网下半场生存指南系列之一:从 Square 的崛起看中国移动互联网 B 端服务市场》

2018-11-15

目 录

一、电商行业两个核心的驱动因素依旧强劲：渗透率驱动 GMV 增长，货币化率驱动收入增长	6
（一）行业宏观来看，社零总额和电商渗透率双提升，驱动电商 GMV 增长	6
（二）GMV 和变现率的提升，驱动电商收入持续增长	9
二、从“流量、仓储物流、支付、数字技术”核心四大壁垒复盘电商巨头历史，预判未来	12
（一）流量为电商最核心驱动，流量攻防战的本质是消费与娱乐经营观念的转变	12
（二）物流与仓储——电商效率的轮子	17
（三）支付决定了电商的闭环下限	18
（四）技术尤其是数据驱动中台的发展决定了电商的上限	21
三、中国电商格局——从两强相争到一超多强	22
（一）阿里巴巴——始于电商而成于平台	22
（二）京东——B2C 的互联网化零售业本质	26
（三）拼多多——单用户 ARPU 值的提升是核心指标	29
四、中美电商发展历史与格局对比，中国互联网及零售行业的发展天时地利孕育电商巨头，并有望重塑线上线 下供应链	34
（一）中国电商具有后发优势，互联网发达程度远超传统零售商	34
（二）中国电商竞争格局由流量互联网巨头把持，美国为典型线上与线下零售巨头战争	35
（三）中国电商注重全渠道拓展，美国电商地推能力较弱	38
（四）中国电商未来的争夺：生鲜食品线下供应链	39
五、风险提示：宏观经济下行，电商法等政策监管风险	44

图表目录

图表 1	社会消费品零售总额增长率和 GDP 增速.....	6
图表 2	2018 年度网上零售额.....	6
图表 3	近年来实物网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提升.....	6
图表 4	吃穿用网上商品零售额累计同比.....	7
图表 5	网民规模及互联网普及率.....	7
图表 6	网民每周上网时长.....	7
图表 7	2017 年-2018 年人均使用时长（单位：分钟）.....	8
图表 8	2018 年 9 月中国互联网二级细分热门行业总使用时长占比变化.....	8
图表 9	阿里巴巴移动月活跃用户数.....	8
图表 10	影响客单价的因素.....	9
图表 11	2017 年 B2C 各品类网上销售渗透率.....	9
图表 12	电商行业移动端货币化率走势图.....	10
图表 13	阿里巴巴中国零售业收入拆分（百万元人民币）：广告和佣金始终是电商平台的核心收入来源.....	10
图表 14	阿里巴巴广告收入及增长率走势图.....	11
图表 15	拼多多广告及佣金收入随总收入呈增长趋势.....	11
图表 16	不同电商平台对各品类商品收取的佣金率.....	12
图表 17	B2B 电商平台模块.....	12
图表 18	阿里活跃买家数（百万人）.....	13
图表 19	今年来淘宝 GMV 与天猫 GMV（百万元）.....	13
图表 20	阿里构建全球生态模式.....	14
图表 21	京东季度活跃买家数和新增活跃买家数（百万人）.....	14
图表 22	蘑菇街移动 APP 活跃用户数（万人）.....	15
图表 23	美丽说移动 APP 活跃用户数（万人）.....	15
图表 24	拼多多季度活跃买家数和新增活跃买家数（百万人）.....	15
图表 25	微博月均活跃用户数（百万人）.....	16
图表 26	快手月均活跃用户数（百万人）.....	16
图表 27	阿里巴巴物流体系.....	17
图表 28	京东自建物流体系进程.....	18
图表 29	京东派货流程.....	18
图表 30	拼多多基本运营模式.....	18
图表 31	第三方支付市场竞争格局.....	19
图表 32	蚂蚁金服五大业务板块.....	19
图表 33	京东与银联合作双赢模式.....	20

图表 34	财付通第三方移动支付市场份额.....	20
图表 35	财付通第三方互联网支付市场份额.....	20
图表 36	拼多多支持的支付方式.....	21
图表 37	阿里 2015-2017 财年研发费用 (亿元)	21
图表 38	京东 2014-2016 年研发费用 (亿元)	21
图表 39	阿里业务结构图.....	22
图表 40	阿里、淘宝、天猫 GMV.....	22
图表 41	2018 年中国电商市场份额 (%)	22
图表 42	阿里活跃买家数.....	23
图表 43	阿里营业成本走势图.....	23
图表 44	阿里巴巴毛利率和净利率走势图 (%)	24
图表 45	淘宝、天猫主要盈利模式.....	24
图表 46	天猫 GMV (百万元)	25
图表 47	BAT 营收及广告收入.....	25
图表 48	阿里巴巴广告营收走势图.....	25
图表 49	京东 GMV 及增速.....	26
图表 50	京东品类丰富度比较.....	26
图表 51	京东 PLUS 会员所享权益	27
图表 52	京东物流体系发展进程.....	27
图表 53	京东数字科技旗下五大子品牌.....	28
图表 54	京东数知行业解决方案.....	28
图表 55	拼多多拼团流程.....	29
图表 56	拼多多、淘宝、京东 APP 与微信小程序对比.....	29
图表 57	拼多多获客成本.....	29
图表 58	拼多多年化活跃买家数及增长率.....	30
图表 59	拼多多获客成本.....	30
图表 60	国内主要电商用户地域分布.....	31
图表 61	拼多多购物流程示意图.....	32
图表 62	拼多多与淘宝不支持 7 天无理由退货类目.....	32
图表 63	拼多多支持支付方式.....	33
图表 64	拼多多培育淘宝系、京东系以外的增量用户	33
图表 65	拼多多活跃买家平均消费额 (元) 及环比增长.....	34
图表 66	阿里、京东、拼多多 ARPU (元/人) 及增速	34
图表 67	中国网民规模及互联网普及率.....	34

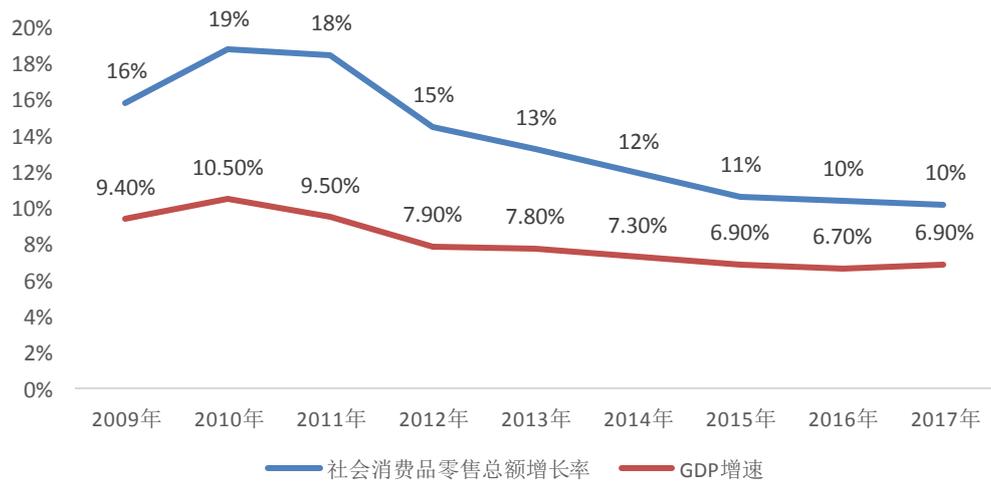
图表 68	2017 年几个主要国家的人口及互联网普及率.....	34
图表 69	中国互联网接入程度远超过传统零售商的覆盖范围.....	35
图表 70	2013-2018Q1 社消零售总额及电商渗透率.....	35
图表 71	美国电子商务长尾特征比较明显.....	35
图表 72	中国电子商务表现为长尾加价格.....	35
图表 73	2012 - 2017 年美国电子商务销售所占市场份额.....	36
图表 74	2017 美国前十零售商 (百万美元).....	37
图表 75	2017 中国前十零售商 (百万元).....	37
图表 76	2017 年中国电商市场份额分布.....	37
图表 77	国内电商用户及市场规模发展趋势.....	38
图表 78	阿里与腾讯的新零售布局.....	38
图表 79	美团员工种类分布情况.....	39
图表 80	亚马逊自建配送点对美国人口的覆盖.....	39
图表 81	中美两国食品饮料在零售市场的份额.....	40
图表 82	中国生鲜市场销售规模及增长率.....	40
图表 83	中国生鲜销售渠道分布.....	41
图表 84	国内外生鲜超市销售渠道占比.....	41
图表 85	传统农贸模式和生鲜超市模式对比.....	41
图表 86	Sysco 营业收入及同比情况.....	42
图表 87	Sysco 毛利及毛利率.....	42
图表 88	中国餐饮供应链企业规模普遍较小.....	42
图表 89	中国生鲜电商市场交易规模及年增长率.....	43
图表 90	阿里供应链能力.....	43
图表 91	盒马 app 活跃用户规模.....	44

一、电商行业两个核心的驱动因素依旧强劲：渗透率驱动 GMV 增长，货币化率驱动收入增长

（一）行业宏观来看，社零总额和电商渗透率双提升，驱动电商 GMV 增长

社零总额保持 9% 以上增速持续增长，且持续超过 GDP 增速。从 2010 年到 2017 年，虽然社零总额增长率在不断下降，但社零总额增长率一直高于 GDP 增速，未来预计社零总额增长率将持续超过 GDP 增速，为电商行业的发展创造经济宏观背景支撑。

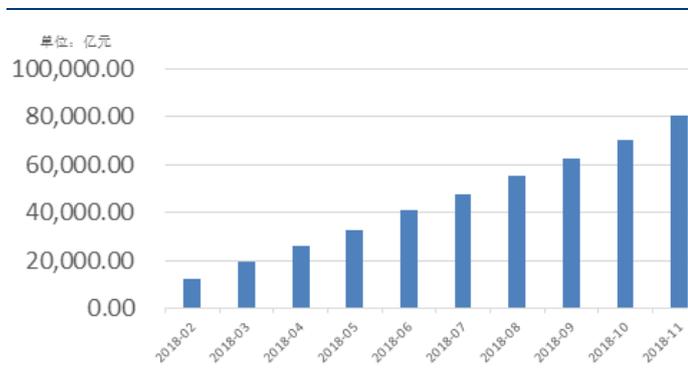
图表 1 社会消费品零售总额增长率和 GDP 增速



资料来源：国家统计局，华创证券

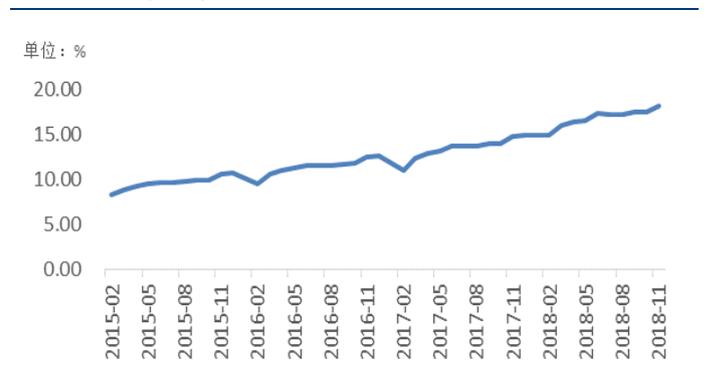
电商渗透率为网上零售额除以社会总消费额，网上零售额的增速大于社会总消费额的增速，驱动电商渗透率在提升。根据商务部数据显示，2017 年年我国网上零售额为 71751 亿元，2018 年 2 月至 11 月网上零售额为 447952 亿元，一方面，网上零售产品的种类不断丰富，渠道不断健全，模式不断创新，使得年度网上零售额增幅不断扩大；另一方面，实物网上零售占社会商品零售总额的比重不断上升，网上销售的竞争力进一步凸显，更深层次的发挥消费在经济增长中的作用。

图表 2 2018 年度网上零售额



资料来源：wind，华创证券

图表 3 近年来实物网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提升



资料来源：wind，华创证券

网上零售额的统计口径包括两种：1、各品类零售额加总；2、活跃买家数 × 客单价 × 平均年下单次数，从两种口径上分析，皆有增长空间，只是增长弹性不同。

1、从品类零售额角度分析

不同品类的商品线上渗透率天然不同，服装、3C、个人护理已经达到较高的渗透率，而重度依赖线下的生鲜、餐饮等渗透率尚低。对比中美零售的市场格局，食品饮料在中国零售市场的渗透率显著高于美国，约等于美国的一倍，而目前食品、生鲜渗透率较低，主要源于中国供应链的复杂和冗余，随着电商对供应链的整合完成，渗透率有望实现较大的提升。

图表 4 吃穿用网上商品零售额累计同比



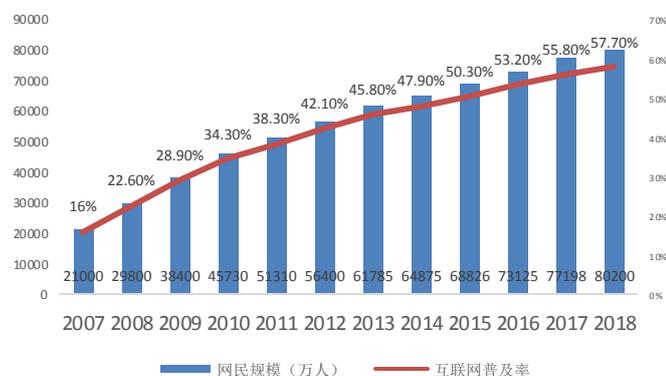
资料来源: wind, 华创证券

2、从消费群体购买力角度分析

(1) 中国移动互联网用户规模增长放缓，但网络购物 app 的日均使用时长不降反升。

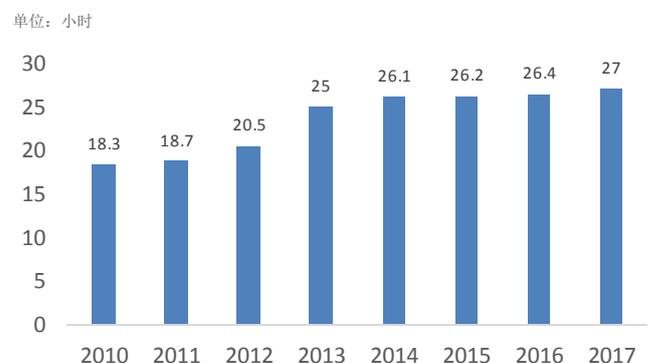
2016 至 2018 年上半年，“网络降费提速”政策对互联网的助力下，互联网的速度不断增加、费用不断降低，与此同时，互联网运营模式不断创新，线上与线下不断融合，使得互联网普惠群众的效果日益凸显。据中国互联网络信息中心官网数据显示，截止到 2018 年 6 月，中国网民规模为 8.02 亿，互联网普及率达 57.7%，网民每周上网时长达到 27 小时，网民对互联网的依赖程度不断加深。在互联网环境不断优化的同时，网民规模保持稳定的增长，网民规模的扩大又反哺互联网促进互联网商业整合，形成一个完整的互联网闭环。

图表 5 网民规模及互联网普及率



资料来源: 中国互联网络信息中心, 华创证券

图表 6 网民每周上网时长



资料来源: 中国互联网络信息中心, 华创证券

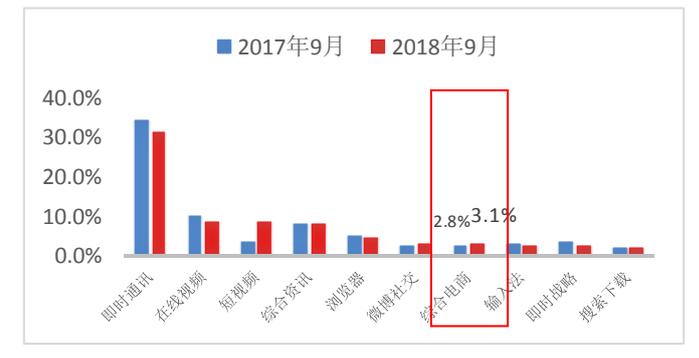
2018 年全年，从互联网用户规模与用户使用时长来看，中国移动互联网用户规模增长放缓，至 2018 年年末增速同比已经放缓至 5% 以下，总活跃用户规模达 11.3 亿，逼近饱和。用户使用时长自 2018 以来，经历了上半年的迅猛增长，网络购物 app 时长表现尤为抢眼，综合电商 APP 总使用时长在所有 APP 中占比由 2017 年 2.8% 上升至 2018 年 9 月 3.1%，与短视频与社交一起成为拉动时长的三驾马车。

图表 7 2017 年-2018 年人均使用时长（单位：分钟）



资料来源: QuestMobile, 华创证券

图表 8 2018 年 9 月中国互联网二级细分热门行业总使用时长占比变化

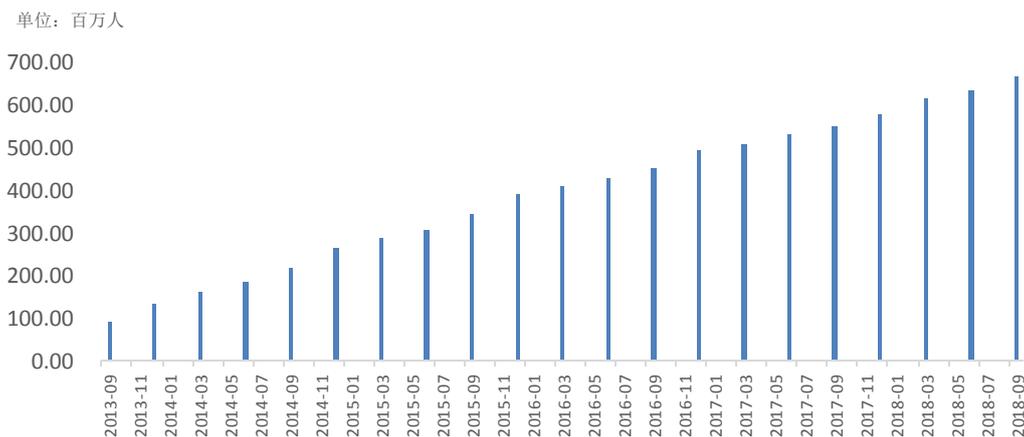


资料来源: QuestMobile, 华创证券

(2) 用户扩张战略起效

海外用户、低线城市用户以及社交软件用户使得阿里巴巴国内零售业务年活跃买家数增速重回 20% 以上。近些年来，BAT 纷纷加强对营销端的控制，运用各种营销手段吸引流量，并且对下沉市场进一步的关注，不断刺激新用户流入的同时增加老用户的留存度。

图表 9 阿里巴巴移动月活跃用户数



资料来源: wind, 华创证券

(3) 客单价上升空间有限

客单价指的是交易金额与交易人数的比，只有提供完整的产品、优质的服务，才能促进客单价的提升，从而增加电商的流量。客单价一般情况下受到动线长度停留率、注目率、购买率、购买个数、商品单价的影响，但影响客单价的因素都有一定的范围，因而客单价的上升空间有限。

图表 10 影响客单价的因素

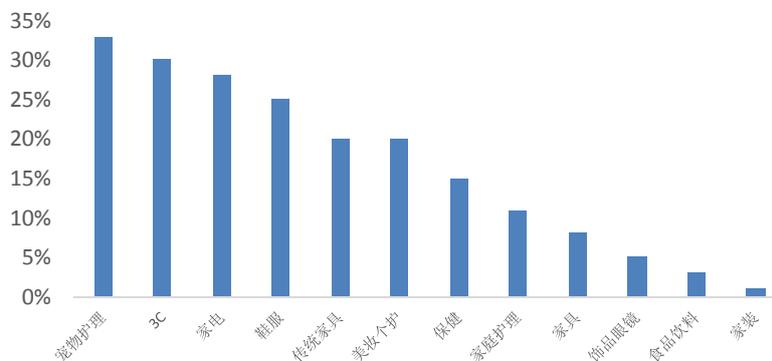


资料来源：华创证券整理

(4) 消费频次增加空间较大

高频消费的品类例如食品生鲜和餐饮渗透率在持续加强，据中国产业信息网显示，在线上销售的渠道中，3C、家电、鞋服的渗透率一直处于前列，而食品生鲜和餐饮的渗透率较低。随着近几年生鲜消费需求上升，国家对电商政策的指引，阿里与腾讯纷纷布局食品生鲜行业，食品生鲜与餐饮的渗透率有望进一步提升。同时随着各电商品牌忠诚度的建立，老用户的消费频次比新用户大，用户不断沉淀，消费频次有上升趋势。

图表 11 2017 年 B2C 各品类网上销售渗透率

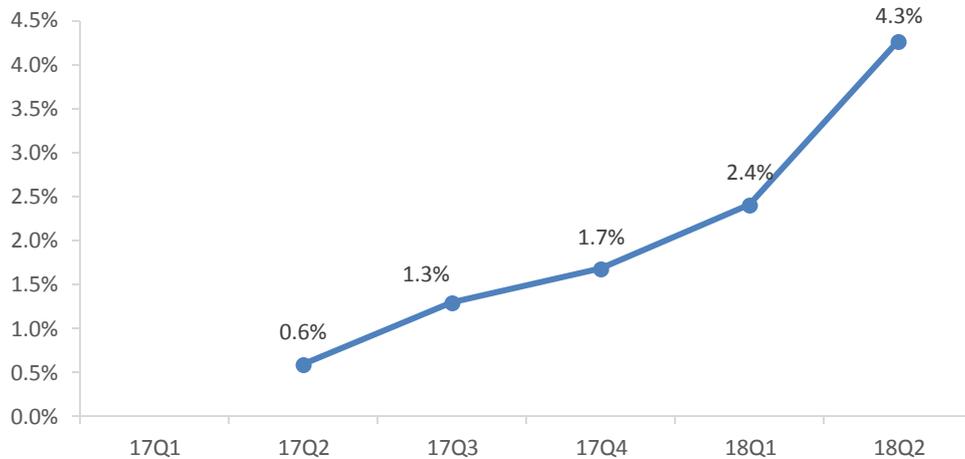


资料来源：中国产业信息网，华创证券

(二) GMV 和变现率的提升，驱动电商收入持续增长

除了 GMV 的持续增长，电商平台货币化率的提升也是整个电商行业快速发展的动因之一，国内电商在货币化率方面还有很大的发展空间，未来的利润料将持续增长。2017 年之前，国内电商移动端的货币化率一直处于较低水平，不到 1%，自 2017 年第三季度开始，移动端的整体货币化率水平呈快速增长态势，截至 2018 年第三季度，移动端货币化率已上升至 4.3%。但对比国外的电商平台，国内平台的货币化率水平仍较低。根据最新披露数据，亚马逊、eBay、阿里、京东、拼多多的货币化率分别为 18%、10.82%、3.66%、5.5%、2.17%。

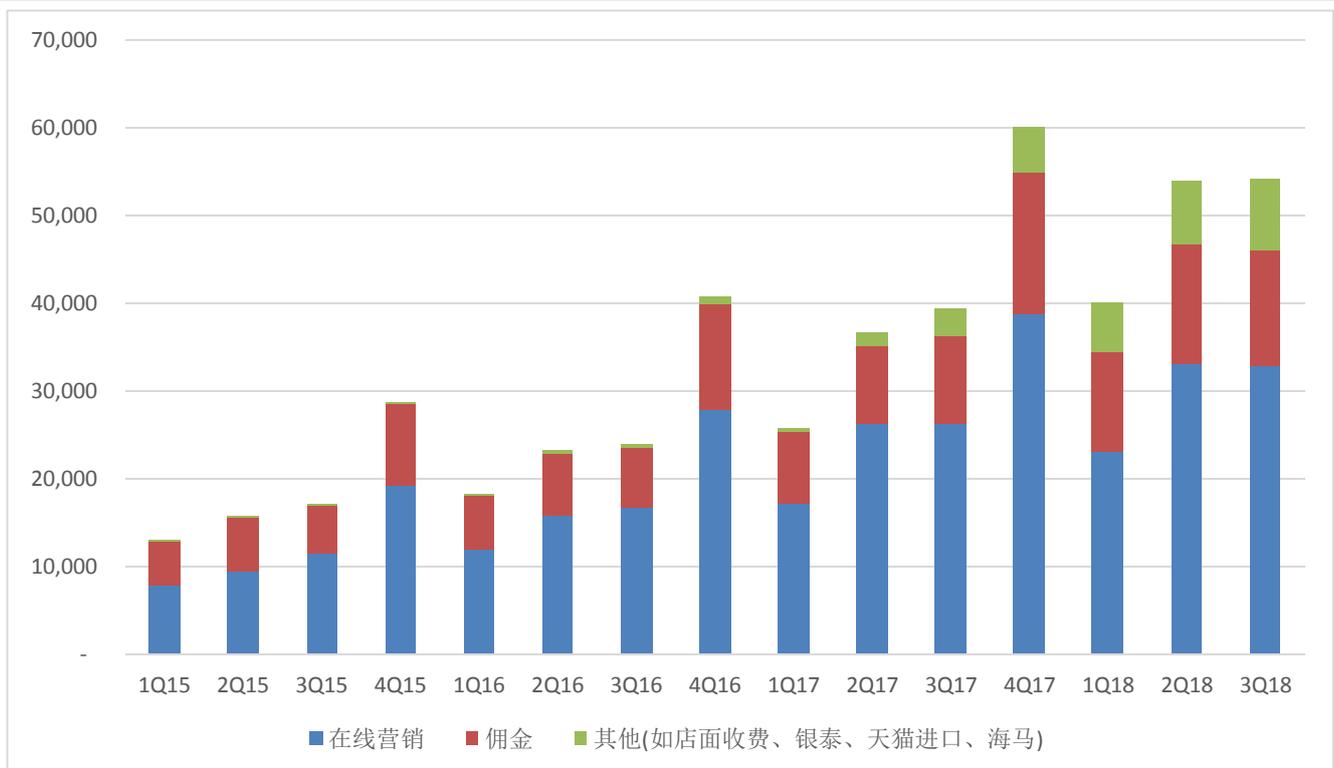
图表 12 电商行业移动端货币化率走势图



资料来源：公司公告、华创证券

变现率提升的核心为广告收入持续提升与佣金的提升两部分，广告和佣金始终是电商平台的核心收入来源。以阿里巴巴中国零售业收入拆分为例，广告收入占比始终保持在 60% 以上。虽然在 2017 年以来，银泰百货等店面收入挤占了一部分佣金收入，但佣金收入占比始终保持在 25% 以上。

图表 13 阿里巴巴中国零售业收入拆分（百万元人民币）：广告和佣金始终是电商平台的核心收入来源

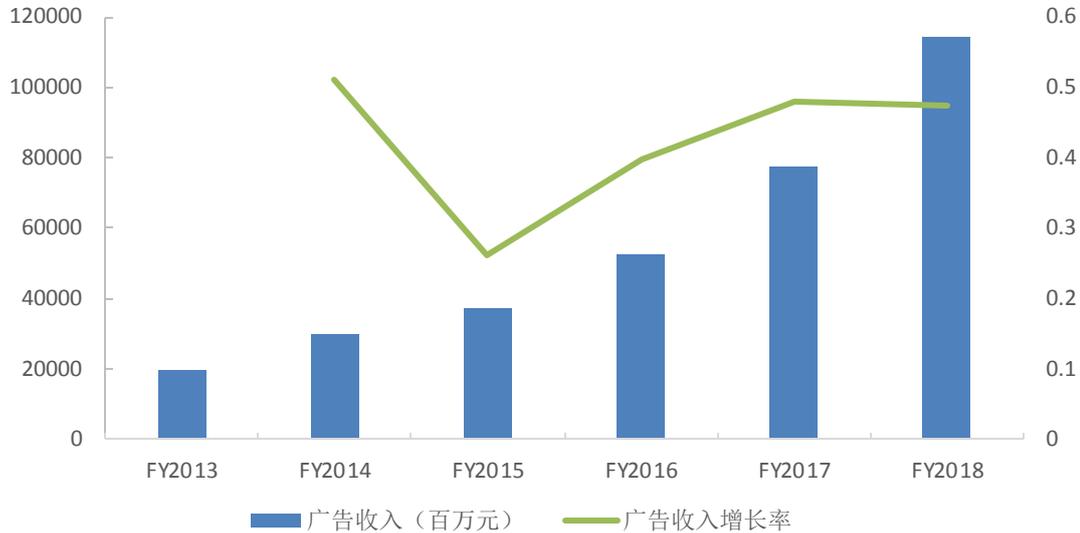


资料来源：公司财报、华创证券

广告收入依靠转化率的、千人千面的推广可有单价的提升。商家为了获得更多的流量，必须在电商平台上推广广告，这可以源源不断地为电商平台带来巨额的收入。阿里巴巴作为中国第一大电商平台，淘宝系和天猫系的商户为阿里带来了大量的广告收入。阿里 FY2018 广告收入为 114,285 万元，同比增长约 47%，预测未来广告收入将持续增长。阿里的广告收入目前主要以关键词搜索竞价、淘宝客推广、按点击或时常收费等形式获取广告费用。而随着千人千

面的新型广告推广形式在淘宝、天猫、京东等平台的普及，带来用户体验感以及点击率的增加，将会进一步提高整个电商行业的广告收入。

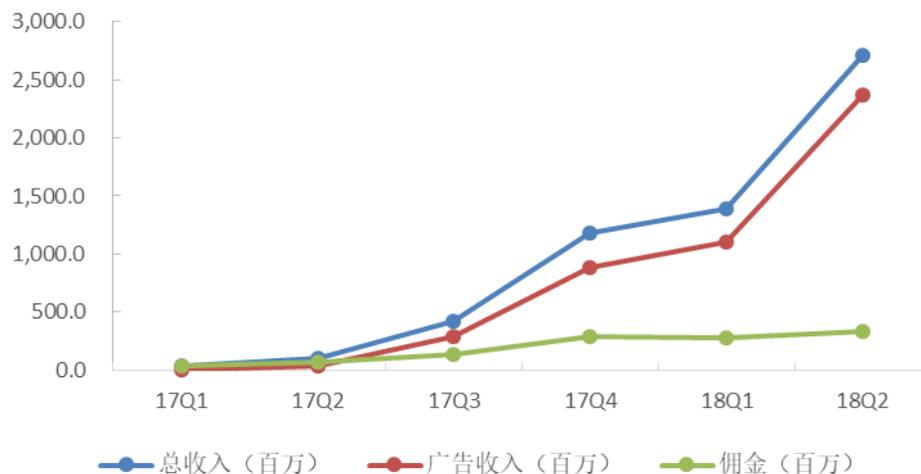
图表 14 阿里巴巴广告收入及增长率走势图



资料来源：公司财报、华创证券

商户的服务费，也就是佣金收入依靠市场竞争的明晰，市占的赢家将会有更高的佣金议价权。据统计，天猫在 2018 年度交易额的佣金率达 2.18%。佣金取决于实际成交额，因此，佣金的增长表示电商平台总交易额的增长。以成立于 2015 年的拼多为例，虽然其佣金收入占总收入比重不高，但是佣金稳步增长的趋势预示拼多多未来盈利能力仍有提升空间。成熟的电商平台，如阿里巴巴、京东等的佣金率一般保持在一个相对稳定的水平。而对于一些新进入的，或者规模较小的电商平台，如拼多多，为了吸引更多的商户往往在前期收取较低的佣金率，随着平台规模的扩大，后期的佣金率也会进一步提升，并进一步带来佣金收入及总收入的提高。

图表 15 拼多多广告及佣金收入随总收入呈增长趋势



资料来源：拼多多招股说明书，华创证券

图表 16 不同电商平台对各品类商品收取的佣金率

	天猫	京东	苏宁	拼多多
图书	2.00%	6.00%	3.00%	0.60%
服装	5.00%	7~8%	6.00%	0.60%
办公用品	2.00%	1~8%	5.00%	0.60%
手机通讯	2.00%	4~6%	4.00%	0.60%
大家电	2.00%	4~8%	5.00%	0.60%
母婴用品	2~5%	2~8%	2~6%	0.60%
酒水	2.00%	3~5.5%	3~4%	0.60%
个护健康	2~5%	4~6%	3~6%	0.60%

资料来源：华创证券整理

二、从“流量、仓储物流、支付、数字技术”核心四大壁垒复盘电商巨头历史，预判未来

（一）流量为电商最核心驱动，流量攻防战的本质是消费与娱乐经营观念的转变

流量通常指的是电商的访问量、浏览量等，体现了公众对于不同平台的偏好，流量的核心在于人，如何基于客户的需求为客户提供优质且精准的服务，将流量转化为存量是电商需要关注的地方，根据流量的获取方式电商分为服务型流量与内容型流量。服务型流量为以电商传统服务为节点的，包含了（电商、本地生活服务和新零售），在流量即商机的时代，BAT 纷纷形成了自己垄断流量的独特手段，流量头部效应也越发的明显。内容型流量平台则是不断靠着对流量导流模式的优化，将流量转化为电商交易，内容型流量主要包含了（社交、视频、和资讯），如基于精确一套成熟的智能算法进行流量指引的今日头条、与对流量进行精准化、垂直化处理抖音，不断分割着流量市场。

1、服务型流量巨头持续创造明确的流量增长来源——阿里巴巴：凭借新零售与海外增长打开新的流量战场

阿里 19 年的发展历史就是不断挖掘流量入口，获取流量变现的过程。阿里巴巴作为全球第一大电商平台，营收主要从存量端和流量端获取，存量端主要指的是对淘宝和天猫的佣金与管理收入，而流量端营收主要来源于阿里对于新零售、物流体系、海外的布局。阿里建立之初，以 B2B 批发平台起家，专做企业信息流，并且通过免佣金举措降低商家进入的门槛，搭建平台大量获取 B 端流量，积聚众多企业资源，通过 B2B 垂直角度与水平角度打通企业与上游的经销商、下游的供销商之间的屏障。

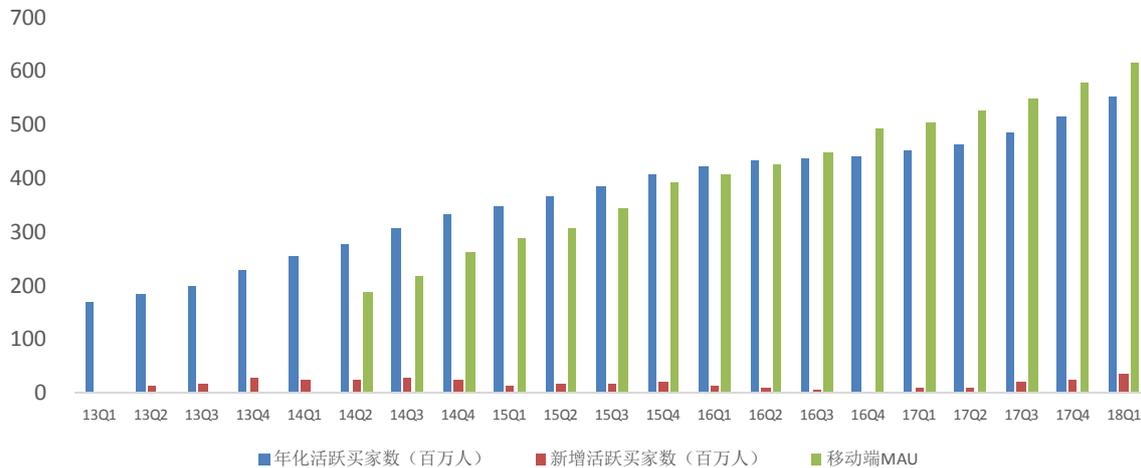
图表 17 B2B 电商平台模块



资料来源：华创证券整理

阿里于 2003 年推出淘宝进军 To C 市场，依靠免费政策击败 eBay，降低企业的成本，为 C 端消费者提供大量、多品种、低价的产品冲击实体店，成功获取 C 端大规模流量。作为消费端流量控制的主要电商平台，阿里巴巴的活跃买家数还在不断增加。

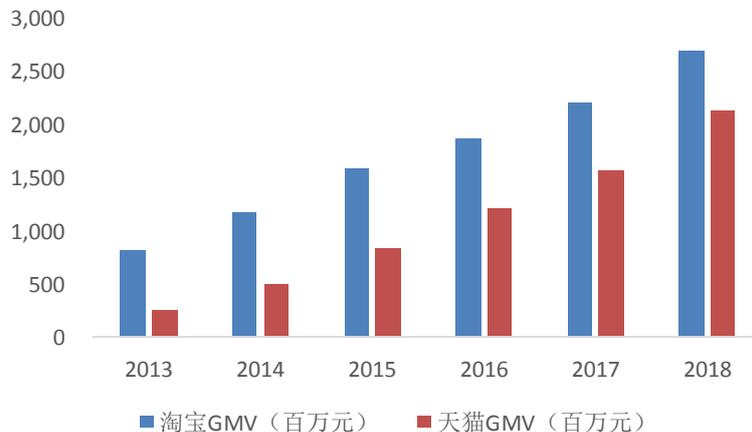
图表 18 阿里活跃买家数 (百万人)



资料来源：公司财报，华创证券

阿里于 2008 年上线天猫，与淘宝网作为互补提供较高品质的商品，大规模吸引经销商完成 B2C 的最后一块，进一步推动淘宝与天猫 GMV 不断增长。

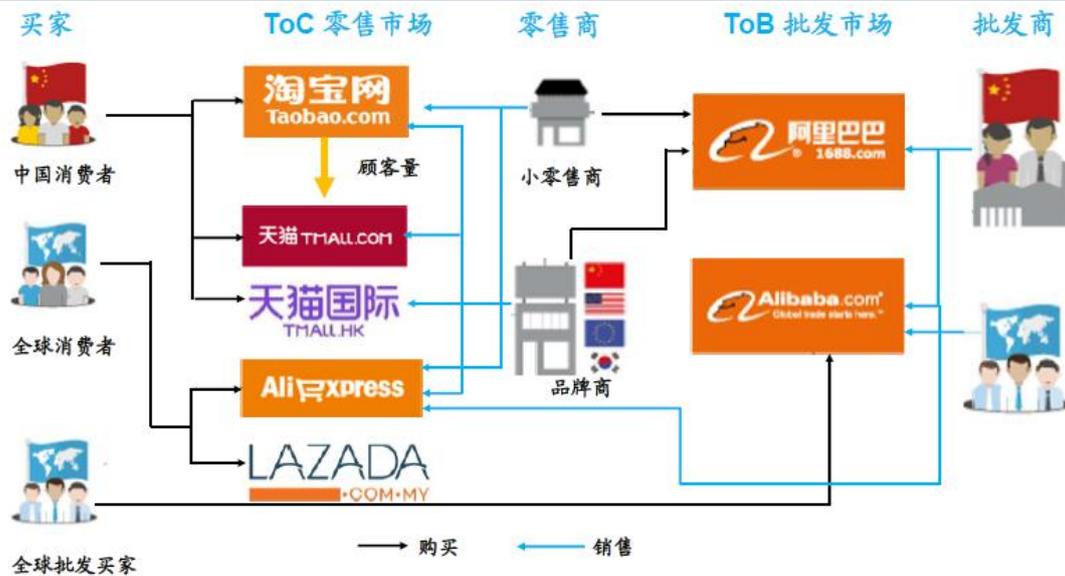
图表 19 今年来淘宝 GMV 与天猫 GMV (百万元)



资料来源：公司财报，华创证券

2015 年淘宝&天猫电商交易平台日渐完善后，阿里建立阿里大文娱，持续投入数媒和娱乐强化流量入口建设，自 2016 年 10 月起，马云在受亚马逊扩张的影响下，提出“新零售”概念，开始了对阿里线上线下的整合。阿里 18 年整合饿了么与口碑，获得外卖作为生活服务的流量入口控制与口碑独特的到店体验优势，进一步完善实时配送物流基础设施建设，持续收割线下流量，提供生活一体化服务，打造新零售到新消费的转型。未来阿里专注于构建扩张型的“数字经济体”。

图表 20 阿里构建全球生态模式



资料来源：阿里巴巴官网、华创证券

2、内容型流量巨头不断探索新的流量-电商导流模式，内容型流量的本质是消费与娱乐的流量变现

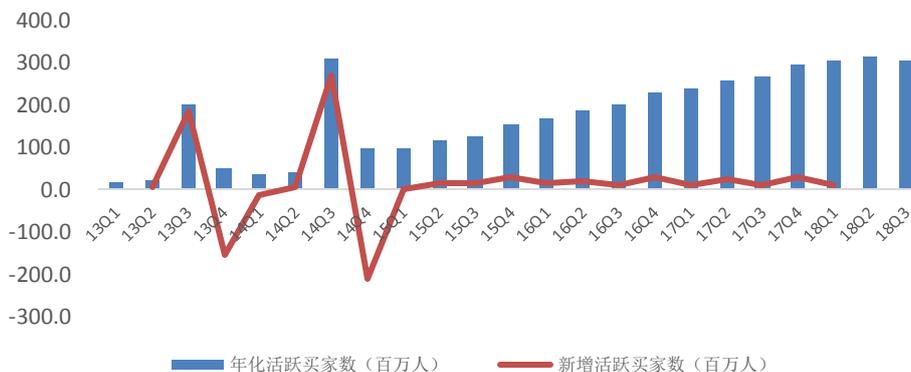
(1) 腾讯——社交流量霸主的导流模式升级

腾讯作为掌握了巨大社交流量的霸主，选择使用代理人制度曲线救国，进入电商市场，腾讯的导流方式也随着市场竞争格局的加剧有了代际的演变，从纯流量到社交电商。

1、京东：借助微信一级入口直接导流

2013年天猫在中国的B2C市场有着51%的份额，而京东仅占20%，京东与阿里差距较大。2014年京东与腾讯宣布开始进行战略合作，京东收购腾讯B2C平台QQ网购和C2C平台拍拍网，获得了腾讯之前未发展起来的电子商务业务，而腾讯为京东提供微信端与QQ端的一级钱包入口与其他支持，获得C端流量。腾讯的导流对京东活跃买家的增长产生了巨大作用，京东2014年的移动订单占比第四季度相比第三季度由29.6%上升至36%，同比增幅高达372%，2015年双十一，京东的移动端占比达到74%。但随着用户迁移的完成，腾讯导流作用逐渐消退，京东活跃买家增速持续放缓。京东目前的核心问题在于未能摸索出发挥社交流量分享属性的有效玩法，如何在拥有大量的流量壁垒之上，与供应端的整合之后，将用户流量转为存量，提高消费者消费频次与满足消费者消费升级的服务。

图表 21 京东季度活跃买家数和新增活跃买家数（百万人）

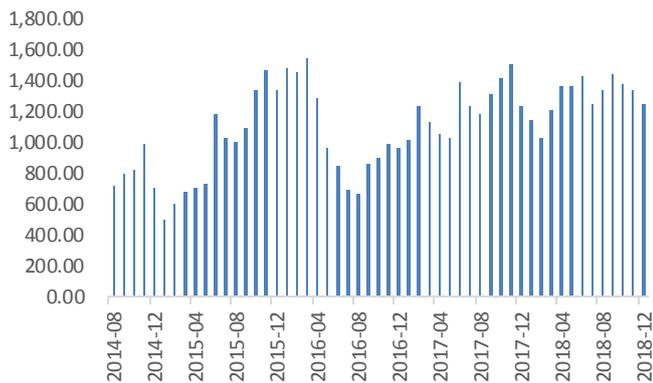


资料来源：京东，华创证券

2、美团、美丽说、蘑菇街：微信钱包九宫格导流

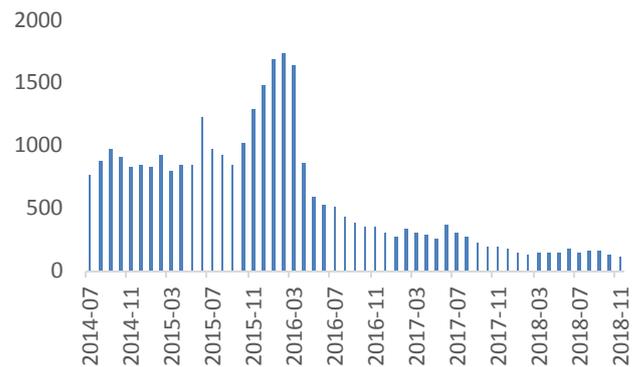
美团成立初期，微信钱包的二级导流页面引流显著，可占到美团日均新增流量的 20%。蘑菇街与拼多多的模式不同，蘑菇街最初作为淘宝引流的导购平台收获客户，获得分成，但是自 2013 年淘宝网政策调整之后，蘑菇街流量入口被切断，因而只能投奔腾讯。2016 年，蘑菇街与美丽说合并，美丽联合集团成立，腾讯持股 18% 成为第一大股东，走向导购电商向社交平台电商的转变之路。腾讯为蘑菇街与美丽说提供微信端与 QQ 端的一级流量入口作为其流量支持，但是蘑菇街与美丽说的引流效果并不乐观，在此背景下，蘑菇街希望通过内容的打造成功转型为“互联网时尚平台”，而不仅仅局限于流量变现的电商平台。

图表 22 蘑菇街移动 APP 活跃用户数（万人）



资料来源：wind，华创证券

图表 23 美丽说移动 APP 活跃用户数（万人）



资料来源：wind，华创证券

3、拼多多：社交属性的加成，比微信二级入口导流更加有效

拼多多成立于 2015 年，采用客户激励机制，购买主页连接分享，掌握“聊天界面”的核心场景，融合游戏玩法增强用户粘性，形成“吸粉-引流-裂变”的引流模式，伴随着腾讯提供的低成本流量成本，拼多多 2017 年交易额超过 1000 亿人民币，超过阿里、京东等一系列电商初始阶段的业绩。利用消费者的人情心理，通过分享、砍价与建群收获流量，拼多多 2018 年年初大约 80% 的流量来自于微信内部的拼团导流，从流量的来源于粘性来看，拼多多比京东和美丽说蘑菇街美团等具有更有粘性的社交流量。

图表 24 拼多多季度活跃买家数和新增活跃买家数（百万人）

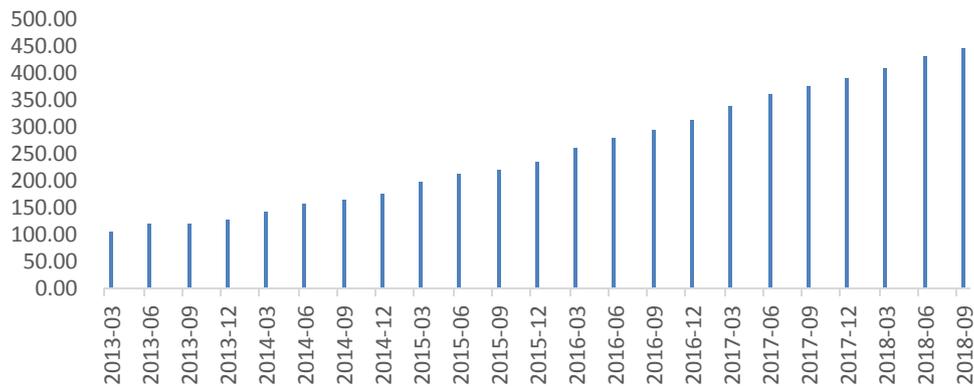


资料来源：招股说明书，华创证券

(2) 微博、抖音与快手——带货：头部流量新的变现方式

作为国内最具粘性的社交媒体平台，微博是国内具有垄断性质的媒体平台，P+UGC 内容建设深耕，是国内最大的热点事件讨论平台、网红经济平台和粉丝管理平台，具有非常强烈的媒体属性。微博平台导流电商具有两方面的特征：一方面，微博主要为客户搭建 IP 私人账户，注重私域流量的维护；另一方面，微博采用了图片、文字、视频展现形式，视频又分为几秒钟的甚至较长几分钟的，不同程度上满足用户的需求。以微博作为流量口，淘宝商铺可以为品牌宣传，最终实现流量变现，而微博也通过对私域流量的维护，增强用户粘性，保证充足的流量。但是微博平台本身并不拥有 KOL 的流量，对于流量没有其他平台的控制权，因此，KOL 流量的电商表现，微博的盈利能力有限。目前微博也在布局小游戏、小程序、问答、超话社群等板块，试图提高内容运营质量。

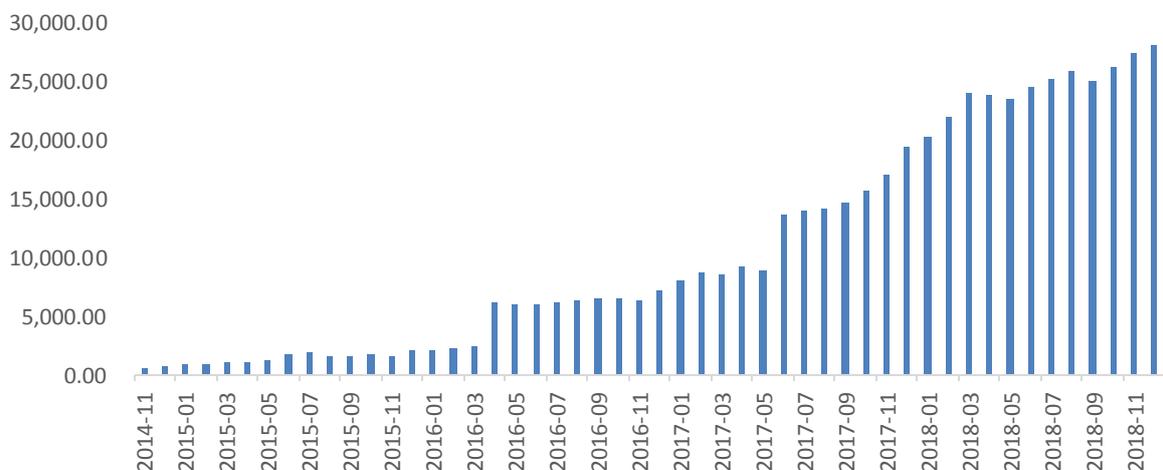
图表 25 微博月均活跃用户数（百万人）



资料来源: wind, 华创证券

抖音与快手的带货与微博有异曲同工之处，都是头部网红的流量变现结果，类似于直播时代的主播打赏。不同的是，短视频给消费者首先展示的是视频，其次会通过账号展示文字，而微博最先展示的是文字，因此，对于流量也有更强的变现和控制力。但是抖音与快手注重的是公域流量，留给网红的私域太少，通常网红会通过抖音与快手吸引粉丝，然后推送自己的微博及微信账号进行粉丝的转移，增强对于粉丝的控制力。在短视频时代，抖音与快手如何搭建属于自己的内容生态圈，与电商接轨实现粉丝变现是需要考虑的问题。

图表 26 快手月均活跃用户数（百万人）



资料来源: wind, 华创证券

（二）物流与仓储——电商效率的轮子

物流与仓储是决定电商资产“轻”还是“重”的关键性因素，也是电商的核心壁垒。传统的仓储的重点在于对商品或货物的保存的完整性与安全性，而在如今的电子商务时代，更大程度上是对于分拣中心或者临时仓储的效率的考核。国内快递企业除了顺丰一开始定位于高端以外，大部分快递物流企业都是从低端市场一步步发展起来的，通过与电商平台合作大量的揽件，在扩大规模之后再建立联盟，有助于扩大市场占有率。

对标亚马逊，亚马逊开创的一整套仓储运营中心 FBA 为其获得了全球供应链大师称号，是亚马逊能够与沃尔玛抗衡的核心因素，仓储运营中心和 IT 技术（包含云计算）是亚马逊运营开支的两大基石，国内电商对物流与仓储的建设起步较晚，形成了阿里巴巴（菜鸟）与京东两种典型的模式。

1、阿里巴巴——2013 年开始建立菜鸟网络，采用“自建仓储+第三方物流配送合作”的方式

阿里巴巴的物流仓储网络主要包括两大核心——物流仓储平台和以大数据未支撑的物流信息平台。理论上，如果物流中转中心建设合理，就可以实现全国任意城市 24 小时内完成派件的任务，所以阿里投资 200 亿元建设全国仓储体系，覆盖东北、华北、华东、华南、华中、西南和西北七大区域，欲实现物流体系的整合。自建仓储主要利用旗下银泰、复星、富春集团在商业地产业务上的优势，进行自建仓库，物流配送主要与主流第三方物流合作。

图表 27 阿里巴巴物流体系

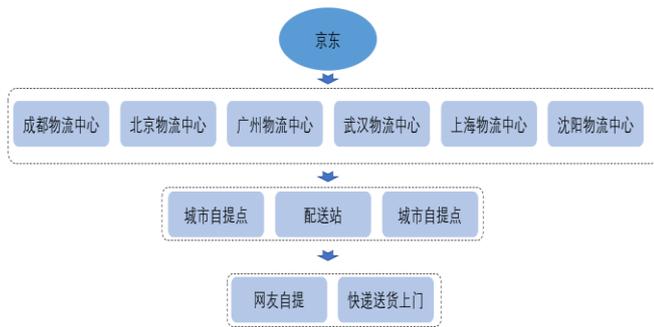


资料来源：阿里巴巴官网、华创证券

2、京东——自建仓储与覆盖全国的物流体系

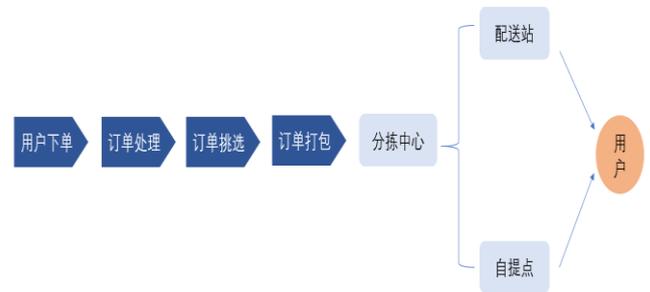
京东开始初期在小商品（图书，3C）上自建仓储和配送队伍，在大家电上自建仓储和第三方配送队伍，后期转向全部自营，尤其是仓配一体服务极大的提升了配送的效率与成本，同时拓展京东达达，完成同城快送业务版图。相比于菜鸟，京东物流与仓储的具有更强的自主性与协同性。在京东物流的模式中，仓储的成本占到总成本的 40%，物流占到 60%，因为仓储可以依赖于信息化提高仓储效率，而依赖于人力配送的物流产生的规模效应有限。目前，京东还在着力建立“世界第一仓”，并且加快了仓储无人化的进程，如通过无人机、无人车、无人仓来降低人力成本，提高运营效率。京东与此同时开始寻求对其他大型零售企业的物流与智慧仓储外包，我们判断，京东的护城河主要体现在其强劲的仓储与高管控力的物流上，未来有可能在供应链整合的仓储与物流环节爆发。

图表 28 京东自建物流体系进程



资料来源：全网数据，华创证券

图表 29 京东派货流程

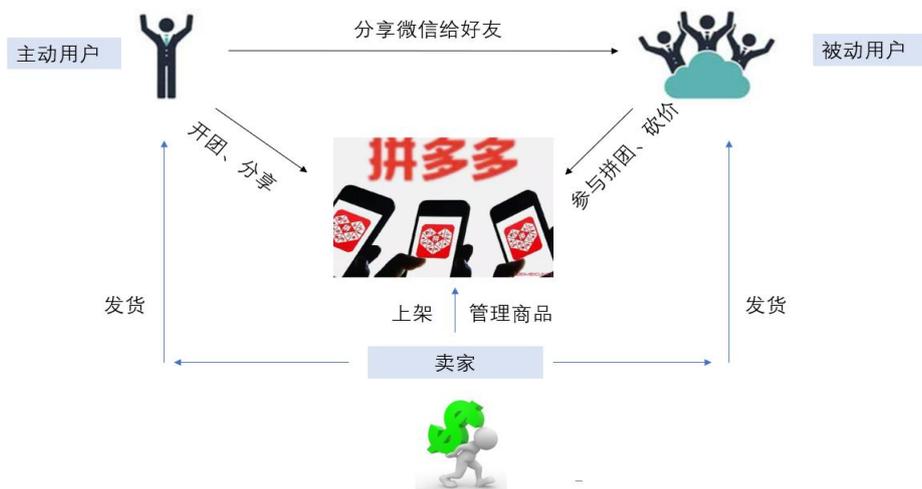


资料来源：全网数据，华创证券

3、拼多多——主要通过第三方物流合作的方式，不具有自建仓储

京东定位为物流行业的重要参与者，并非介入者，未来有望加速与第三方物流合作进程。在 2018 年前，拼多多认为阿里与京东的物流体系完整，而自建仓储与物流的成本高，于是在仓储与物流方面主要是通过第三方物流合作的方式。2018 年 1 月，有报道称拼多多在商家后台更新物流通知，进军物流行业。但是据拼多多官方解释，拼多多只是加强了对物流实施状况的监控、降低物流的风险，定位自身成为物流行业的重要参与者，并非介入者。2018 年 10 月，国美在拼多多官方旗舰店上线，国美为拼多多提供更高质的产品与依托于国美安迅物流的大件商品的仓储服务，而拼多多帮助国美扩大销售市场，进行供应链的下沉，双方合作发挥线上线下的优势，推动双方协同发展。

图表 30 拼多多基本运营模式

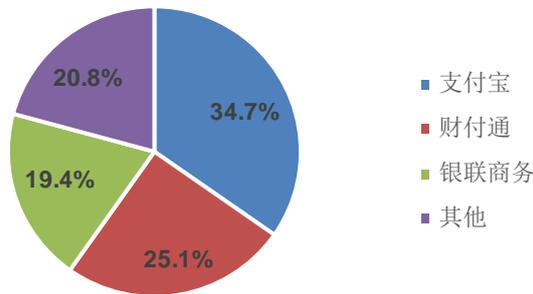


资料来源：36 氪，华创证券

（三）支付决定了电商的闭环下限

由支付衍生出的金融业务是各个电商布局的重要据点。截止 2017 年底，中国有 243 家持牌第三方支付服务提供商，市场竞争激烈，头部效应明显，2017 年按支付交易量计算，支付宝和财付通占总市场份额的 59.8%。第三方移动 POS 及移动支付方面，就支付交易量而言，2017 年支付宝依然保持着市场领先者的地位，占 52.7% 的市场份额，财付通跟随其后，占 34.1% 的市场份额。

图表 31 第三方支付市场竞争格局



资料来源: Frost&Sullivan 分析, 华创证券

1、阿里巴巴的蚂蚁金服：支付、金融以及企业服务的融合

支付宝打通了所有支付场景，通过蚂蚁金服搭建信用体系和金融服务平台，涵盖了支付、财富管理、融资、保险信用全金融环节。阿里的支付宝为主要收入，通过金融云提供技术支持，其次为企业提供金融服务。

图表 32 蚂蚁金服五大业务板块

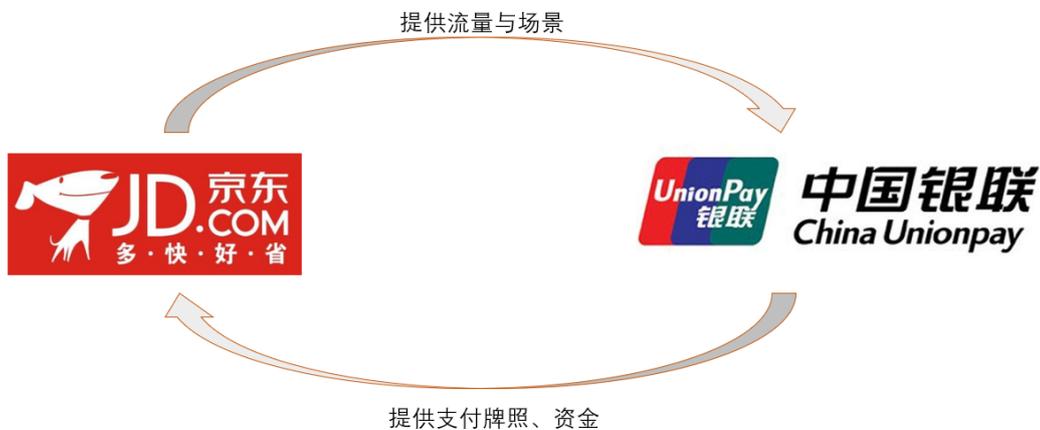


资料来源: Frost&Sullivan 分析, 华创证券

2、京东金融

京东金融主要分为理财、白条和支付，京东支付是京东旗下针对互联网市场开发出来兼容 PC 端与无线端的网银支付平台。2017 年 11 月，京东与中国工商银行合推出“工银小白”数字银行，加强了双方对于客户、信息、资金等方面的共享与交互。后期，又与中信银行、民生银行、大连银行、中国银联等签署合作协议，推进与金融机构的融合；2014 年，京东金融推出针对消费者“先消费，后付款”的第一款互联网消费金融产品，树立品牌典范；2015 年，京东白条开始融入租房、旅行、购车、教育等众多场景；目前以京东白条为主营业务的消费金融部已经开始盈利，而对于京东金融的另一个主要板块第三方支付来说，目前重心在于移动支付，京东与银联的合作开展 NFC 支付业务（未来可能会推出二维码支付），与此同时，与众多银行合作开发联名信用卡，抢占线下支付场景，拓展用户群体。

图表 33 京东与银联合作双赢模式

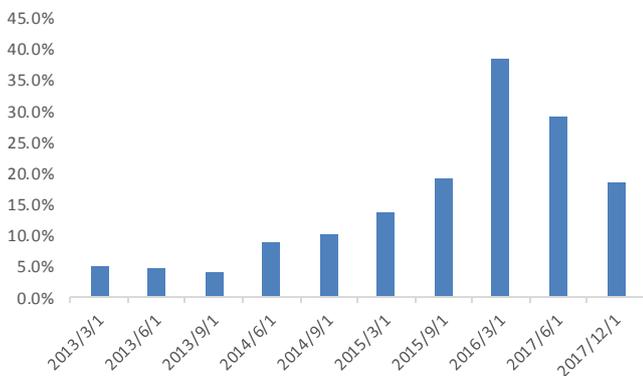


资料来源：公司公告，华创证券

3、微信财付通

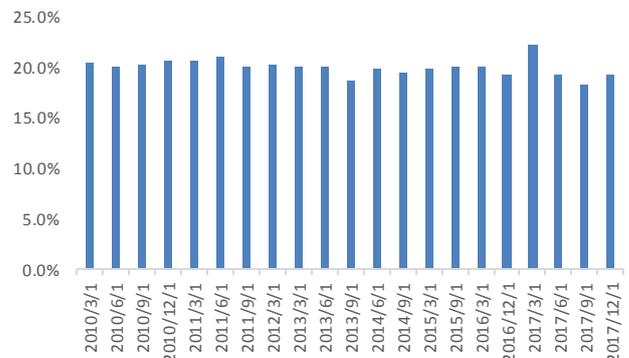
2015 年腾讯公司推出了帮助用户在互联网上进行交易的双方完成支付和收款的第三方在线支付平台——财付通。财付通致力于为用户打造安全、便捷、专业的支付平台，为微信支付、QQ 钱包提供安全的底层技术支持，同时作为 QQ 支付的一个重要环节，补充了 QQ 的生态系统的完整性。2011 年财付通获得了第三方支付牌照，负责处理支付转移，微信支付与钱包作为其前端处理业务场景，并未单独申请第三方支付牌照。

图表 34 财付通第三方移动支付市场份额



资料来源：wind，华创证券

图表 35 财付通第三方互联网支付市场份额



资料来源：wind，华创证券

4、拼多多尚未拿到支付牌照，仍旧主要使用第三方支付的接入平台

拼多多目前还没有属于自己的支付牌照，在微信平台上主要是通过微信支付，在 APP 上除了微信支付以外，也支持支付宝、QQ 钱包等其他方式。在用户使用这些支付方式时候，拼多多会收取服务费。例如，使用微信支付的时候，拼多多会从微信端收取 0.6% 的服务费，同时拼多多也会向微信支付一定的费用，但是这个费用通常不超过 0.6%。目前虽然拼多多并未实际去到支付牌照，但是通过“曲线救国”方式拿到了支付牌照——拼多多控制了上海付费通信服务有限公司 40% 的股权以实现对支付渠道的控制。

图表 36 拼多多支持的支付方式



资料来源：公司公告、华创证券

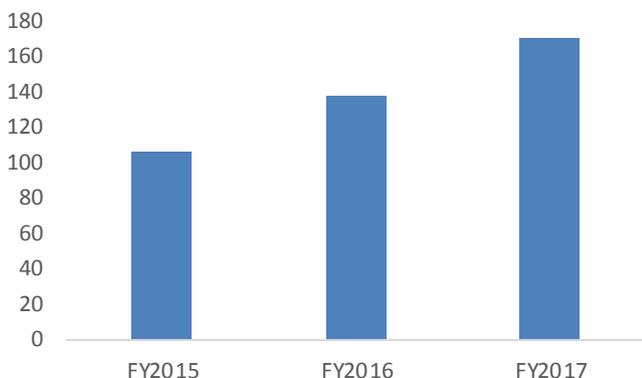
（四）技术尤其是数据驱动中台的发展决定了电商的上限

技术与数据是电商的核心驱动中台。所有流量、支付以及物流仓储的发展和提升都离不开驱动中台的提升，从采购、销售到物流履约智能算法和大数据都有着至关重要的作用。

阿里技术和研发以阿里云为依托，发展物流、支付、电商等等各领域的大数据与技术产品。阿里云作为继微软云、谷歌云、亚马逊云之后的“云”，不断提高创新能力，与微博、联通等合作彰显其巨大的计算能力。2017年容纳众多科技人才，构建阿里的专属技术研发重心——达摩院，专注于对技术的研究，足以显示阿里对于技术的重视程度。根据世界品牌实验室发布的2017年度中国企业研发投入前15强数据显示，2017年阿里研发投入资金23.29亿欧元，位于BATJ榜首。

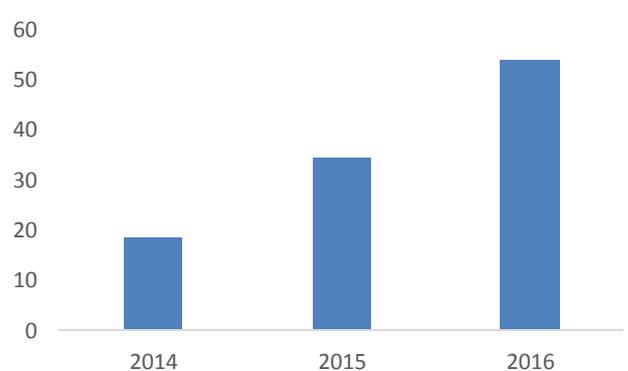
京东的利润水平一直保持稳定状态，目前对技术研发投入主要是想通过技术形成对无界零售产业链各个环节的支撑，进一步推动京东净收入增长。京东目前已找到在新零售的模式，通过“现金牛”业务收入支撑技术研发，技术研发反哺业务发展，最终形成闭环促进整个集团良性发展。总的来说，京东对于物流的研发很容易增长，但是找到爆发点还需要一定的时间。

图表 37 阿里 2015-2017 财年研发费用（亿元）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 38 京东 2014-2016 年研发费用（亿元）



资料来源：公司财报，华创证券

三、中国电商格局——从两强相争到一超多强

(一) 阿里巴巴——始于电商而成于平台

阿里具备高成长性叠加深护城河，构建了扩张型的“数字经济体”。1999~2002年，阿里巴巴以电商批发业务起家；2003年，淘宝上线开始了B2B业务并迅速吸引了大批用户；2004年推出了第三方支付平台支付宝；2008年，淘宝商城上线（于2012年更名为天猫）。经过多年经营，阿里巴巴从简单的电商发展成了一个综合性的互联网公司。阿里的商业涉及多个领域，其旗下目前主要有五块业务板块，分别为核心商业、数字媒体与娱乐、创新业务、金融与阿里云，这些业务几乎涵盖了人们日常生活中所有场景，包括线上线下。

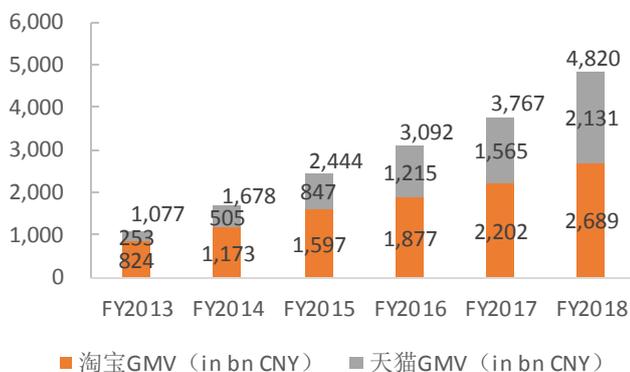
图表 39 阿里业务结构图



资料来源：阿里巴巴官网、华创证券

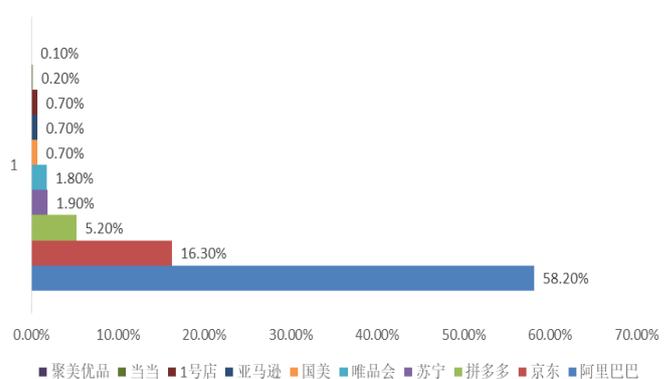
从阿里GMV的角度看，2013年，淘宝+天猫的总GMV达到10770亿元，到2018年淘宝和天猫的国内GMV为48200亿元，占电商市场的份额为58.2%，远超排名第二的京东（市场份额为16.3%）。

图表 40 阿里、淘宝、天猫 GMV



资料来源：wind，华创证券

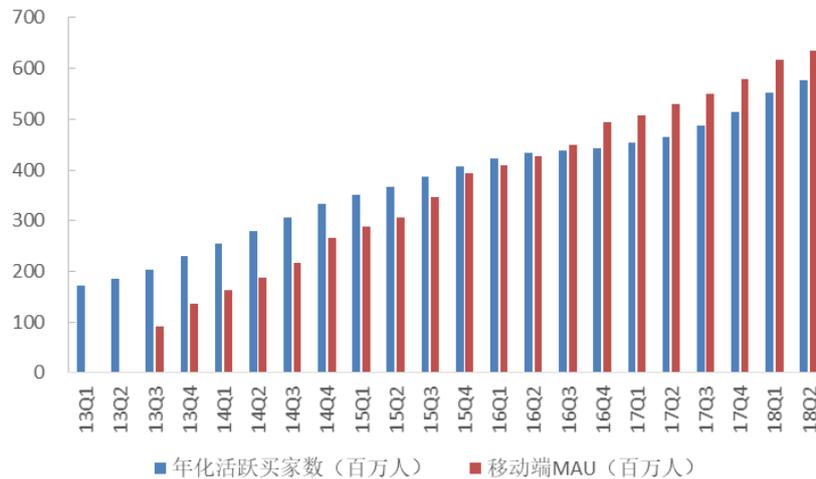
图表 41 2018年中国电商市场份额(%)



资料来源：emarketer，华创证券

从 GMV 的增长性来看，社零的增长和线上渗透率的提升，都进一步利好阿里巴巴作为电商巨头的 GMV 增长，从具体指标拆分来看，活跃买家数×客单价×平均年下单次阿里均处于高速增长状态。阿里活跃买家数的指标来看，2013 年 Q1，阿里的活跃买家数为 1.72 亿人，2018 年 Q2，阿里的年度活跃买家数增加到 5.76 亿人，去年同期有 4.66 亿人，增幅 23.6%。

图表 42 阿里活跃买家数



资料来源: wind, 华创证券

从阿里投资方面看，阿里近几年的投资越来越多，正在快速扩张，特别是在盒马等新业务及海外市场的扩张花费了大量资金，2014 年 Q3 成本为 56 亿元，到 2018 年 Q2，营业成本上升到了 437 亿元。

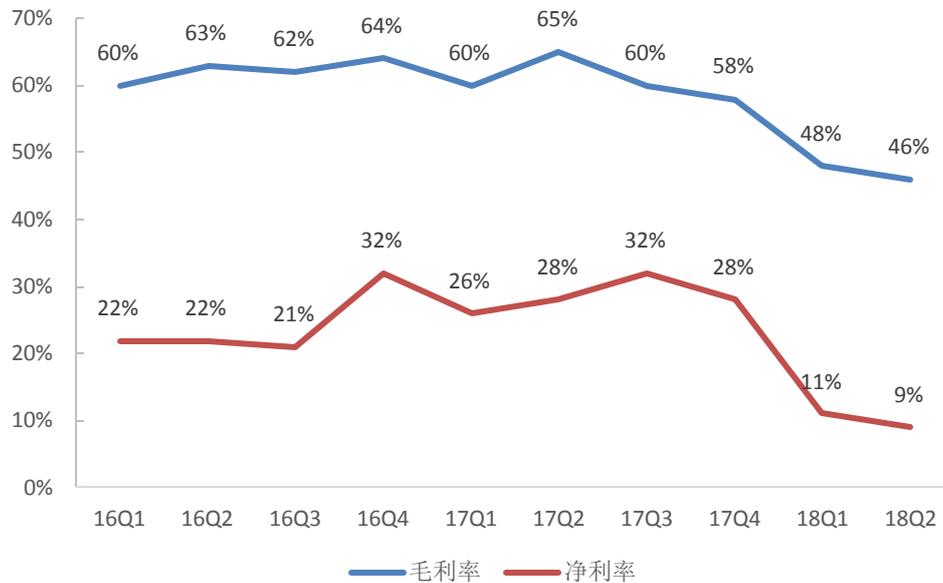
图表 43 阿里营业成本走势图



资料来源: 阿里财报, 华创证券

从盈利指标角度来看，阿里 2016 年 Q1 到 2017 年 Q3 的毛利率一直在 60% 以上，净利率也保持在 20% 以上，2017 年 Q4 以后毛利率与净利率有所下降，主要原因是阿里并表了一些还处在发展期的业务（饿了么等）以及海外扩张，拉低了公司整体的利润率。

图表 44 阿里巴巴毛利率和净利率走势图 (%)



资料来源：公司财报，华创证券

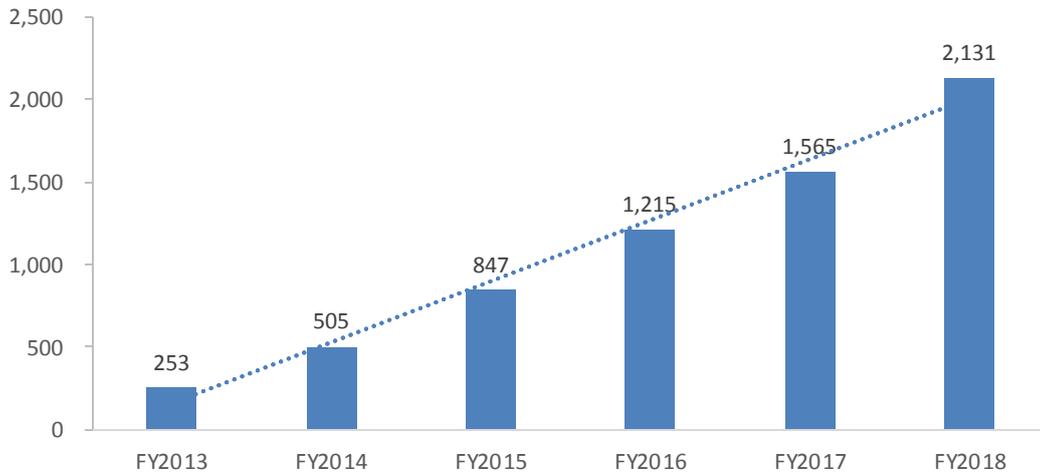
从变现率来看，阿里变现率的提升主要体现在两点，一是佣金的平稳上升，二是广告收入的提高。目前淘宝还秉持着免佣金的模式，阿里佣金收入的增长受益于天猫 GMV 高速增长。2013 年天猫 GMV 仅 2530 亿元，到 2018 年，天猫 GMV 上升至了 21310 亿元，5 年时间翻了 8 番还多，平均每年以 40% 的速率增长。天猫主打品牌直营，一方面品牌商自己做售前与售后的运营，这促使品牌商承担起自己的品牌声誉，更关注品牌的长期利益以及内在发展动力上。再加上天猫平台对品牌商的监督，内外并行，双管齐下，提高了市场的有效性。天猫更加优质的商品及服务为阿里吸引了大量流量，加深了阿里的护城河。

图表 45 淘宝、天猫主要盈利模式

淘宝	天猫
<ol style="list-style-type: none"> 1、效果付费 (P4P) 广告 2、展示广告 3、淘宝客推广 4、店面装饰费 	<ol style="list-style-type: none"> 1、交易佣金 2、效果付费 (P4P) 广告 3、展示广告 4、淘宝客推广 5、技术服务费 6、软件服务费

资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 天猫 GMV (百万元)



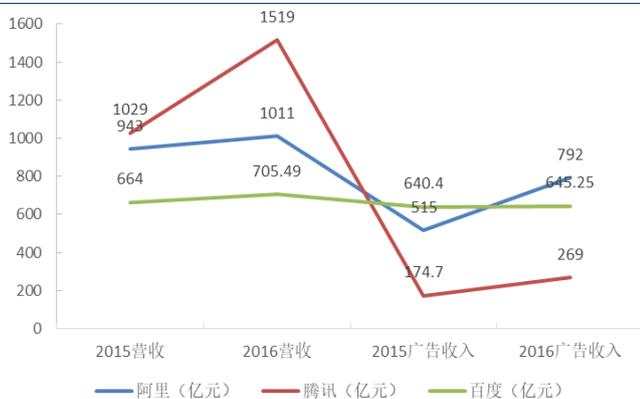
资料来源: wind, 华创证券

阿里广告收入的提升来源于两方面: 1、阿里妈妈效果广告营收的进一步提升。 2、阿里对于用户单个价值的进一步挖掘——用户数据与外部生态的结合阿里巴巴 uni-marketing 计划。

阿里巴巴广告收入主要来自于阿里妈妈, 阿里妈妈以数据和技术为核心, 为淘宝及天猫百万家商户提供营销服务。10 年间, 阿里妈妈为 450 万家品牌和商户输送进店流量超过 28 万亿, 带来超过 47 亿笔成交订单, 帮助超过 4 万品牌和商家达成年成交额过千万的目标。随着阿里妈妈在互联网及移动互联网用户中的渗透率加强, 对商业数据应用经验的积累以及对数据分析能力的提升, 阿里妈妈将为众多品牌、商家提供更优质的服务, 帮助客户打造更好的品牌生意, 为阿里创造更多的广告价值。

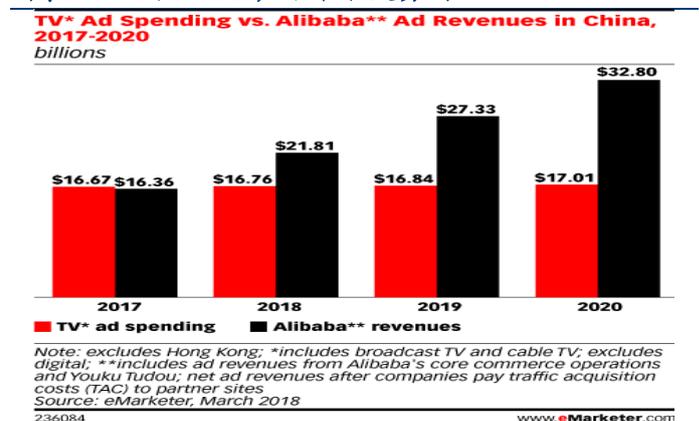
Uni marketing, 又名全域营销, 是一种以全数据为支撑, 实现全媒体、全链路、全数据、全渠道的精细化品牌营销方法, 产品有包括 Brand Databank (品牌数据银行)、Uni Desk (全域广告投放工作台)、Brand Hub (品牌号)。Uni marketing 核心仍是营销, 它通过对消费者数据的管理、营销形式的创新以及电商与社交媒体的互联互通, 实现人群、触点、内容的匹配, 提供个性化、线上线下一体化的消费者体验, 提升消费者的转化率, 帮助品牌维护、加深与消费者的关系。Uni Marketing 有助于提升将阿里巴巴的广告营收, 根据 eMarketer 估计 2018 年阿里的数字广告收入会超过 200 亿美元, 并首次超过国内的电视广告收入, 将继续稳居国内广告收入第一, 到 2020 年, 阿里的广告收有望达到 320 亿美元。

图表 47 BAT 营收及广告收入



资料来源: emarketer, 华创证券

图表 48 阿里巴巴广告营收走势



资料来源: emarketer, 华创证券

（二）京东——B2C 的互联网化零售业本质

京东的核心优势在 3 亿高端用户和优质的仓储物流布局，我们判断，京东短期内提升 GMV 的方向在于 3 亿优质用户的挖掘，未来京东物流与京东数知将是京东转型爆发的核心驱动力。

1、扩大品类，提升用户体验，回归用户核心价值创造

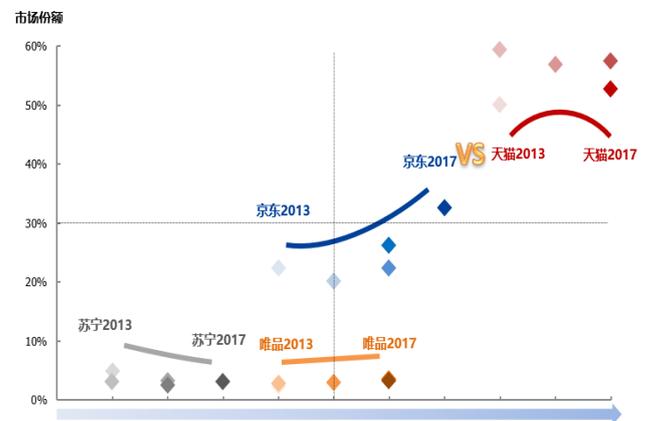
京东的核心资源在于对于三亿高品质客户的累积，在消费升级的背景下，提高客户的用户频次，拓展品类对于京东来说至关重要。在电商平台积累了一定的流量之后，挖掘客户的需求，为消费者提供更多更全的产品，有助于增强消费者购物的便捷性，减少消费者时间浪费，并且降低消费者的运费成本。京东近年来加快了扩张品类的速度，希望通过扩张降低流量的运营成本，扩大产品销量，提升利润额。目前京东的主营品类中手机、家电的品类占比大而弱，因此，如何进行品质的优化，提升客户体验需要京东进一步思索。

图表 49 京东 GMV 及增速



资料来源: wind, 华创证券

图表 50 京东品类丰富度比较



资料来源: 华创证券整理

2、PLUS 会员助力京东平台转型，推动线上线发展

2016 年京东首先推出京东 PLUS 会员制度，为专属会员提供打服饰打折、生日礼物、运费减免等特殊服务，以增加用户粘性，随后各大电商平台争先模仿。京东的 PLUS 会员数量不断增加，2018 年 9 月京东宣布 PLUS 会员已超过一千万，与爱奇艺的会员合作效果明显，京东未来会拓宽更多应用场景的合作，涉及到人们的“衣食住行”等各方面，在消费升级的背景下，为优质客户提供更为全面的服务，通过会员制度多渠道的建设更快的进行电商平台线上线下的融合。

图表 51 京东 PLUS 会员所享权益

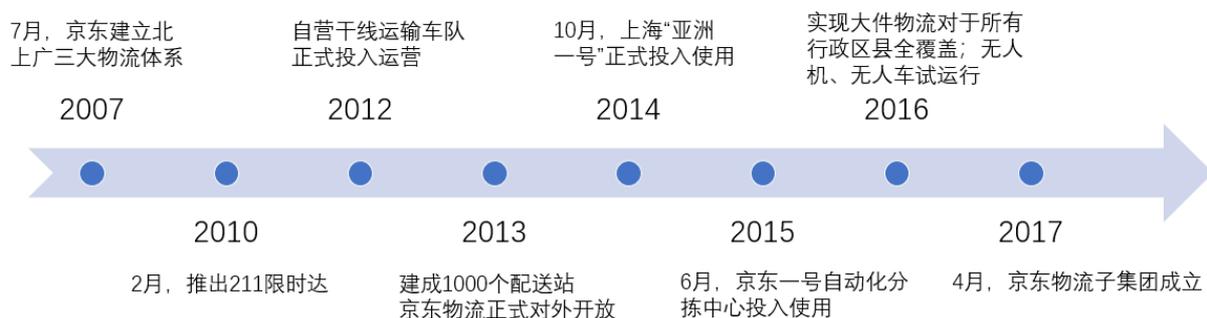


资料来源：京东官网，华创证券

3、自建物流体系，为京东商城助力

京东自 2007 年开始打造自有物流体系，2009 年开始建立物流公司，依托于完整的物流体系促进平台的发展，京东所搭建的物流体系已成为中国电商领域规模最大、覆盖面最广的体系。京东目前拥有 7 大物流中心，分布于华北、华东、华南、西南、华中、东北、西北；254 个大型仓库，仓库占地面积为 550 万平方米，服务于 2646 个区县，6780 个配送站/自提点，实现最短速度商品派送；7 座“亚洲一号”大型仓库。2013 年京东物流正式对外开放，2018 年 11 月，京东宣布进入全货机时代。除此之外，京东近年来在 2010 年推出的 211 限时达基础之上不断推出精准时间限制 30 分钟的“京准达”、能够满足夜间工作人员进行配送的“夜间配”、专为对高品质需求的顾客推出的“京尊达”、能够预约 40 天内送货上门的“长约达”等多种配送模式，由此，京东的物流体系不断健全。

图表 52 京东物流体系发展进程



资料来源：华创证券整理

4、京东数科与金融数知为京东国际化提供力量

京东数字科技的前身是京东金融，2018 年 11 月，京东金融品牌升级为京东数字科技，旗下包括京东金融、京东商城、京东农牧、京东钼媒、京东少东家五大子品牌。京东数字科技以数据技术、AI、IoT 三大时代前沿技术为核心，已经完成在数字金融、数字城市、数字农业、数字营销、数字校园等领域的全面布局，在客户群体上实现了个人端，企业端，政府端的三端合一。

图表 53 京东数字科技旗下五大子品牌


资料来源：京东数字科技官网，华创证券

京东数知是京东基于大数据、云计算技术建立的数字化平台，未来致力于为企业及政府提供更多的服务，帮助其加快转型进程。在大数据的背景下，传统企业依赖数据赋能的趋势不可避免，有的企业缺乏对底层数据的开发及运用，有的企业缺少对于大数据的积累与集成，京东云数知主要提供包括私有云、公有云和大数据资讯服务的三部分服务，打造集合数据一系列服务的平台。京东云数知面向各行业特征和典型应用场景，形成有针对性的一站式大数据赋能解决方案，帮助诸如电商零售、媒体、生产制造、广告、金融、政府机构、新技术等客户快速整合数据资源、洞察用户需求、理顺营运脉络、拓展市场空间。

图表 54 京东数知行业解决方案

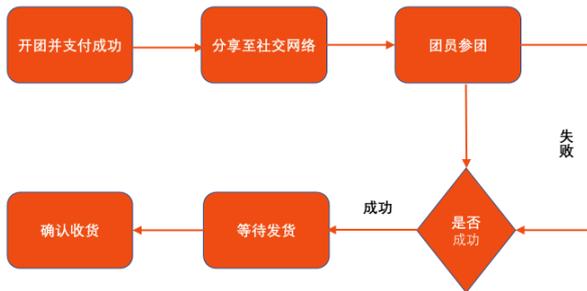
行业	内容
电商零售	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助电商零售行业企业构建更懂用户的全渠道经营活动。
传统媒体	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助传统媒体行业用户重建用户连接，激活自身潜能。
数字营销	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助企业客户实现多渠道用户精准触达，拉动品效转化。
生产制造	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助生产制造行业用户发掘人与机器相结合后的无限潜能。
用户群体洞察	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助企业客户实现场景化用户群体细分，深入挖掘用户价值。
数据抓取	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，为您提供全渠道多类型的网络信息采集解决方案。
智能推荐	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，帮助企业探索目标群体的口味和喜好，提供更个性化的商品和信息。
智能客服	结合京东“优质的数据链+丰富的业务场景+强大的分析能力”，为您提供高效的智能客服解决方案。
数据共享	针对政府或企业用户量身定制，快速构建云环境下分布式系统的数据交换体系，适用于跨部门、跨平台、跨网络的数据交换场景。
私有化部署	京东云提供面向客户私有环境的大数据平台部署解决方案。通过简化大数据系统部署维护，帮助企业快速构建易用、高性能、低成本的大数据平台能力，为企业进行全链路的大数据管理，帮助企业专注于基于数据的价值创造。
数据咨询服务	基于客户业务需要，将京东数据与客户自身数据相融合，揭秘行业现状，洞察用户消费行为及喜好，进而优化产品及运营策略。

资料来源：京东云数知官网，华创证券

（三）拼多多——单用户 ARPU 值的提升是核心指标

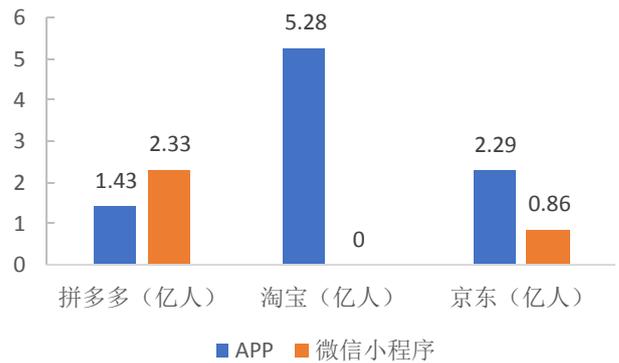
拼多多社交电商模式核心在于社交，导致其很大程度上依赖于微信。拼多多主要是通过分享链接到群或微信好友帮砍价，利用微信较强的导流能力和低价优势，在不超过三年时间内累计用户 3.86 亿，超京东的 3.05 亿用户。传统电商如淘宝和京东的绝大多数活跃用户都集中在应用软件上，而拼多多的微信小程序活跃用户远超 App 用户，2018 年 3 月，拼多多 App 活跃用户为 1.43 亿，微信小程序活跃用户则有 2.33 亿，其绝大部分的交易仍是在微信上完成的。

图表 55 拼多多拼团流程



资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 拼多多、淘宝、京东 APP 与微信小程序对比



资料来源：艾瑞咨询，华创证券

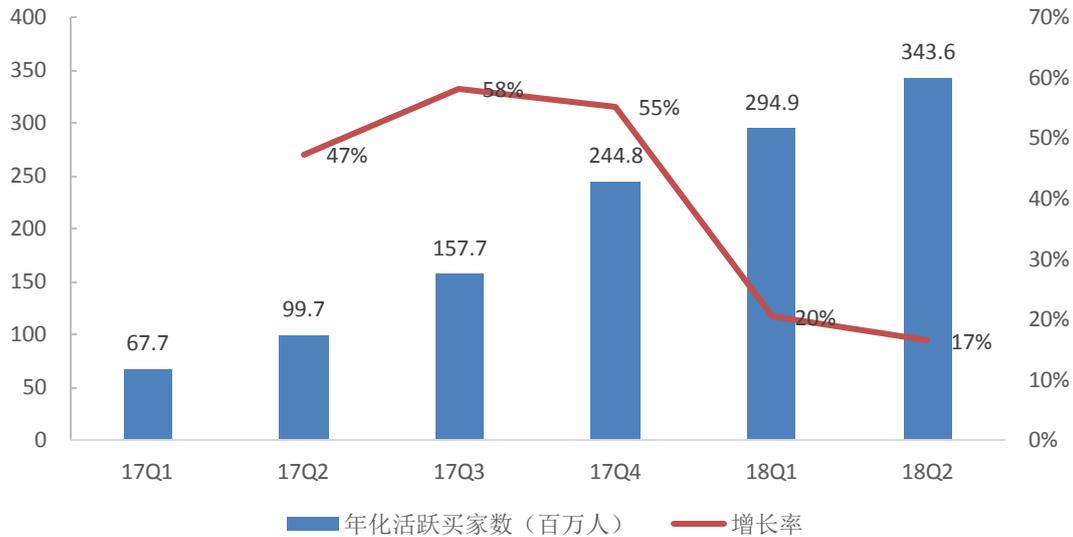
图表 57 拼多多获客成本

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
获客成本 (元)	2.78	7.38	8.66	24.30
MAU 增长成本 (元)	4.99	11.17	10.79	48.31

资料来源：公司招股书，华创证券

拼多多利用社交关系，通过微信群、朋友圈拼单使相同需求的人聚集起来，凭借微信巨大的流量创造了爆款。拼多多这种模式让其在短期内收获了大量用户，但由于其平台建设不如淘宝、京东等老牌电商，后期吸引新客户的劲头明显不足。拼多多 2018 第二季度的年活跃买家数为 3.436 亿，较上一季度增长了 17%，活跃买家数经过 2017 年的飞速提升，在 2018 年数据开始逐渐放缓，年化活跃买家数量的环比增速回落到了 20% 以下。

图表 58 拼多多年化活跃买家数及增长率



资料来源: wind, 华创证券

拼多多的交易模式主要是通过分享机制——分享链接到群或微信好友帮自己砍价，从而通过一种“病毒传播方式”快速积累顾客。拼多多前期获客成本较低，17 年获客成本低于 10 元/人，2018 后获客成本大幅提升，主要由于全面铺开的广告成本。随着平台面向人群进一步扩张，推广费用持续加大，原来依靠微信 10 亿月活跃用户红利所带来的转化进入瓶颈期，但即便获客成本增长至 18Q1 的 24.3 元，仍大幅低于京东和淘宝，这是前期微信流量的积累以及社交电商模式所决定的。

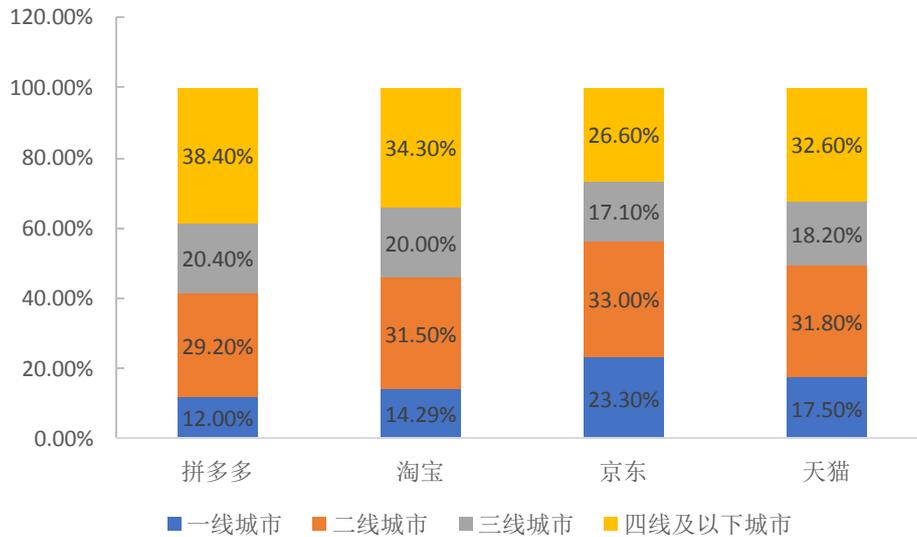
图表 59 拼多多获客成本

	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
获客成本 (元)	2.78	7.38	8.66	24.30
MAU 增长从成本 (元)	4.99	11.17	10.79	48.31

资料来源: 公司招股书, 华创证券

社交属性是低线城市居民消磨时间的好选择，拼多多用户大部分聚集在低线城市。根基 QuestMobile 提供的 2018 年 2 月数据，拼多多用户有近 60% 的用户聚集在三、四线及以下城市，这一比值相比淘宝、天猫、京东的要大得多。一二线城市居民面对生存压力疲于奔命、努力工作，时间成为最宝贵的东西；而三线及以下城市居民生活不那么紧张，时间较为充裕，这种空闲程度的差异会体现在购物选择上，一二线城市居民为了高效率更愿意选择便利店和网购，但是拼多多的拼团模式耗费时间和精力，不会成为其首选，而低线城市居民更愿意花时间去超市或者网购，并且有足够的时间浏览商品、比价、发起或参与团购，拼多多顺势脱颖而出。

图表 60 国内主要电商用户地域分布



资料来源: QuestMobile, 华创证券

拼多多具有社交流量的很多基础属性,但是电商平台服务的属性却是他的短板。

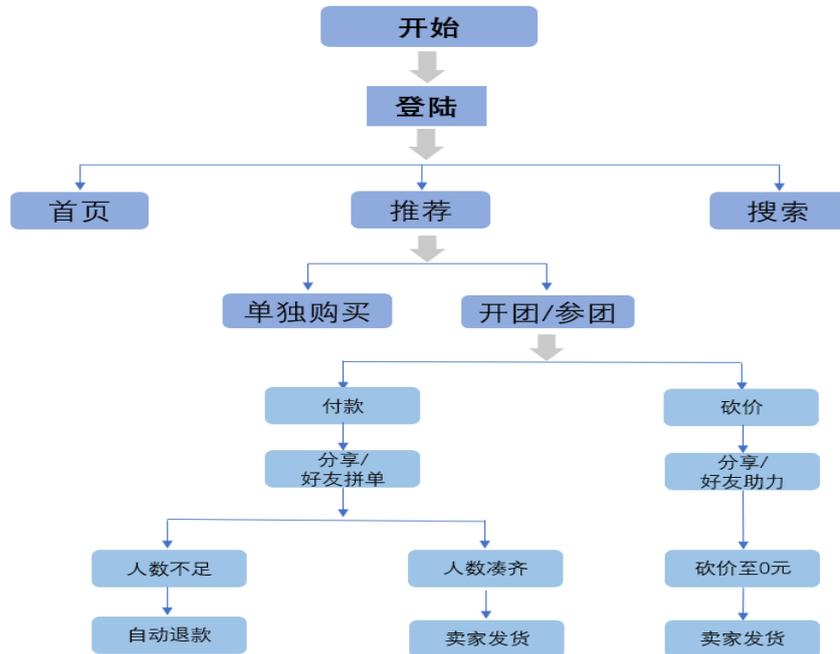
1、产品价格低廉,质量无保证

京东主要的产品定位为高质量、高品质的产品,而拼多多对标淘宝,具有类似的消费者画像,主要吸引消费者的手段为低价。据企鹅智库发表的《2018 拼多多用户研究报告》数据显示,拼多多与淘宝的用户重合度最高,到 2017 年,有 46%的拼多多用户同时也是淘宝用户。拼多多在 2015 年成立之时就瞄准了三四线的下沉市场的客户,为消费者提供秒杀、品牌清仓、品牌折扣、天天领现金、砍价以及免费团等多种功能的服务,让消费者在全网体验最优惠的价格,并且通过社交分享扩大产品影响力,增加产品销量,但在此过程中,产品的质量难以保证,商家为了压低价格只能不断的让步质量,低价提供的商品中多为尾货、仿货、及质量差的产品,因此拼多多对有高质量的产品需求的人群的吸引力小,其受众群众主要为下沉市场的用户。

2、统一发货,物流成本低但是物流体验差

拼多多的购买模式主要采取拼团形式,买家可以选择与网友拼团或者自己发起拼团与朋友分享,拼团的价格比直接购买的价格更具竞争力,当拼团人数达到一定时,才能够进行统一发货,大量的订单降低了物流成本,但是在此模式里,消费者具有时间成本,需要等待拼团成功才能发货,降低了用户体验。

图表 61 拼多多购物流程示意图



资料来源：华创证券整理

3、退换货无保证

淘宝的大数据中心显示最吸引消费者购买的因素有“退换货保证”和“优惠”，因此淘宝最新的宣传广告的关键词是“优惠”与“7天无理由退换货”，期望收获一批新用户。根据拼多多最新的退换货规则，拼多多也具有“七天退换货”的服务，但是不支持七天退换货类目的商品与淘宝有出入，具体的像价格低廉、成本较低的日常用品类并不提供七天无理由退换服务，对于追求价格低廉的消费者来说影响较小，但是对于有质量要求的消费者来说，消费体验则会降低许多。

图表 62 拼多多与淘宝不支持7天无理由退货类目



不支持7天无理由退货类目

- X 电影/演出/体育赛事
- X 珠宝/钻石/翡翠/黄金
- X 酒类
- X 水产肉类/新鲜水果/熟食
- X 成人用品/避孕/计生用品
- X 网络店铺代金券/优惠券



不支持7天无理由退货类目

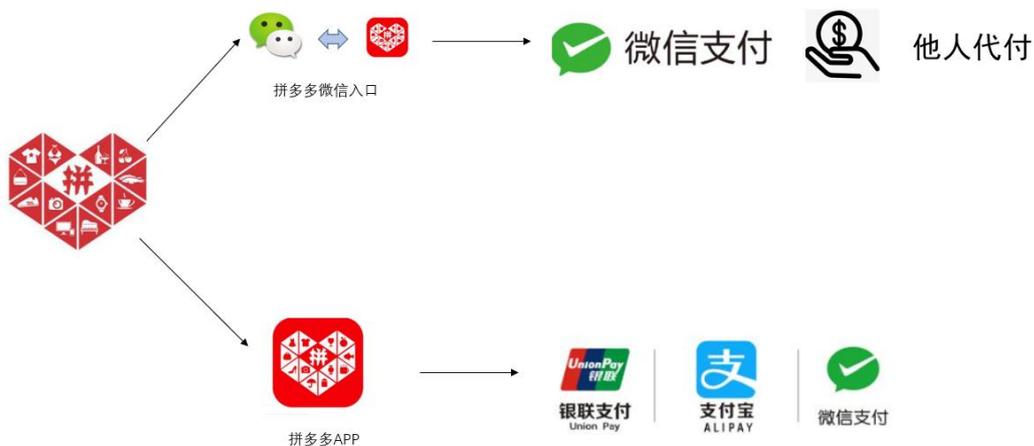
- X 买家定做的、定制类商品
- X 鲜活、易腐类商品
- X 在线下载或者买家拆封的音像制品、计算机软件等数字化商品
- X 交付的报纸、期刊
- X 服务类商品
- X 咸鱼市场个人闲置类物品
- X 二手、竞拍商品

资料来源：华创证券整理

4、支付平台搭建尚在完善中，支付流程体验较差

拼多多的支付平台尚在完善中，还未获得第三方支付牌照。拼多多支付平台主要分为微信端和 APP 端，如果用户是通过微信公众号进入到拼多多商城，不支持支付宝支付，只支持微信支付或者他人代付，如果用户下载了拼多多 APP，则可以选择支付宝、微信或者网银支付三种方式。之前拼多多在打假时，给消费者从售假商家的扣款中退回的是代金券而不是现金，给消费者带来不便，拼多多回应因为未取得第三方支付牌照。目前，拼多多更加希望通过收购的方式获得交易牌照，正在完成对于上海付费通信息服务有限公司的收购，上海付费通信息服务有限公司是拥有支付全牌照的公司，在收购完成后可以使得拼多多的交易更为便捷。

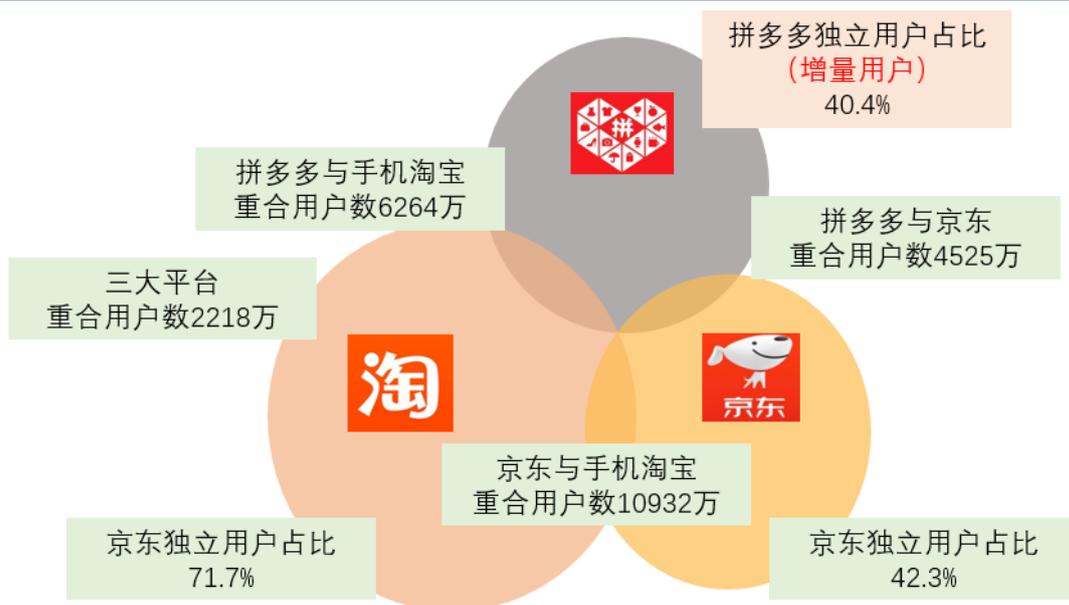
图表 63 拼多多支持支付方式



资料来源：华创证券整理

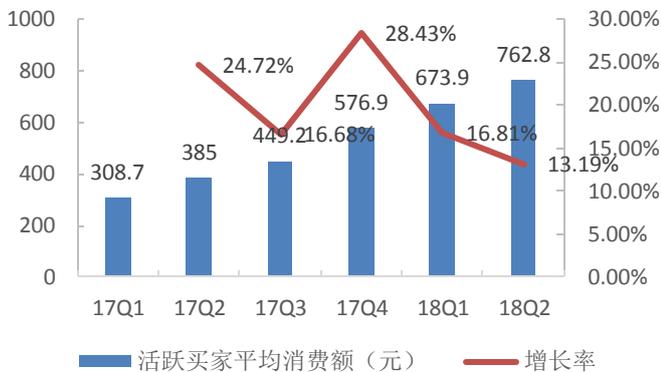
我们预测：在活跃用户与日订单量增长放缓的前提下，拼多多未来的核心观测指标将是单用户的价值。

图表 64 拼多多培育淘宝系、京东系以外的增量用户



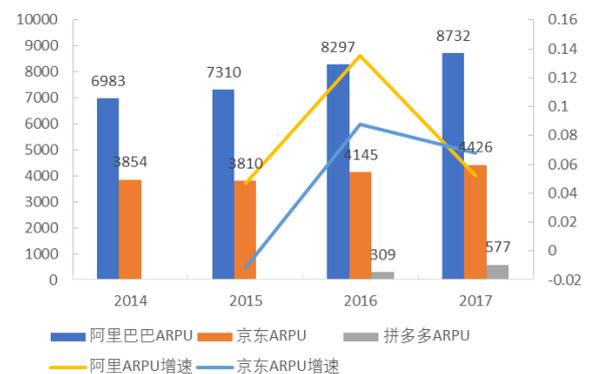
资料来源：QuestMobile，华创证券

图表 65 拼多多活跃买家平均消费额（元）及环比增长



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 66 阿里、京东、拼多多 ARPU（元/人）及增速



资料来源：公司招股说明书，华创证券

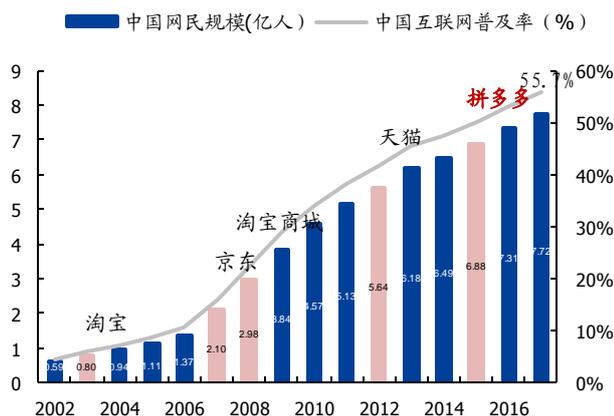
四、中美电商发展历史与格局对比，中国互联网及零售行业的发展天时地利孕育电商巨头，并有望重塑线上线下供应链

（一）中国电商具有后发优势，互联网发达程度远超传统零售商

1、国内网购市场发展潜力大

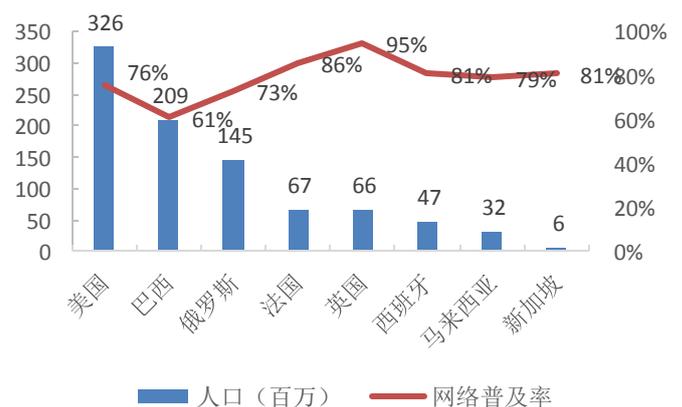
中国人口基数大，虽然互联网普及率不及欧美发达国家，但网民规模数量庞大，随着未来网络普及率的提高，网民数有望继续上升，电商市场发展空间较广。2003年，中国第一家B2B电商平台淘宝成立，这时中国的互联网普及率仅6.2%，全国互联网使用者不到1亿，到2017年，我国互联网普及率上升为55.7%，虽远低于英国的95%和美国的76%，网民数却有约7.7亿人，比英美两国总人口的两倍还要多。

图表 67 中国网民规模及互联网普及率



资料来源：中国互联网信息中心，华创证券

图表 68 2017年几个主要国家的人口及互联网普及率



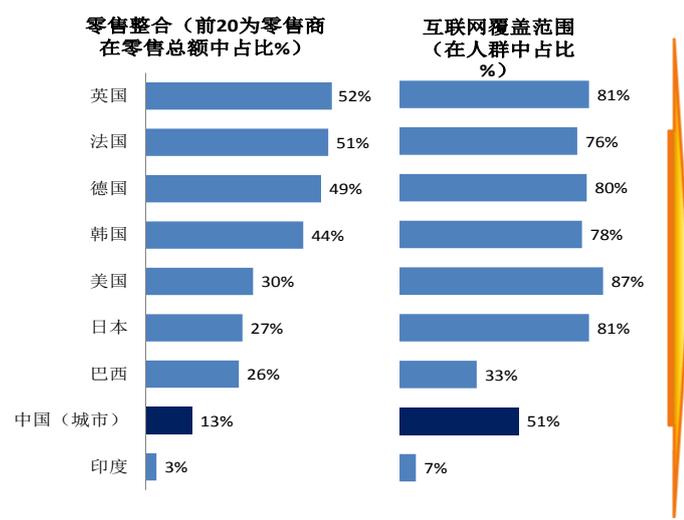
资料来源：中国国际电子商务研究院，华创证券

2、中国网购市场已超大卖场

在美国，相比线上零售，线下零售仍是市场的主体，中国的电商业务虽然比美国起步晚，但发展迅猛。2017年全年，社会消费品零售总额366262亿元，比上年增长10.2%。2017年中国网络零售市场交易规模达71751亿元，占到社会消费品零售总额的19.6%。美国线下零售强于线上一方面是由于美国消费者长久以来注重商品体验感的消费习惯，

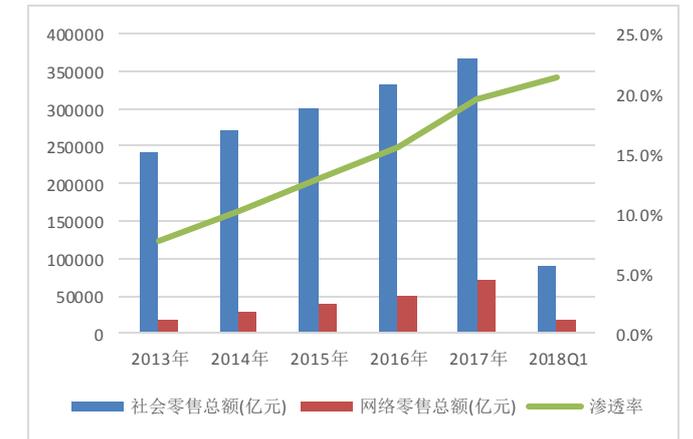
另外一方面是由于美国线下零售商店布局十分密集，90%的美国居民都能在住所 10 英里内找到一家如沃尔玛这样的零售超市。从 2010 年起，中国线上零售总额（4610 亿元）开始超过同期大卖场市场销售额（4450 亿元），预计未来此趋势将持续保持。网购受中国消费者的青睐主要取决于以淘宝为首的电商平台从商品展示到销售、付款、物流、售后等一系列流程中为消费者提供了充足的便利与保障。

图表 69 中国互联网接入程度远超过传统零售商的覆盖范围



资料来源: BCG, 华创证券

图表 70 2013-2018Q1 社消零售总额及电商渗透率



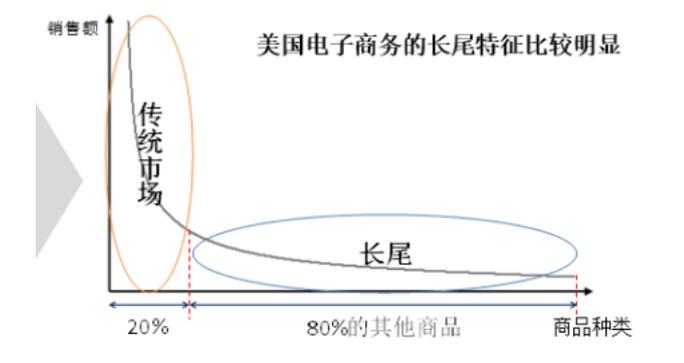
资料来源: 国家统计局, 华创证券

(二) 中国电商竞争格局由流量互联网巨头把持, 美国为典型线上与线下零售巨头战争

1、美国线上发展快速, 线下零售仍占主导

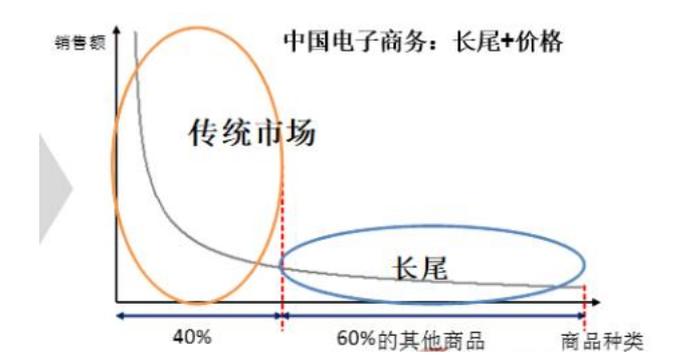
美国电子商务长尾特征比较明显, 中国电子商务表现为长尾加价格的特征。美国网络购物的长尾特性 (在低成本下提供多样的购物选择) 比较明显, 如 20% 利润商品、20% 竞争商品、60% 长尾商品, 沃尔玛超市出售的商品种类超 10 万种, 而亚马逊出售的商品超 100 万种, 亚马逊出售的众多产品无法在传统零售渠道里买到。与美国相比, 中国网络购物 (尤其以垂直式 B2C 模式最为明显) 初始发展路径, 是节省销售成本从而用更低的售价为手段替代传统零售渠道, 例如目前在京东上出售的商品, 绝大部分能够在一、二线传统零售渠道买到, 只是价格便宜一些。

图表 71 美国电子商务长尾特征比较明显



资料来源: 克里斯·安德森: 《长尾理论》, 华创证券

图表 72 中国电子商务表现为长尾加价格

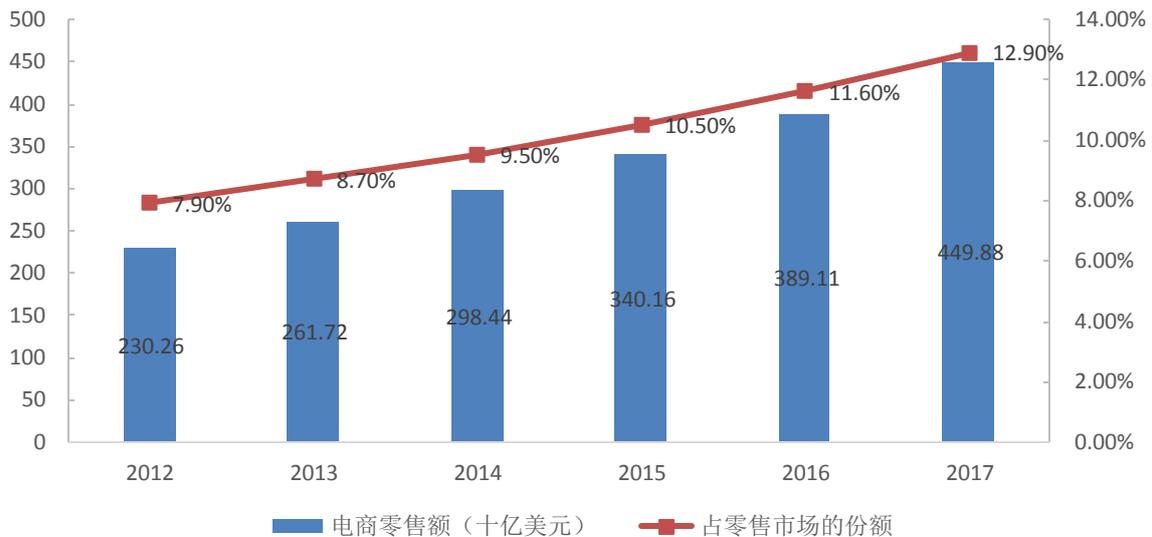


资料来源: 克里斯·安德森: 《长尾理论》, 华创证券

从品类来看，中国电商对于传统零售行业具有压倒性的优势，阿里对于天虹、银泰、大润发的收购、腾讯对于永辉超市的收购，都展现了中国电商的强势。而美国电商更多的是传统强大零售的补充与长尾，美国消费者仍以传统零售消费为主，美国超过九成的美国零售市场份额在线下。

美国线上零售快速增长，但线下零售仍占市场主流。2012年至2017年，美国线上销售额以平均每年14.3%的增长率从230.26亿美元增长至449.8亿美元，虽然近几年电子商务销售市场占总零售市场的份额在不断增加，但绝大部分的零售仍在线下完成，截至2017年，美国电子商务销售所占市场份额仅为12.9%。

图表 73 2012 - 2017 年美国电子商务销售所占市场份额



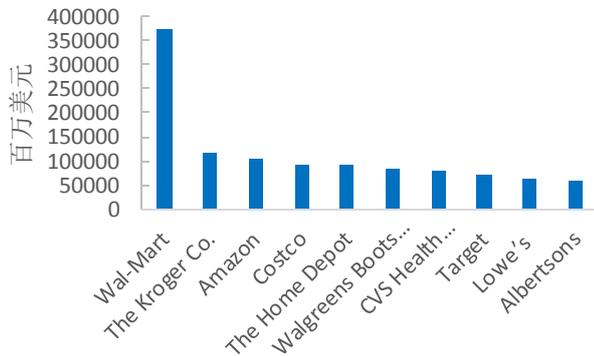
资料来源: U. S. Commerce Department, 华创证券

在美国，亚马逊的竞争对手不仅是同行业类的其他电商平台，更多的是像沃尔玛这样的线下零售巨头。2017年，亚马逊收购了市值137亿美元的著名连锁超市 Whole Foods，正式进入了实体零售业，此次收购是亚马逊将线上销售模式转向线上线下全渠道销售的新型经营方式的重要尝试，同时亚马逊预计将在未来10年在美国开设超过2000家的线下生鲜超市。在电商平台向实体零售市场的侵蚀下，线下零售巨头沃尔玛也开始向线上销售转型，近年来，沃尔玛相继收购了 Jet.com, Hayneedle.com, Shoes.com, Moosejaw, and Modcloth.com 等网购平台，从而进入电商圈。此外，沃尔玛还提供了线上下单、线下提货的方式，将店内业务和在线业务结合在一起，以期吸引更多用户。到2017年，沃尔玛已成为继亚马逊之后美国第二大电商。

2、中国互联网巨头把持电子商务市场

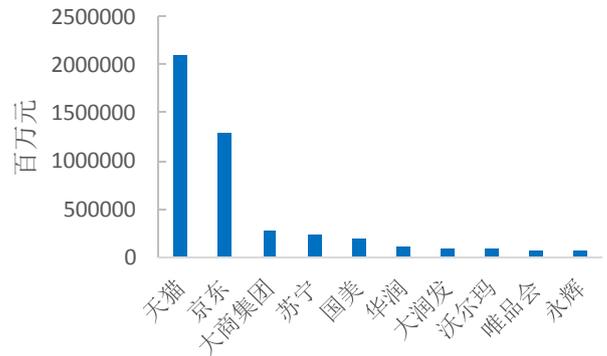
对比美国，中国电商平台的销售额以及销售量均远超同类别的线下零售商，中国电商对于传统零售行业具有压倒性的优势。由 STORES 杂志公布的2017年美国排名前10的零售商中，除了亚马逊以外，其余9个均为传统零售商。中国2017年排名前十的零售商中则有一半是电商，而且排名前二的电商零售额远远超过了传统零售商。

图表 74 2017 美国前十零售商 (百万美元)



资料来源: STORES, 华创证券

图表 75 2017 中国前十零售商 (百万元)



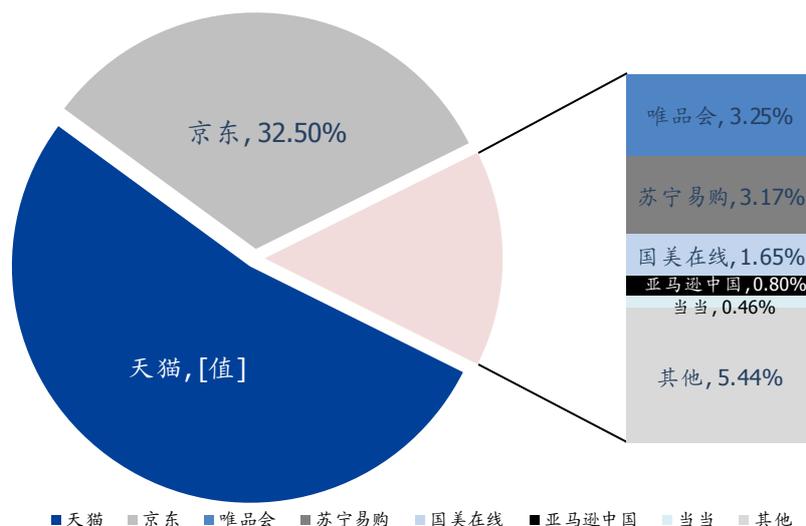
资料来源: CGCC、CNCIC, 华创证券

中国线上零售业目前主要由两大电商平台把控, 一是阿里巴巴, 二是京东。2017 年天猫和京东占电商行业市场份额分别为 52.73%、32.50%, 两家占据了超过 80% 的总市场份额, 紧跟其后的有唯品会 (3.25%), 苏宁易购 (3.17%), 美国在线 (1.65%), 亚马逊 (0.80%) 和当当 (0.46%)。

阿里的淘宝最早成立于 2003, 早期淘宝的免佣金模式和低廉的价格吸引力大批的商家和用户, 随着消费者对产品质量、品牌知名度、售后服务等越来越多的关注, 阿里在 2012 年推出了天猫 (淘宝商城) 以满足消费升级的需求。天猫的入驻门槛更高, 且对商家收取一定的佣金, 但同时也为商家提供更多的服务。2018 年第一季度, 天猫的 GMV 为 2,1310 亿, 在 2018 年的双十一购物节, 天猫仅一天的 GMV (交易额) 便达 2135 亿元。

京东成立于 2004 年, 成立之初便以低价正品和优质体验作为经营理念, 打造了中国目前最大的自营平台。随后在 2015 年京东相继与乐天、腾讯、沃尔玛达成战略合作, 不断拓宽了平台的销售品类以及供应链资源。2017 年京东的零售额 (GMV) 为 12950 亿, 使京东稳居国内电商巨头前列, 规模紧紧随天猫之后。

图表 76 2017 年中国电商市场份额分布

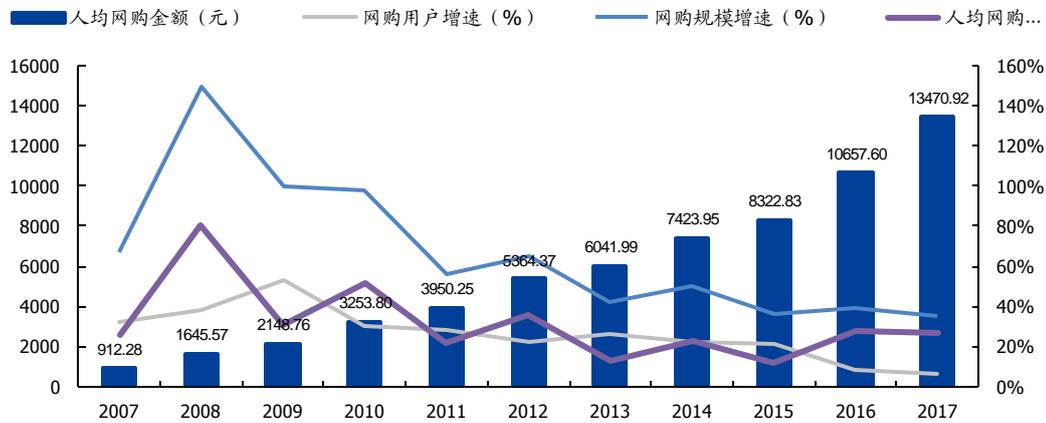


资料来源: Statista, 华创证券

从 2008 年开始, 中国的网购用户增速、网购规模增速以及人均网购金额增速都在呈递减的趋势发展, 目前阿里和腾讯的长期发展战略正式通过整合线上和线下购物来形成一个完整的消费生态圈。随着电商红利逐年递减, 传统的电

商巨头们如亚马逊、阿里和京东均面临单纯的线上销售模式不利于长期发展的问题。和亚马逊在寻求全渠道的扩张之路一样，国内的电商巨头开始将目光转向线下。

图表 77 国内电商用户及市场规模发展趋势



资料来源：中国电子商务研究中心，华创证券

在中国，阿里巴巴和腾讯分别与众多线上和线下渠道达成战略合作，致力于建设一个全渠道新零售生态圈来抢占市场份额。以腾讯系的生态圈为例，顾客可以从微信无缝连接进入京东和拼多多的购物界面，也可以通过小程序在美团、大众点评上订餐，在每日优鲜订购生鲜产品，最后通过微信完成支付。腾讯通过入股京东、永辉、家乐福等线上线下零售商的方式，将线上线下渠道整合在一起，形成了一个涵盖了几乎所有消费品类和场景的生态圈。由于中国的传统零售商无论在体量还是在规模上都远不足我国的几大电商巨头，同时，传统零售商的数字化程度、对供应链的掌握程度较低以及缺少对消费者数据的收集和分析能力，导致了传统零售商自主转型非常困难。对传统零售商来说，最好的选择是通过与阿里或者腾讯这样的电商巨头合作来实现转型，这也为阿里系和腾讯系的生态圈建设提供了机会，形成了中国电商市场阿里系和腾讯系各占半壁江山的特点。

图表 78 阿里与腾讯的新零售布局



资料来源：Quesmobile，华创证券

（三）中国电商注重全渠道拓展，美国电商地推能力较弱

国内电商注重全渠道的扩展和线下的整合，美国电商不具备强大的地推基因与团队，同时及时配送系统不够发达，

尚无法解决最后一公里的配送效率问题。国内电商比如美和饿了么注重对于整个生活服务场景的线下整合,截至2018年4月30日,美团共有员工4.6万名,其中销售、营销及业务发展员工占比为61%,共计2.8万人,研发人员占比为22.2%,日平均活跃配送骑手数量约53.1万人。

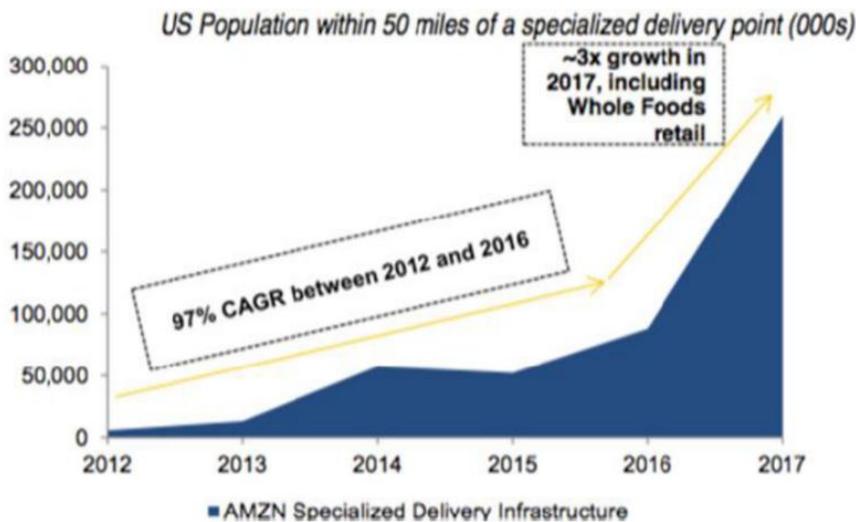
图表 79 美团员工种类分布情况



资料来源: 美团招股说明书, 华创证券

国外电商如亚马逊,除了自建配送点以外,还通过并购 whole foods,利用门店下沉,以增加最后三公里配送效率。Whole Foods 一方面拥有超过 100 万平方英尺的仓库空间,另外一方面可为 Amazon Fresh 提供了线下提货平台。随着亚马逊 Prime 服务和 Whole Foods 的结合,可以帮助亚马逊更深入地了解一个人是如何在线和离线购物的,有助于亚马逊为客户带来更精准的广告和促销活动等,同时,随着亚马逊 Prime 服务的引入,其特殊的折扣和免快递费等优惠也会为 Whole Foods 吸引来一部分新客流。

图表 80 亚马逊自建配送点对美国人口的覆盖



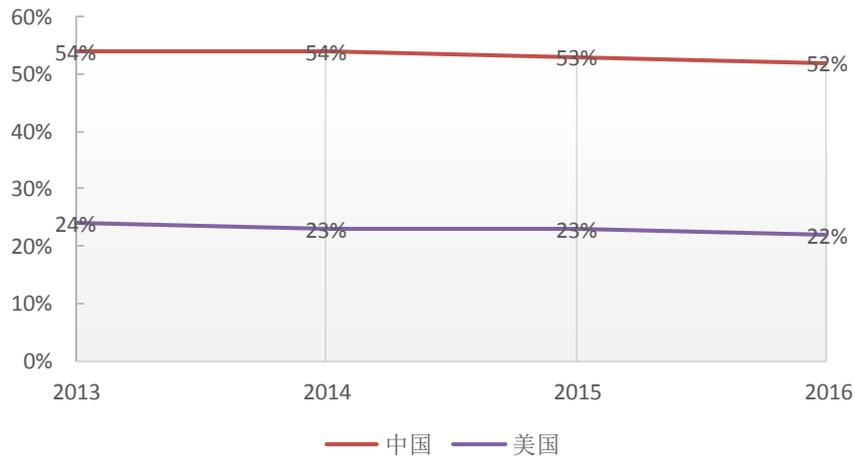
资料来源: Evercore ISI, 华创证券

(四) 中国电商未来的争夺: 生鲜食品线下供应链

1、中美生鲜品供应链市场现状

无论在中国还是美国，食品饮料，尤其是生鲜品的电商渗透率以及渠道占比都很低，中美两国的电商在打入线下销售渠道时，都以生鲜超市作为切入口。在中美电商平台上，易包装、易保存、便于运输的商品贡献了主要的销售额，而食物、酒水、饮料等保质期较短，易破碎的商品则一直是线上销售的短板，尤其是生鲜品本就极易腐烂，而消费者对这类日常商品的质量要求非常高，这不仅需要冷链物流而且需要在非常短的时间里将商品送达。以京东为例，食品饮料子渠道在京东开发平台和自营平台的占比仅为 2.5%、3.3%。虽然食品饮料的电商渗透率极低，但是食物在中美两国的零售额中占比却很大，食品饮料类商品在国内零售业的市场份额甚至超 50%。

图表 81 中美两国食品饮料在零售市场的份额



资料来源：US Census Bureau、国家统计局、Euromonitor，华创证券

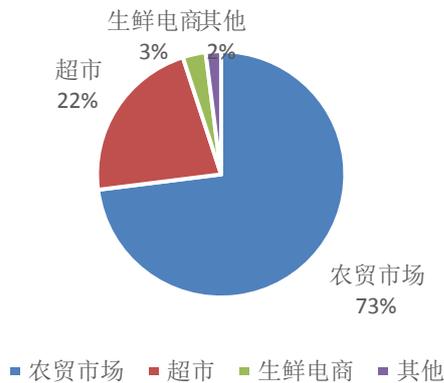
中国生鲜消费市场庞大，但与美国、德国、日本等以生鲜超市为主要销售渠道的国家相比，中国的生鲜市场还处于初级发展阶段，仍以传统的农贸市场销售模式为主。据统计 2017 年中国生鲜市场交易额达 1.79 万亿元，同比增长 6.9%，预估 2018 年国内生鲜品销售额将超 1.9 万亿元，预计这一数值在未来几年还将继续上升。2016 年，我国农贸市场占总销售渠道的比重为 73%，远超生鲜超市销售渠道的占比 22%。电商平台的市场份额更低，只有约 3%，仍有很大的上升空间。

图表 82 中国生鲜市场销售规模及增长率



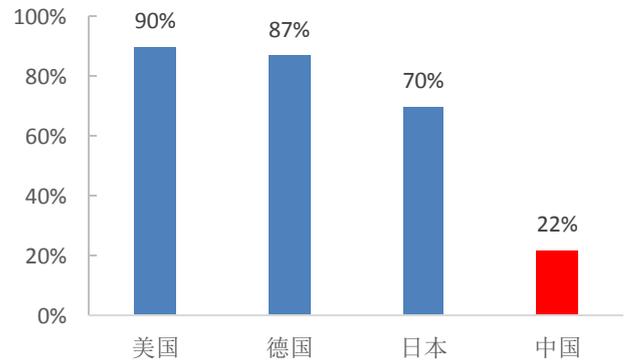
资料来源：智研咨询，华创证券

图表 83 中国生鲜销售渠道分布



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

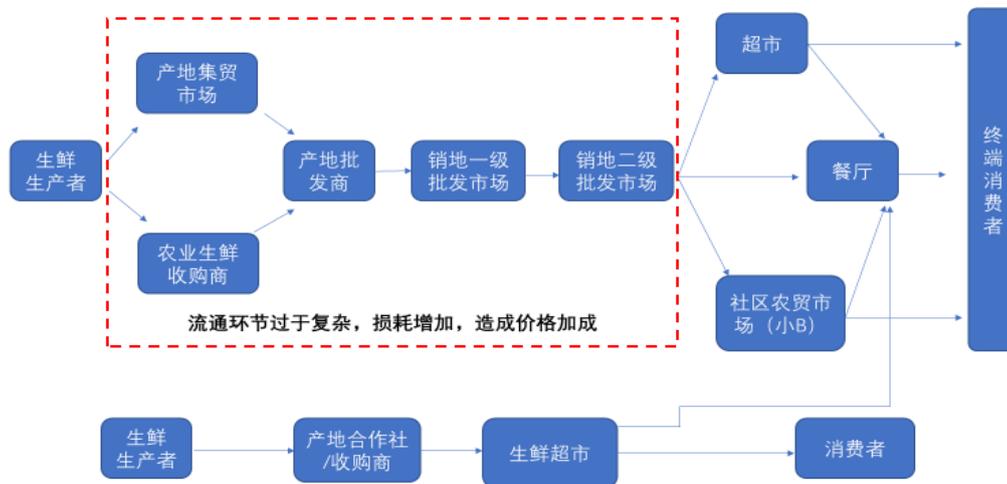
图表 84 国内外生鲜超市销售渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

传统的农贸市场销售模式下，供应链长，中间商和流通环节复杂冗余，导致物流效率低下且损耗过大。此外，中间环节过多还导致中间成本的层层叠加，导致生鲜品到消费者手中时价格偏高。生鲜品的核心在于“鲜”字，生鲜品具有明显的周期性和季节性，以及易腐坏等特点，因此，生鲜品的销售要求较高的时效性、较短的物流半径和较完善的基础设施。目前，美国的生鲜销售主要以超市等食品零售商为主要渠道，占比约为 90%。这种模式下，生鲜超市直接于产地合作社或一级收购商合作，然后商品直达终端餐厅或消费者手中，减少了批发市商与分销售等中间环节，提高了物流效率。生鲜超市还能从规模化采购、运输设备、冷藏设备等方面提升生鲜销售产业链的效率。

图表 85 传统农贸市场模式和生鲜超市模式对比



资料来源：易观智库，华创证券

中国餐饮供应链企业规模普遍较小，服务能力及范围有限，没有像美国 Sysco 这类具有标杆性的供应链公司，随着阿里巴巴、腾讯等互联网巨头进军生鲜零售业，生鲜电商的发展前景十分可观。中国生鲜供应链比较分散，目前国内生鲜的超市供应商主要有永辉、家家悦、华联等，但是规模都不大，占的市场份额也不多，美国的供应链标杆型公司 SYSCO 是北美最大的食品（生鲜）销售企业，其营销网络遍及美国、阿拉斯加和加拿大的一部分，为餐厅、饭店、医院和学校提供餐食，品类包括鲜冻肉、海鲜、家禽、蔬菜、水果、零食以及环保餐具厨房用品等。2017 年 SYSCO 实现营收 553.7 亿美元，同比增长 6%，毛利率为 19.1%，占美国餐饮食材供应链市场份额约 23%。根据 2018 年 7 月 19 日发布的《财富》世界 500 强排行榜，美国西斯科公司位列 174 位。

图表 86 Sysco 营业收入及同比情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 87 Sysco 毛利及毛利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 88 中国餐饮供应链企业规模普遍较小

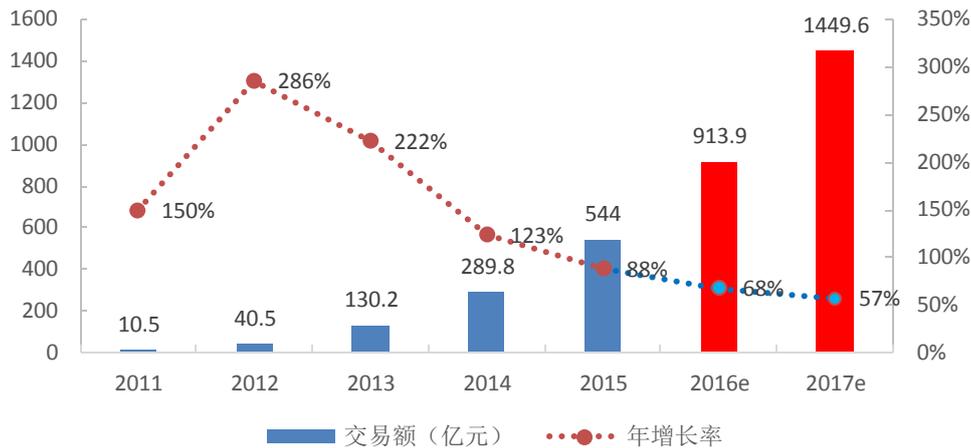
餐饮供应链企业概览								
	代表企业	成立时间	SKU	采购方式	加工 (中央厨房个数)	仓储 (物流中房个数)	配送	客户类型
全品类	美菜 (互联网)	2014	• 10000- • 蔬菜品类占30%, 其次是冷冻货物, 再次是调料	30%直采	无	30	• 自建 • 8-10小时送达 • 第三方	小餐厅 C端消费者 小餐厅 美团外卖商户
	链农	2014	• 米面粮油、酒、餐具、 • 纸巾、打印机等产品	多数直采	-	-	• 自建	
	快驴	2015		多数直采	-	-		
			采购环节		加工与仓储环节		配送与终端环节	
细分品类	夏晖 (麦当劳)	1974	预处理蔬菜/冻品 • 9000+	无	-	7	• 自建 • 最快2小时送达	麦当劳 必胜客/星巴克等连锁餐饮
	蜀海 (海底捞)	2006	• 包括加工肉类/预处理蔬菜/净菜 • 火锅料 • 面点 • 预制小龙虾冻品	多数直采	7	13	• 第三方 • 24-36小时送达, 最快12小时	海底捞餐厅 3家以上连锁的餐厅 团餐/便利店
	安井食品	2001	• 火锅底料	多数直采	8	-	• 第三方	餐厅/酒店/休闲零食企业
	颐海国际 (海底捞)	2005	• 火锅底料	多数直采	2	-	• 3-7天可送达经销商	海底捞餐厅 10-15家规模以上的连锁餐厅
	链农 (互联网)	2014	• 牛羊肉 • 进口海产品	一级批发市场	无	自建	• 自建 • 8-24小时送达	经销商/商超/电商 中大型连锁餐厅
	信良记 (新辣道餐饮)	2016	• 低SKU爆款水产类预制菜冻品	多数直采	5	9	• 自建+第三方	30%供应新辣道小餐厅 电商平台
	彩食鲜 (永辉)	2016	• 标准化净菜	多数直采	5	17	• 自建+第三方 • 针对企事业单位配送2-3次/周	永辉超市 企事业单位食堂 中高端餐饮企业 生鲜电商

资料来源: 易观智库, 华创证券

2、生鲜电商——引领未来中国生鲜市场

我国生鲜电商仍处于发展初期，市场空间巨大。生鲜品属于日常消费品，需求大且稳定，2015年国内生鲜总销售额约15800亿，而电商平台的生鲜销售额仅544亿，电商占比不到4%。2011年以来国内生鲜电商的交易规模扩张速度十分迅速，根据易观智库数据，2016年、2017年的交易规模达913.9亿元、1449.6亿元。同时，由于生鲜品不易保存与运输的特点，导致目前生鲜的电商渗透率很低，仅为1%，相较其他行业而言，生鲜电商更具发展潜力。

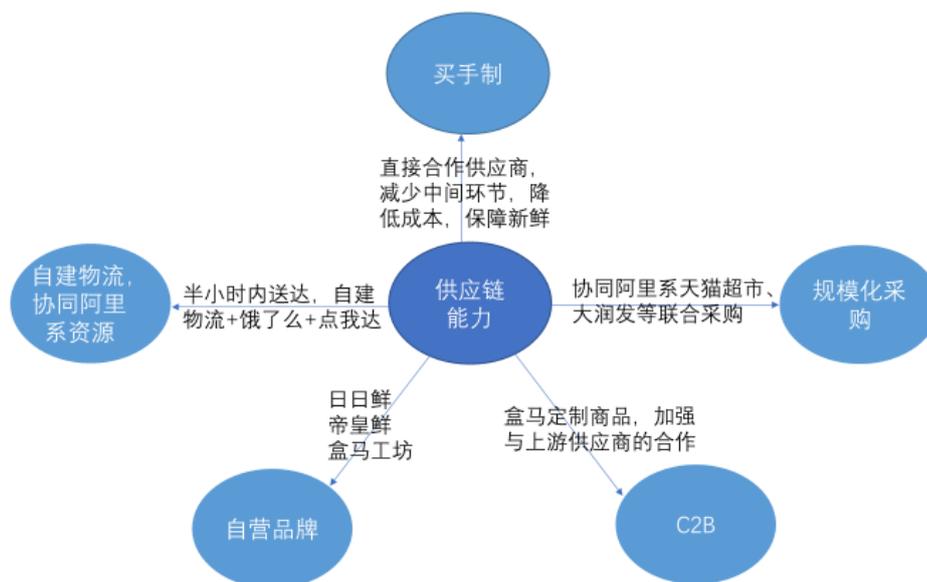
图表 89 中国生鲜电商市场交易规模及年增长率



资料来源：易观智库，华创证券

生鲜电商有助于优化生鲜供应链体系，互联网巨头具备规模大、资金足、技术强、经营经验丰富等优势，可以在较短时间内建成具有一定规模的生鲜电商平台。生鲜电商主要研究如何将生鲜销售渠道进行扁平化，目前生鲜电商主要是通过搭建平台，从供应商取货，越过中间环节，将生鲜品直接销售给零售商、餐厅或消费者，同超市销售商一样，生鲜电商销售模式可以减少中间不必要的流通环节，提高运输效率，减少损耗，保证了生鲜产品的质量。

图表 90 阿里供应链能力



资料来源：中国金融研究院，华创证券

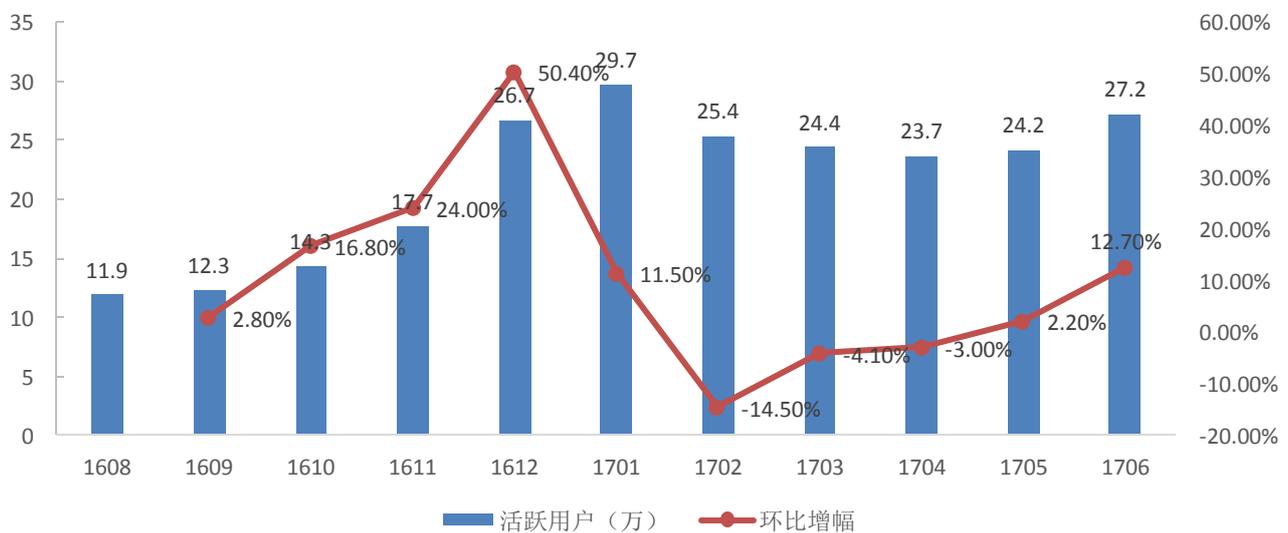
以阿里盒马为例，盒马是阿里以数据与技术驱动为核心建立的真正意义上线上线下一体化的全渠道超市，采用“电商+门店”的经营模式，集零售、餐饮、仓储、互联网为一体，通过阿里系的天猫超市、大润发、易果生鲜、三江等进行合并采购，盒马双店合一的模式打通了阿里从线上到线下的扩张，它不仅给消费者带来更加良好、便捷的购物体验，还解决了电商平台生鲜商品的物流与配送难题。

1) 线上：阿里以盒马 APP 为业务端口推出了一站式的生鲜销售和配送，以及熟食外卖。首先，对于生鲜品，盒马施行线上下单+线下自提与线上下单+30 分钟送达（5 公里内）的模式，实现了店仓一体化：门店货架即为线上虚拟货架。这一模式不仅降低了仓储成本和所需仓库数，以门店作为配送中心的特点还增强了配送的时效性。此外，电子标签，自动化物流等高科技也提高了生鲜品的物流效率。再次，对于餐饮熟食，盒马 APP 还供海鲜代加工服务以及各种熟食套餐的外卖服务，方便消费者即可享用最新鲜的美食。

2) 线下：盒马目前在北京、上海、深圳、广州、成都、杭州、武汉、西安、南京、苏州、昆山、南通、宁波、贵阳、福州、海口等 16 个城市建设了 107 家线下实体门店，在未来门店数量还会继续扩张。线下门店一方面可以将线上消费者引导至线下实体店参观、体验，让顾客对门店环境、商品品类与质量、服务等有更真实的感受，增强客户对平台的信任感。方便消费者在店即提线上下单的新鲜美食，提升了生鲜食品的电商渗透率。同时，良好的实体店体验也可以将更多的顾客吸引至线上消费，同时带动其他食品饮料的网络销售量。此外门店零售与餐厅的跨界融合有助于吸引客户并延长客户在店的逗留时间，增加顾客粘性，以及改善盒马的盈利结构。

此外，盒马对支付方式的限制（仅支持支付宝支付，不支持到店支付）推动了支付宝和盒马 APP 的下载和使用，形成了良好的消费闭环，方便了阿里对用户数据的搜集与分析，后期对阿里的广告和营销创造了更多价值。2016 年 3 月盒马正式上线，截至 2017 年 6 月，盒马 app 的活跃用户已达 27.2 万人，苹果商店的 app 下载量超过了 72 万次，随着盒马实体店在更多城市的建成，未来盒马的活跃用户有望继续上涨。

图表 91 盒马 app 活跃用户规模



资料来源：易观智库，华创证券

五、风险提示：宏观经济下行，电商法等政策监管风险。

通信组团队介绍

研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：蒋颖

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

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

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500