

2021 年 04 月 11 日

阿里巴巴被罚，对电商行业意味着什么，未来发展方向几何？

增持（维持）

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

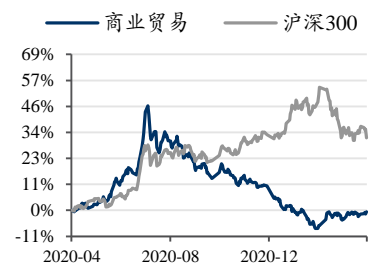
行业观点

- **事件：阿里巴巴由于“二选一”垄断行为被处以 182.28 亿元罚款。**由于对平台内商家提出“二选一”要求涉嫌违反反垄断法，4 月 10 日阿里巴巴被市场监督管理总局责令停止违法行为，并处以 182.28 亿元的罚款（相当于公司 2019 年中国境内销售额的 4%）。同时，市场监督管理总局向阿里巴巴发出《行政指导书》，要求其全面整改，并连续三年向市场监督管理总局提交合规自查报告。随后，公司在官网发布《致用户和公众的一封信》，表示将诚恳接受处罚，并在未来进一步加强合规体系建设，更好地履行社会责任。
- **过去用户数增长是电商的主要增长驱动，但头部电商平台潜在的用户增长空间已经不多。**至 2020 年底，阿里巴巴/拼多多的 MAU 分别为 9.02/7.20 亿，而 CNNIC 统计的中国网民数量为 9.89 亿。存量视角下，品牌化程度或将成为决定平台盈利能力的的关键变量。
- **品牌化仍是电商发展大方向，“品牌运营”能力对于电商平台会变得愈发重要。**一方面，品牌是商家和消费者之间的“信用契约”，具有难以替代的重要作用。另一方面，品牌方通常是消费产业链条中利润率较高的环节，能给电商平台带来更高的变现能力（货币化率）。由于平台用户数量趋于饱和，未来人均消费和货币化率将逐渐成为电商平台的主要增长驱动，而在此过程中电商品牌化的重要性或逐渐增强。
- **而随着电商平台及行业发展逐渐趋于成熟，平台之间的流量分发逻辑正开始趋同。**以淘系电商和拼多多之间的对比为例，过去淘系以搜索为主，而拼多多的流量来源主要是信息流推送和分享跳转；但目前淘系的信息流比重在上升，而拼多多平台内搜索已经成为（商品详情页的）第一大流量入口。**这意味着，未来决定品牌商去留的核心因素，可能就是①平台能否满足商家的运营需求，及②品牌能否在平台上得到目标客户。**
- **因此，未来的电商平台的竞争会越来越开放，平台需依靠运营和服务能力来留住商家和客户。**本次阿里受罚或许意味着，未来使用类似“二选一”条款来限制商家及消费者选择的行为，也可能被视为“滥用市场支配地位”而受罚；未来电商行业乃至整个互联网行业的竞争或将变得更加的开放和健康，而运营和服务能力强的平台更有望留住和获得核心商家和客户。

投资建议

- **本次处罚有助于促进电商乃至互联网行业的良性竞争，平台“品牌运营”能力的重要程度提升。**本次受罚 182 亿元对阿里巴巴的日常经营造成严重打击的可能性不大。据 wind 数据，公司 FY2021Q1-3 归母净利润 1,556 亿元，经营活动净现金流 2,076 亿元，在手现金 1.6 万亿元。此次“二选一”等条款涉嫌垄断受到处罚一事，有望将平台导向更加健康的运营方式，促进电商和互联网行业的良性竞争，利好其长远发展。
- **推荐标的：京东集团，阿里巴巴，拼多多，贝泰妮，上海家化，华熙生物等。**
- **风险提示：行业竞争加剧，监管进一步趋严，疫情，宏观经济波动等**

行业走势



相关研究

- 1、《教育行业周报（2021 年第 13 期）：港股学校类公司 2020 年业绩高增长，“外延扩张红利期+内生稳定增长”的主逻辑不变》2021-04-04
- 2、《商业贸易行业跟踪周报：奥园美谷多举措布局医美生态，大医美赛道持续关注》2021-04-04
- 3、《商业贸易行业跟踪周报：“新疆棉”事件激发消费情怀，国货服装品牌崛起迎重要契机》2021-03-28

1. 本周行业点评

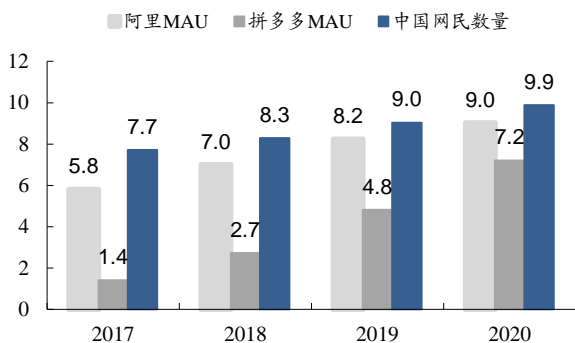
事件：阿里巴巴由于“二选一”垄断行为被处以 182.28 亿元罚款。由于对平台内商家提出“二选一”要求涉嫌违反反垄断法，4月10日阿里巴巴被市场监督管理总局责令停止违法行为，并处以 182.28 亿元的罚款（相当于公司 2019 年中国境内销售额的 4%）。同时，市场监督管理总局向阿里巴巴发出《行政指导书》，要求其全面整改，并连续三年向市场监督管理总局提交合规自查报告。随后，公司在官网发布《致用户和公众的一封信》，表示将诚恳接受处罚，并在未来进一步加强合规体系建设，更好地履行社会责任。

过去用户数增长是电商的主要增长驱动，但头部电商平台潜在的用户增长空间已经不多。至 2020 年底，阿里巴巴/拼多多的 MAU 分别为 9.02/7.20 亿，而 CNNIC 统计的中国网民数量为 9.89 亿。存量视角下，品牌化程度或将成为决定平台盈利能力的关键变量。

品牌化仍是电商发展大方向，“品牌运营”能力对于电商平台会变得愈发重要。一方面，品牌是商家和消费者之间的“信用契约”，具有难以替代的重要作用。另一方面，品牌方通常是消费产业链条中利润率较高的环节，能给电商平台带来更高的变现能力（货币化率）。由于平台用户数量趋于饱和，未来人均消费和货币化率将逐渐成为电商平台的主要增长驱动，而在此过程中电商品牌化的重要性或逐渐增强。

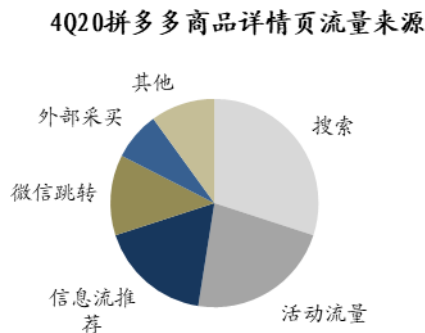
而随着电商平台及行业发展逐渐趋于成熟，平台之间的流量分发逻辑正开始趋同。以淘系电商和拼多多之间的对比为例，过去淘系以搜索为主，而拼多多的流量来源主要是信息流推送和分享跳转；但目前淘系的信息流比重在上升，而拼多多平台内搜索已经成为（商品详情页的）第一大流量入口。这意味着，未来决定品牌商去留的核心因素，可能就是①平台能否满足商家的运营需求，及②品牌能否在平台上得到目标客户。

图 1: 阿里、拼多多 MAU 及中国网民数量对比 (亿人)



数据来源：公司公告，CNNIC，东吴证券研究所

图 2: 搜索已经成为拼多多平台内的第一大流量入口



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

因此，未来的电商平台的竞争会越来越开放，平台需依靠运营和服务能力来留住商家和客户。本次阿里受罚或许意味着，未来使用类似“二选一”条款来限制商家及消费者选择的行为，也可能被视为“滥用市场支配地位”而受罚；未来电商行业乃至整个互联网行业的竞争或将变得更加的开放和健康，而运营和服务能力强的平台更有望留住和获得核心商家和客户。

本次处罚有助于促进电商乃至互联网行业的良性竞争，平台“品牌运营”能力的重要程度提升。本次受罚 182 亿元对阿里巴巴的日常经营造成严重打击的可能性不大。据 wind 数据，公司 FY2021Q1-3 归母净利润 1,556 亿元，经营活动净现金流 2,076 亿元，在手现金 1.6 万亿元。此次“二选一”等条款涉嫌垄断受到处罚一事，有望将平台导向更加健康的经营方式，促进电商和互联网行业的良性竞争，利好其长远发展。

2. 本周发布报告

【深度报告】贝泰妮 深度 2: “线下为基，线上为翼，私域流量护城河”

贝泰妮 2020H1 公司线上/线下分别实现营收 7.8/1.6 亿元，线上占比超八成且增速更快。贝泰妮在线下扎根医院、药店等渠道，持续实施由“药”到“妆”战略布局，通过商业公司和直供客户的分销模式拓展药店，空间广阔；线上渠道以自营为主、分销为辅，2019 年自营电商的线上占比达七成以上，自建电商渠道较早，已搭建起覆盖多平台的成熟团队，线上自营发展较快；私域流量池是贝泰妮特别武器，有效提升转化效率。创立十余年来，薇诺娜零售额提升伴随着渠道的不断拓展，反映从认知到复购的不断转化，扎实稳健，为长期持续增长打下坚实基础。

【年报点评】爱婴室 2020 年年报：营收-8.3%，疫情影响业绩表现，“品牌+全渠道”战略积极推进

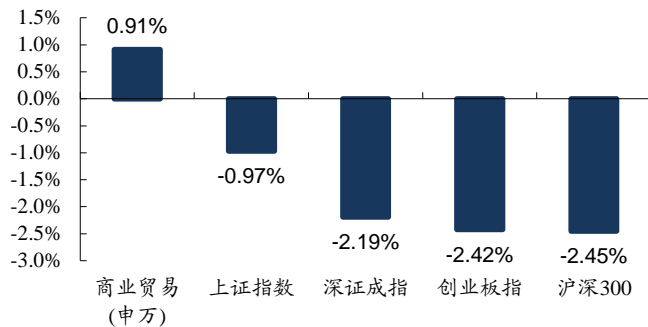
公司发布 2020 年年度报告。2020 年实现营收 22.56 亿元，同比-8.29%；归母净利润 1.17 亿元，同比-24.43%；扣非归母净利润 0.83 亿元，同比-33.71%。公司拟每 10 股派发 3 元现金股利。总体来看，2020 年全年公司受疫情影响较大，尤其 2019 年底新开店受到一定考验，随着疫情逐步缓解 2020Q4 扣非净利润跌幅有所收窄。分析年报发行公司线上增速较快，毛利率略有提升，刚性费用增加拖累净利率同比下降，同时自有品牌矩阵不断丰富，全渠道战略稳步推进。

3. 本周行情回顾

本周（4月5日至9日），申万商业贸易指数涨跌幅 0.91%，上证综指-0.97%，深证成指-2.19%，创业板指-2.42%，沪深 300 指数-2.45%。

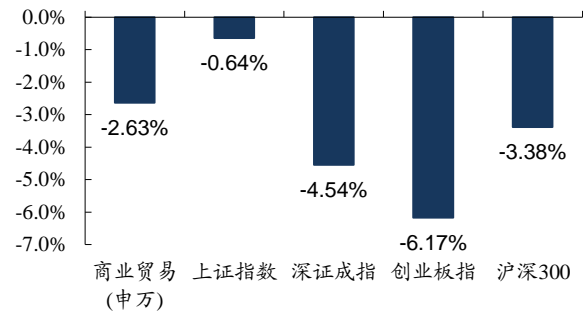
年初至今，申万商业贸易指数涨跌幅-2.63%，上证综指-0.64%，深证成指-4.54%，创业板指-6.17%，沪深 300 指数-3.38%。

图 3: 本周各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 年初至今各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 本周行业重点公告

【华熙生物】(688363.SH)4月10日发布收购东营佛思特生物工程有限公司 100% 股权的完成公告。

此前公司与佛思特公司管理人及东辰控股集团有限公司于 2020 年 6 月 5 日签署了《东辰集团生物医药板块重整投资协议》，约定以人民币 2.9 亿元收购佛思特公司 100% 的股权。公司确定 2021 年 4 月 1 日为购买日，将佛思特公司纳入公司合并范围，合并成本与合并中取得的佛思特公司可辨认净资产公允价值无差异，无需确认商誉或当期损益。

【合肥百货】(000417.SZ)合肥百货发布 2020 年年报。

公司 2020 年 1-12 月实现营业收入 63.30 亿元，同比下降 41.97%，归属于上市公司股东的净利润为 1.37 亿元，同比下降 14.13%，每股收益为 0.1757 元。公司所属的零售行业已披露年报个股的平均营业收入增长率为-19.91%，平均净利润增长率为-31.08%

【南宁百货】(600712.SH)南宁百货发布 2020 年年报。

报告期内，公司实现营业收入 7.79 亿元，同比下降 58.05%，实现利润总额-1.47 亿元，同比下降 1,563.17 %；实现归属于上市公司股东的净利润-1.30 亿元，同比下降 2,841.89%。

【中成股份】(000151.SZ)中成股份发布 2020 年年报。

报告期内，公司实现营业收入 780,847,127.02 元，较上年同期下降 34.03%；营业利润-297,399,019.80 元，较上年同期下降 3,375.74%；归属于上市公司股东的净利润-290,705,255.96 元，较上年同期下降 3,421.90%。

【富森美】(002818.SZ)发布监事减持公告。

成都富森美家居股份有限公司监事会主席程良先生持有公司 75,000 股（占公司总股本比例为 0.010%），计划自本公告发布之日起 15 个交易日后至未来 6 个月内以集中竞价方式分别减持公司股份不超过 18,750 股（减持股份比例不超过公司总股本的 0.0025%）。

【沈阳商业城】(600306.SH)发布年报

本公司母公司 2020 年度共实现营业收入 1.91 亿元，YOY-80.73%，实现净利润 -12,838 万元，加年初未分配利润-71,295 万元，报告期累计未分配利润为-84,133 万元。鉴于母公司 2020 年度累计未分配利润为负，根据公司经营情况及资金需求，本次利润分配的预案为：不分配，也不进行公积金转增股本。

【汉商集团】(600774.SH)非公开发行股票

中信建投证券股份有限公司为汉商集团股份有限公司非公开发行股票的保荐机构（主承销商）。发行人本次非公开发行的申请已于 2021 年 3 月 15 日通过中国证券监督管理委员会发行审核委员会审核，并于 2021 年 3 月 29 日收到贵会发行核准批复。

【海澜之家】(600398.SH)海澜之家董事会提议向下修正“海澜转债”转股价格

经中国证券监督管理委员会核准，海澜之家集团于 2018 年 7 月 13 日公开发行了 3,000 万张可转换公司债券，期限 6 年。截至本公告披露日，公司 A 股股票已经出现在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 的情形，已满足向下修正的条件。公司于 2021 年 4 月 8 日召开第八届第六次董事会会议，审议通过了《关于向下修正“海澜转债”转股价格的议案》

【爱美客】(300896.SH)使用募集资金向全资子公司增资

爱美客技术发展股份有限公司 2021 年 4 月 8 日召开第二届董事会第二十次会议，同意公司将首次公开发行募投项目之“注射用基因重组蛋白药物研发项目”、“去氧胆酸药物研发项目”的实施主体由公司变更为全资子公司北京诺博特生物科技有限公司，余额（含银行存款利息、理财收益等）50,231.00 万元，所增资金全部认缴新增注册资本，本次增资完成后，诺博特的注册资本由 4,000.00 万元变为 54,231.00 万元。

特公司 100% 的股权。公司确定 2021 年 4 月 1 日为购买日，将佛思特公司纳入公司合并范围

【天津劝业场】(600821.SH)发行限售股上市流通

集团向上海电气（集团）总公司、北信瑞丰基金管理有限公司、财通基金管理有

限公司等对象配股，本次新增股份为有限售条件流通股，上市流通时间为 2021 年 4 月 12 日。

上述募集配套资金完成后，上市公司新增有限售条件股份 124,880,467 股，公司总股本增加至 1,221,498,013 股。

5. 本周行业重点新闻

国家药监局连发三条化妆品新规

青眼 4 月 8 日讯，国家药监局出台化妆品新规，分别是《化妆品分类规则和分类目录》《化妆品功效宣称评价规范》《化妆品安全评估技术导则（2021 年版）》，由表及里，既明确了化妆品分类，也指明了不同功效宣称的评价试验要求和安全评估的方法论。这三条法规都将自今年 5 月 1 日开始实施。

棉花现货价格下调

中国棉花网专讯：据疆内部分棉花加工企业、棉花贸易商反馈，4 月上旬以来棉花现货报价、成交价向下调整较 3 月份有所加快，部分涉棉企业惜售、待价而沽的心态发生转变，有加快出货、抓紧资金回笼的打算。

孩子王首发获通过

上证报中国证券网讯，创业板上市委员会 2021 年第 21 次审议会议于 2021 年 4 月 8 日召开，孩子王儿童用品股份有限公司首发（IPO）获通过。根据招股书，孩子王此次拟通过创业板上市募资 24.5 亿元，用于全渠道零售终端建设项目、全渠道数字化平台建设项目、全渠道物流中心建设项目以及补充流动资金。招股书显示，孩子王主要从事母婴童商品零售及增值服务，是一家数据驱动的，基于顾客关系经营的创新型新家庭全渠道服务提供商。

苏宁涉足商用电器并将启动 412 空调超级品类日

国家电网 4 月 9 日讯，苏宁将在超品日期间，将推出每满 1000 元减 100 元，换新补贴高达 600 元等福利。多款健康新一级能效空调更有优惠力度。同时苏宁还将上市一批新品空调，美菱将在苏宁独家首发一批新产品。未来，苏宁空调将继续发挥线下门店和苏宁易购的双线协同优势，继续坚持品质服务，为消费者提供更多的优惠、更好的购物体验。

达达集团旗下本地即时配送平台达达快送与华润万家达成深度物流合作

上证报中国证券网 4 月 7 日讯，约 1300 家华润万家门店的官方 APP、小程序订单，以及来自京东到家的订单全面接入达达快送全心达服务。达达快送将根据华润万家旗下多业态门店需求，通过对华润万家门店进行智能分析，提供门店维度的定制化运力模式和服务体系。此外，隶属于达达快送智慧物流系统的智能动态定价系统和仿

真模拟系统，可以为每一个门店快速生成兼具效率与成本的最佳履约方案，降低超市门店的综合成本。截至目前，达达快送已服务包括华润万家、山姆会员商店、麦当劳、肯德基、真功夫、百果园等众多知名连锁品牌。

今年5月，京东APP将推出“长辈版”模式，

北京商报4月7日讯，北京商报记者从京东了解到，该平台将于下个月上线“长辈模式”功能。届时，用户在京东APP搜索“长辈版”，可实现一键切换。据介绍，京东App在长辈模式中，可通过微信一键完成注册，简化验证过程。App页面还将精简信息，加大字号，重点突出短视频内容、订单页面将强化商品图片展示，并实现一键自动切换促销功能。在搜索商品时，京东App长辈模式还将专门强化语音搜索功能，支持川渝等方言。

叮咚买菜完成D轮融资，金额7亿美元

证券时报4月9日讯，叮咚买菜宣布完成7亿美元的D轮融资，本轮融资由DST Global、Coatue联合领投，今日资本、红杉资本、CMC资本、Tiger Global Management等老股东持续跟投。此外，叮咚本轮融资还新引入了Aspex Management、3W Fund、Mass Ave Global、APlus Partners等国外风险资本。值得一提的是，本轮融资是目前为止，生鲜即时零售赛道中最大的一笔融资。

6. 本周行业新过会公司

表1: 本周新过会公司

证券简称	过会日期	拟上市地	主要业务
孩子王	2021/4/8	深交所创业板	主要从事母婴童商品零售及增值服务，是一家数据驱动的，基于顾客关系经营的创新型新家庭全渠道服务提供商。公司立足于为准妈妈及0-14岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，开创了以会员关系为核心资产的单客经营模式
依依股份	2021/4/8	深交所主板	一次性卫生护理用品及无纺布的研发生产和销售，其中一次性卫生护理用品包括宠物卫生护理用品和个人卫生护理用品，宠物卫生护理用品包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等，个人卫生护理用品，包括卫生巾护理垫纸尿裤等。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 行业公司估值表

表 2: 公司估值表 (基于 2021 年 4 月 9 日收盘价)

代码	简称	总市值(亿元)	收盘价	EPS (元)			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
电商&供应链品牌化										
9988.HK	阿里巴巴	39,717	218.00	7.10	7.00	8.50	26	26	22	买入
9618.HK	京东集团*	8,308	316.00	5.38	6.71	9.64	49	40	28	买入
PDD.O	拼多多*	11,037	137.62	-1.46	-0.12	2.23	-154	-1,819	101	买入
603613.SH	国联股份*	347	146.30	1.28	2.16	3.58	114	68	41	买入
300866.SZ	安克创新*	672	165.32	2.11	2.90	3.94	78	57	42	买入
002127.SZ	南极电商	227	9.26	0.49	0.63	0.78	19	15	12	买入
MNSO.N	名创优品	491	24.69	0.80	0.72	1.14	31	34	22	增持
超市										
601933.SH	永辉超市	641	6.74	0.16	0.25	0.32	42	27	21	未覆盖
603708.SH	家家悦	126	20.64	0.75	0.88	1.06	28	24	19	未覆盖
002697.SZ	红旗连锁*	86	6.31	0.37	0.44	0.50	17	15	13	未覆盖
002251.SZ	步步高	67	7.78	0.20	0.26	0.35	39	29	22	未覆盖
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	327	162.75	1.96	2.37	2.98	83	69	55	增持
300957.SZ	贝泰妮	869	205.20	1.28	1.92	2.69	160	107	76	买入
603983.SH	丸美股份	227	56.40	1.37	1.33	1.53	41	42	37	增持
600315.SH	上海家化*	311	45.94	0.63	0.69	1.09	73	67	42	买入
688363.SH	华熙生物*	861	179.40	1.35	1.64	1.95	133	109	92	买入
300896.SZ	爱美客*	1,111	513.39	3.66	5.76	8.16	140	89	63	买入
300740.SZ	水羊股份*	97	23.53	0.37	0.55	0.84	64	43	28	未覆盖
300132.SZ	青松股份	114	22.00	0.96	1.09	1.28	23	20	17	买入
300792.SZ	壹网壹创	135	93.30	3.37	2.39	3.42	28	39	27	增持
605136.SH	丽人丽妆*	132	32.96	0.92	1.00	1.19	36	33	28	未覆盖
服饰&其他专业连锁										
3998.HK	波司登	344	3.79	0.11	0.13	0.16	28	24	20	买入
2331.HK	李宁*	1,128	53.95	0.62	0.93	1.18	73	49	38	未覆盖
2020.HK	安踏体育*	2,975	131.00	1.99	2.88	3.64	55	38	30	未覆盖
600398.SH	海澜之家	306	7.09	0.72	0.47	0.70	10	15	10	未覆盖
002563.SZ	森马服饰	277	10.25	0.58	0.30	0.57	18	34	18	未覆盖
603587.SH	地素时尚	91	19.01	1.56	1.37	1.58	12	14	12	未覆盖
002867.SZ	周大生*	267	36.59	1.39	1.79	2.15	26	20	17	买入

600612.SH	老凤祥*	306	58.52	3.03	3.41	3.86	19	6	15	未覆盖
603214.SH	爱婴室*	38	26.70	0.82	1.06	1.34	33	25	20	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测; 未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期;

注 2: 除收盘价为原始货币外, 其余货币单位均为人民币, 港币: 人民币=0.84:1, 美元: 人民币=6.54:1;

注 3: 阿里巴巴、波司登财年 0331, 名创优品财年 0630, 表中 19A/ 20E/ 21E 对应 FY20A/ FY21E/ FY22E;

注 4: 标*为已发布 2020Q 全年业绩的公司 (如京东集团、拼多多等), 表中 19A/ 20E/ 21E 对应 20A/ 21E/ 22E。

8. 风险提示

行业竞争加剧, 产品质量问题, 电商行业监管进一步趋严, 疫情及宏观经济波动风险等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>