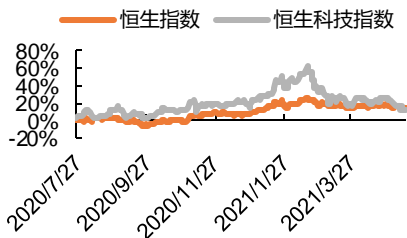


电商 2021 年 3 季报业绩综述

综合电商增长分化，新业态从重规模转向提效率

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《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
 《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
 《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》 2021-09-06

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
 S1060520040001
 SFC CE ref : No. BQC673
 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



平安观点：

- **综合电商：增长分化，京东更显韧性，阿里、拼多多增速趋缓。**1) **阿里**：淘宝天猫客户管理收入增速降至 3%（服装饰品品类拖累），慢于电商大盘增速的 7.8%，并降低财年总收入指引至 20%—23%（原指引约 30%）。核心业务表现较为疲软，但战略投入已初现成效：中国零售年活跃买家季度净增 3500 万，领跑行业。2) **京东**：增长更显韧性，收入同比增加 25.5%，主要受超市品类和平台及广告 3P 业务（同比+35%）拉动。Non-GAAP 净利率 2.3%，同比降低 0.9pcts，主要由于加大物流、新业务、营销投入。双 11 京东 GMV 达 3491 亿元，同比增长 29%，预计四季度收入仍将保持较快增长。3) **拼多多**：用户、收入增长趋缓，年活跃买家和 MAU 环比分别仅新增 1740 和 300 万，收入增速降至 51%（上季度同比增速为 89%）。用户增长触顶，营销投放 ROI 降低，缩减营销投入提升盈利能力，21Q3 销售费用率 47%，同比缩减 24.1pcts，Non-GAAP 归母利润率 15%，同比提升 11.4pcts。
- **社区团购：头部公司持续高投入，非头部公司区域收缩。**从美团新业务及阿里战略投入细分项看，两家公司单季度投入均在数十亿左右，行业竞争门槛持续提升。行业所有公司均开始降本增效加强基础设施建设，非头部公司开始区域收缩优化盈利模型。
- **直播电商：行业保持三足鼎立局面，抖音直播继续保持高增长。**1) **抖音**：2021 年 10 月入驻品牌数是年初 2 倍。“双 11”期间，下单用户同比增加超 1 倍，成交破千万的品牌达 577 个。2) **快手**：三季度 GMV 达 1758 亿，同比增长 86%，但变现率环比降低 0.31pcts 至 1.06%。3) **淘宝**：继续加码直播，淘宝首页新增直播一级入口。调整负责人和战略打法，加强点淘运营（贡献淘宝直播约 50% 流量），发力“短视频+直播”发现式电商。
- **近场电商：1) 外卖：**美团外卖市占率仍在提升，竞争有所加强。美团外卖收入 265 亿，同比增长 28%，按收入计，市占率 74%（环比+1.1pcts），但订单量增速 25% 低于饿了么的 30%。受加大用户激励影响，美团外卖经营利润率 3.3%，同比降低 0.4pcts。2) **前置仓：**叮咚买菜战略转变为“效率优先”，GMV 同比增长 108% 达 70 亿，继续拉大与每日优鲜的差距。受毛利率和销售费用率改善，净亏损率环比收窄 14pcts 至 32%。
- **投资建议：**电商行业已进入白热化竞争阶段，短视频、社区团购对综合电商非标品、生鲜快消品的挑战加剧整个行业竞争。在这种情况下，我们认为拥有较强供应链能力、能够为消费者和商家持续提供好商品和服务的公司将获得竞争优势，建议关注京东、美团。
- **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。

正文目录

一、	综合电商：增长分化，京东更显韧性	4
二、	社区团购：头部公司持续高投入，非头部公司开始区域收缩	7
三、	直播电商：抖音、快手保持高增长	8
四、	近场电商：外卖增速有所放缓，前置仓强调效率优先	9
4.1	外卖：美团外卖市占率仍在提升，但竞争有所加强	9
4.2	前置仓：叮咚买菜保持高速发展，但商业模式仍待验证	10
五、	投资建议	11
六、	风险提示	11

图表目录

图表1 21Q3实物商品网上销售额增速为7.8%	4
图表2 电商渗透率21Q3环比降低	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、京东新兴电商业务收入	6
图表10 阿里、京东新兴电商业务收入增速.....	6
图表11 阿里、拼多多、京东可比利润	7
图表12 阿里、拼多多、京东可比利润率.....	7
图表13 美团新业务收入及利润率.....	7
图表14 阿里巴巴战略投入.....	7
图表15 淘宝直播、快手直播电商GMV	8
图表16 快手直播电商GMV、收入、变现率.....	8
图表17 美团外卖市占率持续提升.....	9
图表18 美团外卖收入增速持续高于阿里本地生活.....	9
图表19 美团外卖订单量增速放缓，经营利润率同比降低0.4pcts.....	9
图表20 叮咚买菜、每日优鲜GMV对比	10
图表21 叮咚买菜、每日优鲜收入对比	10
图表22 叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费用率、利润率.....	10
图表23 每日优鲜毛利率、履约费用率、销售费用率、利润率.....	10

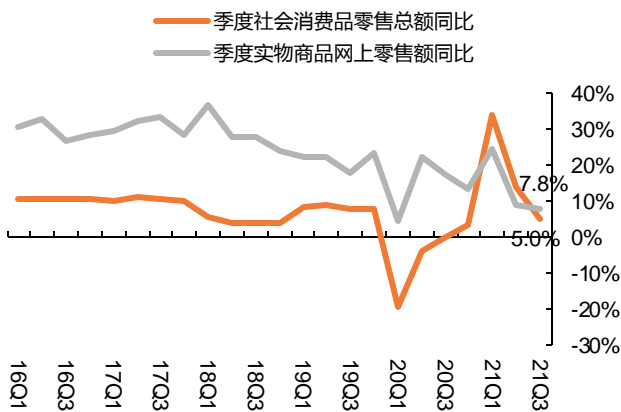
一、综合电商：增长分化，京东更显韧性

阿里巴巴：降低财年营收指引，淘宝天猫收入增速降至 3%，但战略投入效果初显。 本季度阿里宣布降低 FY2022 财年 (CY21Q2-CY22Q1) 收入指引至 20%—23% (原指引约 30%)，按最新指引，阿里未来两个季度收入增速约为 11%—16%。此外，阿里电商最核心的业务淘宝天猫客户管理 (即广告) 收入增速降至 3%，慢于实物商品网上销售额增速的 7.8%，主要受核心服装饰品品类拖累，预计与抖音直播电商分流有关。此外，本季度阿里继续加大重点领域的战略投入 (淘菜菜、淘特等)，这也使得短期利润承压，核心商业 EBITA 同比降低 28%。虽然本季度核心业务表现较为疲软，但战略投入已初现成效：用户增长表现行业领先，淘特年活跃买家达到 2.4 亿，季度净增 5000 万，社区团购业务淘菜菜 GMV 环比增长 150%。

京东：增长更显韧性，超市品类和 3P 业务继续贡献优异表现。 京东本季度收入同比增加 25.5% (上季度同比增速为 26.2%)，主要受日用百货品类驱动 (特别是超市品类) 和平台及广告 3P 业务 (同比+35%) 拉动。Non-GAAP 净利率 2.3%，同比降低 0.9pcts，主要由于加大物流、新业务、营销投入 (销售费用率同比提升 0.4pcts)。今年双 11 京东继续保持较快增长，GMV 达到 3491 亿元，同比增长 29%，受益于双 11 良好表现，预计四季度京东收入增速仍将保持较快发展。

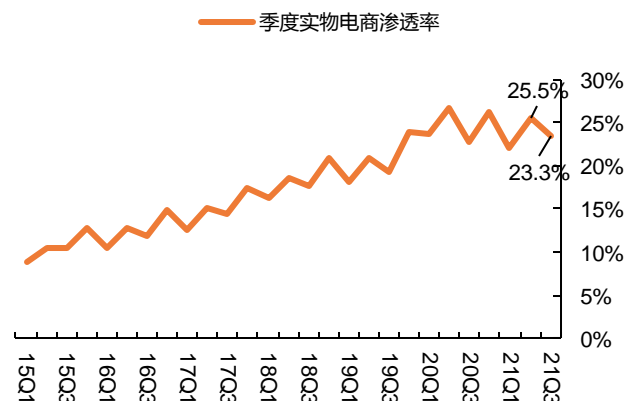
拼多多：用户、收入增长趋缓，降低营销投入，利润率逐步提升。 本季度拼多多用户增长进一步放缓，年活跃买家和月活用户环比分别仅新增 1740 和 300 万，同时收入增速降至 51% (上季度同比增速为 89%)。用户增长触顶，营销投放 RO 降低，拼多多选择缩减营销投入提升盈利能力，21Q3 拼多多销售费用达 100.5 亿，销售费用率 47% (同比-24.1pcts，环比+1.7pcts)，实现 Non-GAAP 归母净利润 31.5 亿元，利润率 15% (同比+11.4pcts，环比-3.3pcts)。

图 1 21Q3 实物商品网上销售额增速为 7.8%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 2 电商渗透率 21Q3 环比降低

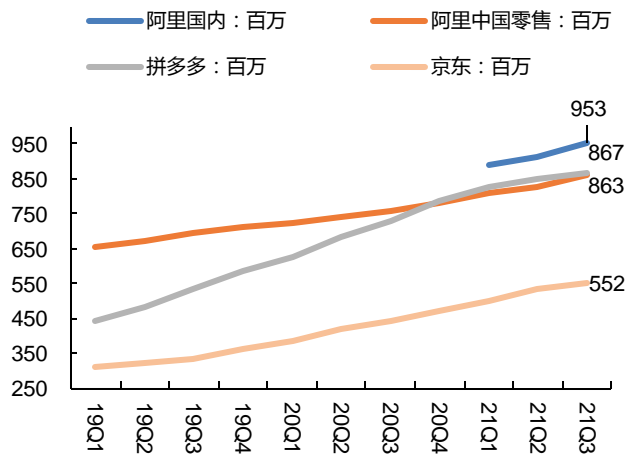


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 电商渗透率=实物商品网上销售额/社会零售总额

用户端：阿里中国零售业务年活跃买家环比新增 3500 万，京东年活跃买家稳健增长、用户活跃度有所提升。 21Q3 阿里中国零售/京东/拼多多年活跃买家分别达到 8.63/5.52/8.67 亿，环比分别新增 3500/2030/1740 万。**1) 阿里：**用户增长表现亮眼，中国零售业务年活跃买家环比新增 3500 万，本季度电商用户口径从原核心电商交易市场 (淘宝天猫、淘特) 扩展到中国零售 (淘宝天猫、淘特、淘菜菜、盒马等)。虽有统计口径调整影响，但我们认为实际用户增长仍强劲，因为阿里国内年活跃买家环比亦强劲增长 4100 万至 9.53 亿 (21Q2 环比净增 2100 万)。如我们预期，本季度淘特年活跃买家加速增长，季度净增 5000 万 (上季度净增 4000 万) 至 2.4 亿。**2) 京东：**本季度环比新增 2030 万用户，较前几个季度有所放缓，但用户活跃度有所提升，管理层在业绩会表示 9 月份京东移动端 DAU 用户同比增长 30%。**3) 拼多多：**MAU 环比仅新增 300 万，三季度虽为淡季，但 MAU 和年活跃买家环比增长均创上市以来最低，显示用户逐渐触顶，但年活跃买家规模仍以微弱优势居电商首位。

图表3 阿里、拼多多、京东年活跃买家

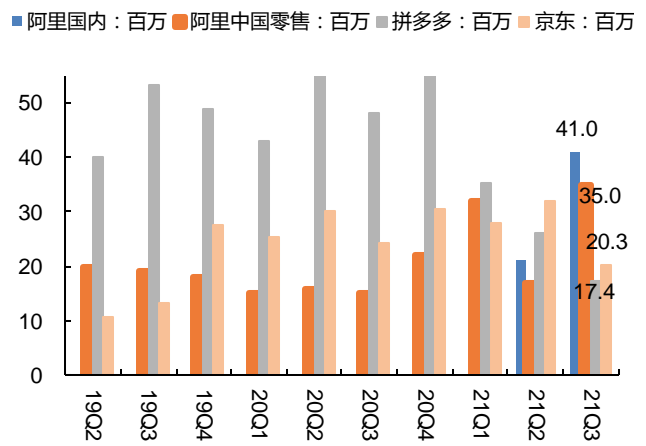


资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：阿里国内年活跃买家除包含阿里中国零售买家外，还包括高德、优酷等业务的用户。

阿里中国零售年活跃买家包括淘宝天猫、淘特、淘菜菜、盒马等。

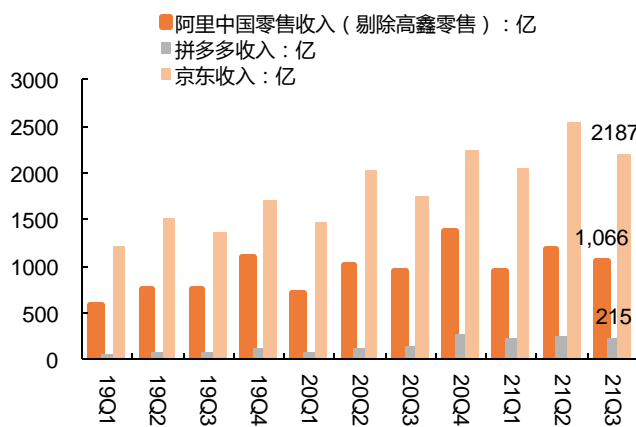
图表4 阿里、拼多多、京东季度环比新增年活跃买家



资料来源：公司公告、平安证券研究所

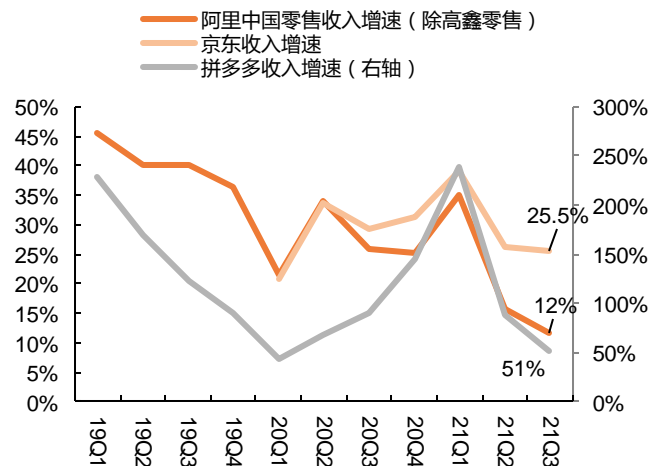
电商总体收入端：阿里增速趋缓，京东保持较快增长。 21Q3阿里中国零售（剔除合并高鑫零售影响）、京东、拼多多收入分别为1066/2187/215亿元，同比分别增长12%/25.5%/51%。阿里收入增速主要由1P自营业务拉动，1P业务本季度同比增速达33%（剔除合并高鑫影响）。京东、拼多多增速由3P业务拉动，增速分别达到35%、55%。21Q3阿里/京东/拼多多3P平台电商业务占比分别为67%/8%/99.6%，1P电商业务占比分别为33%/85%/0.4%。

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

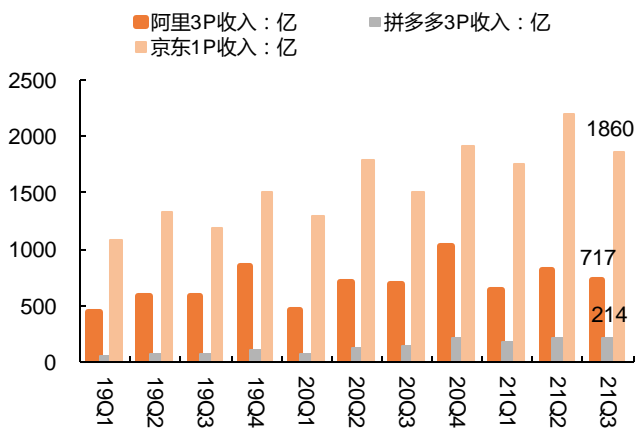


资料来源：公司公告、平安证券研究所

核心电商业务收入端：收入分化，京东更显韧性。 21Q3阿里、拼多多、京东各自核心电商业务，即阿里3P收入（平台电商，客户管理收入）、京东1P收入（自营电商，销售商品）、拼多多3P收入（平台电商，广告+佣金）分别为717/1860/214亿，

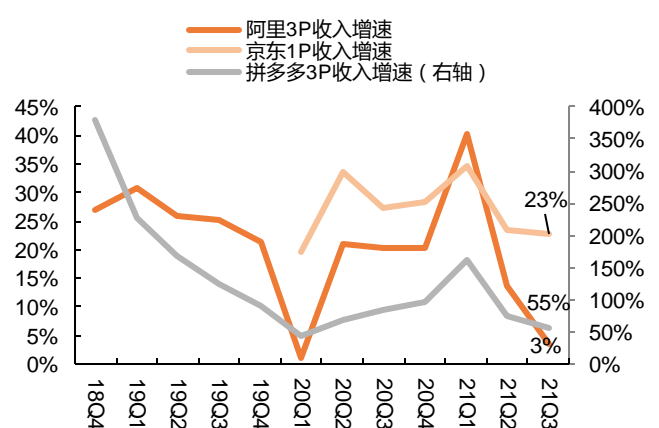
同比分别增加3%/23%/55%(三季度实物商品网上销售额增速的7.8%),三家较上季度同比增速分别回落10.3/0.4/17.9pcts,京东更显韧性。阿里3P收入增长趋缓主要由于宏观环境、竞争加剧影响,天猫GMV本季度仅实现单位数增长,服装配饰GMV增长放缓。考虑到今年“双11”天猫GMV仅增长8.5%,预计四季度淘宝天猫客户管理收入低增速将延续。京东1P收入增长主要由日用百货品类驱动(特别是超市品类),21Q3京东日用百货品类销售增速达29%。拼多多3P收入中,广告营销同比增长44%(上季度增速为64%),佣金收入同比增长161%(上季度增速为164%),均低于市场预期。佣金收入增速高于广告营销主要因为多多买菜收入以及百亿补贴开始抽佣。

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

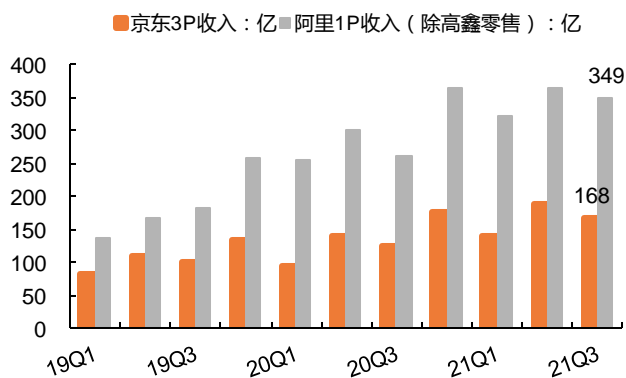
图表8 阿里、拼多多、京东核心电商收入增速



资料来源:公司公告、平安证券研究所

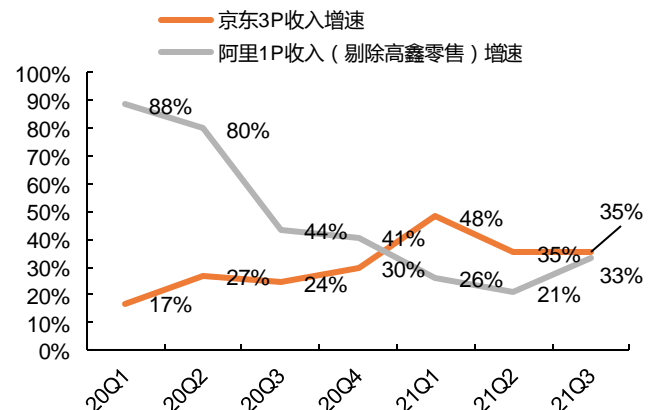
新兴电商业务收入端:阿里、京东均实现较快增长。21Q3阿里、京东各自新兴电商业务,即阿里1P收入(淘菜菜、天猫超市、盒马,中国零售其他收入)、京东3P(平台电商,广告营销)收入分别为349/168亿,增速分别为33%/35%。阿里持续加强供应链和履约能力,近期亦将天猫超市及进出口事业群升级为B2C事业群,进一步增强自营零售能力。本季度京东3P业务继续保持快速增长,受益于“二选一”被取缔,品牌商家加速进入京东,管理层在业绩会透露,三季度3P业务GMV同比增长45%,加入京东的第三方商家数量是一、二季度总和的三倍,其中服装和家居类商家的增长领先。

图表9 阿里、京东新兴电商业务收入



资料来源:公司公告、平安证券研究所

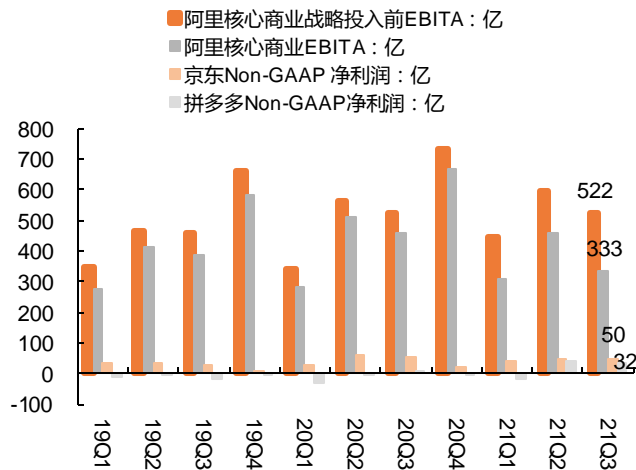
图表10 阿里、京东新兴电商业务收入增速



资料来源:公司公告、平安证券研究所

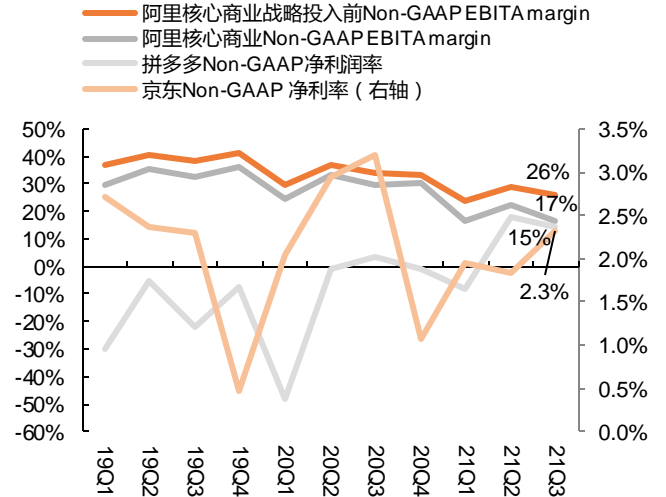
盈利端：阿里盈利承压，拼多多利润率明显回升。21Q3阿里核心商业EBITA、京东Non-GAAP净利润、拼多多Non-GAAP净利润分别为333/50/32亿元，同比增速分别为-28%/-9%/575%，利润率分别为17%/2.3%/15%。阿里核心商业利润率下降主要由于增加了战略领域投入，包括淘菜菜、本地生活、淘特等战略投入业务共拉低EBITA 190亿元，剔除战略投入影响，核心商业战略投入前EBITA达522亿，同比基本持平。21Q3京东毛利率14.2%，同比降低1.16pcts，履约费用率6.5%，同比缩小0.13pcts，主要因为加大物流、新业务投入，净利率2.3%，同比降低0.9pcts。拼多多盈利能力提升主因降低销售费用支出，21Q3拼多多销售费用率47%，同比降低24.1pcts。

图表11 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12 阿里、拼多多、京东可比利润率



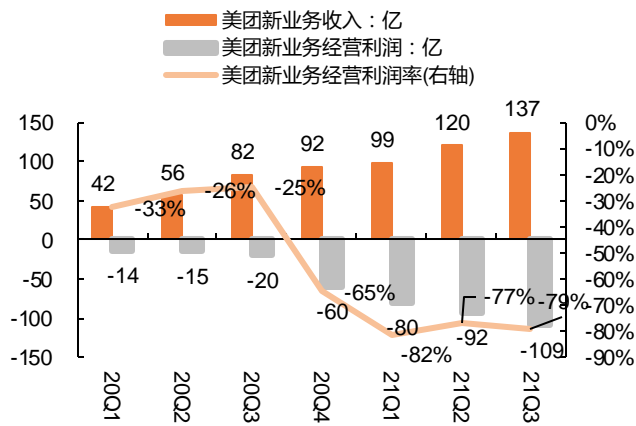
资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、社区团购：头部公司持续高投入，非头部公司开始区域收缩

头部公司持续高投入。从美团新业务看（主要为社区团购、闪购、美团买菜、打车、共享单车等业务），21Q3新业务收入137亿，同比增加67%。经营亏损109亿，环比扩大17亿，经营亏损率79%，环比扩大2.7pcts。从阿里战略投入看，21Q3社区团购、本地生活、淘特等对核心商业EBITA负面影响达到190亿元，考虑到从21Q1开始阿里明显加大社区团购和淘特投入，21Q3同比新增126亿或大部分投入至社区团购和淘特中。对应高投入，21Q3阿里巴巴淘菜菜GMV环比增长150%（上季度环比增长200%）。

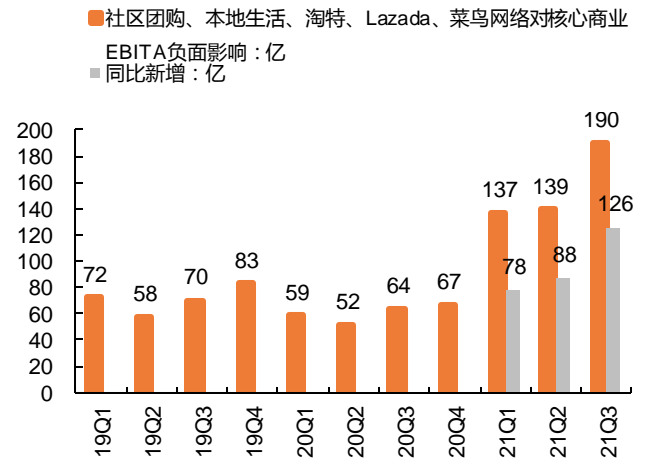
各公司加强基础设施建设，非头部公司区域收缩优化UE模型。当前受政策影响，社区团购从业公司不能以低于毛利价格销售，各公司纷纷投入供应链和仓储物流等基础设施建设。此外，非头部公司开始区域收缩。根据京东业绩会，目前京喜拼拼已收缩至10省区，在区域内优化UE模型降本增效。与业务初期相比，京喜拼拼每笔订单的执行成本降低了近50%。近期淘菜菜亦撤销贵州区域，目前仅有美团和拼多多覆盖全国区域。我们认为社区团购是一项长期业务，将全方面考验各公司产品、物流、用户运营能力，目前行业仍呈现两超（美团、拼多多）+两强（兴盛优选、淘菜菜）格局。淘菜菜是影响未来竞争格局的一大变量，主要因为淘菜菜商品品质和履约时效较好但亏损率较高，若阿里坚定投入不惧亏损或将影响两超格局，若缩减投入可能会因为单量与“两超”差距拉大最终掉队。

图表13 美团新业务收入及利润率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 阿里巴巴战略投入

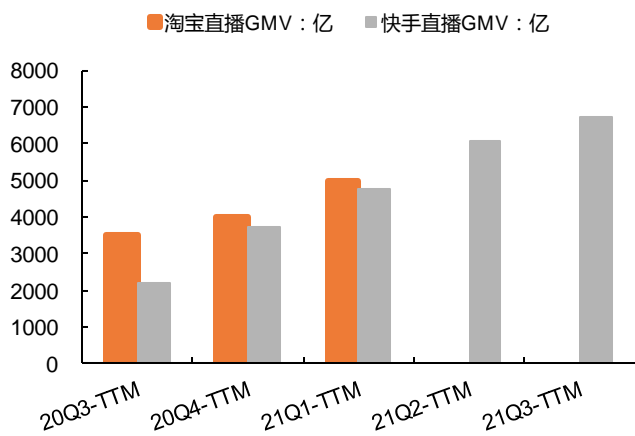


资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、直播电商：抖音、快手保持高增长

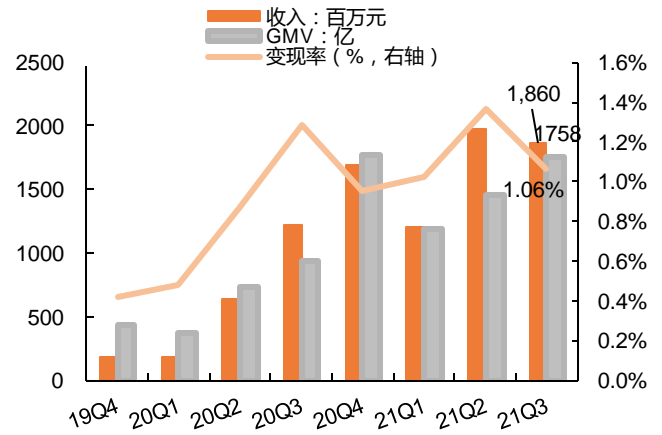
行业保持三足鼎立局面，抖音直播继续保持高速增长。**1) 抖音：**根据抖音数据，截止2021年10月入驻品牌数是2021年初的2倍。“双11”期间（10月27日至11月11日），下单用户同比增加超1倍，复购用户增加近2倍，直播总时长2546万小时，日均直播时长159万小时，较此前“618”、“818”购物节有所提升，商家自播时长占比达48%，成交破千万（含破亿）的品牌达577个，单场成交额破千万直播间（含破亿）达282个。**2) 快手：**21Q3其他服务（主要为电商）收入19亿元，同比增长53%，电商GMV达到1758亿元，同比增长86%，主因活跃买家数和客单价的提升，2021年9月电商复购率进一步提升至70%以上。电商变现率有所降低，take rate 1.06%（同比-0.23 pcts，环比-0.31 pcts）。三季度，快手电商闭环能力仍处于高水平，快手小店的电商交易额占比达到90.0%（同比+18.6 pcts，环比-0.7 pcts）。此外，快手继续推动品牌、供应链、服务商建设，品牌商家、好物联盟、服务商绑定商家GMV占总GMV比例均有所提升。**3) 淘宝：**继续加码直播，调整负责人和战略打法。阿里继续加码淘宝直播，在淘宝首页新增直播一级入口，引入更多公域流量。此外，淘宝直播也更换了负责人，拥有较为丰富短视频行业经验的程道放（原点淘APP负责人、前“印度快手”Vmate CEO）接任淘宝直播负责人。淘宝直播亦加强在点淘APP的运营，发力“短视频+直播”的发现式电商，淘宝直播流量来源于点淘APP占比提升至50%。

图表15 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16 快手直播电商 GMV、收入、变现率



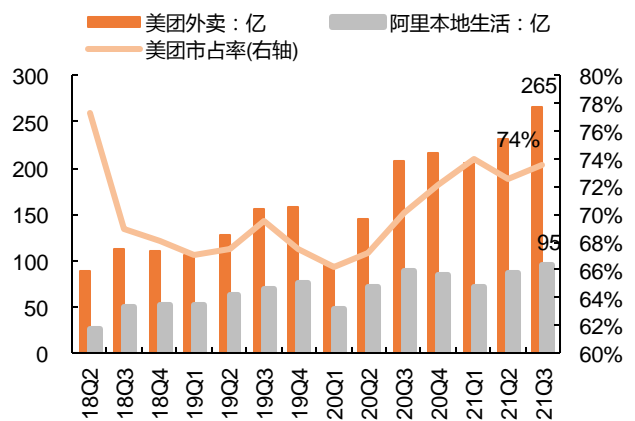
资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、近场电商：外卖增速有所放缓，前置仓强调效率优先

4.1 外卖：美团外卖市占率仍在提升，但竞争有所加强

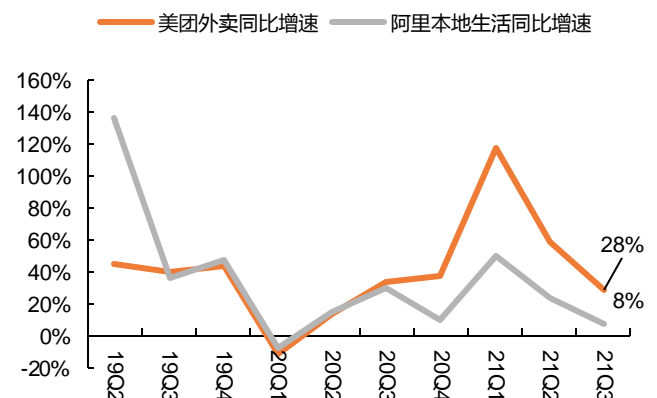
美团外卖市占率仍在提升(按收入计)，但饿了么订单量增速超美团外卖，竞争有所加强。21Q3 美团外卖收入达到 265 亿，同比增长 28%，较上个季度 59% 增速有所下滑，主要是由于三季度部分地方新冠疫情影响以及河南等地的自然灾害等宏观因素。21Q3 美团外卖订单量达 40.1 亿单，同比增长 25%，日均外卖订单量达到 4360 万单。与此对比，21Q3 阿里本地生活收入达 95 亿，同比增加 8%，订单量同比增长 30%。按收入计，美团外卖市占率仍在提升，达到 74% (环比+1.1pcts)，但饿了么订单量增速超过美团外卖。饿了么在本季度继续加强用户获取和体验的提升，年活跃买家同比增长 28%。根据《晚点》报道，近期阿里本地生活组织架构已调整完毕，我们认为随着新管理团队的落地，阿里对本地生活板块仍将持续投入。

图表17 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

图表18 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

补贴率提升，美团外卖经营利润率同比降低 0.4pcts。21Q3 美团外卖经营利润率 3.3%，同比降低 0.4pcts，盈利能力有所缩减，主要由于用户激励增加所致，环比降幅较大主因外卖业务的季节性。21Q3 美团外卖单均价格 49.1 元，单均收入 6.6 元，单均经营利润达到 0.22 元。

图表19 美团外卖订单量增速放缓，经营利润率同比降低 0.4pcts

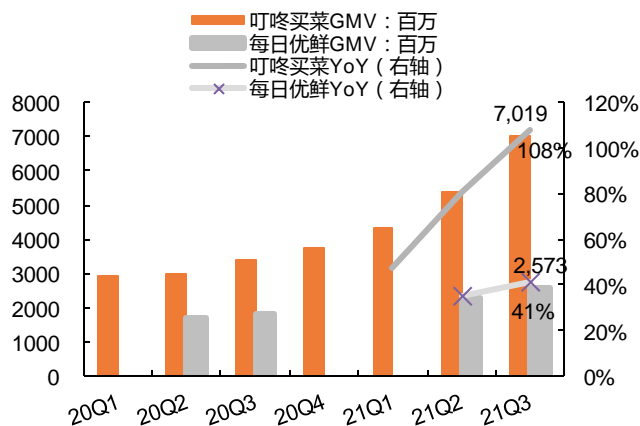
	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
GTV: 亿	931	1,119	1,121	715	1,088	1,522	1,563	1,427	1,736	1,971
YoY	37%	40%	40%	-5%	17%	36%	39%	100%	60%	29%
总交易笔数: 百万	2,085	2,469	2,505	1,375	2,229	3,213	3,331	2,903	3,541	4,013
YoY	35%	38%	37%	-17%	7%	30%	33%	111%	59%	25%
笔单价: 元	44.65	45.32	44.75	52.02	48.83	47.38	46.91	49.17	49.02	49.11
变现率	13.8%	13.9%	14.0%	13.3%	13.4%	13.6%	13.8%	14.4%	13.3%	13.4%
单均收入: 元	6.16	6.31	6.27	6.90	6.53	6.44	6.47	7.09	6.53	6.60
单均经营利润: 元	0.36	0.31	0.19	-0.05	0.56	0.24	0.26	0.38	0.69	0.22
单均经营利润率: %	5.9%	4.9%	3.1%	-0.7%	8.6%	3.7%	4.1%	5.4%	10.6%	3.3%

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

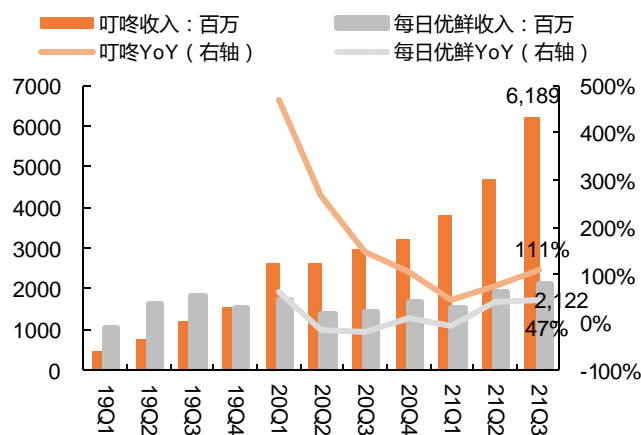
叮咚买菜缩减城市扩张态势, 加密区域前置仓, GMV 保持快速增长。本季度, 叮咚买菜战略转变为“效率优先, 兼顾规模”, 21Q3 叮咚买菜仅新开 1 个城市 (上季度新进 7 个城市), 共进入 37 个城市, 季度新增前置仓 239 个 (上季度新增 147), 共经营 1375 个前置仓。与此对比, 每日优鲜同样仅新开 1 个城市 (上季度无新进城市), 共进入 17 个城市。21Q3 叮咚买菜 GMV 同比增长 108% 达到 70 亿, 收入同比增长 111% 至 62 亿。每日优鲜 GMV 同比增长 41% 至 26 亿, 收入同比增长 47% 至 21 亿, 叮咚买菜继续拉大与每日优鲜之间规模差距。此外, 美团买菜用户基数和交易金额持续增长, 主因缩短配送时间并扩充商品品类, 目前美团买菜继续保持在一线城市运营迭代及改善 UE 模型。

图表20 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21 叮咚买菜、每日优鲜收入对比

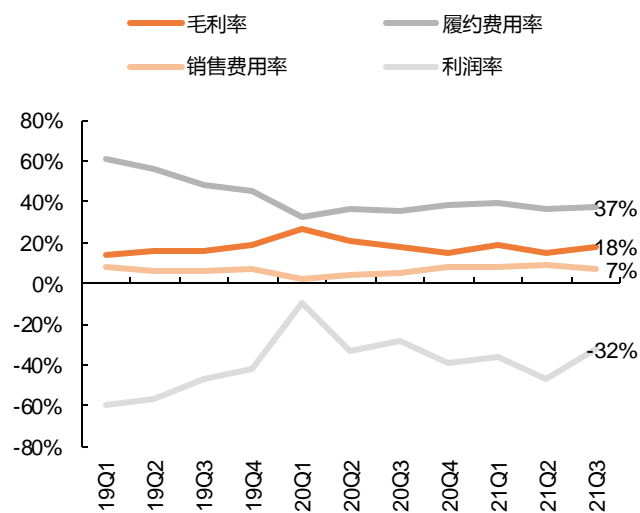


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

亏损率环比有所收窄, 但商业模式仍有效性待验证。21Q3 叮咚买菜毛利率 18% (环比+3.6pcts, 同比+0.7pcts), 主因商品力及供应链能力的提升。履约费用率 37% (环比+0.9 pcts, 同比+1.7pcts), 销售费用率 7% (环比-2.2 pcts, 同比+1.9pcts), 净亏损率 32% (环比收窄 14.0pcts, 同比扩大 4.2pcts)。21Q3 每日优鲜毛利率 12% (环比+4.8pcts, 同比-4.3pcts), 履约

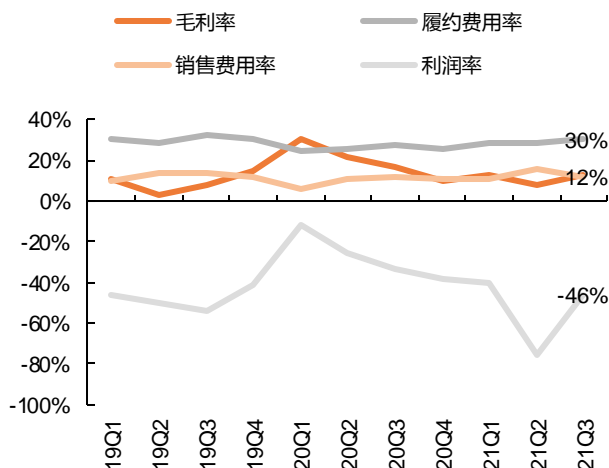
费用率 30% (环比+1.5pcts, 同比-2.6pcts), 销售费用率 12% (环比-4.0pcts, 同比+0.3pcts), 净亏损率 46% (环比收窄 29.8pcts, 同比扩大 12.4pcts)。

图表 22 叮咚买菜毛利率、履约费用率、销售费用率、利润率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 23 每日优鲜毛利率、履约费用率、销售费用率、利润率



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都加剧整个行业竞争。行业竞争加剧、用户增长见顶，主要依靠 3P 平台型电商业务的公司受冲击更大。在这种情况下，我们认为拥有较强供应链能力、能够为消费者和商家持续提供好商品和服务并坚持长期主义的公司将获得竞争优势。我们建议关注供应链和物流能力较强、成功从家电 3C 拓展到超市品类的京东；坚持“长期有耐心”、外卖和团购优势稳定、借助社区团购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。

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和政策风险，直播电商领域面临主播售假、偷税漏税风险。
- 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。

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，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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：

此报告旨在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

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

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

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