

电商

双 11 系列二：寻找支撑电商增长的源动力

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

拼多多与补贴加码带动全行业双 11 交易额突破 4,000 亿

在拼多多快速增长带动下，电商行业双 11 当天成交额继续延续高增长。根据星图数据，2019 年双 11 当天成交额达 4,101 亿元，同比增长 30.5%，增速相较去年有所回升。具体到各平台：阿里天猫双 11 全天交易额达 2,684 亿元，同比增长 25.7%；京东双 11 期间交易额为 2,044 亿元，同比增长 27.9%，双 11 当天交易额 731 亿元；拼多多估计成交额超过 250 亿元，同比增长 165.3%。**各大平台加码补贴贡献增量。**此次双 11，阿里预计为用户节省 500 亿，京东推出“百亿补贴，千亿优惠”，拼多多延续百亿补贴。如果将调整后销售费用除以 GMV 作为补贴率，可以发现各大平台补贴率总体稳中有进。用户方面，下沉城市用户贡献下，全行业 DAU 同比增长 29.8%至 6.2 亿，按照 8.5 亿网民估算日活跃率达 72.8%。**此外，此次双 11 品牌商家表现依旧亮眼。**天猫双 11 成交额破亿品牌数量达到 299 家，相较去年增加 62 家。为品牌商家做代运营的宝尊和壹网壹创也获得不俗的表现：此次双 11 宝尊成交额突破百亿至 100.6 亿，同比增长 53.6%；壹网壹创全天成交额达 35 亿元，同比增长 91.3%。

用户体验提升、消费升级及内容与电商融合共同谱写行业高增长

双 11 在开展到第 11 年仍能保持较高的增长，这背后我们认为有 3 点共性：1) **在用户增长之余，用户粘性持续提升。**根据 QuestMobile，淘宝、拼多多和京东的日活跃率与人均使用时长皆有提升。2019 年 9 月日活跃率相较 2017 年 1 月，淘宝 +7.5pct vs. 拼多多 +6.3pct vs. 京东+2.5pct。特别是在用户增长放缓背景下，用户粘性的增长尤为关键；2) **从全局角度来看，行业依然在消费升级。**今年双 11 平均每包裹单价为 247.5 元，相较 2015 年提升 66.1 元。此外，双 11 跨境电商贡献比例也在逐年提升，雅诗兰黛、兰蔻、阿玛尼等品牌商品的成交额分别位列美妆子品类的第 3 名到第 5 名；3) **种草内容形式在变，但内容与电商融合趋势不变。**无论是图文、短视频还是直播，在此次双 11 都有较好的带货表现。今年双 11 什么值得买网站订单量是平日 24 倍；淘宝直播全天引导交易额近 200 亿元。

“始于线上，兴于线下”，今年双 12 线下生态表现值得关注

线上电商平台在双 12 期间仍有较高的增速，但也逐步衍生出不同的战略重点。2018 年双 12 当天包裹量达 3.22 亿，同比增长 32.5%。**从主要平台来看：对于阿里双 12 逐步成为线上线下协同的重要时间点之一。**2016 年参与线下双 12 商家首次突破 100 万家，2017 年双 12 口碑平台就帮线下商家带来超过 6,500 万笔交易，2018 年双 12 本地生活业务成为新增量；**而拼多多仍然在线上平台挖掘新增量。**去年双 12 期间平台总物流订单数同比增长 370%，农产品订单量超 3,800 万单，家居用品订单超 2.8 亿单，女装销量超 9,000 万单。

投资建议：每年双 11 是电商行业的盛会，今年双 11 已经举行到第 11 届，行业成交额突破 4,000 亿。在高基数下，行业整体增速依然能够维持在 30% 以上。考虑到行业延续较高景气度，建议关注：电商平台龙头【**阿里巴巴**】，受益于下沉市场消费升级的【**拼多多、唯品会**】，借助“京喜”获取下沉用户增量的【**京东**】，双 11 期间高增长的【**壹网壹创**（和零售组联合覆盖）、**值得买**】，以及受益于直播带货的头部公司。

风险提示：宏观经济下行风险；电商行业增速下行；用户增长放缓风险；政策监管风险；



内容目录

1. 大考收官：这次双 11 成绩如何？	4
1.1. 拼多多与行业补贴加码电商全行业全天交易额突破 4,000 亿	4
1.2. 全民参与双 11，下沉渠道用户继续涌入	7
1.3. 品牌商家数据表现亮眼，“亿元俱乐部”成员增至近 300 家	9
2. 抽丝剥茧：每年双 11 增长背后有什么源动力？	10
2.1. 在用户增长之余，用户粘性提升延续	10
2.2. 从全局角度来看，行业依然在消费升级	11
2.3. 种草内容形式在变，但内容与电商融合趋势不变	12
3. 鉴往知来：今年双 12 是否值得期待？	16
4. 投资建议	17

图表目录

图 1：全行业双 11 成交额及同比增速（2013A-2019A）	4
图 2：双 11 成交额结构（2018 年 vs. 2019 年）	4
图 3：阿里双 11 成交额（2009A-2019A）	5
图 4：天猫双 11 当天重要时间节点	5
图 5：京东双 11 全球好物节成交额及同比增速（2017A-2019A）	6
图 6：天猫双 11 和 618 促销活动	6
图 7：2019 双 11 期间促销活动一览	6
图 8：主要电商平台调整后市场营销费用占 GMV 比（2012A-2019YTD）	7
图 9：双 11 当天移动购物行业 DAU（2018A vs. 2019A）	7
图 10：双 11 当天电商用户城市分布	7
图 11：双 11 当天电商行业用户性别结构（2018A vs. 2019A）	8
图 12：双 11 当天用户年龄结构（2018A vs. 2019A）	8
图 13：主要电商平台双 11 当天 DAU	8
图 14：主要电商平台用户城市线级分布（2019 年双 11）	8
图 15：2019 双 11 新增 DAU 城市结构	8
图 16：天猫双 11 成交额破亿品牌数量（2017A-2019A）	9
图 17：部分品牌双 11 表现	9
图 18：宝尊双 11 成交额及同比增速（2017A-2019A）	9
图 19：国内主要电商 APP 的 MAU（2017 年 1 月-2019 年 9 月）	10
图 20：主要电商 APP 日活跃率（2017 年 1 月-2019 年 9 月）	10
图 21：主要电商 APP 日均使用时长（2017 年 1 月-2019 年 9 月）	10
图 22：双 11 当天电商行业平均每包裹成交额（2015A vs. 2018A vs. 2019A）	11
图 23：双 11 当天各电商平台跨境电商贡献比例	11
图 24：双 11 当天食品子品类销售额及均价	11
图 25：双 11 当天美妆子品类销售额及均价	11
图 26：天猫双 11 不同年龄段消费者人数占比（2009A-2017A）	12

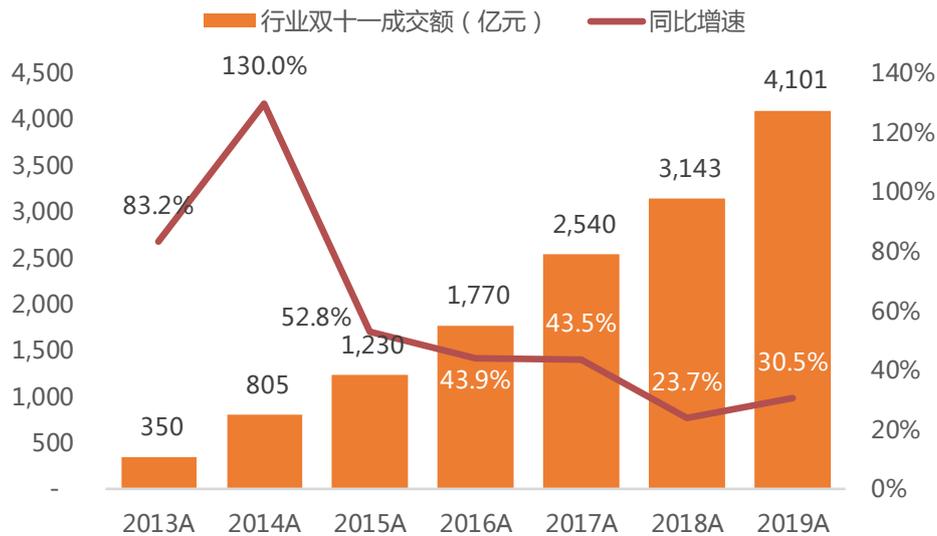
图 27: 天猫双 11 不同年龄客单价 (2017 年)	12
图 28: 内容电商与传统电商用户行为模式差别	12
图 29: 什么值得买百度指数 (2017 年 10 月 1 日-2019 年 11 月 11 日)	13
图 30: 什么值得买 APP 每日下载量 (2018 年 11 月 11 日-2019 年 11 月 11 日)	13
图 31: 抖音短视频导流至淘宝示意图	14
图 32: 2019 天猫双 11 带货达人榜	14
图 33: 淘宝直播页面截图	15
图 34: 全国双 12 全天快递业务量及同比增速 (2014A-2018A)	16
图 35: 阿里体系内线上与线下协同案例	16
图 36: 全球主要电商公司估值对比表-按照 Bloomberg 一致预期	17

1. 大考收官：这次双 11 成绩如何？

1.1. 拼多多与行业补贴加码电商全行业全天交易额突破 4,000 亿

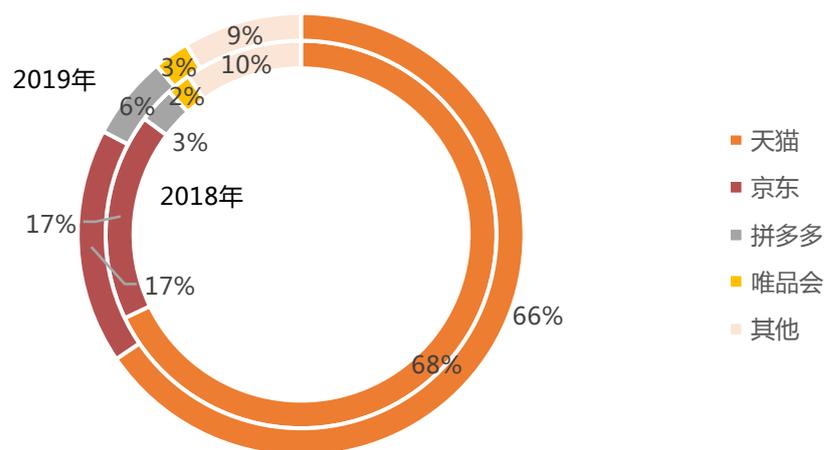
在拼多多快速增长带动下，电商行业双 11 当天成交额继续延续高增长。根据星图数据，2019 年双 11 当天成交额达 4,101 亿元，同比增长 30.5%，增速相较去年有所回升。行业增速回升的主要原因来自于拼多多的增量，2019 年双 11 当天拼多多交易额市场份额达 6.1%，同比提升 3.1 百分点，成交额同比增长 165.3%。

图 1：全行业双 11 成交额及同比增速（2013A-2019A）



资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 2：双 11 成交额结构（2018 年 vs. 2019 年）

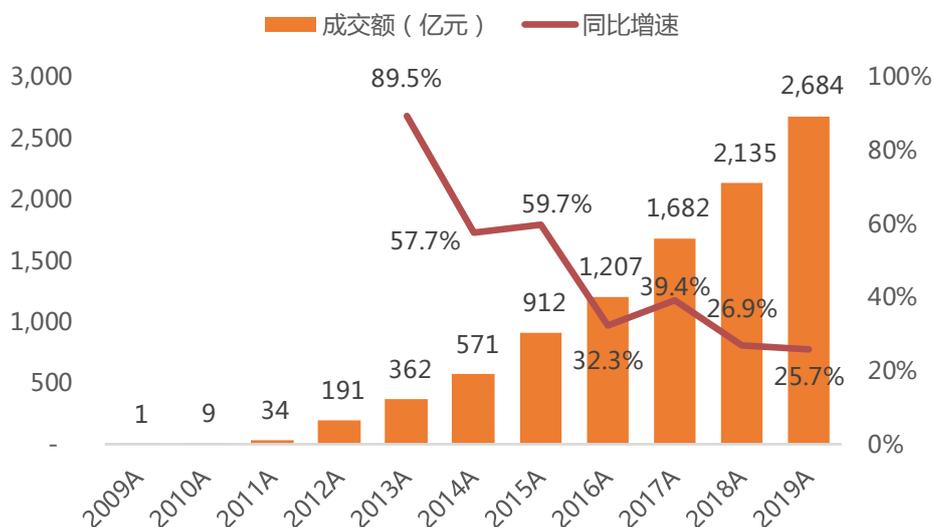


资料来源：星图数据，天风证券研究所

阿里京东延续增长，两家合计成交额规模已经超过 3,400 亿。此次双 11，阿里天猫双 11 全球狂欢节全天（11 月 11 日）交易额为 2,684 亿元，同比增长 25.7%；京东双 11 全球好物节（11 月 1 日-11 月 11 日）交易额为 2,044 亿元，同比增长 27.9%，增速较上一年有所

回升,双 11 当天交易额为 731 亿元,意味着阿里和京东两家合计成交额规模已经超过 3,400 亿元, 超过星图数据所估计的 2018 年全行业成交额 (3,143 亿)。

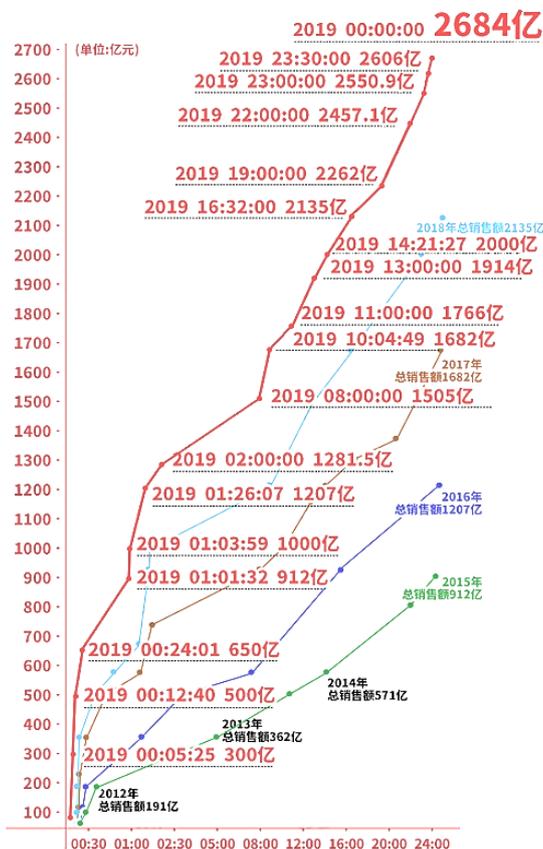
图 3: 阿里双 11 成交额 (2009A-2019A)



资料来源: 阿里大数据, CBNDData, 联商网, 天风证券研究所

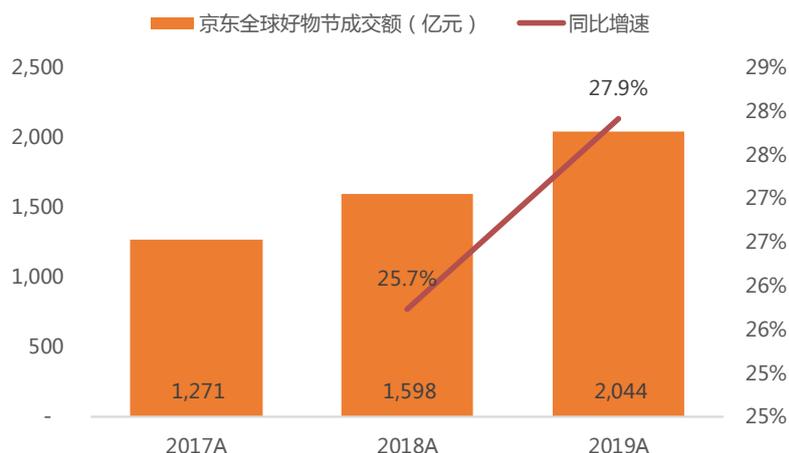
注: 2009-2011 年为天猫平台, 2012 年后为阿里全平台数据

图 4: 天猫双 11 当天重要时间节点



资料来源: 亿邦动力网, 天风证券研究所

图 5：京东双 11 全球好物节成交额及同比增速（2017A-2019A）



资料来源：联商网，腾讯新闻，新浪财经，天风证券研究所

双 11 补贴在延续,总体补贴效率稳中有进。此次双 11 各电商平台都有推出大量用户补贴,阿里天猫双 11 预计给用户节省 500 亿元,京东推出“百亿补贴、千亿优惠”,拼多多延续百亿补贴。我们追溯天猫双 11 补贴策略,今年在社交玩法和 88VIP 等方面补贴力度有所提升。我们将调整后的销售费用(扣除股权激励)除以 GMV 作为补贴率的衡量指标,发现各家平台补贴稳重有进,阿里近三年(2017 年至今)补贴率从 0.39%提升至 0.51%;京东 2018 年补贴率提升 0.05pct 至 1.1%,19 年预计继续提升;拼多多补贴率在 2.7-2.8%左右。

图 6：天猫双 11 和 618 促销活动

	天猫		
	2018年双11	2019年618	2019年双11
社交玩法	双11合伙人瓜分10亿	合猫猫瓜分3亿	双11合伙人瓜分20亿
超级红包	每天3次,最高1,111元	每天3次,最高618元	每天3次,最高1,111元
满减	满400减50元	满300减30元	满400减50元
88VIP	388个大牌叠加95折优惠		150万商品叠加95折优惠

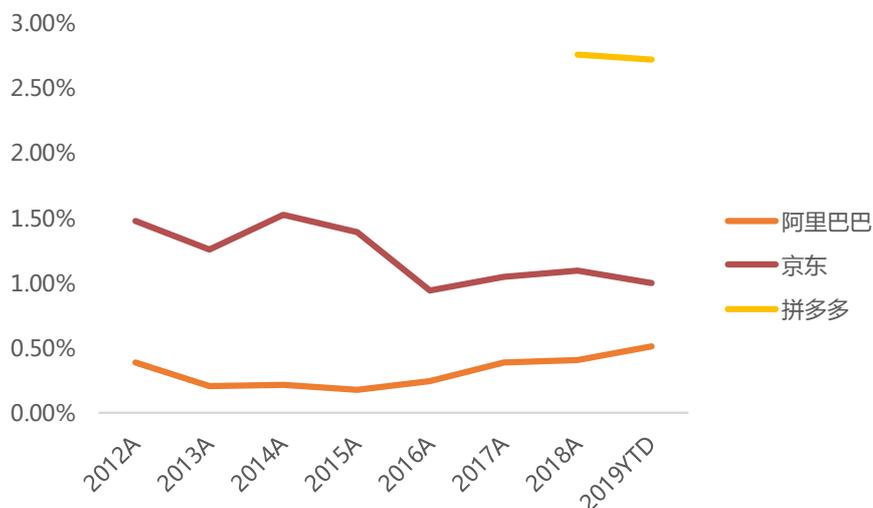
资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 7：2019 双 11 期间促销活动一览

天猫	京东	苏宁	拼多多
双11合伙人 :全民开喵铺,瓜分20亿红包;盖楼大挑战,组队领红包;心愿大奖 红包 :超级红包;转发微博抽双11红包;密令红包;爆款清单红包;红包雨 满减 :每满400减50元的购物津贴 限时优惠 :在大促基础上新增限时优惠价格,拼手速下单 愿望清单+预售有礼 :建立愿望清单,分享得红包,付定金返红包	全民养红包,抢1亿现金红包 :养红包分奖金,红包升级至Lv5即可获得瓜分资格 红包 :集十二玉首卡刮分千万红包 神券 :签到分现金券:全品类券;赢锦鲤红包,每日30万,先到先得 超级百亿补贴 :神券补贴、互动最高千元现金、爆品疯狂秒杀优惠、一元体验无忧服务 薅羊毛大全 :使用京东支付单享优惠	天天发现鲸 :全民养鲸鱼,赢百万大奖 红包雨 :玩游戏得云钻、大额券 游戏赢红包 :狮狮连萌,闯关赢4999免单;小苏的农庄,种农作物得金币兑换券/商品 红包召唤狮 :签到领红包,连续签到瓜分大额云钻 免单/息福利 :使用苏宁支付笔笔返现,最高享1888元免单;用任性付,爆款商品享6/12期免息	百亿补贴 :百亿补贴狂欢加码,全场无预售/定金 红包雨 :大促惊喜红包,双11当日全场通用可叠加 平台满返 :每日全平台拼单成团后金额达到返现门槛即可领取现金券奖励 万券齐发 :整点抢大额神券 秒杀万人团 :参与拼单购品牌特价商品 幸运大转盘 :活动期间每日可抽奖2次,有机会获得优惠券/品牌商品

资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 8：主要电商平台调整后市场营销费用占 GMV 比（2012A-2019YTD）



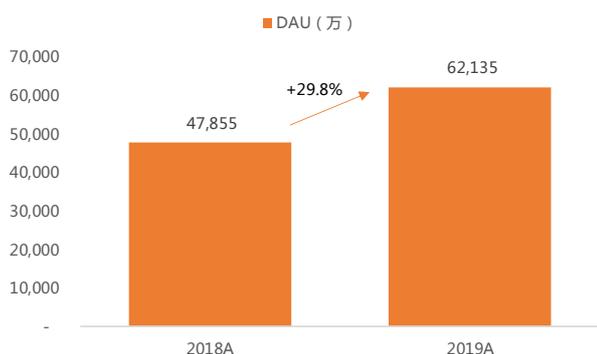
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：阿里数据已经按照日历年份进行估计调整；阿里 2019YTD 指截至 Q3 数据，其他两家平台为截至 Q2 数据

1.2. 全民参与双 11，下沉渠道用户继续涌入

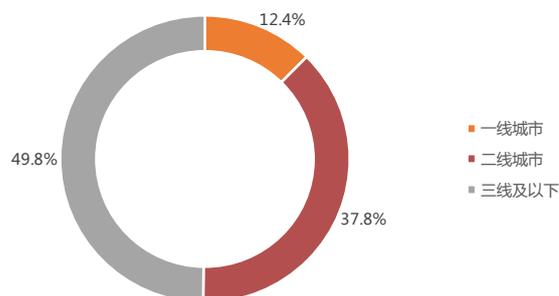
双 11 当天全行业 DAU 达 6.2 亿，渗透率超过 70%。根据 Trustdata，双 11 当天全行业 DAU 达 6.2 亿，同比增长 29.8%，净增 1.4 亿。按照 CNNIC 公布 2019 年 6 月 8.54 亿网民计算，6.2 亿的 DAU 渗透率达 72.8%。这部分用户中 49.8%来自于下沉城市，增量用户中 53.0%来自于三线及以下城市，是用户增长的主要驱动力。此外，从全行业角度来看，男性用户占比同比提升 3.8pct，24 岁以下用户占比同比提升 3.3pct，35 岁以上用户占比同比提升 4.2pct。

图 9：双 11 当天移动购物行业 DAU（2018A vs. 2019A）



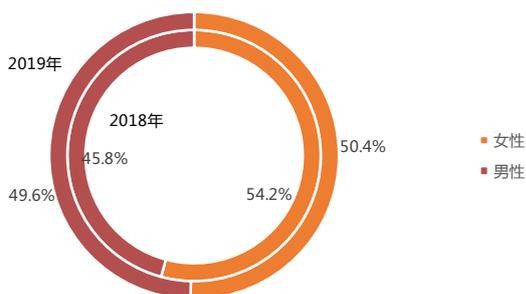
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 10：双 11 当天电商用户城市分布



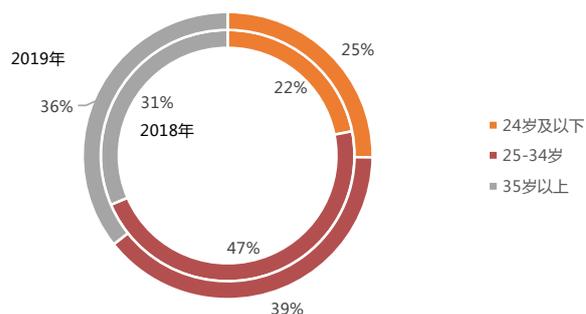
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 11：双 11 当天电商行业用户性别结构（2018A vs. 2019A）



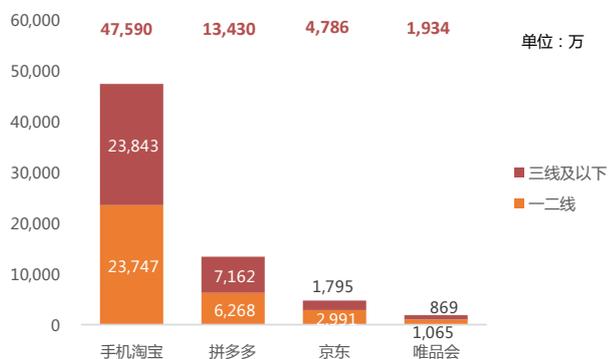
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 12：双 11 当天用户年龄结构（2018A vs. 2019A）



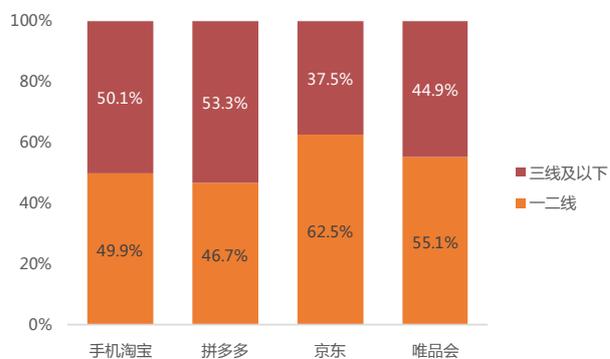
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 13：主要电商平台双 11 当天 DAU



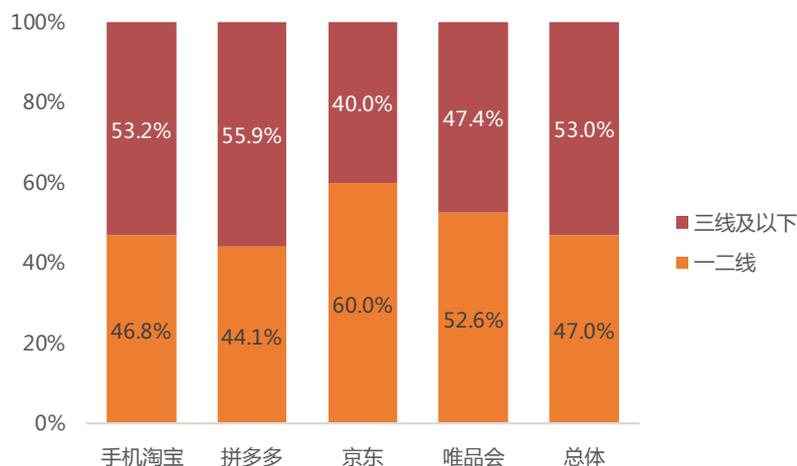
资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 14：主要电商平台用户城市线级分布（2019 年双 11）



资料来源：Trustdata，天风证券研究所

图 15：2019 双 11 新增 DAU 城市结构



资料来源：Trustdata，天风证券研究所

1.3. 品牌商家数据表现亮眼，“亿元俱乐部”成员增至近 300 家

此次双 11 品牌商家表现依旧亮眼。双 11 成交额破亿品牌数量达到 299 家，较去年增加 62 家。诸如百雀羚、完美日记、欧莱雅等美妆品牌在第 1 个小时成交额就突破 1 亿。为品牌商家做代运营的宝尊和壹网壹创也获得不俗的表现。此次双 11 宝尊成交额突破百亿至 100.6 亿，同比增长 53.6%，增速较上一年提升明显；壹网壹创全天成交额达 35 亿元，同比增长 91.3%。

图 16：天猫双 11 成交额破亿品牌数量（2017A-2019A）



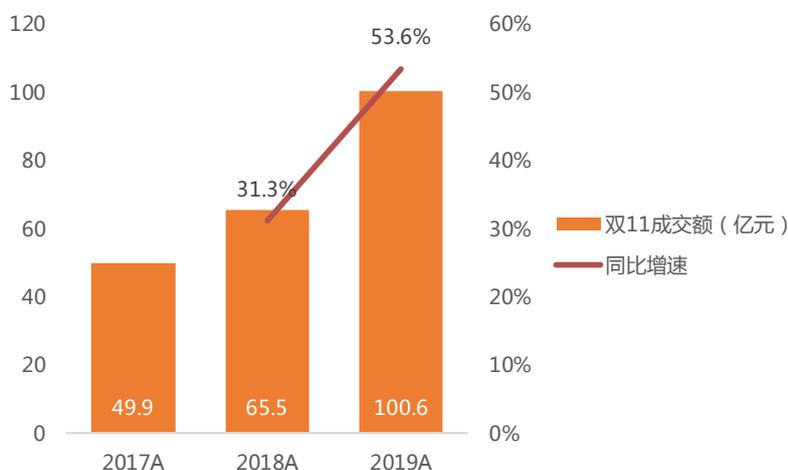
资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

图 17：部分品牌双 11 表现

品牌	品类	成交额 (亿元)	对应时间节点
居然之家	家居	200	20h
红星美凯龙	家居	20	14h49m
森马	服饰	11	9h59m
南极电商	服饰	11	17h33m
三只松鼠	食品	10.49	24h
格力	家电	10	21m
波司登	服饰	10	24h
绫致	服饰	10	10h53m
百雀羚、完美日记、欧莱雅、Olay、自然堂、兰蔻、雅诗兰黛	美妆	1	1h
HomeFacialPro、SK-II、薇诺娜、Innisfree、海蓝之谜、资生堂、伊丽莎白雅顿、雪花秀、黛珂、CPB、娇韵诗	美妆	1	2h

资料来源：亿邦动力网，天风证券研究所

图 18：宝尊双 11 成交额及同比增速（2017A-2019A）



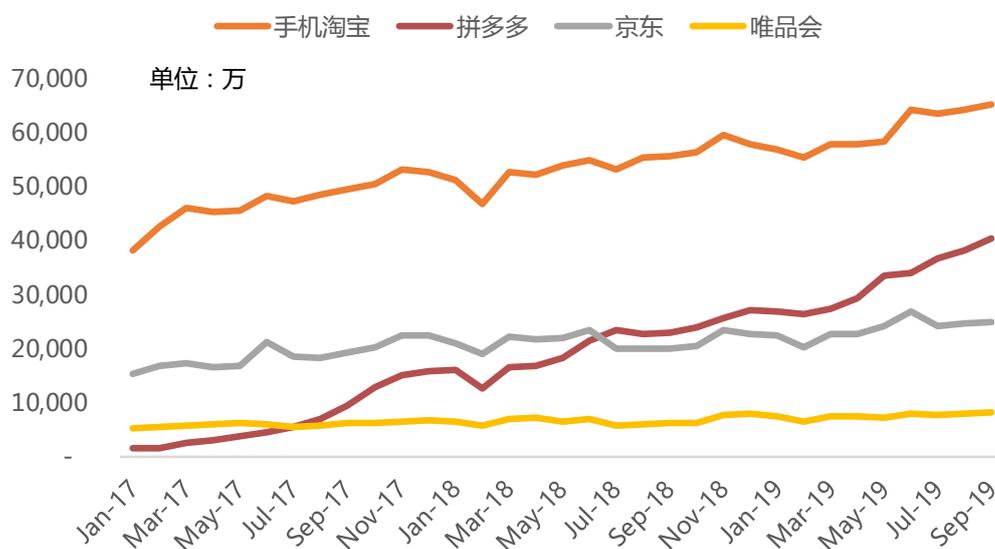
资料来源：亿邦动力网，36 氪，天风证券研究所

2. 抽丝剥茧：每年双 11 增长背后有什么源动力？

2.1. 在用户增长之余，用户粘性提升延续

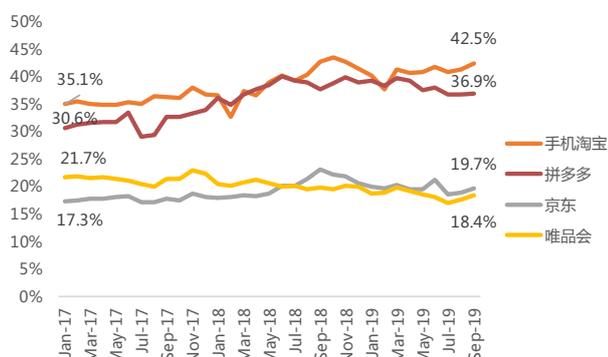
电商行业移动端用户持续增长。根据 QuestMobile, 截至 2019 年 9 月手机淘宝 APP 的 MAU 达 6.5 亿, 拼多多 MAU 达 4.0 亿, 京东 MAU 达 2.5 亿, 唯品会 MAU 约为 8,000 万, 相较 2017 年 1 月分别净增 2.7 亿、3.9 亿、约 9,700 万和约 2,800 万。在用户增长之余, 在平台着力提升用户体验的举措下, 用户在电商平台的使用粘性也在持续提升。根据 QuestMobile, 淘宝、拼多多和京东 APP 的日活跃率皆有明显提升。相较 2017 年 1 月, 2019 年 9 月淘宝日活跃率提升 7.5pct vs. 拼多多 6.3pct vs. 京东 2.5pct。人均使用时长方面也保持同样的趋势。

图 19: 国内主要电商 APP 的 MAU (2017 年 1 月-2019 年 9 月)



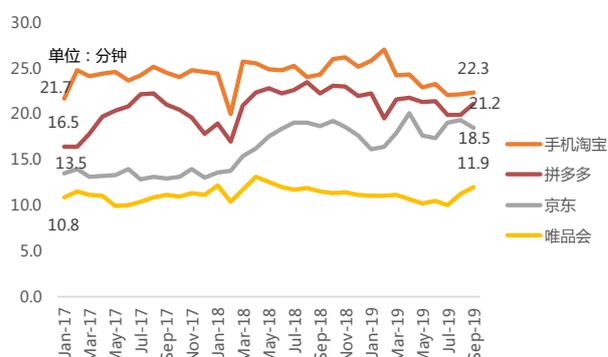
资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 20: 主要电商 APP 日活跃率 (2017 年 1 月-2019 年 9 月)



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 21: 主要电商 APP 日均使用时长 (2017 年 1 月-2019 年 9 月)

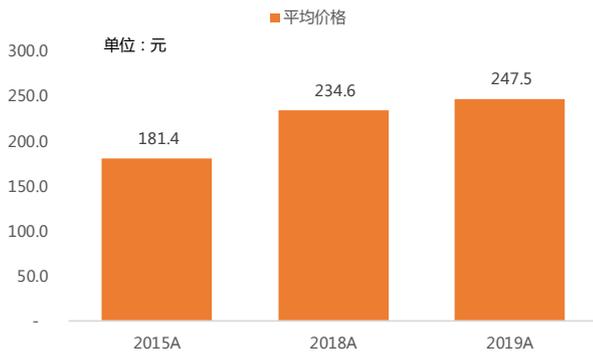


资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

2.2. 从全局角度来看，行业依然在消费升级

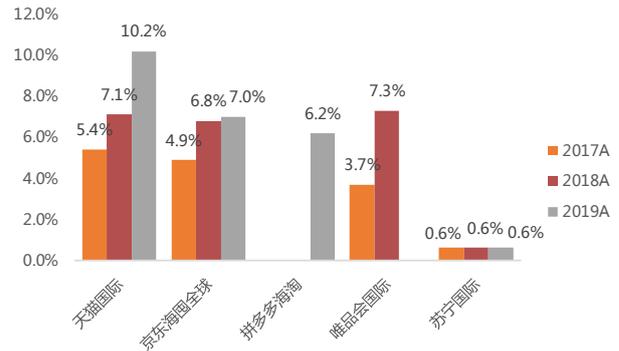
行业依然在经历整体消费升级的过程。根据星图数据，2019 年双 11 平均每包裹单价为 247.5 元，同比增加 13 元左右，相较 2015 年的 181.4 元提升 66.1 元。此外，双 11 跨境电商贡献比例在逐年提升。2019 年双 11 天猫国际交易额占比 10.2%，同比提升 3.1 个百分点；京东海囤全球贡献 7.0%，同比提升 0.2 个百分点。从部分品类来看，均价较高的元气森林、巴黎水销售额排名分别位列食品子品类的第 2 名和第 4 名；雅诗兰黛、兰蔻、阿玛尼等品牌商品的成交额分别位列美妆子品类的第 3 名到第 5 名。

图 22: 双 11 当天电商行业平均每包裹成交额(2015A vs. 2018A vs. 2019A)



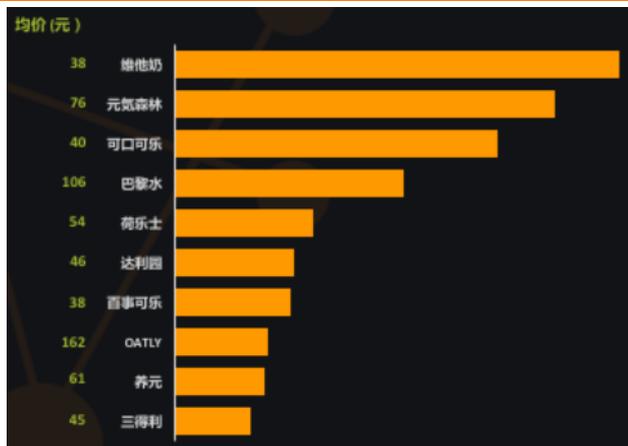
资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 23: 双 11 当天各电商平台跨境电商贡献比例



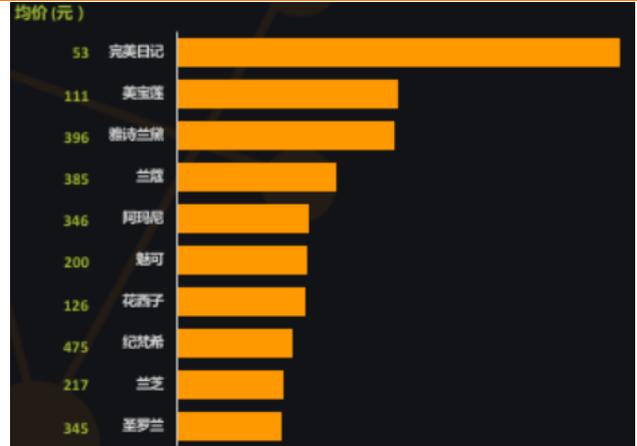
资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 24: 双 11 当天食品子品类销售额及均价



资料来源：星图数据，天风证券研究所

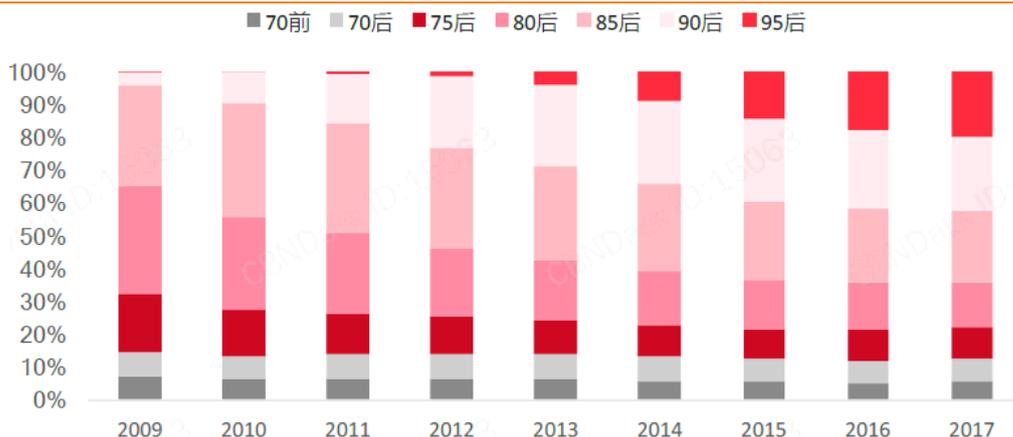
图 25: 双 11 当天美妆子品类销售额及均价



资料来源：星图数据，天风证券研究所

总体电商平台消费升级背后是消费群体代际的变更。1980 年后出生的消费者占比逐步提升，已经成为消费主流。最具消费力的 80 后与 85 后由于逐渐步入新阶段，开始拥有家庭，在高客单价的基础上消费品质进一步上升，仍然拥有较高的增速；90 后消费水平快速接近 80 后与 85 后，95 后消费者在占比提升的同时，客单价维持最高的增速水平。

图 26：天猫双 11 不同年龄段消费者人数占比（2009A-2017A）



资料来源：CBNData，阿里大数据，天风证券研究所

图 27：天猫双 11 不同年龄客单价（2017 年）



资料来源：CBNData，阿里大数据，天风证券研究所

2.3. 种草内容形式在变，但内容与电商融合趋势不变

内容能够通过推荐用户商品信息，从而达到促进电商交易的效果。因此，内容与电商的融合从过去几年一直延续至今。无论是电商的主动内容化，还是内容平台的电商化，从近几年的趋势来看，内容的形式愈发丰富。从本次双 11 来看，无论是图文内容，还是短视频、直播，皆有较好的表现。

图 28：内容电商与传统电商用户行为模式差别



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

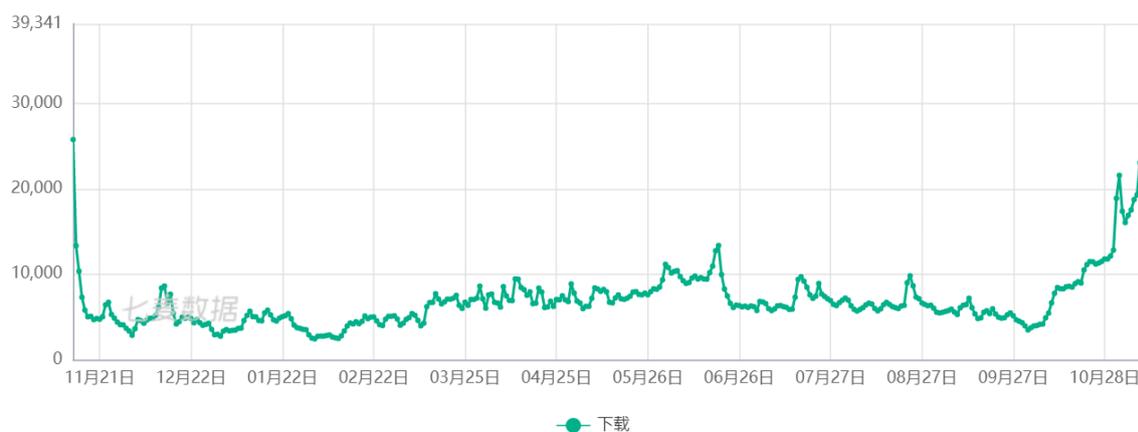
图文形式内容依然拥有较好表现。以内容导购平台什么值得买为例，此次双 11 什么值得买平台预计也会拥有较好的增长表现。今年 11 月 11 日，什么值得买网站订单量是平日 24 倍，尤其在 0-1 点形成了井喷趋势，爆料数量同比增长 68.41%，文章发布量同比增长 65.53%。从百度指数和七麦数据来看，今年什么值得买表现也预计延续高增长。

图 29：什么值得买百度指数（2017 年 10 月 1 日-2019 年 11 月 11 日）



资料来源：百度指数，天风证券研究所

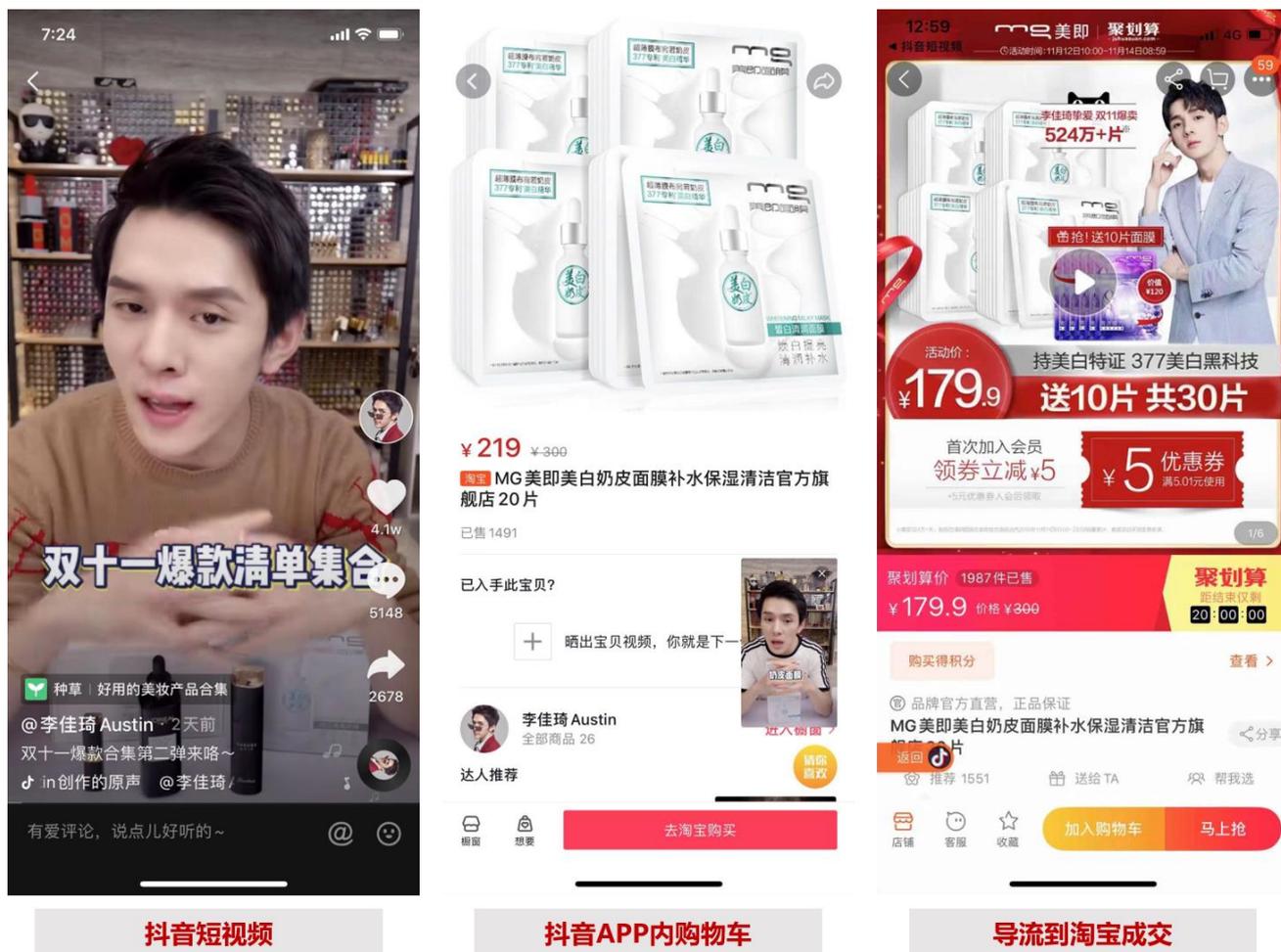
图 30：什么值得买 APP 每日下载量（2018 年 11 月 11 日-2019 年 11 月 11 日）



资料来源：七麦数据，天风证券研究所

电商平台站外短视频与直播流量的电商化逐步成型。截至 2019 年 11 月 12 日中午，从淘宝平台站外流量贡献达人排行榜来看，快手辛有志、初瑞雪和抖音李佳琪是带货前三名。其中辛有志双 11 发布“十亿计划”，2019 前三季度平均带货 7 亿元；李佳琦估计双 11 当天带货总额超 10 亿。

图 31：抖音短视频导流至淘宝示意图



资料来源：抖音 APP，淘宝 APP，天风证券研究所

图 32：2019 天猫双 11 带货达人榜

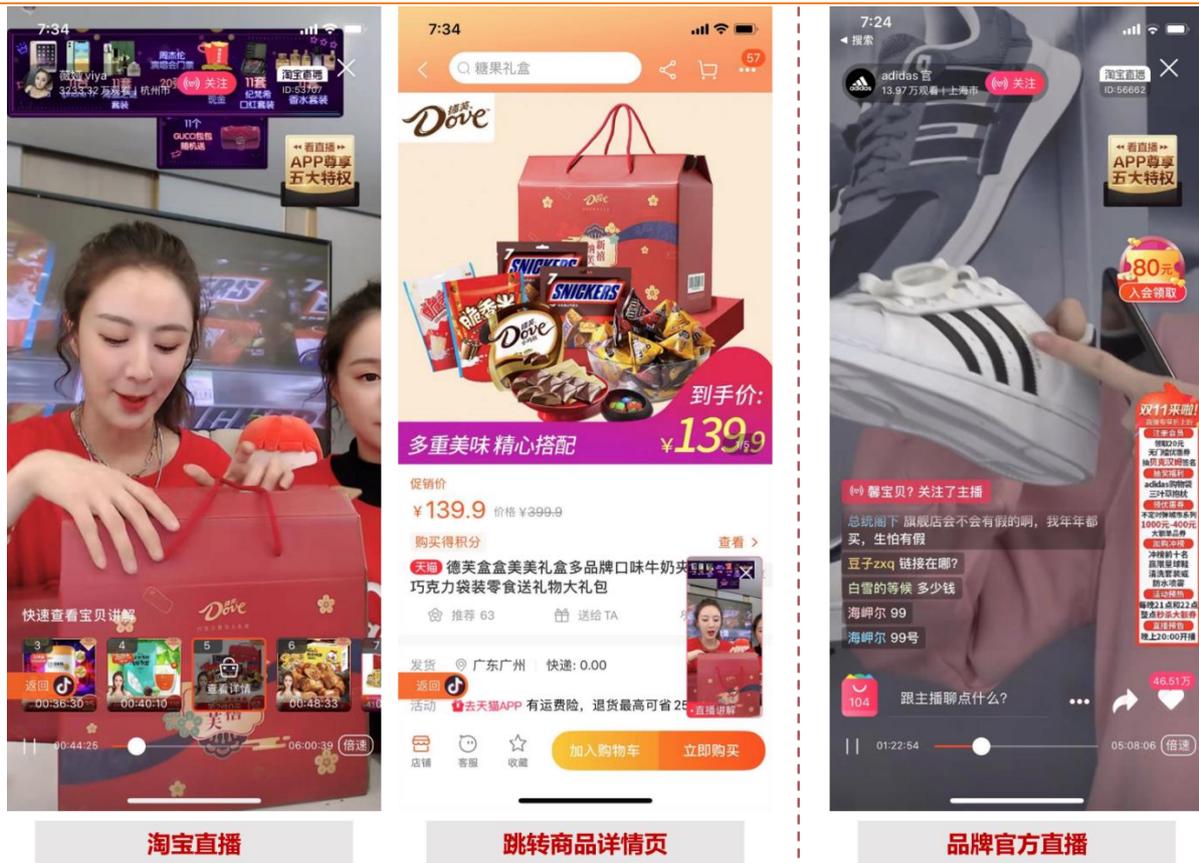
排名	达人名称	所属平台	粉丝量
1	辛有志 辛巴 818	快手	2,962.8w
2	初瑞雪 每周末6点	快手	2,150.9w
3	李佳琦Austin	抖音	3,293.6w
4	散打哥11月25日生日	快手	4,683.4w
5	驴嫂平荣LV	快手	1,816.5w
6	企鹅妈妈	抖音	45.4w
7	韩国媳妇大璐璐	抖音	1,97.0w
8	周周珍可爱 •625	快手	1,030.5w
9	球球新歌《没有人爱》	快手	1,987.9w
10	娃娃（每周一6点）	快手	1,303.1w

资料来源：淘宝网站，CBNData，天风证券研究所

直播形式也成为商家获取增长的新动力。淘宝直播方面，今年天猫双 11，超过 50%的商家都通过直播获得新增长。1 小时 03 分淘宝直播引导成交超去年全天，8 小时 55 分引导成交已破 100 亿，全天交易额近 200 亿元。品类方面，在家装和消费电子等行业，直播引导的成交同比增长均超过 400%。淘宝直播之外，蘑菇街也在双 11 开始 1 小时 23 分就已经

破去年双 11 全天交易额。

图 33：淘宝直播页面截图



资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所

3. 鉴往知来：今年双 12 是否值得期待？

对于线上双 12 的出发点更多在于为双 11 之后的库存产品售卖。回顾历年双 12，尽管当天也会有相较平日更好的表现，但相较双 11 和 618 还有差异。主要还是因为用户大部分需求在双 11 得到满足，商家供给也相应有限，更多的库存来自于双 11 没有卖完的库存产品。尽管如此，从当天快递包裹量来看，即使在量级上不如双 11，但是仍然能够保持较高的增速，2018 年包裹量同比增长 32.5%。

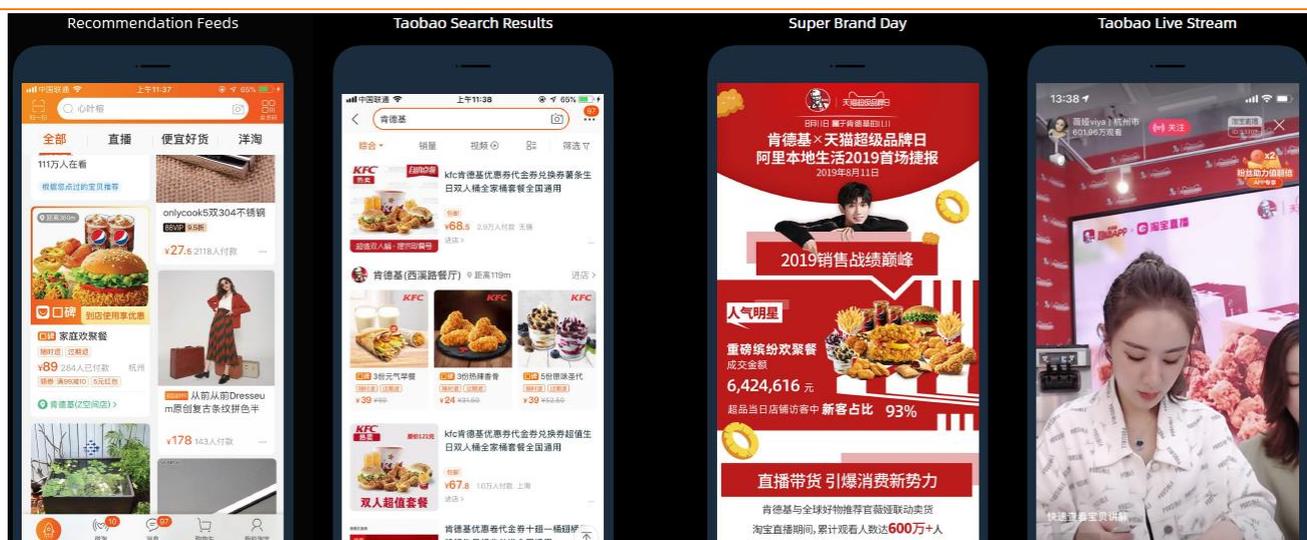
图 34：全国双 12 全天快递业务量及同比增速（2014A-2018A）



资料来源：Techweb，天风证券研究所

从主要平台来看，对于阿里双 12 逐步成为线上线下协同的重要时间点之一。2016 年参与线下双 12 商家首次突破 100 万家；2017 年双 12 口碑平台就帮线下商家带来超过 6,500 万笔交易；2018 年双 12 淘鲜达在 269 个城市开通 1 小时送达服务，660 家线下商超门店参与，其中包括盒马鲜生、大润发等。此次双 12 拼多多预计仍然能够延续较高增长。去年双 12 期间，只用 8 小时 49 分钟平台 GMV 超越上一年全天，平台总物流订单数同比增长 370%，农产品订单量超 3,800 万单。双 12 大促期间，家居用品订单超 2.8 亿单，女装销量超 9,000 万单。

图 35：阿里体系内线上与线下协同案例



资料来源：阿里巴巴公司公告，天风证券研究所

4. 投资建议

投资建议：每年双 11 是电商行业的盛会，今年双 11 已经举行到第 11 届，行业成交额突破 4,000 亿。在高基数下，行业整体增速依然能够维持在 30%以上。考虑到行业延续较高景气度，建议关注：电商平台龙头【阿里巴巴】，受益于下沉市场消费升级的【拼多多、唯品会】，借助“京喜”获取下沉用户增量的【京东】，双 11 期间高增长的【壹网壹创（和零售组联合覆盖）、值得买】，以及受益于直播带货的头部公司。

风险提示：宏观经济下行风险；电商行业增速下行；用户增长放缓风险；政策监管风险；

图 36：全球主要电商公司估值对比表-按照 Bloomberg 一致预期

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
				FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20
阿里巴巴	USD	182.5	475,100	36.0	25.5	22.0	9.6	6.7	4.9	9.7	6.9	5.2	2.0	1.4	1.2
美团点评	HKD	93.8	69,524	n.a.	n.a.	62.2	6.8	4.9	3.6	7.5	5.2	3.9	n.a.	n.a.	n.a.
京东	USD	33.4	48,519	150.2	36.7	27.1	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5	3.1	0.8	0.6
拼多多	USD	41.7	48,459	n.a.	n.a.	92.5	25.6	10.1	5.9	26.9	11.2	6.9	n.a.	n.a.	n.a.
小米集团	HKD	8.5	25,990	20.9	15.8	12.8	0.8	0.7	0.6	1.0	0.9	0.7	1.8	1.4	1.1
唯品会	USD	11.4	7,611	20.0	13.1	11.1	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	USD	43.6	2,715	49.8	38.6	26.7	3.5	2.6	1.9	3.5	2.6	2.0	n.a.	n.a.	n.a.
壹网壹创	CNY	171.3	1,952	n.a.	64.3	49.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.2	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
值得买	CNY	130.9	994	n.a.	58.9	46.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.2	8.1	n.a.	n.a.	n.a.
中国有赞	HKD	0.5	988	n.a.	n.a.	n.a.	6.2	4.7	2.9	8.0	5.4	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
云集	HKD	4.3	922	n.a.	n.a.	9.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.3	0.2	n.a.	n.a.	n.a.
中国电商				27.2	25.9	18.1	3.6	3.7	1.7	6.2	4.5	3.1	2.3	1.2	1.0
Amazon	USD	1,753.1	869,187	60.9	55.9	44.8	3.8	3.1	2.5	3.7	3.1	2.6	1.8	1.6	1.3
沃尔玛	USD	121.0	344,101	27.2	25.0	24.5	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	3.4	3.1	3.1
好市多批发	USD	302.9	133,172	43.4	37.4	35.0	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	5.1	4.4	4.2
Shoptify	USD	314.3	36,375	1,007	1,595	348	32.8	21.9	16.2	34.4	23.4	17.3	24.2	38.3	8.3
Ebay	USD	34.6	28,181	15.0	12.5	11.9	2.1	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6	1.1	0.9	0.9
良品计划	JPY	2,451	6,331	21.5	18.0	22.1	1.7	1.5	1.4	1.8	1.7	1.6	2.8	2.3	2.8

资料来源：Bloomberg（2019 年 11 月 14 日），天风证券研究所

注：阿里已经按照日历年进行追溯调整，FY19 对应 2019 年 1 月-2019 年 12 月

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com