

2019年12月04日

海外科技

## 2020年电商行业拼生态，拼后劲

■ **实物消费的线上转化增长红利仍在**：目前中国移动购物用户已经接近10亿，线上实物交易渗透率单月峰值超过24%；中国线上B2C零售CR4市占率97%保持稳中有升；高线和低线市场电商参与者互相渗透；年化买家TOP3的电商参与者之间竞争加剧。我们认为消费从线下往线上转化仍是电商市场规模扩大的重要驱动力之一，移动支付和物流基础设施的全面铺设预先为电商渗透铺路。今年迄今线上约贡献了44%的整体零售总额，月度实物消费的线上渗透率保持了稳中有升的趋势，并呈现明显的季节性，假设2020年仍有1-2个百分点的提升，我们估算2020年的月度渗透率峰值有望达到27%-28%。

■ **下沉市场策略由拉新转向运营和付费转化**：2019年市场下沉是各家头部电商的重点策略，从平台新增用户来看，下沉市场用户基本占据了七成左右。我们预期经过一年的集中获取，对于低线市场的用户策略将逐渐从拉新转向为用户活跃度和参与度的运营。同时，由于新客中下沉市场的比例较大，这使得新用户的偏好和消费水平或更偏离平台的核心用户数据。但随着平台对新用户的运营，我们预期2020年开始新用户的消费习惯和开支水平将向核心用户靠拢。

■ **电商+娱乐，内容重于形式**：不管是直播、短视频还是拼团，对于电商平台来说都是改善用户体验、增加用户参与度、提高营销推广ROI的工具。我们不认为形式本身构成竞争壁垒，背后的竞争优势应该是平台对于用户偏好的把握和对用户行为的培养和运营，以及积累的用户流量以及“内容”。这方面头部电商更有优势，因为除了直播的娱乐性外，平台生态提供了种草、下单、支付、物流的闭环；另外，平台丰富的商品SKU、购买评价、带货主播、主播与用户互动、丰富的商品展现形式以及用户参与形式（包括社交互动、平台消游戏、浏览个性化推荐的商品等），都增强了平台“内容”的丰富度，而未来电商对用户的竞争将从拉新转向对用户消费额、频次、平台参与时长的竞争。

■ **电商下半场比拼供应链能力**：在电商竞争的下半场，供应链赋能成为电商零售竞争的硬实力。由于商家和消费者在供应链的两端，用户的需求在传达的过程以及商家产品触达消费者的过程中可能因为中间环节而变得失真和无效率；随着新零售、O2O的兴起，线上和线下零售的界线越来越模糊，传统零售商/制造商迫切需要供应链升级和数字化，实现全渠道扩展以及提高效率。头部电商在C2M早有布局，并将C2M策略纳入中期计划；完整的电商生态闭环以及在支付、物流、云计算基础设施的布局有助于在生产规划、数据服务、金融、仓储物流等环节赋能商家。

## 行业深度分析

证券研究报告

海外科技

投资评级 **领先大市-A**  
维持评级

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

### 相关报告

2019 双十一主要电商表现小结	2019-11-12
互联网二季报总结：子行业表现分化；蛰伏期扩张业务边界	2019-09-02
618 主要电商表现小结	2019-06-19
互联网一季报总结：子行业逆风；下半年现转机	2019-06-11
电商模式创新积累增长势能	2019-03-08
2019 年互联网策略：大浪淘沙显真金	2018-12-09
互联网二季报总结——龙头公司领跑行业；下半年逆风成长	2018-08-27
消费升级趋势下看拼多多的崛起	2018-07-22

■**投资建议：**我们仍然最青睐**电商消费电子版块**，受益于消费的向线上迁移以及用户消费开支的增长，行业整体同比增长在 20%左右较为稳健，首推**阿里巴巴和拼多多**。阿里巴巴长期基本面及生态协同效应稳健，中期收入增长可见度较清晰，未来推荐信息流变现或将带来平台业务提速的新动力，核心市场平台业务盈利能力稳健，支持公司多领域的投入；回归港股及未来潜在纳入港股通有望提升估值。**拼多多的**用户导向策略成效超预期，用户、客单价和变现对比电商巨头仍有增长空间，坚定高性价比平台和用户导向策略，用户年度消费的提升或为营收增长带来惊喜。**京东**受益于市场下沉策略，驱动收入增长提速，结合规模效应和经营杠杆，我们预期公司有能够实现调整后净利率将逐年提高。**宝尊**同店销售增速强劲，我们看好公司电商代运营领域的龙头地位以及开拓品牌客户的潜力。

■**风险提示：**宏观经济影响对电商行业大于预期；中国整体消费放缓；电商行业竞争加剧。

## 内容目录

<b>1. 板块估值维持在低于历史平均</b> .....	<b>5</b>
1.1. 行业估值仍低于历史平均.....	5
1.2. 三季度板块继续分化，四季度展望符合预期.....	6
<b>2. 实物消费的线上转化增长红利仍在</b> .....	<b>7</b>
2.1. 2020 年线上渗透率月度峰值有望达到 27%-28%.....	7
2.2. 下沉市场策略由拉新转向运营和付费转化.....	8
2.3. 移动支付市场高度集中，电商用户覆盖仍有渗透空间.....	10
2.4. 物流基础设施全国覆盖；聚焦提速.....	12
<b>3. 电商竞争格局需放眼用户运营及供应链管理</b> .....	<b>13</b>
3.1. 电商基本面稳健，业绩驱动各有不同.....	13
3.2. 电商大促消费集中度稳中有升，交易额同比趋于常态化.....	16
3.3. 电商+娱乐，内容重于形式.....	18
3.4. 电商下半场硬实力比拼供应链能力.....	21
<b>4. 重点标的</b> .....	<b>25</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>6. 中国互联网公司估值比较</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 互联网中概历史平均动态市盈率.....	5
图 2: BAT 历史平均动态市盈率.....	5
图 3: 人民币对美元汇率历史走势.....	6
图 4: 三季度公布后一交易日股价升跌幅.....	7
图 5: 中国实物商品网上零售额及名义同比增速.....	7
图 6: 电商实物交易渗透率（月度计算值）.....	8
图 7: 9 月移动 MAU.....	9
图 8: 双 11 当天移动购物用户人均打开 App 数.....	9
图 9: 移动购物行业高线及下沉市场用户规模.....	9
图 10: 2018 年 8 月典型电商平台流量城市分布.....	9
图 11: 2019 年 618 活动期间典型电商平台流量城市分布.....	9
图 12: FY19 阿里巴巴中国零售平台来自欠发达地区用户的年度开支趋势.....	10
图 13: 中国第三方移动支付交易规模.....	10
图 14: 中国第三方移动支付市场结构.....	10
图 15: 2Q19 中国第三方移动支付市场份额.....	11
图 16: 中国线下扫码支付交易规模.....	11
图 17: 中国网购用户规模.....	11
图 18: 中国规模以上月度快递业务量及同比增速.....	12
图 19: 阿里巴巴 GMV 和年度买家同比增速（中国零售平台）.....	13
图 20: 京东 GMV 和年度买家同比增速.....	13
图 21: 双 11 期间京喜 App 新用户分布.....	14
图 22: 阿里巴巴和拼多多转化率.....	15
图 23: 活跃买家人均年度 GMV 比较.....	15
图 24: 年度活跃买家数量.....	16
图 25: MAU 对比.....	16

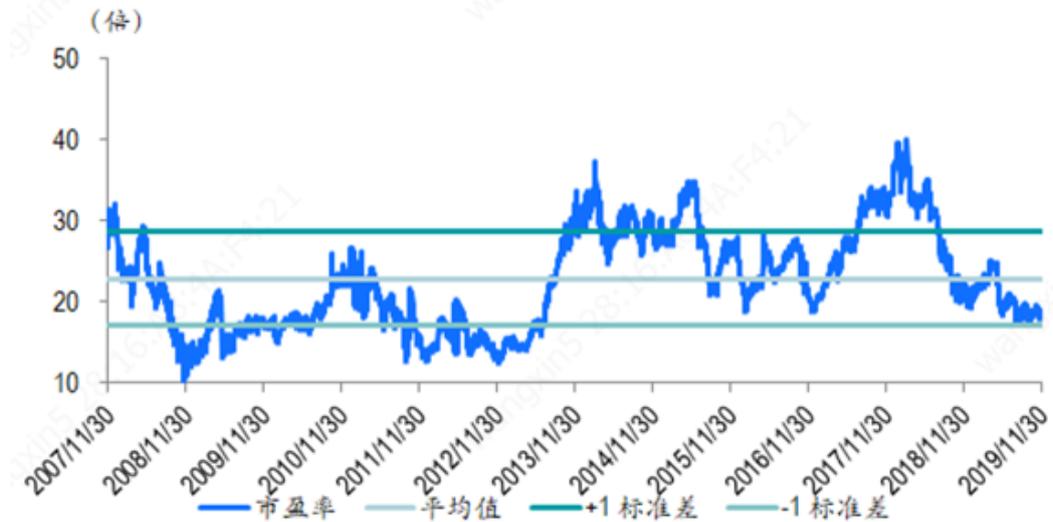
图 26: 阿里巴巴历年双十一交易额.....	16
图 27: 2019.11.11 各平台销售额占比.....	17
图 28: 阿里巴巴双十一 GMV 占当季 GMV 比例估计值.....	17
图 29: 淘宝直播带货规模趋势.....	18
图 30: 淘宝直播成交渗透率.....	18
图 31: 2019 年上半年中国直播平台用户直播购物类型偏好.....	18
图 32: 手淘 App 内功能点击率.....	19
图 33: 2019 年 5 月直播网购人群线上消费能力.....	19
图 34: 促使快手用户购买短视频内推荐产品的因素.....	20
图 35: 2019 年 11 月 6 日薇娅淘宝直播间钉钉连线卡戴珊.....	21
图 36: 完美日记天猫旗舰店双 11 独家限量款新品.....	22
图 37: 双 11 天猫小黑盒新品.....	22
图 38: 电子产品供应链上的信息失真导致高库存、低周转.....	22
图 39: 京东 C2M5 步法.....	23
图 40: 阿里巴巴 C2M 的五个环节.....	23
图 41: 拼多多爆款形成策略.....	24
表 1: 三季度收入及利润与市场一致预期对比.....	6
表 2: 中国网络零售 B2C 市场份额统计.....	8
表 3: 3Q19 电商收入概览.....	13
表 4: 三家主要电商平台双十一不同品类价格对比.....	15
表 5: 不同平台不同 SKU 黑五价格对比.....	15
表 6: 其他各电商的直播业务进展.....	19
表 7: 阿里巴巴智能供应链产品.....	24
表 8: 中国互联网公司估值比较.....	27

## 1. 板块估值维持在低于历史平均

### 1.1. 行业估值仍低于历史平均

今年以来，板块估值震荡向下，目前动态市盈率仍在历史平均下一个标准差附近。除了宏观和市场原因，我们认为部分可能由于子行业进入常态化或者温和增长，加上人民币贬值，对以美元/港币计的业绩表现和估值持续有下行压力。由于时间靠近年底，市场对某些行业 2020 年展望不清晰，也导致估值难以提升。展望 2020 年，我们预期上述情况有望缓解，从子行业来看，策略从用户增长逐渐转向用户运营；另外，2019 年监管方面的影响得以缓和，并且同比来看有低基数效应。

图 1：互联网中概历史平均动态市盈率



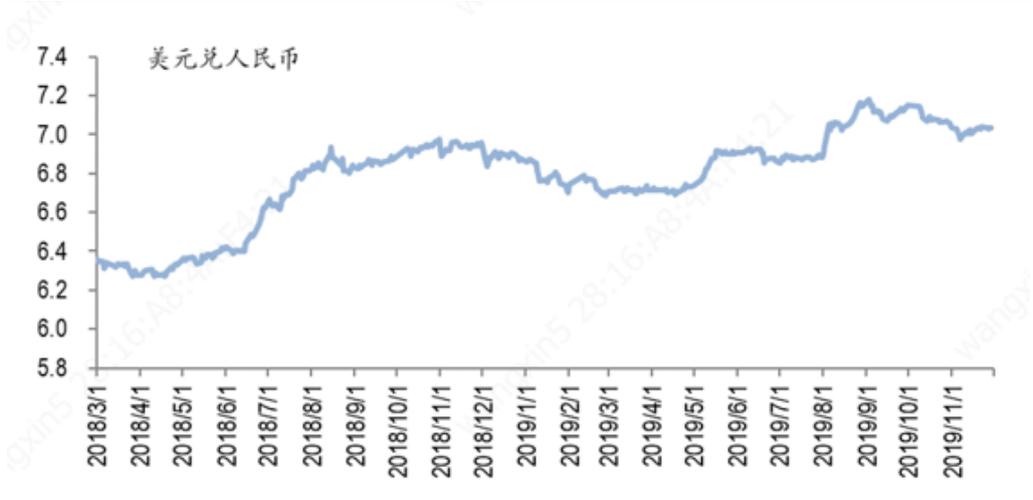
资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 2：BAT 历史平均动态市盈率



资料来源：彭博、安信证券研究中心

图 3: 人民币对美元汇率历史走势



资料来源: 彭博、安信证券研究中心

## 1.2. 三季度报板块继续分化, 四季度展望符合预期

三季度大部分公司的收入和业绩表现超过或符合预期, 季报后一日表现来看更多为上涨。从四季度指引来看, 大部分公司仍然保持稳健增长; 我们仍然最青睐电商消费板块, 其次为游戏和直播, 在线广告压力仍存, 提振市场信心的强催化剂尚未出现。在这种形势下, 我们更青睐生态系统内能产生强协同的行业龙头以及中期增长可持续的子行业。

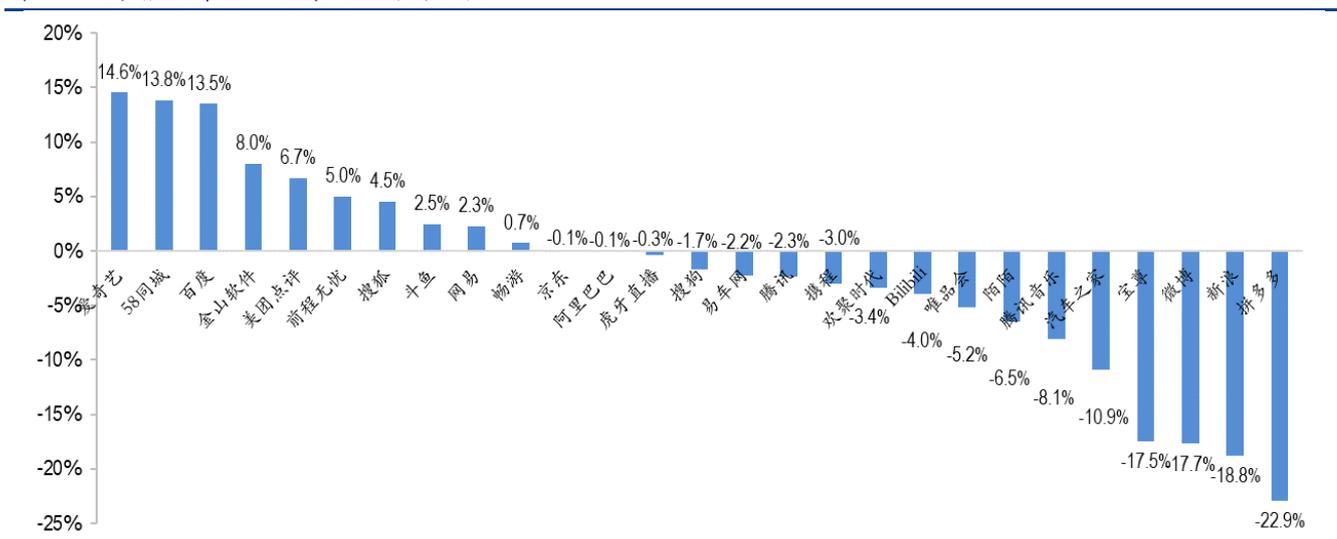
表 1: 三季度收入及利润与市场一致预期对比

公司	股票代码	三季度收入 vs 彭博预期	三季度非通用会计准则净利润 vs 彭博预期	四季度收入指引中值 vs 彭博预期
阿里巴巴	BABA US	超过预期 3.0%	超过预期 22.5%	-
腾讯	700 HK	符合预期 -1.8%	符合预期 -1.5%	-
百度	BIDU US	符合预期 2.0%	超过预期 56%	符合预期
京东	JD US	超过预期 5.0%	超过预期 77.6%	符合预期
网易	NTES US	符合预期 -1.1%	超过预期 52.3%	-
微博	WB US	符合预期 -0.1%	超过预期 7.4%	符合预期
58同城	WUBA US	符合预期 1.7%	超过预期 15.5%	符合预期
新浪	SINA US	符合预期 1.0%	超过预期 30.4%	-
汽车之家	ATHM US	符合预期 0.1%	符合预期 1.1%	符合预期
陌陌	MOMO US	超过预期 3.5%	超过预期 9.7%	超过预期
欢聚时代	YY US	超过预期 2.5%	超过预期 22.7%	符合预期
唯品会	VIPS US	超过预期 5.5%	超过预期 47.3%	不及预期
前程无忧	JOBS US	超过预期 6.8%	超过预期 18.6%	超过预期
哔哩哔哩	BILI US	超过预期 5.6%	超过预期 nm	超过预期
金山软件	3888 HK	符合预期 -1.2%	超过预期 65.3%	-
搜狐	SOHU US	超过预期 6.7%	超过预期 nm	符合预期
搜狗	SOGO US	符合预期 1.9%	超过预期 46.4%	不及预期
畅游	CYOU US	超过预期 21.8%	超过预期 36.7%	超过预期
宝尊电商	BZUN US	符合预期 -1.2%	不及预期 -4.9%	不及预期
虎牙	HUYA US	超过预期 4.7%	超过预期 21.8%	超过预期
易车	BITA US	不及预期 -5.1%	不及预期 -74.2%	不及预期
美团	3690 HK	超过预期 5.7%	超过预期 393%	-
爱奇艺	IQ US	超过预期 2.3%	不及预期 nm	符合预期
拼多多	PDD US	符合预期 1.1%	不及预期 nm	-
腾讯音乐	TME US	符合预期 0.7%	超过预期 16.5%	-

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

注: 3Q19 对应阿里巴巴 2020 财年第二季度; 与彭博市场一致预期相比 2% 以内为符合预期。

图 4：三季报公布后一交易日股价涨跌幅



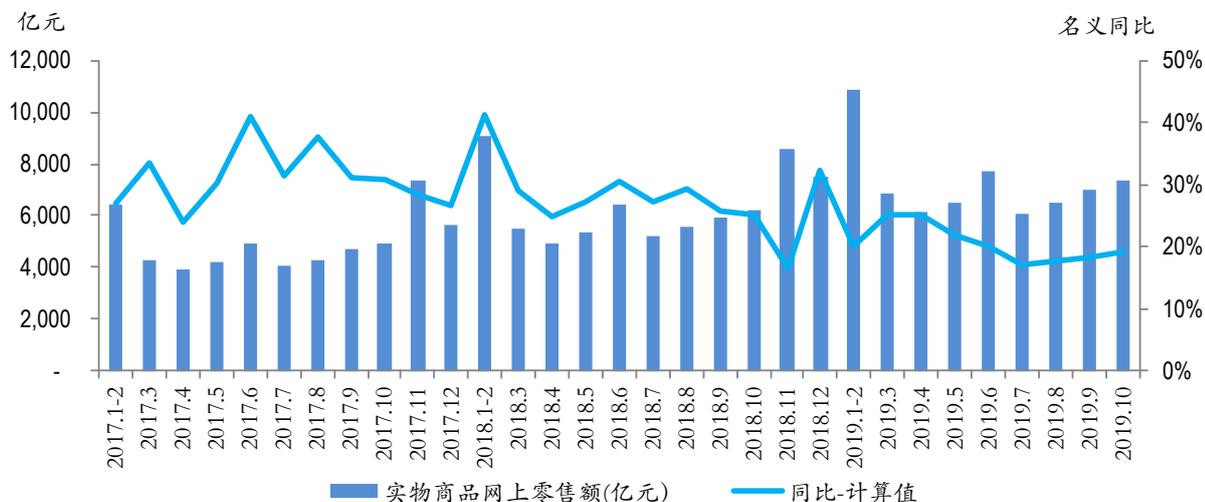
资料来源：彭博、安信证券研究中心

## 2. 实物消费的线上转化增长红利仍在

### 2.1. 2020 年线上渗透率月度峰值有望达到 27%-28%

我们认为消费者的消费从线下往线上转化仍是电商市场规模扩大的重要驱动力之一。我们根据统计局的社会消费品零售数据算得，今年迄今为止，线上约贡献了 44% 的整体零售总额；从月度来看，实物消费的线上渗透率保持了稳中有升的趋势，并呈现明显的季节性，一年中在一二月春节期间渗透率最低，在 6 月和 11 月大促季达到渗透率峰值。但从提升幅度来看，线上实物交易渗透率在 10M2019 的同比增幅约为 2 个百分点，vs 2018 年同比提升 3.4 个百分点；假设 2020 年仍有 1-2 个百分点的提升，那明年的月度渗透率峰值有望达到 27%-28%。

图 5：中国实物商品网上零售额及名义同比增速



资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

注：同比增速为安信证券研究中心计算值。

图 6: 电商实物交易渗透率 (月度计算值)



资料来源: 国家统计局、安信证券研究中心

注: 电商渗透率=当期实物商品网上零售额/当期社会消费品零售额

另外, 我们认为市场预期在现有宏观形势下若无新产品服务形式大幅改善用户体验, 整体线上实物交易大盘难有爆发性提速, 今年下半年迄今保持了接近同比 20% 的增速; 同时由于市场整合, 电商巨头市占率进一步提升, 头部电商交易额的增速将保持稳中有降或小范围内波动。根据易观的数据, 到今年三季度, 天猫和京东在中国线上 B2C 零售的市占率保持上升, 二者市占率接近 89%, 其他线上 B2C 的份额降至 11%。

表 2: 中国网络零售 B2C 市场份额统计

中国网络零售 B2C 市场交易份额	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
天猫	51.3%	59.0%	60.9%	59.6%	58.2%	59.5%	61.5%	61.8%	62.4%	63.1%
京东	32.9%	26.9%	25.6%	25.3%	26.2%	25.8%	24.2%	24.3%	25.6%	25.7%
苏宁易购	2.5%	2.8%	4.5%	5.0%	5.5%	6.4%	6.7%	6.0%	5.3%	5.4%
唯品会	3.2%	3.2%	3.8%	4.1%	4.5%	3.2%	3.7%	3.6%	3.2%	2.8%
前四平台	89.9%	91.9%	94.8%	94.0%	94.4%	94.9%	96.1%	95.7%	96.5%	97.0%

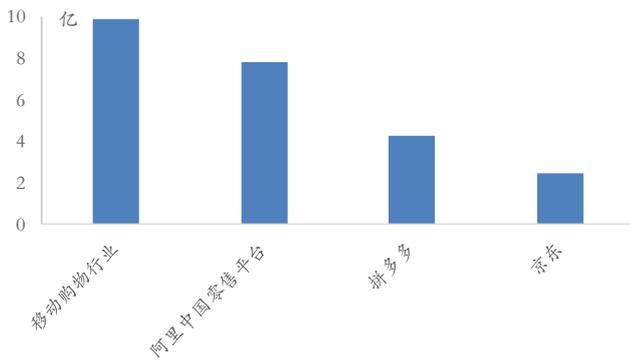
资料来源: 易观、安信证券研究中心

## 2.2. 下沉市场策略由拉新转向运营和付费转化

2019 年市场下沉是各家头部电商的重点策略, 从平台新增用户来看, 下沉市场用户基本占据了七成左右。我们预期经过一年的集中获取, 对于低线市场的用户策略将逐渐从拉新转向为用户活跃度和参与度的运营。同时, 由于新客中下沉市场的比例较大, 这使得新用户的偏好和消费水平或更偏离平台的核心用户数据。但随着平台对新用户的运营, 我们预期 2020 年开始新用户的消费习惯和开支水平将向核心用户靠拢。

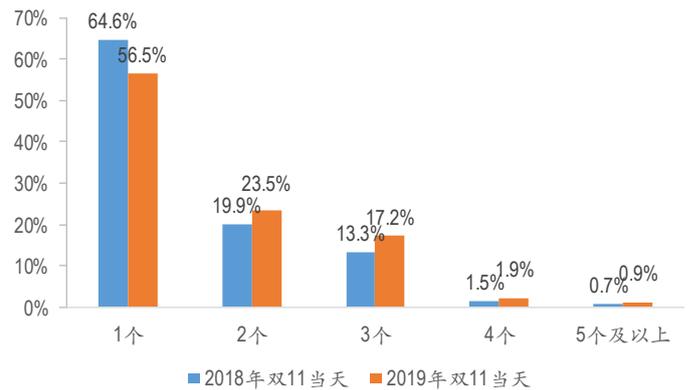
根据 QuestMobile, 下沉市场移动互联网 MAU 在过去一年基本保持稳定在 6.1-6.2 亿, 但月人均网络使用时长在今年 9 月还有同比 8% 的增长 (vs 去年同期 23.8% 的同比增长)。以 9 月数据来看, 年轻用户的线上消费能力更强, 月线上消费 1000+ 元的群体在下沉人群中占 17.1%, 但在下沉年轻人群中占比 21.1%, (vs 占全体网民比例为 17.6%); 而电商则是 00 后新增用户的最集中的领域。9 月移动购物的月活已经达到 9.94 亿, 仅次于移动社交和移动视频的用户规模。另外, 我们预期平台间的用户渗透也存在潜力, 根据 QuestMobile 的数据, 今年双十一当天, 仍有一半以上的移动购物用户仅打开 1 个 App, 但这个比例在同比降低。

图 7：9 月移动 MAU



资料来源：QuestMobile，上市公司财报、安信证券研究中心  
注：此处拼多多数据为季度平均 MAU。

图 8：双 11 当天移动购物用户人均打开 App 数



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

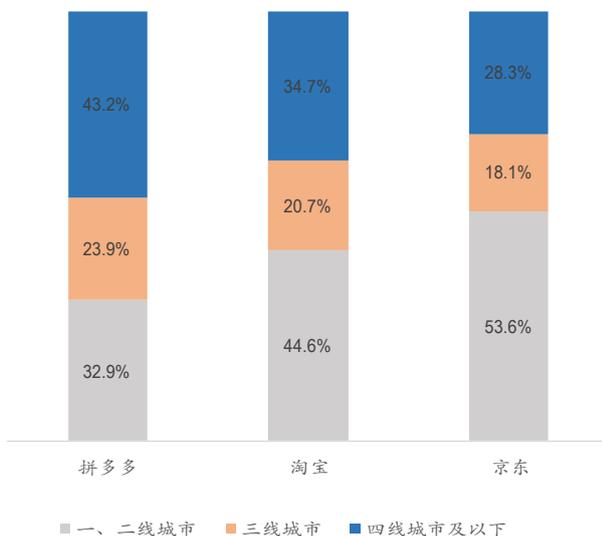
从移动购物 MAU 的构成来看，来自下沉市场的用户比例稳中有升。2019 年 9 月下沉市场用户已经占到 MAU 的 52.8%，vs 2018 年 9 月的 52.6% 以及 2017 年 9 月的 52.2%。但是对于头部电商来说，用户结构的改变更为明显。

图 9：移动购物行业高线及下沉市场用户规模



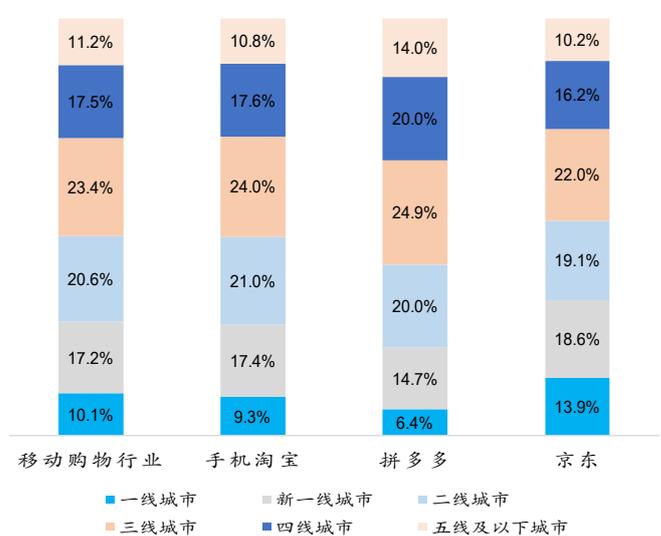
资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 10：2018 年 8 月典型电商平台流量城市分布



资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

图 11：2019 年 618 活动期间典型电商平台流量城市分布

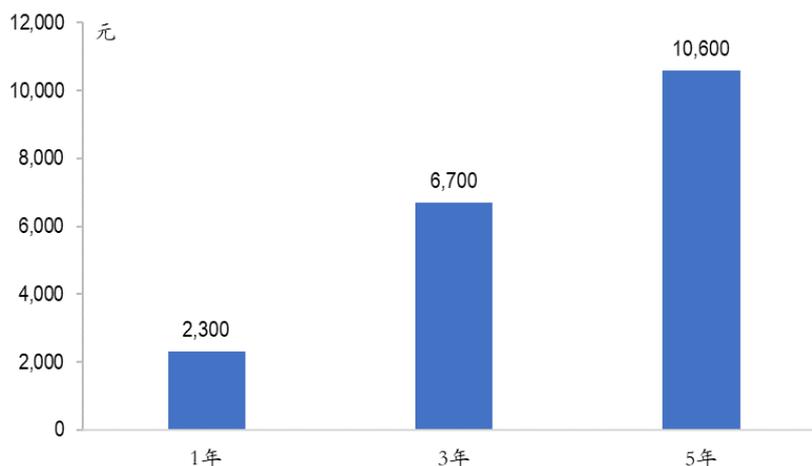


资料来源：QuestMobile，安信证券研究中心

阿里巴巴的数据显示，2019 财年中国零售平台超过七成的新客来自于下沉市场，对下沉市场的人口渗透率只有四成，在过去两个财年里下沉市场新客的首年开支平均在 2000 多元。但随着新客在平台上的成长，其年度开支水平逐年增加，向核心用户群靠拢。

拼多多在今年三季度年度买家平均年度开支同比增加 75% 至 1567 元；但其一线城市买家的平均年度开支超过 5000 元，而平台老用户（12 个月+）的平均年度开支也超过 2000 元。

图 12: FY19 阿里巴巴中国零售平台来自欠发达地区用户的年度开支趋势

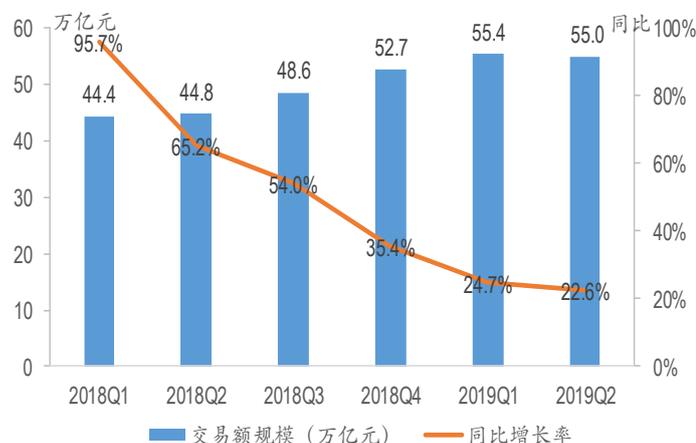


资料来源：阿里巴巴、安信证券研究中心

### 2.3. 移动支付市场高度集中，电商用户覆盖仍有渗透空间

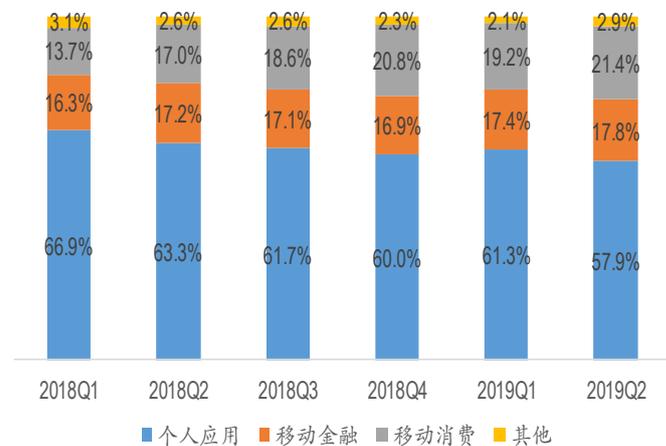
我们认为移动支付和物流基础设施的全面铺设预先为电商渗透铺路。根据艾瑞数据，2019 年上半年第三方移动支付交易规模约 110.4 万亿元（远高于 PC 互联网支付的 12.9 万亿规模），同比增长约 24%，其中，同比来看移动消费为增速最快的子板块，在今年二季度占比 21.4%，同比提升 3.4 个百分点，得益于大促季，规模同比增加 55%。其中，第一梯队支付宝和财付通的市场份额分别为 54.2% 和 39.5%，第三方移动支付市场份额高度集中。从增量贡献来看，随着支付场景的丰富和用户习惯的养成，线下扫码支付功不可没，上半年交易规模达到 15.4 万亿元，同比增加约 86%。

图 13: 中国第三方移动支付交易规模



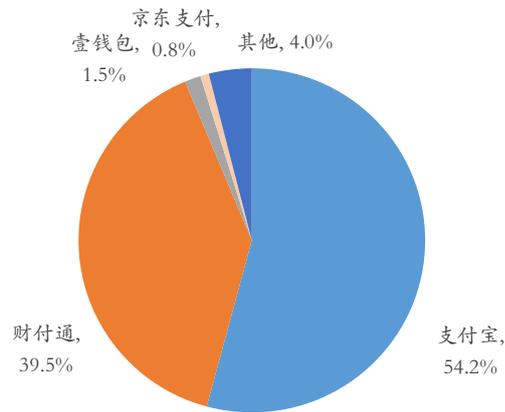
资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

图 14: 中国第三方移动支付市场结构



资料来源：艾瑞、安信证券研究中心

图 15: 2Q19 中国第三方移动支付市场份额



资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

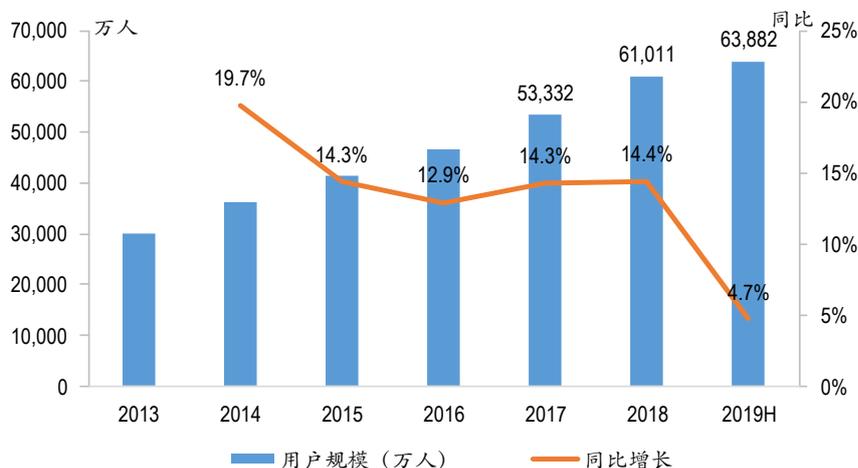
图 16: 中国线下扫码支付交易规模



资料来源: 艾瑞, 安信证券研究中心

从用户端来看, 截至今年上半年, 支付宝在中国的年化使用人数约 9 亿; 在微信支付端, 到 2018 年 12 月, 微信支付绑定银行卡的用户数量已突破 8 亿。根据 CNNIC 的统计, 2019 年上半年中国网购用户数量接近 6.4 亿。以此来看, 中国网购用户数量仍有上升空间。单从阿里巴巴的中国零售平台业务来看, 年化买家数 (提交订单用户数, 非实际支付用户数) 在今年二季度达到 6.74 亿, 在三季度达到 6.93 亿。

图 17: 中国网购用户规模



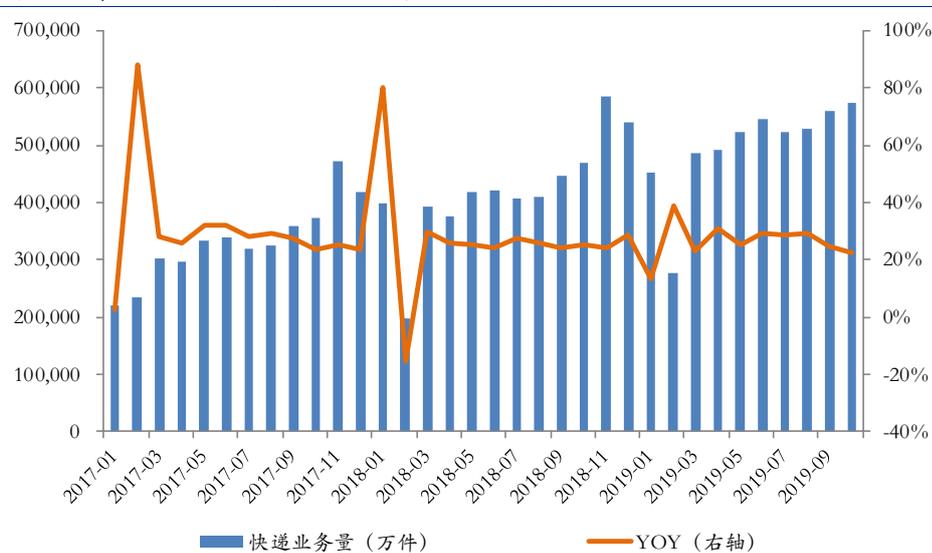
资料来源: 中国互联网络信息中心 (CNNIC), 安信证券研究中心

## 2.4. 物流基础设施全国覆盖；聚焦提速

我们预期国内物流网络的全面覆盖以及揽签时效的提升将拓宽网购用户规模，提高用户体验，有助于低线城市及农村市场的用户转化和消费转化。

早在 2019 年初，国家邮政局提出的全年目标为“邮政业业务总量完成 15000 亿元，同比增长 22%；业务收入完成 9300 亿元，同比增长 18%。其中，快递业务量完成 600 亿件，同比增长 20%；业务收入完成 7150 亿元，同比增长 19%。”另外，对于下沉市场，计划新增直接通邮建制村 5000 个，基本实现全国建制村直接通邮；同时，推动农村地区自提网点、公共取送点、县级快件分拨中心共建共享共用，年底全国乡镇快递网点覆盖率达到 95%，实现快递服务全覆盖。根据邮政局最新数据，10M2019 规模以上快递件数接近 500 亿，同比增长约为 26%。

图 18：中国规模以上月度快递业务量及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

在双十一大促之后，邮政局数据显示今年 11 月 11 日-16 日，受网络电商平台集中促销影响，业务量达到全年高峰，6 天内共处理邮（快）件 23.09 亿件，同比增长 22.69%。最高日处理量达到 5.35 亿件，同比增长 28.6%，是日常处理量的 3.2 倍。截至 21 日 17 时，除边远地区外，主要寄递企业揽收的邮（快）件已妥投 22.51 亿件，妥投率达到 97.5%。

在时效方面，今年 9 月菜鸟联合中通、韵达、圆通、申通、百世等快递公司宣布，将启动对“全国核心经济圈”的快递大提速，以此帮助区域经济一体化加快流通；其中，在长三角经济圈，快递公司宣布已率先承诺圈内 26 个城市对发快递次日必达（其对发快递的揽签时效已经缩短到 22.6 个小时）。接下来还将启动珠三角、长江中游等多个经济圈的快递提速，通过一个个关键节点和枢纽的提速，进而带动低线城市和农村的快递效率提升，最终达到全国 24 小时达。截至 8 月底，菜鸟驿站数量超过 4 万，日处理包裹数同比超过翻倍，来自阿里巴巴中国零售平台的单量占比超过六成。菜鸟网络的目标为“为 20 亿消费者提供国内 24 小时、全球 72 小时必达的极致、普惠的物流服务”。

京东物流方面，今年三季度外部订单数已经超过四成，8 月发起“千县万镇 24 小时达”时效提速计划，该计划重点针对低线城市城区、县城以及周边乡镇，预计 2020 年实现。根据环球网，京东物流此次时效提速计划包括仓储投入，将商品部署在距离乡镇客户更近的地方，运用消费大数据精准备货，提升商品满足率，提升低线城市服务体验；建设中转场地以及投入

智能设备，实现商品的高频率快速集散；通过运力与配送班次的加密，将偏远地区订单升级为每日一送或每日两送，提高当地配送时效，使 24 小时配送服务触达更多人群。此前京东物流在一二线城市已经做到了几乎 100% 订单的 24 小时送达；11 月 1 日到 11 日在全国 90% 区县实现了 24 小时达。

### 3. 电商竞争格局需放眼用户运营及供应链管理

#### 3.1. 电商基本面稳健，业绩驱动各有不同

三季度业绩电商板块整体表现依然稳健，电商渗透率进一步增大。根据国家统计局数据，中国 7-9 月社会消费品零售总额分别同比增长 7.6%、7.5% 和 7.8%，三季度网上零售额占社会消费品零售总额进一步提升，7-9 月份占比达到 19.3%，实物商品网上零售额同比增速 7-9 月分别为 17.1%、17.7% 和 18.3%。我们看到主要电商平台的盈利能力稳步提升，主要得益于规模效应和生态协同，阿里巴巴季度内经营层面扭转下滑趋势，成本效率改善见到成效，生态协同同很大程度提升了运营效率；京东季度内经营杠杆效应明显，费用率得益于规模效应同比收窄，京东物流外单占比持续提升，我们看到了经营层面改善的可持续性。

表 3: 3Q19 电商收入概览

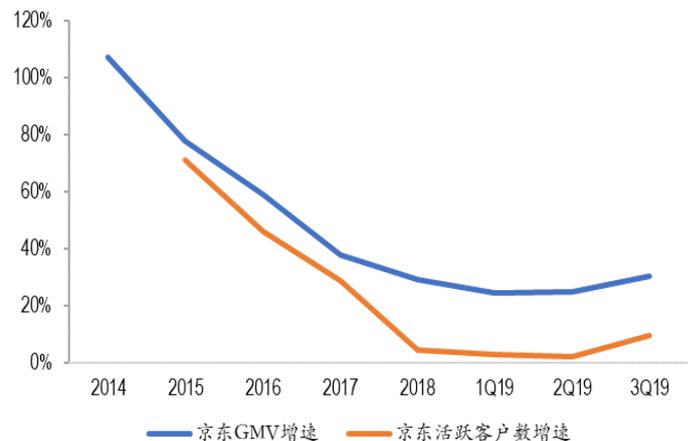
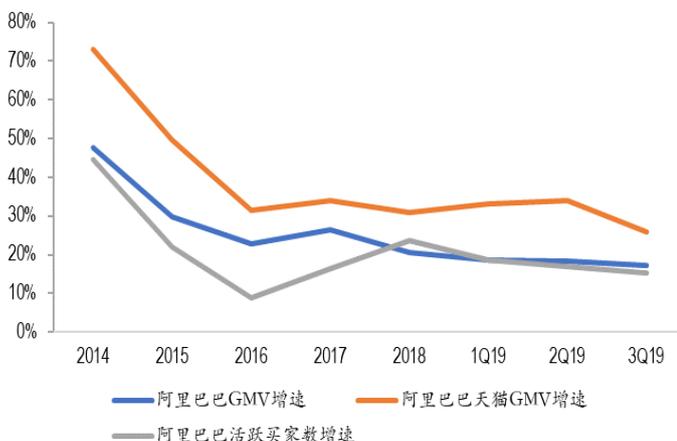
	三季度收入			三季度非通用会计准则净利润		四季度预测/指引	
	百万元	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长	同比增长	环比增长
阿里巴巴 (核心商业)	119,017	40%	1.7%	37%	4%	35%	37%
京东	134,843	29%	-10%	161%	-13%	21%至 25%	21%至 25%
唯品会	19,613	10%	-14%	140%	13%	0%至 5%	33%至 54%
拼多多	7,514	123%	3%	Na	na	101%	51%

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

注：3Q19 对应阿里巴巴 2020 财年二季度；阿里巴巴非通用会计准则净利对应调整后 EBITA；四季度阿里巴巴及拼多多预测为安信证券研究中心预测

从 2019 年来看，我们看到三家头部电商的变现驱动力有所不同。阿里巴巴的中国零售保持健康增长，三季度（财年二季度）内收入同比+40%；其中中国线上零售的客户管理收入与佣金收入之和同比+25%，佣金同比+24% vs 天猫实物 GMV 同比+26%。如果结合淘宝的表现，我们认为阿里巴巴的核心中国平台电商表现和大盘趋同，但在 B2C 端天猫品牌优势明显，并且年内品牌上新为推广重点，有助于提高天猫平台的变现率。中国零售平台年度活跃买家数量达到 6.93 亿，移动端 MAU 达到 7.85 亿。

图 19: 阿里巴巴 GMV 和年度买家同比增速 (中国零售平台) 图 20: 京东 GMV 和年度买家同比增速



资料来源：公司财报、安信证券研究中心

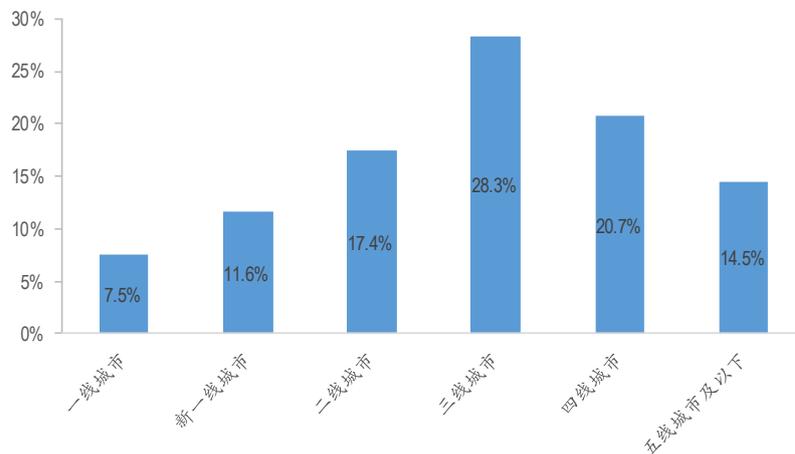
注：为统一比较，阿里巴巴数据为自然年；自然年数据为安信证券研究中心注：为统一比较，阿里巴巴数据为自然年。估计值。此处 GMV 数据为阿里巴巴中国零售平台数据。

资料来源：公司财报、安信证券研究中心

京东和拼多多今年 GMV 的增长动力均主要来自于用户 ARPU 值的增长，不同的是来自低线市场和高线市场的 GMV 贡献分别给市场惊喜。

市场下沉贯穿了京东全年的策略，拼购业务部于去年年底成立，今年 7 月正式独立运营，9 月 19 日京东拼购 App 及小程序在升级为“京喜”，聚焦下沉市场的移动消费群体。9 月内京东升级了微信一级入口，主要为了提升下沉市场和女性用户的获取和留存。在 11.11 全球好物节期间，京喜为京东全站贡献了近四成新用户；70%+的京喜用户以及 75%的京喜新用户来自三线及以下市场。三季度京东收入增速创过去 5 个季度新高，由市场下沉策略驱动，尤其是带电品类，带电品类收入同比增 22%，环比再次提速，远高于品类平均增速，我们认为在家电数码等带电品类整体市场下滑的大环境下京东能够实现带电品类增速的提升实属不易。低线城市增速是一二线城市的两倍以上。Q4 展望也超出预期，来自低线城市的订单数和 GMV 增速创过去 6 个季度的新高。低线城市用户在消费向线上转移和升级的过程中更青睐价廉物美高质量的商品，尤其是 3C 家电、家装、美妆、保健等品类。利润层面，我们看到公司经营杠杆的可持续性。

图 21：双 11 期间京喜 App 新用户分布



资料来源：QuestMobile, 安信证券研究中心

我们算得拼多多三季度 GMV 同比增 144%。今年 6 月，来自一二线城市的 GMV 占比达到 48% (vs 今年 1 月的 37%)，我们对买家年度支出是驱动 GMV 增长的最主要驱动力的观点不变，预期来自一二线城市的 GMV 贡献比例持续提升。Q3 年度买家平均年度开支同比增加 75%至 1,567 元；一线城市买家的平均年度开支超过 5000 元，平台老用户的平均年度开支超过 2000 元。公司从 618 开始推行“百亿补贴”促销活动，Q3 其对于拉新促活以及利润端的全季影响开始显现，初衷在于提高买家活跃度以及扩大用户基数，改善消费者对于平台的认知度。一方面，Q3 平均 MAU 同比增加 85%至 4.3 亿；年化买家数同比增加 39%至 5.36 亿，季度净增 5310 万，相较于电商旺季 Q2 加快。另一方面在费用端，Q3 营销费用同比增长 114%至 69 亿元，占收比 92% (环比+8ppts)，导致净亏损同比环比扩大。

从四季度的大促来看，拼多多的百亿补贴活动力度并未减弱，在双 11 甄选 10,000 款受欢迎程度高的产品进行大面积多品牌多类型产品补贴，平台背书保证正品，苹果 iPhone11 系列击破全网最低价。我们对双十一主要电商平台价格进行比较，可以看出在百亿补贴 SKU 内，电子产品价格上要低于天猫和京东，在服装和美妆等品类，天猫的买赠活动力度更大，三家主要电商平台在价格方面差异不大。

表 4：三家主要电商平台双十一不同品类价格对比

产品价格比较(元)	天猫(全网最低价)	天猫旗舰店	京东(全网最低价)	京东自营	拼多多(百亿补贴拼单价)
<b>电子类</b>					
Airpods Pro	1988	1999	1999	1999	1880
iphoneXS MAX 64G	5449	6559	4960	6299	3500
微软 surfacepro7,12.3 英寸, i5 8G 128G	6988	6988	6988	6988	6132
<b>家电类</b>					
戴森吹风机 HD03	2690	2690	2580	2690	2279
<b>美妆类</b>					
SK2 神仙水 230ml	838(日本 laox 海外旗舰店,无赠品)	1540(赠 7 件礼品)	1540(赠 5 件礼品)	1540(赠 5 件)	850(非官方店,无赠品)
<b>食品饮料</b>					
飞天茅台 43 度 500ml	844	979(天猫会员店)	898	898	891

资料来源：天猫 App、京东 App、拼多多 App、安信证券研究中心

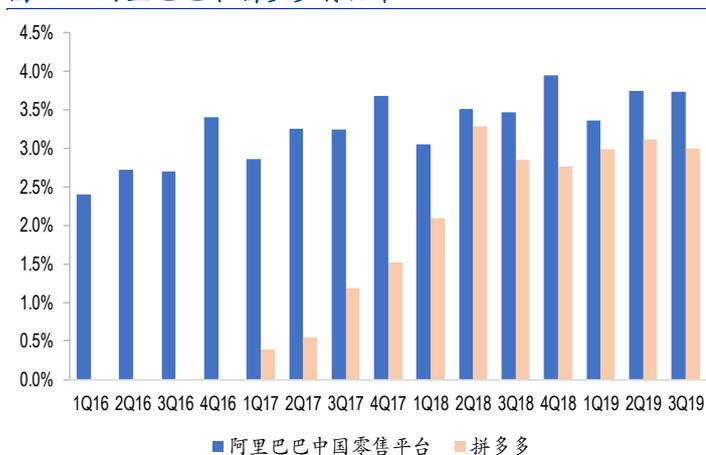
11 月 25 日亚马逊宣布海外购“限时快闪店”登录拼多多平台，黑五期间除去来自亚马逊美国、英国、日本和德国的数万款国际商品还将提供专门为中国市场量身定制的专属优惠商品，从目前价格来看，拼多多全球购商品因为有百亿补贴等活动，商品整体活动比美国亚马逊官网要低。

表 5：不同平台不同 SKU 黑五价格对比

商品名称	欧莱雅面霜 50 毫升	ECCO 男士低帮运动鞋	Marshall Kilburn II 便携式蓝牙扬声器	DeLonghi 德龙全自动咖啡机	露得清保湿晚霜 50 毫升
拼多多(元)	67.17	769.00	1699.90	1989.00	62.90
亚马逊(美元)	15.39	166.99	278.82	586.00	14.49
亚马逊价格(以美元汇率 7.05 计算)	108.50	1177.30	1965.70	4131.30	102.20

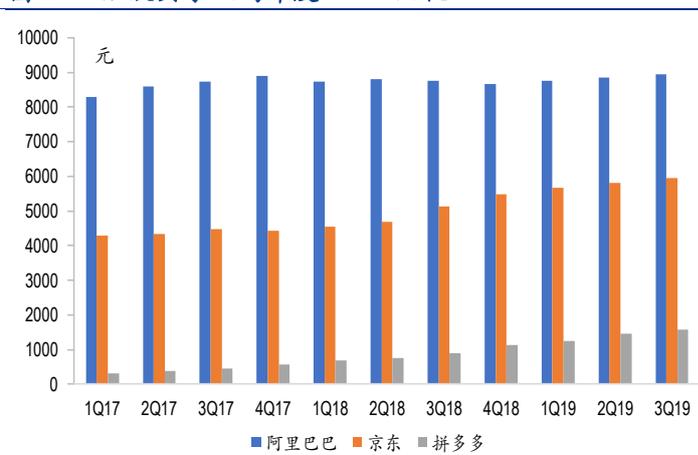
资料来源：拼多多、亚马逊、安信证券研究中心

图 22：阿里巴巴和拼多多转化率



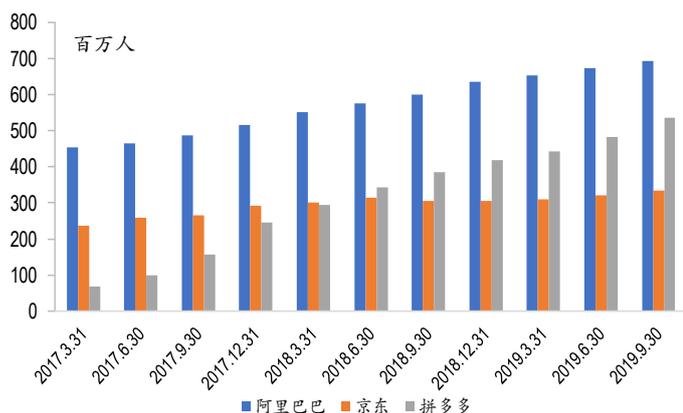
资料来源：公司财报、安信证券研究中心

图 23：活跃买家人均年度 GMV 比较



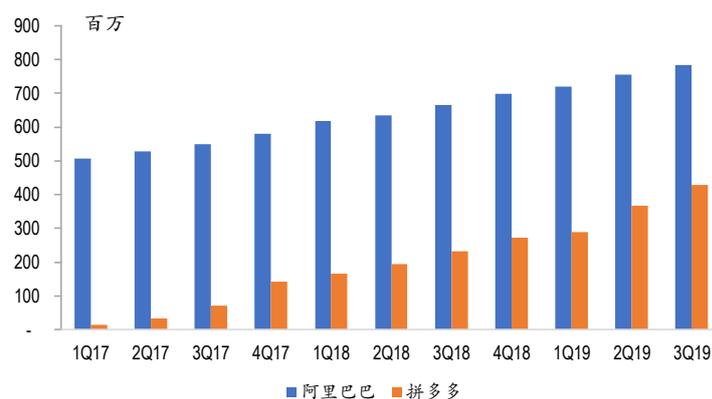
资料来源：公司财报、招股说明书、安信证券研究中心估计值

图 24：年度活跃买家数量



资料来源：公司财报、招股说明书、安信证券研究中心

图 25：MAU 对比



资料来源：公司财报、招股说明书、安信证券研究中心

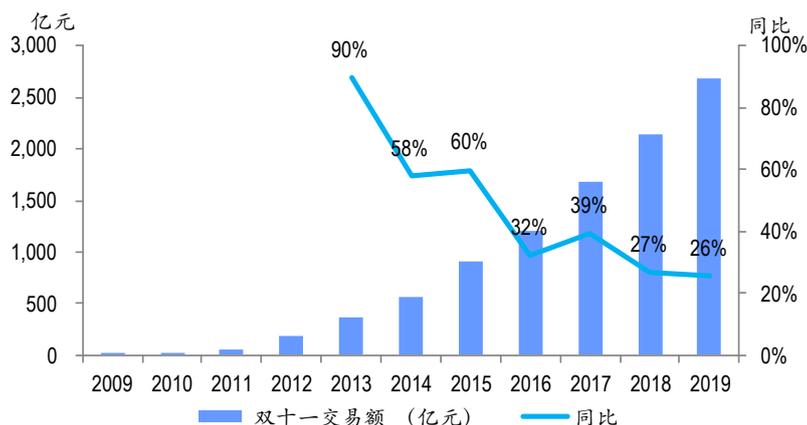
注：阿里巴巴 4Q18 代表 3QFY19，MAU 为季度末数据；拼多多 MAU 为季度平均值。

### 3.2. 电商大促消费集中度稳中有升，交易额同比趋于常态化

头部电商的大促表现可作为当季表现的先行指标，但我们预期随着未来市场对于大促增速的关注度可能逐渐弱化，因为大促增速将趋于常态化，尤其是头部电商。从双十一的阿里巴巴以及 618 的京东表现，我们观察到当季内大促期间消费者的消费集中度在逐渐加强。

根据星图数据统计的线上 B2C 平台交易额，2019 年双十一当天全网销售额达到 4101 亿元，同比+30.5%；其中天猫占比 65.5%，其次京东占比 17.2%、拼多多占比 6.1% (vs 去年同期占比 2%-3%)，苏宁易购占比 4.9%，其他占比 6.3%。TOP5 的品类包括手机数码、家用电器、个护美妆、服装、鞋履箱包。当天全网包裹数达到 16.57 亿个，同比约+24%。

图 26：阿里巴巴历年双十一交易额



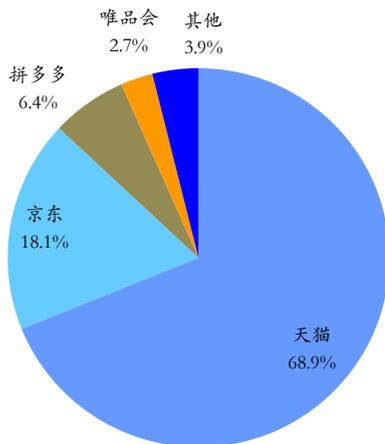
资料来源：新浪科技、阿里巴巴、安信证券研究中心

我们认为 2019 年双十一大促的看点主要在于：

- 1) 综合电商平台看重商品和用户的匹配度以及平台对市场的全面覆盖，一方面传统巨头持续市场下沉，下沉市场为阿里和京东带来新用户的可观增长，另一方面高线城市为拼多多交易额的贡献加大。

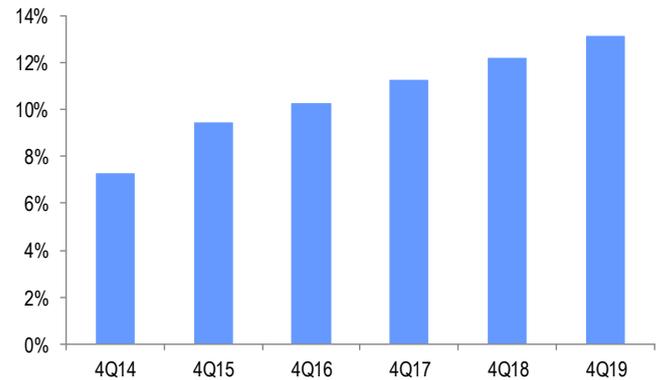
- 2) 全网及传统巨头的交易额主要由**买家数量的增长所驱动**，而拼多多则主要由**单用户支出的增长所驱动**，从发展阶段来看，拼多多仍处于高速发展阶段，通过有针对性的补贴来提高消费者对平台的认知度和认可度以实现跨品类购买及交易频次的提升。
- 3) 在拥有巨大用户和交易额基数的情况下，**生态协同的重要性提升**，交易额增长的背后实时的海量运算能力以及完备的物流和支付基础设施不可或缺，同时包括直播、拼购等娱乐和社交的新电商玩法越来越成为拉新导流的主流消费方式之一。

图 27: 2019.11.11 各平台销售额占比



资料来源: 星图数据、安信证券研究中心

图 28: 阿里巴巴双十一 GMV 占当季 GMV 比例估计值



资料来源: 新浪科技、阿里巴巴、安信证券研究中心

### 阿里双十一 GMV 同比+25.7%至 2684 亿，双 11 背后生态协同

根据 Alizlia.com, 阿里 2019 双十一交易额达到 2684.4 亿元(约 383.8 亿美元), 对比去年的 2135.5 亿元增加 25.7%。相对于去年双十一 26.9%的增速, 我们认为今年的表现实属不易; 天猫此次的目标之一是增加 1 亿用户使当天参与双十一的用户数超过 5 亿, 在过去一年近七成用户来自低线市场的情况下, 我们认为千人千面优化商品与用户的匹配、直播及游戏、商品折扣及分期付款等刺激了双十一用户的平均开支的增长以及参与度的提升。

### 京东好物节 11 天 GMV 同比+28%，同比提速

京东 11.11 全球好物节历时 11 天, 累计下单金额达 2044.1 亿, 同比增长 27.9%, 较去年 26% 的增速提速。市场下沉方面, 以拼购为主的京喜也披露 10.18-11.10 期间日均下单量较 9 月增加 394%, 京喜双十一期间为京东全站贡献了近四成新用户, 70%+的京喜用户以及 75% 的京喜新用户来自三线及以下市场。

### 拼多多尚未正式参加大促，以低价应对

根据星途数据推算, 今年拼多多双 11 销售额约为 250 亿元。拼多多的“百亿补贴”促销持续, 今年双十一期间, 拼多多对 2 万种爆款畅销品类补贴, 包括 3C 类(11 月 1 日至 11 日, 拼多多平台售出的新款 iPhone 手机超过 40 万台) 以及大量农产品, 其比价小组会根据实时搜索量制定补贴策略。平台尚未正式参加而四季度的大促活动, 其补贴策略更为长线和有针对性。

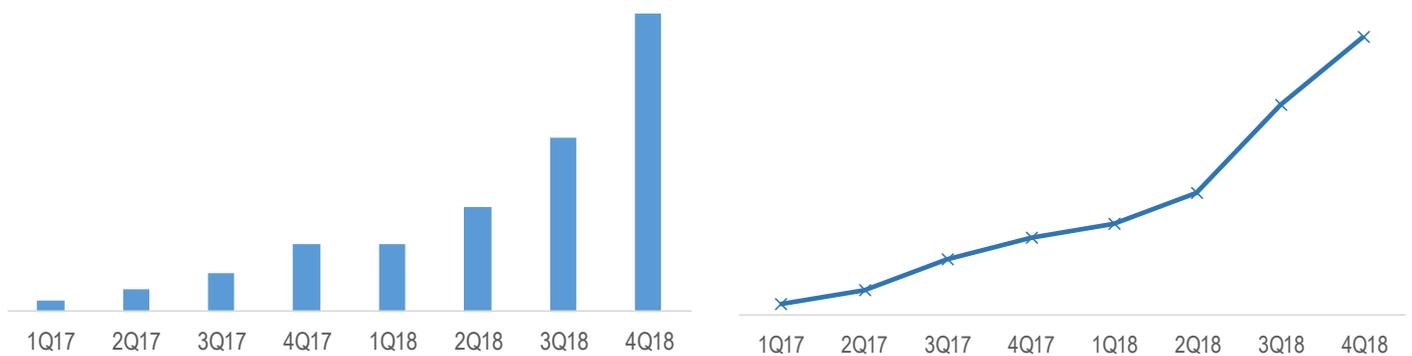
### 3.3. 电商+娱乐，内容重于形式

在我们看来，不管是直播还是短视频，对于电商平台来说都是改善用户体验、增加用户参与度、提高营销推广 ROI 的工具。从手淘来看，早在 2016 年，阿里巴巴就提出淘宝平台“内容消费+大数据+全渠道”策略，从 2016 年开始大推的直播带货取得积极的效果后，2017 年淘宝又提出要发力短视频，改变用户消费模式，成为品牌和达人们青睐的新形式。为了鼓励推进淘宝短视频，当年 7 月取消了店铺里投放视频的流量费，并推出了“映像淘宝”，将通过审核的短视频内容在淘宝内板块分发，这意味着从成本和导流资源方面直接支持内容创作者。我们认为短视频和直播在用户转化方面的作用是不同的，直播的带货能力较图文和短视频更强更直接，用主播人设和冲动消费吸引观众，而短视频则从低门槛入口改变了商品展示和品牌营销方式，从增加用户停留时长的角度来拉新。

直播+电商构建了新的消费新场景，加深了用户线上购物的渗透率，2016 年淘宝推出了淘宝直播，经过 2017 年的成长和壮大，直播 GMV 增速在 2018 年经历了上行的拐点。根据《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，2018 年淘宝直播平台带货超千亿（我们估算占阿里中国零售平台 GMV 或超过 2%），带货同比增速接近 400%，可购买商品数量超过 60 万款。

图 29：淘宝直播带货规模趋势

图 30：淘宝直播成交渗透率趋势

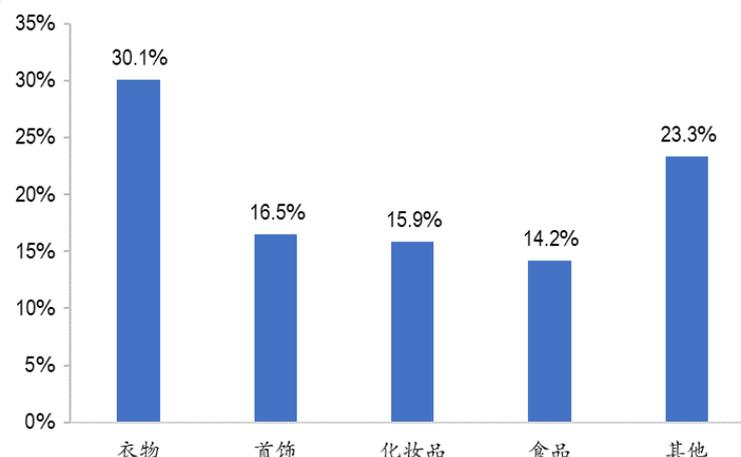


资料来源：《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，安信证券研究中心

资料来源：《2019 年淘宝直播生态发展趋势报告》，安信证券研究中心

从 QuestMobile 的数据来看，淘宝直播已占据应用内 3% 的点击流量，并且与移动全网平均值相比，直播网购人群接近八成的消费能力处于中高水平。艾媒咨询数据显示，四成受访直播用户偶尔会选择购买明星/网红电商直播推荐产品，并且选择消费的女性占比超过男性用户，而衣物是直播平台用户最常购买的直播平台商品品类。

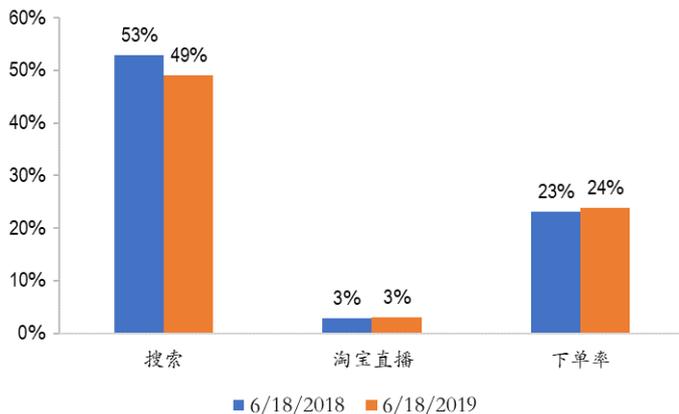
图 31：2019 年上半年中国直播平台用户直播购物类型偏好



资料来源：艾媒咨询、安信证券研究中心

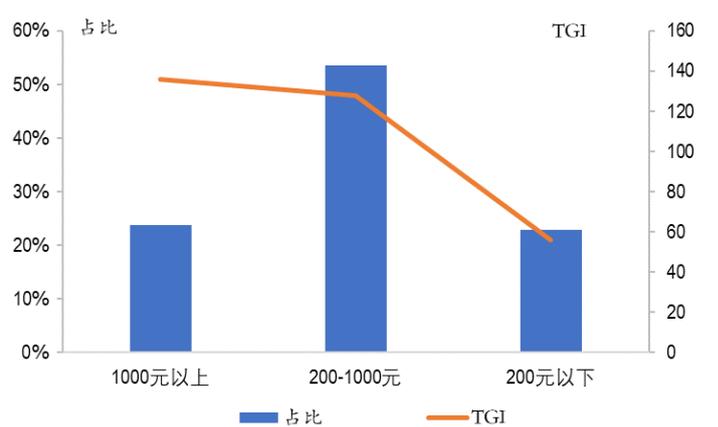
2019年初，淘宝直播提出未来三年目标是淘宝直播将带动5000亿规模的成交。到2019年双十一，淘宝直播已经覆盖超过50%的品牌商家，此前618带货交易额超过130亿，双十一直播带动成交接近200亿元，仅用63分钟就超过去年全天，开播商家数和开播场次同比均翻番。淘宝直播数据显示，在今年11月10日晚持续至11日开始付尾款的直播时段内，分别有4315万和3682万的用户进入薇娅和李佳琦直播间观看。在双十一17个“亿元直播间俱乐部”榜单中前五的主播/商家分别是薇娅 viya、李佳琦 Austin、小米官方旗舰店、钱夫人人家雪梨定制、吾欢喜的衣橱。

图 32: 手淘 App 内功能点击率



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

图 33: 2019年5月直播网购人群线上消费能力



资料来源: QuestMobile, 安信证券研究中心

表 6: 其他各电商的直播业务进展

京东	<ul style="list-style-type: none"> <li>2016年，继淘宝之后，京东也上线直播功能。</li> <li>2019年的11.11京东全球好物节京东直播带货累计成交金额环比618期间提升了25倍，并首次实现了品类的100%覆盖，自营品牌开播率突破60%。</li> <li>今年618，平均每26个观众就有一个人是在直播间下单。</li> </ul>
蘑菇街	<ul style="list-style-type: none"> <li>蘑菇街自2016年起布局直播业务。</li> <li>今年7月提出直播双百计划——在100天时间内孵化新人主播完成单场直播销售额从0到百万的蜕变；在2019年度内孵化出100个销售额破千万的优质主播。</li> <li>今年三季度其直播业务GMV达16.29亿元，占平台总GMV的比重已达39.1%，是去年同期的两倍，且环比在总GMV中的占比提升了7.6个百分点。</li> </ul>
洋码头	<ul style="list-style-type: none"> <li>洋码头的直播2017年上线，到现在已经占整体交易额的30%。</li> <li>平台平均的客单价~400元，大促时直播客单价~1200-1300元。平台海外商品复购率达到30%，直播商品复购率达60%。</li> <li>每天~400场直播，在~40个国家，包括珠宝首饰类目、服饰鞋帽类目。</li> </ul>
考拉	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019年8月1日，考拉直播功能正式上线。</li> <li>初期阶段以美妆、母婴等平台核心品类为主，通过美妆达人和辣妈KOL直播进行知识类导购。</li> <li>还推出平台商家成交1%超低佣金和MCN达人机构零佣金政策。</li> </ul>
拼多多	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019年11月拼多多在App“百亿补贴”入口内上线了“好货直播”，于11月27日进行首次直播，直播间观看人数破10万。</li> <li>用户邀请2位微信好友组成队伍，三人均获得直播商品5折券。</li> </ul>
小红书	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019年6月开始内测直播，12月宣布正式上线电商直播。</li> <li>作为“123”计划的一部分，首先将内测品牌合作平台、好物推荐平台以及互动直播平台等三款赋能创作者个人商业化产品。</li> </ul>

资料来源: 亿邦动力网, TechWeb, 华尔街财经, 蘑菇街, 安信证券研究中心

在淘宝之外，直播/短视频与电商的结合也纷纷出现在其他电商平台或者直播/短视频应用，我们预期此后直播电商行业将维持高速增长，直播将成为带货的标配形式。从时间上来看，上线时间分别集中在 2016 年和 2019 年，我们认为这反映出了头部电商的先行优势，以及直播电商在经历 2018 年的爆发后电商行业的跟进。

另一方面，我们不认为直播形式本身构成竞争壁垒，其背后的竞争优势应该是基于平台本身积累的用户流量以及“内容”，这方面头部电商更有优势，因为除了直播的娱乐性外，平台生态提供了种草、下单、支付、物流的闭环；另外，平台丰富的商品 SKU、购买评价、带货主播、主播与用户互动、丰富的商品展现形式以及用户参与形式（包括社交互动、平台消游戏、浏览个性化推荐的商品等），都增强了平台“内容”的丰富度，而未来电商对用户的竞争将从拉新转向对用户消费额、频次、平台参与时长的竞争。类似直播，无论是“拼团”还是短视频，我们认为都有全行业采用的潜力，娱乐形式和商品展现形式都是“锦上添花”，但对于用户偏好的把握和对用户行为的培养和运营才是体现电商平台竞争力的关键。头部短视频/直播平台巨大的流量池和 KoL 资源（建立用户信任）成为它们进行电商带货的优势之一，但由于缺乏商品供应链和基础设施，仍需要与电商平台合作。

2018 年 6 月，快手宣布与有赞达成合作，推出“快手小店”，支持快手主播在短视频、直播等场景内添加商品信息，直接引导粉丝在快手 App 内直接进入合作商家的店铺进行购物。2018 年底，快手发布了名为“Fe+”的营销平台，与淘宝、京东、拼多多进行商业化合作，宣布商业化提速。目前，快手电商有直播间购物车、视频页购物车以及作者个人页小店等入口，并接入了淘宝、京东、拼多多、有赞、魔筷、快手商品 6 个渠道进行后续购买。2019 年 6 月快手立下 2020 年春节之前达到 3 亿 DAU 的目标，并公布快手电商数据在普通日营业额达到 20 万，每天下单量 2-3 万，直播间在线人数 1 万，一小时平均销售 100 万。

图 34：促使快手用户购买短视频内推荐产品的因素



资料来源：秒针系统（2019 年 6 月）、安信证券研究中心

2018 年初，抖音上线了关联淘宝的卖货链接；根据亿邦动力网，抖音在今年 11 月更新了平台商品橱窗开通权限，取消了商品橱窗功能的门槛限制，用户只需要满足公开发布 10 条短视频，即可在自己的短视频中加入橱窗中的商品链接，商品橱窗链接淘宝、京东、考拉、唯品会、苏宁易购等第三方电商平台。

随着 5G 时代的来临，我们认为将支持电商平台的内容创新和用户体验的升级，在过去电商内容的展现形式经历了图文、短视频、直播，而未来 VR 购物、平台上主播和用户、用户和用户、主播与主播的实时互动将更为普遍（出于监管考虑的直播延时除外），多直播间的连接更为方便快捷。我们预期未来直播电商在内容扩展和呈现形式都将向娱乐直播靠拢，比如多直播间的并排呈现，直播直播间、用户与直播间的虚拟道具都有可能成为现实，电商和娱乐的界线越来越融合。今年 11 月 29 日，在淘宝直播交流会上淘宝内容电商事业部透露即将推出“百亿扶持计划”——让直播受众持续扩大；支持 5G 技术迭代；扶持更多明星、淘外主播、PGC 机构入淘等。

图 35：2019 年 11 月 6 日薇娅淘宝直播间钉钉连线卡戴珊



资料来源：淘宝 App、安信证券研究中心

同时，我们预期在 KoL 直播带货蓬勃发展的同时，市场监管也在加强。根据中国经济网，今年 11 月国家市场监督管理总局发展研究中心表示把网红电商纳入法制化监管轨道是必然的，主要通过完善相关法律法规、推进诚信评价机制建设、加强新技术在网红电商监管领域的应用、建立协同机制来加强市场监管；10 月时国家市场监督管理总局执法稽查局表示将对网红食品安全违法行为进行重拳出击，“刷单”“假评论”等违法行为将受到查处。

### 3.4. 电商下半场硬实力比拼供应链能力

如前所述，中国移动购物行业用户截至今年 9 月已经接近 10 亿；我们预期 2020 年线上实物交易的月度渗透率峰值有望达到 27%-28%；而且中国线上 B2C 零售市场份额集中度很高，CR4 市占率在 Q3 达到 97%，并且保持稳中有升；2019 年高线和低线市场电商参与者互相渗透，跨境进口零售电商经历了较大的行业整合，线上超市竞争白热，线上线下消费越来越融合；年化买家 TOP3 的电商参与者之间竞争加剧。在这样的形势下，涉及生产的统筹规划、信息数据服务、金融支持、仓储物流支持的供应链能力成为电商零售竞争的硬实力，与用户运营能力的提升相辅相成。

我们认为头部商家和品牌商家是电商平台变现的主力军；但是中长尾商家对于平台商品的丰富度和商品与用户多样化需求的匹配度来说不可或缺。我们估算淘宝天猫总商家在千万量级（天猫商家数约几十万），京东披露截至 2019 年 9 月第三方平台商家数超过 25 万，拼多多的平台商家数在 2019 年中达到 360 万左右。

在传统搜索电商时代，搜索流量占主导，流量趋向头部和腰部商家集中；随着个性化推荐在全行业的铺开，搜索流量占比逐渐下降，2018 年 8 月淘宝数据显示个性化推荐商品流量已经远超过搜索流量；拼多多 App 从初期开始就是推荐商品流量占主导；京东在 2019 年上半年完成 App 的全面改版，突出商品的个性化推荐，但我们认为由于其自营业务，其流量势必无法做到完全的个性化推荐，仍要给自营商品相当大的权重。目前来看电商平台仍然以搜索

推广变现在主，推荐信息流变现尚未纳入中短期计划，阿里巴巴在 2019 年上半年曾小范围内测信息流广告“超级推荐”，但短期并未看到有扩大范围的计划。因此，我们认为从营收的角度，头部品牌商家是变现运营的重点，而新品的推广预算相对更高。根据天猫数据，2018 年新品的成交增速达到了天猫平台整体成交增速的两倍，天猫小黑盒在 2018 年与超过 500 个品牌首发 130 万+新品，成为全网第一的新品营运平台；2019 年 4 月天猫宣布全年将有超过 5000 万款新品在天猫首发，天猫成为全球最大新品首发平台，手机淘宝首页天猫入口直接升级为天猫新品。2019 年双十一“新品”成为天猫的核心战略，参与的天猫双 11 折扣的商品超过 1000 万款，其中超过 100 万款为首发新品，占比超过 10%。

图 36：完美日记天猫旗舰店双 11 独家限量款新品



资料来源：天猫 App、安信证券研究中心

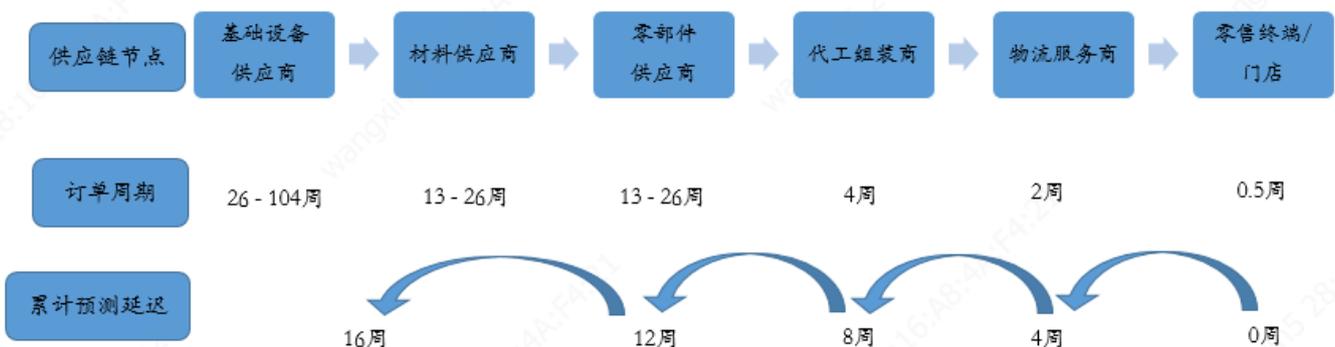
图 37：双 11 天猫小黑盒新品



资料来源：砍柴网百家号、安信证券研究中心

为什么商家的供应链需要改革？可以从两方面来看，一方面，商家和消费者在供应链的两端，并不是直接对接，用户的需求在向商家传达的过程以及商家产品触达消费者的过程中可能因为需经过层层中间环节而变得失真和无效率；另一方面，随着新零售、O2O 的兴起，线上和线下零售的界线越来越模糊，传统零售商/制造商迫切需要供应链升级和数字化，实现全渠道扩展以及提高效率。

图 38：电子产品供应链上的信息失真导致高库存、低周转



资料来源：国际供应链管理协会 ASCM、安信证券研究中心

C2M (Customer-to- Manufacturer) 基于社区 SNS 平台以及 B2C 平台模式，剔除了工厂和消费者之间的层层中间环节。在中国 C2M 并不是新事物，2014 年时必要商城就采用 C2M 模式实现用户到工厂的两点直线连接，去除所有中间流通环节，提供奢侈品质但平价的商品；网易严选在 2016 年成立后采用 ODM 模式目标打造全品类的生活类电商品牌。

头部电商在 C2M 早有布局，但从 2018 年才迎来爆发。2013 年京东发布了“JD Phone 计划”可以看作是 C2M 的雏形。两三年前京东从 IT 品类开始，目前 70%+ 的产品都是 C2M 模式，于 C2M 模式开发的游戏本和家电占比都已高达 40%。2019 年京东在 C2M 做了明确战略布局，尤其在家电和快消两个重要品类。在 2019 年双十一后，京东表示 C2M 将产品需求调研时间减少了 75%，新品上市周期缩短了 67%，并且成功率大大提高。未来 3 年，京东将累计发布 1 亿种新品及 C2M 产品，其中创新含量高的品类占 70% 以上。

图 39：京东 C2M 5 步法

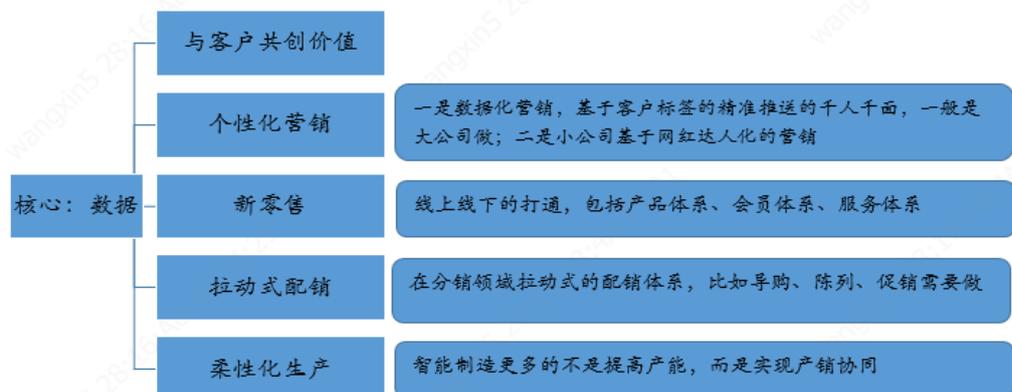


资料来源：京东、安信证券研究中心

在 2019 年京东全球科技探索者大会商，京东发布了全渠道生态平台——利用京东全渠道的核心能力，包括供应链能力、商品交易能力与会员营销能力链接多端场景，升级成本、效率和用户体验。在供应链协同层面，京东全渠道生态平台可以承接全域订单，整合全渠道库存，与上游供应商、门店、下游的物流配送深度协同，通过智能化履约决策选择最优的履约路径，打破线上线下履约边界。

阿里巴巴在 2018 年启动“天天工厂”项目，提出“未来 3 年将打造 1 万家天天特卖定制工厂，用数字化驱动产业变革，价格战已经过时，价值战才是未来”（来源：阿里巴巴云栖社区），在 2019 年 4 月启动 C2M 产区计划，计划在中国打造 100 个数字化产业带，用大数据和 IoT 技术赋能中国传统制造业和地方特色产业数字升级；10 月聚划算上线“厂销通”的系统，根据亿邦动力网，“厂销通”将 C2M 工厂接入阿里经济体，对产业带商家的支持力度不设上限，希望在数据、金融、物流、科技方面的赋能，帮助本地产业带商家数字化升级，生产高性价比又精准满足消费者需求的 C2M 商品，比如所有接入“厂销通”参与数字化改造的工厂，都可以获得蚂蚁金服小额贷款的利率折扣、本地菜鸟仓支持及阿里云的技术服务。

图 40：阿里巴巴 C2M 的五个环节



资料来源：36 氪，阿里集团新零售研究中心，安信证券研究中心

相应的，阿里巴巴的智能供应链平台已经有 5 万商家接入，拥有 100 多个算法模型，为自营零售、平台零售、国际化、渠道分销提供解决方案。

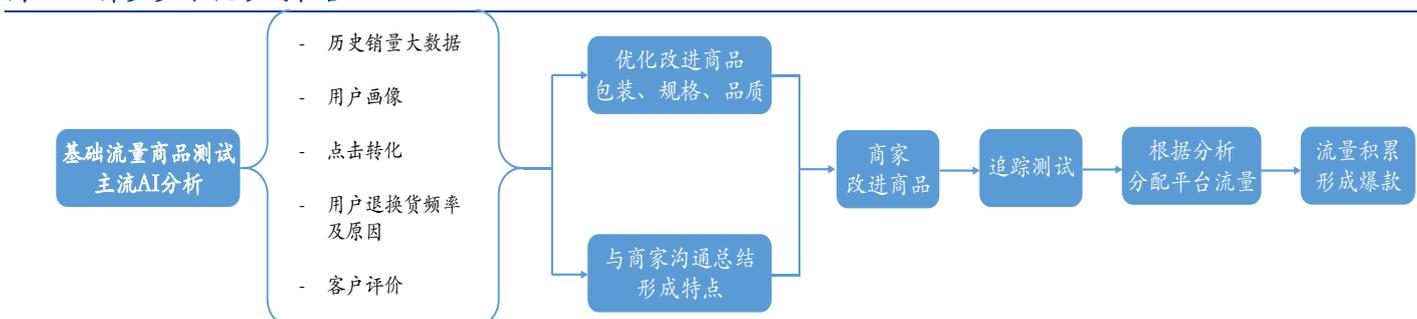
**表 7：阿里巴巴智能供应链产品**

基础产品	
货品管理	全行业在用，实现了货品信息，属性，分层统一管理。包括花品创建、生命周期、货品分层、效期管理。
库存管理	帮助商家统一管理线上、线下；淘内、淘外；在仓、在店、在制、在途各种状态的库存账务；基于营销策略、成本、活动等提供全链路可用库存解决方案。目前全行业应用。
订单履约	订单履约链路中多种场景支持，规则灵活设置保证履约确定性。支持电器、大快消、国际等各行业订单履约发货(To C/To B)。
时效管理	帮消费者更快找到对应服务的商品。服务承诺、履约、评价全程跟踪；帮商家提升成交转化；平台能力外透，提升品牌口碑。
直营端到端解决方案	为直营模式业务提供完整的端到端解决方案，当前覆盖天猫所有直营业务。
策略产品	
网络策略	根据全行业仓配资源逻辑网络，以平台视角对商家的供应链资源、服务进行优化整合，在体验和成本中找到最优平衡点。
库存运营参谋	以数据、算法、运营经验驱动，形成供应链运营的绩效评估、问题优化、全局策略的运营支撑产品；帮助商家及小二提高运营效率、优化供应链策略，获取最大化收益。超过 2000 个商家在使用。
S&OP	通过共同预测流程实现跨部门协同，提高销售、市场、财务、供应链和产品端的计划，提高预测准确率，实现供需平衡对于突发和异常商业事件的感知以及快速反馈能力。目前大快消、消费电子等行业商家已经接入 S&OP 协同系统，重点商家参与度达到 80% 以上，全量商家参与度达到 60% 以上。
计划产品	
销量计划	帮助商家提高运营效率、优化供应链策略，获取最大化收益。已陆续接入大家电、生鲜自营、小家电、天猫国际自营、服装、快消行业，正在接入天猫国际平台商家。大家电商家全覆盖，周 PV2000+，UV160+。
补货计划	通过合理的自动补货采购计划，降低缺货、运营成本，提升周转和供应链运营效率。已接入猫超、消费电子、大快消、天猫国际等行业。显著提升商家补货及周转效率，降低货品缺货率。大电商家接入 CPRF 体系，库存周转天数大幅降低。
调拨计划	通过差异化的策略，对仓内货品进行动态库存分布，降低缺货、运营成本，提升服务水平、周转和供应链运营效率。实现消费电子、猫超、大快消自动调拨，显著提升商家入仓货品的消费者当次日达比例、本地订单满足率等核心业务指标。消费电子商家接入区域仓至前置仓自动调拨计划，订单当地日达比例和本地订单满足率有大幅提升。
计划诊断	通过多维数据综合分析，快速定位指标不佳的问题跟因，提升入效。正在接入小电数码；待接入快消、天猫超市。

资料来源：阿里巴巴 ASCP 供应链平台官网，安信证券研究中心

拼多多采取 C2M 的模式，最早从农产品品类切入，在供应商和消费者之间搭建平台，通过算法把商品推送给有需求的人，实现“货找人”，针对特定品类/价格/特点的消费需求打造爆款 SKU，实现“定制”生产；在平台的商家端，寻找并赋能有潜力符合标准的生产工厂和小品牌，打造为商家赋能的生态链条。拼多多在 2018 年 12 月推出“新品牌计划”，聚焦中国中小微制造企业成长的系统性平台，计划到 2020 年将扶持 1000 家工厂品牌。同时，拼多多对大量商品进行测款，根据背后的数据、点击转化，包括后续的客户评价进行大数据分析，进而从商品包装规格、品质等各个层面去做优化和改进；与商家进行沟通，根据销售大数据去分析爆款形成具备的特点，然后把数据给到商家，等到商家做出商品后进行进一步追踪和测试。公司会提供基础流量做测试，帮助商家去估价核对产品的升级，好商品能够获得越多的拼多多免费流量，不断积累后形成爆款。

**图 41：拼多多爆款形成策略**



资料来源：《第一财经周刊》，安信证券研究中心

## 4. 重点标的

在互联网子版块里，我们仍然最青睐电商消费子版块，受益于消费的向线上迁移以及用户消费开支的增长，行业整体同比增长在 20%左右的水平较为稳健。

**阿里巴巴：**长期基本面及生态协同效应稳健，中期收入增长可见度较清晰，未来推荐信息流变现或将带来平台业务提速的新动力；核心市场平台业务盈利能力稳健。2019 年 9 月季度内公司整体调整后 EBITA 率同比扭转下滑趋势，体现了成本效率以及内容开支回报方面取得成效。公司在优化用户体验及提升活跃度的同时，增强生态内协同以实现运营效率提升，依靠健康的核心平台盈利能力来激进地进行战略再投入，包括本地消费者服务、国际化、数媒、物流等。我们认为公司生态系统的基础设施闭环已经非常完整，生态内业务交叉销售获客所带来成本效率的改善是长期可持续的；其回归港股及未来潜在纳入港股通有望提升估值。

风险提示：中国零售收入增长放缓；对新举措的投入拖累利润率。

**拼多多：**用户导向策略成效超预期，用户、客单价和变现对比电商巨头仍有增长空间，平台拥有五亿多的年化买家，坚持高性价比平台和用户导向策略，用户年度消费的提升或为营收增长带来惊喜。公司从 618 开始推行“百亿补贴”促销活动，以用户需求为中心，为了提高用户的平台购物体验并改善用户对于平台的认知度。我们看好人均年化支出额的增长潜力，买家年度开支增长将在高线低线市场全面推进，动力主要来自于：1) 对高客单价商品的消费增加；2) 跨品类消费；3) 增加平台购买频次。公司披露 2019 年 6 月近半 GMV 来自于一二线城市体现了用户对平台认可度提升，我们预期高线城市用户将逐步释放在平台的消费能力。

风险提示：营销费用拖累利润率；用户高增速恐难以为继。

**京东：**市场下沉贯穿了京东全年的策略，京喜聚焦下沉市场的移动消费群体，在刚结束的 11.11 全球好物节期间，京喜为京东全站贡献了近四成新用户；70%+的京喜用户以及 75% 的京喜新用户来自三线及以下市场。受益于市场下沉策略，3Q19 收入增速创过去 5 个季度新高，其中带电品类低线城市增速是一二线城市的两倍以上。新用户中低线城市占 70%，另外来自低线城市的订单数和 GMV 增速创过去 6 个季度的新高。低线城市用户在消费向线上转移和升级的过程中更青睐价廉物美高质量的商品，尤其是 3C 家电、家装、美妆、保健等品类。我们预期京东物流的第三方业务盈利能力持续改善，外单占收入比将在 Q3 占四成的基础上继续提升，随着规模的扩大，仓储利用率会持续提升，经营杠杆将产生“滚雪球”效应。结合市场下沉和规模效应，我们预期公司有能力实现调整后净利率将逐年提高。

风险提示：竞争加剧导致交易额增速不及预期；利润率季节性波动加剧。

**宝尊电商：**公司作为国内电商代运营行业龙头具有敏锐的市场洞察力，深耕中国电商市场，提供一站式服务，在商品促销和数据整合方面具有领先的优势。目前天猫在公司销售渠道中占据主要地位，公司也在不断拓展新的渠道包括社交电商、微信小程序、京东、小红书、官方网站等。公司以高价值商业服务和科技为品牌赋能和提升用户体验，品牌是公司商业化的核心基础，品牌结构优化和拓展有利于服务模式下转化率的进一步提升。相对一些针对细分行业的电商代运营公司，宝尊客户结构更加丰富，伴随品类中品牌客户的积累，品类内的协同效应有望为公司带来一定的经营杠杆。

风险提示：交易额增速不及预期；新品牌拉低整体变现率。

## 5. 风险提示

### 互联网用户红利饱和

根据 QuestMobile, 中国移动互联网月度活跃设备规模 2019 年 1-9 月仅净增 238 万达到 11.3 亿, 9 月同比增长降至新低 1.3%, 我们看到移动互联网的渗透率基本见顶, “流量红利”渐渐消失, 互联网公司更多精力聚焦低线城市用户市场下沉, 伴随低线城市用户互联网未覆盖人群的减少, 电商 App 可能面临流量瓶颈和获客成本的上升。

### 用户下沉竞争激烈

阿里巴巴、京东和拼多多 2019 年在低线市场发力都实现了用户增长提速, 伴随电商巨头纷纷开始用户下沉策略, 我们预计公司或面临激烈用户争夺, 下沉市场的红利也会面临饱和, 另外公司品牌定制化和线下市场开拓花费的营销费用可能带来短期规模效应不明显的风险。

### 推荐信息流变现进度可能晚于预期

我们认为推荐信息流变现或是电商行业增速提速的下一个驱动力。我们估计阿里巴巴的推荐信息流变现或将推迟到 2020/2021 财年, 并且目前拼多多 APP 的推荐页面的信息流尚未变现。我们认为公司或将面临营销产品变现时间不确定的风险: 一方面商家营销预算受到 GMV 规模影响, 从而影响营销预算; 另外新模式探索需要时间, 电商平台可能无法以较高 ROI 来说服商家接受新营销产品, 另外, 推荐信息流变现可能也会影响到商家对原有营销产品的预算。

### 用户扩张或意味着高额营销费用, 拉低利润率

我们认为用户规模的突破可能意味着大量的营销投入, 对公司的盈利层面或有负面的影响。比如我们看到拼多多 2019 年激进的百亿补贴营销战略仍在持续, 以保证用户和商户基数的持续扩大, 公司或面临高额营销费用拉低利润率的风险。根据搜狐科技, 拼多多选取投放广告的电视综艺节目大多数为知名度高、明星众多的季播综艺, 采取独家冠名、特约赞助、首席合作伙伴等多种赞助形式, 除传统广告植入方式外, 明星嘉宾亲自下场打广告是拼多多获得流量红利的关键, 比如展示明星从拼多多 APP 上购物、明星反复提及等。

## 6. 中国互联网公司估值比较

**表 8: 中国互联网公司估值比较**

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值	动态市盈率			市销率		
			12/2/2019	百万 美金	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
阿里巴巴	BABA US	美元	196.31	534,670	38.4	27.4	22.9	10.0	7.2	5.6
腾讯控股	700 HK	港币	333.00	404,870	37.2	30.2	25.0	9.1	7.6	6.1
美团	3690 HK	港币	104.70	76,529	na	386.3	76.7	8.3	5.7	4.2
京东	JD US	美元	32.29	47,472	147.2	32.0	23.6	0.7	0.6	0.5
拼多多	PDD US	美元	36.04	41,787	na	na	320.0	23.3	9.7	5.8
百度	BIDU US	美元	117.44	41,070	12.9	22.4	17.7	2.8	2.7	2.5
网易	NTES US	美元	313.77	40,349	34.2	20.3	19.8	4.2	4.3	4.1
小米	1810 HK	港币	8.93	27,490	22.1	16.9	14.0	1.1	0.9	0.8
好未来	TAL US	美元	44.69	26,190	114.7	67.9	78.1	15.4	10.4	7.5
腾讯音乐	TME US	美元	12.54	20,325	35.6	31.8	26.0	7.6	5.7	4.4
携程	CTRP US	美元	31.88	19,559	31.2	25.2	20.7	4.5	3.9	3.4
新东方	EDU US	美元	122.25	19,183	55.3	46.1	35.0	7.9	6.2	4.9
爱奇艺	IQ US	美元	19.52	13,923	na	na	na	4.0	3.4	2.9
微博	WB US	美元	43.61	9,634	16.2	15.8	14.9	5.6	5.4	5.0
陌陌	MOMO US	美元	61.95	9,199	23.9	17.0	18.8	4.9	4.2	3.6
唯品会	VIPS US	美元	12.85	8,550	22.5	13.7	11.0	0.7	0.7	0.6
汽车之家	ATHM US	美元	69.35	8,034	19.6	17.8	16.2	7.9	6.7	6.1
中航信	696 HK	港币	37.54	7,761	16.7	14.7	12.0	4.0	3.2	2.7
58同城	WUBA US	美元	19.24	7,125	19.4	19.7	17.2	6.6	6.1	5.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	17.41	5,635	na	na	na	9.8	5.9	4.0
前程无忧	JOBS US	美元	79.11	5,222	29.2	28.2	26.3	9.7	9.8	9.6
欢聚时代	YY US	美元	63.35	5,149	9.2	16.2	12.0	2.3	1.4	1.1
众安	6060 HK	港币	28.20	5,079	na	na	156.8	3.7	2.7	2.1
虎牙	HUYA US	美元	20.60	4,619	80.0	51.5	28.3	7.0	3.9	2.9
阅文	772 HK	港币	30.05	3,892	31.1	26.9	21.9	5.7	3.9	3.5
同程艺龙	780 HK	港币	12.58	3,525	23.1	17.3	13.4	4.2	3.3	2.7
金蝶国际	268 HK	港币	7.68	3,291	61.2	70.4	60.1	8.2	7.0	5.8
金山软件	3888 HK	港币	17.44	3,037	93.2	na	57.2	3.7	2.7	2.1
斗鱼	DOYU US	美元	7.51	2,422	na	81.2	16.9	na	2.4	1.7
新浪	SINA US	美元	34.91	2,420	11.7	12.6	12.4	1.1	1.1	1.1
宝尊	BZUN US	美元	35.65	2,370	43.5	39.9	26.1	3.1	2.3	1.8
搜狗	SOGO US	美元	4.93	1,950	20.9	20.5	16.9	1.7	1.7	1.5
有道	DAO US	美元	14.00	1,525	na	na	na	na	na	na
趣店	QD US	美元	4.85	1,475	4.7	2.5	2.2	1.5	1.1	1.1
易鑫	2858 HK	港币	1.75	1,465	32.3	16.8	14.3	2.0	1.7	1.7
猎聘	6100 HK	港币	17.76	1,210	79.3	58.2	30.2	6.9	5.7	4.5
中软国际	354 HK	港币	3.68	1,209	12.1	11.6	10.3	0.8	0.7	0.6
易车网	BITA US	美元	14.72	1,043	11.5	13.4	9.7	0.7	0.7	0.6
有赞	8083 HK	港币	0.47	938	na	na	na	7.6	5.2	3.3
微盟	2013 HK	港币	3.12	932	na	33.0	31.2	7.7	4.5	3.1
IGG	799 HK	港币	5.64	911	4.9	6.3	5.9	1.2	1.3	1.3
云集	YJ US	美元	4.16	853	na	na	7.5	na	0.3	0.2
中手游	302 HK	港币	2.54	807	na	na	7.0	na	1.6	1.3
美图	1357 HK	港币	1.37	791	na	na	51.7	1.6	5.6	4.6
趣头条	QTT US	美元	2.98	742	na	na	na	1.8	0.9	0.6
创梦天地	1119 HK	港币	4.62	741	15.2	8.6	6.8	2.3	1.7	1.4
汇量科技	1860 HK	港币	3.70	725	24.9	15.2	9.6	1.7	1.3	1.1
兑吧	1753 HK	港币	4.59	672	na	12.8	2.1	na	2.4	1.7
如涵	RUHN US	美元	7.10	601	na	na	na	na	na	na
畅游	CYOU US	美元	9.61	509	5.4	4.1	4.7	1.1	1.1	1.2
宜人贷	YRD US	美元	4.78	479	2.6	3.0	2.8	0.6	0.5	0.4
猎豹移动	CMCM US	美元	3.27	479	4.9	5.9	16.1	0.7	0.9	1.0
瑞思	REDU US	美元	7.00	409	17.1	17.1	15.5	2.3	1.9	1.5

资料来源: 彭博、安信证券研究中心

注: 由于财政年度起止时间不同, 阿里巴巴、学而思和新东方的 2018E 代表其 2019 财年, 以此类推。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先 S&P500 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与 S&P500 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后 S&P500 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于 S&P500 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于 S&P500 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034