



后电商时代： 存量用户运营与战略扩张之道

中泰零售电商首席分析师： 彭毅

SAC执业证书编号：S0740515100001

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

请务必阅读文末声明

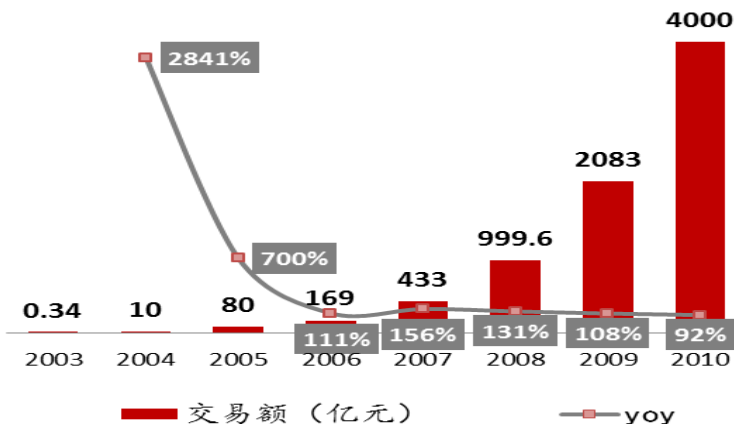
目录

- 激荡十五年，回顾中国电商发展之路
- 纯线上红利减退，深挖存量客户价值，线上线下融合发展
- 探讨电商战略扩张之道，推动估值思路转变
- 重点公司推荐

激荡十五年，回顾中国电商发展之路

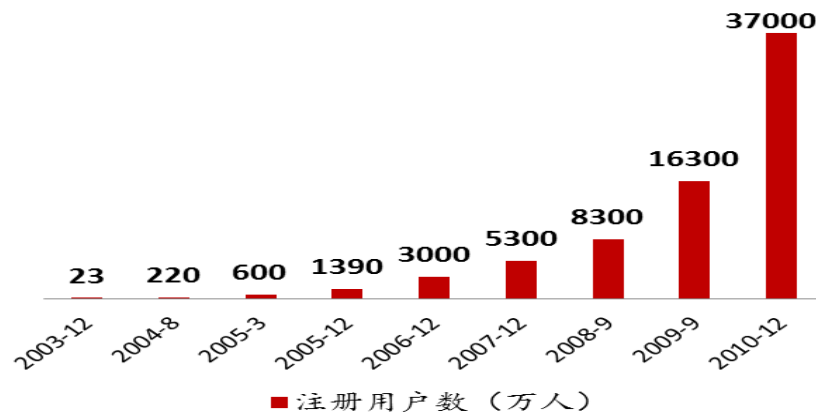
C2C时代：淘宝网推动线上零售第一次大爆发

早期淘宝交易额指数级增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

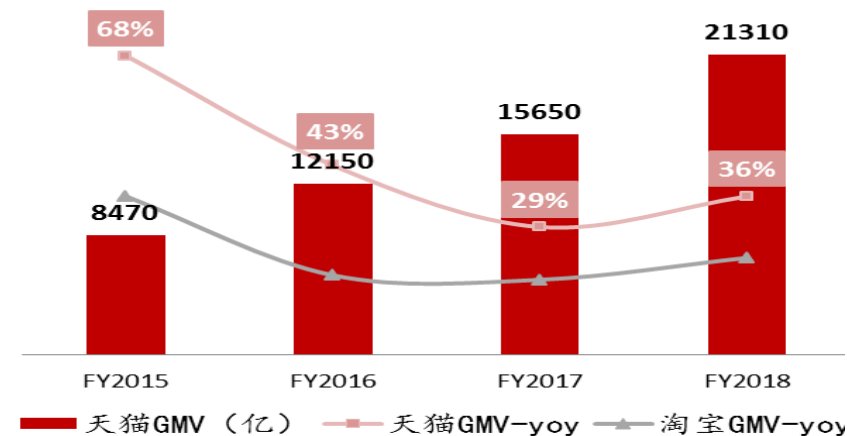
早期淘宝注册用户数快速提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

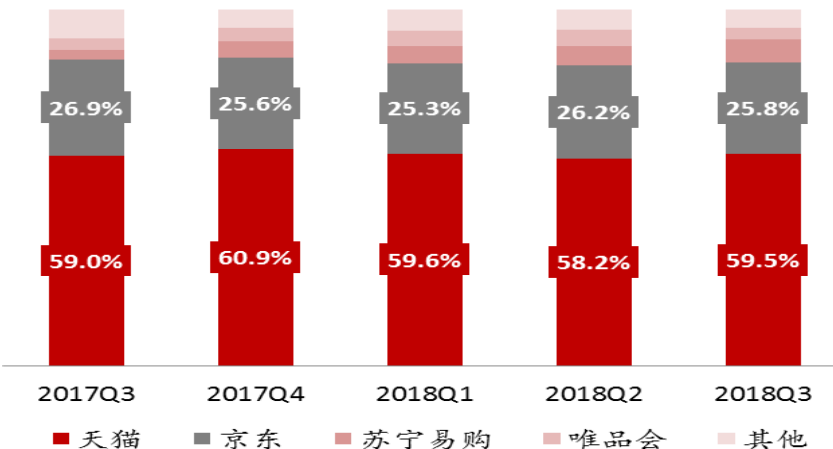
B2C时代：消费升级，天猫成为增长引擎；京东实现快速崛起

天猫拉动整体GMV增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

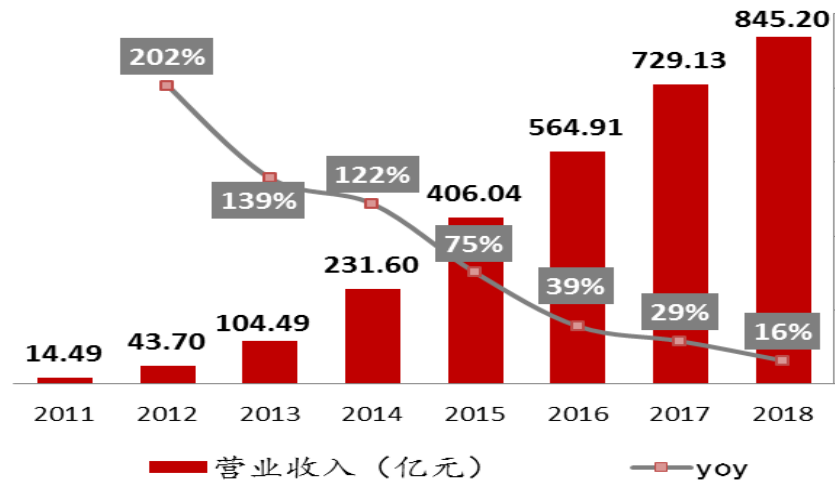
天猫京东B2C市场份额领先，双寡头局面成型



来源：易观智库 中泰证券研究所

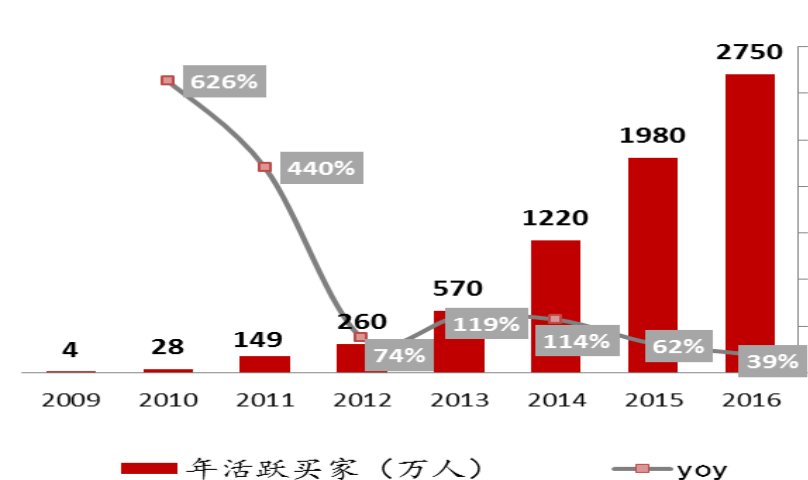
B2C时代：品牌商去库存，唯品会特卖模式兴起

营收经过快速增长期后持续回落



来源：公司公告 中泰证券研究所

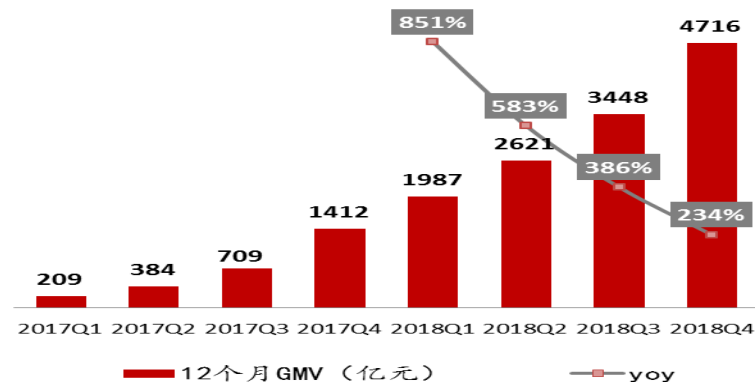
09-16年用户数高速增长，特卖模式引流效果显著



来源：公司公告 中泰证券研究所

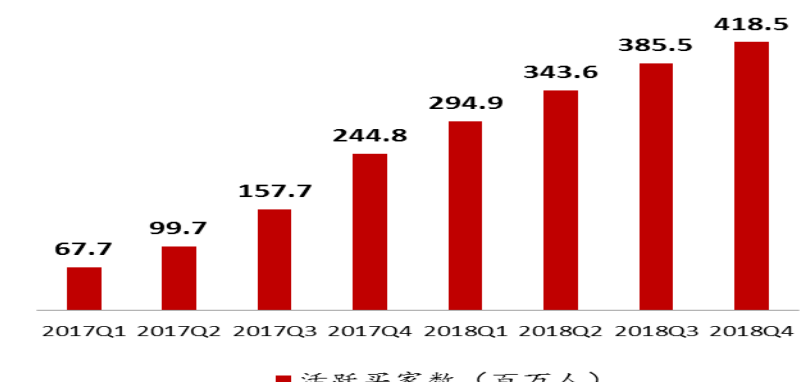
社交流量壁垒和长尾商家助力拼多多实现野蛮生长

拼多多销售规模爆发式增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

拼多多活跃买家数量赶超京东

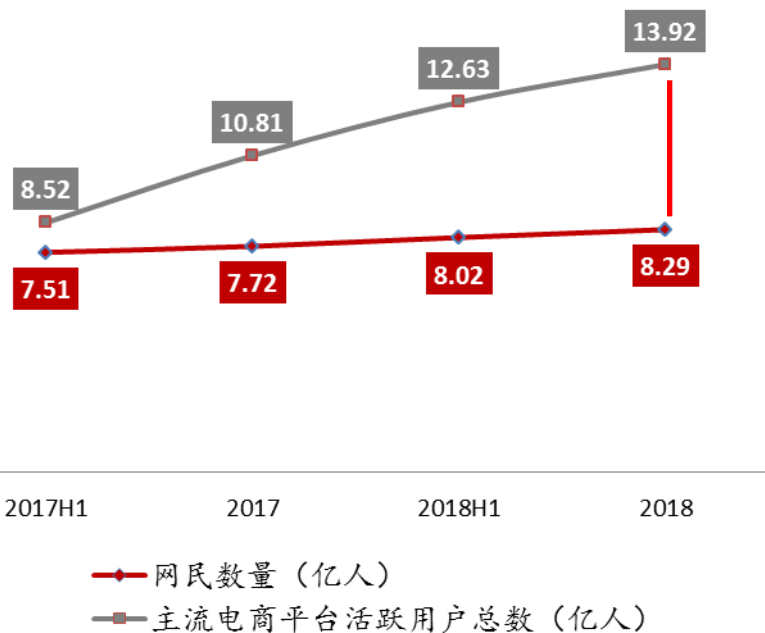


来源：公司公告 中泰证券研究所

纯线上红利减退，深挖存量客户价值，线上线下融合发展

纯线上流量红利减退，获客成本高企，营收增速下滑

主流电商总活跃用户数远超网民数

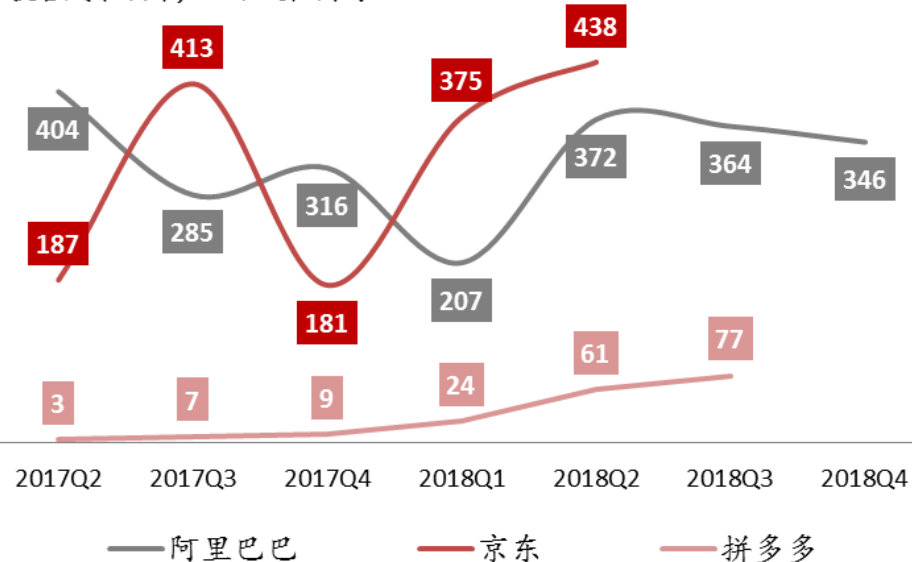


来源：中国互联网络信息中心 公司公告 中泰证券研究所

传统搜索式电商获客成本居高不下

获客成本 (元) = 当期营销费 / 活跃买家增量

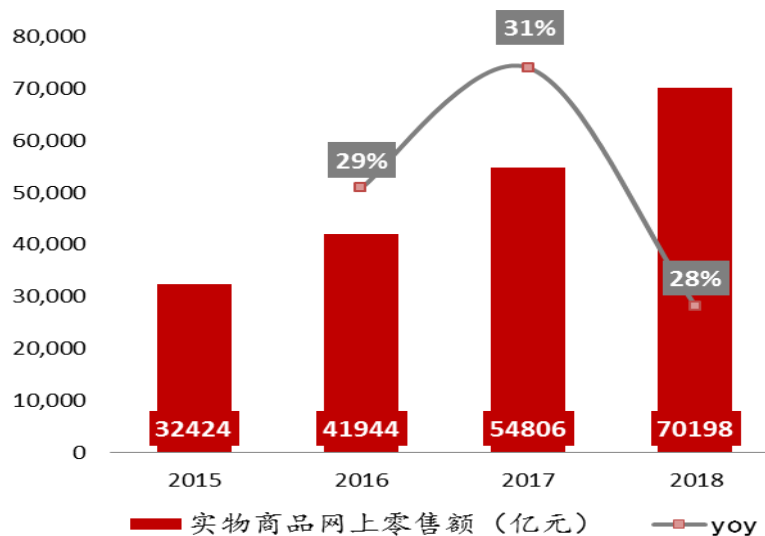
注：拼多多Q4数据暂未公布，京东由于Q3用户负增长、Q4用户仅增长10万人，获客成本激增，故不放在图内



来源：公司公告 中泰证券研究所

纯线上流量红利减退，获客成本高企，营收增速下滑

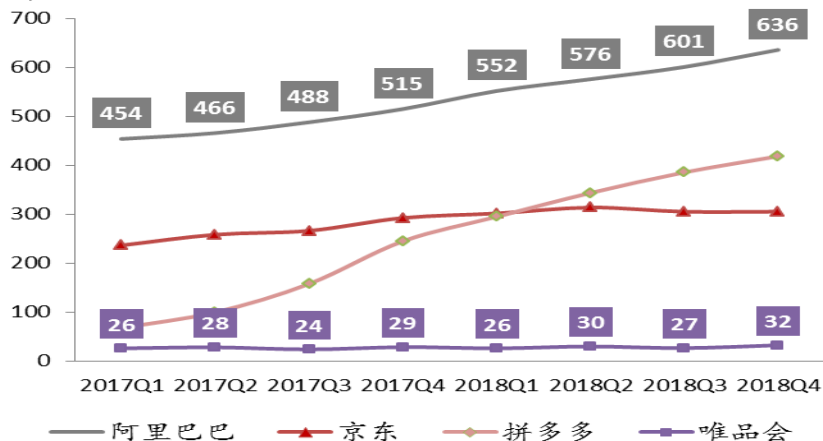
实物商品网上零售额增速下滑



来源：公司公告 中泰证券研究所

京东活跃用户增长陷入停滞

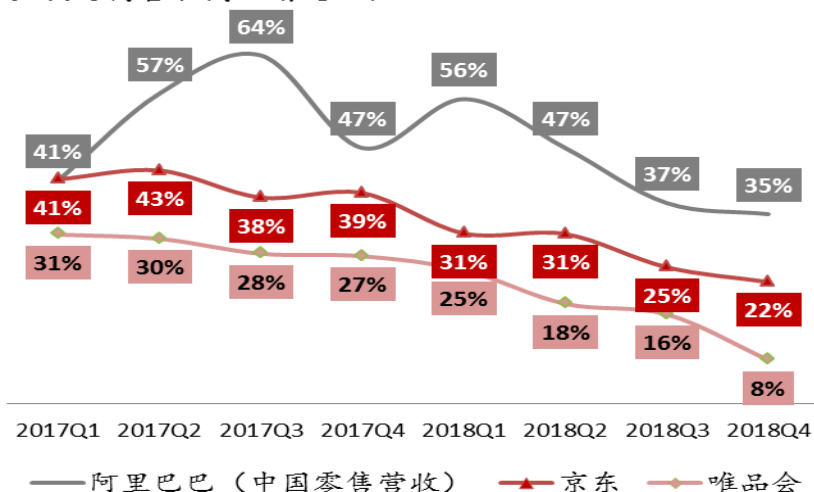
年活跃买家数对比 (百万人)



来源：公司公告 中泰证券研究所

主流电商平台营收增速放缓

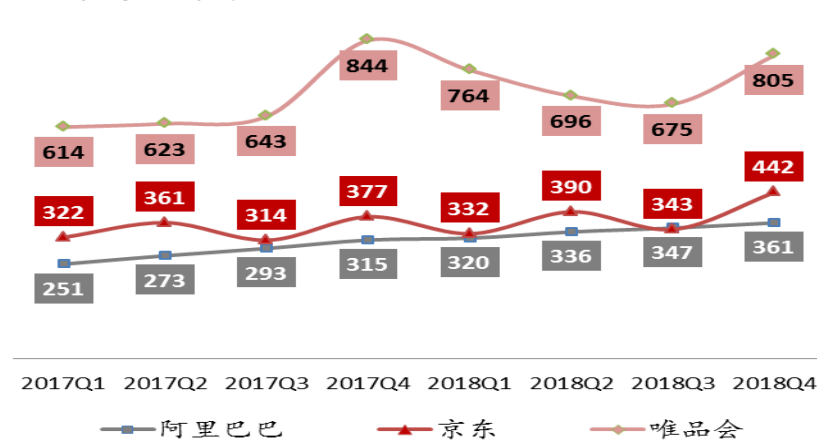
主流电商营收同比增速比较



来源：公司公告 中泰证券研究所

人均收入提升成为关键

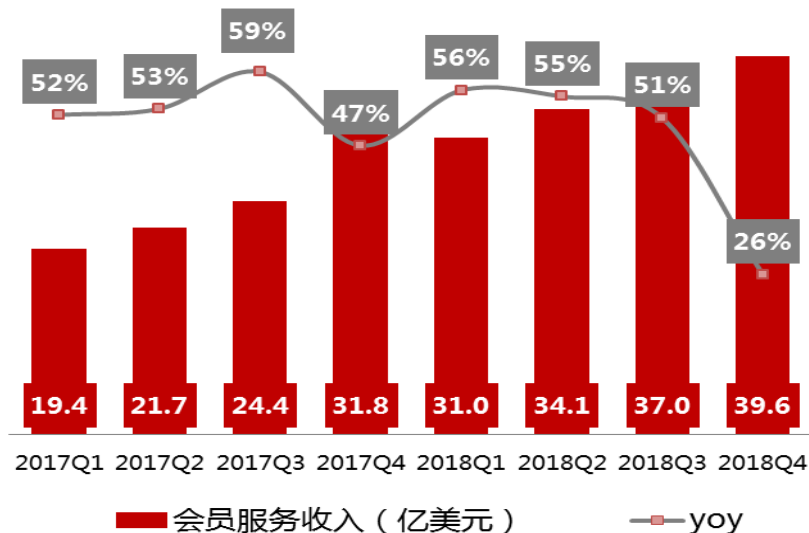
活跃买家人均创收对比 (元)



来源：公司公告 中泰证券研究所

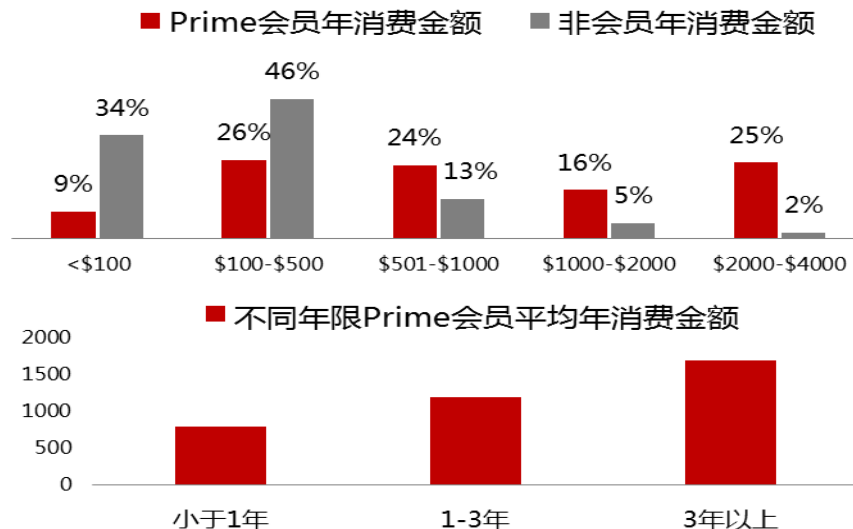
深度运营存量用户，持续优化C端体验，全方位提升用户粘性

亚马逊Prime会员收入保持中高速增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

亚马逊Prime会员消费意愿更强



来源：Evercore ISI MorganStanley 中泰证券研究所

	阿里88VIP	京东PLUS	苏宁SUPER
会员费	<ul style="list-style-type: none"> 普通会员购买：888元/年 淘气值1,000+：88元/年 	<ul style="list-style-type: none"> 注册用户：299元/年 银牌以上会员：198元/年 钻石会员续费：149元/年 	<ul style="list-style-type: none"> 普通会员购买：149元/年 V3/V4会员购买：109元/年
商品折扣	精选品牌、天猫超市、国际直营享9.5折	<ul style="list-style-type: none"> 9折服饰品类券 100元全品类专享券 	<ul style="list-style-type: none"> 2%云钻返利 每月6号专属会员日超低会员价
运费福利	基本享受包邮服务	360元/年的运费券礼包	36张自营运费券/年
生态圈权益	<ul style="list-style-type: none"> 优酷年度VIP 饿了么年度VIP 虾米音乐年度VIP 淘票票年度全国卡 	爱奇艺VIP会员年卡	<ul style="list-style-type: none"> 372天PP影视会员 PP体育会员+3张观赛券 免费阅读5,000本悦享电子书 苏宁家电清洗保养7-8折优惠
用户情况	主要为淘宝系电商头部活跃用户	PLUS会员数量1,000万+ 续费率近80%	主要为苏宁全渠道生态圈活跃用户

来源：公司官网 亿欧智库 中泰证券研究所

深度运营存量用户，持续优化C端体验，全方位提升用户粘性

物流：物流网络覆盖全国，科技赋能提升效率。

- 经过多年发展，京东、苏宁自建全国性物流网络已经基本建设完成，阿里巴巴也通过搭建菜鸟网络弥补了物流短板，电商物流服务触角已延伸至全国所有市区县，终端快递网络也得到进一步完善。

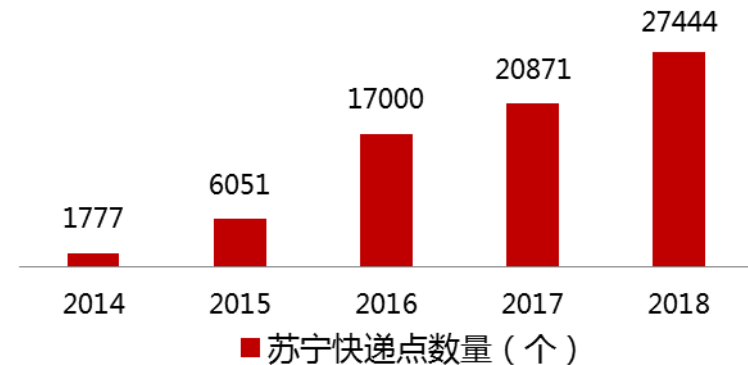
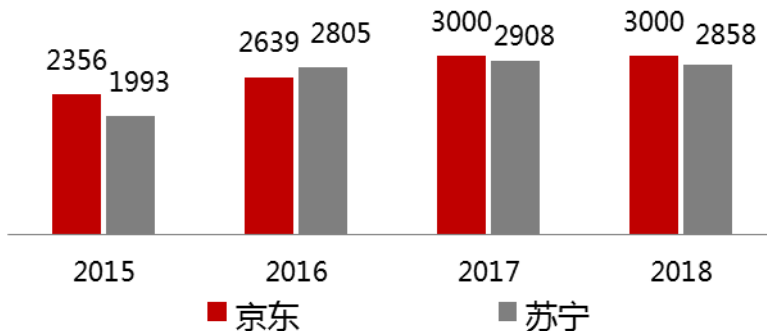
全国性物流网络基本铺设完成



来源：公司官网 中泰证券研究所

物流服务覆盖全国所有市区县

覆盖市区县数量 (全国共3,000个)



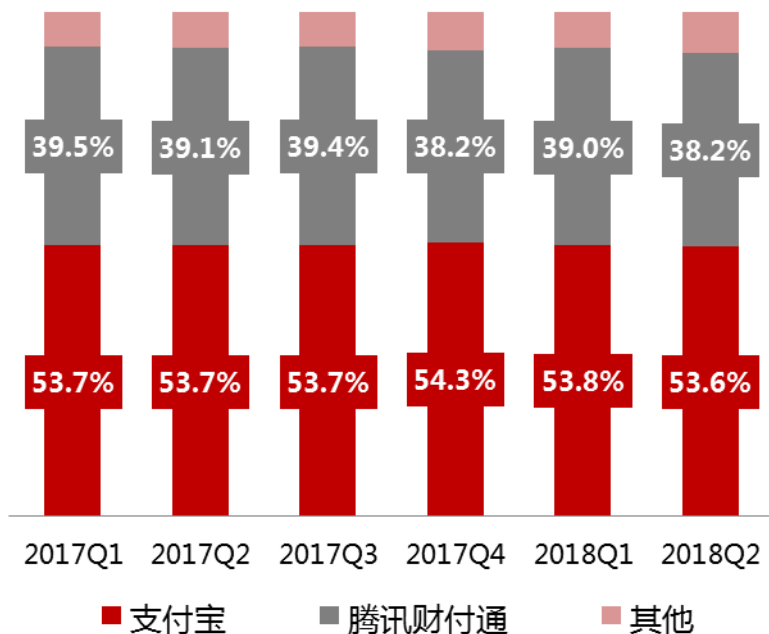
来源：公司公告 中泰证券研究所

深度运营存量用户，持续优化C端体验，全方位提升用户粘性

资金流：移动支付提供便利，金融服务打通资金链条。

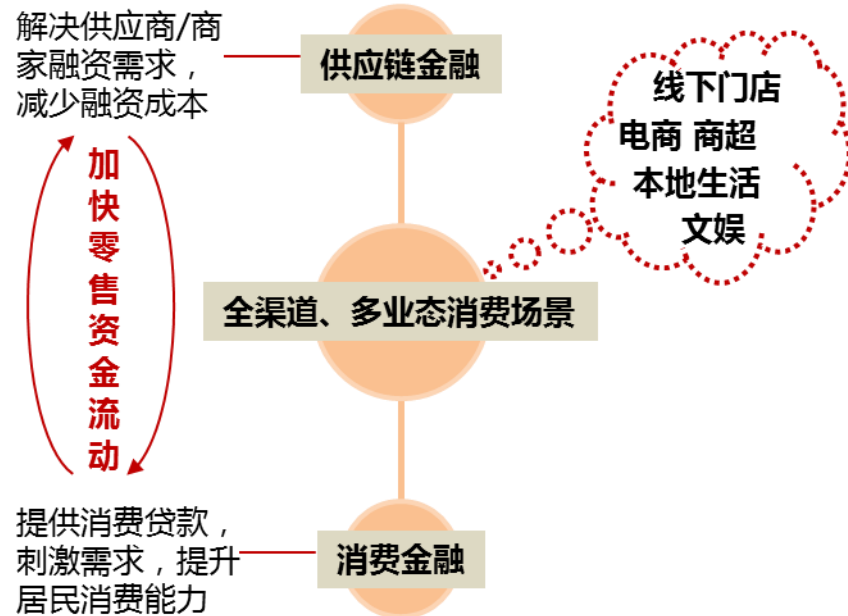
- 畅想一下，如果沃尔玛、亚马逊可以获取银行牌照，那是怎么样一个场景；

支付宝占据移动支付市场半壁江山



来源：易观智库 中泰证券研究所

消费/供应链金融服务打通零售资金流

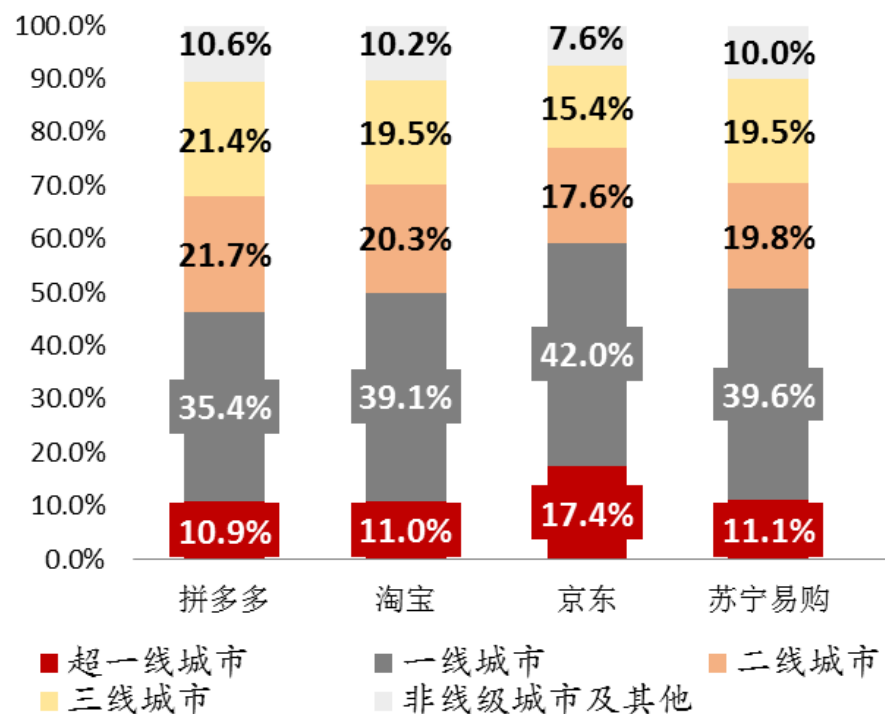


来源：中泰证券研究所

加速下沉低线市场，挖掘社区社群流量红利，打开新流量入口

- 低线市场消费机遇大，电商巨头加速市场下沉，挖掘低线消费红利。

三线及以下市场用户占比低，仍有较大拓展空间



来源：易观智库 中泰证券研究所

电商市场下沉成果比较

	截至2018年底电商市场下沉情况
阿里巴巴	农村淘宝覆盖全国29个省、700个县域(含建设中的)的3万多个村点。
京东	京东家电专卖店覆盖了全国2.5万乡镇和60万个行政村。
苏宁	苏宁易购直营店数量达到2,368家，苏宁易购零售云加盟店数量达到2,071家。
拼多多	注册地址为国家级贫困县的商户数量超过14万家，年订单总额达162亿元。
国美	Q3县域店已经达到392家，2018预计全年开到800家。

来源：公司公告 中泰证券研究所

加速下沉低线市场，挖掘社区社群流量红利，打开新流量入口

- 依托社区小店、便利店资源，挖掘LBS社群流量红利：通过小区业主微信群分享商品链接、交流讨论，营销成本低；在商品上，直接连接供应商和消费者，集采集配缩短供应链条，保证商品质量、实现低价；基于LBS小区统一配送，大幅优化了物流成本。

社区拼团基于LBS社群，当前仍主要依赖微信群/小程序进行传播



来源：兴盛优选微信群、小程序 中泰证券研究所

探讨电商战略扩张之道，推动估值思路转变

探讨各品类最优零售模式，推动线上线下融合发展

- 电商的本质是商品零售，找到各品类最优的零售模式，是后电商时代打造竞争优势和规模效益的关键。我们认为，线上线下融合发展是大势所趋，但侧重点各有不同：3C、服装标准品类毛利率高，运输成本低，体验要求低，可有效覆盖物流费用率，更适用于电商销售；快消、生鲜等品类物流难度大，电商对线下商超、便利店等业态展开数字化改造、进行品类扩张更具备经济性，线上线下融合是最佳的模式。

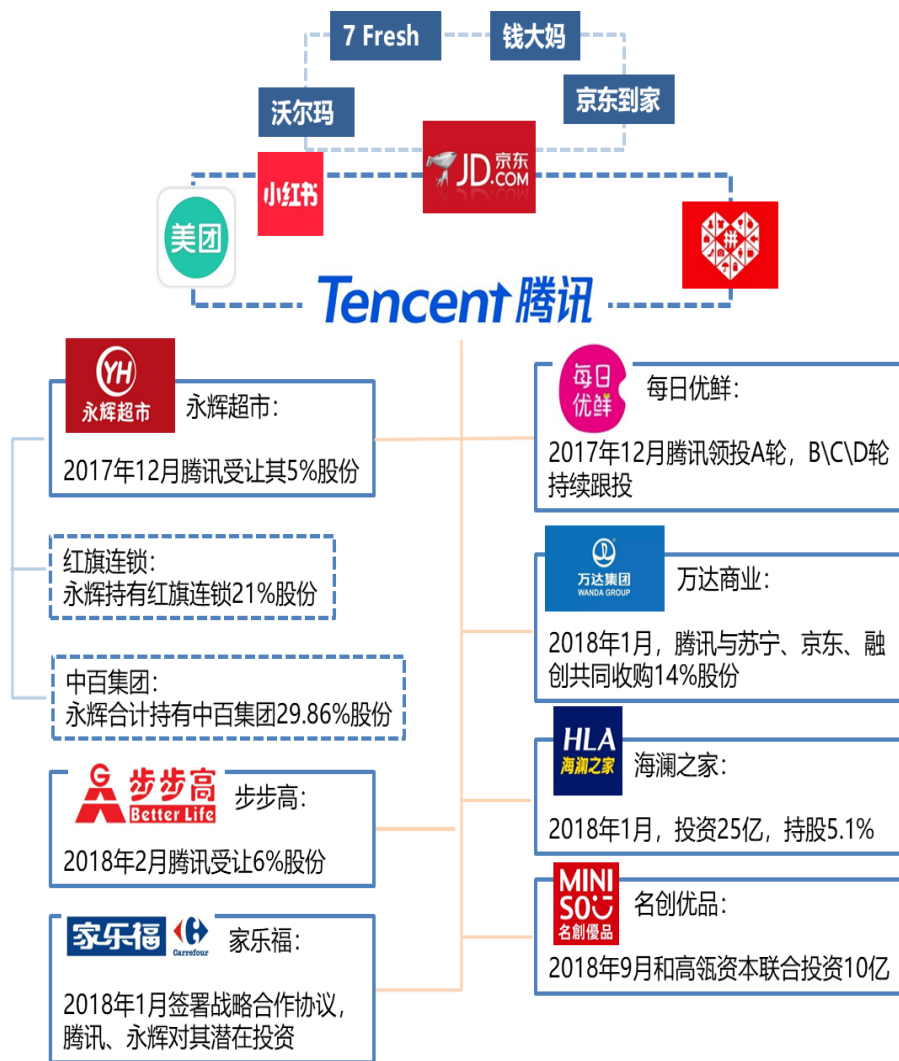
不同品类的零售属性比较

	家电	3C	生鲜	服装	快消
电商渠道销售占比	34%		2%+	37%	7%+
标准化程度	中	高	低	中	高
物流难易度	高	中	高	低	中
价格敏感性	中	低	高	高	高
市场集中度	高	高	低	低	低
品牌忠诚度	高	高	低	低	低

来源：赛迪研究院 中国产业信息网 CBNDATA*口碑 中泰证券研究所

纯电商模式发展陷入瓶颈，巨头战略掘金线下零售市场

腾京系新零售版图



来源：公司公告 中泰证券研究所

阿里系新零售版图



来源：公司公告 中泰证券研究所

阿里巴巴：打造“商业+科技”帝国，推动估值逻辑转变

亚马逊和阿里巴巴业务版图：打造“商业+科技”帝国

零售		数字娱乐		科技			
 <p>电商 Amazon.com 等</p> <p>线下 Amazon Go (无人超市) Amazon Book (实体书店) Whole Food Market (全食超市)</p> <p>自有品牌&硬件终端 Kindle (电子书) Echo (智能音箱) 等</p> <p>物流 FBA</p>		 <p>内容开发&出版 Amazon Studios (电影制作) 等</p> <p>数字内容平台 Audible.com (有声书) Amazon Video (在线视频) 等</p> <p>社交平台、在线教育、应用商店等 Amazon Inspire (教育资源共享平台教师版)</p>		 <p>云服务 计算、存储、数据库等</p> <p>算法 A9算法</p> <p>AI Alexa</p> <p>智能物流 Prime Air (无人机) Amazon Robotics (Kiva机器人)</p>			
核心商务		云计算		数媒及娱乐		创新及其他	
<p>零售批发业务</p>              <p>物流</p>  <p>本地生活服务</p>  				         		  	

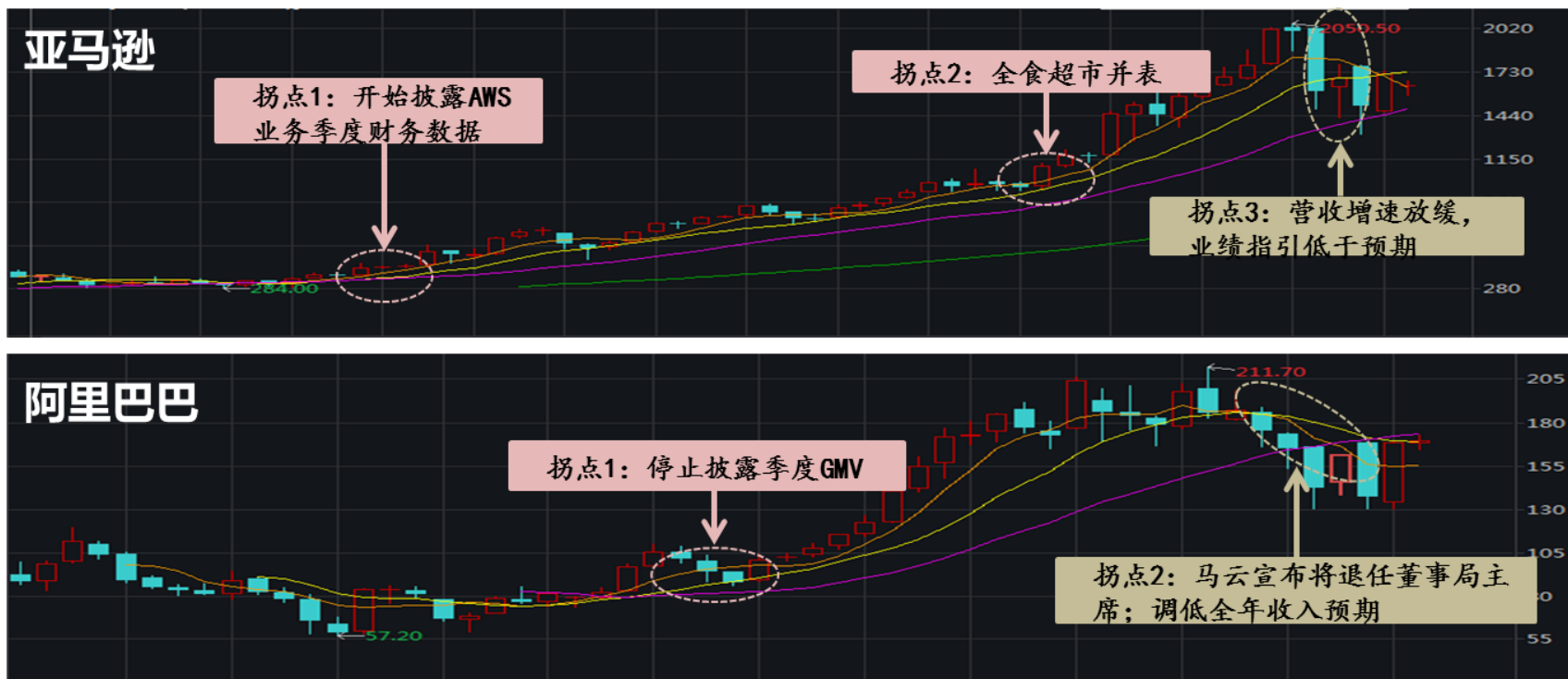
来源：公司公告 中泰证券研究所

跳出零售边界，打造“商业+科技”帝国，推动估值逻辑转变

估值逻辑转变是推动股价上涨的根本动力

- 自2015年初开始拆分AWS业务板块并披露AWS季度财务数据以来，亚马逊的股价增速出现了第一个拐点，主要是由于云计算业务营收的快速增长和营业利润率的持续提升，让市场看到了AWS的成长空间和优越性。2016Q3开始，阿里停止披露季度GMV数据，打破中国主流电商平台以GMV为主要运营指标的惯例，也象征着阿里从电商零售企业转型为多元化商业生态的决心。市场对阿里估值的思路逐渐由原来的PE/PS/PGMV的传统电商估值法逐渐转向和亚马逊类似的SOTP分部估值法，对新零售、云计算、数媒娱乐等当前仍处于亏损状态的战略投资业务进行估值和加总，推动阿里股价上升。

亚马逊和阿里巴巴股价走势复盘（2014年阿里上市至今）



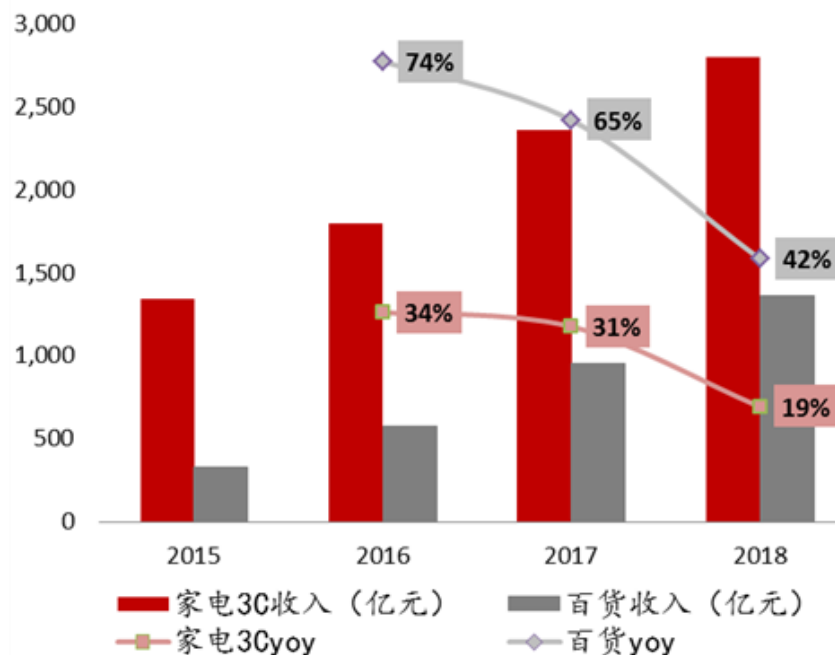
来源：Wind 中泰证券研究所

京东：营收持续下台阶，严控费用端，未来增长承压

营收增速持续放缓，家电3C优势弱化，对物流的依赖性增加

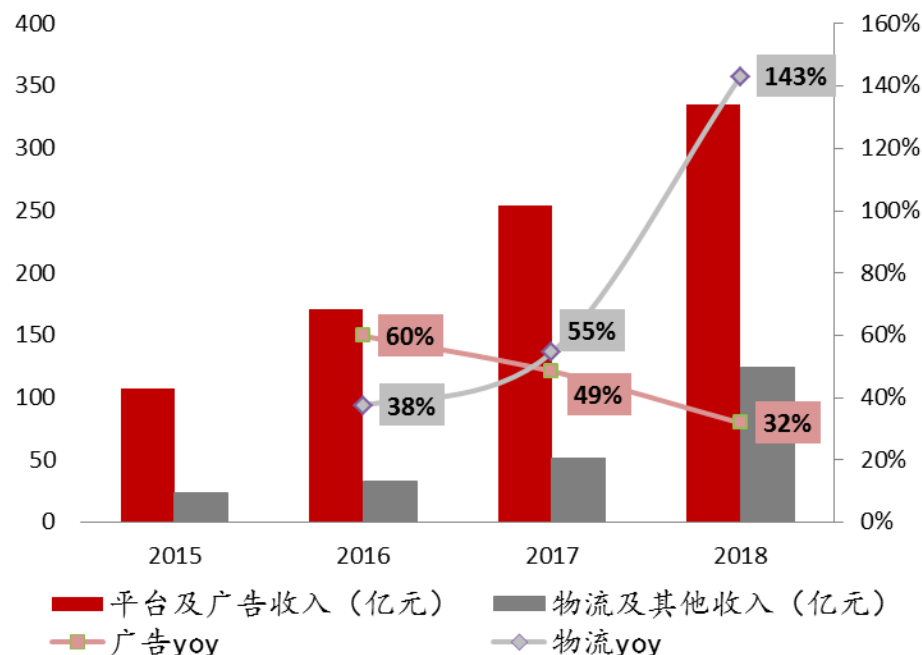
- 2018Q4京东营收增速持续放缓至22.4%，低于苏宁同期水平（29.1%）。其中服务收入同比增长45.7%，占比由去年同期9.1%提升至本期10.8%，一定程度上缓解了京东纯线上模式所遇到的增长瓶颈。
- 拆分来看，2018年家电3C产品的销售收入为2,801亿元，同比增速持续放缓至19%，显示京东在苏宁、天猫等冲击下，线上家电3C销售的经营优势明显减弱。2018年平台佣金及广告收入达335亿元，同比增长32%，广告收入增速显著放缓，主要受到年活跃买家增长停滞的影响；物流收入为124亿元，同比增长143%，京东物流收入放量增长的同时也显示出京东营收增长对物流业务的依赖性逐步增强。

家电3C销售收入增速显著放缓



来源：公司公告 中泰证券研究所

用户增长停滞带来广告收入增速放缓

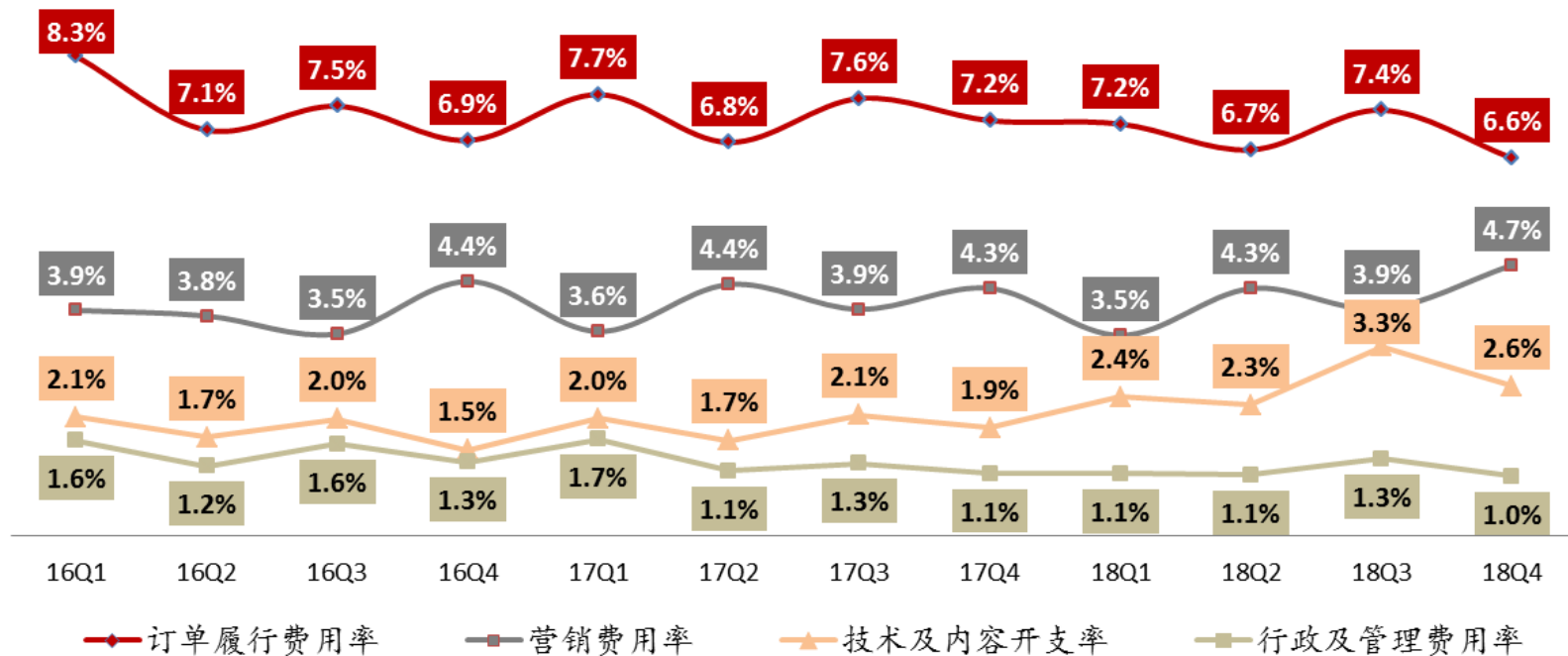


来源：公司公告 中泰证券研究所

严控费用端，营销费率持续攀升；战略扩张放缓，缺少新的估值想象空间

- 在经营压力下，2018Q4京东对费用进行了严格控制。2018Q4京东履约费用率为6.6%，较去年同期7.2%显著下滑。2018全年京东仓储面积同比增长20%，低于27.5%的全年营收增速；京东全职员工总数增长显著放缓，2018年员工数量仅增长13%，不足营业收入增速的一半，我们估计这可能是京东在严格控制费用的思路下，京东对未来增长不乐观，主动放缓了仓储建设和自营快递员增加的影响，在阿里坚定进行战略投资的对比下，京东战略扩张放缓，缺少新的估值想象空间。
- 2018Q4京东营销费用率为4.7%，较去年同期增加0.4%，创下历史新高；营销费用同比增长34%，显著高于营收增速。当前营销费率高企，通过加大营销投入拉动营收增长的效益将越来越小，线下渠道开拓、市场下沉不顺畅的京东处境越发艰难，未来营收增长承压。

履约费用率得到有效控制，营销费率和研发投入明显提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

苏宁易购：拓展流量入口，家电零售护城河宽阔，看好战略布局

全渠道多业态打造智慧零售生态圈，战略布局逐渐完善

全渠道、多业态零售布局

苏宁家电集团

苏宁消费电子集团

家电3C家居生活专业店 苏宁极物

县镇级
流量入口

苏宁易购直营店
零售云加盟店

苏宁快消集团

生鲜超市

母婴连锁

线上超市



苏宁小店（流量入口，支撑社区拼团）



苏宁时尚百货集团



苏宁国际集团

乐购仕



截至2018年底零售体系注册会员数量达4.07亿

战略拓宽商业生态圈，业务协同赋能零售主业

苏宁物流



苏宁金融



苏宁科技



苏宁置业



苏宁酒店及度假村



苏宁文创



龙珠直播
longzhu.com

苏宁体育



江苏苏宁足球俱乐部
JIANGSU SUNING FOOTBALL CLUB



苏宁投资



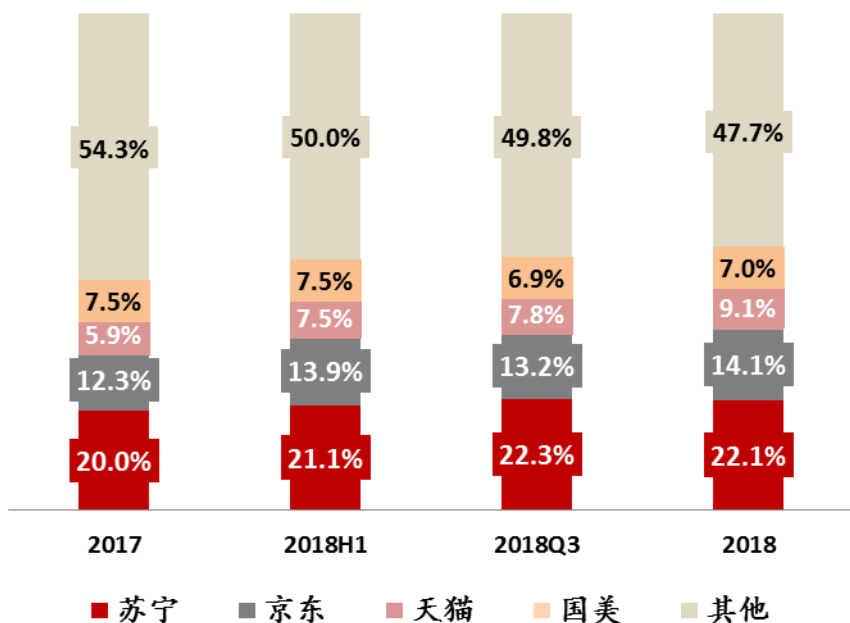
来源：公司公告 中泰证券研究所

家电零售形成宽阔护城河，全渠道多业态完善智慧零售生态圈

- 未来家电产品线上线下差异化将逐渐扩大，个性、品质、体验等诉求将进一步巩固家电线下零售优势。苏宁家电零售护城河宽阔，全渠道市场份额稳健提升，线下门店盈利能力回升，为公司进行战略扩张提供充足而稳定的收入来源。
- 苏宁线下围绕“两大、两小、多专”的产品业态推进网络布局，零售云把握县级蓝海市场的消费机遇；线上强化传统带电产品优势，加强精细化运营，提升用户复购率；把握社交社群流量红利，预计线上仍将保持中高速增长，未来服务收入将进一步提升。当前苏宁已经形成零售、物流、金融、文创、体育的商业生态版图，战略布局完善，成长潜力较大。

家电全渠道经营优势显著

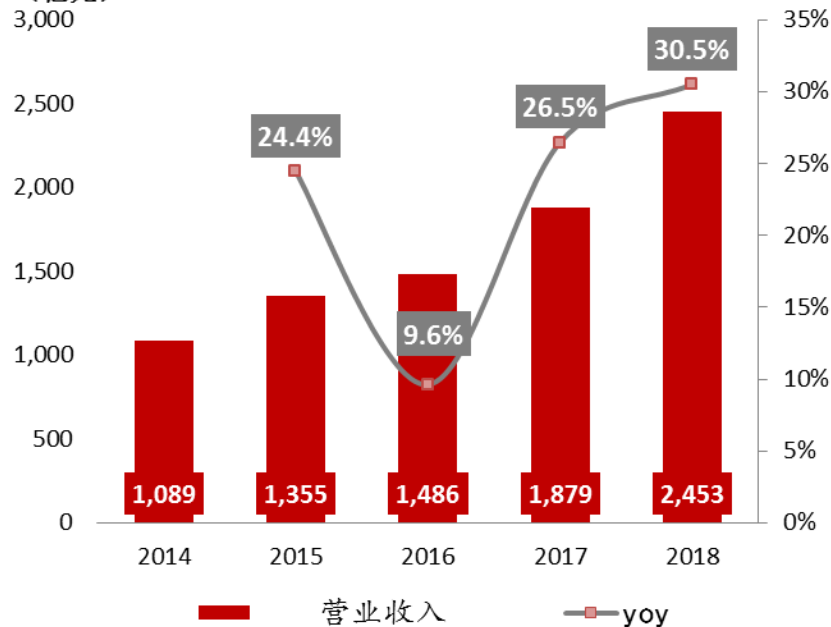
家电全渠道市场份额图



来源：艾瑞咨询 家电行业报告 中泰证券研究所

全渠道经营模式下营收稳健增长

(亿元)

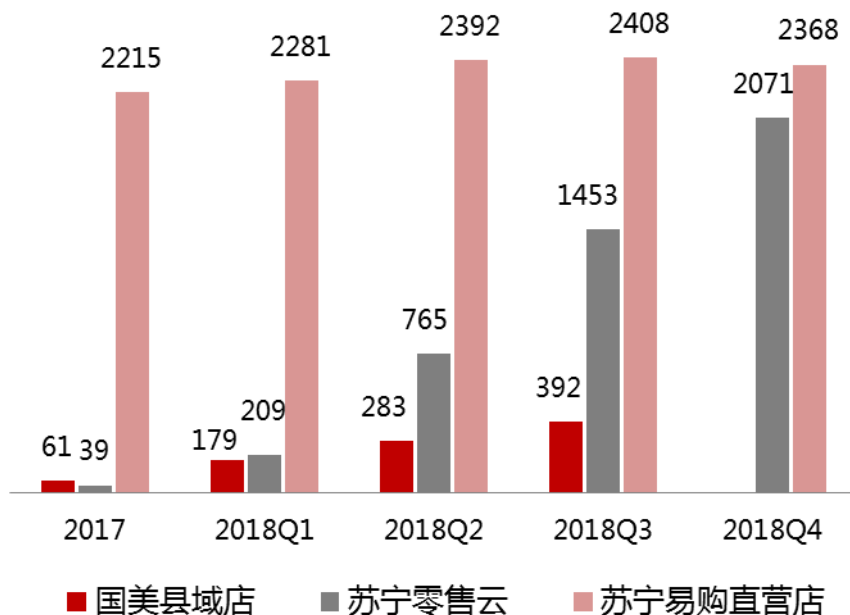


来源：公司公告 中泰证券研究所

整合县镇级零售流量，加速市场下沉

- 县镇级零售市场中，电商/大型连锁企业的渗透率较低，存在较大的增量市场，在城镇化水平持续上升、低线市场人均可支配收入提高、以及农民工回流等趋势下，预计县镇级市场零售规模将保持高于整体社会零售增速的稳健增长。国美、苏宁等传统家电零售巨头加速县域店和直营店布局，挖掘市场下沉机遇。
- 针对县镇级市场以人情生意、熟店熟客为主的特点，苏宁通过零售云模式全方位赋能加盟商，解决传统夫妻老婆店数字化基础设施搭建困难、运营效率低的痛点。零售云改造后门店销售额和坪效得到显著提升，店主库存和资金压力大幅减轻，赋能成效明显，模式得到加盟商认可，实现了快速扩张和下沉。

零售巨头加速低线市场布局（国美Q4暂未公布）



来源：公司公告 中泰证券研究所

苏宁零售云全方位赋能传统夫妻老婆店

海量SKU扩充	引流&高毛利、高频&低频商品有效组合，通过展陈与体验，大幅提升门店坪效
零售运营赋能	30年深耕线下，提供店长培训和全过程帮扶，输出零售运营经验和能力
仓配装共享	中小件先采后销简单备货（3-7天量）大件先销后采，大仓直送，基本零库存
品牌营销资源共享	月度线上和线下营销资源活动，为门店带来持续的客流量和销售转化
数字化工具共享	金掌柜、POS、社交等IT工具简单易上手，数字化新零售提升管理效率

来源：苏宁零售云 中泰证券研究所

挖掘社交社区流量红利，苏宁拼购成长性最优，小店支持社区拼团发展

- 综合比较各零售巨头的拼购业务，我们认为苏宁拼购依托自身海量“低价正品”的优质商品供应链体系，配套零售生态圈引流和良好物流体验，满足消费者对于高性价比商品的需求，目前成长性最优，有望实现爆发式增长。
- 在社区流量获取上，苏宁依托社区小店资源发展业主群，可以更低的流量成本实现商品销售规模增长。

零售巨头纷纷跟进拼购业务

	苏宁拼购	京东拼购	淘宝特价版
市场定位	三四级低线市场	3-6线城市用户	三四线城市及价格敏感度群体
供应链	<ul style="list-style-type: none"> • 认证企业商家（不允许个人） • 共享苏宁供应链 • 独立对外采购 	<ul style="list-style-type: none"> • 认证企业商家和个人商家 • 新供应商（门槛低，SKU达5,000+即可入驻） 	<ul style="list-style-type: none"> • 信用一钻以上淘宝/天猫卖家 • 品牌优选型、厂家直销/产地直供型、特价热销型商家
营销方式	<ul style="list-style-type: none"> • 苏宁零售生态圈引流 • 苏宁推客佣金激励分享 • 苏宁拼购独立APP 	<ul style="list-style-type: none"> • 微信/手Q/京东APP/拼购小程序/微信公众号/M站同时发力 • 无独立APP 	<ul style="list-style-type: none"> • 淘宝商户资源+流量支持 • 邀请新用户注册/购物返红包 • 淘宝特价版独立APP
盈利模式	<ul style="list-style-type: none"> • 自营部分获取销售毛利 • 平台商户综合佣金率达1% 	<ul style="list-style-type: none"> • 平台使用费：500元/月 • 平台扣点率1% 	约1%的平台扣点率
SKU	<ul style="list-style-type: none"> • 商户数量超过40,000家 • SKU超过1,000万个 	覆盖家电3C、家装家居、服饰、母婴、生鲜等超过15个品类	<ul style="list-style-type: none"> • 覆盖女装、日化等 16 个品类 • 均价6-30元不等（除手机外）
用户	<ul style="list-style-type: none"> • 活跃用户人均消费2-2.1单/月 • 活跃用户客单价约80元/单 	<ul style="list-style-type: none"> • 5月拼购节单量环比增长139% • 618日均新用户环比增长280% 	无具体数据（防御性产品）

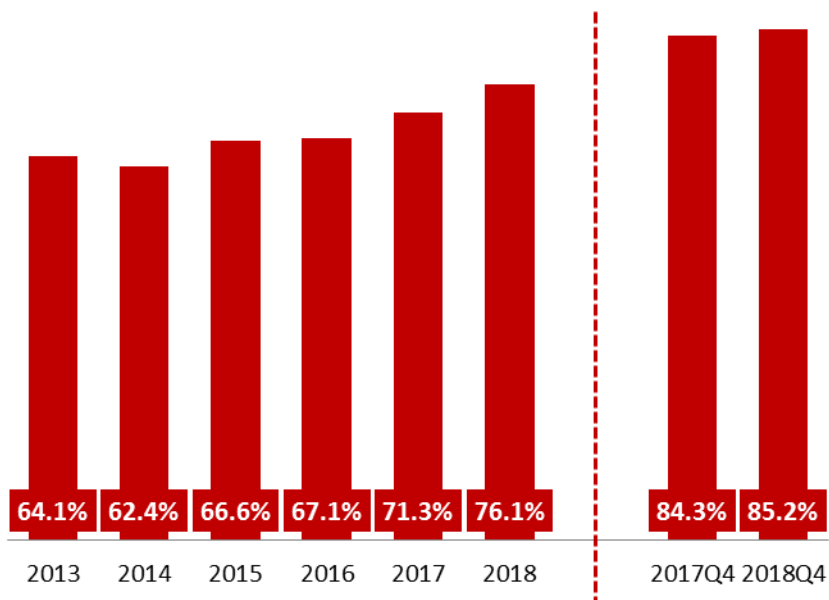
来源：公司官网 公司调研 中泰证券研究所

唯品会：回归服饰特卖，用户粘性持续提升，估值修复空间大

回归服饰特卖，深度运营存量用户，用户粘性持续增加

- 2018Q4唯品会活跃买家数达3,240万人，同比增长13.3%，增速持续回升。其中，23%的季度新增用户来自于京东和腾讯，战略合作伙伴的引流效果显著。在专注特卖模式，回归服饰等传统优势品类的战略推进下，唯品会深度运营存量用户，截至2018年Super VIP付费会员数已突破320万人，较三季度末环比增长38%，老会员的续费率超过70%，活跃买家的用户留存率也持续提升至2018Q4的85.2%。
- 2018Q4订单量达1.4亿单，同比增长35%，同时复购订单比例进一步提升至97%，显示出在低价策略和大型促销活动下，唯品会通过品质好货唤醒用户、增强粘性，高复购率、高留存率的优势得到持续确认。

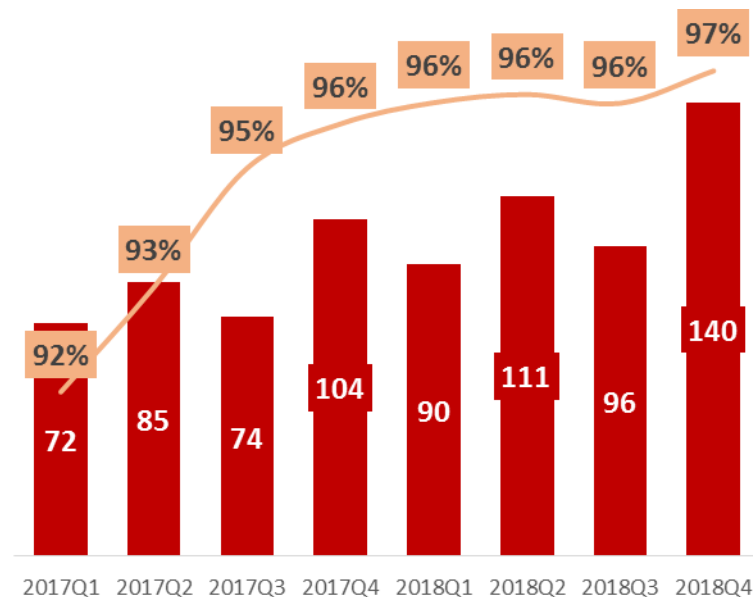
唯品会用户留存率持续提升



■ 用户留存率

来源：公司公告 中泰证券研究所

唯品会活跃用户复购比例提升，粘性增强



■ 季度订单数 (百万单)

— 复购订单比例

来源：公司公告 中泰证券研究所

调整第三方平台，盈利能力回升，估值修复空间大

- 由于高复购率的服饰品类对GMV的贡献持续增加，2018Q4起唯品会将一些标准化品类从自营转移到第三方平台进行销售，将自营收入置换为毛利率更高的平台服务性收入，以此提升整体盈利能力，2018Q4实现归母净利润6.89亿元，同比增长2.3%，已经连续25个季度实现盈利。
- 当前唯品会估值位于历史低位，服饰特卖积累了高粘性用户，腾讯京东引流效果显著，增长可期。金融、物流部分未被纳入整体估值体系，股价被市场低估，未来随着物流规模效应凸显，估值修复空间较大。

唯品会PE不到17，估值修复空间较大

唯品会[VIPS.N] - 估值分析

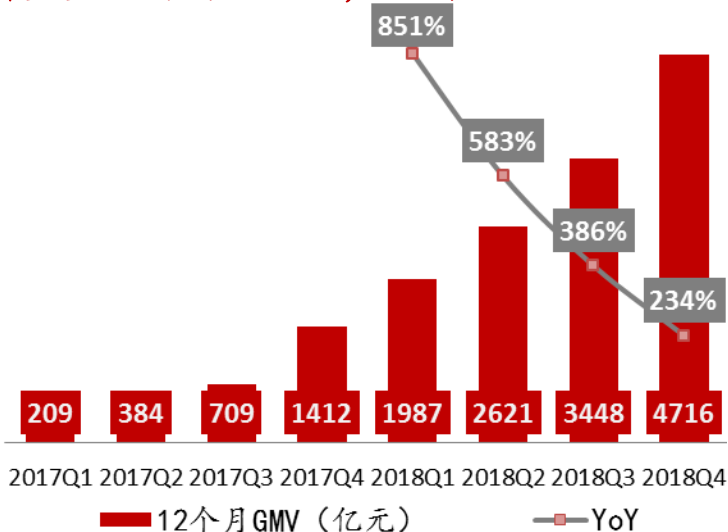


来源：Wind 中泰证券研究所

拼多多：业务模式单一，缺少竞争壁垒，估值想象空间较低

爆发式增长逐渐放缓，缺少估值想象空间

拼多多保持高速增长，但同比增速显著放缓



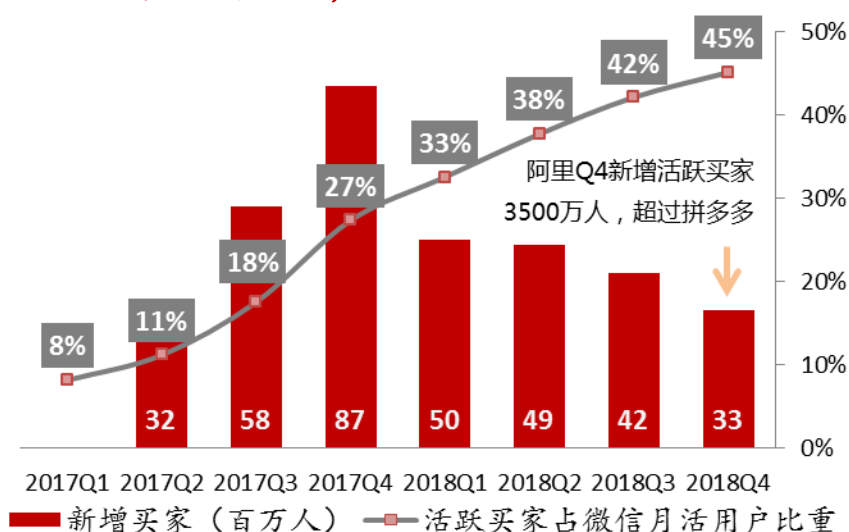
来源：公司公告 中泰证券研究所

拼多多竞争壁垒低，缺少估值想象空间



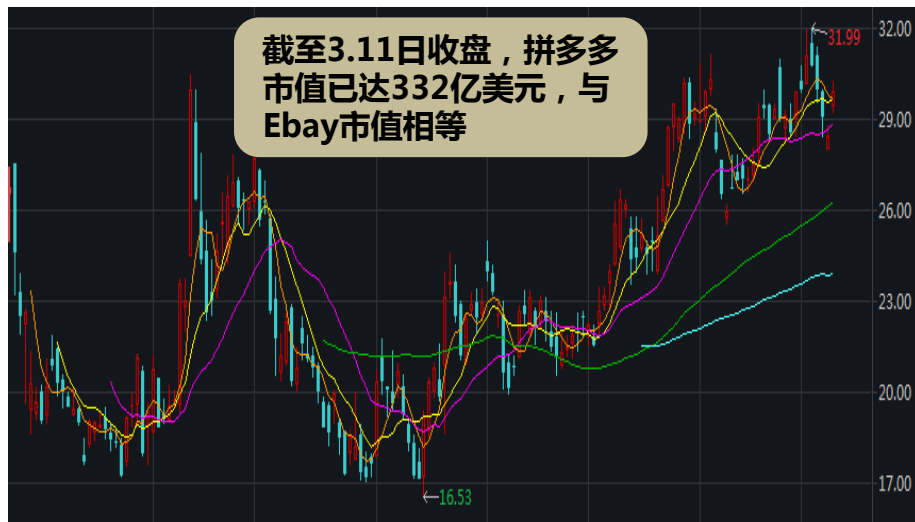
来源：公司公告 中泰证券研究所

新增买家逐渐减少，微信流量红利已开发近50%



来源：公司公告 中泰证券研究所

拼多多当前市值规模与Ebay相当



来源：公司公告 中泰证券研究所

风险提示：

- 1) 板块高弹性下市场系统性风险；
- 2) 全渠道融合发展不及预期，线下业务拓展不顺畅；
- 3) 管理层对转型未达成统一，战略扩张遇到较大阻力。

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。