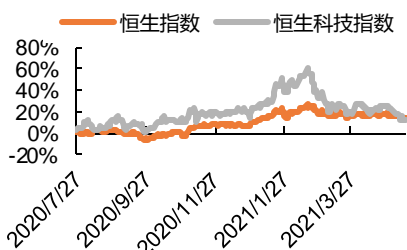


行业深度报告

电商研究框架：从“多快好省”到“人货场供需一体化”模型

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】社区团购：重构履约的推荐式新型电商 20210127

【平安证券】从叮咚买菜和每日优鲜看前置仓电商的未来 20210705

【平安证券】直播电商系列报告（一）：高速增长的发现式电商，从电商新兵到行业 C 位 20211011

【平安证券】《直播电商系列报告（二）：抖快淘三足鼎立，抖音电商异军突起》 20211011

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

张功 投资咨询资格编号
S1060119010028
zhanggong687@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：

- **“人货场供需一体化”研究框架：**本篇报告构建了新型电商研究框架，我们在供给侧将商品按标准化程度和销售方式分为四大类，通过内容和距离两类场景，连接“多快好省”不同需求，构建了“人货场供需一体化”的研究框架。不同于传统框架强调需求侧的研究，我们认为供给侧是驱动平台发展的重要动力，供给侧品类的差异需要不同履约、展示方式适配，从而导致各类电商在满足消费者不同需求方面各有所长。
- **货（供给侧）：推动增长的主要动力，抓住潜力品类是各平台未来重要机遇。**供给侧决定单客收入，品类越丰富消费频次和客单价越高，进而推动 GMV、收入增长。供给侧中潜力品类决定未来增长空间。按商品标准化程度和分销方式将商品分为四类，其中非标品和分销占比越高的品类有更高增长潜力，特别是规模大、目前电商渗透率低的**生鲜和家居家装品类**。各平台由于模式、基因禀赋差异擅长不同品类，一般来说 marketplace 型电商擅长非标品，自营型电商擅长标品。预计阿里在生鲜、家居家装，京东在食品饮料，拼多多在生鲜，抖音在服装配饰非标品类将有较大发展空间。
- **场（内容与履约）：决定用户购物体验，其中内容场景影响购前决策，物流履约影响购后时效体验。**内容场景的提升主因短视频和直播等更高级媒介形态的普及和由此带来的更繁荣的 KOL 内容生态，具备更好展示体验、提供更多消费决策信息。履约的提升主因远场当日次日达物流和分钟级即时配送的普及。随着更先进展示科技与物流配送方式的提升，电商极大的缩小了相比线下的体验差距。平台角度看，抖音为代表的短视频平台强于内容体验，京东、美团自建物流体系拥有更强履约护城河。
- **人（需求侧）：“多快好省”是消费者永恒追求，“省”是最基本需求，“多快好”属于消费升级。**新模式崛起率先突破“省”，达成形式各不相同。marketplace 型电商依靠流量获得的“省”，面临一定约束。通过提升效率达成的“省”，更具持续性。“多”指商品种类多，淘宝和闲鱼供给端独具百万级长尾商家。“快”指送货快，体现配送端的优势，京东、美团等自建履约网络的电商拥有较大优势。“好”指品质好、体验好，天猫是品牌“第二官网”，优质的用户、“客户第一”的经营思路是其独特优势。单一平台难以同时满足“多快好省”需求，矩阵化是较优解。
- **投资建议：**我们认为需从人货场供需各方面统筹比较各平台竞争优势。供给侧，生鲜、家居家装、食品饮料、配饰家纺部分非标品是潜力品类。内容场景和履约侧，强于内容的直播电商平台和自建物流体系的平台具有更好消费体验。需求侧，不同平台满足细分需求各具优势，拼多多强在“省”、淘宝强于“多”、美团京东强在“快”、天猫强于“好”。
- **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、	从“多快好省”到“人货场供需一体化”研究框架	5
1.1	“人货场供需一体化”研究框架	5
1.2	电商发展史：从蓝海到红海，但增长空间仍大	6
1.3	规模与竞争格局：电商渗透率持续提升，竞争格局持续分化	7
二、	供给侧（货）：增长主要动力，潜力品类决定未来增长空间	8
2.1	供给侧是驱动增长的主要动力	9
2.2	潜力品类决定未来增长空间	11
2.3	潜力品类：生鲜、家居家装、食品饮料、配饰家纺部分非标品	13
三、	场景：科技驱动线上购物体验趋近于线下	17
3.1	技术发展驱动内容场景影响购前决策	17
3.2	物流基础设施的提升影响购后时效体验	20
四、	需求侧（人）：“多快好省”是永恒追求，单一平台难以满足所有需求	23
4.1	“省”是最基础需求	24
4.2	“多快好”属于消费升级	25
4.3	单一平台难以满足所有需求，矩阵化是较优解	28
五、	电商平台：各有所长，各领风骚数年	29
5.1	电商平台股价复盘：基本面驱动股价增长，不同平台各领风骚数年	29
5.2	阿里巴巴：强供给、多矩阵、用户价值高的龙头电商平台	30
5.3	京东：深耕物流基础设施的新型实体经济电商平台	33
5.4	美团：从“万物商店”到“万物到家”的电商平台	35
5.5	拼多多：深耕农业的高频低价电商平台	36
六、	投资建议	38
七、	风险提示	39

图表目录

图表 1	电商研究框架	5
图表 2	供需一体研究框架下各大电商平台特点	6
图表 3	电商发展史	7
图表 4	社会零售总额与实物网上销售额	8
图表 5	实物商品年度电商渗透率	8
图表 6	电商竞争格局及市占率	8
图表 7	供给侧推动电商行业、公司增长逻辑图	9
图表 8	京东 3C 家电增速远高于行业平均增速	9
图表 9	拼多多农产品 GMV 及占比	9
图表 10	亚马逊品类渗透率进程	10
图表 11	京东日用百货品类收入占比逐步提升	11
图表 12	亚马逊 3P 业务增速高于 1P 业务增速	11
图表 13	实物商品累计月度电商渗透率	11
图表 14	各品类行业规模和电商渗透率	12
图表 15	按电商渗透率、近年电商复合增速划分的商品品类	12
图表 16	按商品标准程度和分销方式的分类	13
图表 17	阿里农产品 GMV 及占比	14
图表 18	生鲜不同业态规模及竞争格局	14
图表 19	拼多多/淘特直供农场地的模式	15
图表 20	家居家装行业阿里布局	15
图表 21	食品饮料传统流通渠道与社区团购模式比较	16
图表 22	罗莱线上收入规模及渗透率	16
图表 23	富安娜线上收入规模及渗透率	16
图表 24	珠宝类上市公司电商渗透率虽在提升但仍偏低	17
图表 25	2020 年抖音用户最爱购买的品类 Top10	17
图表 26	媒介进化：从图文到视频、直播	18
图表 27	不同媒介电商交易转换率比较	18
图表 28	观看直播比不观看直播的淘宝用户下单转化率更高	18
图表 29	直播电商相关政策	18
图表 30	淘宝 APP 中的 3D 样板间、AR 试鞋等展示科技提升购物体验	19
图表 31	消费者决策流程图	20
图表 32	按时效性划分的电商模式	20
图表 33	京东物流配送能力与菜鸟对比	21
图表 34	不同物流履约方式对比	21
图表 35	不同履约方式单票成本比较（元）	22
图表 36	自营电商模式履约费用率对比	22
图表 37	自营电商模式毛利率与履约费用率之差	22
图表 38	阿里分布式物流配送网络	23
图表 39	线上相对于线下整体“效用”有所提升	24
图表 40	拼多多、直播电商实现“省”的方式均是通过集中流量至有限 SKU“以量换价”	24
图表 41	Costco 持续保持低毛利率	25
图表 42	Costco 利润主要来自会员收入而非商品销售	25
图表 43	亚马逊广告收入在所有业务中增速最快	25
图表 44	亚马逊广告收入占总收入比重不断提升	25
图表 45	淘宝原创特色商家 GMV 占比达 17%	26
图表 46	天猫 GMV 在阿里中国零售业务总 GMV 占比变化	26
图表 47	京东物流当日及次日达覆盖区县数量及占比	27
图表 48	京东历年“双 11”、“618”快递当日及次日达覆盖比例	27

图表 49	美团外卖广告“送啥都快”抓住最关键影响因素“快”	27
图表 50	天猫双 11 品牌集合“猫头”广告片	28
图表 51	阿里矩阵的电商模式	28
图表 52	电商股价复盘	29
图表 53	电商股价基本由基本面驱动	30
图表 54	阿里按年龄分层用户消费特点	31
图表 55	阿里中国零售 AAC 和 MAU	31
图表 56	淘宝 DAU、MAU 和用户时长	31
图表 57	阿里客户管理（3P）收入表现	32
图表 58	阿里直营（1P）电商业务收入表现	32
图表 59	阿里关键策略投入前商业经调整 EBITA 率	32
图表 60	阿里核心商业经调整 EBITA 率	32
图表 61	阿里最新组织架构调整实现四大板块总裁制	33
图表 62	京东核心品类与拓展品类	33
图表 63	京东用户年平均支出	33
图表 64	京东物流从当日及次日达到小时达	34
图表 65	京东受流量平台冲击较小，2021 年主业电商增长稳健	34
图表 66	京东整体毛利率、履约费用率、Non-GAAP 净利率	34
图表 67	美团外卖市占率仍在不断提升	35
图表 68	美团核心品类与拓展品类	35
图表 69	美团、饿了么及各自商家端 DAU 对比	35
图表 70	美团外卖整体毛利率与经营利润率	35
图表 71	美团用户画像打通逻辑	36
图表 72	美团用户增长	36
图表 73	拼多多年活跃买家与月活跃用户	36
图表 74	拼多多 DAU、MAU 以及 DAU/MAU	36
图表 75	拼多多用户购买频率较高	37
图表 76	拼多多在农业领域的表现	37
图表 77	拼多多团队开发出一系列创新产品功能	37
图表 78	拼多多单用户支出仍有较高提升空间	38
图表 79	拼多多客（件）单价仍有较高提升空间	38
图表 80	拼多多 Non-GAAP 销售费用及销售费用率	38
图表 81	拼多多 Non-GAAP 净利润及净利率	38

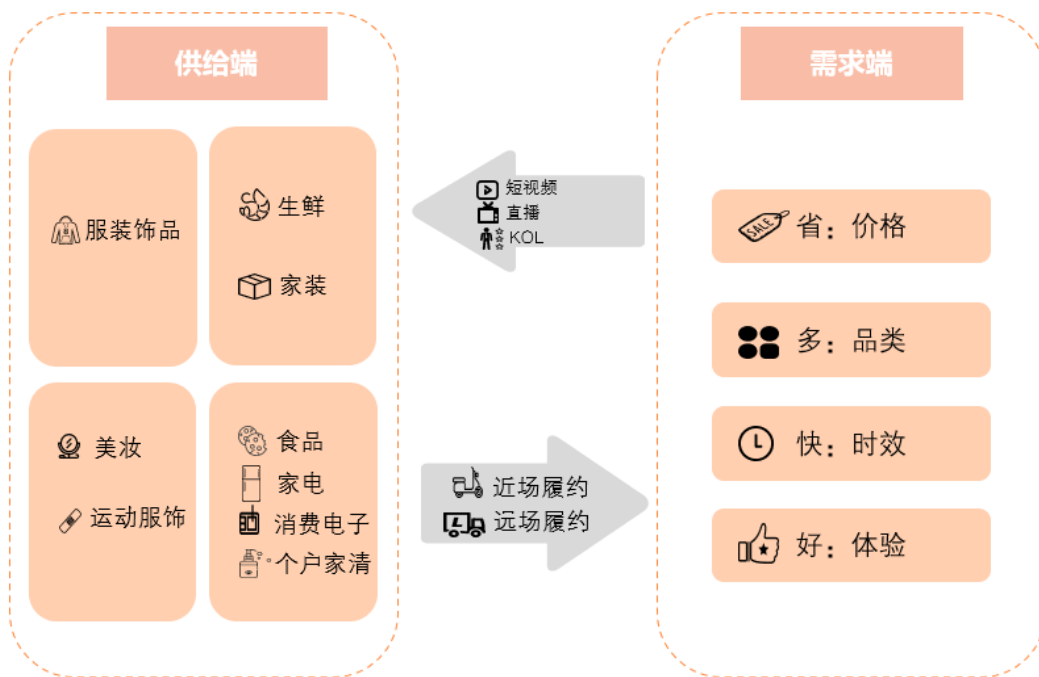
一、从“多快好省”到“人货场供需一体化”研究框架

报告导读：本篇报告构建了“人货场供需一体化”的研究框架，我们认为供给侧是驱动平台发展的重要动力，内容和物流配送是影响平台购物体验重要因素，用户“多快好省”的不同需求促进各平台具备比较优势。根据以上框架，我们拆分并预测各大品类未来电商渗透率，认为中长期电商渗透率将超过 40%。通过梳理消费者决策链条，我们发现短视频平台在“种草”和“决策”方面对 marketplace 型电商平台产生一定冲击，而对供应链、物流履约能力较强的自营型电商冲击较小。需求侧，我们将“多快好省”抽象成“省”和“多快好”两大需求，并对各类不同电商进行对比，认为单一电商业态难以满足消费者全部需求，多业态构建矩阵化电商体系或成未来发展方向。此外，本篇报告还复盘了 2014 年后主要电商公司的股价表现，并对股价历史驱动力进行分析，希望能在行业低景气度期间为投资者提供更多参考信息。

1.1 “人货场供需一体化”研究框架

不同于传统“多快好省”需求框架，我们认为“人货场供需一体化”框架更能说明不同电商的比较优势。传统需求侧的分析框架仅能看出需求的差异，而实际上，不同货品（供给）通过特定的场景能够更好地满足“多快好省”中某一类需求，从而形成自身模式的比较优势，比如 marketplace 型电商供给侧多为长尾非标品，更容易满足消费者“多”和“省”的需求，而自营电商供给侧多为标品，更容易满足消费者“快”的需求。我们在供给端将商品按标准化程度和销售方式分为四大类，将需求端的“多快好省”分为“省”和“多快好”两大类，再通过内容和距离两类场景连接供需两端。我们认为供给侧品类的差异需要不同履约、展示方式适配，从而导致不同类型的电商在满足消费者不同需求方面各有所长。

图表1 电商研究框架



资料来源：平安证券研究所

图表2 供需一体研究框架下各大电商平台特点

		阿里巴巴	京东	美团	拼多多	抖音
供给侧	核心品类	服装、化妆品、长尾商品	3C 家电、超市品类	餐饮	农产品	服装配饰
	拓展品类	生鲜、家居家装	快消品	生鲜	生鲜	其他非标品类
场景	内容	中	弱	弱	中	强
	物流	中	强	强	弱	弱
需求侧	省	中	弱	中	强	中
	多	强	弱	弱	中	弱
	快	中	强	强	弱	弱
	好	强	强	较强	弱	中

资料来源：平安证券研究所

1.2 电商发展史：从蓝海到红海，但增长空间仍大

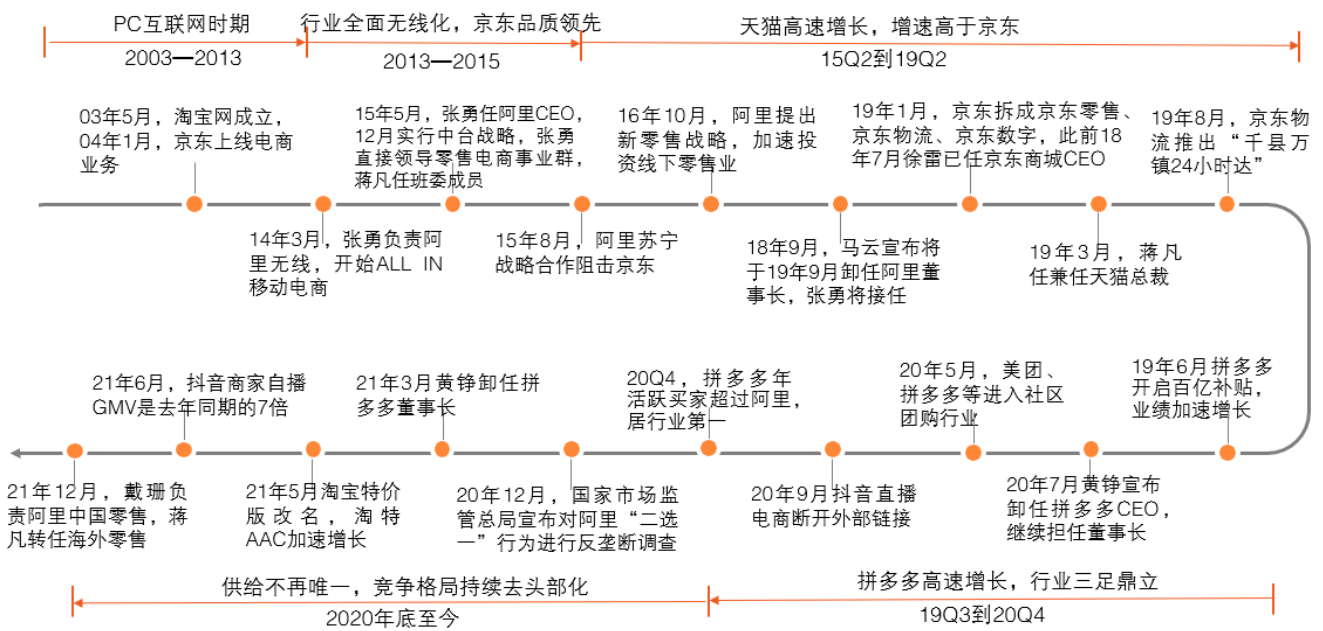
2013 年至 2015 年：行业全面无线化，京东品质领先。2013 年整个互联网行业开始向移动互联网转型，2014 年 3 月阿里张勇负责阿里无线，开始 ALL IN 移动电商。14Q1 淘宝移动端 GMV 占比环比大幅提升 8 Pcts 至 27.4%，随后一路高速发展，至 16Q1 移动端 GMV 占比达到 73%。同期，京东移动端订单占比低于淘宝，14Q2 至 15Q3 京东移动端订单量占比低于淘宝约 10%。2016 年 3 月，张勇发布内部邮件宣布完成手机淘宝团队和淘宝的合并，宣布“淘宝的无线化已经完成”。虽然淘宝无线化领先于京东，但此期间内淘宝仍以便宜低价为主，而京东正品商品与物流时效快的口碑占据用户心智。在此阶段电商竞争格局基本以淘宝和京东为主，其中淘宝移动化表现更出色，京东在高品质商品与服务方面更具优势。

15Q2 到 19Q2：天猫高速增长，增速超过京东。淘宝移动化成功后，为了满足消费者对品质商品的需求，流量逐步向天猫倾斜，在此阶段天猫 GMV 持续高速增长且增速高于京东。与此同时，自张勇担任阿里 CEO 后，阿里逐步做“重”，2016 年提出新零售战略，加强线上线下结合。随后“建新城”盒马，“改旧城”投资并最终控股高鑫零售。中国零售业务中“其他”收入（主要为直营业务）高速增长。2018 年 7 月，拼多多上市，带动电商行业整体进入下沉市场，例如阿里 18Q2 开始新增年活跃买家 80%来自低线城市。在此阶段，天猫增速高于京东，拼多多初露头角，电商逐渐向三足鼎立格局演化。

19Q3 到 20Q4：拼多多高速增长，年活跃买家位居行业第一。2019 年 6 月份拼多多推出百亿补贴计划，这一战略性投入极大的提升了拼多多在消费者心中的信任度，构建了“便宜”的购物心智。20Q4 拼多多以 8.24 亿年活跃买家规模超过阿里的 8.11 亿位居电商行业第一。2019 年 8 月底京东物流发起“千县万镇 24 小时达”，2019 年底已经覆盖全国 88%的区县，当日次日达覆盖区域再上一个台阶，2021 年“双 11”区县当日和次日达比例 93%，乡镇当日和次日达比例 84%，京东在物流方面的优势在 2020 年疫情期间表现亮眼，驱动京东疫情后较高速增长。在此阶段，拼多多高速增长，京东再次找到自身“快”的比较优势，抖音快手加速进入电商行业，电商竞争格局逐渐分化。

2020 年底至今：供给不再唯一，流量进一步打散。2020 年 9 月抖音电商直播断开外部链接，不再给电商平台导流。2020 年底国家市场监管总局宣布对阿里“二选一”行为进行反垄断调查。“二选一”彻底成为历史，阿里在品牌供给端优势下降，这也催生了 2021 年抖音电商以及京东 3P 业务的繁荣。2021 年 3 季度，抖音电商加速增长，对淘系影响显化，阿里客户管理收入增速由 21Q2 的 14%降至 21Q3 的 3%。在此阶段，“二选一”的废除导致供给不再唯一，电商流量进一步分散，行业竞争格局呈现淘系、京东、拼多多、抖音、快手多足鼎立局面。

图表3 电商发展史



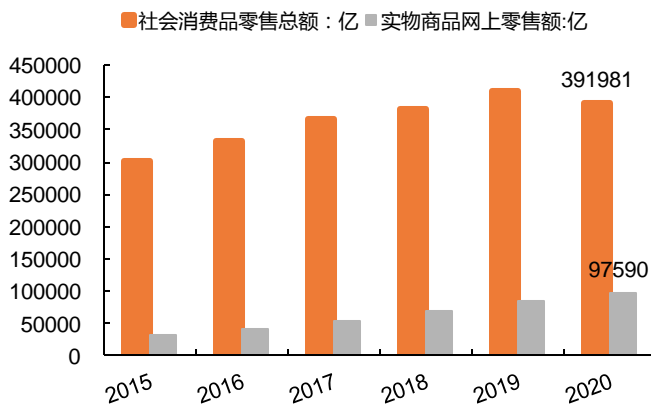
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 规模与竞争格局: 电商渗透率持续提升, 竞争格局持续分化

电商规模逐步扩大, 渗透率持续提升。从规模看, 实物网上销售额从 2015 年的 3.24 万亿提升至 2020 年的 9.76 万亿 (2020 年社会零售总额达 39.2 万亿), 电商规模逐步提升。从电商渗透率看, 实物网上销售额占社会零售总额比例从 2015 年的 10.8% 逐步提升至 2020 年的 24.9%, 渗透率持续提升。

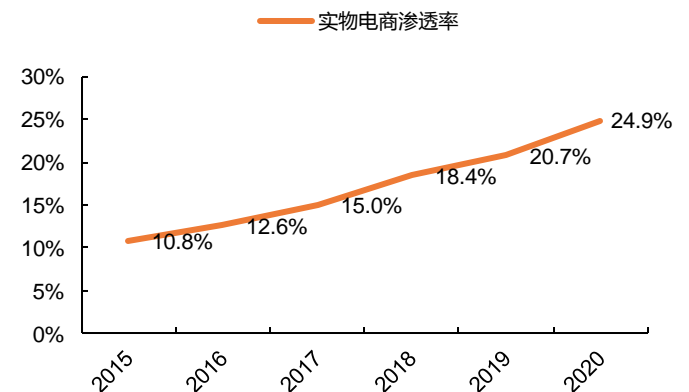
流量打散, 行业竞争格局持续分化。2017 年及以前电商竞争格局基本是阿里和京东两强争霸, 2018 年后随着拼多多的崛起特别是 2019 年 6 月份推出百亿补贴后, 拼多多市占率持续提升, 电商竞争格局呈现“三国杀”格局, 2020 年阿里、京东、拼多多市占率分别为 61.3%、21.4%、13.6%。2020 年 9 月份, 抖音直播电商断开外部链接, 加强闭环电商能力, 快手在 12 月跟进, 电商流量上游的内容平台全面进入电商行业。2021 年抖音电商高速发展, 持续抢占服装配饰、化妆品等品类的市场份额, 电商行业龙头市占率持续下降, 我们预计 2021 年底阿里/京东/拼多多/抖音/快手市场份额分别为 53.7%/21.1%/16.0%/5.2%/4.0%。展望未来 5 年, 根据测算我们认为电商竞争格局分化将继续, 但阿里市占率仍将保持 40% 以上, 京东市占率保持稳定, 抖音快手市占率有所提升。

图表4 社会零售总额与实物网上销售额



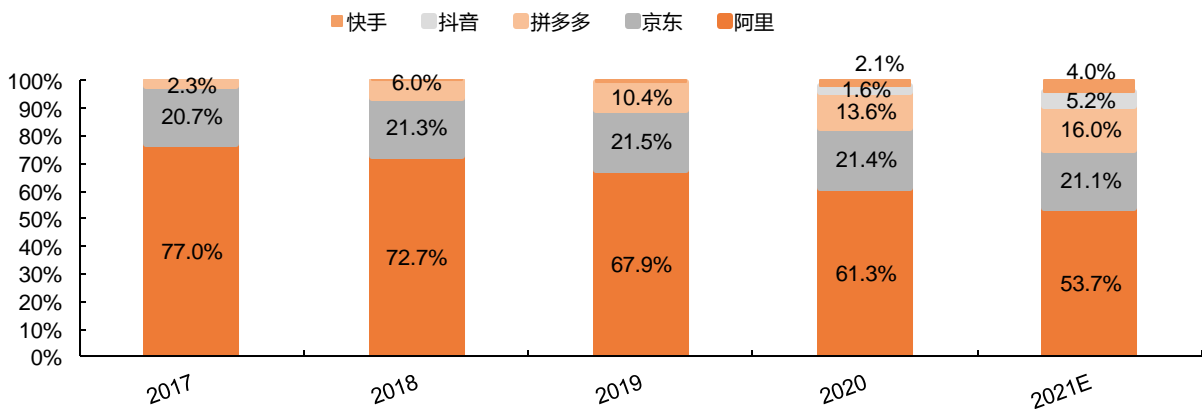
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 实物商品年度电商渗透率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 电商竞争格局及市占率



资料来源: 各公司财报, 晚点, 平安证券研究所估算

注: 阿里2021年GMV按客户管理收入年增长12%估算, 历史GMV取自财年GMV(比自然年后移1季度); 京东2021年GMV按商品收入年增长26%估算; 拼多多2021年GMV按广告收入年增长50%估算; 抖音GMV按闭环GMV计算, 数据来源于晚点, 2020年GMV5000亿(40%闭环); 2021年GMV9000亿(90%闭环), 快手GMV按闭环GMV计算, 2021年GMV按83%增速估算

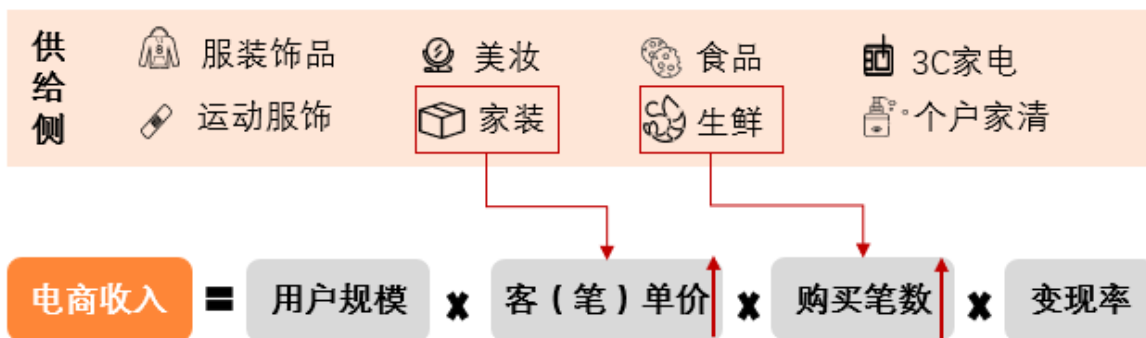
二、 供给侧 (货): 增长主要动力, 潜力品类决定未来增长空间

供给侧是推动行业/公司增长的主要动力, 抓住潜力品类是各平台未来重要机遇。供给侧推动公司增长, 从财务角度看供给侧决定单客收入, 品类越丰富消费者消费的频次和客单价就越高, 单客收入越高进而推动平台 GMV、收入增长。供给侧中潜力品类决定未来电商行业/公司增长空间。我们按商品标准化程度和分销方式将商品分为四类, 其中非标品和分销占比越高的品类有更高的电商渗透率提升潜力, 特别是规模大、目前电商渗透率低的**生鲜和家居家装品类**。不同平台由于模式、基因禀赋的不同擅长不同品类, 一般来说 marketplace 型电商擅长非标品, 自营型电商擅长标品, marketplace 型电商将受益于生鲜、家居家装等品类, 自营型电商将受益于食品饮料等品类电商渗透率的提升, 进而获得未来增长机遇。

2.1 供给侧是驱动增长的主要动力

供给侧是促进电商行业/公司增长的主要驱动力。供给侧包括各种品类的商品，从电商公司收入构成看，供给侧直接影响客（笔）单价和购物频率，进而推动 GMV 和收入增长。比如高频的生鲜品类可以促进消费者下单频率提升购买笔数进而提升单客收入，家装品类可以通过提升客单价的方式提升单客收入。电商公司的商品品类越丰富就越能满足消费者更多样的需求，进而提升用户粘性，实现业绩的稳健持续增长。

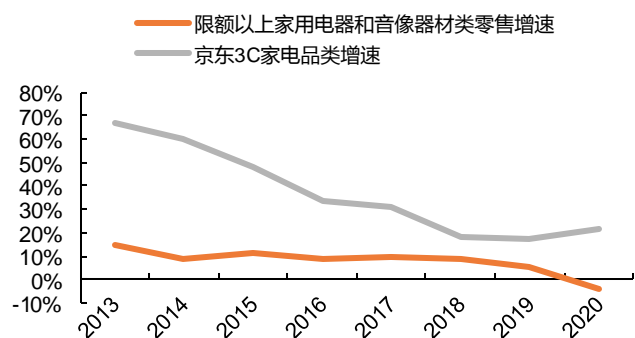
图表7 供给侧推动电商行业、公司增长逻辑图



资料来源：平安证券研究所

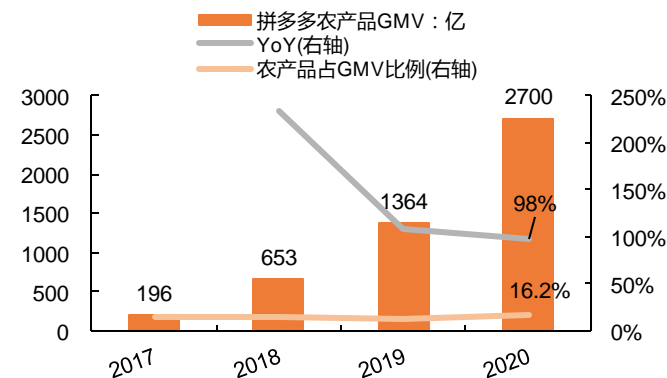
大平台均拥有自身优势品类，与平台性质、初始品类有关。各大电商平台均有自身优势的品类，比如淘宝的服装、美妆等品类，京东的 3C 家电等品类以及拼多多的农产品品类。不同平台品类优势主要受多种因素影响，包括平台性质、初始品类等。平台性质主要包括自营平台和 marketplace（第三方交易）平台，一般来说自营平台可以通过集采降低成本，因此在标品品类具有规模优势，比如亚马逊、京东都属于自营平台为主的电商，各自的 3C 家电、图书等都是标品；marketplace 型平台通过搭建双边市场连接买卖双方，一般来说第三方平台卖家生态更繁荣，能为消费者提供更多选择，因此在非标品方面更有优势，比如淘宝的服装和拼多多的农产品品类。初始品类一般会成为平台的优势品类，平台会通过加强供应链的方式巩固优势品类。初始品类类似平台的基因，平台后续品类拓展也会受初始品类影响。以亚马逊为例，其第一个经营的品类是图书，后来又向图书产业链发展，最终又发展出 kindle 电子书和阅读器，在图书品类优势进一步加强。后续亚马逊品类拓展顺序和优势也是 3C 家电品等标品为先为优，服装等非标品发展靠后且主要依赖第三方商家。京东、拼多多创始团队分别做 3C 家电和生鲜，最终均成为了各自优势品类。京东 3C 家电增速始终远高于行业平均增速。农产品亦为拼多多优势品类，2020 年拼多多农产品 GMV 达到 2700 亿元，占平台总体规模的 16.2%，远高于其他平台农产品占比。

图表8 京东 3C 家电增速远高于行业平均增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 拼多多农产品 GMV 及占比



资料来源：公司官网，平安证券研究所

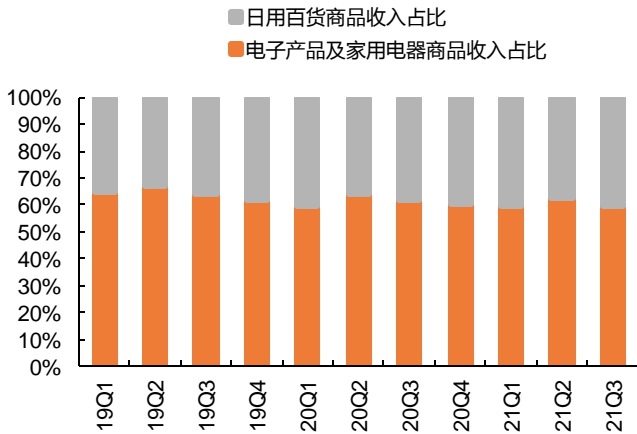
图表10 亚马逊品类渗透率进程

时间	品类	进入时间
1994年8月	图书	自营
1999年11月17日	视频、礼品商店	自营
1999年2月25日	保健、美容、药品	收购
1999年3月29日	宠物	收购
1999年5月18日	食品	收购
1999年7月13日	玩具、电子产品	自营
1999年7月14日	体育用品	收购
1999年10月31日	大型折扣工具	收购
1999年11月9日	家居装修、软件、视频游戏、礼物创意店	自营
1999年11月30日	玩具	收购
1999年12月1日	宝石、手表、太阳镜等奢侈品	收购
2000年4月5日	草坪、庭院装饰品、维护用品	自营
2000年4月17日	健康、美容	自营
2000年5月2日	烹饪用品配件	自营
2000年5月19日	家具	自营
2000年5月31日	音频	自营
2000年11月14日	电子书	自营
2004年4月22日	珠宝	自营
2006年2月27日	时尚服装、鞋子、配饰	收购
2006年7月5日	玩具、婴儿用品	自营
2006年7月17日	杂货	自营
2007年1月3日	鞋、包	自营
2007年8月	生鲜	自营
2008年6月23日	办公用品	自营
2008年6月25日	面料	收购
2009年7月14日	户外用品及服装	自营
2009年7月22日	鞋	收购

资料来源:《亚马逊编年史》, 平安证券研究所

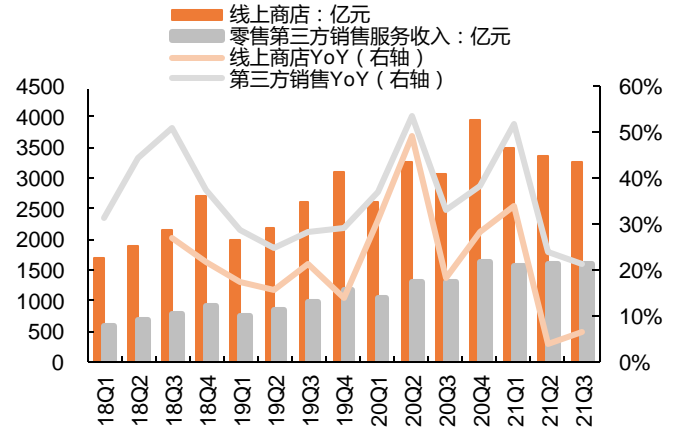
抓住大品类的扩张机遇, 驱动平台实现大发展。消费者天然倾向于一站式购买, 因此品类越齐全平台就越受用户欢迎。平台在进行品类扩张时, 若能把握住大品类的机会, 就能取得跨越式发展。以京东为例, 京东传统的优势品类是 3C 家电, 这一品类天然适合京东自营采购以及自有仓储体系, 但是 3C 家电天然消费频率低, 不利于提升用户整体购买频率。京东成功抓住了超市品类的机遇, 实现跨越式发展。超市品类主要包括食品饮料、个护家清、日用品等, 这些品类具有标品、高频、用户即时需要等特点。这一品类完美的契合京东自营采购、仓储物流的禀赋、进一步凸显京东在“快”方面的优势, 同时可以提升仓储周转效率以及用户使用京东 APP 的频率。财报数据显示日用百货占京东商品销售收入比例从 19Q1 的 35% 提升至 21Q3 的 40%。与此类似, 随着亚马逊 1P 业务吸引大量用户, 服装、珠宝配饰等品类第三方商家加速进驻亚马逊, 推动亚马逊 3P 业务高速增长, 增长速度始终高于同期 1P 业务, 并且贡献更高利润。

图表11 京东日用百货品类收入占比逐步提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 亚马逊3P业务增速高于1P业务增速

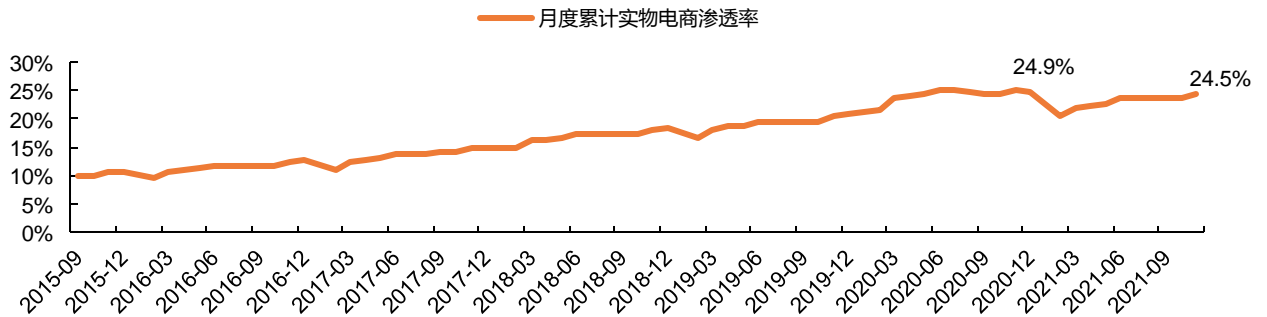


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 潜力品类决定未来增长空间

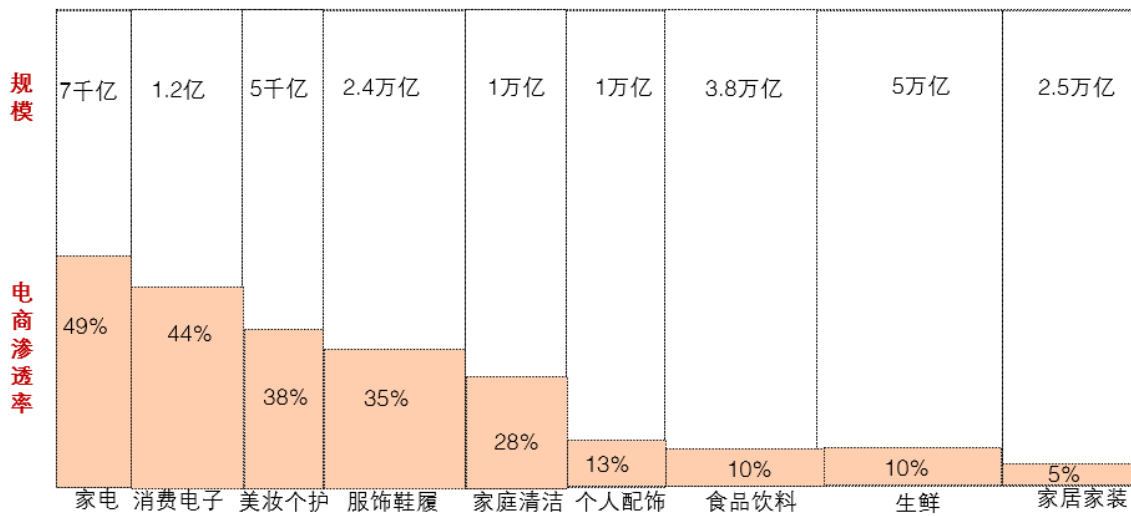
电商整体渗透率目前仍处于中等偏低水平，潜力品类决定行业未来增长空间。从整体品类看，实物电商渗透率目前在 25% 左右，但是分品类看，家电、消费电子等行业电商渗透率在 40%-50%之间，属于线上化程度较高的品类。服装、美妆等电商渗透率在 35%左右，属于线上化中等水平。家装、生鲜、食品饮料等品类电商渗透率都在 10%以下，而这些都是数万亿的大品类，线上化仍有很大发展空间。根据测算，假设家装、生鲜、食品饮料等品类电商渗透率达到中等水平，预计中长期实物电商占社零的比例提升至 40%以上。

图表13 实物商品累计月度电商渗透率



资料来源：WIND，平安证券研究所

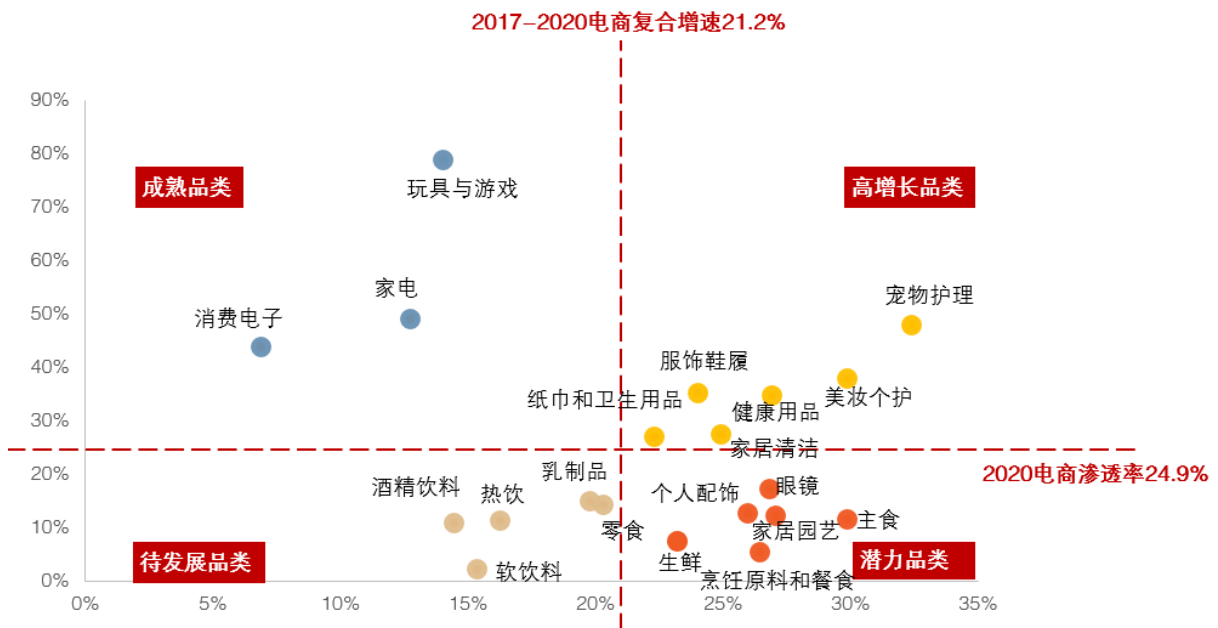
图表14 各品类行业规模和电商渗透率



资料来源: euromonitor, 平安证券研究所

服饰、美妆高增长，生鲜、家居、配饰为潜力品类。我们以 2020 年各品类电商渗透率为纵坐标，2017 至 2020 年电商行业符合增长率为横坐标建立坐标系，将不同品类的商品分为四部分，分别是**高增长、成熟、潜力、待发展品类**。可以发现服装、美妆个护、家居清洁、宠物护理等品类电商渗透率和近年电商增长率均领先大盘，是高增长品类。生鲜、配饰、家居园艺虽然渗透率不及大盘平均水平，但近年电商增速加快，是潜力品类。家电、消费电子电商渗透率高，但是近些年电商复合增速趋缓属于成熟品类。而各类饮料、零食等品类渗透率和增速均不如电商大盘，这类品类电商发展较慢主因这类商品全都是即时性需求，线上时效性尚不能满足消费者需求。

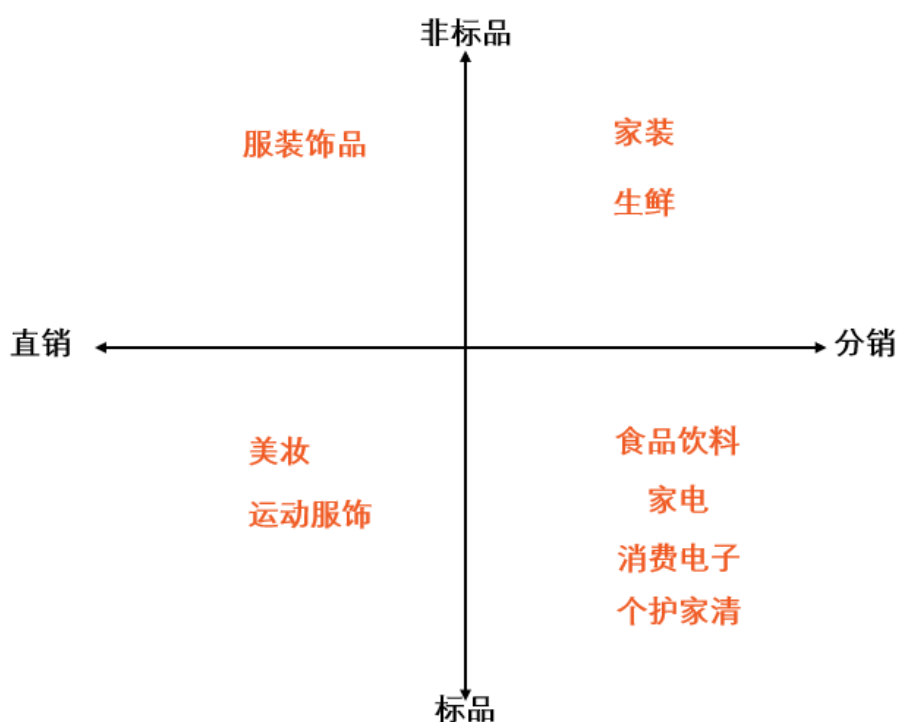
图表15 按电商渗透率、近年电商复合增速划分的商品品类



资料来源: euromonitor, 平安证券研究所

依赖分销方式的品类以及非标品仍有较大线上渗透空间。影响线上渗透率的因素包括 **1) 商品标准化程度**。非标品由于差异度大，手感、颜色、使用效果等均因人而异，因此更适合线下体验购买。**2) 商品销售方式**。在线下拥有完善经销商网络的品类线上化渗透率较低，比如大部分大众必需品等。这类品类往往要覆盖全部消费者，因此多数构建了完善的经销商体系，可以最大范围的触达消费者。除此之外，价格、商品即时性属性也影响线上渗透率。比如一般来说消费者更倾向于在线下购买高客单价格商品；食品饮料等属于即时性需求，这些品类消费者更倾向于线下购买，因为即买即得。根据影响线上渗透率主要两种因素体验和营销方式，我们将商品分为四类，即依赖分销的非标品、直销非标品、依赖分销的标品以及直销标品。随着线上内容（商品）展示形式的提升以及电商下沉和时效的改善，预计依赖分销方式的品类特别是依赖分销的非标品仍有较大线上渗透空间。

图表16 按商品标准程度和分销方式的商品分类



资料来源：平安证券研究所

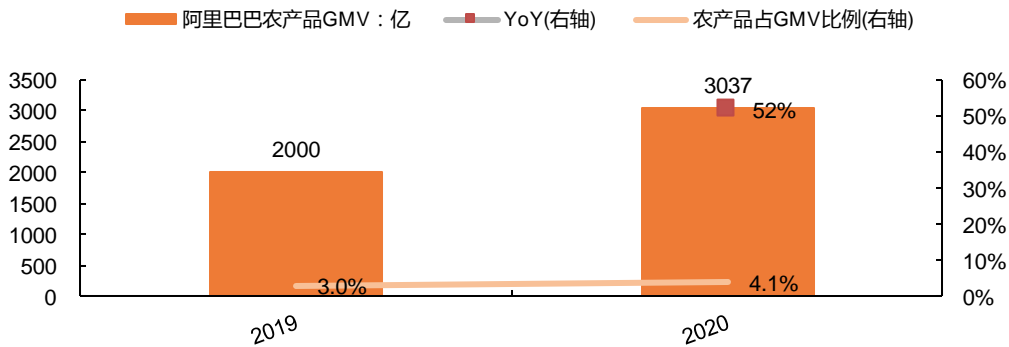
2.3 潜力品类：生鲜、家居家装、食品饮料、配饰家纺部分非标品

生鲜、家装、食品饮料、配饰家纺等部分非标品都具备未来较大增长潜力。生鲜、家装是典型的依赖分销的非标品，商品细分化程度高、特别依赖多层分销渠道触达大众消费者，配饰、家纺等非标品特别依赖线下体验，使得这些品类当前线上化程度较低。但是由于上述品类超大的市场规模以及未来较大的电商渗透率提升预期，当前各电商公司均重点聚焦生鲜和非标品，这也是今年社区团购和直播电商两大行业高速增长的主要原因。预计未来随着展示科技、物流仓储、用户消费习惯的改变将促进上述品类提升电商渗透率。

生鲜线上化迅速发展，多业态齐头并进。生鲜具有低毛利、非标、即食等属性，原本并不适合线上化。但是由于疫情的催化、近场电商的兴起以及包装菜的普及，生鲜线上化迅速发展，线上渗透率由 2019 年的 5% 迅速提升至 2020 年近 10% 水平。根据送达时效不同，生鲜电商包括的前置仓（包括盒马）、天猫/京东超市、社区团购、综合电商，其中综合电商规模最大，社区团购增速最快。2020 年拼多多农产品 GMV 达 2700 亿（YoY +98%），估算后预计 2021 年综合电商生鲜规模

约 6500 亿，拼多多市占率较高。天猫/京东超市和社区团购都是次日达电商，天猫/京东超市品类更多更能满足地级市消费者需求，估算预计 2021 年天猫/京东超市生鲜规模约 2000 亿。社区团购更下沉在服务县域及农村消费者方面具备成本比较优势，估算预计 2021 年社区团购生鲜规模约 1500 亿，但增速高达 200%，美团优选和多多买菜市占率居前两位。前置仓最能满足消费者对生鲜的即时性需求、发展速度快，但盈利模型较差且目标客户规模有限，估算预计 2021 年前置仓生鲜规模约 300 亿，盒马、叮咚买菜市占率靠前。

图表17 阿里农产品 GMV 及占比



资料来源：天下网商公众号，平安证券研究所

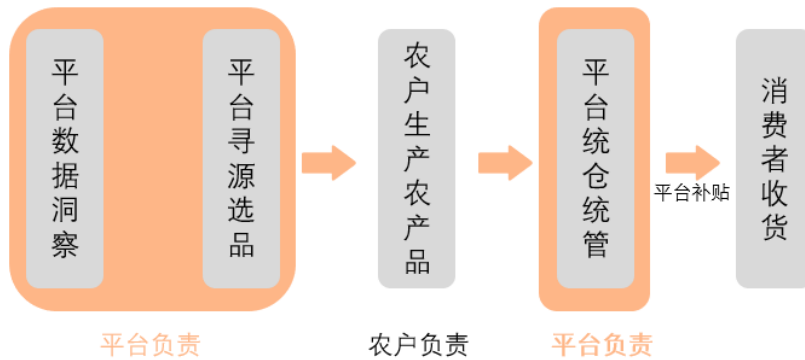
图表18 生鲜不同业态规模及竞争格局



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：以上数据为估算数据，与实际数值或有较大误差，仅供参考不作为投资建议

图表19 拼多多/淘特直供农场地的模式



资料来源：平安证券研究所

家居家装行业规模大，电商渗透率逐步提升。2020年家居家装行业规模超2万亿，但是由于家居家装客单价高、重体验、履约要求高，线上渗透率不足10%。随着90后年轻人逐步进入成家阶段，以及展示科技、履约能力的提升，家居家装行业近年电商交易额开始加速增长，预计电商渗透率将持续提升。根据阿里投资者日数据，家装品类成为近年阿里平台增速最快的大品类。由于家居家装上述的特性，提升电商渗透率需要持续吸引家居品牌、经销商入驻电商平台，并通过展示科技、履约服务持续缩小与线下的体验差距。以阿里为例，在线上，打造了“每平每屋”家居生活社区，同时持续提升3D样板间应用渗透率，2021年9月3D内容数同比增长9倍，日均引导GMV交易额同比增长200%。履约端，通过构建本地仓储和送装一体化服务提升履约体验。线下通过自建homearch家居店和战略投资红星美凯龙、居然之家，探索线下数字化以及线上线下一体化。生态端，构建了每平每屋设计师生态圈以及数字供应链，同时与品牌商、经销商、工厂端合作，丰富供给端多样性。

图表20 家居家装行业阿里布局

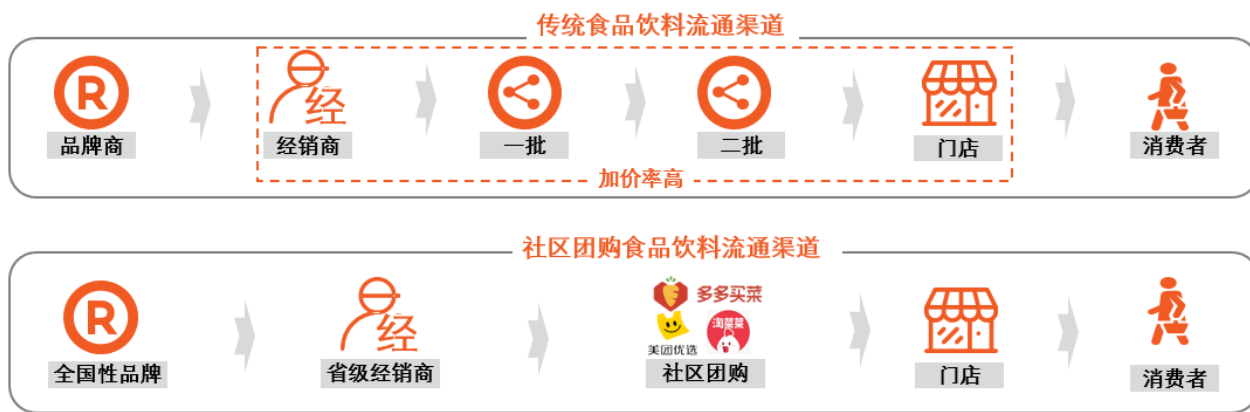


资料来源：Wind, 平安证券研究所

食品饮料受社区团购等新电商渠道推动，仍有较大电商发展潜力。虽然从2017-2020年数据看，食品饮料属于电商渗透率低、近年电商复合增速也较慢的“待发展品类”，但我们仍认为食品饮料的电商渗透率有较大增长空间。食品饮料属于依赖

分销的标品品类，拥有同类特性的家电、消费电子、个护家清等相似品类均取得良好的电商发展。以家电品类为例，其不仅具有依赖分销的标品特点，且物流履约服务更复杂。但以美的为代表的公司抓住电商发展机遇，通过加大电商渠道发展缩减线下经销层级（同时伴随着物流体系的重构和“T+3”生产方式的重塑）实现对格力的市占率反超。对比家电行业，我们认为食品饮料行业有同样的发展可能。食品饮料目前电商发展较慢，主要是因为消费者对食品饮料“即时性”的需求和食品饮料公司在线下具有成熟的多级经销网络，社区团购这一新电商模式或可解决上述问题。社区团购通过构建低成本的新型物流网络，可以在乡镇级实现次日达时效。我们认为这种电商模式可以缩减传统食品饮料公司的经销层级，同时可以满足相对的“即时性”和乡镇下沉。随着社区团购的模式不断改进和发展，预计食品饮料品类线上渗透率或有较大提升空间，目前社区团购行业头部两强公司为美团和拼多多。

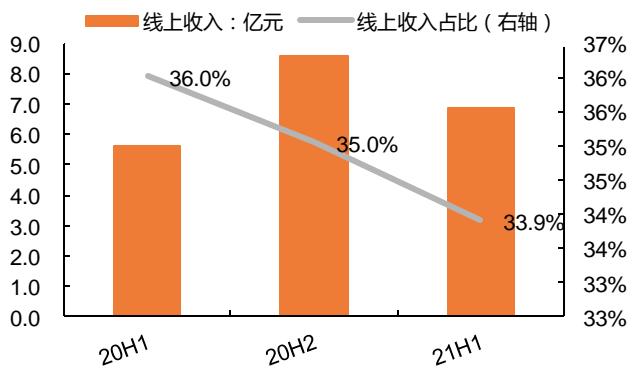
图表21 食品饮料传统流通渠道与社区团购模式比较



资料来源：平安证券研究所

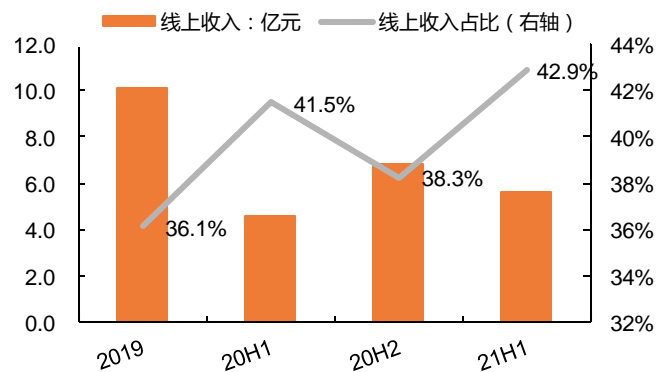
部分非标品受直播电商等推动，预计电商渗透率或可提升至 30%中等渗透率水平。以家纺行业为例，中高端家纺早期由于客单价较高，电商渗透率较低，疫情后随着消费升级以及直播电商等推动下，电商渗透率逐步提升。21H1 家纺龙头罗莱线上渗透率达 33.9%（21H1 渗透率下降主要因为 20H1 疫情期间线下销售受阻以及 20H2 为电商销售旺季）、富安娜线上渗透率达 42.9%。珠宝类商品同样因为强体验、相对高客单价线上渗透率较低，但是在直播电商等推动下，近一年电商渗透率有所提升，周大生、周生生电商渗透率 21H1 提升至 15%以上。以抖音、淘宝、快手为代表的直播电商由于更生动的货品展现和讲解方式是促进上述非标品类提升线上化渗透率的重要渠道。

图表22 罗莱线上收入规模及渗透率



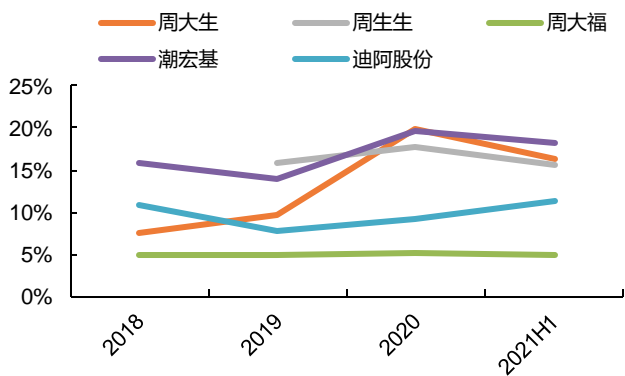
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 富安娜线上收入规模及渗透率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 珠宝类上市公司电商渗透率虽在提升但仍偏低



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 2020年抖音用户最爱购买的品类 Top10

序号	品类
1	女装
2	零食坚果
3	生鲜
4	时尚饰品
5	美容护肤
6	彩妆
7	粮油调味
8	个人护理
9	洗护清洁
10	男装

资料来源：抖音，平安证券研究所

小结：电商渗透率仍有广阔提升空间，抓住潜力品类是各平台未来重要机遇。相对于目前约 25% 的电商渗透率，我们认为中长期电商渗透率将进一步提升至 40% 以上，其中生鲜、食品饮料、家居家装以及配饰家纺等部分非标品将成为促进电商渗透率提升的驱动品类。marketplace 型电商在生鲜、家居家装、部分非标品品类方面的优势，自营电商在食品饮料等标品品类的优势将促进其迎来发展机遇，其中阿里在生鲜、家居家装，拼多多在生鲜，抖音在非标品等品类，京东在食品饮料等品类具备一定优势。这些平台将受益于各潜力品类，实现 GMV 的持续增长。

三、 场景：科技驱动线上购物体验趋近于线下

观感和交付速度是线下购物的比较优势，随着技术/基建发展，线上购物体验越来越趋近于线下。观感是指对购买商品实际的感知，线下可以触摸、品尝、试穿，更具体验感。但是随着科技和媒介形式的发展，短视频和直播的飞速发展，使得线上感知性趋近于线下。线下购物现场购买即刻享受，线上购物需要等待商品交付。随着各类电商的仓储建设离用户越来越远，线上购物时效性越来越快。随着线上购物体感和交付速度趋于线下，预计线上购物场景占比将进一步提升。

3.1 技术发展驱动内容场景影响购前决策

世界进入视频和直播时代。视频内容由于更低的消费门槛、更丰富生动的内容呈现方式，已经成为较文字、图片用户规模更大的媒介形式。企鹅智库调研显示，在各种场景下用户对短视频的消费份额均超过图文和长视频，在琐碎时间下短视频媒介消费份额为 48.0%，在大段空闲时间下短视频份额为 41.3%。直播具有双向实时互动的特点，能够大幅提升观众双向信任度。短视频和直播的兴起，大大提升了消费者线上购物体验，为消费者带来更多的商品细节、更生动的商品展示方式以及实时沟通的新型线上购物形式。

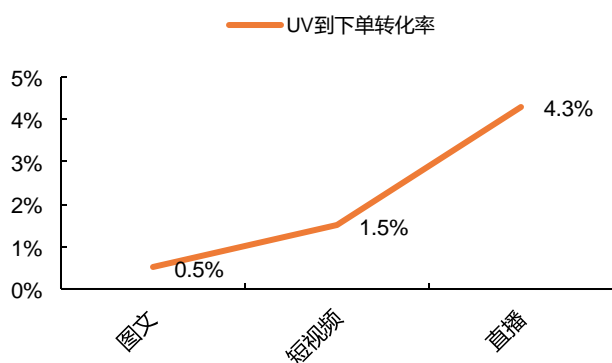
图表26 媒介进化：从图文到视频、直播



资料来源：平安证券研究所

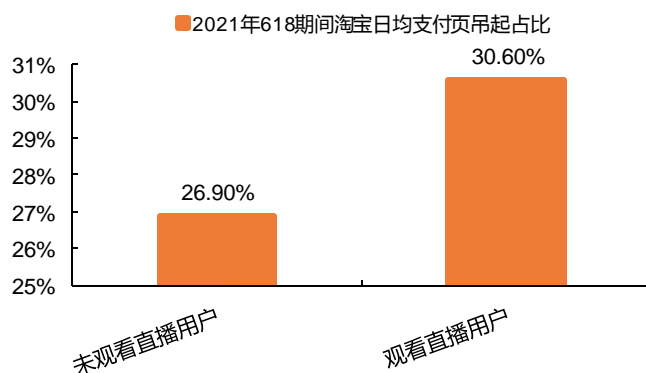
视频和直播对电商最直观的影响是带来支付转化率的提升。在消费者交易场景中，直播间具有更直观的商品展示效果、主播刺激性的话术，能够大幅提升消费者支付转化率。根据艾瑞咨询调研数据，直播电商的下单转化率由图文的 0.5%、短视频的 1.5%，大幅提升至 4.3%。同时根据 Questmobile 数据，淘宝用户中观看直播的用户比未观看直播的用户支付页面吊起占比提升近 4 个百分点。虽然以直播和短视频为代表的 content 电商提升了购物体验，但也会产生负面影响，比如过度娱乐化的内容、主播偷税漏税等问题。近期直播电商部分超级头部账号因税务问题被监管查处也反应了行业不规范运作的现象。相关监管部门已出台多部关于内容和直播电商的监管指导文件，随着监管的落地预计行业将进一步规范健康发展。

图表27 不同媒介电商交易转换率比较



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表28 观看直播比不观看直播的淘宝用户下单转化率更高



资料来源：Questmobile，平安证券研究所

图表29 直播电商相关政策

时间	机构	法规
2016年9月2日	国家新闻出版广电总局	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》
2018年8月1日	全国“扫黄打非”工作小组办公室、工信部、公安部、文旅部、国家广播电视总局、国家互联网信息办公室	《关于加强网络直播服务管理工作的通知》
2020年6月5日	国家广播电视总局	《集中开展网络直播行业专项整治行动强化规范管理》

2020年11月6日	市场监管总局	《关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》
2020年11月13日	国家互联网信息办公室	《互联网直播营销信息内容服务管理规定（征求意见稿）》
2020年11月23日	国家广播电视总局	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》
2021年4月23日	国家互联网信息办公室	《互联网直播营销信息内容服务管理规定》

资料来源: Wind, 平安证券研究所

视频和直播更深远的影响在于改变了消费者决策场景。由于短视频和直播大幅提升内容观看双方信任度，KOL/KOC 对消费者的决策重要性影响明显提升。在以往图文时代，用户只能通过文字、图片理解 KOL/KOC 博主输出的内容，并无法直观的感受文字、图片背后的创作者的真实面貌。而视频和直播将创作者从幕后推向前台，用户观看不仅是观看内容，也能直观看到内容背后的创作者，能够大幅提升对博主的信任，使得博主的推荐转化率大幅提升，这直接改变了消费者决策路径，这也是近年来 KOL/KOC 兴起的主要原因。

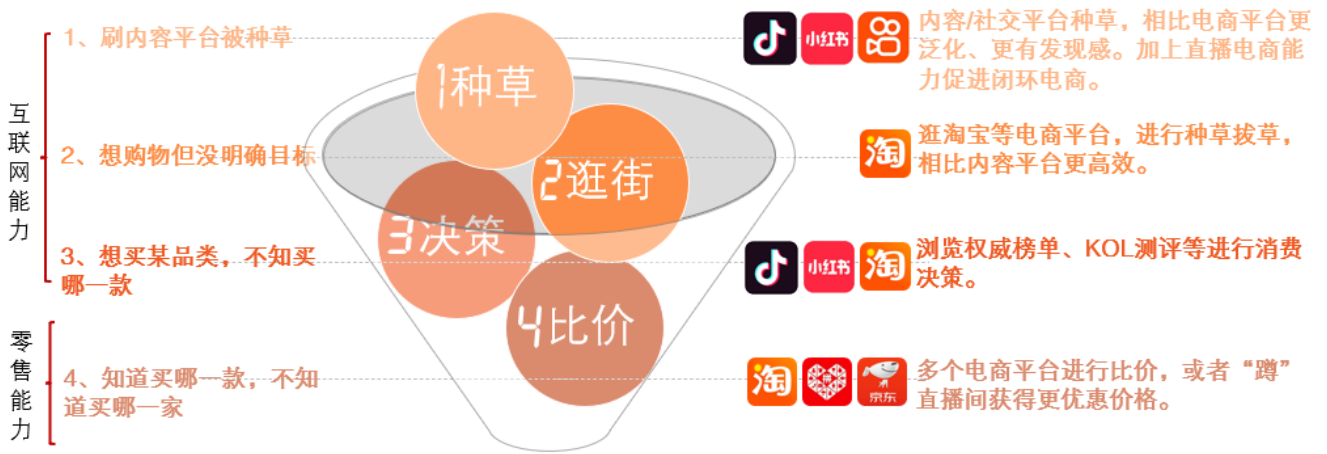
图表30 淘宝 APP 中的 3D 样板间、AR 试鞋等展示科技提升购物体验



资料来源: 淘宝 APP, 淘宝设计公众号, 阿里投资者日 PPT, 平安证券研究所

流量平台上游截流，消费者成交场景分散化。随着视频、直播等媒介的快速发展和普及，内容/社交等流量平台占据线上用户更多时间，对消费者线上消费决策产生重大影响。消费者线上购物消费链条分为四步：**种草—>逛街—>决策—>比价**。具体包括：1) 使用社交/内容平台时被“种草”。2) 想买东西但没明确目标时线上“逛街”。3) 想买某品类，不知道买哪一款时浏览内容以“决策”。4) 明确购买商品，不知道买哪一家而进行“比价”。**我们发现在四大环节中，流量平台在“种草”环节对电商平台产生了威胁，而“比价”环节电商平台有明显优势，更考验各电商平台的商品能力。**内容/社交平台拥有更丰富有趣的内容和社交关系链，用户时长向内容/社交等流量平台迁移，叠加各平台闭环电商的构建，进而在种草环节实现对电商平台的流量“截流”，特别是一些冲动性消费需求。其他两大环节中，当消费者有明确购物需求时，在电商 APP “逛街” 体验更好，表现为更高效的商品推荐和沉浸的体验（不被其他内容影响）。目前“决策” 环节流量和电商两类平台各有优势，流量平台的优势在于有更丰富的内容、KOL 进行辅助决策，而电商平台的优势在于有更多基于真实消费的榜单、用户评价、店铺和商品辅助决策。

图表31 消费者决策流程图



资料来源：平安证券研究所

3.2 物流基础设施的提升影响购后时效体验

履约能力影响购后时效，物流时效的提升驱动线上购物体验无限趋近于线下。线下购物即买即得，线上购物需要等待商品交付，时效体验不如线下，特别是对于即时需求的品类（比如餐饮、生鲜、食品饮料）。但是随着远场电商时效的改进以及近场电商迅猛的发展，购后等待时间越来越短，购物体验无限趋近于线下。根据购后等待时间长短，可以把电商分为远场和近场，远场电商包括京东当日次日达以及淘宝多日达等，近场电商包括分钟级的前置仓（生鲜品类）、外卖（餐饮品类）等，小时级超市到家等以及次日达的社区团购（生鲜、快消品类）、天猫京东超市（生鲜、快消品类）等。

更多和更近的仓带来更快的配送时效。近场电商配送时效最快的模式是叮咚买菜和盒马这类前置仓（盒马仓店一体从物流配送层面和前置仓模式类似），这类模式仓一般在消费者周围 3 公里内。当日/次日达的天猫/京东超市一般由城市仓直发，仓一般在消费者周围 20 公里内。次日达的社区团购，由中心仓发送（每个省有 1-2 个中心仓），中心仓在消费者周围百公里范围内。远场电商配送表现最好的是京东物流，2021 年双 11 期间，在全国 93% 区县、84% 乡镇实现了当日达和次日达。

图表32 按时效性划分的电商模式



资料来源：Wind, 平安证券研究所

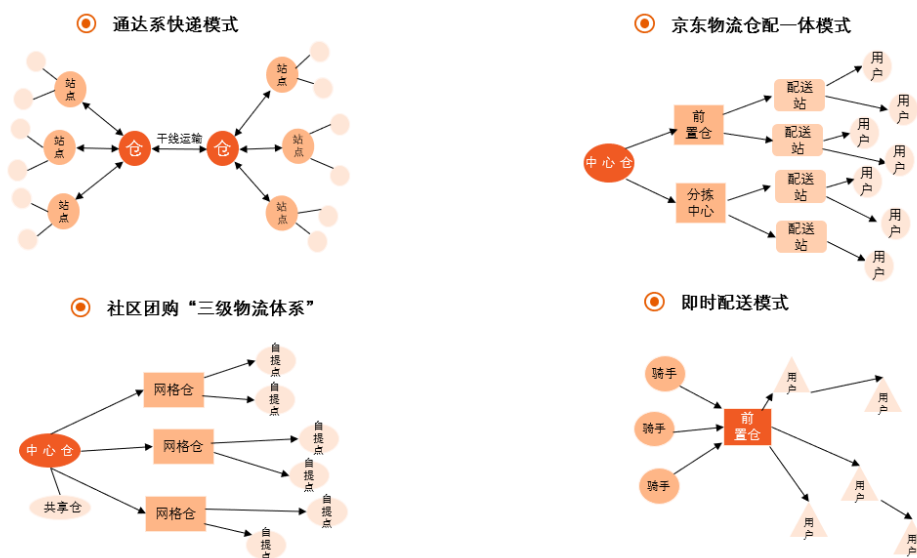
图表33 京东物流配送能力与菜鸟对比

	京东物流	菜鸟网络
枢纽	北京、上海、广州、成都、武汉、沈阳、西安 7 大区域履约中心	北京、广州、武汉、成都、西安、沈阳、青岛 7 大枢纽
配送覆盖区县	覆盖全国 32 个省和直辖市及 445 个城市及直辖市的区	2700+
仓储数量	1300 仓库+1600 多云仓	230+
仓储面积	2300 万平方米	3000 万平方米
分拨中心	210 个	70+
最后一公里配送	7800 个配送站+1 万个服务站+28 万合作点	3000 多直送+14 万菜鸟驿站+20 万快递网点
运输车辆	7500 (自营)	23 万+ (合作)
当日、次日达情况	超 300 个城市分钟达, 90% 订单	覆盖 1600+ 区县
日均包裹		菜鸟驿站日均处理 6400 万
配送人员	20 万	与合作伙伴合计快递员 160 万

资料来源: Wind, 平安证券研究所

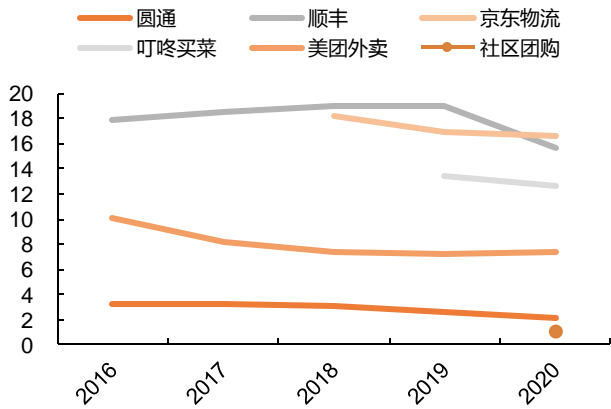
不同履约方式成本不同, 规模效应和最后一公里配送方式为关键影响因素。目前主流履约方式主要有四种, 按成本由低到高分别是社区团购类、通达系、京东式、以及即时配送。社区团购构建“中心仓-网格仓-自提点”三级结构物流体系, 通达系快递采用干线运输+末端收派件的方式进行运转, 京东采取仓储辐射式履约方式, 即时配送以叮咚买菜和美团外卖为代表, 由骑手完成最后一公里的配送。由于各模式运转方式的差异, 单票成本有明显差异, 总的来说, 集单(规模)效应和最后一公里配送方式对成本影响最大。社区团购以中心仓(一省一仓/一省两仓)为基础进行集单并通过自提的方式解决最后一公里高昂的成本, 通达系快递通过干线集单的规模效应有效降低了干线物流成本。京东仓配一体的快递模式决定其履约成本主要来自于仓储和配送。即时配送缺乏集单效应(每个配送员每次最多配送低个位数订单), 单票成本相对较高。2020 年, 社区团购、圆通、京东物流以及叮咚买菜的单票成本分别为约 1.1 元、2.1 元、16.7 元和 12.7 元。

图表34 不同物流履约方式对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

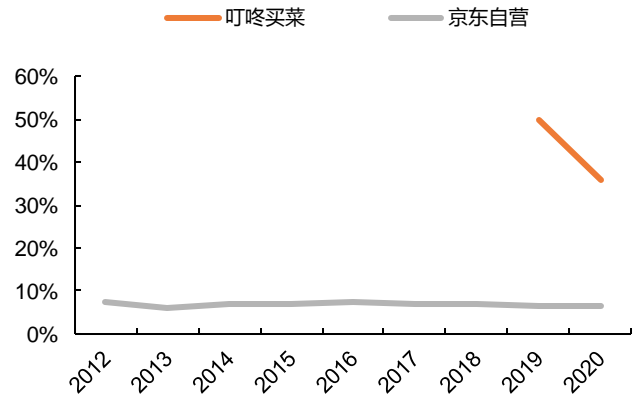
图表35 不同履约方式单票成本比较（元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：社区团购、京东物流、美团外卖单票成本为估算数据，仅供参考

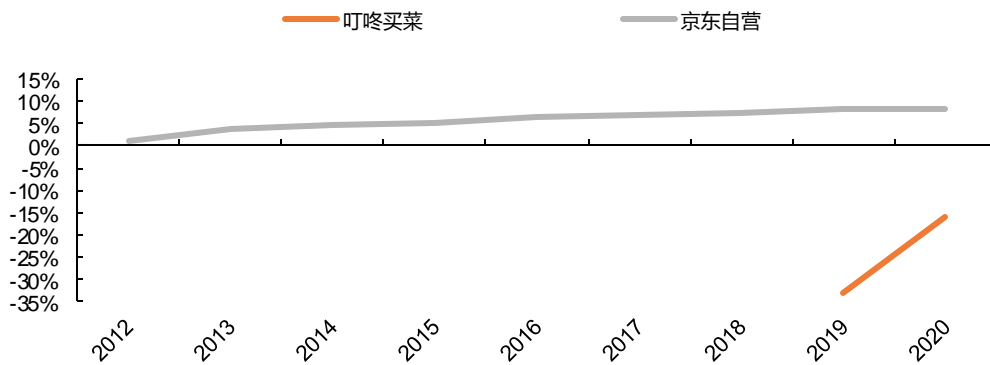
图表36 自营电商模式履约费用率对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

履约模式运转成功的关键在于毛利率需要覆盖履约费用率。履约费用率不仅与单票成本有关，也与商品品类有关，这主要是因为不同品类客单价不同，毛利率主要与商品品类相关。以京东为例，虽然其单票成本较高，但是其主要品类主要为 3C 家电等高客单价商品，因此 21Q3 其履约费用率只有 6.5%，而其 14.2% 的毛利率可以覆盖。而叮咚买菜单票成本比京东要低，但是由于其主要品类为生鲜快消品客单价较低，21Q3 其履约费用率高达 35.7%，而其毛利率低至 18.2%，难以覆盖其履约费用率。实际上，由于叮咚买菜订单密度较低导致其单均配送成本较为刚性，履约费用率下降空间有限，其商业模式是否能运转成功还有待观察。

图表37 自营电商模式毛利率与履约费用率之差

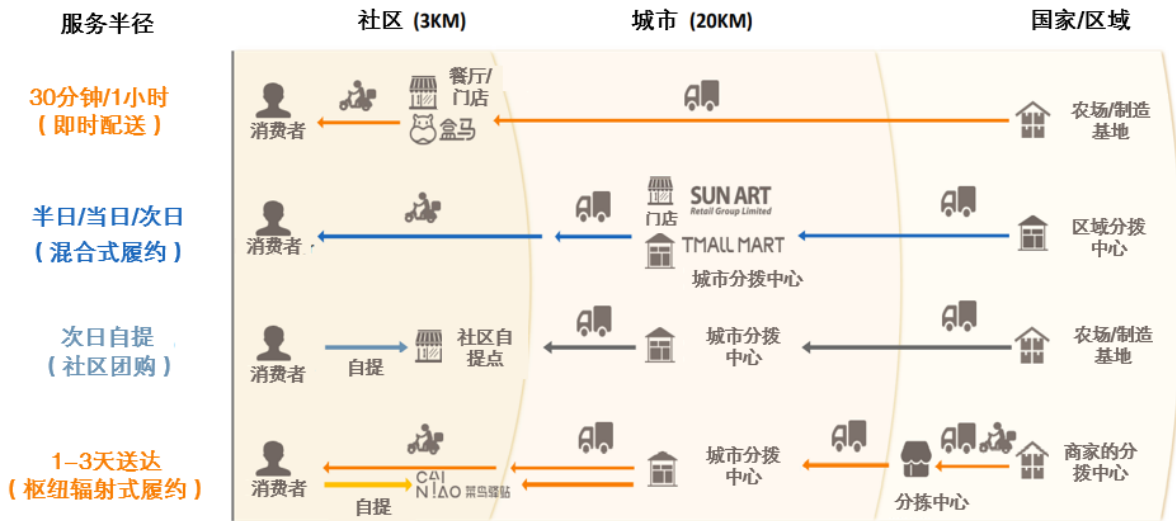


资料来源：公司公告，平安证券研究所

综合性电商平台采取多业态分布式物流配送网络。随着多种电商模式和物流配送模式的兴起，单一物流配送网络难以满足多业态电商平台的物流配送需求，以阿里、京东为代表的综合性电商平台均开始采取多业态分布式物流配送网络。以阿里

为例，除了传统的通达系干线物流网络，还拥有分钟级的即时配送（饿了么、盒马）、次日自提的社区团购模式（淘菜菜）以及仓储模式（天猫超市）。

图表38 阿里分布式物流配送网络



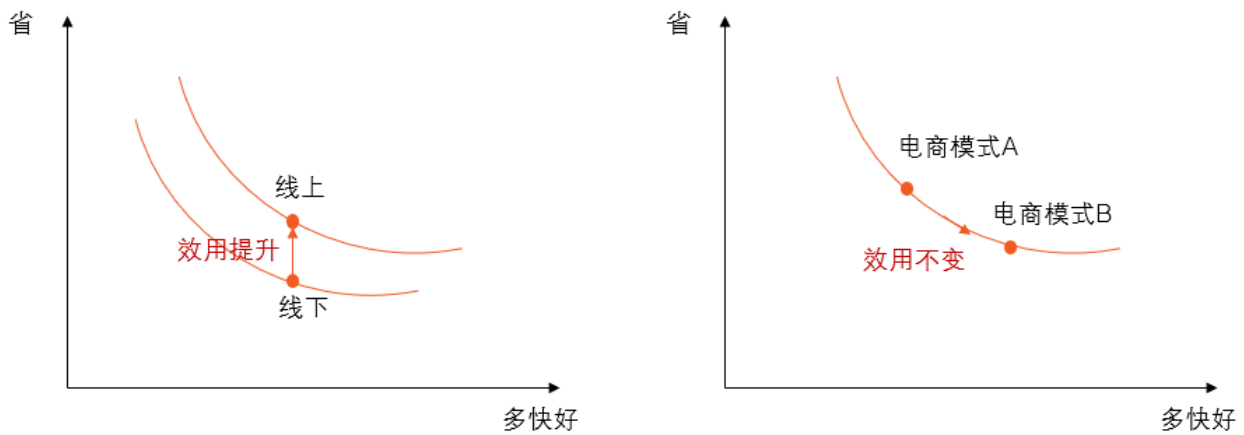
资料来源：Wind, 平安证券研究所

小结：购物场景受技术/基建影响大，其中内容场景影响购前决策，物流履约影响购后时效体验。线上相比线下购物体验性和时效性相对劣势，而随着技术发展与基础设施的完善，更先进的展示科技与物流配送方式极大的缩小了线上线下购物体验差距。随着短视频、直播、3D 技术的兴起，消费者在线上能获得更真实、生动、实时的体验。同时短视频和直播也促进了 KOL 与普通消费者的信任度，消费者购物决策受拥有众多 KOL 资源的内容平台影响越发明显。随着即时配送的发展，线上购物时效性缩减至分钟级，与线下购物时效性差距进一步缩小。此外，不同品类商品适配不同物流配送方式，综合性电商平台均拥有分布式多业态履约方式。受益于内容场景和物流履约方式的发展，线上购物进一步趋近于线下购物体验。

四、需求侧（人）：“多快好省”是永恒追求，单一平台难以满足所有需求

“多快好省”是消费者永恒追求，“省”是最基本需求，“多快好”是消费升级。“多快好省”是分析消费者需求时最常用的四个维度，正如关于零售行业亚马逊的贝佐斯说过的一句著名的话：“消费者总是希望以更便宜的价格、拥有更多选择、尽快送达”。我们认为可更抽象的将消费者需求分为“省”和“多快好”，其中“省”是最基本需求，“多快好”是消费升级。当某种业态具有“多快好省”全方面优势时，业态就更为先进，比如电商对传统线下零售的升级。但大多情况，一种电商业态总是在达成“省”或“多快好”时牺牲另一方面，比如直播间更便宜但“蹲直播”需要消耗时间、个人店铺价格更便宜但可能面临假货风险等。

图表39 线上相对于线下整体“效用”有所提升



资料来源：平安证券研究所

4.1 “省”是最基础需求

“省”是最基本需求，新模式的崛起率先突破“省”，达成形式各不相同。“省”就是价格便宜、省钱，消费者最基本的需求是在一定的预算约束下能买的起，“省”重要的作用是降低了决策门栏、扩大了客群。从近年来各类新电商平台的崛起的态势看，新平台的崛起都是以“省”为突破点，比如拼多多、社区团购、直播电商等，但是达成形式各有不同。一种是利用流量优势达成“省”，比如拼多多将流量聚集于头部商家/单一 SKU 从而获得价格优势（类似于 Costco）、直播电商通过大主播聚集流量向品牌方压价等。另一种是利用商品端的规模优势，比如国内的京东自营、国外的 Costco 等，通过采购端的规模效应压低成本，同时保持较低的毛利率将“低成本”变为“低价格”回馈给消费者，形成正向循环。

marketplace 型电商依靠流量获得的“省”，面临一定约束。利用流量优势获得的“省”最大的问题在于平台总会面临流量见顶的风险，商家无法“多销”也就不会再“薄利”销售，商家不再“薄利”又负反馈推动流量下滑。此外，“省”也面对较大竞争压力，因为总会有新平台通过模式创新或者补贴的形式来达到“省”，当新平台具有更大的流量吸引力，商家容易流入到新的流量洼地，比如近些年低价渠道由淘宝转至拼多多再转至直播电商。

图表40 拼多多、直播电商实现“省”的方式均是通过集中流量至有限 SKU “以量换价”

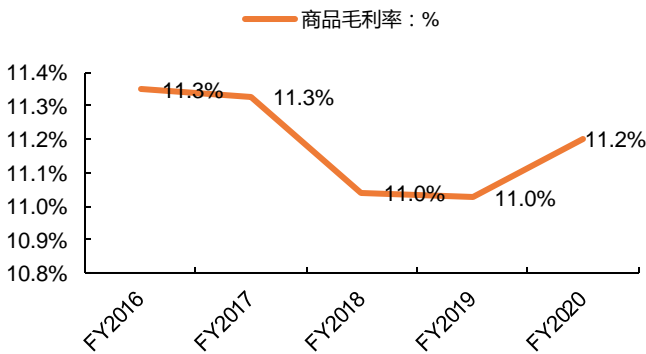
拼多多实现“省”的方式：**聚焦爆款，以量换价** 直播电商实现“省”的方式：**主播“挟流量令品牌”**



资料来源：Wind，平安证券研究所

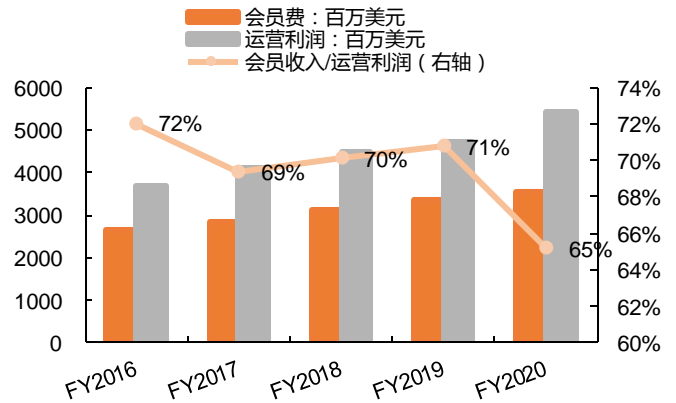
通过提升效率达成的“省”，更具持续性。以 Costco、亚马逊自营为代表的通过商品端规模效应、社区团购通过革新物流配送模式等提升商品流通效率而形成的“省”更具持续性。以 Costco 为例，通过选品能力，将 SKU 控制在 4000 左右，提升单个 SKU 向商家的议价能力，进而降低成本。与此同时，Costco 毛利率常年维持较低水平，表明 Costco 将规模效应下降的成本“回馈”给了消费者。最终形成通过极具竞争力的商品吸引消费者，再通过其他途径获得利润的商业模式，比如 Costco 通过会员费获得利润、亚马逊通过第三方商家佣金和广告费获得利润。FY2016-2020 Costco 始终维持 11% 左右较低毛利率，而会员收入占经营利润比例高达 70% 左右，表明利润主要由会员收入而非商品销售贡献。

图表41 Costco 持续保持低毛利率



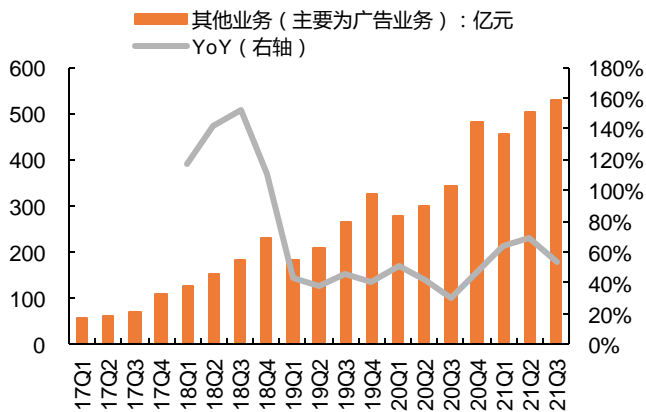
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 Costco 利润主要来自会员收入而非商品销售



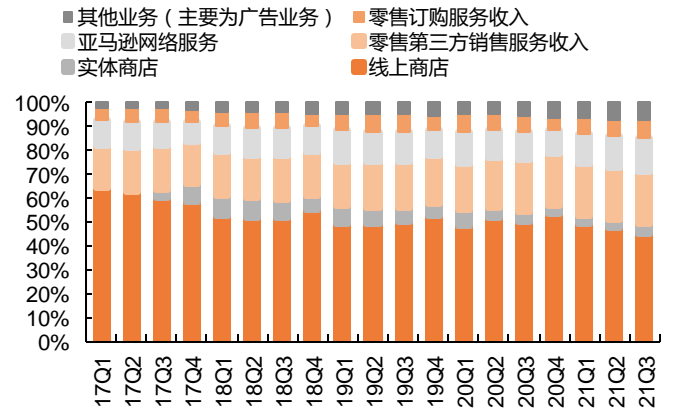
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 亚马逊广告收入在所有业务中增速最快



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表44 亚马逊广告收入占总收入比重不断提升



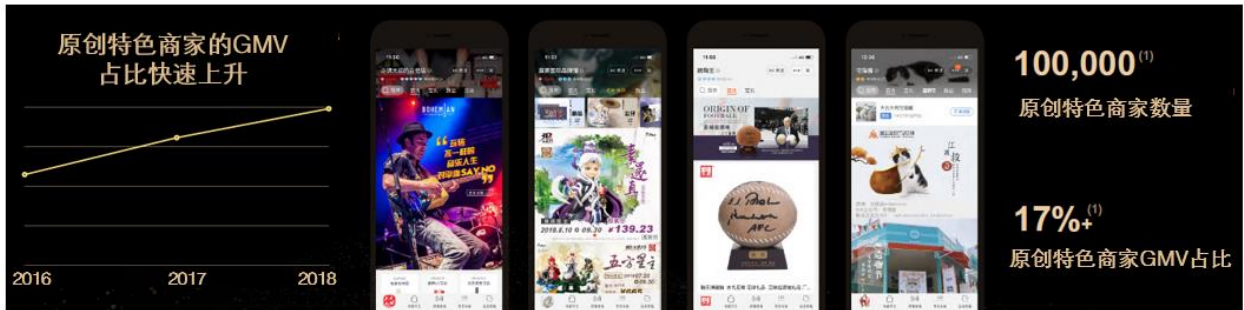
资料来源：WIND，平安证券研究所

4.2 “多快好”属于消费升级

“多”指品类多，消费者偏好一站式买齐所有品类。一个平台品类越丰富越能满足消费者多样性需求，全品类电商平台较垂直电商有明显优势。品类多要求平台有足够多长尾商家，要求平台流量分发需要照顾中小商家，平台综合经营成本要低，代表平台是淘宝和闲鱼。2018年淘宝原创特色商家数量达 10 万家，占阿里中国零售交易市场 GMV 比例超 17%，2020 年闲鱼贡献额外百万级商家。实际上淘宝最初就是 C2C 交易社区，但是由于假货问题以及消费者对品质购物的需求，近些年阿里逐步加大天猫的发展，体现在近些年天猫占淘宝系总 GMV 比重持续提升。但是我们认为商品种类多的淘宝同样具备较强护城河，因为众多长尾特色商家需要时间积累、商家和商品的多样性能进一步丰富淘宝首页信息流的趣味性。随着

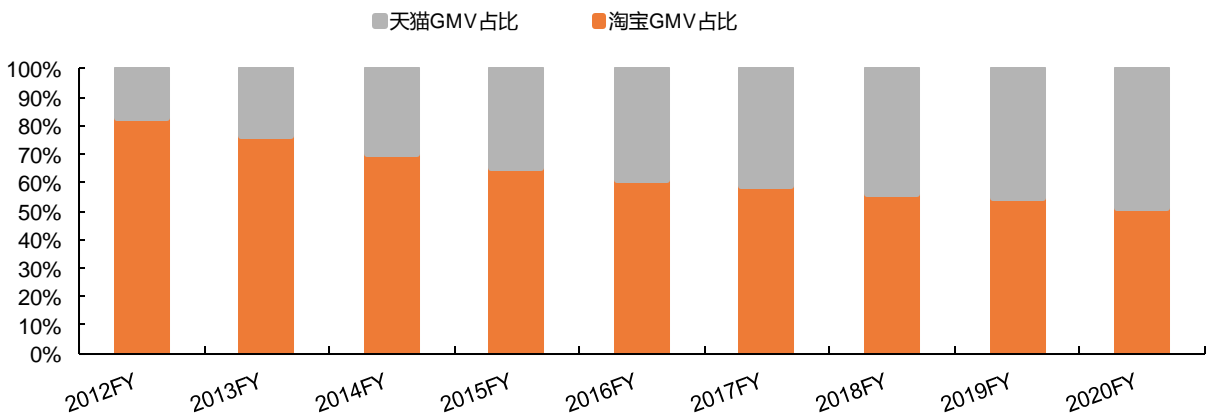
阿里 2022 财年加大对中小商家的扶持力度，结合近期我们的观察，我们认为阿里正重新重视淘宝商家的重要性，我们观察到在淘宝首页信息流中非天猫店铺和商品推送数量增多、并通过构建特色商家榜单为原创商家引流等。

图表45 淘宝原创特色商家 GMV 占比达 17%



资料来源：阿里投资者日，平安证券研究所

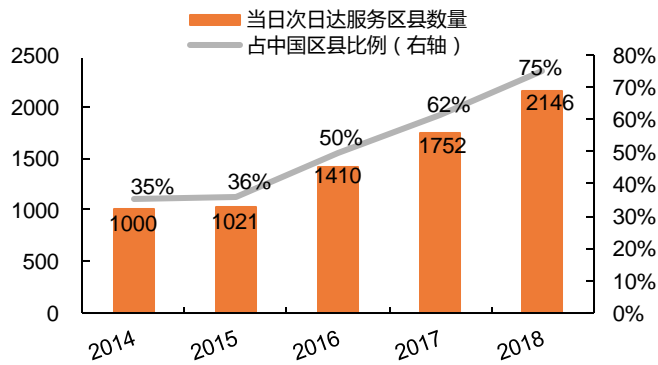
图表46 天猫 GMV 在阿里中国零售业务总 GMV 占比变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

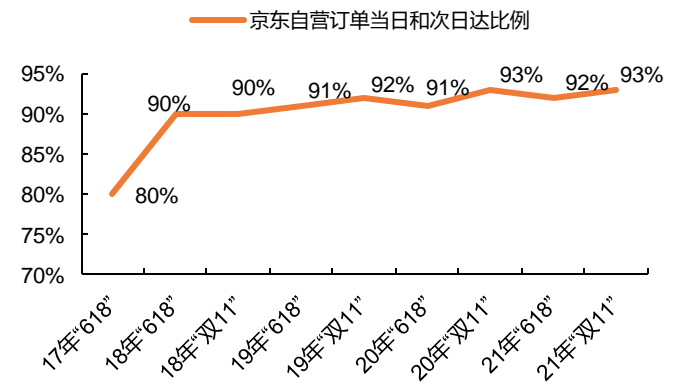
“快”指配送时效，物流能力强的公司具备优势。对消费者来说下单后交付时效越快越好，同时消费者对不同品类时效性敏感度有所不同，餐饮、生鲜等品类时效性要求最高，处于分钟级（30分钟）；对食品等快消品时效要求次之，时效要求一般在当日货次日达。京东自营、美团外卖等平台能够更好的满足消费者对“快”的需求。以京东自营为例，2010年开始提出“211”战略（即上午11点前收到的所有订单将于当天配送，晚上11点前收到的订单将于次日下午3点前完成配送），加强其在用户心中“快”的心智。2019年8月进一步推出“千县万镇24小时达”，扩大“快”的影响范围，2020年底已经覆盖全国90%以上的区县，遥遥领先竞争对手。美团外卖同样将配送速度作为核心优先，因为外卖相比于其他品类对时效敏感性更强，美团外卖广告语至今都是“美团外卖，送啥都快”，2017年美团外卖已经实现平均每单配送时长30分钟。此外，随着美团外卖将品类延伸至生鲜及其他品类，相关广告语继续强调“快”，比如“美团外卖，买药也快”等。

图表47 京东物流当日及次日达覆盖区县数量及占比



资料来源：京东历年年报，平安证券研究所
注：按中国县级行政区共2847个计算

图表48 京东历年“双11”、“618”快递当日及次日达覆盖比例



资料来源：京东物流公众号，平安证券研究所

图表49 美团外卖广告“送啥都快”抓住最关键影响因素“快”



资料来源：Wind，平安证券研究所

“好”指商品质量更令消费者放心、购物体验更好。代表平台是天猫、京东和抖音电商等。天猫是中国最大的品牌集合电商，由于中国消费者通常没有在品牌官网消费的习惯，天猫旗舰店实际上约等于“第二品牌官网”，能够给消费者提供足够的正品信任度，京东自营拥有类似作用。虽然“二选一”被废除，但我们认为并不会动摇天猫作为品牌“第二”官网的地位。这主要因为品牌运营需要时间的沉淀、需要私域经营阵地（复购），这天然与“以量换价”的性价比电商平台、更娱乐化的直播电商平台有所冲突。此外，某种程度上品牌的作用是以价格替代挑选成本，因此品牌商更愿意选择高价值用户占比和规模更大的平台作为品牌运营主阵地。阿里“客户第一”的经营理念亦更利于品牌商日常经营。抖音电商更好的体验在于其更丰富的内容体系以及更好的直播展示表现。短视频内容端，抖音拥有最全的 KOL 和内容生态，不仅提供充分的购前的消费决策信息，还能激发消费者潜在购物需求。直播内容端，抖音直播间主播表现、灯光布景氛围更好，能更好的展示商品特点，促进消费者下单转化。

图表50 天猫双11品牌集合“猫头”广告片



资料来源：天猫，平安证券研究所

4.3 单一平台难以满足所有需求，矩阵化是较优解

一种模式并不能满足所有需求，对于电商平台来说矩阵化运营是较优解。正如上述所说，在目前各种电商业态中，尚不存在一种模式能同时满足消费者“省”和“多快好”的需求，同时全方面领先其他业态，因此我们认为通过多种产品满足消费者不同需求，最终通过产品矩阵满足消费者全部需求更为有效。以阿里巴巴为例，其构建了淘宝天猫，淘特、闲鱼、点淘的“1+X”电商矩阵，全面满足消费者对“多快好省”的不同偏好。

图表51 阿里矩阵的电商模式



资料来源：Wind，平安证券研究所

五、电商平台：各有所长，各领风骚数年

5.1 电商平台股价复盘：基本面驱动股价增长，不同平台各领风骚数年

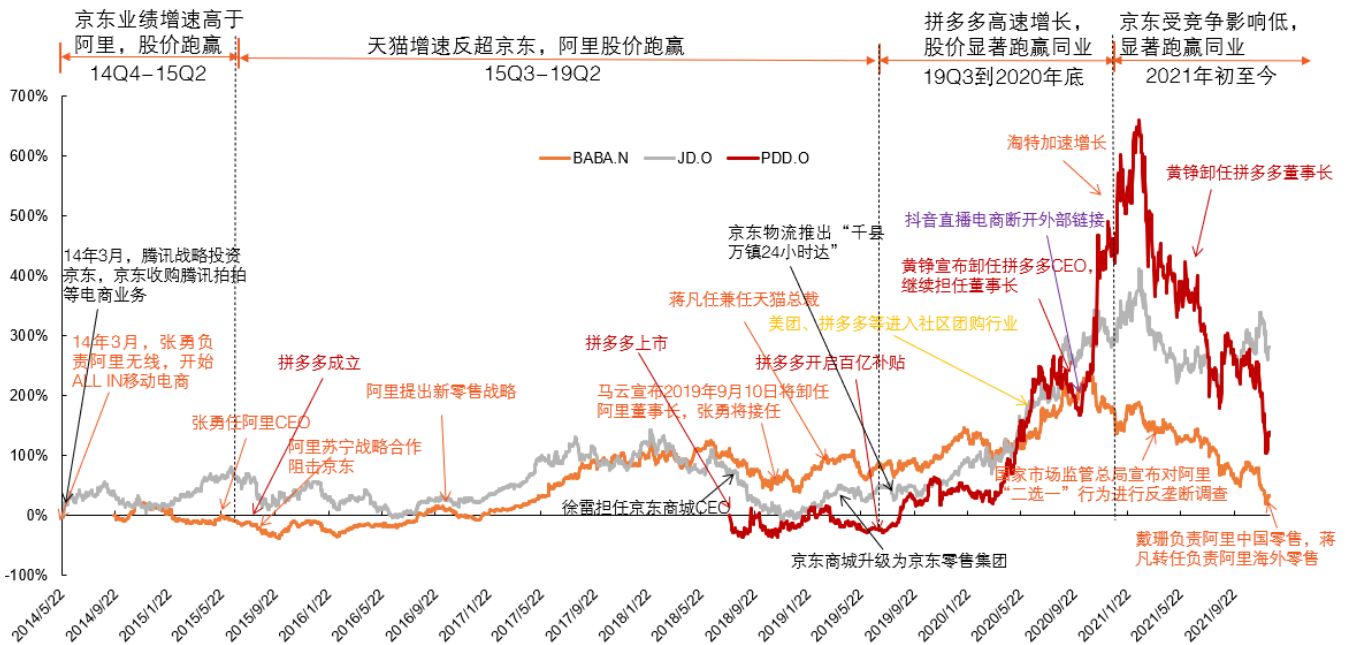
14Q4 到 15Q2：京东跑赢阿里，京东凭借正品和物流优势业绩增速高于阿里。2014 年 3 月与腾讯的战略合作提升了京东移动端流量资源，并随着物流下沉吸引了低线用户。与此同时，这一阶段京东凭借着其**正品和物流**两大优势 GMV 呈现加速增长趋势，并持续高于淘宝天猫，特别是京东 3P 业务中服装鞋履等品类 GMV 增速更快。

15Q3 到 19Q2：阿里跑赢京东，主因天猫增速持续高于京东。淘宝移动化成功后，流量逐步向天猫倾斜，在此阶段天猫 GMV 增速逐步从追上到持续高于京东增速。与此同时，2015 年 8 月阿里与苏宁互相持股战略合作，提升在 3C 家电方面竞争力，并开始实行“新零售战略”，逐步做“重”提升竞争力。之后京东受困于服装等品类发展受限、公司创始人个人问题等，GMV、收入等增速在规模更小的情况下反而更慢。

19Q3 到 2020 年底：拼多多高速增长，股价显著跑赢同业。2019 年 6 月份拼多多推出百亿补贴计划，这一战略性投入极大的提升了拼多多在消费者心中的信任度，构建了“便宜”的购物心智，在此之后拼多多用户规模、GMV、收入等增长数据超高速发展。虽然销售费用率多次超过 100%，但是市场选择拥抱拼多多的高速增长，拼多多股价在 20Q4 拼多多用户规模超过阿里成为行业第一时达到顶峰，但是随后由于用户增长见顶、用工等负面事件影响，拼多多股价在 2021 年初之后急转直下。

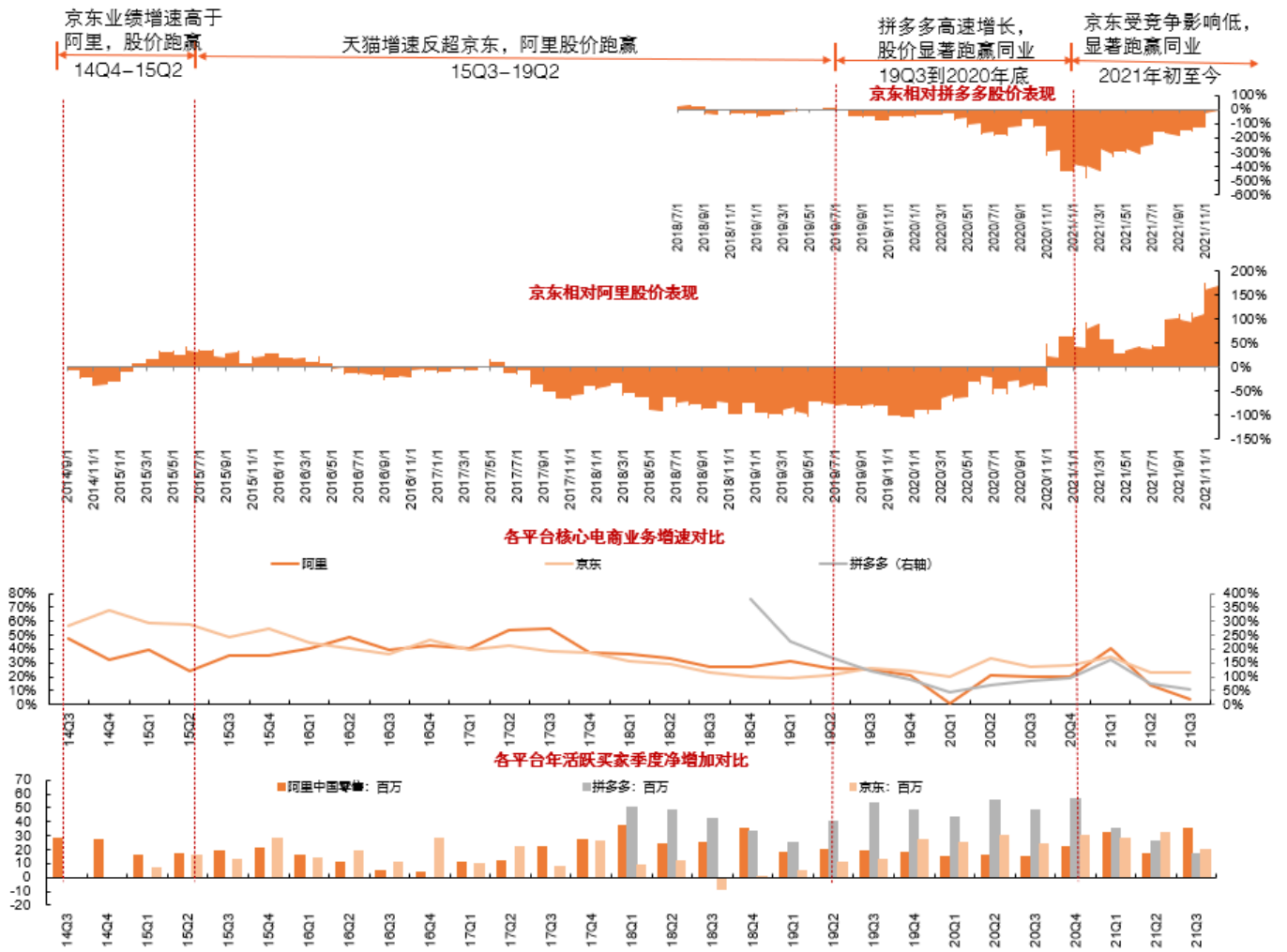
2021 年初至今：京东显著跑赢阿里和拼多多。2020 年底国家市场监督管理总局宣布对阿里“二选一”行为进行反垄断调查，“二选一”彻底成为历史，京东、抖音成为主要受益者。此外，2020 年疫情展现了京东物流的优秀的配送能力，凸显京东独特的竞争力。同时，由于抖音直播电商的高速发展，对淘系服装配饰等品类带来巨大冲击、对京东履约能力强的自营平台冲击较小，这段时间内京东收入表现稳健，持续高于阿里、拼多多业绩表现，股价在此区间明显跑赢另外两家公司。

图表52 电商股价复盘



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表53 电商股价基本由基本面驱动



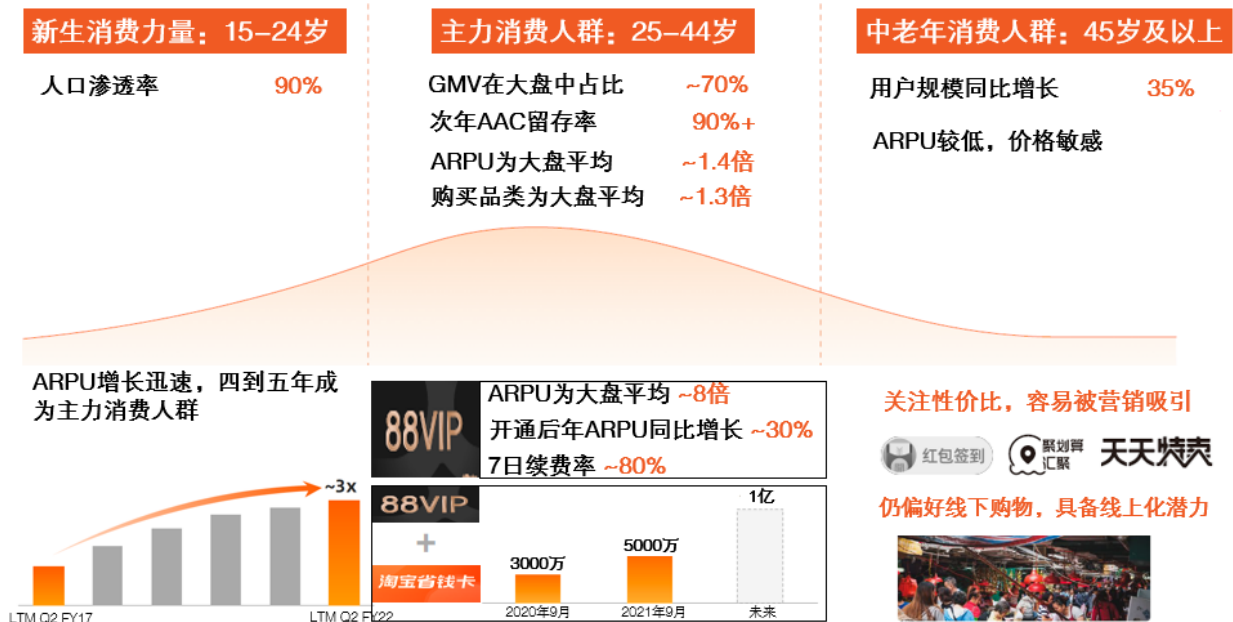
资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 由于业务扩张, 阿里14Q3-17Q2业绩增速使用“中国零售”业务增速, 17Q3至今使用“客户管理”业务增速, 京东业绩使用1P业务商品销售收入增速, 拼多多使用3P业务广告及佣金收入之和增速。用户规模使用各公司年活跃买家数据。

5.2 阿里巴巴: 强供给、多矩阵、用户价值高的龙头电商平台

强于供给侧, 核心用户基本盘稳健。供给侧, 阿里拥有服装、美妆等核心品类, 同时在生鲜、家居家装等新品类布局有较大发展潜力。消费侧, 阿里拥有全网规模最广质量最高的消费群体, 基本盘稳健。阿里中国零售消费者年平均消费金额超9000元, 其中25-45岁用户贡献70%GMV, 这类用户年平均消费金额是阿里大盘的1.4倍。与此同时, 拥有超5000万“88VIP”、“淘宝省钱卡”等高价值付费用户, “88VIP”用户年平均消费金额是阿里大盘的8倍, 这些核心用户是阿里电商业务稳健发展的基本盘。

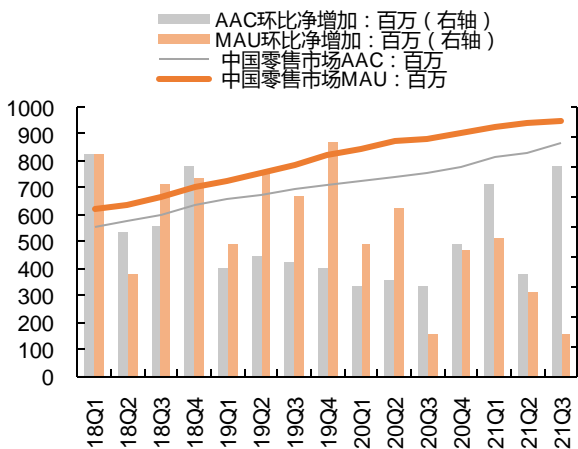
图表54 阿里按年龄分层用户消费特点



资料来源：阿里投资者日，平安证券研究所

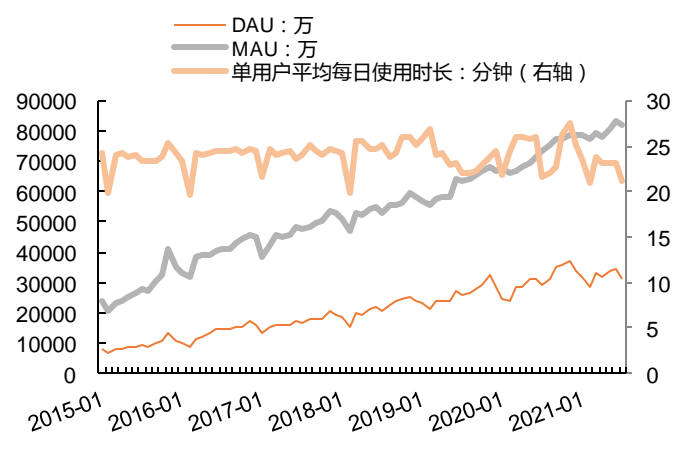
用户增长表现亮眼，未来关注用户使用时长提升。矩阵化经营促进用户规模持续提升，21Q3 中国零售年活跃买家达 8.63 亿，月活用户达 9.46 亿，规模和增速均处于行业领先地位。矩阵化经营主要由于单一淘宝 APP 难以满足所有用户的需求，特别是初级电商用户对性价比商品和简单化操作的需求。但淘宝 APP 仍是最重要电商平台，我们认为目前淘系核心电商板块已经形成淘宝 APP 作为内容化购物平台，淘宝商家和天猫商家提供差异化商品供给能力的模式。目前淘宝内容化已初见成效，体现在内容创作者数量的不断提升、逛逛内容板块与主页信息流、店铺逐步打通以及内容营销商业化的初步落地。但内容体系距离抖音、小红书等内容平台还有一定差距，距离成为消费决策和消费购买双项第一平台还有一定距离。**我们认为未来观察淘宝 APP 内容化进程最佳指标是用户时长。**抖音、小红书、B 站等内容平台目前人均单日使用时长分别达到约 110、50、88 分钟，而淘宝人均单日使用时长只有约 20 分钟。我们认为，预计淘宝在用户使用时长方面还有巨大增长空间，伴随着时长的提升，商业化亦有巨大增长空间。

图表55 阿里中国零售 AAC 和 MAU



资料来源：公司公告，平安证券研究所

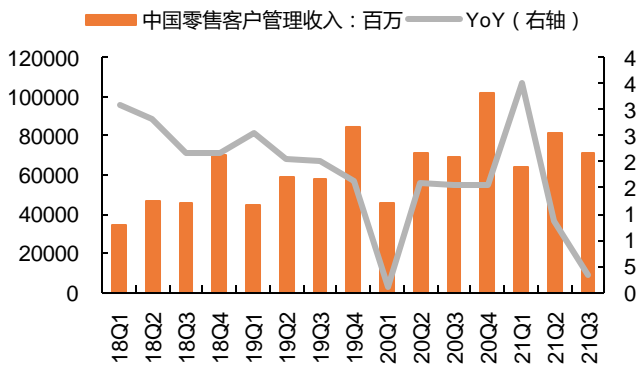
图表56 淘宝 DAU、MAU 和用户时长



资料来源：Questmobile，平安证券研究所

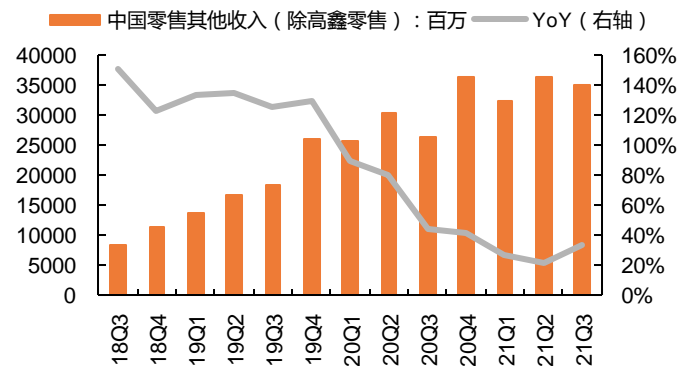
面临多种竞争压力，关注核心电商业务利润率改善拐点。近期由于消费增速放缓以及竞争压力加大，阿里核心电商业务明显承压。关于竞争压力我们认为阿里正通过组织架构调整开始有序应战。具体包括，淘特&淘菜菜应对拼多多，新成立的B2C事业群（主要为天猫超市）应对京东，淘宝天猫（特别是点淘和逛逛）应对抖音直播。从目前进展看，与拼多多竞争有所减弱，体现在淘宝与拼多多重合用户数量的减少以及淘特良好的用户增长。与京东的竞争是基础设施的竞争，需要“天猫超市”持续提升当日及次日达覆盖区域，目前与京东时效性还有差距。与抖音直播的竞争更加考验产品能力与内容运营能力，目前来看虽然内容数量提升明显，9月份日均短视频提交量较4月份提升100%，但达人/主播培养能力、内容分发能力、优质内容数量等较抖音还有一定差距。**我们认为观察阿里电商竞争力首先需要看关键策略投入前商业经调整利润率（观察淘宝天猫核心电商利润率的指标）止跌拐点，其次看客户管理收入增速回升拐点。**利润率改善说明营销补贴投入有所降低，客户管理收入回升意味核心电商GMV增速回升、市占率回升。

图表57 阿里客户管理（3P）收入表现



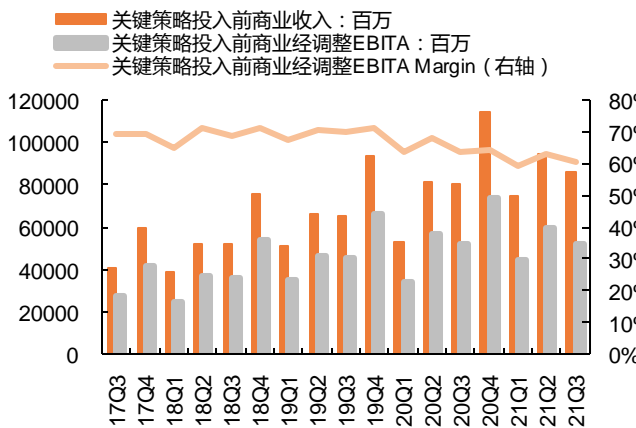
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表58 阿里直营（1P）电商业务收入表现



资料来源：公司公告，平安证券研究所

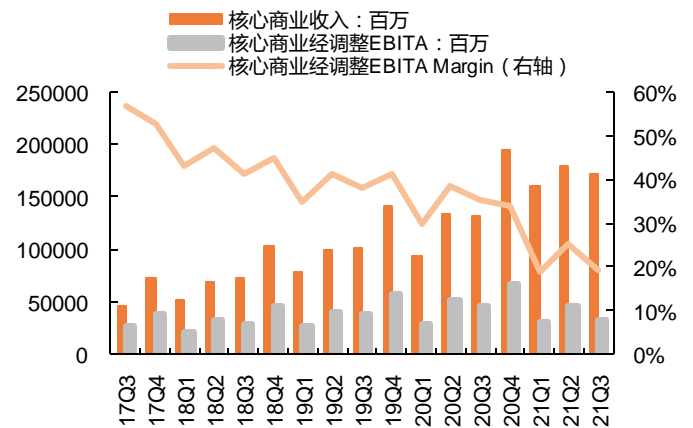
图表59 阿里关键策略投入前商业经调整EBITA率



资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

注：阿里关键策略投入前商业经调整EBITA率=阿里关键策略投入前商业经调整EBITA/(核心商业收入-中国零售其他收入-菜鸟-全球零售-本地生活收入)，21Q1前关键策略投入前商业经调整EBITA口径为核心商业交易市场EBITA，上述数据为估算数据仅供参考

图表60 阿里核心商业经调整EBITA率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

组织架构向板块化治理升级，强调分权与敏捷。阿里自 2021 年开始组织架构从 2015 年实行的“中台化”向“板块化”升级。组织调整大的方向分为“合”和“分”，“合”强调协同是效率导向，“分”强调放权是增长导向。我们认为随着阿里业态进一步多样以及各业务均面临较大竞争，“板块化”治理体系更容易激发人员积极性、提升组织敏捷性，促进各板块业务高效发展。目前四大板块负责人包括中国数字商业板块戴珊、海外数字商业板块蒋凡、本地生活俞永福、云与科技张建锋，均是取得显著成绩的业务负责人，预计随着组织架构调整完毕各业务发展将有所提速。

图表61 阿里最新组织架构调整实现四大板块总裁制

<p>戴珊，中国数字商业总裁 阿里创始团队“十八罗汉”之一 带领淘特、淘菜菜取得快速发展</p>  <p>Taobao Tmall 天猫 闲鱼 淘特APP 淘菜菜 1688.com</p>	<p>蒋凡，海外数字商业总裁 友盟创始人，2013年阿里收购友盟后进入阿里 成功带领淘宝实现无线化、智能化、内容化转型</p>  <p>Lazada AliExpress trendyol daraz 阿里巴巴国际站</p>
<p>俞永福，生活服务板块总裁 UC董事长，2014年阿里收购UC后进入阿里 带领高德地图实现峰值日活2亿成绩</p>  <p>饿了么 高德地图 飞猪 淘鲜达</p>	<p>张建锋，云智能总裁 合伙人，2004年加入阿里 2015年负责阿里中台战略落地，2018年带领阿里云持续保持行业第一</p>  <p>Alibaba Cloud DingTalk</p>

资料来源：Wind，平安证券研究所

5.3 京东：深耕物流基础设施的新型实体经济电商平台

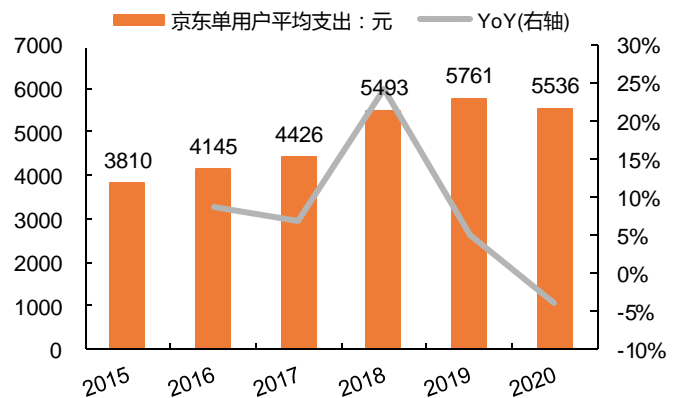
品类成功从 3C 家电拓展到超市品类，消费者画像良好。京东以 3C 家电起家，2020 年疫情期间抓住机遇，凭借其良好的物流能力，成功获得超市品类的用户心智，21Q3 超市品类两年复合增长率高达 35%。此外，受益于“二选一”废除，服装、美妆等品类的商家加速进入京东，21Q3 3P 业务同比增长高达 45%。第三方商家的加速入驻不仅补足了传统弱势品类，还提升零售板块利润率、优化用户结构。由于 3C 家电品类较强势，此前京东男性用户占比较多，而随着品类更加丰富，京东用户结构将更为均衡。整体看，京东用户主要以高线城市高价值客群为主，2020 年单用户支出达 5536 元。

图表62 京东核心品类与拓展品类



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表63 京东用户年平均支出



资料来源：公司公告，平安证券研究所

物流配送能力护城河显著，受内容/社交平台冲击较小。京东拥有覆盖全国最广地区、最全商品的当日及次日达配送网络，京东商城全部自营商品在全国 90%区县实现当日次日达。物流建设需要长时间、重资金投入，京东在此领域护城河显著。此外，京东也在完善小时达物流能力，目前已在 300+城市实现小时达能力。内容/社交等平台在消费者购物链中“种草”、“决策”等环节对 marketplace 型电商平台冲击明显，但京东强于零售能力（供应链和物流），受内容/社交平台影响最小，从京东 2021 年至今主业电商稳健的表现也有所体现，21Q3 京东主业电商收入增速 23%较 21Q1 收入增速下降 12pcts，而阿里、拼多多同期主业电商增速分别下降 37 pcts、106pcts。

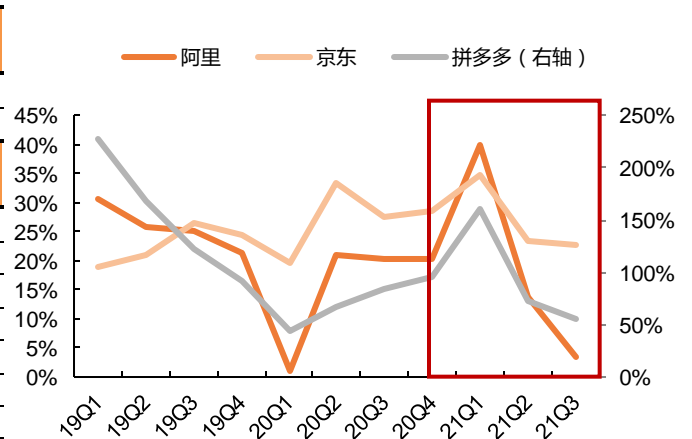
图表64 京东物流从当日及次日达到小时达

时间	区县当日和次日达比例	乡镇当日和次日达比例	分钟达
21年“双11”	93%	84%	300+
21年“618”	92%	84%	200+

时间	京东自营订单当日和次日达比例	区县当日达比例	分钟达
20年“双11”	93%	92%	200
20年“618”	91%	90%	22
19年“双11”	92%	90%	
19年“618”	91%		
18年“双11”	90%	90%	
18年“618”	90%		
17年“618”	80%		

资料来源：京东物流公众号，平安证券研究所

图表65 京东受流量平台冲击较小，2021年主业电商增长稳健

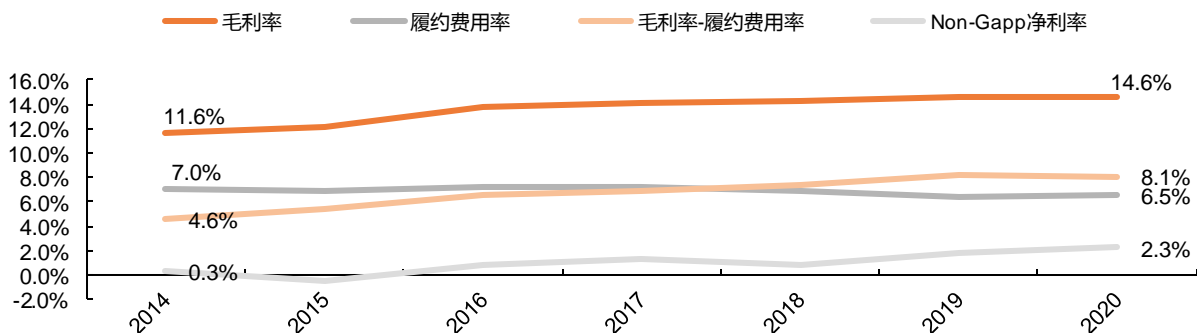


资料来源：公司公告，平安证券研究所

阿里主业电商为 3P 电商业务客户管理收入，拼多多主业电商为 3P 业务佣金+广告收入，京东主业电商为 1P 商品销售收入

毛利率和履约费用率驱动盈利能力逐步提升。受益于规模效应，即使品类从 3C 家电拓展到快消品、物流基础设施持续下沉，京东的毛利率和履约费用率均保持稳定改善趋势，毛利率从 2014 年的 11.6%提升至 2020 年的 14.6%，履约费用率从 2012 年 7.0%下降到 2020 年 6.5%。受益于毛利率和履约费用率改善，京东 Non-Gapp 净利率从 2014 年的 0.3%增长至 2020 年 2.3%。

图表66 京东整体毛利率、履约费用率、Non-Gaap 净利率

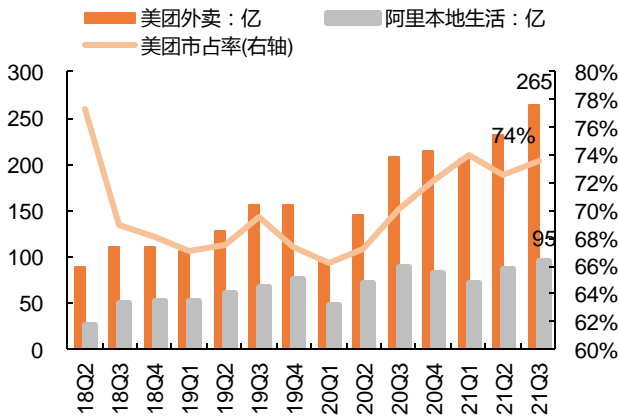


资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.4 美团：从“万物商店”到“万物到家”的电商平台

餐饮等核心品类壁垒坚固，向生鲜等新品类蓬勃迈进。按收入计，美团外卖市占率仍在不断提升，21Q3 市占率提升至 74%。商家供给侧美团优势依然领先，美团商家端 DAU 是饿了么的 1.75 倍。美团仍在拓展新品类，比如在生鲜快消品方面，美团优选和美团买菜分别面向中低线城市和一线城市提供次日达和小时达服务，其中美团优选仍处于社区团购领先地位。此外，美团闪送正致力于将全品类商品实现“半小时达”，特别是医药、鲜花等高时效性品类，进而实现“万物到家”。

图表67 美团外卖市占率仍在不断提升



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

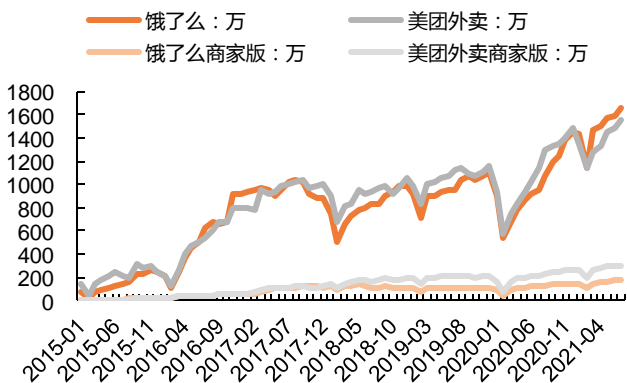
图表68 美团核心品类与拓展品类



资料来源: wind, 平安证券研究所

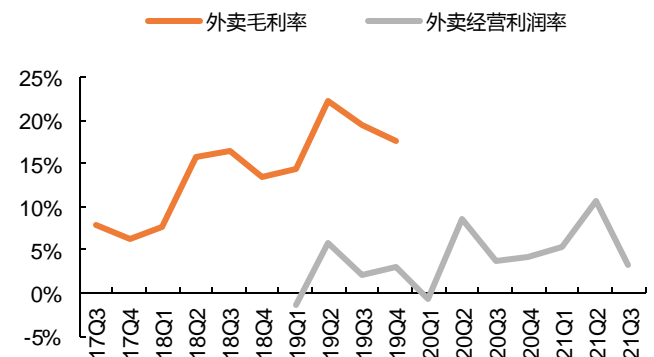
“万物到家”的基础是强有力的即时配送网络，即时配送具有高进入门槛、低利润率的特点。以“万物到家”起始品类外卖为例，其对时间极为敏感，因此配送时效是消费者选择平台的关键因素。美团外卖自发展初期就始终强调速度的重要性，甚至广告宣传都是“美团外卖，送啥都快”。通过自建物流网络（目前部分为加盟商）、加强算法调动能力，实现配送时效的领先（2017年平均外卖配送时长即为30分钟），进而赢得外卖大部分市场份额。如前所述，即时配送成本极高，特别依赖订单密度，进而具有高进入门槛、低利润率的特点。以美团外卖为例，在19Q2其日均外卖订单量达到2290万单时，才第一次实现经营利润率转正。因此，美团强有力的即时配送网络是其“万物到家”愿景的基础，也是抵御其他竞争对手的超强护城河。

图表69 美团、饿了么及各自商家端 DAU 对比



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

图表70 美团外卖整体毛利率与经营利润率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 美团20Q1不再公布分业务毛利率, 开始公布分业务经营利润率

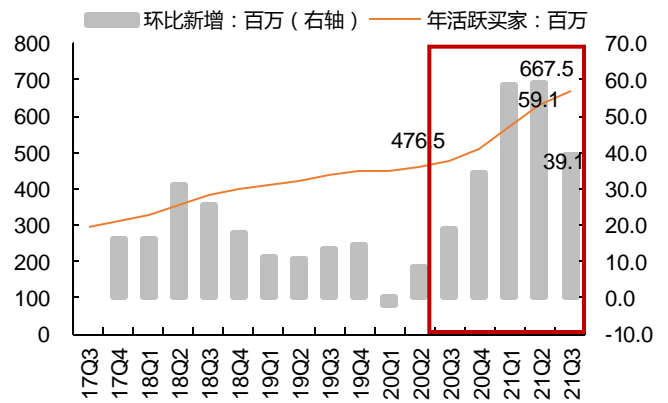
从社区团购到外卖、闪购，美团可能打通低线客群到高价值客群，实现全客群覆盖。美团传统优势业务的外卖用户以高线城市为主，用户增长到 20Q1 进入瓶颈。而随着社区团购业务的不断发展，自 20Q3 开始美团年活跃买家大幅增长，年活跃买家实现从 20Q3 的 4.765 亿向 21Q3 的 6.675 亿跨越。因此，目前美团两大优势业务使得其同时拥有低线价格敏感客群和高线时间敏感客群，存在通过交叉销售实现全客群覆盖的可能。但能否实现社区团购用户与外卖用户的交叉销售还需观察，目前来看美团希望通过构建“美团好货”这一传统电商业务来实现用户“社区团购-传统电商-外卖&闪购”的交叉销售转移链。

图表71 美团用户画像打通逻辑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表72 美团用户增长

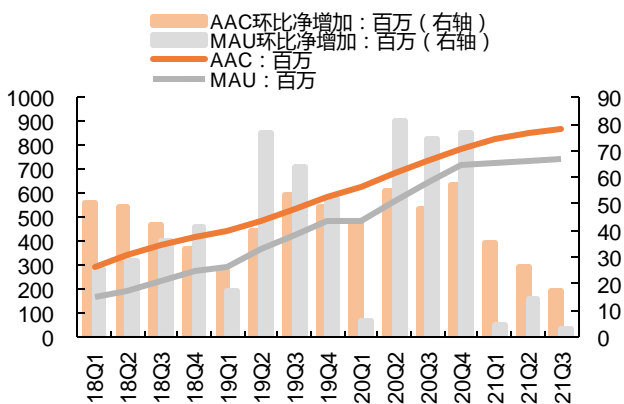


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

5.5 拼多多：深耕农业的高频低价电商平台

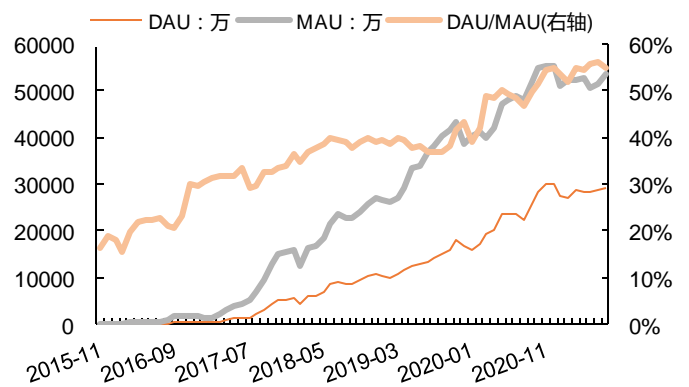
深耕农业的高频低价电商平台，用户规模行业领先。如前所述，供给端拼多多深耕农产品，2020 年农产品 GMV 达 2700 亿，占 GMV 比例高达 16% (阿里农产品占比 4%)。由于农产品的高频特性以及拼多多多种补贴、产品设计均以促进用户快速消费为目的 (拼多多 AAC > MAU)，拼多多实际是一类高频低价电商，不仅有更高的 DAU/MAU 比例，亦拥有更高的用户下单频率，2020 年拼多多单用户年订单量 49 件，是阿里的 54% (GMV 是阿里的 22%)。21Q4 拼多多年活跃买家达 8.67 亿，位居电商行业第一。目前虽然拼多多 MAU 和 AAC 已触顶，说明拼多多用户天花板已现，但是 DAU 仍然处于提升状态，拼多多核心客群仍在提升。

图表73 拼多多年活跃买家与月活跃用户



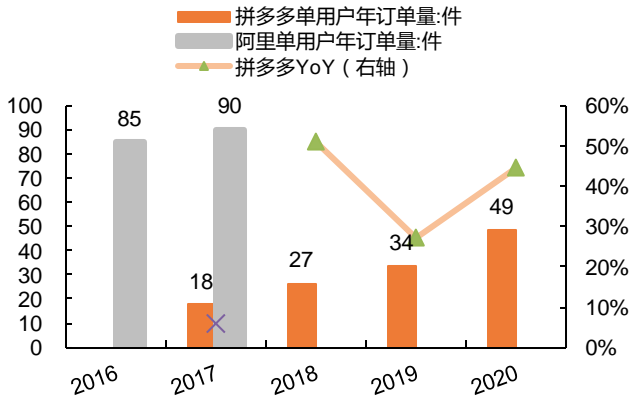
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表74 拼多多 DAU、MAU 以及 DAU/MAU



资料来源: Questmobile, 平安证券研究所

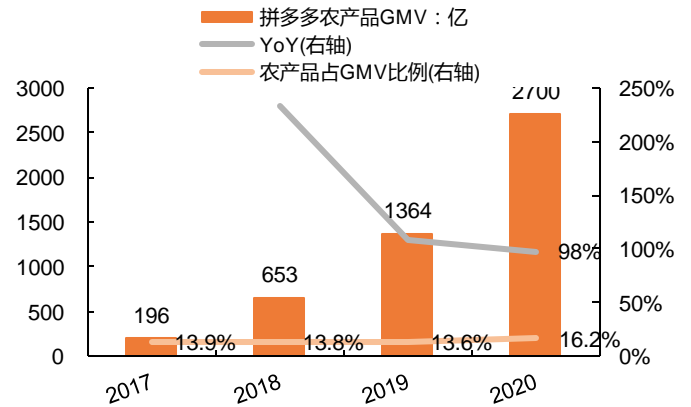
图表75 拼多多用户购买频率较高



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 阿里财年自2 季度开始, 即2020 年实际为阿里20Q1-21Q1 数据

图表76 拼多多在农业领域的表现



资料来源: 拼多多官网, 平安证券研究所

管理团队极具创新力, 多项创新产品功能引领行业。拼多多高速发展很重大的原因是在用户增长、产品设计等方面均表现出极强的创新能力。比如游戏化的“砍一刀”等功能, 最大程度的利用了微信社交流量实现用户规模低成本跨越式发展; 2019年6月份推出的“百亿补贴”, 极大的提升了用户对拼多多的信任程度, 成功吸引一线城市用户实现用户的第二次高速增长; “拼小圈”成功实现电商平台内嵌熟人社交能力, 极大提升用户粘性。竞对的模仿就是对创新的最好注解, 可以发现相关竞对纷纷跟随游戏化运营、百亿补贴以及类似“拼小圈”的产品功能。我们认为极具创新能力和强执行能力的管理团队是拼多多冲出电商红海的重要原因。

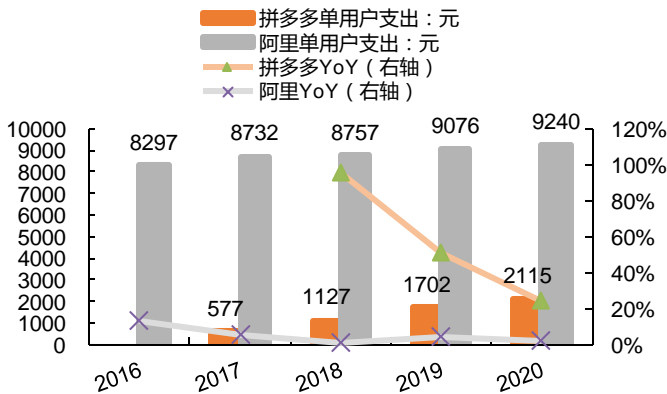
图表77 拼多多团队开发出一系列创新产品功能



资料来源: 拼多多APP, 平安证券研究所

目前用户增长见顶，静待客单价提升。21Q3 拼多多 MAU 和 AAC 环比分别仅提升 300 万、1700 万，显示出拼多多用户增长触顶，单用户支出的提升将成为拼多多未来增长驱动力。对比来看，拼多多单用户年消费支出 2115 元，仅为阿里巴巴的 23%，这主要因为拼多多多件单价较低，2020 年拼多多多件单价 44 元仅为阿里 2017 年的 45%。提升品牌商品占比以及扩品类或将成为提升客单价的重要途径。随着“二选一”的废除，品牌商进驻拼多多不再受限，近期众多品牌商亦进入拼多多开官方旗舰店。但考虑到拼多多低价的平台形象与品牌商对价格诉求有所冲突，拼多多的品牌化之路或将经受考验。

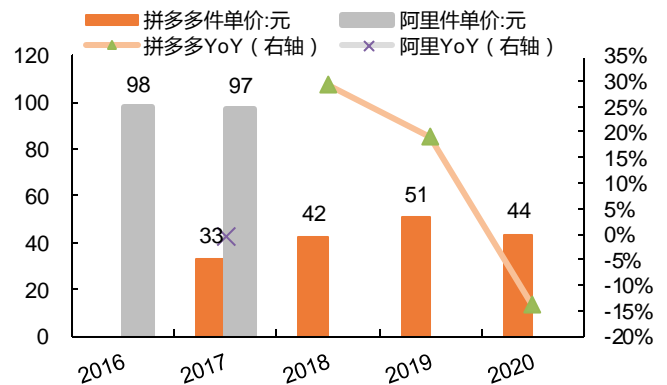
图表78 拼多多单用户支出仍有较高提升空间



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：阿里财年自2季度开始，即2020年实际为阿里20Q1-21Q1数据

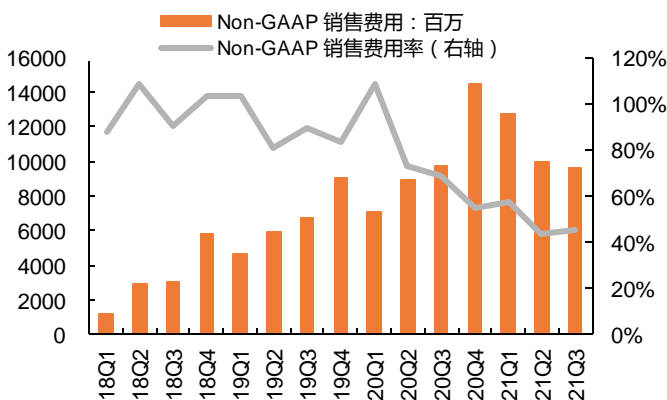
图表79 拼多多客（件）单价仍有较高提升空间



资料来源：公司公告，平安证券研究所

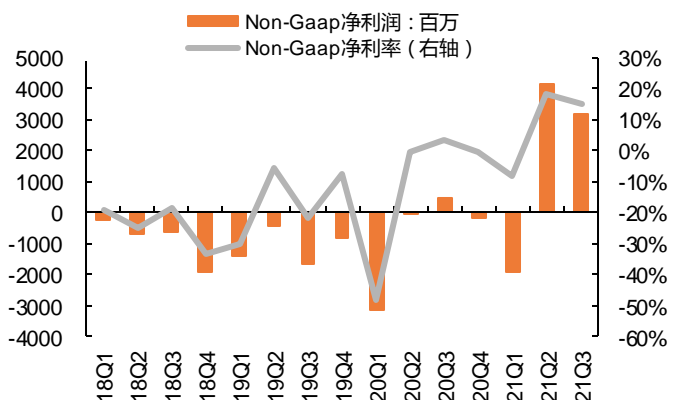
注：阿里财年自2季度开始，即2017年实际为阿里17Q1-18Q1数据

图表80 拼多多 Non-GAAP 销售费用及销售费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表81 拼多多 Non-GAAP 净利润及净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、投资建议

根据上述“人货场供需一体”研究框架，我们认为供给侧是驱动平台发展的重要动力，其中生鲜、家居家装、食品饮料、配饰家纺部分非标品是潜力品类。内容场景和履约是影响购物体验重要因素，其中强于内容的直播电商平台和自建物流体系的电商平台具有更好的消费体验。用户对“多快好省”的不同偏好导致了不同平台的比较优势，拼多多在“省”、淘宝在“多”、美团京东在“快”、天猫在“好”方面各具优势。综上分析，我们认为各电商平台各具差异化优势，阿里具有最完善电商业态和最广泛高质量用户，未来将受益于生鲜、家居家装等潜力品类；美团具备扎实的即时配送物流基础，未来将

受益于生鲜快消品等潜力品类；京东拥有优势明显的远场物流基础设施网络，并成功实现快消品品类拓展。抖音电商在内容侧拥有绝对优势、用户规模和时长（电商）仍在快速增长、在服装配饰等非标品类有巨大发展潜力。

七、 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，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、偷税漏税等风险。
- 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

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
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