

证券研究报告

2021年09月11日

行业报告 | 行业专题研究

互联网传媒

反垄断政策步入成效期，平台竞争回归运营本质

作者：

分析师 文浩 SAC执业证书编号：S1110516050002

分析师 冯翠婷 SAC执业证书编号：S1110517090001

联系人 翟一柠



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- **Q2季度大盘维持增长，618助力线上零售增长，大促期间天猫仍然是主战场，直播电商引商家关注。**21Q2社零季度同比恢复双位数增长，网上商品和线上零售额增速12.6%，线上化率维持在30%以上的较高水平，其中618大促成绩优异，全网交易总额为5784.8亿元，yoy+26.5%，19-21年CAGR为34.87%，直播带货占到618总GMV的11.1%，表现亮眼。今年天猫持续为商家提供深度运营用户的环境和工具，实现公域与私域有效结合，从亿邦智库的调研结果来看，天猫仍然是转化率最高的平台，且有58.6%的企业较去年618增加了天猫平台的预算投放，此外，企业加强对直播平台的重视，53.4%/22.4%的企业在抖音/快手平台增加了广告投放。
- **电商行业已经进入反垄断实质性阶段，京东、拼多多受益于之前受到“二选一”限制的商家回流，平台竞争将回归运营本质。**2020年以来，国家对于平台经济反垄断处理逐渐强化，防止资本无序扩张，促进公平竞争，阿里也因“二选一”处罚吃下182亿罚单。面对监管加严，阿里加大对商家的让利力度；京东受益于“二选一”政策取缔，迎来新（如宝格丽、Berluti等）旧（如维多利亚的秘密、伊芙丽等）商户入驻与回归；拼多多迎批量官方旗舰店入驻（超去年同期10倍），提高百亿补贴商家服务标准。反垄断政策步入成效期，中短期京东、拼多多仍有望受益商家回流，但长期来看，三家竞争最终仍聚焦在运营侧，包括用户运营、商家服务支持、物流配套等。
- **下沉市场仍然是平台新客增长的最主要来源，阿里、京东销售费用率维持高水位，广告投放拉新效果初现。**Q2季度阿里、销售费用率与Q1基本持平，拼多多降费明显（618少投入），根据《2021年上半年移动广告流量观察白皮书》数据，总体综合电商行业5月/6月广告投放数占比分别增长5.29%/4.95%（618驱动），重点广告主TOP 3分别为拼多多、淘特、闲鱼（后二为阿里系），低价特惠、社区消费等特性引用户增长，淘特为阿里Q2贡献超1000万的AAC，闲鱼MAU增长超1亿；京东21Q2季度AAC环比+3200万，创历史新高，下沉市场贡献80%的新用户、70%总活跃用户（过去12个月）；拼多多21Q2季度环比新增2600万，新增人数持续下滑，且未来的增速会有所放缓。
- **风险提示：**宏观及政策监管风险；电商行业竞争加剧；京东物流经营亏损扩大；阿里新零售业务进展不及预期；拼多多GMV增长低预期等。

电商平台公司估值表（2021年9月7日更新）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2021E 净利润 (亿元)	2022E 净利润 (亿元)	2021E 净利增速	2022E 净利增速	2021E 营收 (亿元)	2022E 营收 (亿元)	2021E 营收增速	2022E 营收增速	2021 PE	2022 PE	2021 PS	2022 PS	来源
9988.HK	阿里巴巴-SW*	36868	1777	1802	-0.7%	1.4%	9135	11050	27.4%	21.0%	20.7	20.5	4.0	3.3	天风预测
9618.HK	京东集团-SW	9934	167	198	-0.7%	18.6%	9289	11439	24.5%	23.1%	44.9	37.9	0.8	0.7	天风预测
PDD.O	拼多多	1281	5.4	76.7	118.3%	1320.3%	1085.1	1537.9	82.4%	41.7%	237.3	16.7	1.2	0.8	彭博一致预期

资料来源：Bloomberg，Wind，公司公告，天风证券研究所；*注：阿里对应年份为相应财年后一年，例2021E对应FY2022

电商产业链



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

电商板块估值

电商可比公司估值表 (2021年8月25日更新)

股票市场	证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2020A 净利润 (亿元)	2021E 净利润 (亿元)	2022E 净利润 (亿元)	2020A 营业收入 (亿元)	2021E 营业收入 (亿元)	2022E 营业收入 (亿元)	2021PE	2022PE	2021PS	2021PS
港股	9988.HK	阿里巴巴-SW*	29499.30	1790	1688	2047	7173	9243	11210	17.48	14.41	3.19	2.63
	9618.HK	京东集团-SW	7582.33	212	137	216	7458	9581	11800	55.51	35.16	0.79	0.64
	1024.HK	快手-W	2748.99	-79	-155	-59	588	855	1195	-	-	3.22	2.30
	9991.HK	宝尊电商-SW	112.99	5.35	5.41	8.10	88.52	108.15	136.05	20.88	13.95	1.04	0.83
	2013.HK	微盟集团	227.95	1.08	-2.49	-0.76	19.69	27.87	36.27	-	-	8.18	6.28
	8083.HK	中国有赞	106.30	-2.94	-3.58	-2.86	18.21	19.72	27.31	-	-	5.39	3.89
美股	BABA.N	阿里巴巴*	30236.83	1790	1688	2047	7173	9243	11210	17.92	14.77	3.27	2.70
	JD.O	京东	7597.37	212	137	216	7458	9581	11800	55.62	35.23	0.79	0.64
	PDD.O	拼多多	8048.23	-29.65	-50.49	33.57	594.92	1141.36	1604.87	-	239.74	7.05	5.01
	BZUN.O	宝尊电商	113.48	5.35	5.41	8.10	88.52	108.15	136.05	20.98	14.01	1.05	0.83
A股	603877.SH	太平鸟	239.37	7.13	10.16	12.42	84.45	114.92	135.83	23.57	19.27	2.08	1.76
	600556.SH	天下秀	156.55	2.95	5.42	7.69	41.82	46.87	68.00	28.90	20.36	3.34	2.30
	002291.SZ	星期六	154.49	0.24	5.80	9.41	21.30	40.78	60.15	26.64	16.43	3.79	2.57
	002612.SZ	朗姿股份	153.75	1.42	2.54	3.55	28.75	35.28	41.09	60.53	43.30	4.36	3.74
	300792.SZ	壹网壹创	114.29	3.10	4.18	5.54	14.85	16.94	22.29	27.35	20.63	6.75	5.13
	002605.SZ	姚记科技	69.76	10.93	7.82	9.44	23.26	38.51	47.10	8.93	7.39	1.81	1.48
	300785.SZ	值得买	63.52	1.57	2.05	2.54	8.02	12.48	16.58	30.99	24.98	5.09	3.83
	603598.SH	引力传媒	24.14	1.02	1.89	2.59	44.76	81.39	113.50	12.76	9.31	0.30	0.21

数据来源：Bloomberg，wind，天风证券研究所；盈利预测来自一致预期；*注：阿里对应年份为相应财年后一年，例2021E对应FY2022

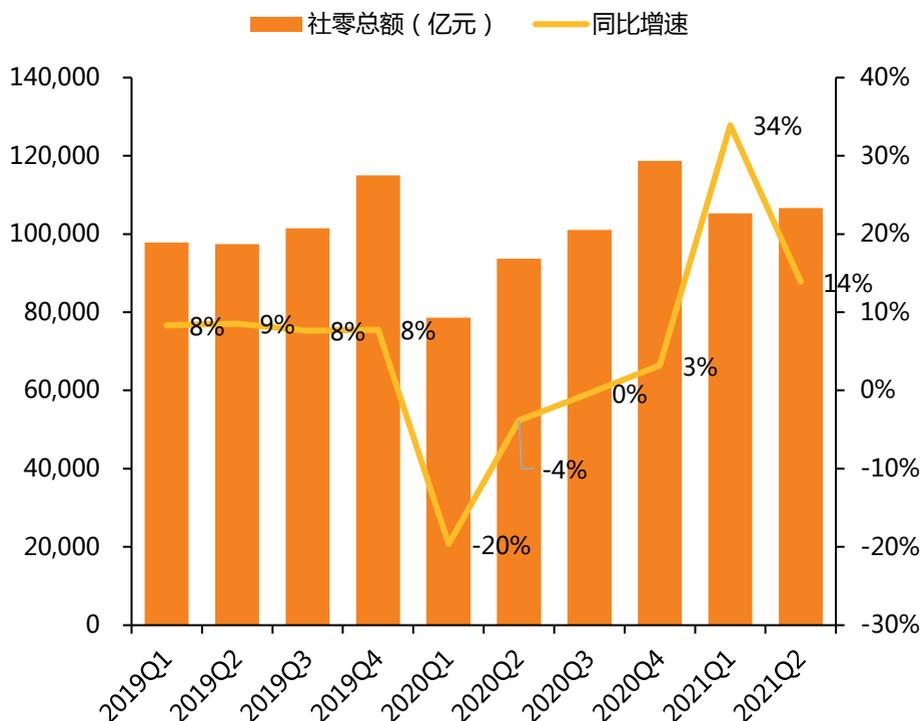
1

21Q2电商行业回顾 及头部平台公司业绩对比

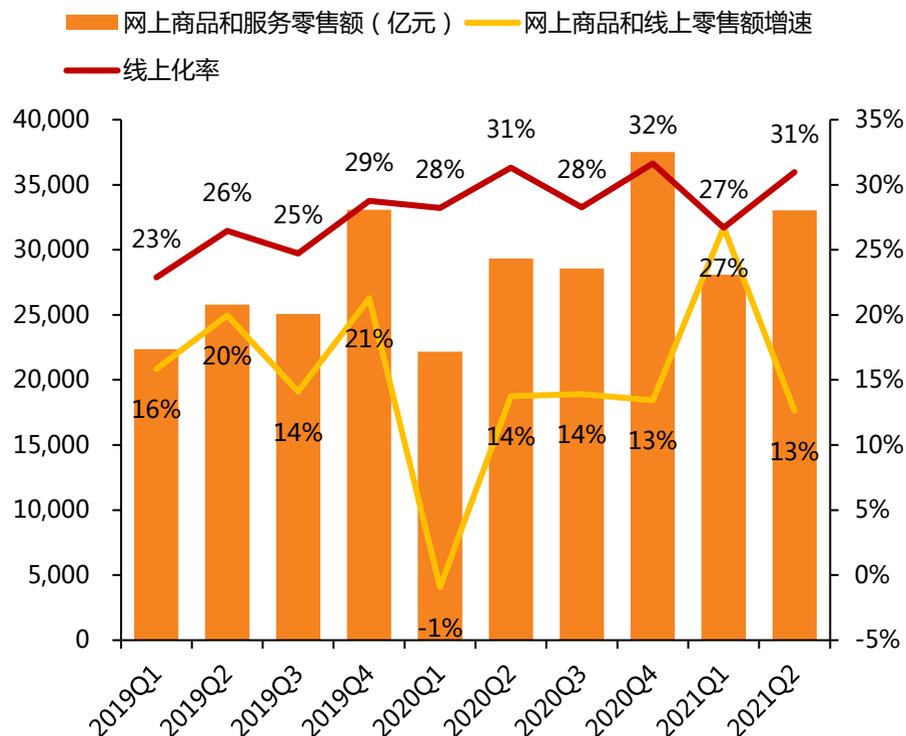
1.1 社零总额及线上消费稳定增长

➢ 21Q2社零季度同比恢复双位数增长，网上商品和线上零售额增速12.6%。受到疫情影响，20年前三季度社零总额增速为负，20Q4社零总额同比增速开始由负转正，21Q1加速反弹，21Q2增速略有回落。线上消费景气度维稳后持续上行，同比增速攀升，21Q2网上商品和服务零售额同比增长12.6%，线上化率维持在30%以上的较高水平，Q2线上增速得以维持双位数主要受618年中大促拉动。

2019Q1-2021Q2 社会零售总额及同比增速



2019Q1-2021Q2 网上商品和服务零售额及线上化率

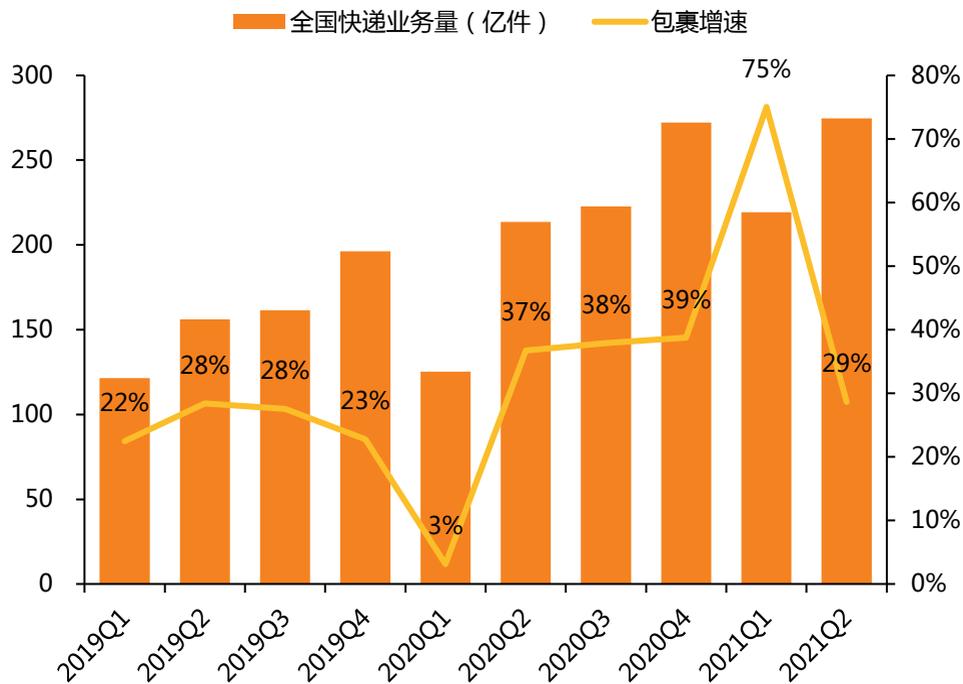


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

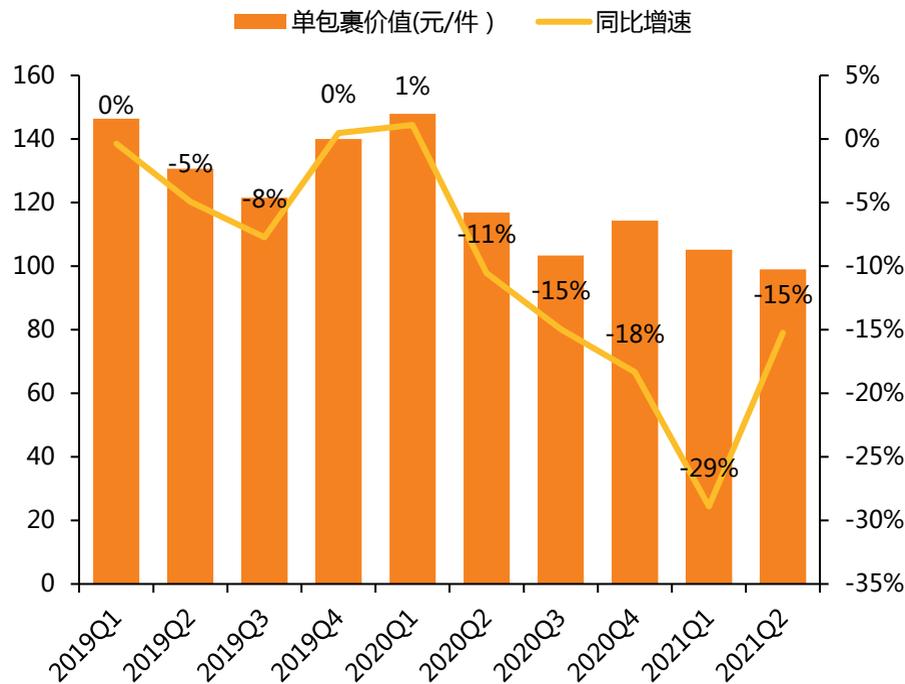
1.1. 快递业务量：包裹数量增速平稳，单包裹价值量持续走低

■ 物流包裹数量增速回归平稳，单包裹量价值同比下滑，环比趋稳。21Q2全国快递业务数量稳定增长29%，仍高于社零（+14%）以及线上商品零售（+12.6%）的同期增速。在快递数量逐年增加的背景下，单包裹价值（线上实物GMV/包裹数量）同比增速-10%以下，但同时我们也观察到2020Q3以来环比变化逐渐稳定，我们推测这与平台业务量变化、运营规则调整、客户消费结构均趋于稳定有关。

2019Q1-2021Q2 全国快递服务企业业务量及增速



2019Q1-2021Q2单包裹价值及增速



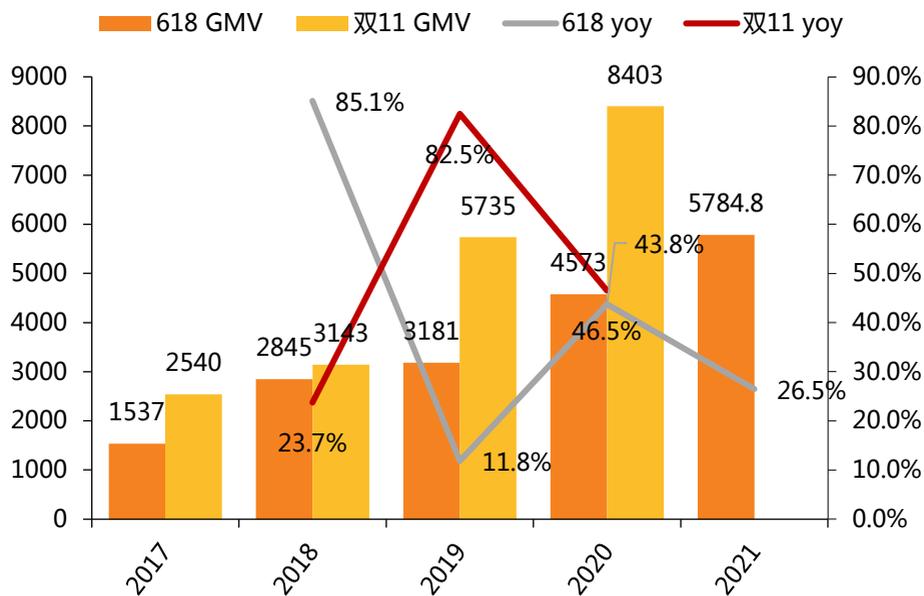
资料来源：wind，天风证券研究所

注：单包裹价值=实物GMV/全国快递业务量

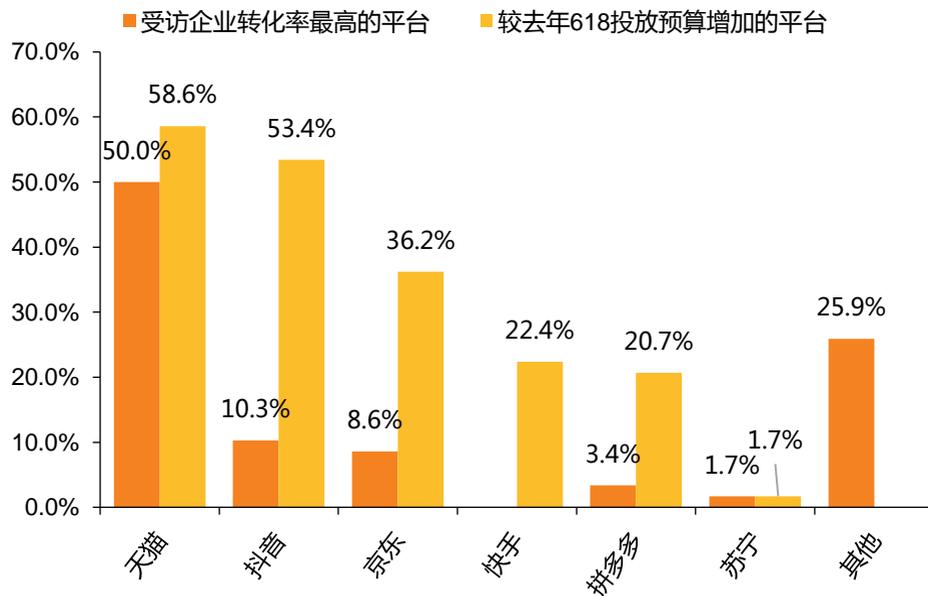
1.1. “618” 促销费，直播电商崭露头角，天猫仍是主战场

- **618全平台GMV同比增长27%**。2021年618期间（6月1日 00:00-6月18日 24:00），全网交易总额为5784.8亿元人民币，yoy+26.5%，19-21年CAGR为34.87%。分平台来看，销售额1-3排名依旧是天猫、京东、拼多多。
- **天猫仍然是618年中大促主战场，发力品牌流量私域化**。本次天猫618参与商家达到25万，今年天猫持续为商家提供深度运营用户的环境和工具，实现公域与私域有效结合，从亿邦智库的调研结果来看，50%的受访企业认为天猫仍然是转化率最高的平台，且有58.6%的企业较去年618增加了天猫平台的预算投放。
- **直播电商崭露头角，GMV贡献明显**。“618”大促期间（6月1日-18日），直播带货总额为645亿元，占到总GMV 11.1%，随着直播电商的兴起，企业加强对直播平台的重视，53.4%/22.4%的企业在抖音/快手平台增加了广告投放。

618/双11期间GMV及增速（GMV单位：亿元）



618期间企业预算投放及转化率调查结果



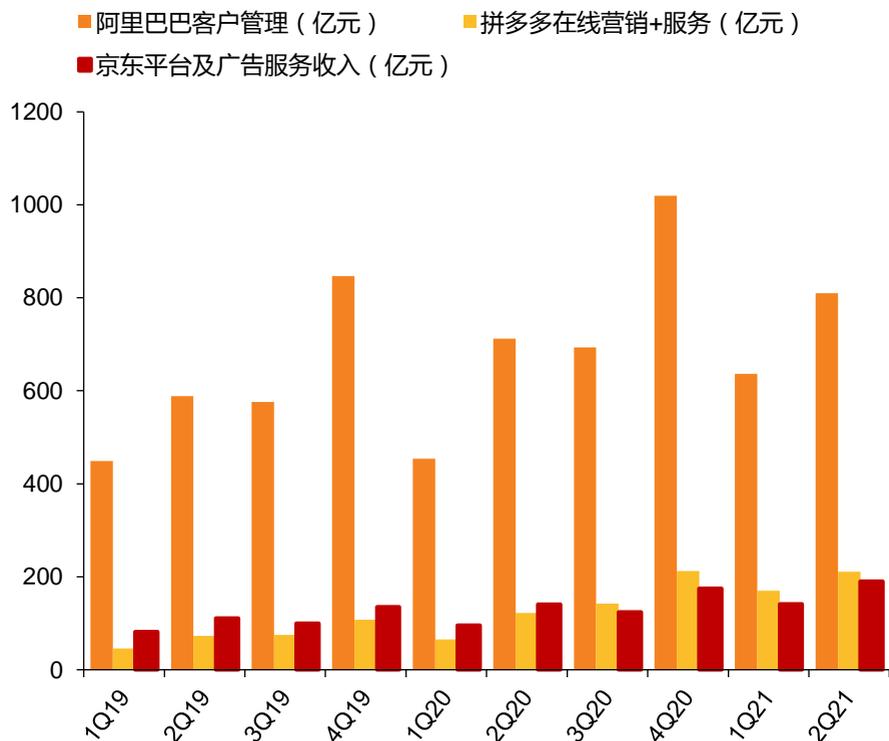
资料来源：星图数据，易观分析-亿邦智库调研数据，天风证券研究所；注：17、18年双11GMV为11.11当日数据

1.2. 反垄断政策进入成效期，京东受益明显

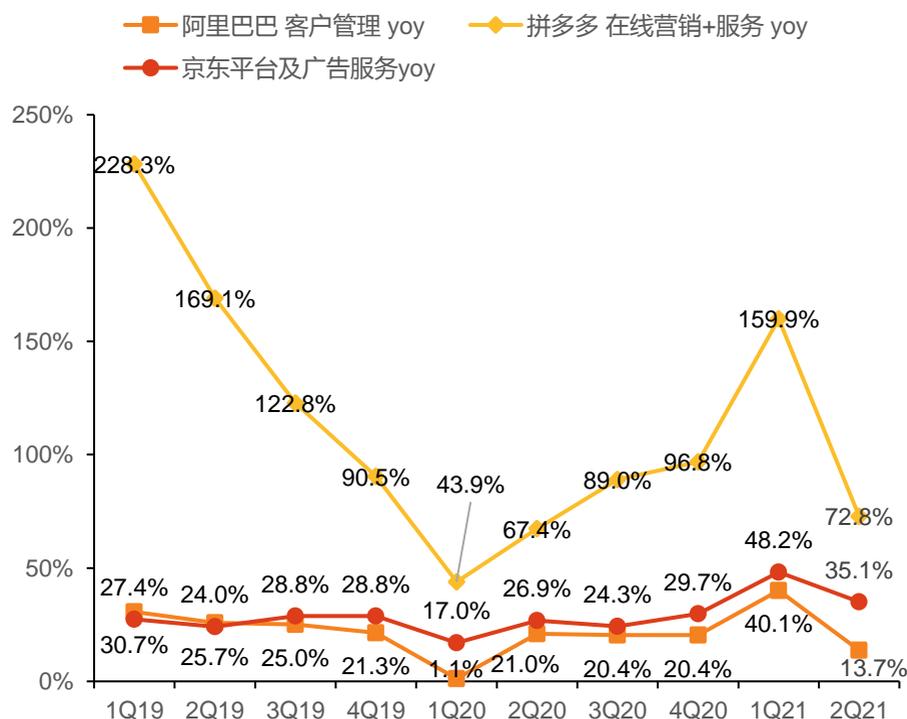
■ 电商平台3P业务21Q2增速回归，京东3P业务收入高增速，阿里、拼多多略有下滑。

➢ 长期以来三家电商平台3P模式收入增速波动趋势基本一致，但21Q2三家收入增速出现一定程度的分化，21Q2阿里/京东/拼多多3P业务同比增速分别为13.7%/35.1%/72.8%，阿里、拼多多本季度收入增速下滑相对明显（剔除21Q1来看），而京东受益于3P业务增长（二选一取消后品牌主回归，以及新品牌加大合作），增速相较前几期（21Q1除外）提升明显。京东、拼多多可能未来中短期仍有受益，但长期竞争仍将回归电商运营本质。

2019Q1-2021Q2 电商平台3P模式收入



2019Q1-2021Q2 电商平台3P模式收入增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 反垄断政策促进公平竞争，数据安全延续严监管基调

➢ 2020年以来，国家对于平台经济反垄断处理逐渐完善，后续又出台了数据安全相关的法律意见，防止资本无序扩张，促进公平竞争，维护市场环境，保障消费者权益。对于电商行业，反垄断为品牌商家二选一“解绑”，阿里也为此接受182亿元罚款，并且针对美团等其他平台仍然在调查中。

反垄断+数据安全政策法规&主要处罚案件梳理

类型	时间	政策法规/事件	主要内容
反垄断	2020年1月	《<反垄断法>修订草案(公开征求意见稿)》	首次增设互联网经营者市场支配地位认定依据的规定。
	2020年11月	《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》	首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位、实施差别待遇等。
	2021年2月	《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》	对平台经济开展反垄断监管应当坚持保护市场公平竞争、依法科学高效监管、激发创新创造活力、维护各方合法利益的原则。
	2021年6月	《公平竞争审查制度实施细则》	对公平竞争审查制度的审查机制、审查标准、监督与责任等进行了全面系统的规定。
	2021年8月	《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》	加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法。
数据安全	2021年6月	《中华人民共和国数据安全法》	确立数据分类分级管理，建立数据安全风险评估、监测预警、应急处置，数据安全审查等基本制度，明确相关主体的数据安全保护义务
	2021年7月	《网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)》	100万+用户信息运营者国外上市须申报安全审查
	2021年8月	《中华人民共和国个人信息保护法》	进一步强化个人信息安全监管与治理，把个人信息使用权关进法律的笼子里。
	2021年8月	《关键信息基础设施安全保护条例》	建立了以国家网信部门、国务院公安部门、关键信息基础设施保护工作部门、关键信息基础设施运营者为主体的三层架构的关键信息基础设施安全综合保护责任体系。
处罚案例	2021年4月	阿里“二选一”	市场监管总局依法对阿里巴巴集团控股有限公司在中国境内网络零售平台服务市场实施“二选一”垄断行为处以182.28亿元罚款
	2021年4月	美团“二选一”	市场监管总局根据举报对美团“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查
	2021年7月	虎牙斗鱼合并	市场监管总局依法禁止虎牙公司与斗鱼国际控股有限公司合并
	2021年7月	腾讯音乐独家版权	市场监管总局对腾讯控股有限公司作出责令解除网络音乐独家版权等处罚

资料来源：市场监管总局，同花顺财经，法制网，中国法院网，天风证券研究所等

1.2. 反垄断后期，电商平台竞争回归运营本质

- **阿里让利商家稳留存。**阿里削减自身利润加大对商家的让利力度，降低天猫商户进入门槛的同时降低商家运营成本，争取老商户留存与新商家引入。
- **京东受益于“二选一”政策取缔，**迎来新旧商户入驻与回归，后续继续强化商家支持。京东Q2迎来新品牌（如宝格丽、Berluti等）首度合作及过往受到“二选一”限制的品牌回归（如维多利亚的秘密、伊芙丽等），未来京东将加强新对这部分品牌的支持，包括用户运营、消费者心智打造等。
- **拼多多迎批量官方旗舰店入驻，提高百亿补贴商家服务标准。**拼多多“百亿补贴”中国产品牌多数实现官方旗舰店供货；5月22日，拼多多百亿补贴两周年开设“官方合作旗舰店”入口，新入驻品牌官方旗舰店数量超去年10倍以上，后续公司将提高百亿补贴商家服务标准，加码补贴生鲜农产品。

阿里让利商家具体举措

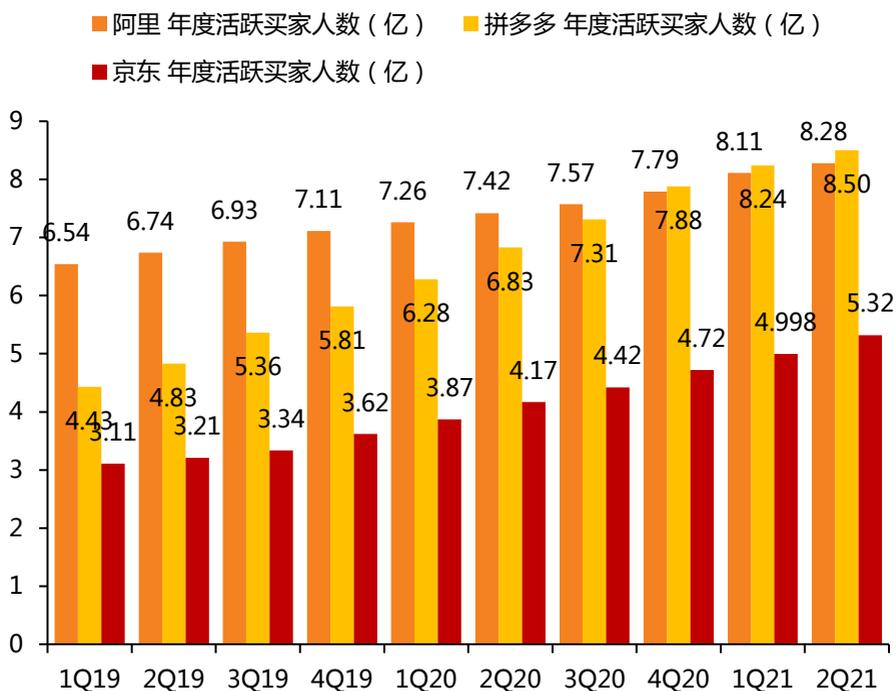
类型	具体措施	
降低入驻门槛	1) 4个步骤就可在淘宝一键开店	2) 在天猫开店新增“试运营期”
提升商家运营能力	1) 在20个城市设立商家运营中心，面对面解决商家问题	2) 上线淘宝商家成长层级,并上线免费权益中心
	3) 开通“一号专线”，1对1为商家解决问题	4) 新商家入驻加入“淘宝官方群”，可快速找到对接小二
	5) 推出新商家“火箭成长计划”，提供1对1指导商家成长	6) 淘宝教育推出官方免费电商课，已经被学300万次
缓解资金压力	1) 天猫商家可申请临时支用保证金	
简化规则，提升效率	1) 简化营销平台、营销活动的价格规则，缩减价格校验场景	
保护权益，降低运营门槛	1) 改进聚划算和商家合作机制，取消“限购、历史销量”等要求	
	2) 提供专门申诉入口帮助商家规避“职业举报”举报“，推出识别提醒恶意订单等服务	
降低运营费用	1) 帮助商家在618期间快速回款，提前收款功能免费	2) “退货运费险”全面降费，最低每单1分钱
	3) 聚划算取消“参聚险”、“保价险”	4) 天猫大家电商品仓储服务费降费，部分降幅超10%
	5) 三宝一券(店铺宝、单品宝、搭配宝、优惠券)免费，生意参谋免费	6) 贷记卡支付服务费率统一降至0.6%。借记卡支付服务费继续由淘宝天猫平台承担，对商家免费
	7) 阿里巴巴普惠体2.0继续永久免费	

资料来源：东方财富网，36kr，京东公司2021Q2电话会，天风证券研究所

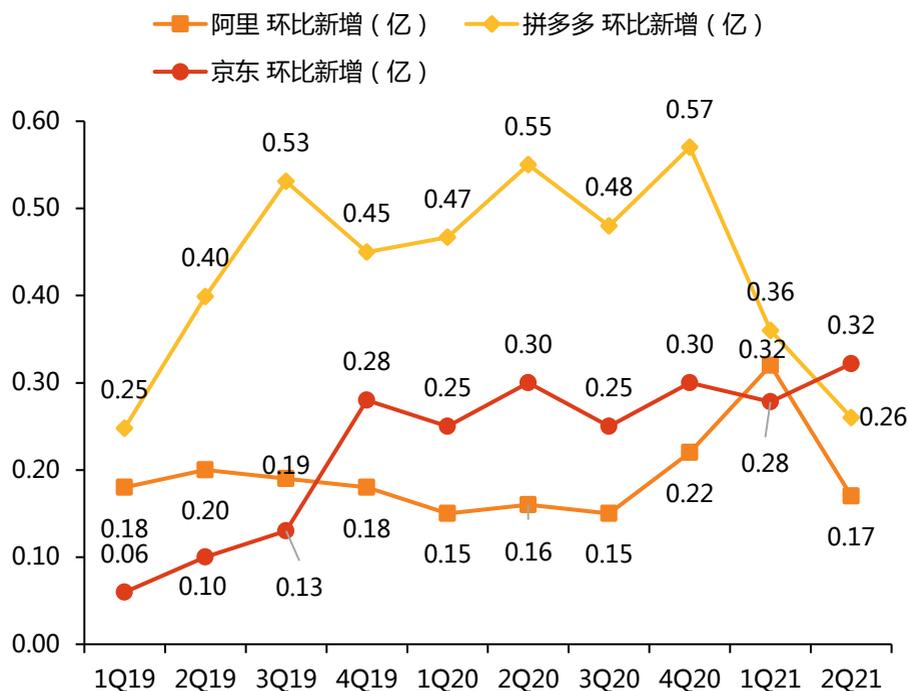
1.3. 电商三大平台用户视角：下沉市场贡献主要新增AAC

- 京东21Q2新增活跃买家领先阿里、拼多多，拼多多活跃买家数保持电商市场第一，但增长将继续放缓。
- 阿里巴巴21Q2年度活跃卖家人数达到8.28亿人次，环比增加1700万，其中淘特贡献超过1000万的国内市场新增年度活跃消费者；
- 京东21Q2活跃买家人数达到5.32亿，季度环比新增3200万，创历史新高，下沉市场贡献80%的新用户，70%总活跃用户（过去12个月）；
- 拼多多21Q2活跃买家人数达到8.5亿，季度环比新增2600万，新增人数持续下滑，我们预计未来的增速会有所放缓。

2019Q1-2021Q2 电商平台年度活跃买家人数



2019Q1-2021Q2 电商平台年度活跃买家人数环比新增

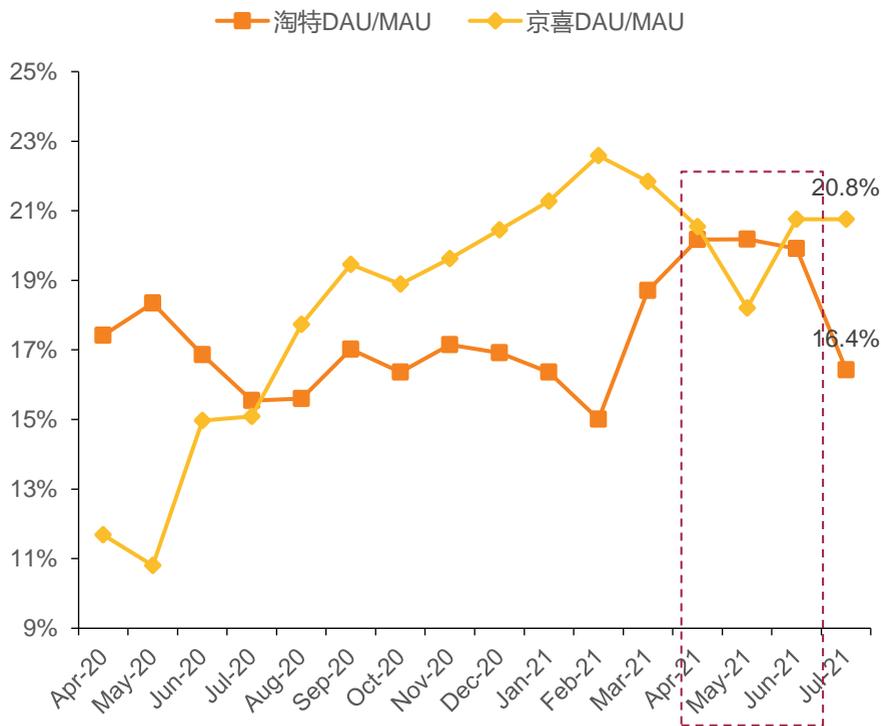


资料来源：公司公告，天风证券研究所

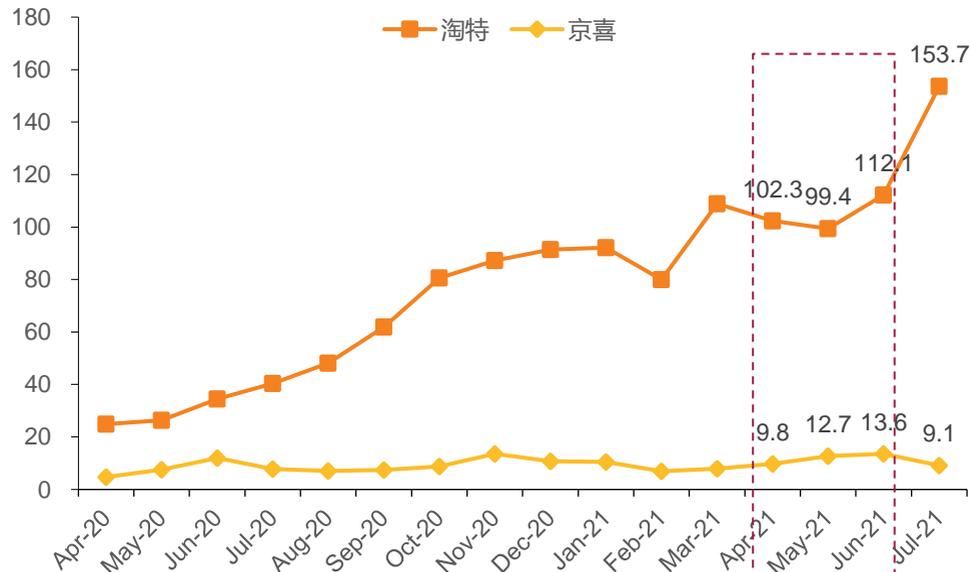
1.3. 电商三大平台用户视角：下沉市场贡献主要新增AAC

■ 淘特MAU保持高速增长态势，淘特、京喜用户粘性相近。从用户粘性来看，自2021年2月起，淘特与京喜DAU/MAU差距逐月缩窄，淘特上升，京喜在5月实现低位反转，2021年6月淘特DAU/MAU为19.9%，京喜回归至20.8%，总体来说两家保持相近的粘性，但与拼多多相距甚远。从月活数（MAU）来看，淘特保持高速增长态势波动上升，2021年6月MAU到达1.1亿，环比增长1274万。京喜表现平稳，与淘特差距逐渐扩大，2021年6月MAU达到小高峰1360万，环比上升90万。从目前跟踪到的7月数据来看，淘特表现较京喜更为强劲，有望在Q3助力主站新增活跃买家人数。

下沉市场电商平台DAU/MAU变化



下沉市场电商平台MAU变化 (单位: 百万)



Dec-20 Jan-21 Feb-21 Mar-21 Apr-21 May-21 Jun-21

淘特MAU环比变化 (百万)	4.2	0.7	-12.2	28.9	-6.6	-2.9	12.7
京喜MAU环比变化 (百万)	-2.8	-0.3	-3.6	1.0	1.9	2.9	0.9

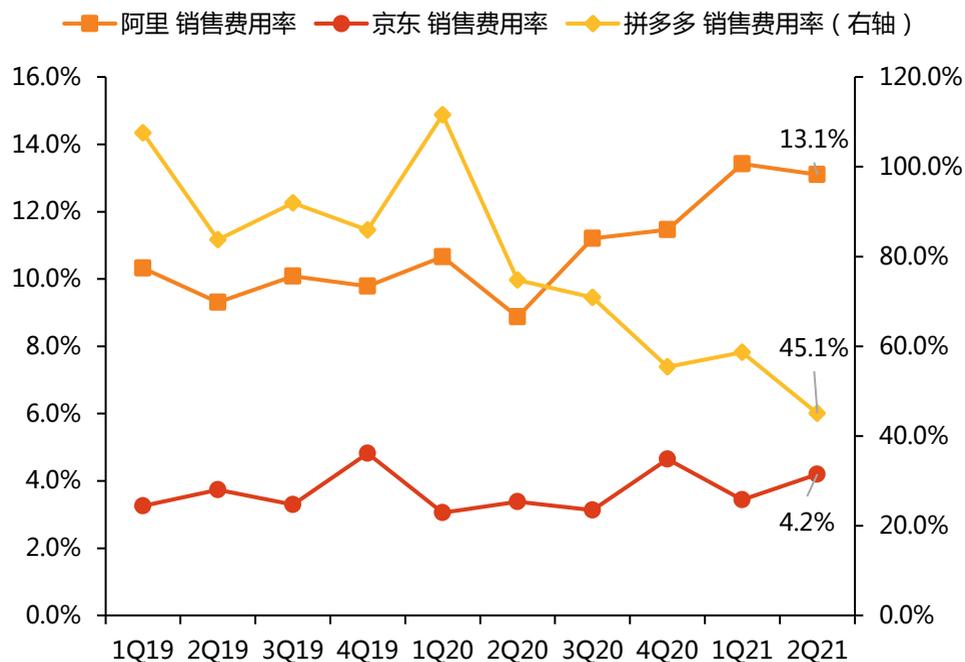
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

1.4. 电商三大平台费用投放：拼多多控费提效，阿里京东平稳

■ 拼多多持续控费提效，阿里、京东销售费用率基本平稳，阿里获客成本迎来新高。

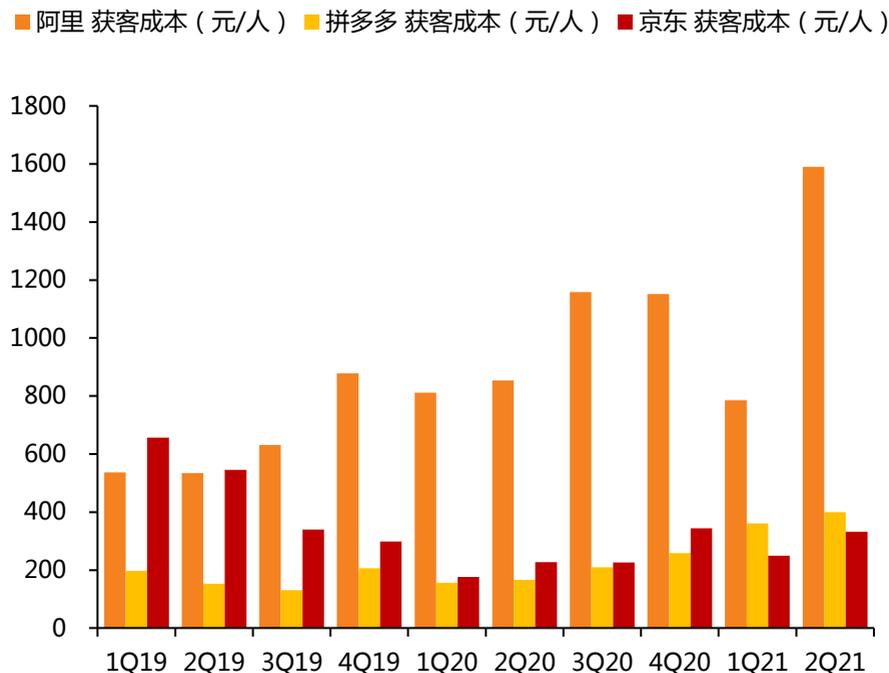
- 从销售费用率来看，拼多多在618大促期间参与度相对较低，控制营销费用投放，Q2销售费用率持续走低下滑至45.1%，同比减少29.6pct，环比减少13.5pct；阿里增大在关键战略领域和增长型业务的营销和促销投入，销售费用率本期13.1%与上期相近；京东销售费用率相对平稳。
- 在获客成本方面，激烈的外部竞争和逐渐见顶的网络用户规模增长使得三平台新获客成本均稳步提升，阿里作为电商龙头获客成本在一季度有所回落的背景下提升显著，主要原因在于新增活跃买家人数（AAC）低于上期。

2019Q1-2021Q2 电商平台销售费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018Q4-2021Q1 电商平台新获客成本

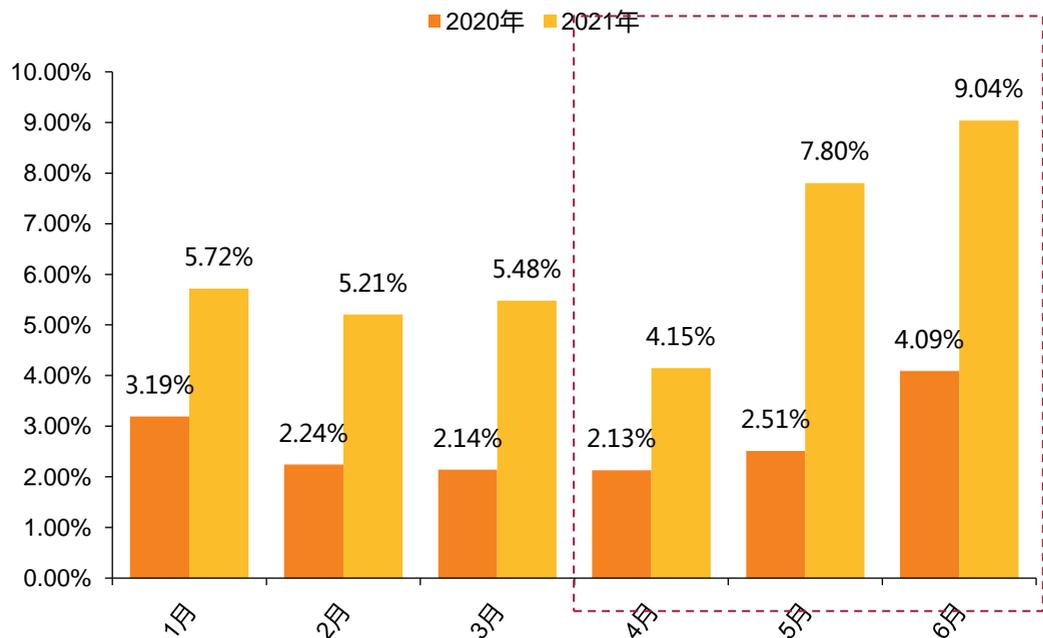


注：获客成本=季度营销费用/季度新增年化活跃买家

1.4. 电商广告投入随618购物节增长，阿里多产品居榜单前列

- ▶ 2021年上半年整体来看，综合电商行业的广告投放力度较去年提升明显，尤其5、6月投入进一步提升，根据《2021年上半年移动广告流量观察白皮书》数据，5月/6月广告投放数占比分别同比增长5.29pct/4.95pct，推测增长的主要驱动为“618”年中大促。
- ▶ 阿里系多购物类产品投放居前列，拉新效果初现。据《2021年上半年移动广告流量观察白皮书》，综合电商的重点广告主TOP 3分别为拼多多、淘特、闲鱼，其中拼多多、淘特主打“低价实惠”，“物美价廉”、“低价特惠”等特点吸引价格敏感型客户，淘特Q2贡献超过1000万的AAC，而闲鱼从一个专注于二手和闲置商品交易的平台演化为个人消费者之间的消费社区，Q2闲鱼月活跃消费者超1亿。从APP下载量来看，阿里系产品占到TOP10一半。

2021 VS 2020年上半年 综合电商行业广告投放数占比



2021年上半年 非游戏App下载量TOP 10

购物 App	
1	拼多多
2	淘宝
3	淘特
4	京东
5	闲鱼
6	转转
7	阿里巴巴(1688)
8	点淘
9	唯品会
10	京东到家

资料来源：App Growing专业的移动广告情报分析平台；七麦数据，仅统计苹果应用商店数据，以上按应用下载量预估数据降序排列，天风证券研究所

2

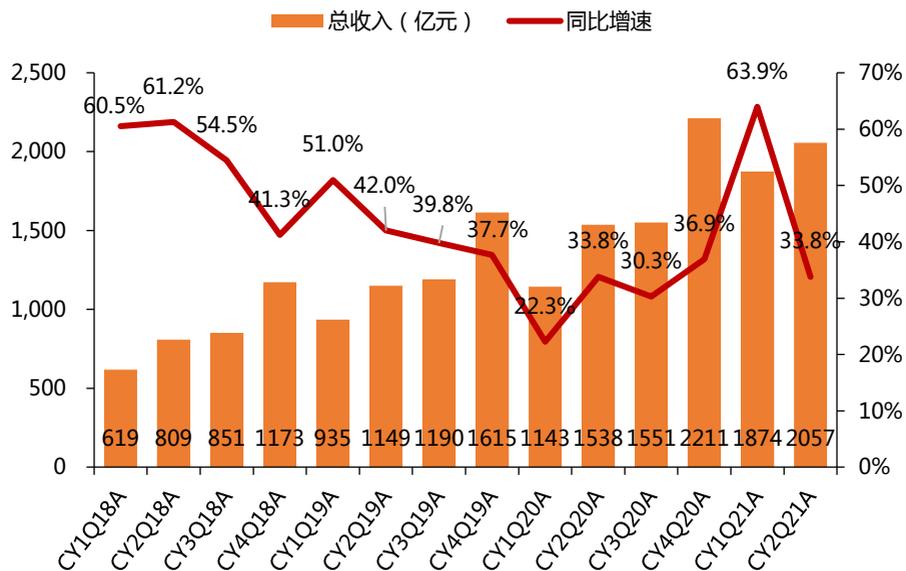
相关标的及投资建议

阿里巴巴 9988.HK/BABA.N

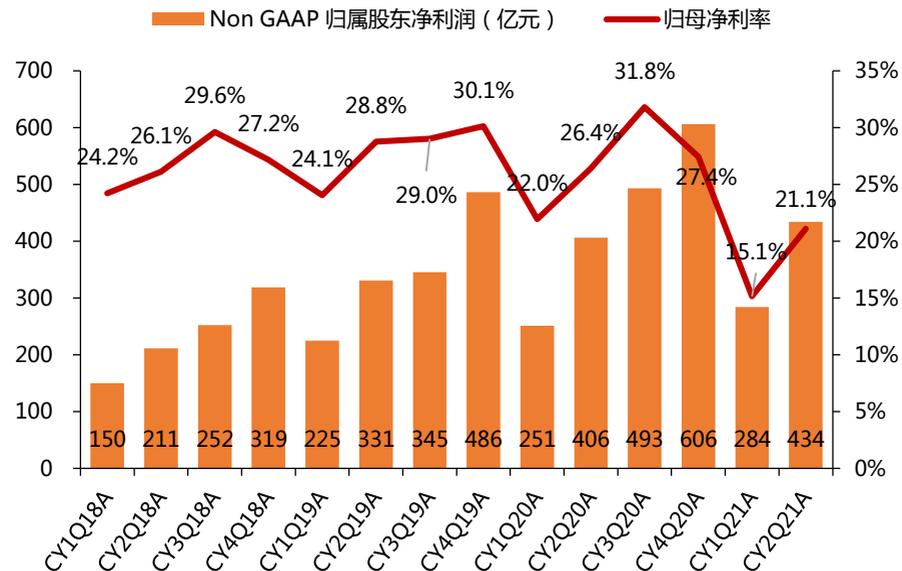
■ 收入稳步增长，加大股票回购力度彰显长期信心

➢ 公司于8月3日披露FY2022Q1（6月底季度）业绩，本季度阿里巴巴实现营收2057.40亿元，同比增长34%，略低于彭博一致预期1.7PCT，运营利润为308.47亿元，同比下降11%，经调整归母净利润434.41亿元，同比增长10%，高于彭博一致预期11.9PCT。前期管理层已声明将把2022财年所有增量利润及额外资本投入用于支持平台商家，以及投资于新业务和关键战略领域，以增加消费者的消费份额，并进入新的潜在市场，本期财报表现也初步兑现了利润降速增长这一预期。此次业绩会上管理层维持FY2022年的指引：收入同比增速30%+、服务10亿中国零售消费者（目前9.1亿）。另外，此次公司提升股票回购比例由100亿美金至150亿美金（近1000亿元人民币），为中国企业史上最大回购，彰显公司对长期发展充满信心。

2018Q1-2021Q2 阿里巴巴收入及增速



2018Q1-2021Q2 阿里巴巴毛利率及增速



数据来源：公司公告，天风证券研究所

阿里巴巴 9988.HK/BABA.N

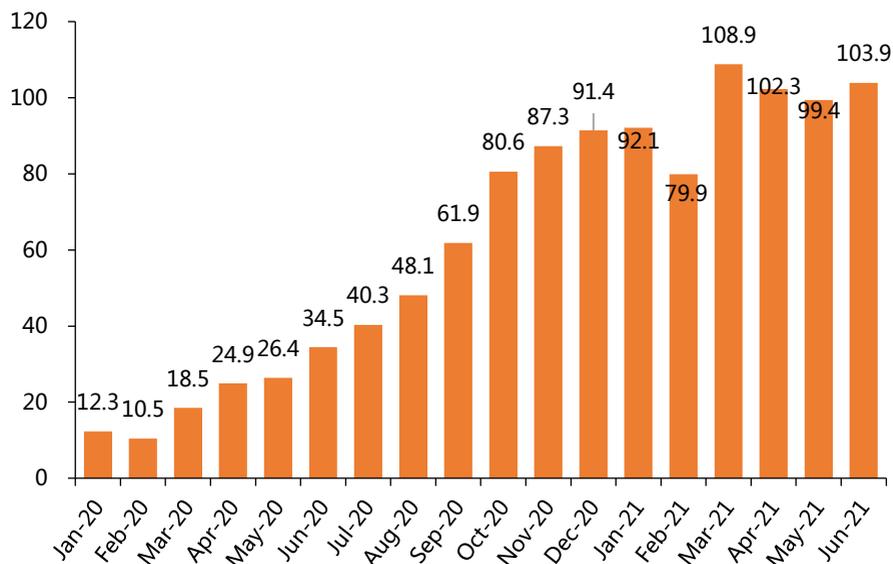
■ 战略投资成果初现，阿里业务矩阵丰富多层次消费体验，提升用户价值

- 阿里战略投资业务包括淘特、社区团购、本地生活、Lazada、菜鸟网络等，开发多业务APP矩阵目的在于为消费者与商家提供差异化的价值，并提升用户粘性和购买频率。阿里本季度战略业务投入139亿元（EBITA亏损额），与上一季度136亿元相近，持续高额投入下也可见阿里取得阶段性成绩：1) 定位于追求极致性价比的APP淘特本季度活跃买家人数达到1.9亿人，环比新增4000万（上季度环比新增为2700万），淘特独立拉新效果明显；2) 闲鱼APP MAU超过1亿；3) 本地生活业务饿了么订单数量同比增长50%（因补贴冲抵收入，该业务本季度收入同比增速为23%）；4) 社区团购业务GMV环比增长超过200%；5) 菜鸟受益于跨境业务发展，本期收入增长50%；6) Lazada订单增长达到90%。多项战略业务促成阿里系产品消费人群的进一步提升，受益于产品间信息共用、相互导流，新增用户可以阿里生态内不同业务间切换、消费，用户的平台粘性及ARPU的价值将得以体现。

19Q3-21Q2 关键性战略投入（亿元）及margin



20.01-21.07 淘特MAU（百万）



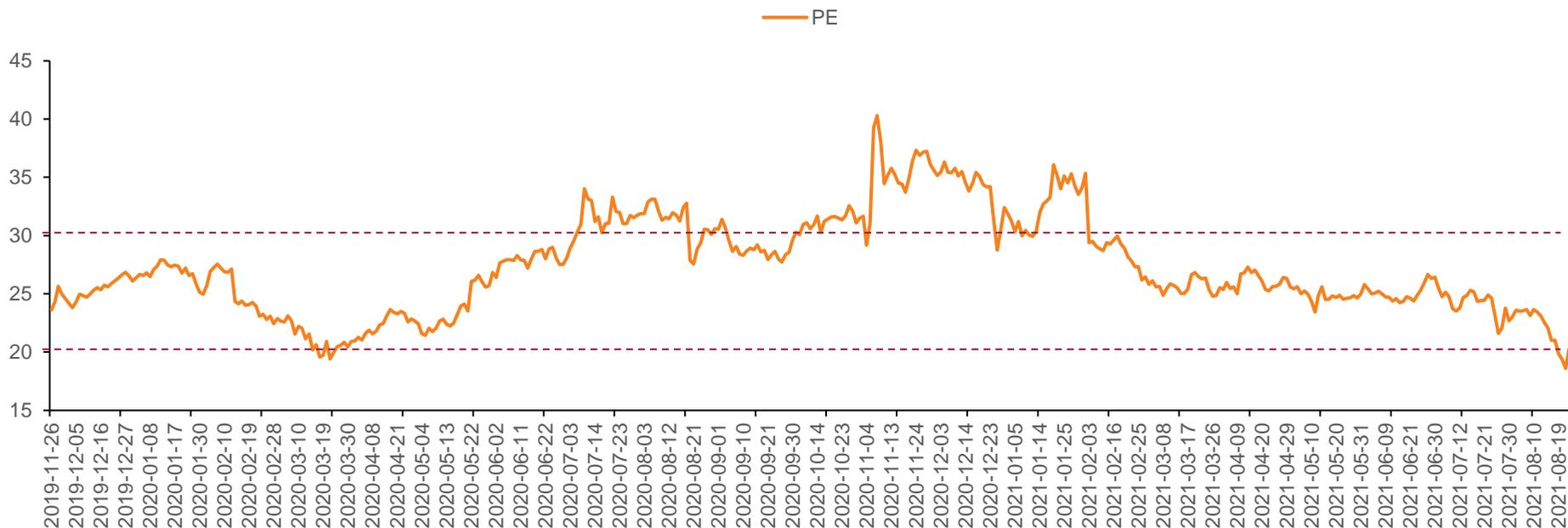
数据来源：公司公告，天风证券研究所

阿里巴巴 9988.HK/BABA.N

估值与盈利预测：

- 我们预期FY2022-FY2024收入分别为9135亿元/11050亿元/13269亿元，同比增长27.4%/21.0%/20.1%；考虑到投资、税收增加，我们预计预期FY2022-FY2024调整后归属股东净利润（Non-GAAP）分别为1777亿元/1802亿元/2092亿元，分别同比变化-0.7%/1.4%/16.1%。2021年8月4日美股收盘价对应FY2022-FY2024年PE分别为20.0/19.7/17.0倍，维持“买入”评级，给予目标价285美元。
- 风险提示：**电商行业竞争加剧；新零售业务进展不及预期；云计算业务增速恢复不及预期；公司利润增长不及预期；其他监管风险。

阿里巴巴 PE



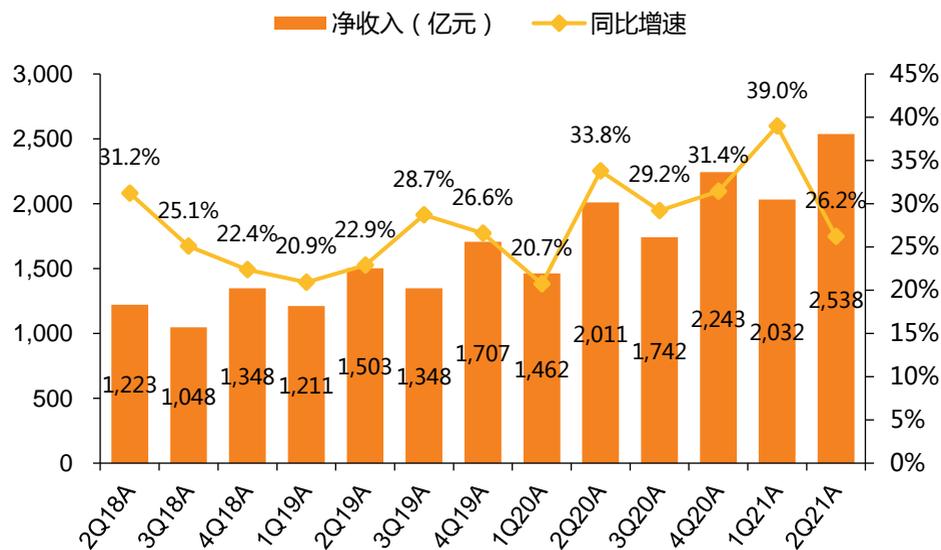
数据来源：Bloomberg，wind，天风证券研究所

京东 9618.HK/JD.O

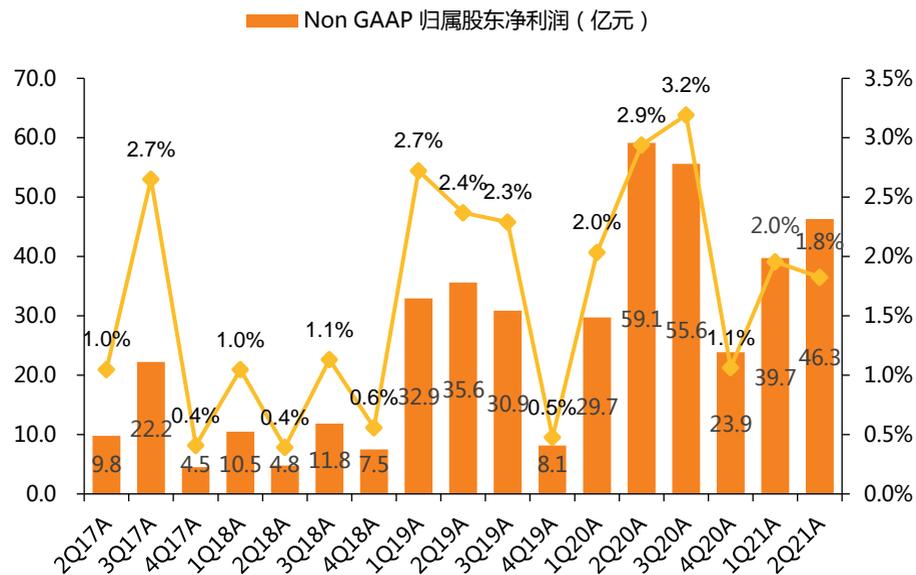
■ 全渠道战略打开京东零售长期发展的天花板；POP生态赋能商家，促进3P业务及一般商品类别营收增长

- 2Q21京东创造2540亿元的新季度收入纪录，高于彭博一致预期2.4pct，保持30%的强劲CAGR增长。3P业务同比增速高于1P业务，这个季度POP业务取得了三方面的进展：1) 商家的种类和数量环比和同比均实现增长；2) 商家的经营效率、经营满意度和续约率在持续提升；3) 平台业务的NPS也在不断提升。这种趋势还将持续，收入及利润结构进一步优化。
- 活跃买家人数达到5.32亿，季度新增3200万，创历史新高。下沉市场贡献80%的新用户，70%总活跃用户（过去12个月）。
- **投资建议：我们预期京东2021-2023年收入分别为9289/11439/13394亿元，同比增长24.5%/23.1%/17.1%；考虑到公司将继续加大物流及新业务投入，我们预测调整后归属股东净利润（Non-GAAP）至167/198/270亿元，分别同比增长-0.7%/18.6%/36.1%。2021年8月27日美股收盘价对应2021-2023年PE分别为44.9/37.9/27.8倍，维持“买入”评级。**

2018Q2-2021Q2 京东收入及增速变化



2018Q2-2021Q2 京东收入及增速变化



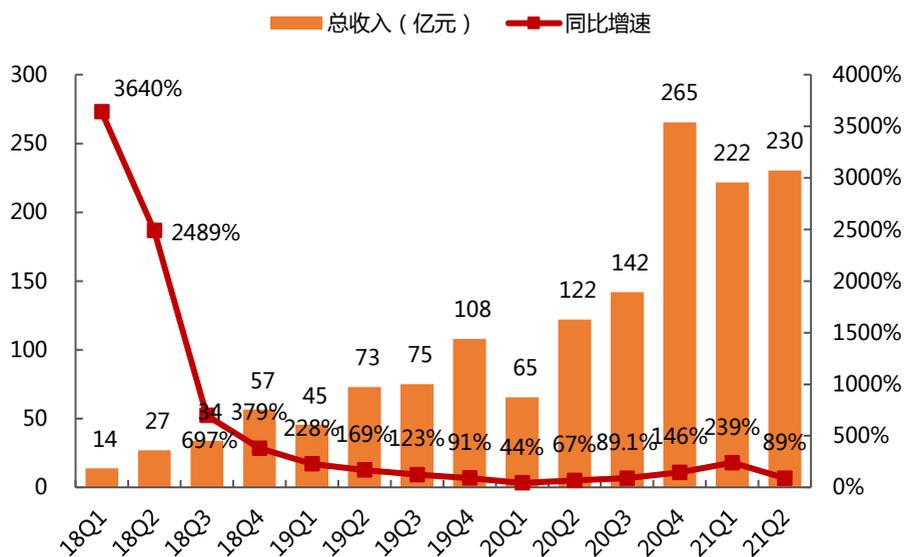
数据来源：公司公告，天风证券研究所

拼多多 PDD.O

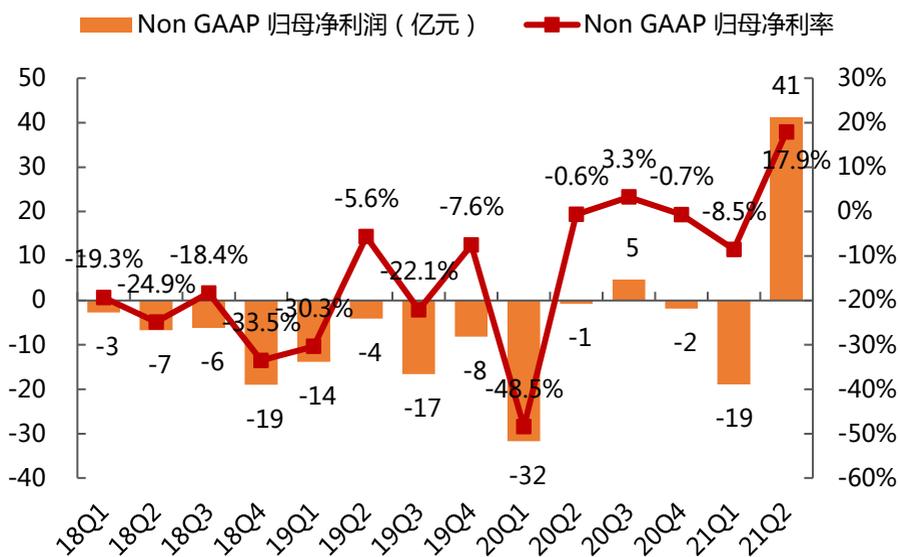
■ 营收符合预期，经调整归母净利润远超预期，为历史最高单季盈利

- **收入**：拼多多21Q2营收230亿元，同比增长89%；其中不包括商品销售收入的总收入约211亿，同比增长73%。收入高增长反映了平台的百亿补贴等抽佣的成果，以及对拼多多平台需求的强势仍在延续。其中公司21Q2线上营销服务收入为181亿元，同比增长63.5%；21Q2（代收）交易服务费为30亿元，同比增长164.1%。
- **盈利端表现大超预期**：在社区团购快速发展依然维持高投入的情况下，公司单季度经调整归母净利润盈利41.25亿（20Q2亏损0.77亿），净利率17.9%，为历史最高单季盈利。
- **流量端**：年度活跃买家数已达8.50亿，领先于京东和阿里。用户环比增长2600万，用户天花板显现，活跃用户数高基数下单季新增放缓在所难免。相比同行业竞争对手（京东21Q2+3,200万，阿里国内+1700万）本季度首次处于第二名。

拼多多总体收入（亿元）及同比增速



拼多多调整后净利润（亿元）及同比增速

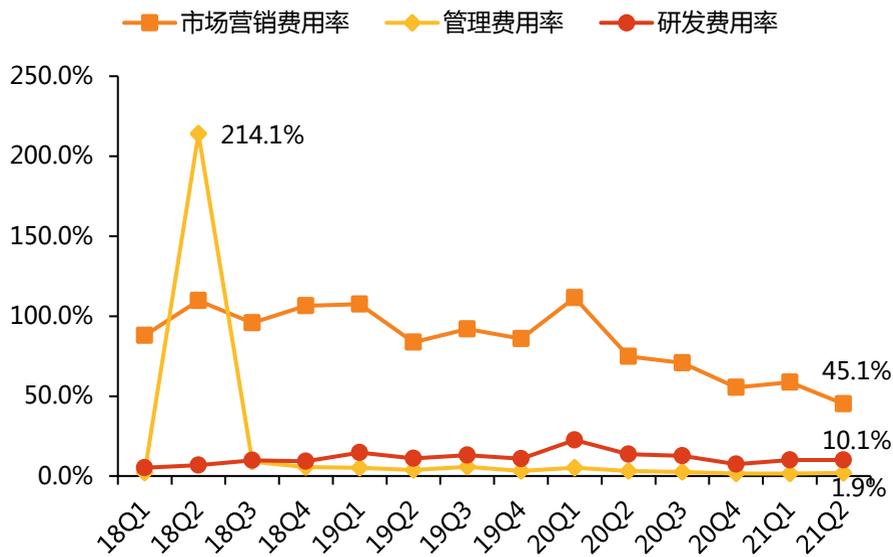


数据来源：公司公告，天风证券研究所

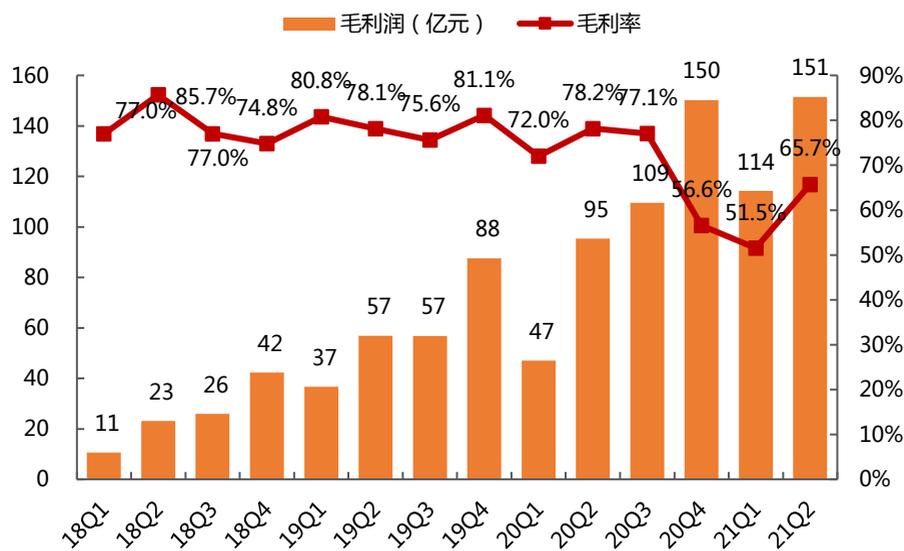
拼多多 PDD.O

- **营销费用率稳步下降，农业投资持续加码，长期利好供应链建设。**单季度盈利的核心来自于营销费用的规模效应，营销费用保持103.88亿绝对支出的情况下，费用率趋势性降低至45%（20Q2为75%，21Q1为59%）。销售费用104亿，同增仅+14%（远低于收入增速）。
- **持续加注农业投资，注重提高消费者体验，短期或对利润造成一定影响，但长期有利于供应链建设，承担相应的社会责任。**作为中国最大的农产品平台，农业一直是拼多多的企业使命和战略的核心，公司承诺未来会继续投资“百亿农研专项”，提高技术减少环境污染、减少浪费、减少碳排放，构建更好的物流仓储以保障农产品的新鲜和营养，推动农业科技进步、科学技术的普惠，初期不以盈利为首要目标。
- **投资建议：我们认为在直播电商及其他电商平台的竞争下，公司仍能保持高增业绩体现消费者对公司的强势需求。未来持续看好品牌化供应链拓展以及社区团购业务发展，我们预估公司2021E-23E年营收为1121亿/1742亿/2290亿元，同比增长88%/56%/32%，Non-GAAP归母净利润预测至-10.6亿/101.6亿/221.5亿元，维持“买入”评级。**

拼多多三项费用率



拼多多毛利润（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，天风证券研究所

风险提示

1. 宏观及政策监管风险。疫情以来，中外经济环境复杂。国内反垄断与数据安全监管趋严，互联网平台存在政策风险。
2. 电商行业竞争加剧。在原有电商平台竞争日益白热化的背景下，来自内容平台的业务拓展使得电商市场空间进一步被切割，同时新零售等新兴渠道出现也进一步加剧竞争。
3. 京东物流经营亏损扩大。京东物流二季度亏损3.6亿，环比收窄（社保缴纳金额降低等）。京东仓库逐渐下沉，基础设施投资导致京东物流未来仍可能处于亏损状态。
4. 阿里新零售业务进展不及预期。新零售竞争进一步加剧，市场局势尚未明朗。
5. 拼多多GMV增长低预期。拼多多自2020年Q4停止披露GMV数据，销售支出的削减和年度活跃买家新增人数的下降或导致GMV低增长。

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

THANKS