平安证券

互联网

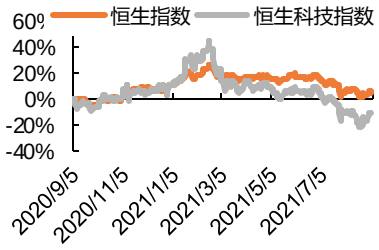
2021 年 09 月 06 日

电商行业 2021 年中报业绩综述

传统电商竞争加剧，社区团购、直播电商等新业态保持高速增长

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《平安证券新业态系列报告（二）：从叮咚买菜和每日优鲜看前置仓电商的未来》 2021-07-05

《社区团购：重构履约的推荐式新型电商——兼论对保险业务启示》 2021-01-27

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号 S1060520040001 wangweiyi059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号 S1060520040002 libingting419@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般从业资格编号 S1060121020034 chenxianghe935@pingan.com.cn

郝博韬 一般从业资格编号 S1060120010015 haobotao973@pingan.com.cn

投资要点

- **综合电商：1）阿里巴巴：战略投入效果初显，短期利润承压。**FY2022 为阿里战略投入财年，综合电商领域投入策略是矩阵化经营，同时为商家降本增效。战略投入使得短期利润承压，核心商业 EBITA 同比降低 11%，但已初现较好成效：新增 1700 万年活跃买家中淘特贡献 1000 万。**2）拼多多：营销投入降低，利润率逐步回归常态。**与阿里巴巴重新进入战略投入阶段相反，拼多多逐步进入“收利润”阶段。一方面，拼多多销售费用投入和新增年活跃买家、MAU 均处于历史低位，另一方面利润率创历史新高：21Q2 新增年活跃买家仅 2600 万，销售费用率降至 45%，Non-GAAP 利润率达 18%。**3）京东：促销季加强投入，年活跃买家增长创新高，利润率承压。**“618”的强势表现促使京东本季度收入同比增加 26%，季度环比新增年活跃买家达创新高 3200 万。由于增加促销投入，毛利率同比降低 1.7pcts，销售费用率同比提升 0.8pcts，致使 Non-GAAP EBITDA margin 同比下降 2.3pcts 至 1.5%。
- **社区团购：头部公司持续高投入，行业进入淘汰赛阶段。**从美团新业务及阿里战略投入细分项看，单个公司单季度投入在几十亿左右，行业竞争门槛持续提升。根据晚点、36 氪、六哥调研等媒体报道，橙心优选和十荟团等为代表的二线公司开始收缩业务，目前美团、拼多多日单量在 2500 至 3000 万单之间，阿里 MMC、兴盛单量在 1000 万单左右，竞争格局表现为两超（美团、拼多多）+两强（区域的兴盛优选，阿里 MMC 增速快）。
- **直播电商：行业保持三足鼎立局面，抖音直播迅速崛起。1）抖音：**依托 6 亿 DAU、人均日 100 分钟使用时长，定位“兴趣电商”。“618”期间直播时长达 2852 万小时，其中商家自播时长占比 57%，单场成交额破千万直播间达 153 个。**2）快手：**定位以人为本的“信任电商”，21Q2 GMV 达 1454 亿元，同比增长 100%。take rate 同比大幅提升 0.49 pcts 达 1.36%，快手小店 GMV 占比达 91%。**3）淘宝：**定位更好服务与更高效转化的销售渠道， 20Q1 至 21Q1 淘宝直播累计成交 GMV 超 5000 亿，但二季度未披露最新数据。
- **近场电商：1）外卖：美团市占率持续提升，经营利润率创历史新高。**21Q2 美团外卖收入达到 231 亿，同比大幅增加 59%（vs. 阿里本地生活 23%），美团外卖市占率提升至 73%。受骑手成本率下降推动，经营利润率达 10.6%，创历史新高。**2）前置仓：叮咚买菜保持高速发展，但商业模式仍待验证。**21Q2 叮咚买菜 GMV 同比增长 81%达到 53.8 亿，继续拉大与每日优鲜的差距。但受毛利率和履约费用率拖累，净亏损率扩大至-46%（环比-10pcts，同比-13pcts）。
- **风险提示：**1）疫情反复导致居民消费不及预期。2）互联网行业监管风险。3）电商渗透率见顶风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 综合电商：龙头进入投入期，行业竞争加剧.....4
二、 社区团购：头部公司持续高投入，行业进入淘汰阶段.....6
三、 直播电商：抖音直播迅速崛起，快手保持高增长.....7
四、 近场电商：外卖、前置仓继续保持高速增长.....8
4.1 外卖：美团市占率持续提升，经营利润率创历史新高.....8
4.2 前置仓：叮咚买菜保持高速发展，但商业模式仍待验证.....9
五、 投资建议.....11
六、 风险提示.....11

图表目录

图表 1 社零增速与实物商品网上销售额增速 4
图表 2 电商渗透率 21Q2 环比提升 4
图表 3 阿里、拼多多、京东年活跃买家 5
图表 4 阿里、拼多多、京东季度环比新增年活跃买家 5
图表 5 阿里、拼多多、京东可比综合电商收入 5
图表 6 阿里、拼多多、京东可比综合电商收入增速 5
图表 7 阿里、拼多多、京东核心电商收入 6
图表 8 阿里、拼多多、京东核心电商收入增速 6
图表 9 阿里、拼多多、京东可比利润 6
图表 10 阿里、拼多多、京东可比利润率 6
图表 11 美团新业务收入及亏损率 7
图表 12 阿里巴巴战略投入 7
图表 13 淘宝直播、快手直播电商 GMV 8
图表 14 快手直播电商 GMV、收入、变现率 8
图表 15 美团外卖市占率持续提升 9
图表 16 美团外卖收入增速持续高于阿里本地生活 9
图表 17 美团外卖订单量持续提升，利润率创历史新高 9
图表 18 叮咚买菜、每日优鲜 GMV 对比 10
图表 19 叮咚买菜、每日优鲜收入对比 10
图表 20 叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费用率、净亏损率 10
图表 21 每日优鲜毛利率、履约费用率、销售费用率、净亏损率 10

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

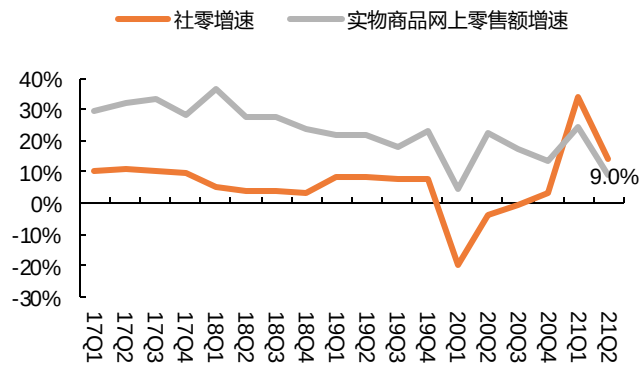
一、 综合电商：龙头进入投入期，行业竞争加剧

阿里巴巴：战略投入效果初显，短期利润承压。FY2022为阿里战略投入财年，管理层表示要将全年新增利润全部投入到战略新兴领域。在综合电商领域，战略投入策略是采取矩阵化经营模式，同时为商家降本增效。矩阵化经营包括综合电商淘宝APP、性价比电商淘特APP、二手交易平台和趣味内容平台闲鱼APP、直播电商点淘APP、品牌电商手机天猫APP等。战略投入使得短期利润承压，核心商业EBITA同比降低11%，但已初现成效：新增1700万年活跃买家中淘特贡献1000万。

拼多多：营销投入降低，利润率逐步回归常态。与阿里巴巴重新进入战略投入阶段相反，拼多多逐步进入“收利润”阶段。一方面，拼多多销售费用投入和新增年活跃买家、MAU均处于历史低位，另一方面拼多多利润率创历史新高：21Q2拼多多新增年活跃买家仅2600万，销售费用率降至45%，Non-GAAP利润率达到18%。

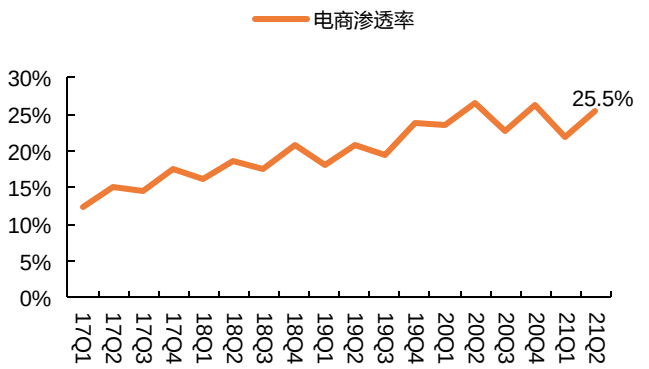
京东：促销季加强投入，年活跃买家增长创新高，利润率承压。根据京东官方数据，今年618期间累计成交高达3438亿元，“618”的强势表现推动京东本季度收入同比增加26%，季度环比新增年活跃买家达到创新高的3200万。同时，由于增加促销投入，毛利率同比降低1.7pcts，销售费用率同比提升0.8pcts，致使Non-GAAP EBITDA margin同比下降2.3pcts至1.5%，Non-GAAP EBITDA同比降低46%至37亿元。

图表1 社零增速与实物商品网上销售额增速



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表2 电商渗透率21Q2环比提升

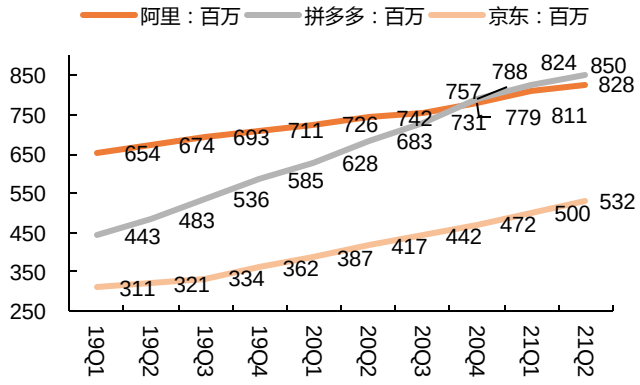


资料来源：Wind、平安证券研究所

注：电商渗透率=实物商品网上销售额/社会零售总额

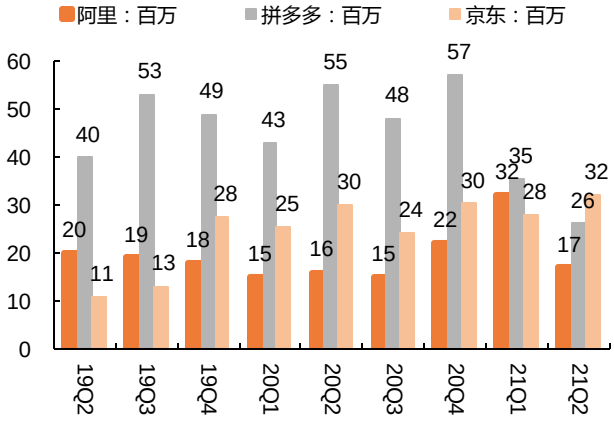
用户端：京东年活跃买家环比新增创新高，淘特贡献1000万增量年活跃买家。21Q2阿里/拼多多/京东年度活跃消费者（年活跃买家）分别达到8.28/8.50/5.32亿，环比分别新增1700/2600/3200万。阿里新增1700万用户中有1000万由淘特带来，显示出阿里在综合电商领域矩阵化布局初见成效。我们观测到淘特在三季度开启新一波拉新动作，持续多日位于苹果APP Store购物类APP畅销榜首位，预计三季度淘特新增年活跃买家将加速。京东环比新增3200万用户创历史新高，主要由京喜APP带来的下沉市场用户贡献。拼多多月活用户环比仅新增1400万，环比新增年活跃买家亦创近两年新低，但年活跃买家规模仍居电商首位。

图表3 阿里、拼多多、京东年活跃买家



资料来源：公司公告、平安证券研究所

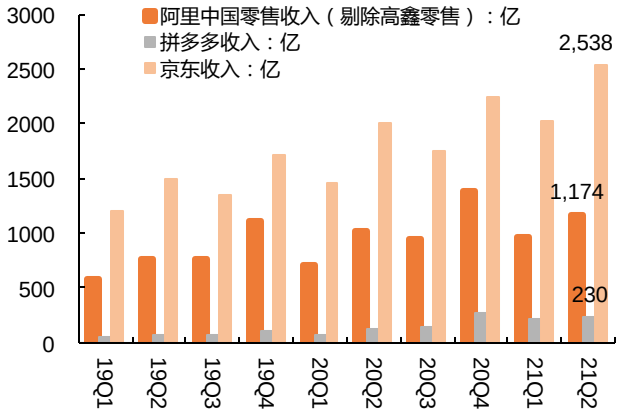
图表4 阿里、拼多多、京东季度环比新增年活跃买家



资料来源：公司公告、平安证券研究所

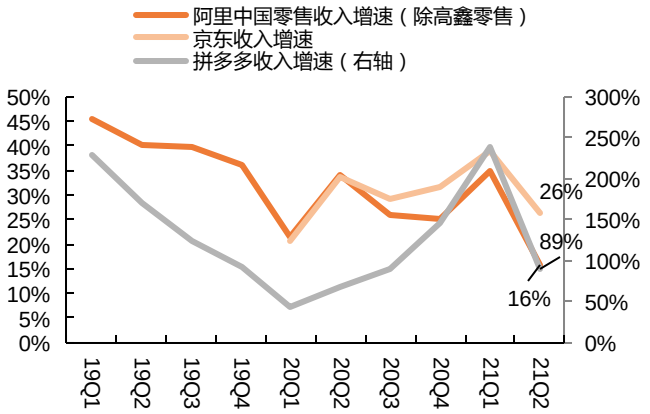
总体电商收入端：阿里增速趋缓，拼多多维持高增速。21Q2阿里中国零售（剔除合并高鑫零售影响）、拼多多、京东收入分别为1174/2538/230亿元，同比分别增长16%/26%/89%。三家电商综合电商业务均包括1P（自营）和3P（平台）业务，其中阿里和拼多多以3P业务为主，京东以1P业务为主。21Q2阿里、拼多多、京东，3P业务占比分比为69%/92%/7%，1P业务占比分别为31%/8%/87%。

图表5 阿里、拼多多、京东可比综合电商收入



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 阿里、拼多多、京东可比综合电商收入增速

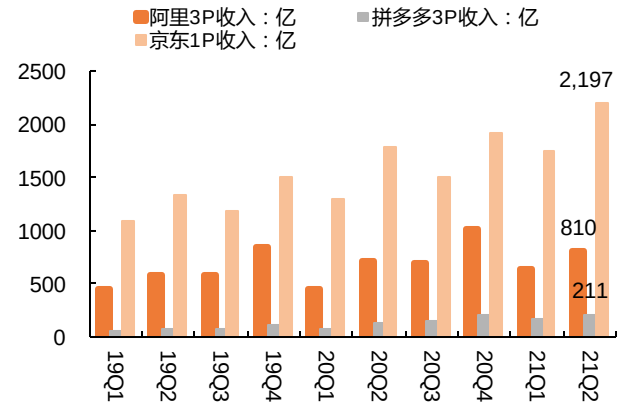


资料来源：公司公告、平安证券研究所

核心电商收入端：21Q2阿里、拼多多、京东各自核心电商，即阿里3P收入（平台电商，客户管理收入）、拼多多3P收入（平台电商，广告+佣金）、京东1P收入（自营电商，销售商品）分别为810/2197/211亿，同比分别增加14%/23%/73%，增速均高于9%的行业平均增速。阿里3P收入增长与淘宝天猫GMV增速趋势一致，拼多多收入增长或受GMV和take rate双重驱动，京东1P收入增长主要由日用百货品类驱动，21Q2京东日用百货品类销售增速达29%。

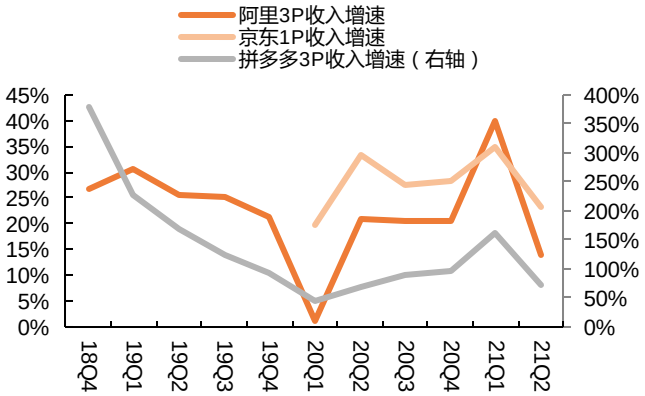
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表7 阿里、拼多多、京东核心电商收入



资料来源：公司公告、平安证券研究所

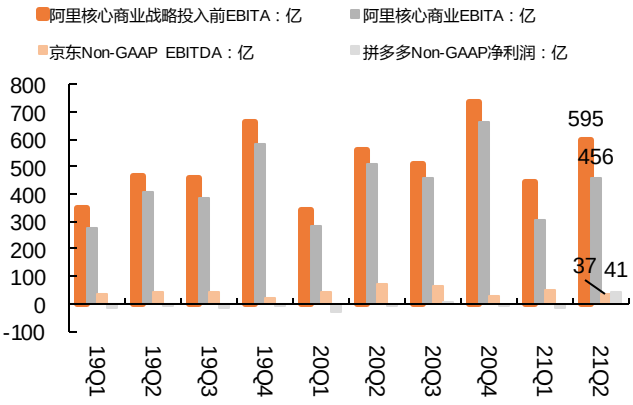
图表8 阿里、拼多多、京东核心电商收入增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

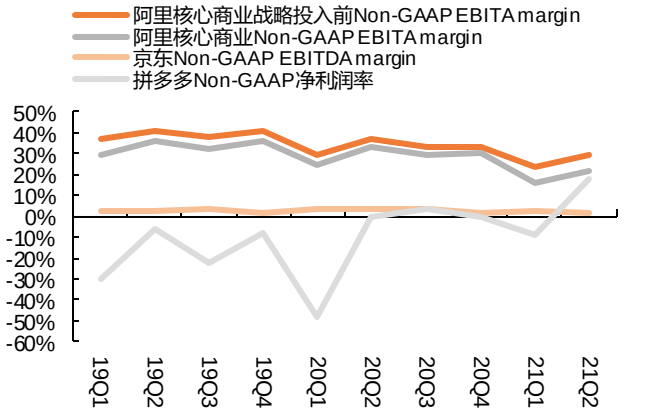
盈利端：阿里、京东盈利承压，拼多多利润率明显回升。21Q2 阿里核心商业 EBITA、京东 Non-GAAP EBITDA、拼多多 Non-GAAP 净利润分别为 456/37/41 亿元，同比增速分别为-11%/5458%/-46%，利润率分别为 22%/18%/1%。阿里核心商业利润率下降主要由于增加了战略领域投入，包括中国零售里的社区团购和淘特、本地生活等业务共拉低 EBITA 139 亿元，剔除战略投入影响，核心商业战略投入前 EBITA 达 595，同比提升 6%。京东 EBITDA 大幅下降主因二季度为促销季，对商品毛利率和销售费用率产生负面影响，毛利率同比降低 1.7pcts，销售费用率同比提升 0.8pcts。拼多多利润率大幅提升主因销售费用率同比降低 30pcts。

图表9 阿里、拼多多、京东可比利润



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 阿里、拼多多、京东可比利润率



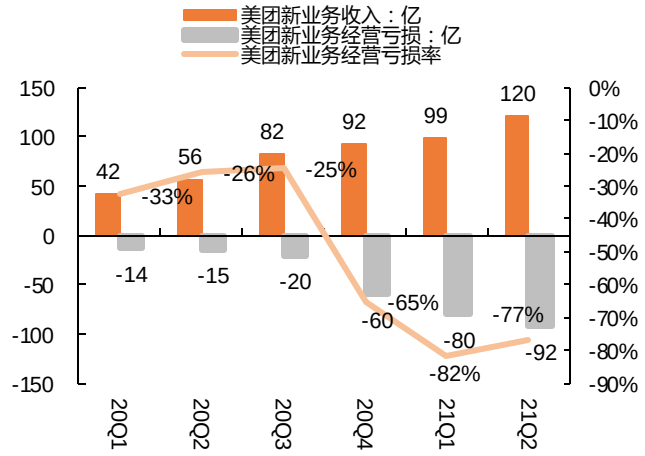
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 社区团购：头部公司持续高投入，行业进入淘汰阶段

头部公司持续高投入，阿里社区团购业务增长提速。从美团新业务看（主要为社区团购，还包括闪购、打车、共享单车等业务），21Q2 新业务收入 120 亿，同比增加 114%。经营亏损 92 亿，环比扩大 12 亿，经营亏损率-77%，环比收窄 5pcts。从阿里战略投入看，21Q2 社区团购、本地生活、淘特等对核心商业 EBITA 负面影响达到 139 亿元，考虑到从 21Q1 开始阿里明显加大社团团购和淘特投入，21Q2 同比新增 87.5 亿或大部分投入至社区团购和淘特中。对应高投入，21Q2 阿里巴巴 MMC（买买菜，阿里旗下社区团购业务）GMV 及区域分拨中心的建筑面积季度环比分别增长约 200%及 260%。

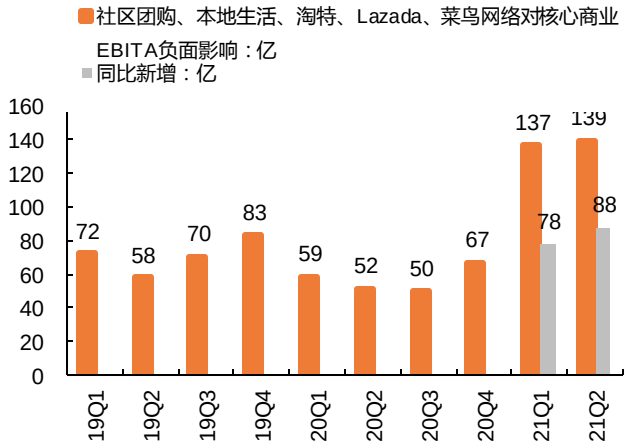
行业进入淘汰赛阶段，未来两强争霸、三足鼎立皆有可能。根据晚点、36 氪等媒体报道，以橙心优选和十荟团等为代表的二线社区团购公司开始收缩业务，以同程生活为代表的本地社区团购公司相继破产，这表明社区团购进入最终的淘汰阶段。目前社区团购竞争格局呈现两超（美团、拼多多）+两强（聚焦区域的兴盛优选，阿里 MMC 增速较快）。根据六哥调研等媒体报道，目前美团、拼多多日单量在 2500 至 3000 万单之间，阿里 MMC、兴盛单量在 1000 万单左右，这符合我们在今年 2 月份推出的社区团购深度报告《社区团购：重构履约的推荐式新型电商》做出的预测。考虑到社区团购单季度投入近百亿元的高门槛，预计全国未来格局将呈现两强争霸（美团、拼多多）或三足鼎立态势（美团、拼多多、阿里）。

图表11　美团新业务收入及亏损率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12　阿里巴巴战略投入



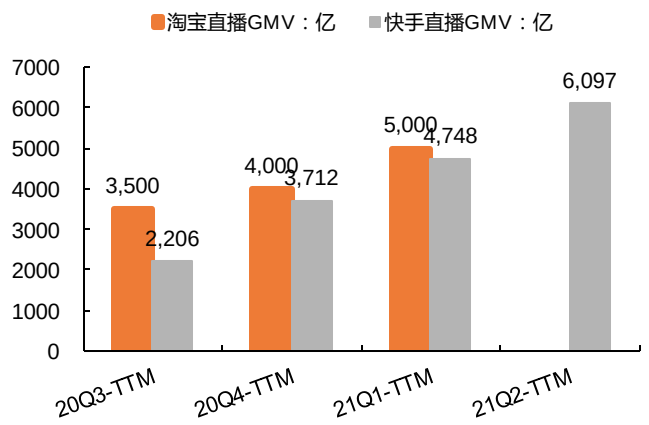
资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、 直播电商：抖音直播迅速崛起，快手保持高增长

行业保持三足鼎立局面，抖音直播迅速崛起。2）**抖音：**依托 6 亿 DAU、人均日 100 分钟使用时长和精准的算法匹配，抖音直播电商定位“兴趣电商”。根据抖音电商官方数据，2021 年 1 月 GMV 较去年同期增长超 50 倍。4 月份抖音推出“兴趣电商”，构建“商家自播、达人矩阵、头部达人、营销活动”的经营方法论，计划助力 1000 个商家销售破亿，100 个新锐品牌年销破亿。抖音品牌自播极速发展，成为阿里解除“二选一”最大赢家。“618”期间，抖音直播 2852 小时，其中商家自播时长占比 57%，单场成交额破千万直播间达 153 个。**2）快手：**21Q2 快手其他服务（主要为电商）

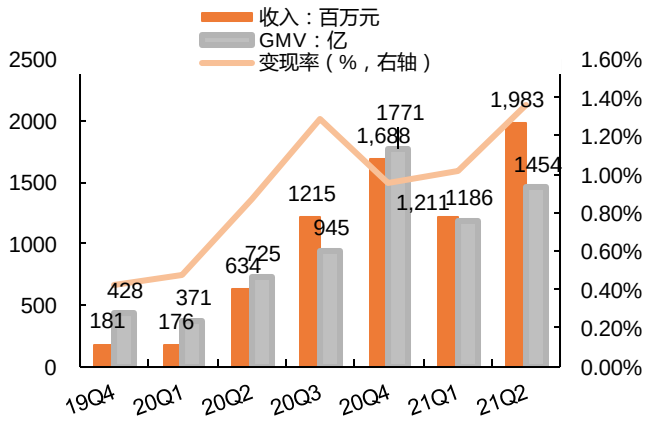
的收入 20 亿元，同比增长 213%。电商 GMV 达到 1454 亿元，同比增长 100%，主因年度活跃买家数、客单价的提升和商品品类的拓展。电商变现率大幅提升，take rate 达 1.36%（同比+ 0.49 pcts，环比+0.34 pcts），私域贡献巨大部分电商交易总额。二季度，快手进一步加强闭环电商能力，快手小店的电商交易额占比达到 91%（同比提升 34pcts，环比提升 6pcts）。**3）淘宝：**淘宝直播继续于定位更好服务与更高效转化的销售渠道，属于商家整个数字化经营的组成部分。20Q1 至 21Q1 淘宝直播累计成交 GMV 超 5000 亿，但二季度阿里巴巴没有再披露淘宝直播的 12 月累计 GMV。

图表13 淘宝直播、快手直播电商 GMV



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 快手直播电商 GMV、收入、变现率



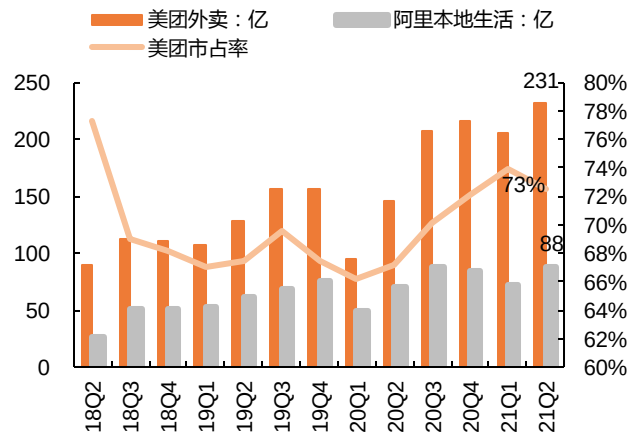
资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、 近场电商：外卖、前置仓继续保持高速增长

4.1 外卖：美团市占率持续提升，经营利润率创历史新高

美团外卖市占率持续提升，经营利润率创历史新高。21Q2 美团外卖收入达到 231 亿，同比大幅增加 59%。受远距离订单、早餐、下午茶、夜宵等订单驱动，订单量大幅增长，21Q2 美团外卖订单量达 35.4 亿单，同比大幅增加 59%，日均外卖订单量达到 3890 万单。与此对比，21Q2 阿里本地生活（主要为饿了么）收入达到 87.6 亿，同比增加 23%，订单量同比增长 50%。美团外卖在基数更大的情况下实现更快增速，市占率持续提升达到 73%。近期，阿里对本地生活板块进行组织架构调整，由高德董事长俞永福兼任本地生活 CEO，预计未来阿里对本地生活板块仍将持续投入。

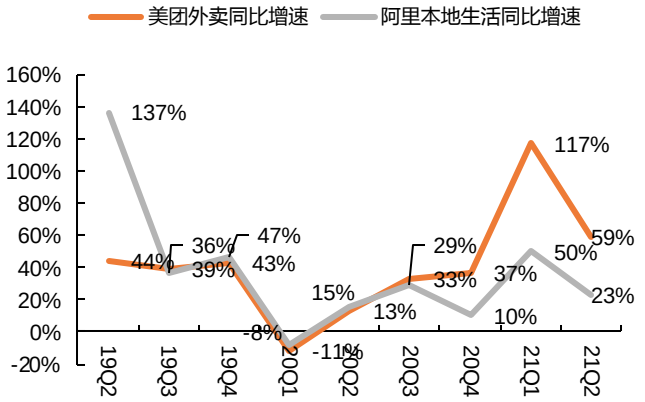
图表15 美团外卖市占率持续提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：美团市占率=美团外卖收入/（美团外卖收入+阿里本地生活收入）

图表16 美团外卖收入增速持续高于阿里本地生活



资料来源：公司公告、平安证券研究所

美团外卖经营利润率创历史新高。21Q2 美团外卖骑手成本 155 亿元，占外卖收入比例为 67%，同比降低 2.4pcts，受益于骑手成本比例的降低以及季节性的贡献，美团外卖经营利润率达到 10.6%，创历史新高。21Q2 美团外卖单均价格 49 元，单均收入 6.5 元，单均经营利润达到 0.69 元。

图表17 美团外卖订单量持续提升，利润率创历史新高

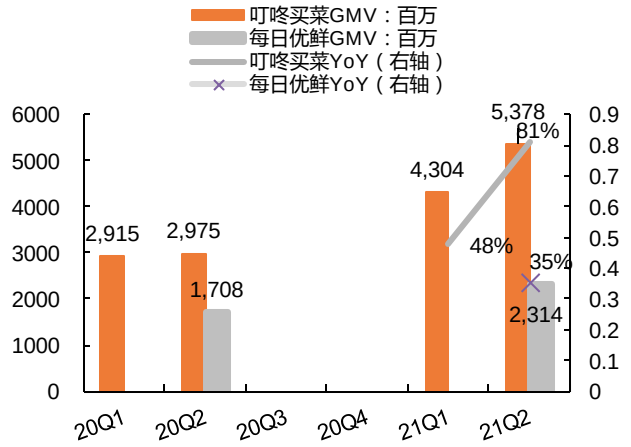
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
GTV：亿	756	931	1,119	1,121	715	1,088	1,522	1,563	1,427	1,736
YoY	*39%*	*37%*	*40%*	*40%*	*-5%*	*17%*	*36%*	*39%*	*100%*	*60%*
总交易笔数：百万	1,663	2,085	2,469	2,505	1,375	2,229	3,213	3,331	2,903	3,541
YoY	*36%*	*35%*	*38%*	*37%*	*-17%*	*7%*	*30%*	*33%*	*111%*	*59%*
笔单价：元	45.47	44.65	45.32	44.75	52.02	48.83	47.38	46.91	49.17	49.02
变现率	*14.2%*	*13.8%*	*13.9%*	*14.0%*	*13.3%*	*13.4%*	*13.6%*	*13.8%*	*14.4%*	*13.3%*
单均收入：元	6.44	6.16	6.31	6.27	6.90	6.53	6.44	6.47	7.09	6.53
单均经营亏损：元	-0.09	0.36	0.31	0.19	-0.05	0.56	0.24	0.26	0.38	0.69
单均经营亏损率：%	*-1.4%*	*5.9%*	*4.9%*	*3.1%*	*-0.7%*	*8.6%*	*3.7%*	*4.1%*	*5.4%*	*10.6%*

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 前置仓：叮咚买菜保持高速发展，但商业模式仍待验证

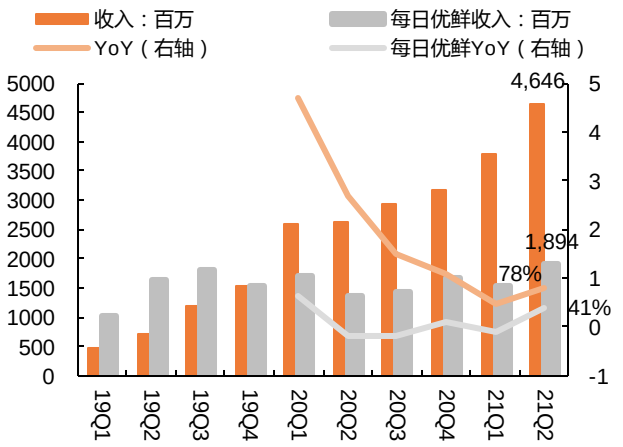
叮咚买菜保持扩张态势，GMV 保持快速增长。21Q2 叮咚买菜新开 7 个城市，共进入 36 个城市。与此对比，每日优鲜依然保持 16 个城市，而且前置仓数量从上季度 631 个缩减至 625 个。21Q2 叮咚买菜 GMV 同比增长 81%达到 53.8 亿，收入同比增长 78%至 46 亿。每日优鲜 GMV 同比增长 35%至 23.1 亿，收入同比增长 41%至 19 亿，叮咚买菜继续拉大与每日优鲜之间规模差距。

图表18 叮咚买菜、每日优鲜 GMV 对比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

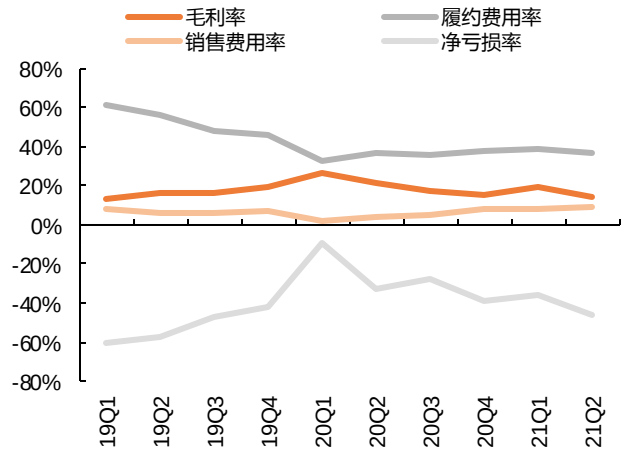
图表19 叮咚买菜、每日优鲜收入对比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

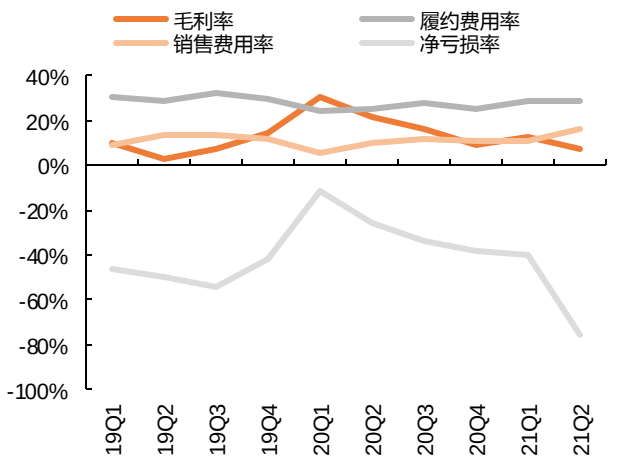
受毛利率、履约费用率影响，盈利能力明显承压，商业模式有效性待验证。21Q2 叮咚买菜毛利率 15%（环比-4pcts，同比-6pcts），主因采取降价策略吸引新拓展城市新用户以及提升老用户购买频率。履约费用率 36%（环比-3%，同比保持稳定），净亏损率-46%（环比-10pcts，同比-14pcts）。21Q2 每日优鲜毛利率 7%（环比-5pcts，同比-14pcts），履约费用率 29%（环比持平，同比-3pcts），销售费用率%（环比+5pcts，同比+6pcts），净亏损率-76%（环比-36pcts，同比-50pcts）。

图表20 叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费用率、净亏损率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 每日优鲜毛利率、履约费用率、销售费用率、净亏损率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 投资建议

整个电商行业已经进入白热化的竞争阶段，短视频公司对综合电商非标品的挑战以及社区团购对综合电商生鲜快消品的挑战及低线人群的抢占都加剧整个行业竞争。在这种情况下，我们认为能够为商家提供更好更高效的服务并坚持长期主义的公司将获得竞争优势。我们建议关注坚持“长期有耐心”、外卖和团购优势稳定、借助社区团购有望从服务电商向实物电商进化、用户天花板进一步打开的美团（未覆盖）以及商家供给和用户画像最优、电商业态最全、借助淘特和社区团购有望进一步获得增量低线用户的阿里巴巴（未覆盖）。

六、 风险提示

1）疫情反复导致居民消费不及预期。2021 年零散疫情时有发生，导致部分居民收入受损，居民整体消费水平放缓。若疫情持续反复，则部分居民持续面临收入不确定性，则整体社会零售水平可能存在不及预期风险。

2）互联网行业监管风险。互联网行业面临反垄断、数据安全等监管风险，在电商各细分领域也面临特定的监管风险，比如社区团购领域面临较大舆论风险，直播电商领域面临主播售假波及平台的风险。

3）电商渗透率见顶风险。2020 年受疫情推动，电商渗透率不断提升，但进入 2021 年居民消费有一定往线下回归的趋势，电商渗透率有所回落。若居民消费习惯持续回归线下，则电商整个行业或面临增速趋缓的风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层 邮编：100033