

商业贸易

唯品会|多渠道深耕在线折扣零售，商业模式打造独特平台优势

中国折扣零售市场领头羊，深耕折扣零售行业赛道。唯品会借助“名牌折扣+限时抢购+正品保障”的电商模式，提供独特消费体验，十二年全场景布局，深耕折扣零售行业赛道。对标美国，中国折扣零售市场正处于扩张期，市场较为分散，未出现头部公司。唯品会线上积极扩张电商平台，线下布局奥特莱斯，线上下同时发力，颇具行业引领者风范。

财务分析：自营服饰收入为主，业绩连年走高，降低履约成本提高营销成本，为长期扩张蓄力。唯品会公司业绩连年走高，营收主要以自营为主。2020 年总营业收入为 1019 亿元，其中自营商品收入为 974 亿元占总营收的 96%。按照细分品类来看，自营服饰为主要支柱，2020 年自营服饰创造 35.4 亿元收入，服饰占 GMV 比例为 70%，精准面向年轻女性客户群体。同时，唯品会在 2019 年推出 JITX 供应模式，又与顺丰展开物流合作，**双管齐下提高物流效率，有效降低履约成本，可以缓解盈利压力，为净利润的增长有效减负。**同时，唯品会并加大营销力度，提高营销成本，通过剧集、综艺等广告投放，以及社交媒体平台，网红直播等途径，全渠道营销手段增强客户粘性，为长期扩张蓄力。**唯品会在全渠道营销上的投入展现出其不断扩大客群，提高营收的野心。在营销布局之下，可以期待唯品会的活跃用户数与 GMV 的进一步增长。**

用户分析：瞄准年轻中产女性群体，用户粘性强，与“京腾”合作带来流量新生态。唯品会借助精准用户画像，聚焦年轻中产女性群体。该群体规模大，收入预期增长状况好，对高层次消费与高质量生活的追求将为唯品会带来较大市场潜力。唯品会用户及订单众多，且增速较快，用户粘性高。2020 年年报显示，唯品会活跃用户数达 8390 万人，订单数达 6.9 亿。用户数增速较快，且复购率高，2020 年复购用户达 6820 万，占总活跃用户数的 81.3%。复购订单占比长期维持高位，且逐渐上升，2020 年复购订单占比达 97.7%。唯品会还借助付费会员体系凝聚核心用户，进一步提高用户粘性。此外，唯品会又与京东、腾讯合作，打通流量通道。乘腾讯，京东私域流量快车，唯品会活跃用户数及总订单数稳步上升，扭转增速放缓趋势。

“品牌+特卖”为核心，买手制触达品牌，深化品牌定位。唯品会借助奥莱模式打造独特商业优势，知名品牌集合、商品优惠力度大，**以其“多快好省”吸引更多消费者。**同时，特卖模式占领用户心智，带来高周转率。此外，唯品会月活、市占率均位特卖电商首位。唯品会另采用买手制度，千人买手团队触达品牌，经验丰富，时尚嗅觉敏锐的买手团队为唯品会货源的质量与审美保驾护航，也为唯品会用户带来了独特的商品体验。

风险提示：活跃用户数增长不达预期，行业竞争加剧，正品质量隐患

证券研究报告

2021 年 07 月 07 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李田

联系人

litiana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:线上同期高基数下仍维持强劲增长，平台分散化、品牌多平台运营趋势明显》 2021-06-29
- 2 《商业贸易-行业专题研究:标准化+数字化赋能一站式服务，占领植发行业高地前景广阔》 2021-06-28
- 3 《商业贸易-行业专题研究:拼多多：透过前世今生看发展之路上的要素、演变与去向》 2021-06-16

内容目录

1. 唯品会：发展“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的独特商业模式，深耕在线折扣零售赛道	4
1.1. 十二年深耕赛道，成就电商特卖龙头	4
1.2. 核心管理层稳定，京腾战略入股	4
1.3. 折扣零售行业：逆经济形势蓬勃发展的景气行业	6
1.3.1. 对标美国：诞生于经济受挫时，生产力过剩助力美国折扣零售业发展	6
1.3.2. 放眼国内：市场潜力较大，行业格局分散，唯品会线上下发力抢占市场	8
2. 财务分析：自营服饰收入为主，业绩连年走高，降低履约提高营销成本，为长期扩张蓄力	10
2.1. 营业收入：自营商品为支柱，公司业绩连年走高	10
2.2. 品类细分收入：以自营服饰收入为核心，面向女性客户群体	11
2.3. 丰富供应模式体系，携手顺丰物流，多举措降低履约费用	12
2.4. 提高营销费用：高密度营销，剧集、综艺全面布局	13
3. 用户分析：瞄准年轻中产女性群体，用户粘性强，与“京腾”合作带来流量新生机	14
3.1. 精准用户画像，聚焦年轻中产女性群体	14
3.2. 活跃用户增速快，复购率高，会员机制提高用户粘性带来稳定流量。	15
3.3. 京东腾讯引流，带来流量新生机。	16
4. “品牌+特卖”为核心，买手制触达品牌，深化品牌定位	19
4.1. 奥莱模式打造独特商业优势，知名品牌集合、商品优惠力度大。	19
4.2. 特卖模式带来高周转，月活、市占率均位特卖电商首位	20
4.3. 买手制触达品牌，千人团队经验丰富，时尚嗅觉出色	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：唯品会大事记	4
图 2：唯品会股权结构图，截至 2021 年 3 月	6
图 3：腾讯、京东持股数（万）	6
图 4：腾讯、京东持股比例	6
图 5：美国 GDP 增速（%）	7
图 6：TJX 收入水平及增速	7
图 7：2016-2018 年 TJX 分品类收入水平分布（单位：亿元）	7
图 8：2019-2020 年 TJX 分品牌收入水平分布（单位：亿元）	7
图 9：中国折扣零售行业市场规模及增速（单位：亿元）	8
图 10：中美零售折扣市场对比，中国市场格局较为分散（数据更新至 2019 年）	8
图 11：2016-2020 年累计线上客户（单位：百万人）	9
图 12：2016-2020 年入驻品牌数量（单位：家）	9
图 13：杉杉奥特莱斯主要合作品牌	10
图 14：2016-2020 年营业收入（亿元）	10
图 15：2016-2020 年自营商品收入与其它收入占比（亿元）	10

图 16: 2018-2020 年唯品会销售渠道收入 (元)	11
图 17: 2020 年杉杉奥特莱斯广场门店面积统计 (万平方米)	11
图 18: 2018-2020 年唯品会品类营业收入占比	11
图 19: 唯品会供应模式一览	12
图 20: 唯品会每单履约成本及同比 (单位: 元/单)	13
图 21: 唯品会履约费用率变化	13
图 22: 2016-2020 年唯品会营销费用 (亿元)	13
图 23: 2016-2020 年唯品会平台活跃用户 (百万人)	13
图 24: 2021 年唯品会用户年龄分布	14
图 25: 2021 年唯品会用户性别分布	14
图 26: 2018 年中国中产女性消费时关注的因素	14
图 27: 2018 年中国一二线中产女性年龄分布	15
图 28: 2018 年中国小城中产女性年龄分布	15
图 29: 2018 年中国中产女性群体收入预期年均波动情况	15
图 30: 2018 年中国中产女性群体收入年均增长比例	15
图 31: 唯品会复购用户数及复购用户占比 (百万)	16
图 32: 唯品会复购订单占比	16
图 33: 唯品会超级 VIP 享受额外会员特权	16
图 34: 2019-2020 年综合电商 APP 行业月活用户规模 (单位: 万人)	17
图 35: 2019 年 10 月-2020 年 10 月微信小程序流量变化 (单位: 万人)	17
图 36: 腾讯通过 QQ 小程序为唯品会引流	17
图 37: 腾讯通过微信端口为唯品会引流	17
图 38: 京东与唯品会达成 618 大促合作	17
图 39: 京东为唯品会提供流量入口	17
图 40: 唯品会总订单数及同比增速变化趋势 (单位: 百万单)	18
图 41: 唯品会活跃用户数及同比增速变化趋势 (单位: 百万人)	18
图 42: 唯品会合肥城市奥特莱斯	19
图 43: 合肥城市奥莱部分合作品牌	19
图 44: 唯品会的口碑来自会员们的无限信赖	20
图 45: 唯品会全国五大物流中心	20
图 46: 唯品会存货周转率及周转天数	20
图 47: 2019 年网络零售 B2C 市场份额	21
图 48: 唯品会买手团成员数量 (单位: 人)	22
表 1: 唯品会主要董事介绍	4
表 2: 2020 年新开或改造重开的奥特莱斯项目	9
表 3: 杉杉奥特莱斯已开业及即将开门店分布	9
表 4: 顺丰速运、京东物流快递快运服务对比	12
表 5: 2020 年 6 月网络零售互联网产品用户活跃人数 TOP10	21

1. 唯品会：发展“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的独特商业模式，深耕在线折扣零售赛道

作为国内首个“名牌折扣+限时抢购+正品保障”的创新电商模式，唯品会始终致力于为用户带来高性价比的网购体验。唯品会采用商品错季采购、厂家垂直发货等方式与知名品牌代理商及厂家合作，免除中间商费用，在货源压缩成本确保名牌折扣。与传统电子商务基于主动搜索的购物需求不同，唯品会通过限时特卖，给消费者提供潜在需求的不同消费体验和乐趣。正品保障作为消费者网购体验中的重要部分成为了唯品会的重要战略资产。唯品会建立 500 人的品控团队，实现了法务、供应链、物流中心为主的一套完整的体系，实现从源头到消费者的全流程正品保障。另一方面唯品会的自营模式让其把握住商品源头，与品牌商或者一级代理商直接对接来保证品牌正品，实现商品信息溯源。

1.1. 十二年深耕赛道，成就电商特卖龙头

上线十二年，唯品会在电商赛道突出重围。唯品会公司成立于 2008 年 08 月；2010 年 10 月获第一轮风险投资(DCM 和红杉) 2000 万美元；2010 年 11 月员工人数突破 800 人，会员数量达到 150 万，开售日订单达 10000 单；2011 年 01 月试水奢侈品销售，VIPCLUB 随后上线；2011 年 04 月成为华南地区最大的电子商务公司；2011 年 05 月获美国顶级风投机构红杉资本和 DCM 二轮融资 5000 万美元,奠定同类模式龙头地位；2011 年 07 月起开启全国分仓为物流提速；2012 年 3 月在美国纽约证券交易所上市，成为华南首家在美国纽交所上市的电子商务企业；2014 年唯品会以 38.1%的市场份额成为中国特卖 No.1；2017 年唯品会国际市场占有率位列第三；2019 年第三季度唯品会实现持续季度盈利，用户复购率高达 87%。

图 1：唯品会大事记



资料来源：唯品会公司公告，同花顺，天风证券研究所

1.2. 核心管理层稳定，京腾战略入股

创始人履历丰富，核心管理层地位稳定。以联合创始人为核心的领导层团体地位巩固，经验深厚。截至 2021 年 3 月，联合创始人沈亚、洪晓波分别持股 12%和 6.9%，分别兼任首席执行官和首席运营官。两人长期深耕于消费品和电子商务行业，具有深刻的行业洞见与稳健的全局把控力，管理地位稳固。2020 年，崔大伟先生接替杨东皓先生作为首席财务官加入唯品会，唐倚智先生供职于唯品会 11 年，具备丰富的治理经验。从整体上看，公司高管的职务变动属于正常更迭。

表 1：唯品会主要董事介绍

职务	主要履历
----	------

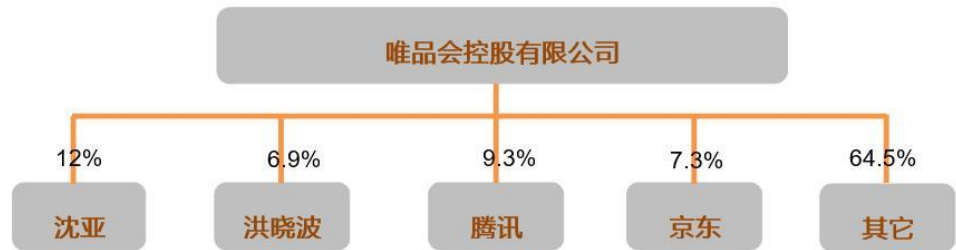
沈亚	董事会主席、 首席执行官	公司共同创始人之一，自公司于 2008 年 8 月成立以来一直担任董事会主席兼 CEO。他拥有超过 18 年的国内及海外市场消费类电子产品销售经验。
洪晓波	董事、首席运营官	公司的创始人之一，曾任副主席 2011 年 1 月以来公司的董事会。洪先生自 2012 年 8 月起担任公司的首席运营官。他拥有超过 10 年的消费品分销和电子商务行业经验。
刘炽平	董事	自 2017 年 12 月起担任董事。刘先生为腾讯控股有限公司（联交所:0700）总裁兼执行董事。
Jacky Yu Xu	董事	Jacky Yu Xu 是公司的天使投资人，自 2011 年 1 月起担任公司董事。他是中国几家私人控股公司的董事。他于 2009 年毕业于长江商学院。
杨东浩	非执行董事	杨东浩自 2011 年 8 月起担任公司财务总监。曾在多个公共和私人公司担任高级行政和管理职位，包括从 2010 年 5 月至 2011 年 8 月担任圣元国际公司（纳斯达克: SYUT）的首席财务官。
Chun Liu	独立董事	除了搜狐副总裁，刘春目前还是搜狐视频 COO。此前刘春曾任凤凰卫视中文台执行台长兼北京节目中心主任。此外，他还曾在中央电视台新闻评论部工作，担任过知名电视节目《新闻调查》执行制片人。
林欣禾	独立董事	DCM 的管理合伙人。2006 年加入 DCM 之前，他曾担任新浪公司首席运营官。他 1956 年创立新浪的前身华渊公司并带领公司在纳斯达克上市。现任多个由 DCM 投资的公司董事，包括 VIPSHOP 控股有限公司和 58 同城有限公司。
刘星	独立董事	刘先生由红杉资本根据公司章程修订并重列的股东协议选为董事。刘先生是红杉资本中国基金的董事总经理。加盟红杉前，刘先生拥有在美林、施乐和 Global Sight 总计超过 9 年的投资银行、技术和产品开发、咨询工作经验。
简思怀	独立董事	现任前程无忧的首席运营官兼代理 CFO。她还是纳斯达克上市公司：蓝汛国际控股有限公司的独立董事。简女士 1999 年加入前程无忧，2004 年到 2009 年 3 月担任其 CFO。
郑南雁	独立董事	现任 7 天连锁酒店的董事会联席主席。2000 年到 2004 年 10 月，郑先生在携程旅行网工作，历任副总裁兼南中国区总经理、全国市场营销副总裁。
David Cui	首席财务	自 2017 年 8 月起担任华美公司纽约证券交易所人力资源总监的首席财务官。崔先生自 2018 年 6 月起亦担任 Inke Limited 的独立非执行董事。2015 年 8 月至 2017 年 4 月崔先生是中国数字视频控股有限公司的首席财务官。

资料来源：同花顺、天风证券研究所

腾讯、京东入股，开展稳固战略合作。2017 年 12 月 17 日，腾讯和京东宣布联手投资唯品会 8.63 亿美元，交易结束后，腾讯和京东在唯品会将分别持股 7%和 5.5%，腾讯和京东分别持股数为 922.94 万和 720.15 万。根据 2019 年第一季度财报显示，腾讯和京东分别增持 232.87 万股和 244.25 万股分别达到 8.7%和 7.2%。2020 年财报显示腾讯和京东继续分别增持 129.46 万和 45.94 万分别达到 9.6%和 7.5%。由于股本稀释 2021 年财报中腾讯和京东持股数不变但是比例下降，腾讯和京东分别下降 0.3%和 0.2%至 9.3%和 7.3%。**腾讯、京东入股，有利于唯品会与其达成深度合作，通过流量引入等途径助**

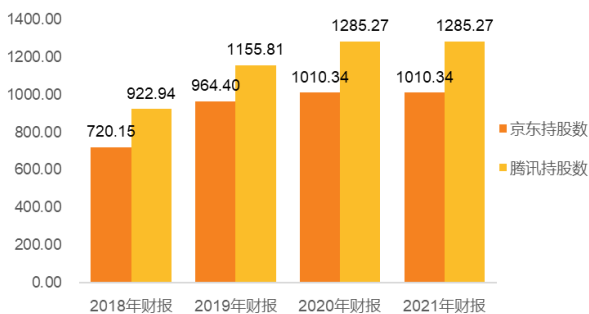
力唯品会 GMV 目标的实现。

图 2：唯品会股权结构图，截至 2021 年 3 月



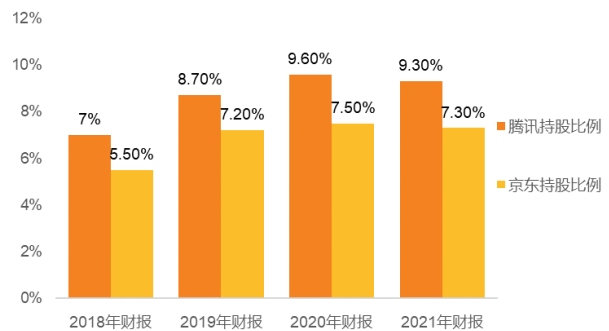
资料来源：唯品会公司年报，天风证券研究所

图 3：腾讯、京东持股数（万）



资料来源：同花顺，天风证券研究所

图 4：腾讯、京东持股比例



资料来源：同花顺，天风证券研究所

1.3. 折扣零售行业：逆经济形势蓬勃发展的景气行业

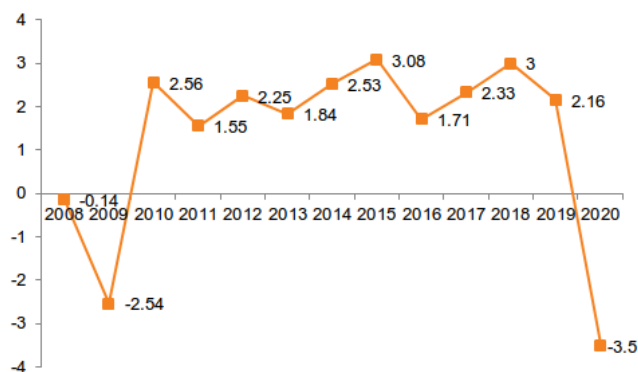
1.3.1. 对标美国：诞生于经济受挫时，生产力过剩助力美国折扣零售业发展

美国零售行业从 18-19 世纪的个体商户，到如今科技零售的业态，共经历了如下 7 个阶段：
1) 杂货铺和专营店 (18-19 世纪)：商店中很多是杂货铺或者药店，出售从杂物和编织物到玩具和工具的所有物品；
2) 连锁零售商 (1800 年代中期-1910 年代初期)：在 19 世纪末和 20 世纪初，美国的商业和经济部门发生了巨大的变化，随着越来越成功和富裕的美国人拥有更广泛的品味，像梅西百货 (1858 年)、布鲁明戴尔百货公司 (1861 年) 和西尔斯百货公司 (1886 年) 这样的百货公司开始在纽约市和芝加哥等城市涌现；
3) 信用稳定 (1920 年代)：在 1920 年代，信用卡或“签账卡”开始占据美国购物者的心。但是，这些早期的卡通常由酒店或个体企业发行，只能在其公司内部使用；
4) 购物中心 (1950 年代)：第一个购物中心在技术上是户外购物广场，于 1922 年在堪萨斯城开业。购物中心通常由一家大型百货公司固定，周围有许多其他商店；
5) 折扣商场 (1960 年代)：零售商已经开始探索成本更低的销售模式，在这些大卖场，顾客可以找到他们需要的消费品，而且价格要低得多。二战后法律的变化为折扣零售铺平了道路，使这成为可能；
6) 电子商务 (1990 年代)：零售历史上最大的爆发点之一是广泛的互联网购物的曙光。
7) 结合现代科技 (现代)：客户渴望在线购物体验，但并非所有电子商务都是平等的，品牌正在制定强大的多渠道战略，如沃尔玛的低价营销策略。

经济危机下生产力过剩、库存积压，助力折扣零售业发展。2018 年金融危机对全球的冲

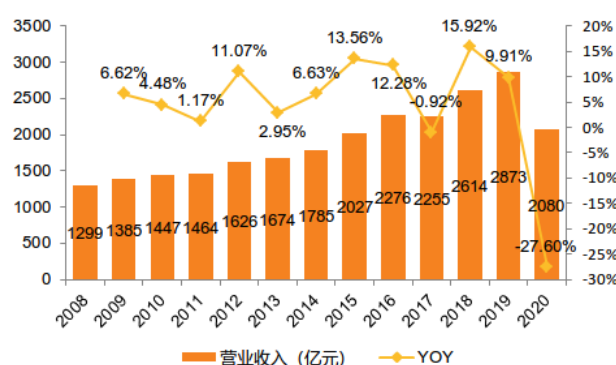
击都是极大的，到 2010 年美国 GDP 增速才重新回正，而此时折扣零售业的龙头企业 TJX 逆经济形势，2009 年营收水平持续上升，借经济危机导致的生产力过剩，扩大供应商的范围来借助和解决库存积压，并开始与供应商展开专属定制合作，借此成功从处理尾货的公司变成销售当季商品的平价百货公司。在此之前，TJX 收购最大竞争对手 Marshalls 的战略也十分成功，1995 年，面对零售环境整体疲软的情况，TJX 收购最大竞争对手、第二大折扣零售商 Marshalls，并在之后实现成功整合，显著提升了其零售规模及经营效率。

图 5：美国 GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

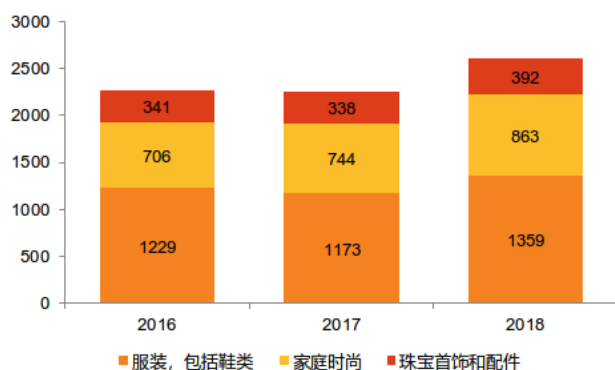
图 6：TJX 收入水平及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

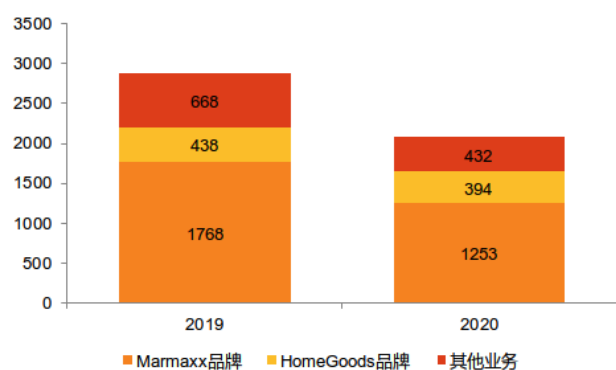
TJX 多产品线布局。服饰类销售收入占比最高，超过一半；家具品类收入呈逐年上升的趋势，是近年来的重点发展品类。TJX 目前有多条产品线，美国主要以 TJ MAXX，Marshalls 和 HomeGoods 为主，加拿大有 Winners，Homesense 和 Marshalls，欧洲有对应的 T.K.Maxx 和 Homesense。美国作为大本营，是 TJX 收入的绝对大头；旗下两条品牌线 Marmaxx 和 Homegood 的收入达 274 亿，占比近 8 成。

图 7：2016-2018 年 TJX 分品类收入水平分布 (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2019-2020 年 TJX 分品牌收入水平分布 (单位：亿元)



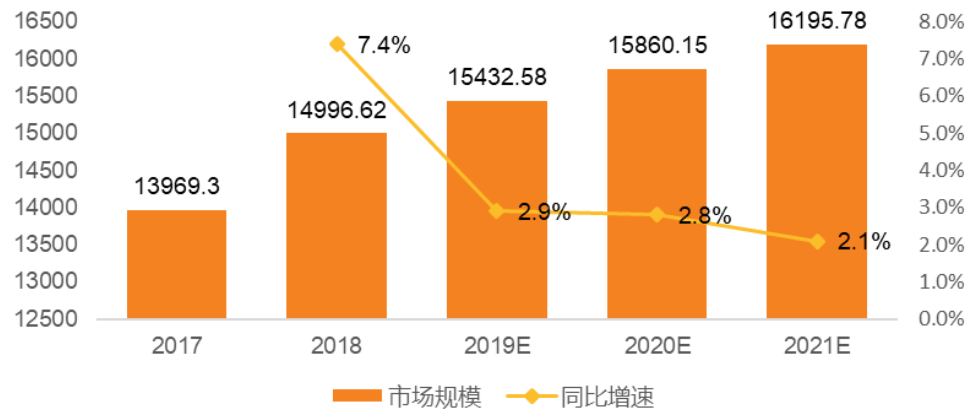
资料来源：Wind，天风证券研究所

买断式采购，庞大的供货体系。TJX 的成功也离不开其良好的供应商关系和庞大的供货体系，从供应商的角度来看，TJX 方买断式采购且不保留退货权利，极大减少供应商后顾之忧；传统百货公司与供应商关系紧张，一直在转移风险挤压供应商；而 TJX 不要求任何传统零售中典型的补贴，有效降低了供应商的成本。从 TJX 的角度来看，供应商数量多，结构分散，前 25 家供应商仅提供约 25% 的商品，从而进一步加强了公司和供应商的议价能力，降低购货成本；此外，公司极强的现金流保证了其较快的付款速度。因而供应商可以与 TJX 长期合作，形成了长时间的良好的合作关系。

1.3.2. 放眼国内：市场潜力较大，行业格局分散，唯品会线上线下发力抢占市场

折扣零售市场处于扩张期，市场潜力较大，前景看好。与美国折扣零售行业的诞生类似，中国折扣零售行业萌发于 2008 年次贷危机。2012 年至今，我国折扣零售行业迎来扩张期，综合电商、垂直电商等纷纷涉足特卖领域，折扣零售行业呈百花齐放的快速发展态势，且市场潜力较大：在需求端，低线城市中产阶级崛起，对品牌性价比需求不断提升。而在供给端，品牌商库存积压问题也亟待解决。两端诉求驱动下，根据艾媒咨询预计 2021 年中国折扣零售行业规模达 1.62 万亿。

图 9：中国折扣零售行业市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

线下折扣零售市场格局较为分散，唯品会牵头转战线上平台。与较为成熟的美国折扣零售行业相比，中国的线下折扣零售市场空缺较大，暂无罗斯百货、TJMAXX 等成熟头部商家，缺乏匹配品牌商去库存需求和消费品牌性价比需求的成熟线下渠道。据唯品会官方公告显示，中国 TOP20 零售商市占率仅为 7%，远低于美国的 24%，整体市场格局较为分散。其主要原因是中国实体商业的联销模式，且区域较为分散，并不适合买手制的折扣连锁业态发展，大多数品牌商的库存仅简单在商场特卖区直接处理。**因地制宜，电商模式更好地为这一问题提供了答案：**2008 年电商兴起后，零售渠道向线上转移，唯品会率先将限时特卖模式引入国内并嫁接电商平台，随后又出现聚美优品、卷皮网等专业特卖电商。

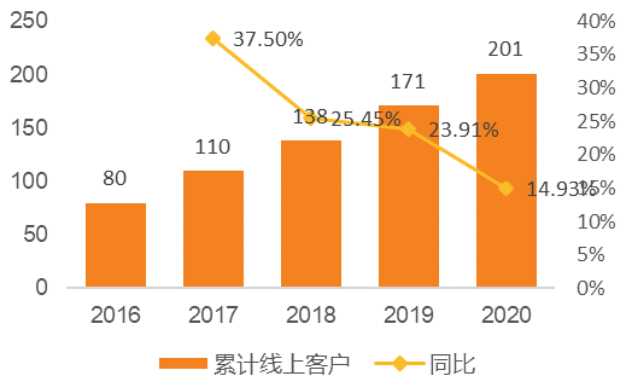
图 10：中美零售折扣市场对比，中国市场格局较为分散（数据更新至 2019 年）

	美国	中国
TOP20 零售商市占率	24%	7%
头部零售折扣商	 	暂无
	4412 家	1772 家
零售折扣门店	 	格局极为分散
	69 个门店	39 个门店

资料来源：唯品会投资者展示材料，天风证券研究所

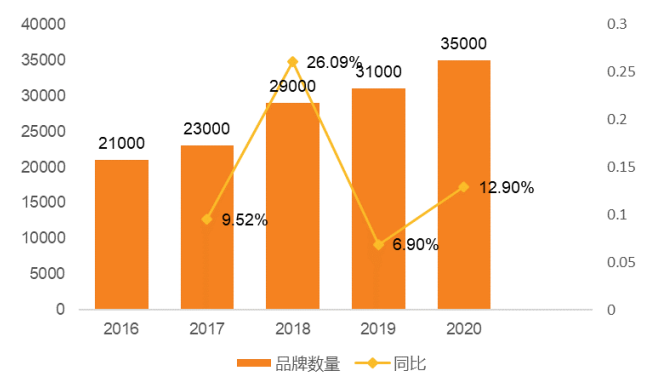
线上线下同时发力：线上商城+APP+微信小程序实现线上客户的全触达。截至 2020 年，公司线上渠道净利润占比超过 97%，达到 99.32 亿元，得益于唯品会线上商城+APP+微信小程序的全场景覆盖，累计线上客户达到 2 亿人，4 年来同比增长率在 14%以上。同时，唯品会致力于优化线上供应体系与品牌协同，截至 2020 年公司吸引了 35000 家企业入驻线上生态体系，丰富了产品品类。通过渠道搭建与合作深化，唯品会为消费者提供多元的消费体验，促进“回头客”的产生。

图 11：2016-2020 年累计线上客户（单位：百万人）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2016-2020 年入驻品牌数量（单位：家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

线下布局奥特莱斯门店。2019 年 7 月，唯品会以 29 亿元人民币收购杉杉商业集团有限公司 100% 的股份，标志着唯品会将全面布局线下奥莱业务，积极探索线上线下融合的特卖模式，从而实现线上线下一体化的全渠道特卖零售布局。原杉杉商业集团是国内排名前列的奥特莱斯连锁集团，截至收购时，杉杉旗下已在宁波、太原、哈尔滨、郑州、南昌共运营 5 个奥特莱斯广场，还有 5 家奥莱广场正在规划建设中。2020 年唯品会奥特莱斯净收入为 11.5 亿元，同比增长 368%。2020 年杉杉商业集团被评为育成优秀率最高的连锁奥莱运营商，本年度旗下共有 7 家奥莱参评，其中 5 家顺利上榜；2020 年杉杉旗下共有 3 家奥莱新开，位列奥莱项目第一；2021 年杉杉计划分别于 8 月、12 月，在沈阳、贵阳新开奥特莱斯购物广场，西宁杉杉奥莱广场预计在 2022 年开业。

表 2：2020 年新开或改造重开的奥特莱斯项目

项目名称	开业时间	新开或改造重开
长沙友阿城市奥莱（五一店）	1 月 12 日	存量改造
长沙欢乐天街·奥特莱斯	7 月 11 日	新开
成都曼购城市奥莱光华店	7 月 23 日	存量改造
张家界天门奥莱广场	7 月 25 日	新开
兰州杉杉奥特莱斯广场	7 月 25 日	新开
益田假日奥特莱斯	8 月 28 日	新开
岳阳友阿奥特莱斯广场	9 月 19 日	新开
衡阳杉杉奥特莱斯广场	9 月 19 日	新开
砂之船（扬州）奥莱	9 月 19 日	新开
德州德百奥莱广场	9 月 26 日	存量改造
乌鲁木齐杉杉奥特莱斯广场	11 月 5 日	新开
砂之船（厦门）奥莱	11 月 7 日	新开
昆明首创奥特莱斯	12 月 19 日	新开
唯品会（合肥）城市奥莱	12 月 24 日	存量改造

资料来源：联商网，天风证券研究所

表 3：杉杉奥特莱斯已开业及即将开门店分布

项目名称	开业时间
------	------

哈尔滨杉杉奥特莱斯购物广场	2015 年 9 月 26 日
宁波杉井奥特莱斯购物广场	2015 年 9 月 26 日
郑州杉杉熬夜莱斯购物广场	2016 年 9 月 15 日
太原天美杉杉熬夜莱斯购物广场	2017 年 9 月 15 日
南昌杉杉奥特莱斯购物广场	2017 年 9 月 23 日
赣州杉杉熬夜莱斯购物广场	2019 年 9 月 28 日
兰州杉杉奥特莱斯购物广场	2020 年 7 月 25 日
衡阳杉杉奥特莱斯购物广场	2020 年 9 月 19 日
乌鲁木齐杉杉奥特莱斯购物广场	2020 年 11 月 5 日
沈阳杉杉奥特莱斯购物广场	2021 年 8 月
贵阳杉杉熬夜莱斯购物广场	2021 年 12 月
西宁杉杉奥特莱斯购物广场	2022 年

资料来源：杉杉奥莱官网，天风证券研究所

图 13：杉杉奥特莱斯主要合作品牌

GUCCI OUTLET	ARMANI OUTLET	VERSACE	BOSS HUGO BOSS	MaxMara	COACH NEW YORK	kate spade NEW YORK	MICHAEL KORS
PORTS OUTLET	REDUCCI	GANT	C'N'C COSTUME NATIONAL	FERRE	JORYA	EP OUTLET	DANIEL HECHTER
Calvin Klein	Marisfrolg	Koradior	h HAZZYS	navigare	eCCO	FOSSIL	SWAROVSKI
ARC'TERYX	Jack Wolfskin	THE NORTH FACE	NORTHLAND PROFESSIONAL	NikeFactoryStore	adidas	new balance	SKECHERS

资料来源：杉杉奥莱官网，天风证券研究所

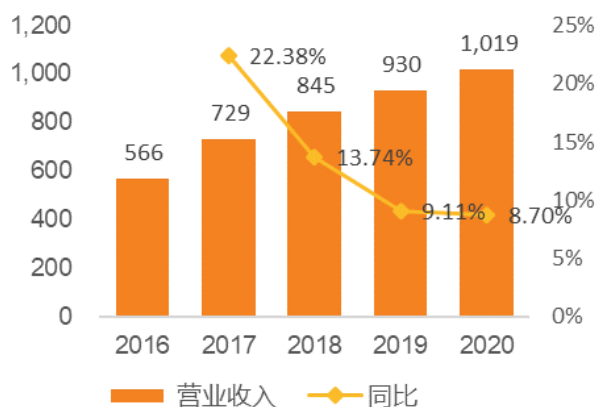
2. 财务分析：自营服饰收入为主，业绩连年走高，降低履约提高营销成本，为长期扩张蓄力

2.1. 营业收入：自营商品为支柱，公司业绩连年走高

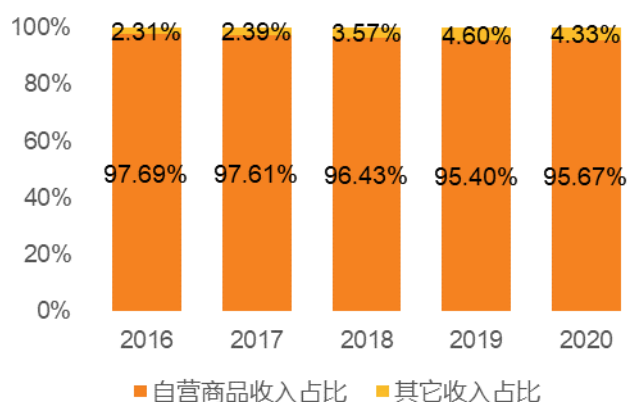
唯品会的营业收入由自营商品+其它收入构成，2020 年营业收入为 1019 亿元，其中自营商品收入为 974 亿元占总营收的 96%，其它收入包括平台佣金、物流服务收入、促销与广告收入与库存仓库管理服务收入等共盈利 44.1 亿元占总营收的 4.33%。唯品会盈利能力的提高取决于新业务的开拓、品类的优化组合与议价能力的提高，自 2016 年以来，营业收入同比增长呈现逐年下降的趋势，管理层预计未来将继续产生基于股份的薪酬费用与其它运营费用，随着公司业务的增长，唯品会可能需要额外的资金来协助持续运营。

图 14：2016-2020 年营业收入（亿元）

图 15：2016-2020 年自营商品收入与其它收入占比（亿元）



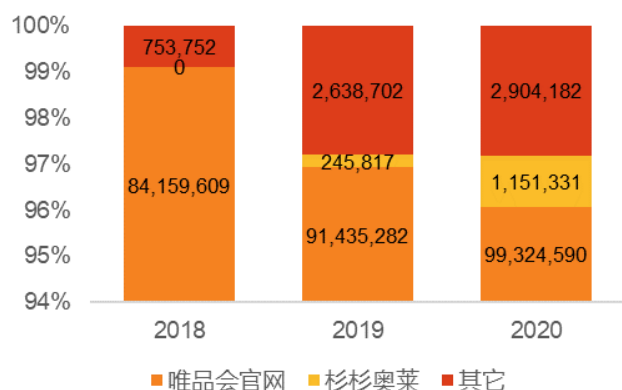
资料来源：唯品会年报，天风证券研究所



资料来源：唯品会年报，天风证券研究所

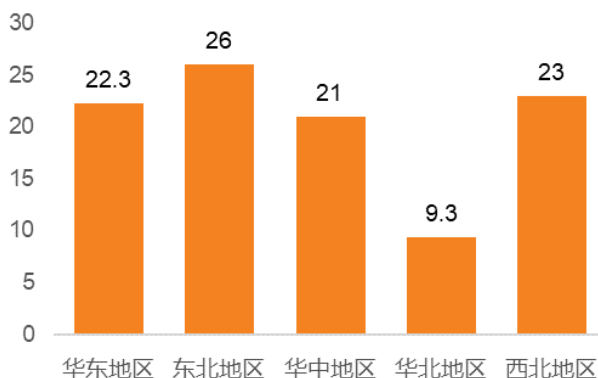
唯品会的渠道细分收入大致分为线上商城与线下杉杉奥莱店两部分。2018、2019 与 2020 年唯品会线上商城占比为 99.6%、98.3%与 97.5%，为扩展线下零售业务，2019 年 7 月，唯品会收购了杉杉集团的 100% 股权，截至 2020 年唯品会线下收入占比达到 1.13%，同比增长达到 334.6%。杉杉集团预计于 2022 年之前在全国范围内运营超过 12 家以上颇具规模的奥特莱斯广场，领跑于中国连锁奥特莱斯行业第一集团。此外，唯品会同时建立了自有的线下零售店以强化品牌合作，截至 2020 年 12 月，公司拥有约 310 家唯品会线下门店（Vipshop）和约 240 家唯品仓（Vipmaxx）。

图 16：2018-2020 年唯品会销售渠道收入（元）



资料来源：唯品会年报，天风证券研究所

图 17：2020 年杉杉奥特莱斯广场门店面积统计（万平方米）

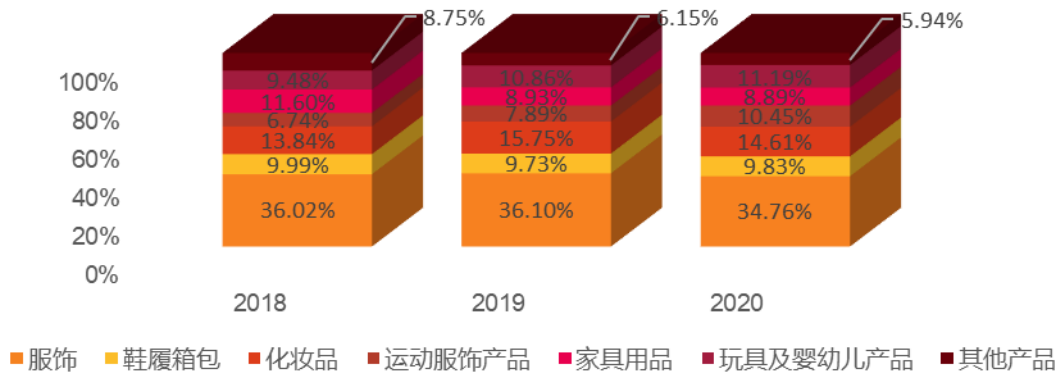


资料来源：杉杉奥特莱斯广场官网，天风证券研究所

2.2. 品类细分收入：以自营服饰收入为核心，面向女性客户群体

唯品会致力于强化自营服饰商品的竞争优势成为“专门做特卖”的网站。自 2018 至 2020 年，服饰收入占比维持在 34% 以上，2020 年自营服饰创造 35.4 亿元收入，服饰占 GMV 比例为 70% 并维持 29% 以上的增速。2014 年公司收购乐蜂网，深度挖掘女性用户的需求。同时，运动服饰产品、鞋履箱包与玩具及婴幼儿产品的收入占比也展现出上升趋势，2018 年 5 月唯品会推出 Marketplace 开放平台对家居建材、家电数码、母婴用品、食品饮料、图书文娱、汽车用品、医疗保健、虚拟产品在内的八大品类商家全面开放，使商家在微信生态中获得更多更完善的营销与流量工具方面的赋能；截至 2020 年 12 月，唯品会依托“闪购特卖”模式，引入 35,000 个国内外流行品牌的多元化产品，包括女士、男士和儿童服装、箱包鞋履、化妆品、母婴护理产品与家居用品等以丰富产品层次。

图 18：2018-2020 年唯品会品类营业收入占比

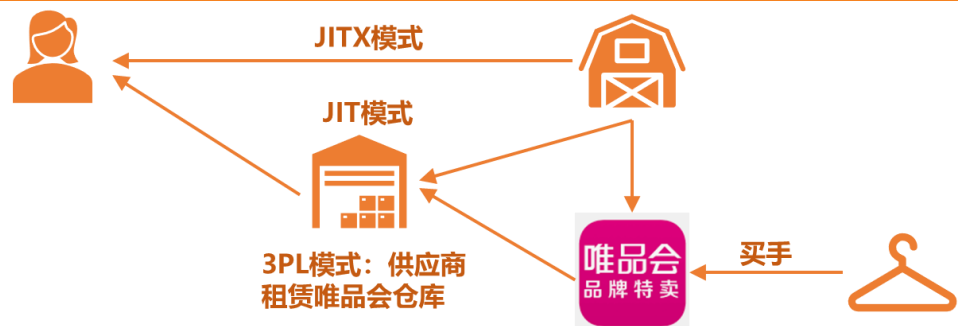


资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 丰富供应模式体系，携手顺丰物流，多举措降低履约费用

唯品会持续寻找创新解决方案，以提高物流效率。JIT 模式允许供应商在订单生成后才推进库存装载等流程。与传统的批量进出货相比，JIT 模式有利于优化供应管理，为供应规模提升与产品多样性打下基础。2013 推出的 3PL 模式允许供应商租赁唯品会仓库来管理自身供应，从而提高了唯品会自身仓库利用率，也助力了商家库存管理。2019 年，唯品会推出 JITX 模式，允许可靠品牌合作伙伴的单一供应商订单直接从供应商仓库运往客户，进一步降低了仓储物流端的成本。至此，唯品会逐步建立起丰富的供应模式体系，在供应模式多样化的同时提高了物流效率，降低了履约费用。

图 19：唯品会供应模式一览



资料来源：公司年报，天风证券研究所

终止自营物流品骏快递，改变策略牵手顺丰，双边发展实现共赢。2013 年 12 月，唯品会布局“电商+物流+金融”三大板块，设立品骏快递主营业务包括快递、运输、落地配及普通货运，配送范围涵盖 30 个省级行政区，包括北京、上海、西藏、海南、陕西、湖南等，目标覆盖全国。财务数据表明，2016-2018 年唯品会履约费用逐年上升，2019 年唯品会履约费用维持在 60 亿元以上。2019 年 11 月开始，唯品会与顺丰速运达成协议，利用其快递服务优化物流运营效率，降低履约费用，并为客户提供卓越的交付服务。从各公司官网显示的数据来看，顺丰速运的终端派送服务质量明显高于其他物流，唯品会接入顺丰后商品均可送货上门。而对于顺丰来说，阿里、京东作为电商龙头企业自备成熟的物流配送体系，唯品会是行业内为数不多可以合作的对象，唯品会与顺丰的合作有利于双方建立长远稳定的关系，实现发展与共赢。

表 4：顺丰速运、京东物流快递快运服务对比

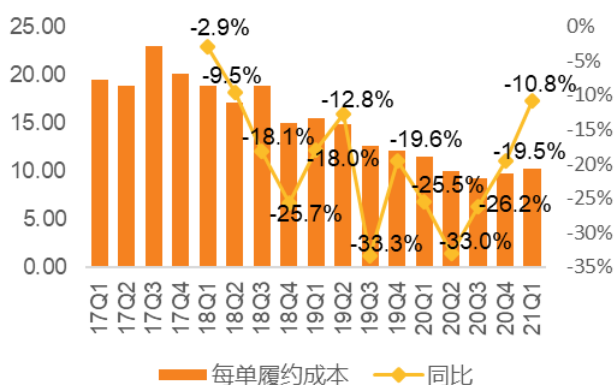
顺丰速运	京东物流
------	------

同城急送	3 公里平均 30 分钟送达, 5 公里平均 60 分钟送达, 如遇恶劣天气、高峰时段等影响, 配送时效可能会有临时调整	提供多种即时配送时效服务, 满足用户的多场景需求, 最快 30 分钟送达异常天气/节假日高峰期, 提前预警, 智能调配骑士, 365 天稳定配送
特快送	覆盖中国内地, 超过 300 个城市, 根据寄件时间及快件寄/收地的行政区域, 可查询明确的快件送达时间	覆盖全国超过 300 个城市, 365*24 随时随地服务, 1 小时上门揽收、最快当日送达, 承诺时效内未送达时可申请赔付运费。
一般配送	中国内地及港澳台地区, 超过 300 个城市, 省内、经济圈最快次日 12:00 前送达	北京、上海、广州地区一般次日送达, 其余地区配送时间约为 1-7 天
大件快运服务	覆盖中国内地互寄、中国香港澳门地区至内地、中国港澳地区同城及互寄, 最快次日 18:00 前送达。	10 分钟响应, 2 小时接货, 单件 100KG 以内免费上楼, 全程定时定点发车, 保障货物精准送达

资料来源: 顺丰速运官网, 京东物流官网, 天风证券研究所

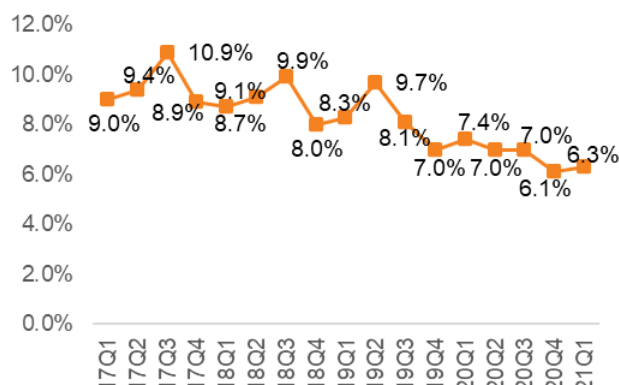
双管齐下, 履约费用降低效果明显, 有效管控成本。在 JITX 模式与顺丰物流合作双向加持下, 唯品会在 2019 年有效降低了履约费用及费用率。唯品会在 2019 年各季度的履约费用率分别为 8.3%、9.7%、8.1%及 7%, 同比 2018 年数据呈明显下降趋势。同时, 唯品会 2019 年一季度每单履约成本由上一年的 18.85 元/单下降至 15.45 元/单, 同比下降 18%; 三季度唯品会的每单履约成本降低则更为显著, 由前一年的 18.8 元/单降至 12.54 元/单, 同比下降 33.3%。履约成本降低可以缓解盈利压力, 为净利润的增长有效减负。

图 20: 唯品会每单履约成本及同比 (单位: 元/单)



资料来源: 唯品会公司公告, 天风证券研究所

图 21: 唯品会履约费用率变化



资料来源: 唯品会公司公告, 天风证券研究所

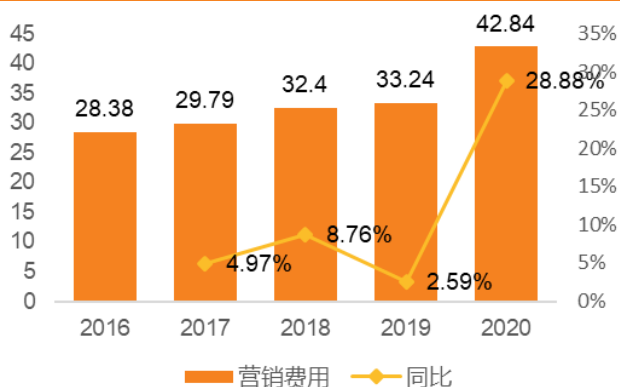
2.4. 提高营销费用: 高密度营销, 剧集、综艺全面布局

通过全渠道营销手段增强客户粘性。唯品会的商业模式和价值主张使得公司以相对较低的客户获取成本建立了庞大的活跃客户群。社交媒体平台（例如微信）的“easytoshare”功能鼓励客户分享他们的购物体验；线下商店运用私域流量自己的微信群，为消费者提供直接营销；公司推出网红直播、超级 VIP 专场等社交活动为用户提供更多优惠，增加用户的参与感与体验感。

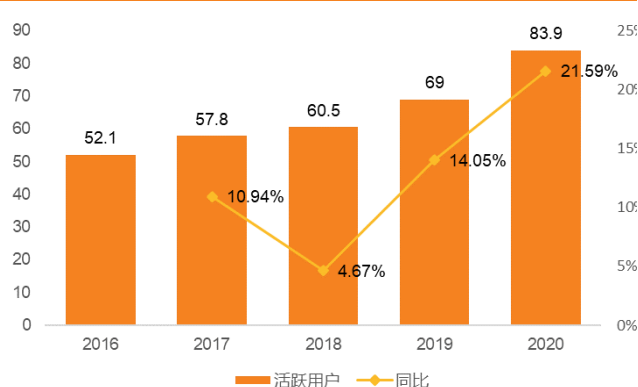
此外, 公司近年来不断加强营销, 提高营销费用, 2020 年唯品会营销费用达 42.84 亿元, 同比增速为 28.88%。唯品会积极拓展精准营销采取电视剧、广告等多种营销方式以便让客户了解最新的促销产品和我们的唯品会品牌。影视剧中, 从《欢乐颂》、《楚乔传》、《小欢喜》、《都挺好》到大火的两部女性群像剧《三十而已》和《二十不惑》, 综艺上, 从《妻子的浪漫旅行》、《我家那闺女》、《中国新歌声》、《中餐厅》到破圈而出的《乘风破浪的姐姐》。唯品会在全渠道营销上的投入展现出其不断扩大客群, 提高营收的野心。在营销布局之下, 可以期待唯品会的活跃用户数与 GMV 的进一步增长。

图 22: 2016-2020 年唯品会营销费用 (亿元)

图 23: 2016-2020 年唯品会平台活跃用户 (百万人)



资料来源：2020 年唯品会年报，天风证券研究所



资料来源：2020 年唯品会年报，2019 年唯品会年报，天风证券研究所

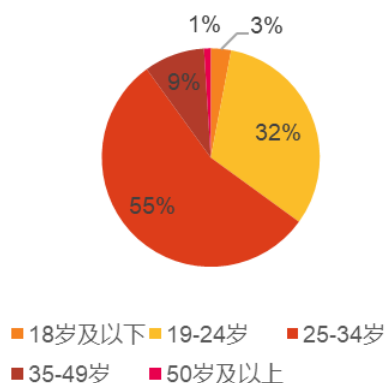
3. 用户分析：瞄准年轻中产女性群体，用户粘性强，与“京腾”合作带来流量新生机

3.1. 精准用户画像，聚焦年轻中产女性群体

唯品会借助 TGI 大数据分析技术锁定目标群体，借助精准的用户画像提高营销活动与推广投放的效率。得益于精细化的 TGI 分析，唯品会的转化率提升了 109%，远超行业平均水平。

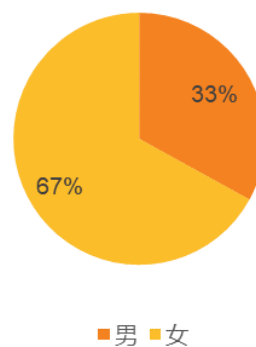
唯品会的主要客户群体为年轻中产女性。在其用户组成中，25-34 岁消费者占比达 55%，女性消费者占比达 67%。在年轻女性群体中，中产群体又受到了唯品会的关注。2019 年唯品会与艾瑞咨询联合发布的《中国中产女性消费报告》中提到，2018 年中国中产女性消费时最关注的前二因素分别为性价比和品质，分别为 46.6%和 46.3%，其次才是需求程度。这与唯品会“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的理念相吻合。

图 24：2021 年唯品会用户年龄分布



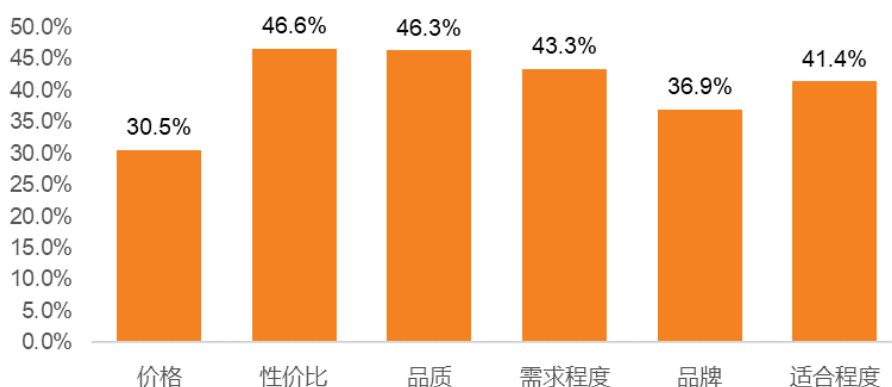
资料来源：360 趋势，天风证券研究所

图 25：2021 年唯品会用户性别分布



资料来源：360 趋势，天风证券研究所

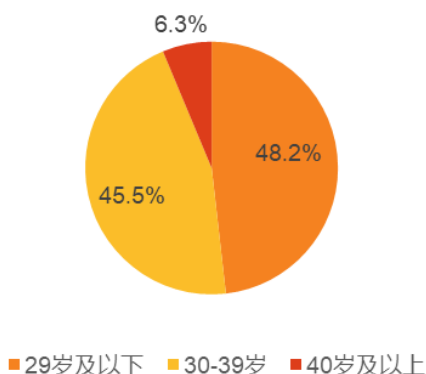
图 26：2018 年中国中产女性消费时关注的因素



资料来源：艾瑞咨询&唯品会《中产女性消费报告》，天风证券研究所

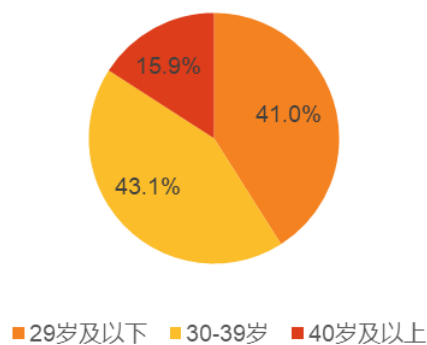
年轻中产女性群体规模大，收入预期增长状况好，目标用户群体对高层次消费与高质量生活的追求将为唯品会带来较大市场潜力。2018 年中国中产女性群体规模已达 7746 万，约占整体女性总数 11.3%。而年轻女性又在中产群体中占据大多数：在一二线城市与小城中，分别有 93.7% 和 84.1% 的中产女性年龄在 39 岁以下。中产女性整体收入预期较高且逐年上升，2018 年约有四成中产女性收入年均增长在 20% 左右，直接驱动中产女性群体对高层次消费与高质量生活的追求。以年轻中产女性群体为主要目标用户的唯品会市场潜力较大。

图 27：2018 年中国一二线中产女性年龄分布



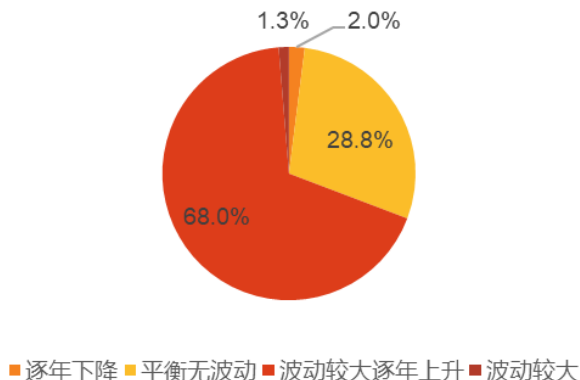
资料来源：艾瑞咨询&唯品会《中产女性消费报告》，天风证券研究所

图 28：2018 年中国小城中产女性年龄分布



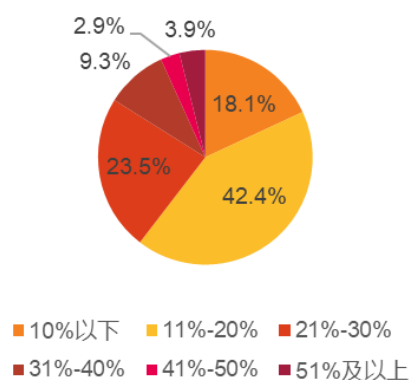
资料来源：艾瑞咨询&唯品会《中产女性消费报告》，天风证券研究所

图 29：2018 年中国中产女性群体收入预期年均波动情况



资料来源：艾瑞咨询&唯品会《中产女性消费报告》，天风证券研究所

图 30：2018 年中国中产女性群体收入年均增长比例



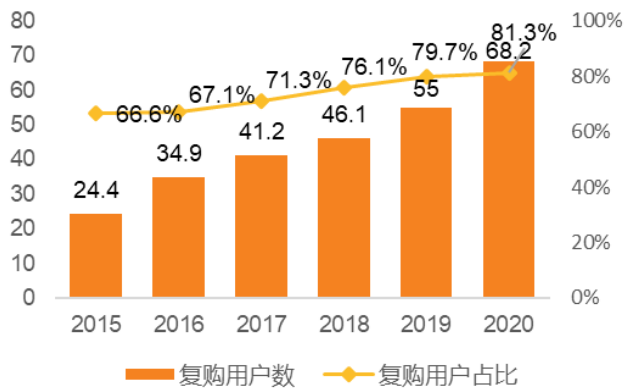
资料来源：艾瑞咨询&唯品会《中产女性消费报告》，天风证券研究所

3.2. 活跃用户增速快，复购率高，会员机制提高用户粘性带来稳定流量。

唯品会用户数增速较快，且复购率高，复购用户占整体用户比例高。2020 年年报显示，

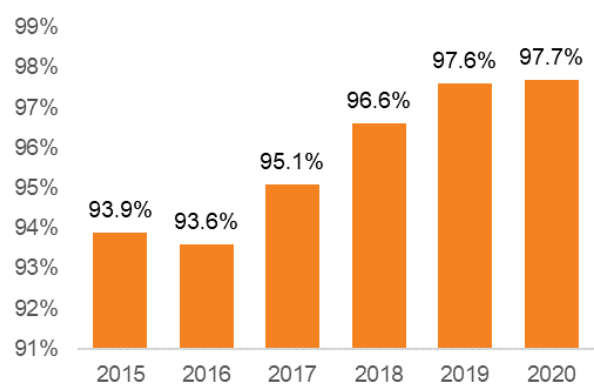
唯品会活跃用户数达 8390 万人,较 2018 年及 2019 年的 6050 万和 6900 万人有较大增长。2018 年到 2020 年总订单数分别约为 4.4 亿, 5.7 亿和 6.9 亿,2019 年与 2020 年同比增速分别为 29.5%及 22.3%。此外,唯品会复购用户数量逐年递增,复购用户占比较高,2020 年复购用户达 6820 万,占总活跃用户数的 81.3%。复购订单占比长期维持高位,且逐渐上升,2020 年复购订单占比达 97.7%。高用户粘性保障了唯品会流量的持续性与稳定性。

图 31: 唯品会复购用户数及复购用户占比 (百万)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 32: 唯品会复购订单占比



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

付费会员体系凝聚核心用户, 提高用户粘性。2018 年, 唯品会推出超级 VIP, 凝聚了数百万具有高消费、强黏性、高频率能力的核心用户。截至 2021 年 Q1 季度, 唯品会拥有 489.1 万超级 VIP 会员用户, 同比增长 37%。会员享有包括折上 9.5 折, 无限免邮, 生日惊喜, 专属客服, 四大特权为主的众多优惠, 且年均可节省约 825 元的网购费用。唯品会借助付费会员体系有效地进一步提高了核心用户的粘性, 带来持续的用户效益。

图 33: 唯品会超级 VIP 享受额外会员特权



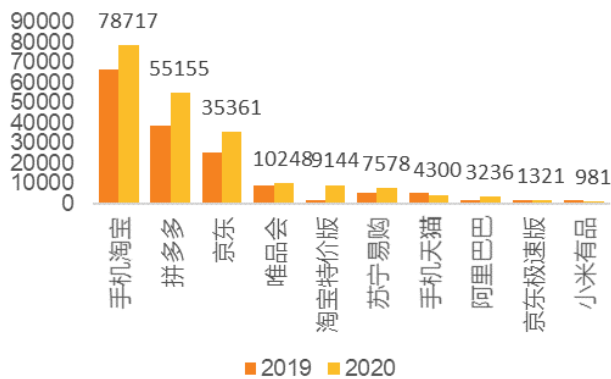
资料来源: 唯品会官方 APP, 天风证券研究所

3.3. 京东腾讯引流, 带来流量新生机。

唯品会与腾讯, 京东达成战略合作协议后, 已于 2018 年 3、4 月与二者打通流量通道, 为流量增长带来新生机。唯品会京东旗舰店于 2018 年 3 月 14 日在京东 APP 首页全量展示, 而微信钱包入口也在 2018 年 4 月向所有微信用户全量开放。唯品会通过微信入口进行更多社交电商和年轻化战略方面的尝试, 同时也与京东展开品类、营销方面的合作, 通过客群和内容互补展开联合大促, 形成合力。

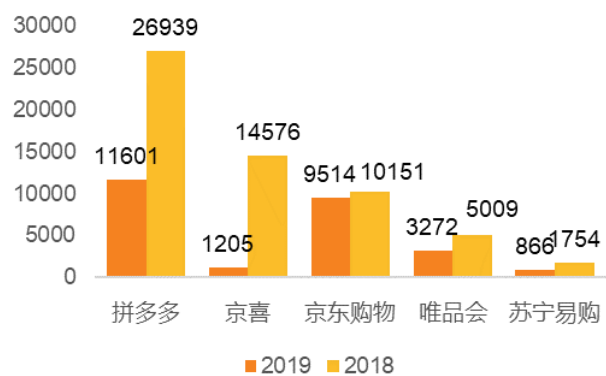
腾讯位列第二大股东，微信小程序为唯品会引流。2017 年 12 月，腾讯持有唯品会已发行股份总额的 7.0%，2021 年增持至 9.3%，作为唯品会的第二大股东，腾讯将唯品会纳入其全面的生态体系，以微信小程序为主阵地，搭配微信钱包界面端口、手机 QQ 小程序，为唯品会提供多样的获客来源。根据 Questmobile 的统计，2020 年唯品会月活达到 1.03 亿人，同比增长 15.9%，月活用户规模仅次于淘宝、拼多多与京东三个电商巨头，其中微信小程序用户数从 2019 年的 3272 万增长到 2020 年的 5009 万，同比增长高达 53.1%，对流量的贡献达到 44.1%。

图 34：2019-2020 年综合电商 APP 行业月活用户规模（单位：万人）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 35：2019 年 10 月-2020 年 10 月微信小程序流量变化（单位：万人）



资料来源：Questmobile，天风证券研究所

图 36：腾讯通过 QQ 小程序为唯品会引流



资料来源：手机 QQ 小程序，天风证券研究所

图 37：腾讯通过微信端口为唯品会引流



资料来源：微信小程序，天风证券研究所

客群互补性深化唯品会与京东的合作。根据 2021 年第一季度财报显示，京东增持 290.59 万股，持股比例由 2019 年的 5.5% 升至 7.3%，显现出京东对唯品会发展的前景的看好。京东与唯品会均为自营电商，有很强的品类及用户互补性，合作为双方均带来了利好。2019 年 6 月，唯品会为京东微信小程序提供 7.7% 的访问用户，同时，京东手机 APP 为唯品会提供跳转端口并引入“唯品会旗舰店”，截至 2021 年 6 月，“唯品会旗舰店”关注人数为 220.9 万人。可以预计，得益于京腾联盟，唯品会将以较低流量成本打造健康的营销新生态，为 MAU、GMV 与品牌数量的长期增长奠定基石。

图 38：京东与唯品会达成 618 大促合作

图 39：京东为唯品会提供流量入口



#一起狂欢#

獨樂樂不如衆樂樂，今年6月18日

京東和@唯品會 相握618

全球年中購物節“一起狂歡”！

不一樣的618，不一樣的“握手人”。點擊查看大圖，揭曉答案——



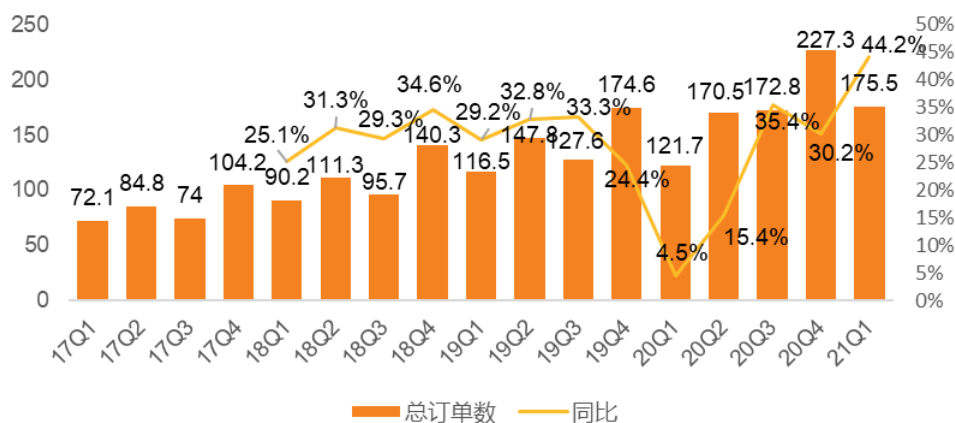
资料来源：京东官方微博，天风证券研究所



资料来源：京东 APP，天风证券研究所

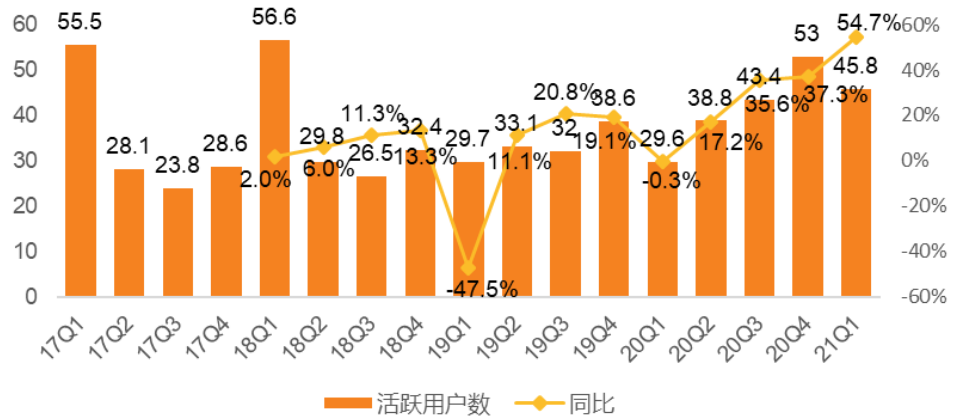
乘腾讯，京东私域流量快车，活跃用户数及总订单数稳步上升，扭转增速放缓趋势。2015年至2017年间，唯品会流量增速放缓，同比增速下降幅度较大，流量停滞进一步带来营收及利润增长放缓的风险。2018年与腾讯，京东达成战略合作协议之后，唯品会搭乘私域流量快车，总订单数及活跃用户数稳步上升，且成功扭转同比增速放缓之势，流量增长焕发崭新生机。唯品会总订单数2018年同比增速为30.6%，并在2019及2020年维持29.5%和22.3%的较高水平。2018年至2020年活跃用户数增长不断提速，同比增速分别为4.7%，14%和21.6%。

图 40：唯品会总订单数及同比增速变化趋势（单位：百万单）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 41：唯品会活跃用户数及同比增速变化趋势（单位：百万人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. “品牌+特卖”为核心，买手制触达品牌，深化品牌定位

4.1. 奥莱模式打造独特商业优势，知名品牌集合、商品优惠力度大。

定位城市中心新零售商业，智慧化商业运营首个城市奥莱项目。2020年12月24日，唯品会合肥城市奥莱正式开业，这是唯品会自全国布局后的首个城市奥莱项目，在目前入驻的唯品会合肥城市奥莱的200多家品牌中，超过80%的品牌为唯品会自营，超30%品牌首进合肥，maje、Sandro、pinko等时尚品牌首次落户安徽。在国际名品自营店方面，唯品会安徽城市奥莱与杉杉奥莱共同打造苏皖首家名品买手店PLANET33，专供GUCCI、PRADA、BURBERRY、BOTTEGA VENETA等一线重奢品牌。此外，在美妆零售方面，唯品会全国首家自营美妆新零售门店VIPME正式亮相，该店集合了DIOR、Lancome、SK-II、GIVENCHY、ARMANI beauty、NARS、CPB、TF等品牌。

图 42：唯品会合肥城市奥特莱斯



资料来源：联商网，天风证券研究所

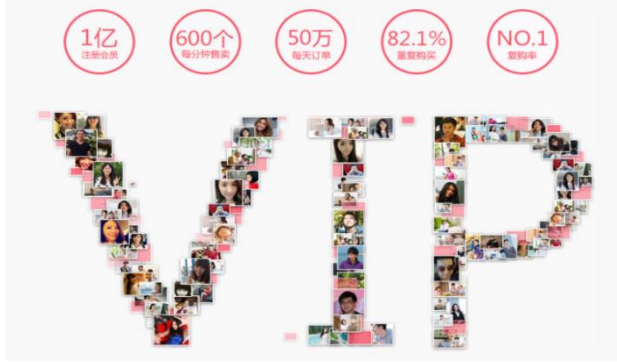
图 43：合肥城市奥莱部分合作品牌



资料来源：亿邦动力网，联商网，天风证券研究所

限时特卖+确保低价，商品优惠力度较大。唯品会以其“多快好省”得以低价发售，**1) 多：**授权品牌多，唯品会共拥有1600个独家授权特卖及1亿会员，因而大牌倾向于与唯品会合作，并提供专享促销政策。**2) 快：**更新周期快，唯品会采用限时特卖模式集中销售商品，每种商品在售期只有3-5天，从而使得商品价格可以达到一折起之低。**3) 好：**采购渠道好，公司与国内外品牌代理商及厂家合作，采用商品错季采购、厂家垂直发货等方式，免除中间商代理等费用，从源头上压缩成本。**4) 省：**运营成本低，除了省去商场进场费、实体店必须的各项费用支出之外，唯品会在全国自建五大物流基地并优化物流配送体系，物流中心共超过100万平方米仓储通过规模效应降低日益高涨的物流配送成本，规模越大，运营成本越低。

图 44：唯品会的口碑来自会员们的无限信赖



资料来源：唯品会官网，天风证券研究所

图 45：唯品会全国五大物流中心



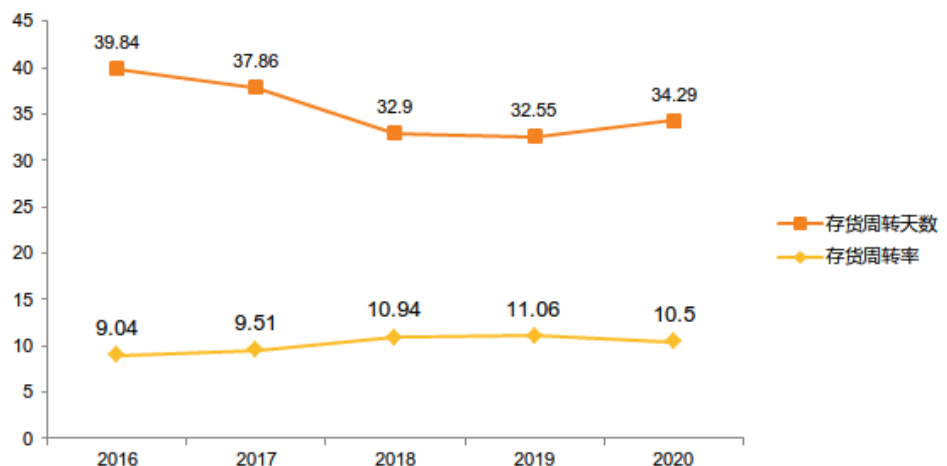
资料来源：唯品会官网，天风证券研究所

4.2. 特卖模式带来高周转，月活、市占率均位特卖电商首位

特卖天然盈利性，先发占领用户心智。在电商领域，除阿里外，能够长期持续盈利的公司很少，如京东在成立后 12 年的 2020 年才开始盈利、拼多多大量补贴导致至今仍在亏损；而从唯品会 2020Q2 财报可以看出公司连续 31 季度实现盈利。服装鞋帽类商品作为生活必需品也是唯品会的主营业务在拥有庞大人口基数的中国有很强需求，而作为以品牌+特卖为核心的唯品会在高性价比商品时更容易形成尾货品类上的优势。唯品会不仅在尾货处理的优势也吸引到了综合电商及主打分销模型的新型电商，在相较于综合型电商，特卖业务不会成为其主流模式，因此唯品会还具有极大的先发优势。

周转率高，全流程正品保障+低价售卖。从 2021Q1 财报数据来看，唯品会在周转率上的优势显著，与综合型电商京东相比，京东的存货周转天数/周转率为 30.63/2.94；而唯品会为 26.56/3.39。而特卖电商聚美优品，虽然已经私有化，但仍可以通过其退市前最新披露数据来做对比，2018 年存货周转天数为 62.27。2016-2019 年唯品会存货周转率连年提升，2020 年由于新冠疫情对全球经济的冲击，存货周转率有所下降至 10.50。在保证正品的前提下，优惠力度加大，唯品会做到了物美价廉：首先，唯品会成立已十余年，其历经转型、走过弯路，最终又走向自己独特的品牌特卖之路，在马太效应的作用下，专注于“特卖”多年的唯品会不仅占领了用户心智，也在品牌供应商之间积累了良好的口碑，在特卖领域拥有较强话语权。其次，唯品会的供应链体系发挥了强大的价值，目前，入驻唯品会的品牌商已经超过 3 万家，所售商品均从品牌方官方渠道直接采购，供应商类型包括品牌生产商、品牌官方授权总代理商、品牌分公司及国际品牌驻中国的办事处等合法渠道。最后，唯品会销售效率较高，唯品会的库存高周转速度成就了其在服饰品类的优势。

图 46：唯品会存货周转率及周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

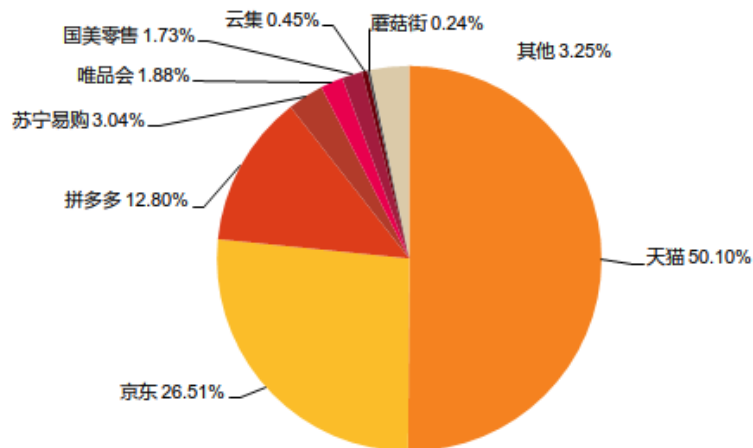
唯品会用户月活、市场占有率在特卖电商中均位列第一。从消费者的角度来看，2020年6月，唯品会位列第四，为5452.03万人，环比上升1.56%；纵观用户活跃榜TOP10，仅有唯品会一家做特卖的电商平台，而同样主打特卖的聚美优品仅位列20。2019年，唯品会市场份额达到1.88%，位于天猫（50.1%）、京东（26.51%）、拼多多（12.80%）、苏宁易购（3.04%）后位列第五，并没有在与综合电商的竞争中被淹没；此外，在特卖电商中唯品会市占率排名第一。

表 5：2020 年 6 月网络零售互联网产品用户活跃人数 TOP10

排名	应用名	活跃人数（万人）
1	淘宝	42961.77
2	拼多多	24398.02
3	京东	20828.62
4	唯品会	5452.03
5	天猫	5344.15
6	咸鱼	5195.71
7	苏宁易购	4331.96
8	华为商城	1678.12
9	小米商城	1412.04
10	阿里巴巴	1323.77

资料来源：网经社，天风证券研究所

图 47：2019 年网络零售 B2C 市场份额



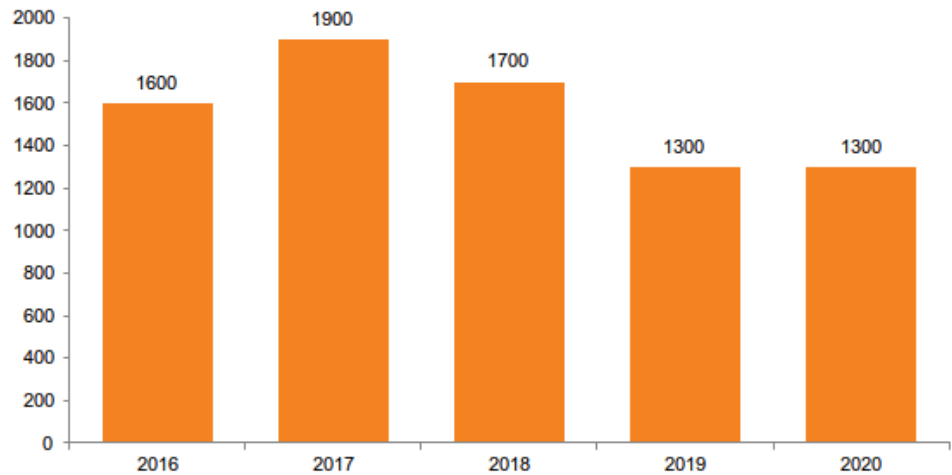
资料来源：网经社，天风证券研究所

4.3. 买手制触达品牌，千人团队经验丰富，时尚嗅觉出色

买手多为美容和时尚媒体编辑，对时尚敏感度高。唯品会买手团队分作女装、男装、男鞋、箱包等十多个专业组。以源自于《瑞丽》、《昕薇》等美容和时尚媒体的编辑以及百货行业的女装买手为主，确保挑选的品牌符合潮流和消费者的欣赏角度。每次举办闪购前考虑历史数据、流行趋势、季节和顾客反馈。收集、分析、使用顾客行为交易数据，通过顾客关系管理和智能商务系统，也向品牌商提供部分信息。

千人买手团队经验丰富。截至 2020 年 12 月 31 日，唯品会买手团队共有 1300 名成员，通过结合消费者行为及其专业知识，来精心挑选潜在的品牌合作伙伴，而合作伙伴需要同时满足以下两点，第一，品牌产品既要受消费者喜爱，又要是高品质、优质的产品；第二，品牌商愿意给予唯品会方有竞争力的价格及退货条款。此外，唯品会还将审核品牌的信用资质，以此来维持唯品会的高标准与声誉。**经验丰富，时尚嗅觉敏锐的买手团队为唯品会货源的质量与审美保驾护航，也为唯品会用户带来了独特的商品体验。**

图 48：唯品会买手团成员数量（单位：人）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

活跃用户数增长不达预期

唯品会不断扩大营销，如活跃用户增长不达预期，则平台长期发展态势将会受到影响，且持续增长的营销成本无法变现，将加大平台盈利压力。

行业竞争加剧

折扣零售行业竞争不断加剧，其他电商平台等竞争对手加大特卖投入。

正品质量隐患

第三方 GMV 占比提高，为正品质量保障带来隐患，可能影响消费者体验与平台口碑。

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com