

电商平台-阿里巴巴、京东集团、拼多多对比研究

证券分析师：张良卫

执业证书编号：S0600516070001

联系邮箱：zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师：张家琦

执业证书编号：S0600521070001

联系邮箱：zhangjiaqi@dwzq.com.cn

2022年6月14日



■ 竞争趋缓带来电商平台短期业绩超预期

■ 电商平台战略收缩势在必行

■ 电商平台过往复盘

■ 各个电商平台核心竞争力分析和对比

■ 风险提示



竞争趋缓带来电商平台短期业绩超预期

1.1. 监管政策趋于和缓，电商竞争有望改善

■ 2022年4月政治局会议提出要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，释放出对平台监管趋缓的信号。自2020年底开始，国家对反垄断、防止资本无序扩张、保障民生就业等方面出台了多项监管政策，目前政策均已落地并取得显著成效。我们认为未来监管政策将趋于和缓，电商行业将进入有序竞争的新阶段，以往各电商平台间大幅补贴、价格战、强制商户“二选一”等不正当的竞争行为将得到改善。

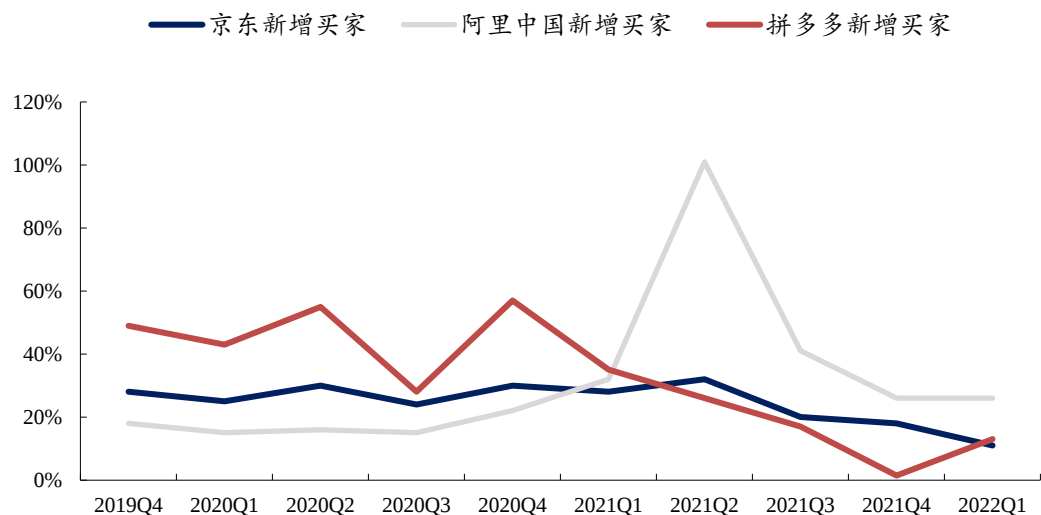
表：监管政策取得成效

	案例
反垄断/反不正当竞争	商家二选一成为历史：（1）电商领域：阿里受处罚后积极认错，降低商户的使用成本以及进入门槛，逐步降低技术服务费，为商户提供更多的工具。（2）本地生活领域：2020年Q1美团主动弱化独家商户二选一政策执行，允许独家商户多平台上线；2021年4月，美团公开承诺不通过不合理限制等措施强制要求商户“二选一”。 互联互通：微信、QQ逐步开放外链：微信允许淘系和抖音在一对一个人会话中进行链接分享；QQ已支持淘宝网、闲鱼以及抖音链接的正常打开小程序方面，盒马集市、天猫养车、天猫精灵、闲鱼等已入驻。 社区团购“价格战”被叫停。
防止资本无序扩张	蚂蚁金服停止上市事件：多部门约谈蚂蚁集团，后蚂蚁集团重组为由金融控股公司，阿里支付业务回归支付本源，坚持小额便民、服务小微定位，将“借呗”“花呗”全部纳入消费金融公司，依法合规开展业务；强化消费者权益保护，加强金融消费者适当性管理；规范关联交易，加强风险防控，营造公平竞争的市场环境等。 腾讯减持生态内公司：腾讯2021年12月大幅减持千亿京东股份，2022年1月减持了“东南亚小腾讯”Sea的部分股份。
民生保障	外卖骑手和商家权益进一步得到保障：2021年Q1，美团优选大规模降低补贴比例；2021年5月，美团主动调整商户佣金政策，改变了过去一刀切的逻辑，走向透明化，规则清晰可量化；2021年5月，美团在Q1业绩会上，主动回应骑手保障问题，将开展工伤责任险的试点工作，同时将骑手日常3元的商险保险费用改由平台承担。

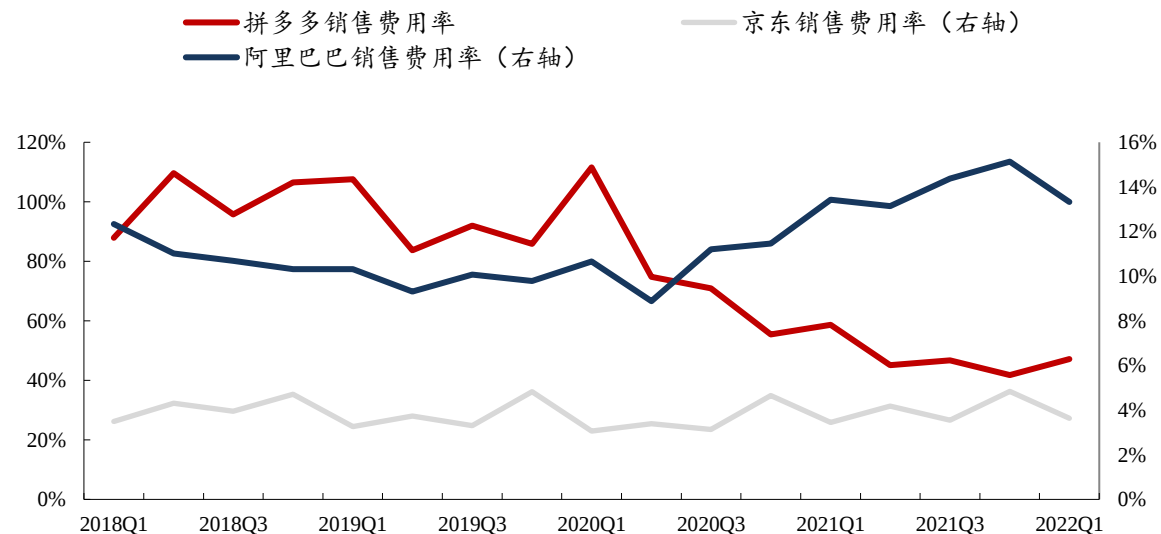
1.2. 电商公司更加注重存量用户价值，降本增效展现利润释放能力

- **互联网公司更加注重存量用户价值**：互联网公司单季度新增用户环比增长乏力，近四季度京东、阿里和拼多多三家电商平台平均新增用户环比增长数分别为0.53、0.26、0.15和0.16亿人次。获客成本持续攀升，依托早期互联网红利或用户裂变模式的低成本获客时代已结束，如京东集团的获客成本自2016年的141.9元攀升至2021年的386.14元，2022年Q1则为806.02元。流量红利的见顶进一步降低互联网公司拉新意愿，重心转为挖掘现有客户价值。
- **互联网公司规模效应更为显著，利润释放能力**：在GMV的杠杆效应下，营收的持续高速增长使得销售费用在绝对值规模保持不变的情况下带来销售费用率的适当降低，未来互联网公司履约和成本费用有进一步压缩空间，并且有望持续。

图表：京东、阿里、拼多多单季度用户指标环比增长数量（亿）



图表：京东、阿里、拼多多销售费用率



1.3. 阿里巴巴四季报-近期各项业务亏损持续收窄

- **多项业务亏损收窄：**本地服务、云、数字媒体EBITA亏损在2022Q4均较上一年同期收窄。整体来看，公司非常注重各个板块业务的效率和毛利的提升，erbu未来盈利极有可能超预期回升。
- **未来各项业务盈利有望进一步提升：**中国商业受疫情和淘菜菜投资的影响，盈利能力有所下滑；国际业务受到俄罗斯和乌克兰冲突所导致的物流和供应链中断和欧盟修订增值随规则带来的持续影响，因此亏损的绝对额有所加大。本地服务、云业务、数字媒体与娱乐以及创新业务的收入下滑主要由于短期经济下滑、以及新冠疫情的影响造成部分项目延期交付所致，但伴随着未来经济恢复以及疫情的缓解，这些业务无论从营收还是EBITA利润方面都将快速回升。

阿里巴巴EBITA情况（百万元）

EBITA拆分	2021Q3	2021Q4	2022Q3	2022Q4
中国商业	71,947	39,500	57,789	32,149
国际商业	-1,448	-2,483	-2,917	-2,563
本地服务	-4,327	-6,633	-4,987	-5,483
菜鸟	-241	-585	-92	-912
云计算	-221	-342	134	276
数字媒体与娱乐	-1,389	-2,698	-1,374	-1,966
创新业务	-1,041	-1,648	-1,609	-2,452

阿里巴巴的EBITA MARGIN（%）

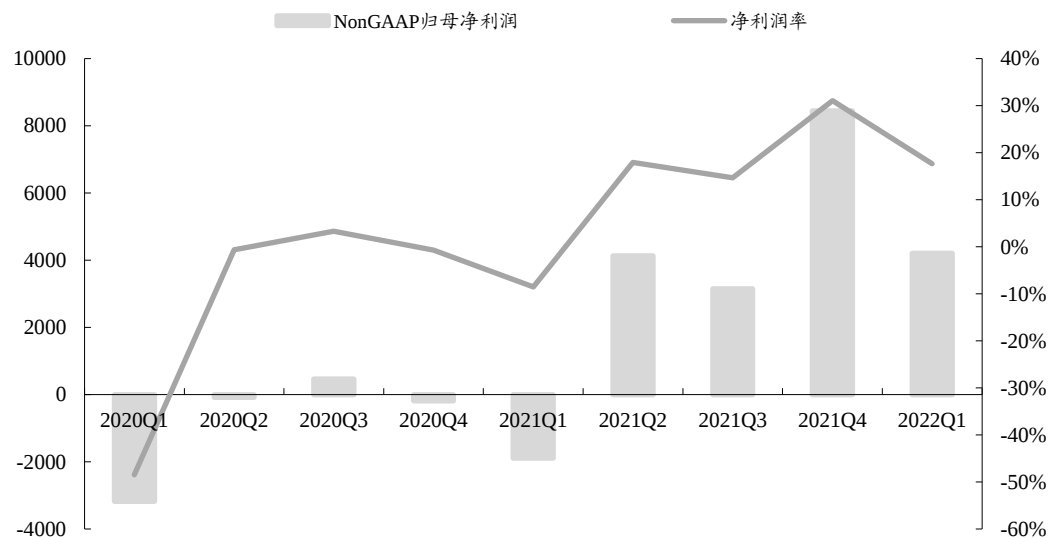
EBITA Margin	2021Q3	2021Q4	2022Q3	2022Q4
中国商业	44.60%	30.29%	33.55%	22.91%
国际商业	-10.40%	-18.51%	-17.73%	-17.88%
本地服务	-45.38%	-81.66%	-41.08%	-52.49%
菜鸟	-2.12%	-5.87%	-0.70%	-7.87%
云计算	-1.36%	-2.03%	0.69%	1.45%
数字媒体与娱乐	-17.19%	-33.53%	-16.94%	-24.56%
创新业务	-164.20%	-277.44%	-155.61%	-638.54%

1.4. 拼多多一季报-利润未来有望持续释放

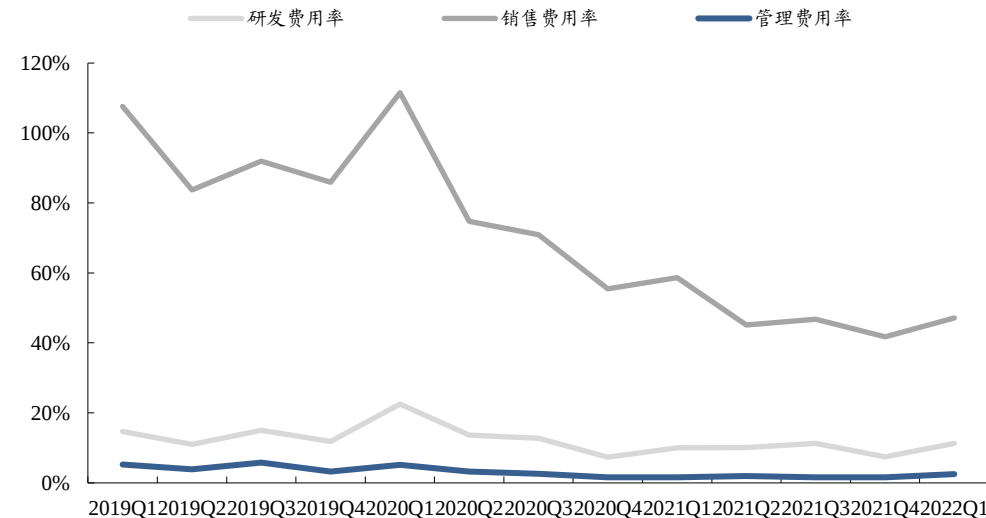
■ **2022Q1拼多多利润超预期主要由于销售费用率的大幅下滑**：2022Q1销售费用率仅47.15%，较21Q1的58.63%，同比下降11pct，销售费用率持续走低主要由于控制了促销和广告上的花费。自2021Q2起，销售费用率皆稳定在45%左右，一方面是互联网公司在流量红利走到尽头之后，对于拉新的意愿出现了进一步的降低，都转而去耕耘现有客户进行更深入的挖掘，就不需要投放更多的销售费用。

■ **GMV显现出杠杆效应，销售费用绝对值保持高位**：虽然销售费用率有大幅降低，但是拼多多单季度销售费用的绝对值仍然保持在百亿级别的规模。预计伴随着营收的快速增长，未来销售费用还有进一步下降的空间。未来虽然拼多多会加大农业领域的投入，但我们认为对利润的影响有限，本季度管理费用和研发费用分别同比增长4.50亿元和2.40亿元，而销售费用同比减少17.78亿元，销售费用的降低远超管理费用和研发费用的提升，我们预计未来拼多多的业绩将持续释放和改善。

拼多多NonGAAP净利润情况（百万元）



拼多多三费变动 (%)

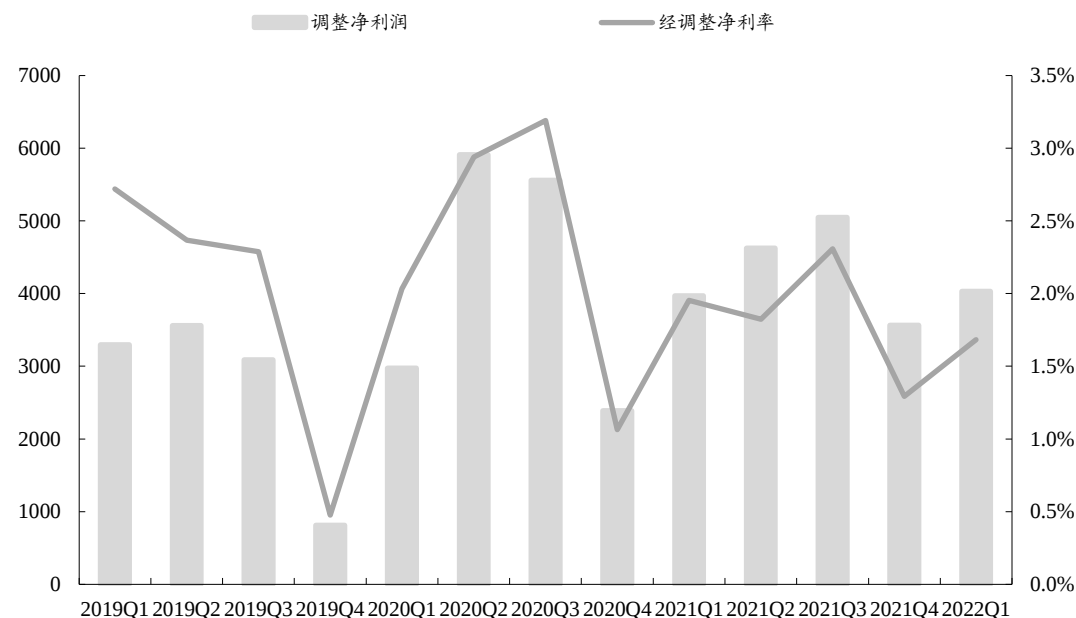


1.5. 京东集团一季报-利润率大超市场预期

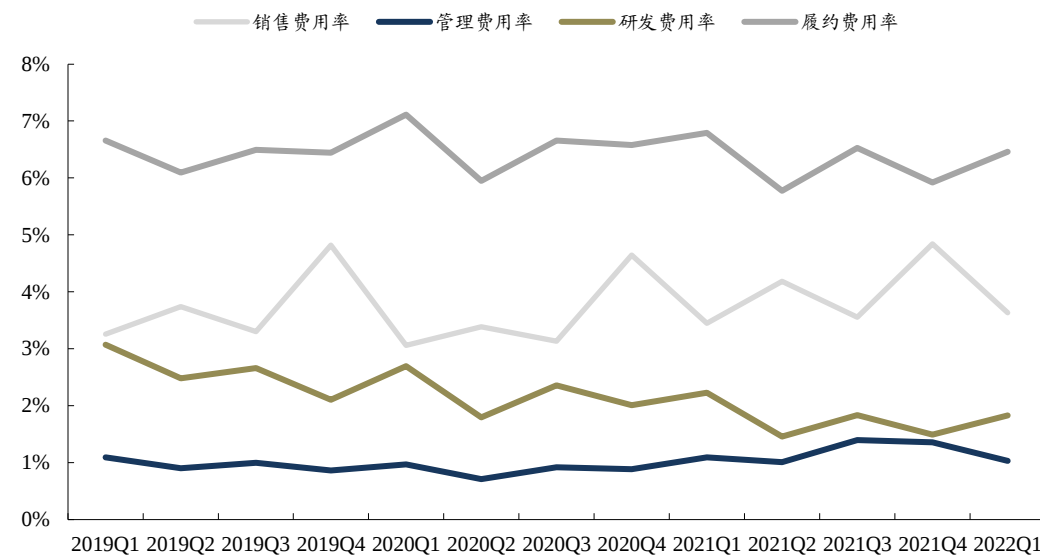
■ **京东集团利润率2022Q1大超市场预期：**京东集团2022Q1利润率达到1.7%，大超此前1.09%的市场预期，利润大超预期一方面是由于营收略超市场预期，其次主要由于管理费用率、研发费用率和履约费用率的下降。若剔除春晚开销和疫情对履约费用造成的影响，预计其利润率有望进一步提升。

■ **用户侧将更加侧重质量发展，成本费用预计将持续下降：**京东从疫情开始时期获取了较多的流量红利，但短期伴随着拉新成本的提升，公司更偏向深入耕耘现有客户，扩张新用户不再成为公司的重点。因此伴随着高毛利商品sku数目的增加和服务收入的增加，我们预计未来京东集团的利润率将持续提升。

京东集团NonGAAP净利润情况（百万元）



京东集团三费变动



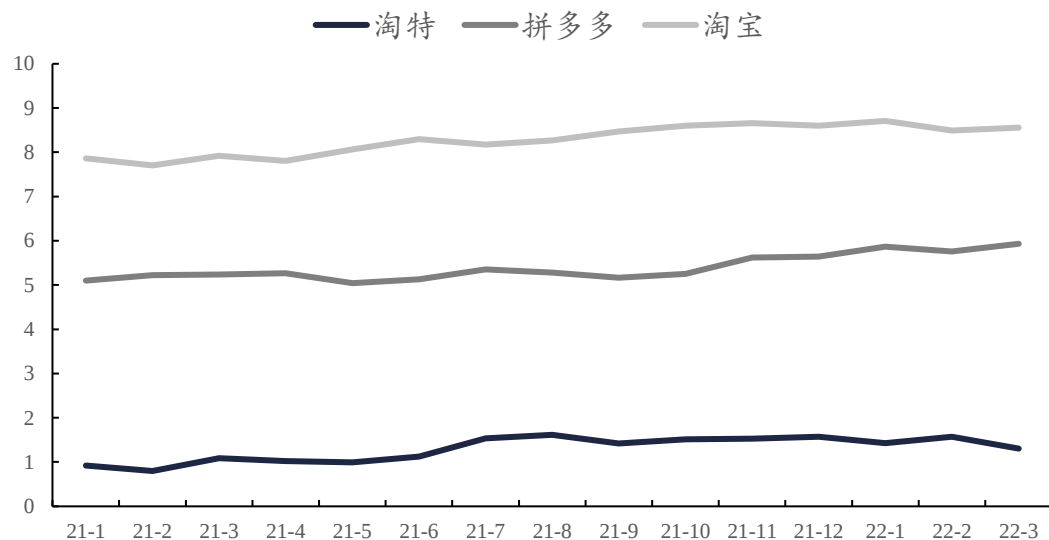
二

电商平台战略收缩势在必行

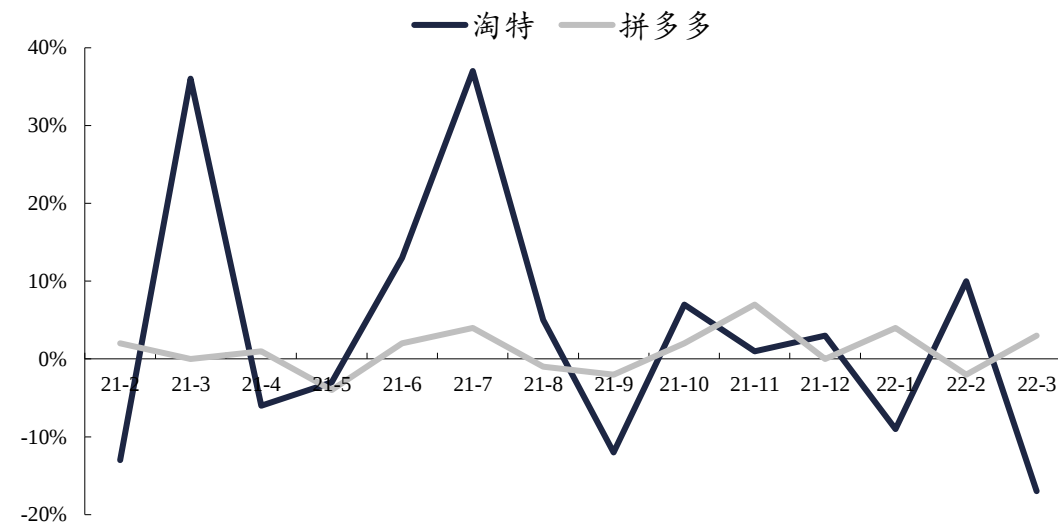
2.1. 阿里巴巴-淘特和淘菜菜投入收缩，助力中国商业盈利回升

■ **淘特和淘菜菜投入的边际效益降低：**1) 淘特自创办以来，以特价直销的运营方式追赶拼多多，截至2022年3月，淘特的年度活跃用户已超过3亿，仅达到拼多多年度活跃用户数量的34%，月活跃人数较拼多多仍保持较大差距，平台认知度仍待提升。2) 阿里在淘特，淘菜菜上一直保持较高投入，但淘特月活跃人数增长在逐步放缓，2022年3月月活的环比增幅曾出现负增长，环比下降17%，业务进展不及预期，预计阿里将缩减业务扩张趋势，释放利润空间。3) 截止2022年3月，淘菜菜年度活跃用户人数达到9,000万人，但在全国仍未实现业务端的突破，未来可能成为防守业务，缩减投资。

图：月活跃用户人数对比（亿人）



图：月活跃用户人数环比增长对比（%）



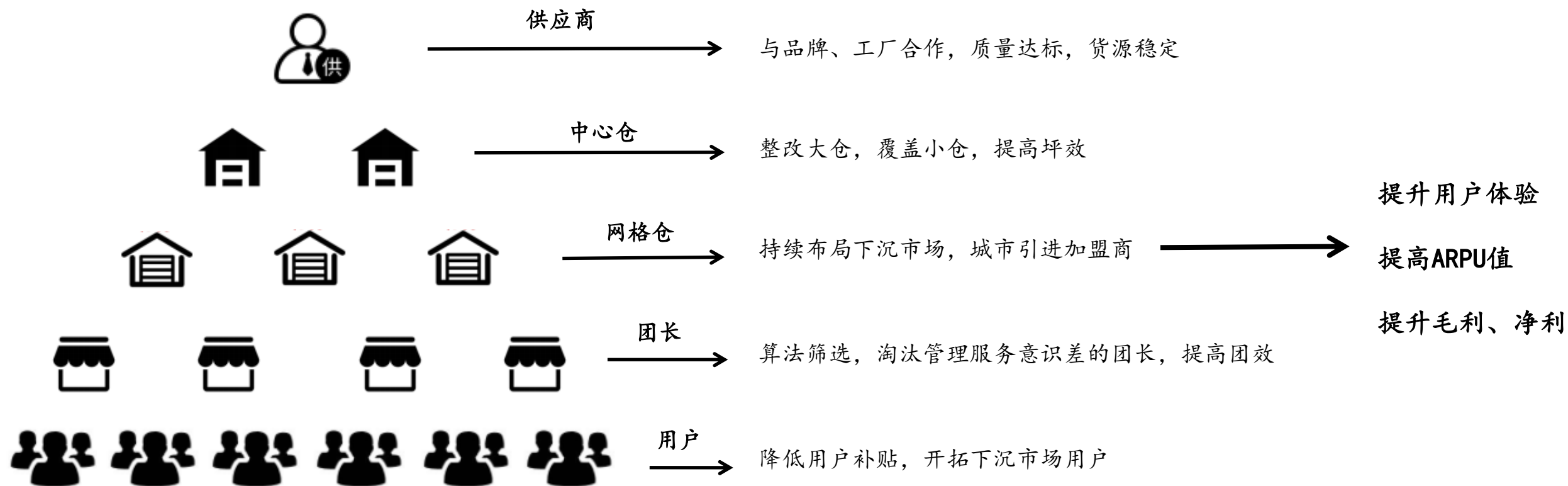
2.1. 阿里巴巴-战略性业务全面收缩，注重未来盈利质量

- **亏损业务的关停，有利于整体公司利润的释放：**2021年起，阿里连续关停多个业务板块，大部分均为低价值业务，具体原因包括市场份额低，涉嫌违规，连续多年亏损等。其中哈喽出行三年总计亏损超48亿元；为关停相互宝，阿里承担用户分摊费用和互助金总计约30亿元，拉低了阿里巴巴整体的利润，未来预计阿里巴巴各个业务更加注重效率和毛利，有望进一步收缩目前盈利能力较低的业务。
- **多项业务走上减亏之路，未来争取OP打平成为创新型新业务：**在疫情影响下，本地服务、云、数字媒体等业务EBITA亏损同比依然实现收窄，在更注重效率和毛利的背景下，未来有望OP打平，拉动集团整体利润增长。

经营活动	类型	关停时间	具体情况
虾米音乐	音乐产品	2021年2月	2019年5月至2020年4月，虾米音乐平均市场份额仅1.8%，最终关停。
哈喽出行	出行类产品	2021年4月	3年亏损超48亿，拆分进行独立融资。
Real 如我	社交软件	2021年6月	主打校园社交，运营1年后停止运营。
淘小铺	社交电商平台	2021年10月	涉嫌传销被冻结资金，最终停止交易。
相互宝	互助类产品	2022年1月	变现效果差，最终由阿里承担30亿成本关停软件使用
阿里旺旺	商务沟通软件	2022年2月	2月底群聊服务正式下线。
采源宝	社交电商平台	2022年5月	1688平台B2B电商在线交易平台，连续亏损后5月9日起停止交易

2.2. 拼多多-社区团购各领域持续优化，有望改善亏损情况

- 多多买菜业务有望通过各领域持续优化，降本增效，同时提升用户体验，提高客单价，进而改善亏损状况，提升净利率。
- 供应端：标品与品牌、工厂合作，质量达标，货源稳定；生鲜与主站合作，主站引流，产地直采，减低拿货成本
- 履约端：中心仓提高坪效，整改大仓（合并/迁址），覆盖小仓；网格仓持续做下沉，城市网格仓引进有规模的加盟商，提高抗风险能力
- 销售端：淘汰管理服务意识差的团长，提高团效；降低用户补贴，开拓下沉市场用户，抢占市场份额

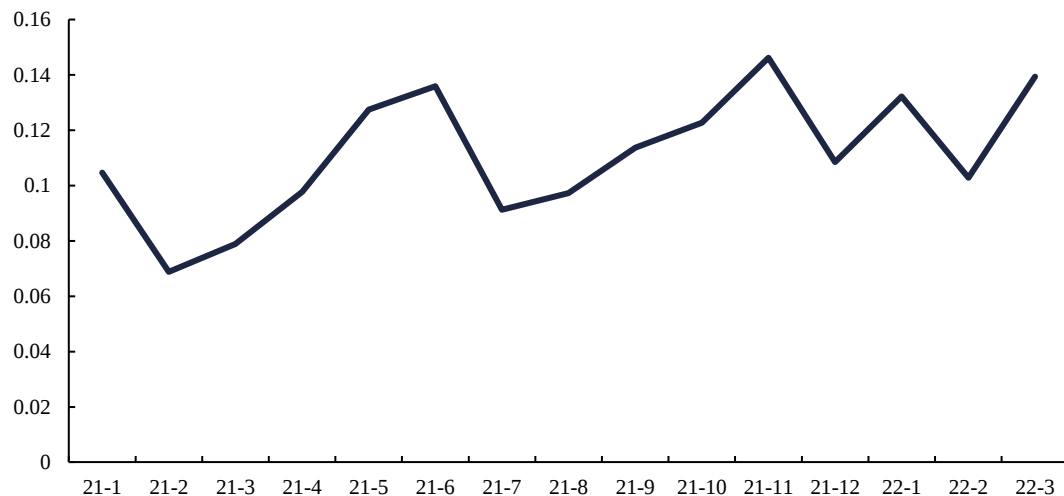


2.3. 京东集团-京喜业务全面收缩

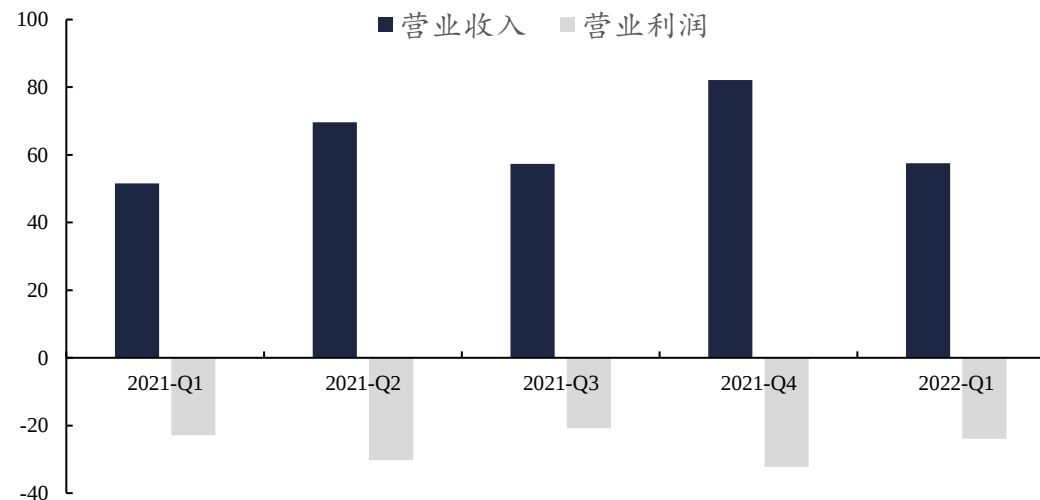
■ **京喜APP月活跃用户人数增长放缓**：2022年3月月活跃用户人数为0.13亿人，排除疫情在不同月份的影响，月活跃人数较去年年末没有较大变化，甚至不及21年11月活跃用户人数0.14亿人，对比21年年初，京喜增长明显放缓。

■ **新业务收缩势在必行**：2022Q1电话会议中CEO徐雷也在电话会议中提及，新业务在一季度进行了调整，对一些短期商业化发展不佳的业务关停并转，“未来将继续进行业务聚焦，可能还会有类似的动作”。22Q1新业务营收规模较上季有明显收缩，营业收入环比下降约30%，运营损失也减少约26%，预期京东集团将进一步收缩新业务，释放利润空间。

图：京喜月活跃用户人数（亿人）



图：京东集团新业务营业收入、营业利润（亿元）

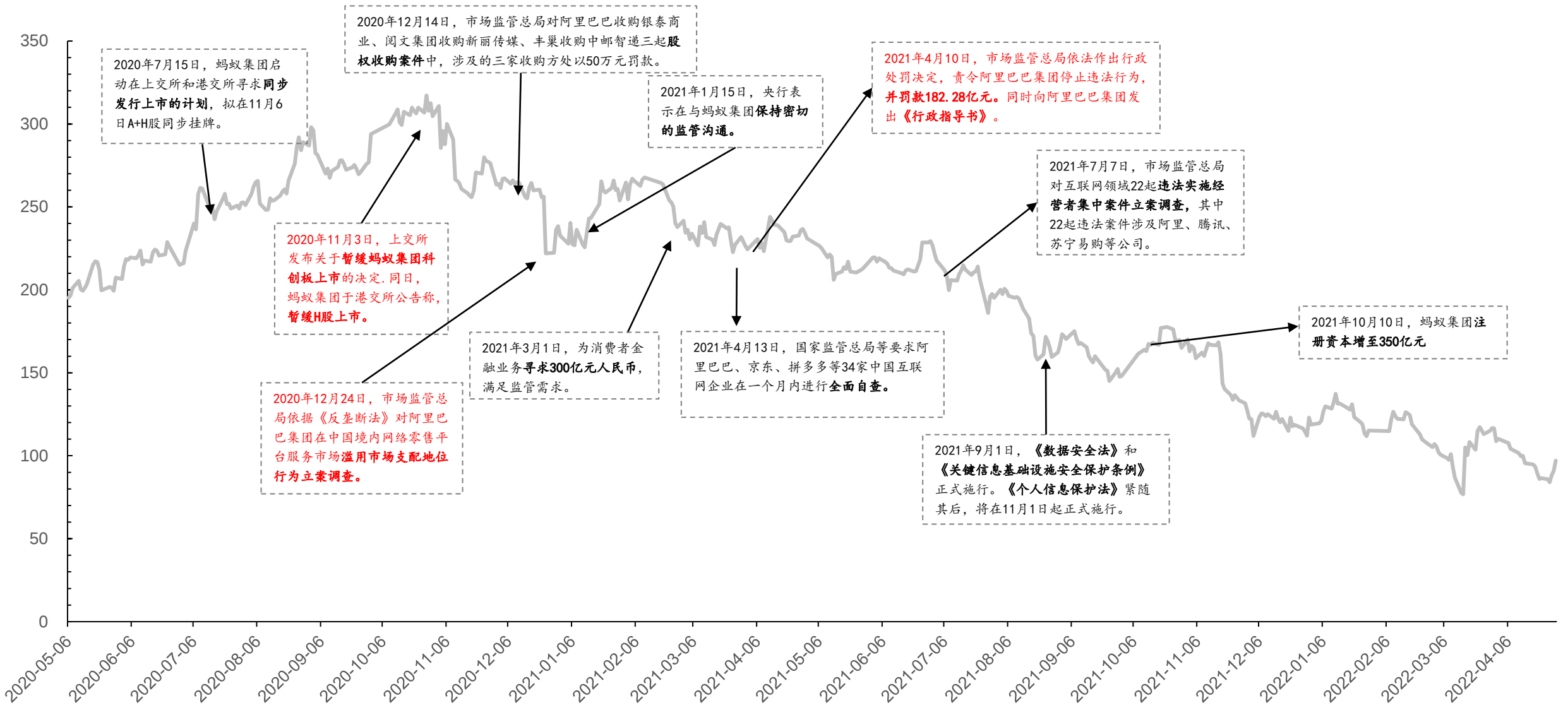


三

电商平台过往复盘

3.1. 阿里巴巴复盘

图表：阿里巴巴收盘价变动

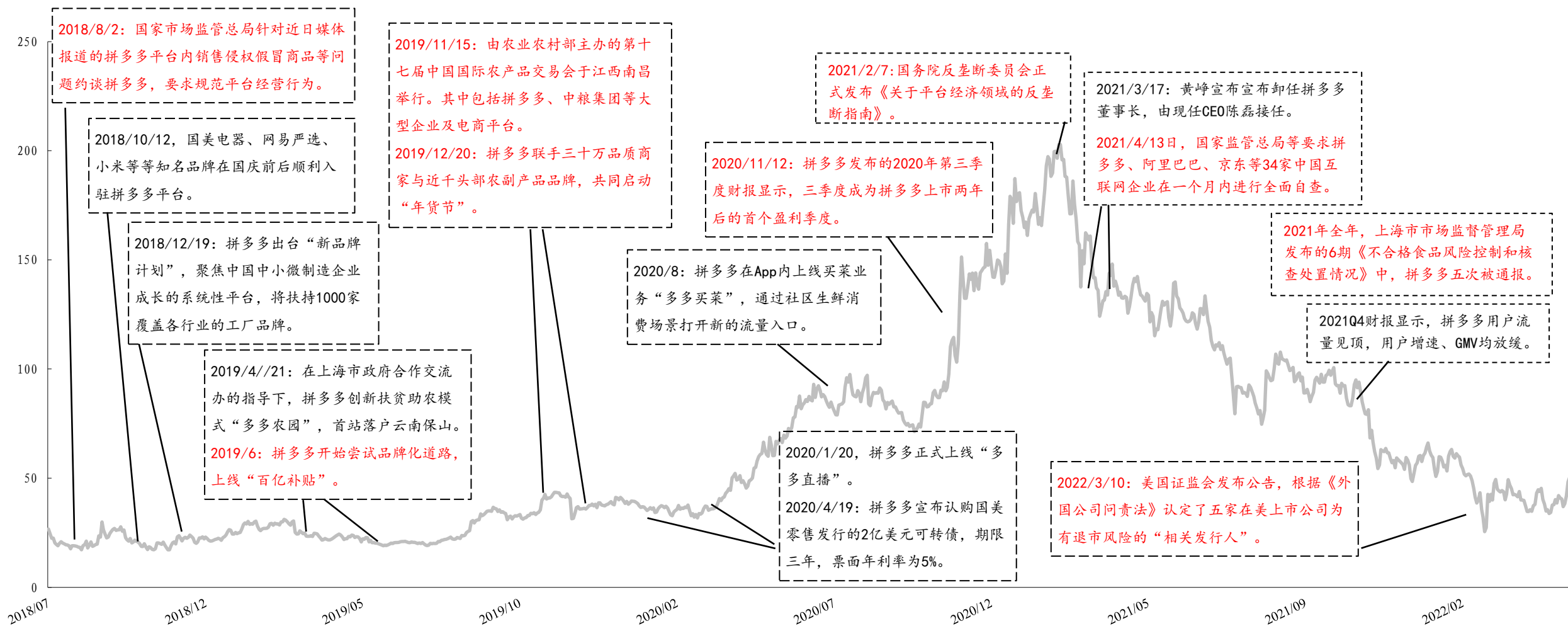


3.1. 阿里巴巴各阶段股价波动原因

- **阶段一（2014/9-2015/10）：**阿里上市之后股价持续下跌主要受到三方面原因影响，1) 阿里假货问题，国家工商总局指责阿里系网络交易存在5大问题，工商总局调查阿里假货的事件持续发酵，给阿里带来了较大的负面影响。 2) 中国经济降速大幅放缓，中概股的估值体系受到冲击。3) 阿里巴巴2016财年一季报不及预期，同期中国零售市场商品交易总额 (GMV) 增长34%，创三年新低。
- **阶段二（2015/10-2018/7）：**受到业绩超预期和投资者预期未来阿里成长空间较大的影响，阿里股价持续上涨。1) 2016年3月，在2016年创下了多项纪录，包括GMV突破3万亿元人民币、双11在7分钟内实现了100亿元人民币销售额，移动端GMV为146亿美元，占总GMV的82%。双11GMV同比增长32%等。2) 阿里其他业务具有发展潜力。阿里云的表现向好，2016年第四季度，云业务营收同比增长115%。此外阿里巴巴又提出了新零售和“五个全球”等的战略布局，具有一定的潜力。
- **阶段三（2018/7-2019/1）：**阿里股价受到美股市场大跌、中美贸易战和马云卸任的影响急速杀跌。
- **阶段四（2019/1-2020/11）：**阿里股价大幅上升：一方面阿里业绩持续超预期，另一方面阿里各项业务百花齐放。天猫GMV持续创造新高；阿里通过入股大润发的方式打通线上线下渠道；建立菜鸟物流，打造仓配一体化设施，提高整体运营效率；阿里云持续保持高增长；支付宝活跃人数持续增长。
- **阶段五（2020/11-至今）：**阿里股价受到持续收紧的海内外监管影响、越发激烈的竞争环境和持续反复的新冠疫情影响大幅下跌。

3.2. 拼多多复盘

图表：拼多多上市至今股价变动



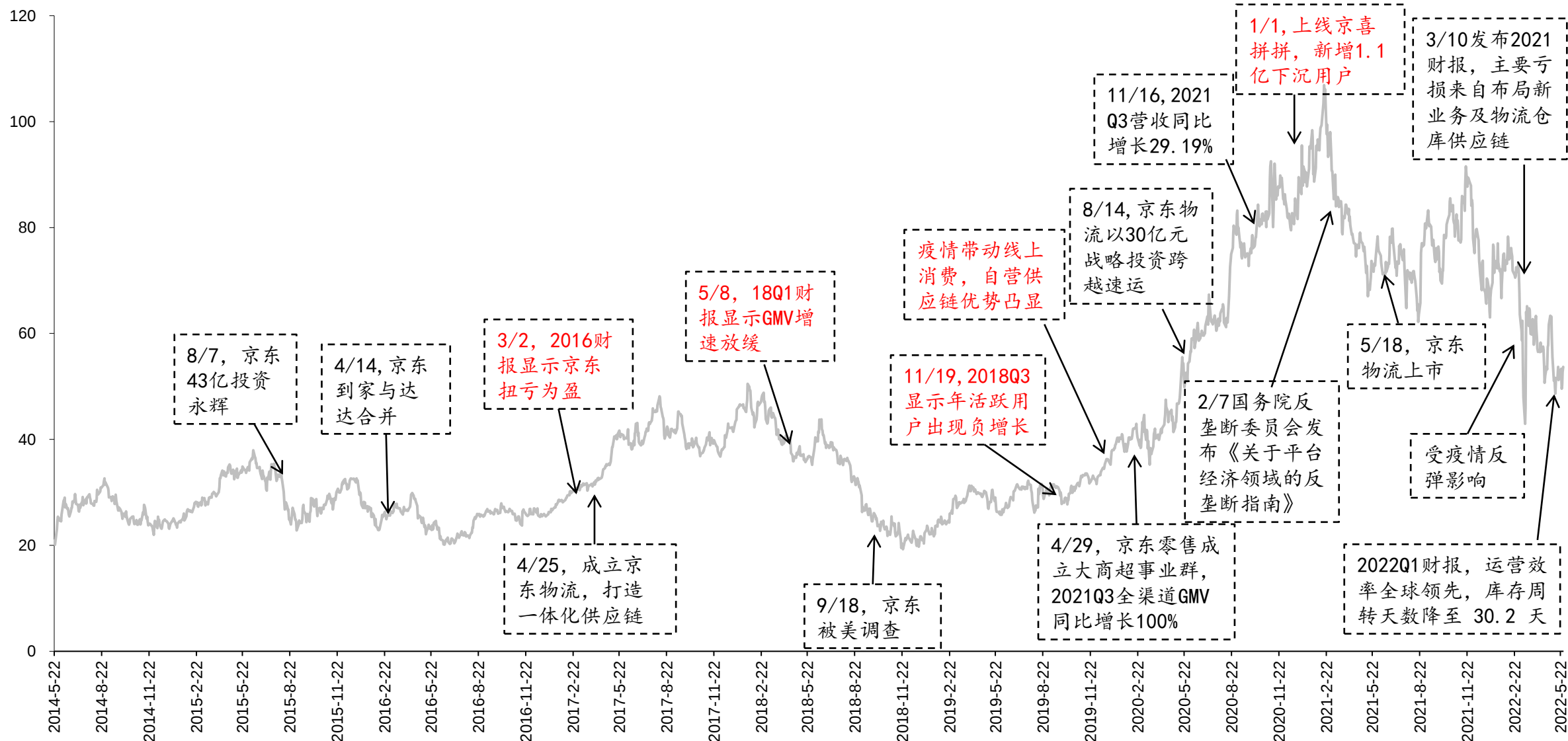
数据来源：Wind，东吴证券研究所绘制。注：股价单位为美元。

3.2. 拼多多各阶段股价波动原因

- **阶段一（2018/7-2019/8）：**2018年拼多多业绩超预期，但2018年四季度以来拼多多在用户和业绩增长上有了放缓的压力，并面临假货治理的问题，美国贸易代表办公室发布报告将拼多多列入年度“恶名市场”名单。拼多多股价受其影响在这一阶段处于震荡期。
- **阶段二（2019/9-2021/2）：**拼多多进入业绩爆发期助力其股价大幅上扬，拼多多利用熟人邀请没注册过的用户砍价来快速获取新用户，利用社交关系快速裂变，吸引着越来越多的用户。而吸引来了用户后，拼多多利用低价优势留住用户。它的商品价格要比很多电商平台的同类商品便宜，通过低价路线，这让拼多多有了粘性更强的用户群体。而拼多多商品之所以很便宜，除了拼多多对商家的补贴，其次是拼多多拥有着庞大的厂家生产链。2019年拼多多GMV达人民币10066亿元，仅仅耗时5年，拼多多就突破万亿大关，相比之下，阿里巴巴用14年时间才达到万亿GMV，京东用了20年。
- **阶段三（2021/2-至今）：**2021年以来随着资本市场环境的变化、国家对互联网平台企业反垄断监管的日渐深入、拼多多创始人辞任以及用户增长停滞多重因素的影响，拼多多股价一路下跌。2021年2月以来，国家陆续出台针对反垄断等相关政策，监管环境高压，市场对政策监管影响拼多多经营成本及行业竞争格局的担忧加剧，伴随着3月份创始人辞职以及2021年Q1财报用户增长见顶，市场担忧未来拼多多不再具有高增长，对未来的想象空间缩小，因此股价持续下跌。

3.3. 京东集团股价复盘

图表：京东上市至今股价变动



3.3. 京东集团各阶段股价波动原因

- **阶段一（2014/5-2018/2）：**京东股价缓慢上涨。京东用亏损换回了业务的高速扩张，因此它的各项核心业务指标自2015至2019年，凭借庞大的业务规模、完善的零售基础设施和先进的技术，京东逐步从电商建立起零售、物流、数科三驾马车，打造“零售+基础设施服务商”，形成链路与技术壁垒。
- **阶段二（2018/2-2018/12）：**受到CEO丑闻、2018财年业绩下滑（2018财年第三季度京东营收同比增长25.1%，创下了自上市以来的最低增速。）无界零售等新业务发展进展缓慢等因素影响京东股价快速杀跌。
- **阶段三（2018/12-2021/2）：**京东股价在这一阶段大幅上涨。尽管业绩增速下了一个台阶，但京东在这期间业绩仍然保持了稳健的增长，稳定在25%左右的增长。规模效应带来履约费用率下降2%左右，供应链效率大幅提升。在2020年疫情时期凭借自营物流的优势顺利打开了日百品类的用户心智，用户端取得了积极进展。
- **阶段四（2021/2-2021/8）：**互联网政策监管期和618不及预期（2021年618期间京东商品交易总额同比增长28%，比去年增速下滑6%。）带来股价快速杀跌。
- **阶段五（2021/8-2021/11）：**市场预期京东营收有较强的韧性，受到宏观和政策监管影响最小使得京东增长高于行业整体水平，京东在此阶段快速反弹。
- **阶段六（2021/11-至今）：**受美股大跌、SEC列入预摘牌名单和战略投资影响，京东股价震荡下行。

四

各个电商平台核心竞争力分析和对比

4.1. 阿里丰富的生态体系

- 大而全的阿里巴巴在生态和品牌心智方面都领先其他竞争对手，品牌和商品运营能力的积淀具有优势，此外长尾品类商品满足不同客户的需求。
- 阿里巴巴生态体系：广泛的业务扩张和基础设施建设能够带来大量的新增用户体量，多维度触及客户，满足客户不同维度的需求。同时阿里可以利用这些进行广泛的数据挖掘，可以产生协同效应。

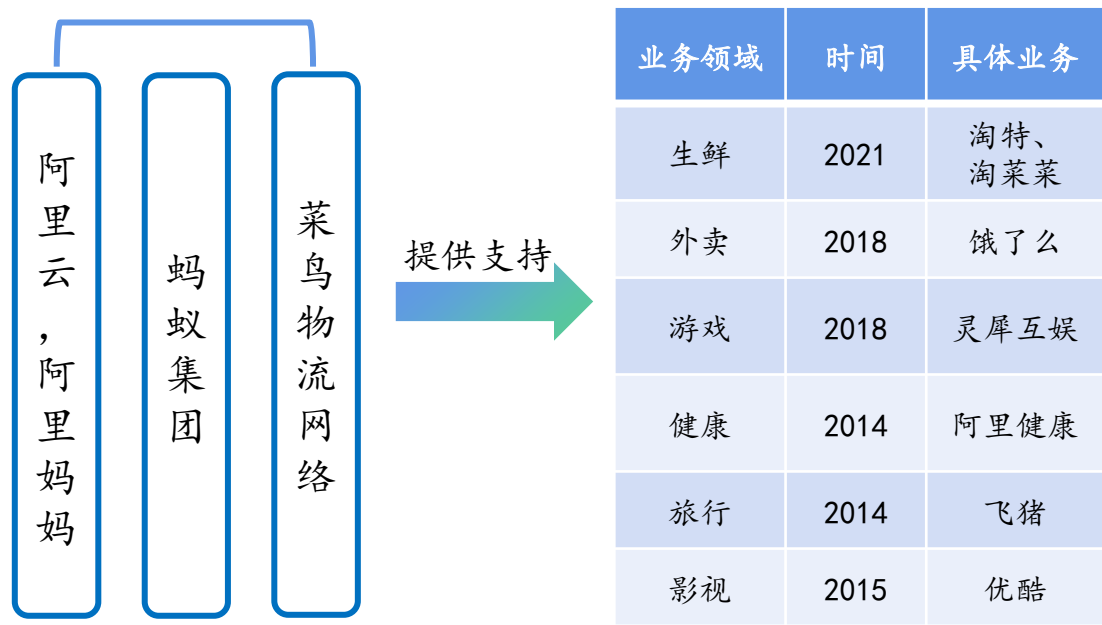


4.1. 阿里丰富的生态体系

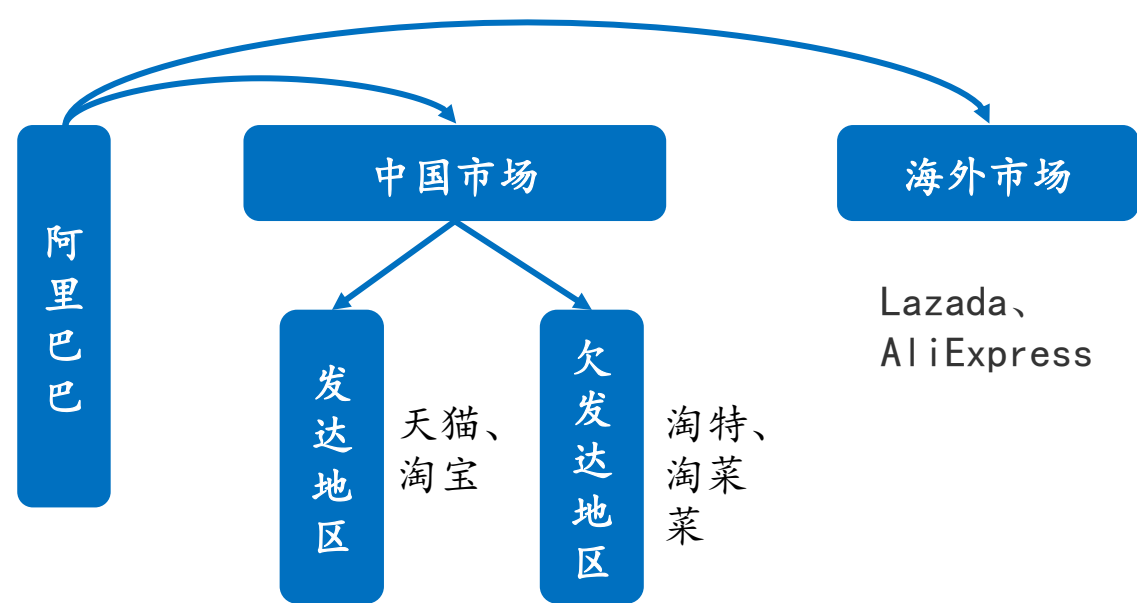
■ **板块联动，开拓新业务体系：** 1) 各大板块联动、相互赋能，阿里云自09年成立以来，致力于自主研发智能化数字技术，为阿里其他业务提供数据技术支持；支付宝起初利用“全额赔付”的制度迅速扩张，现在其以电商平台为基础，以过往信用数据为核心，为中小商户提供借贷；菜鸟物流搭建多层次履约网络，为淘宝，天猫等核心业务提供物流服务支持。 2) 阿里利用流量和用户优势，为电商之外的例如飞猪、饿了么、高德等新版块业务提供支持。

■ **扩展海外市场，进军下沉和海外市场：** 1) 2021年推出淘菜菜，保持对淘特的高投入，发挥物流多层次履约网络优势，22财年欠发达地区用户持续增长70%，阿里在下沉市场中占据一席之地。2) 2016年投资控股Lazada，进入东南亚市场，积极扩展海外市场，构建全球服务网络，2010年，推出全球速卖通（AliExpress），为全球小型企业提供销售平台，阿里逐步在全球市场站稳脚步。

图：阿里业务扩展



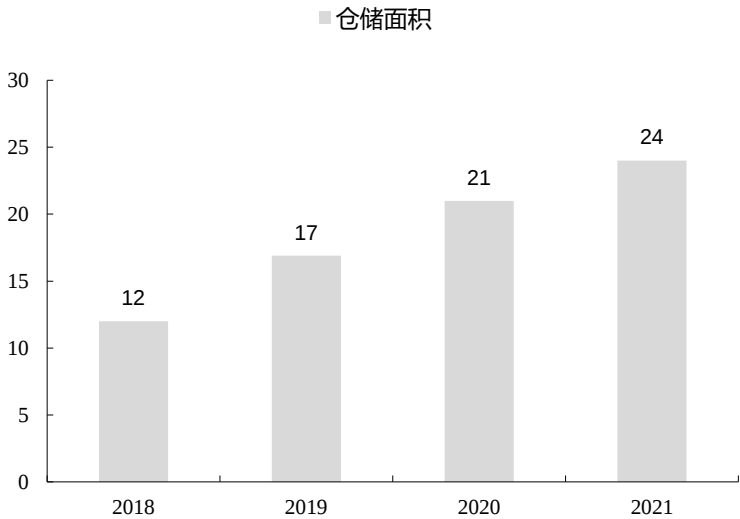
图：阿里地域业务分布



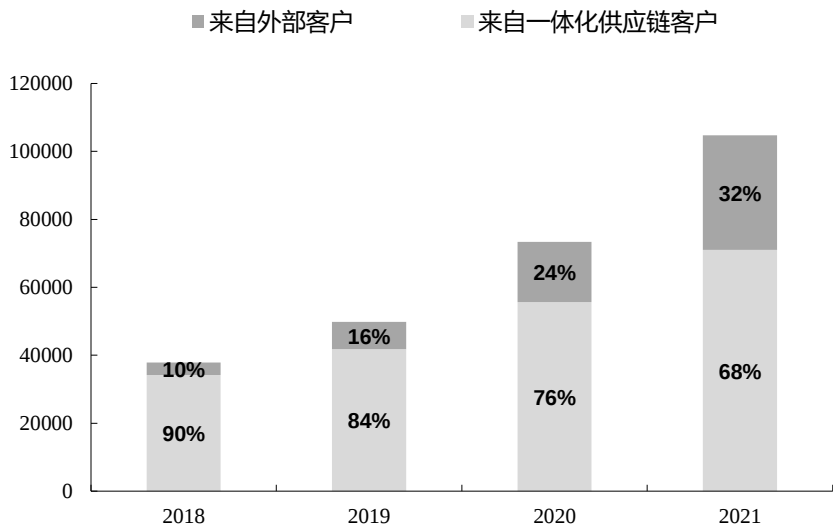
4.2. 京东物流助其筑起时效基本盘

- **京东自营物流解决最为注重时效的客户，一、二线城市的此类客户也是京东发展的基本盘：**京东物流的搭建使得京东整体的运营更偏重资产，自营物流的配送可以帮助京东牢牢抓住注重时效的客户，让客户在履约和售后时拥有更好的体验。即便在疫情时期，京东也可以利用其自营物流为客户提供配送服务。
- **物流外单收入占比逐年提高，履约费用率呈下降趋势。**来自外部客户单量的增加有利于实现规模效应，降低单位履约成本，提高物流业务盈利能力。未来随着公司物流开放程度进一步扩大，公司物流业务将进入以利润为导向的效率提升阶段，有望带动集团整体盈利能力提升。

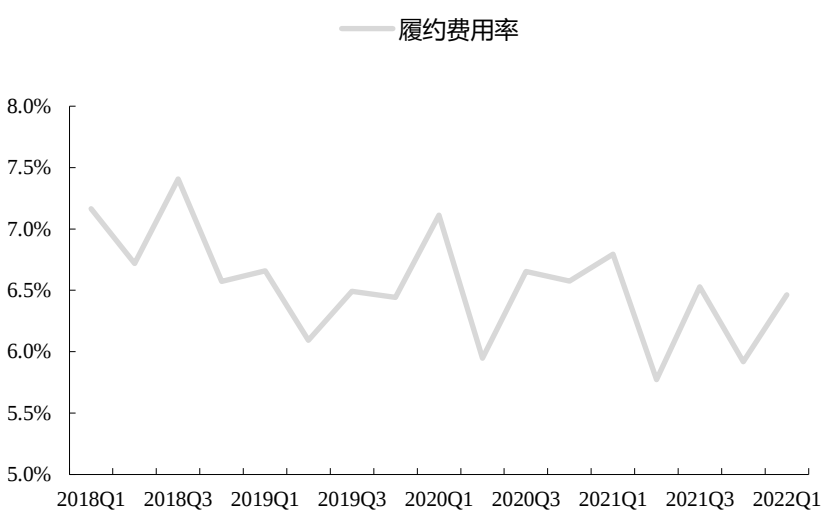
图表：京东仓储面积（百万平方米）



图表：京东物流分业务收入（百万元）及占比



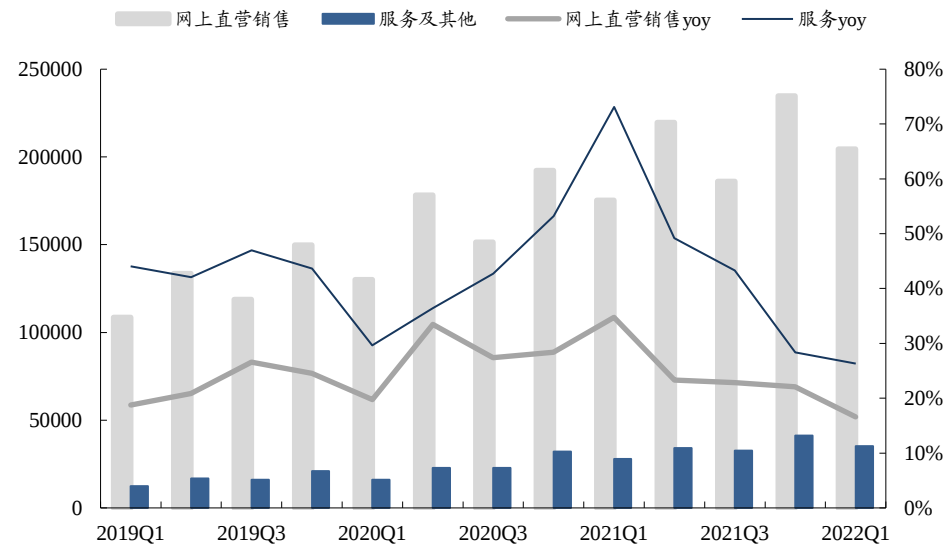
图表：京东履约费用率



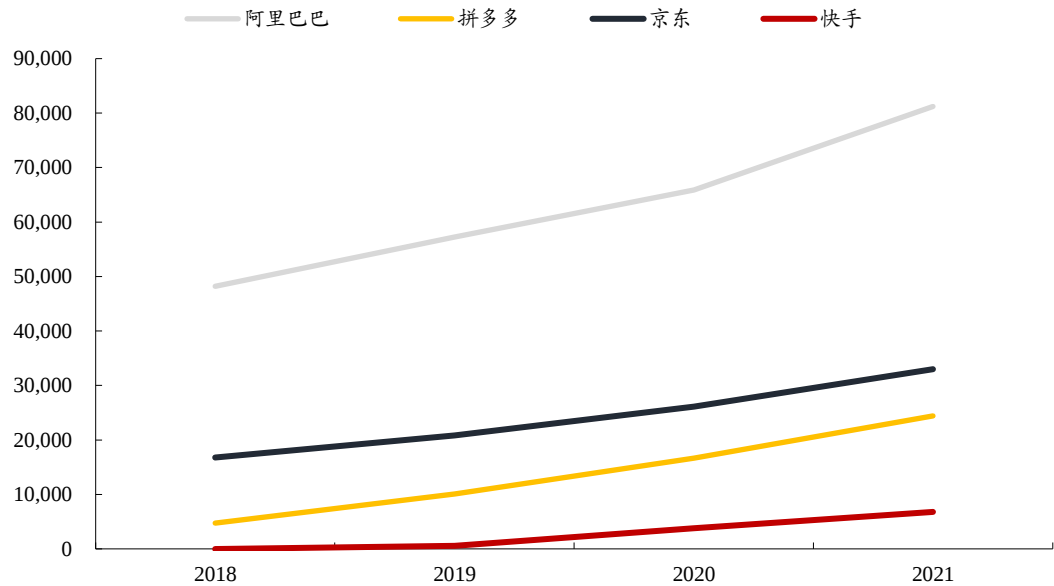
4.2. 京东物流模式使其受其他电商平台影响更小

- **一体化供应链模式更具韧性，抗风险能力强。**近年来京东GMV增速一直保持稳健增长，一体化供应链模式表现出更强韧性。未来随着公司供应链的持续优化以及日百品类占比提升，公司将表现出更强的抗风险能力。
- **物流为公司核心竞争力。**京东自建物流体系强力保障了其行业领先的履约能力，独树一帜的消费者体验是获取核心用户的重要抓手，使公司在面对直播电商等新兴业务模式以及新市场入侵者时更具韧性。未来随着流量红利见顶以及消费者对体验的要求日渐增加，京东的强履约能力有助于提高用户留存率，提升用户粘性及ARPU值，从而增强公司的竞争力。

图表：分业务收入及增速（百万元）



图表：京东、阿里、多多和快手GMV对比



4.3. 拼多多平台流量分配选品效率高，解决性价比需求

- 拼多多主要解决以性价比为主的低价需求，在下沉市场具有优势：拼多多在供应链货物选品方面积极吸纳白牌商家，在有了性价比的用户心智之后，品牌厂商也开始通过小规格的商品积极和拼多多合作，注重性价比的客户在拼多多平台有较高的用户粘性。过往在微信平台通过分享内容裂变的方式，在下沉市场取得了较大优势。

■ 拼多多流量分配原理

- 这就是为什么拼多多上的单款产品可以实现远高于淘系的销量；
- 非常市场化的机制；
- 拼多多上什么样的商品可以放量取决于供给与需求的匹配

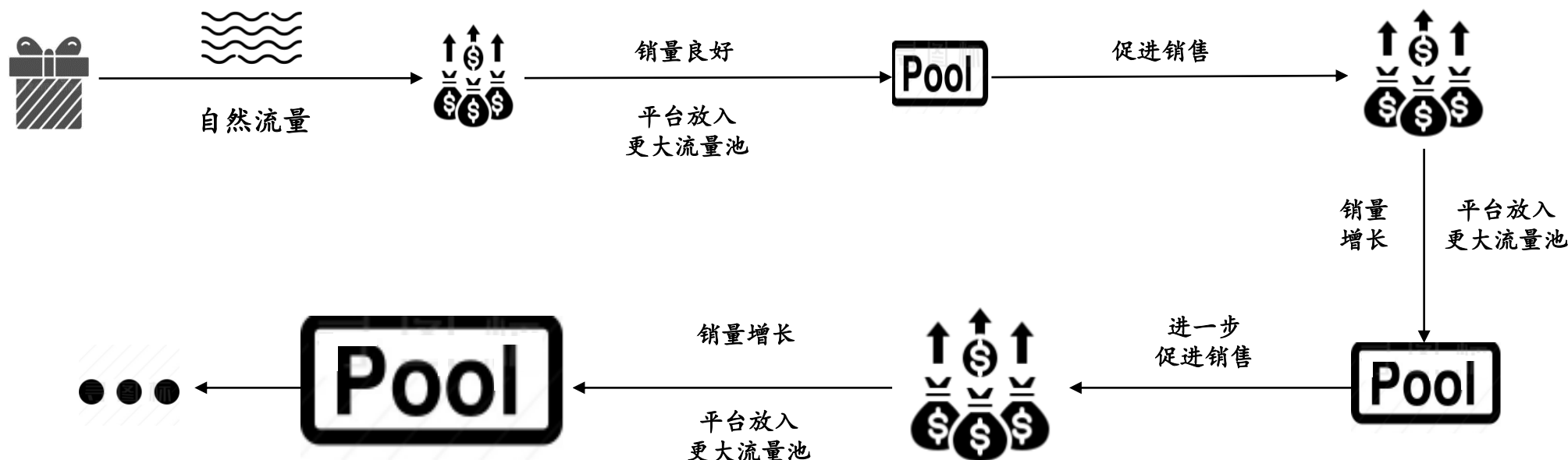
淘系清洗的白牌商家

廉价商品的过剩产能

“低价”生态

未被满足的低价需求

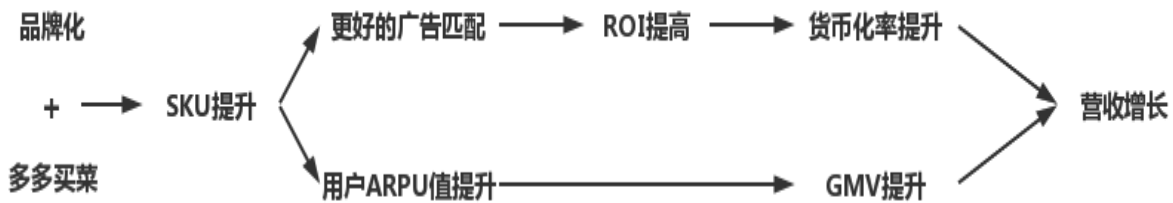
市场选择的结果，拼多多是顺势而为



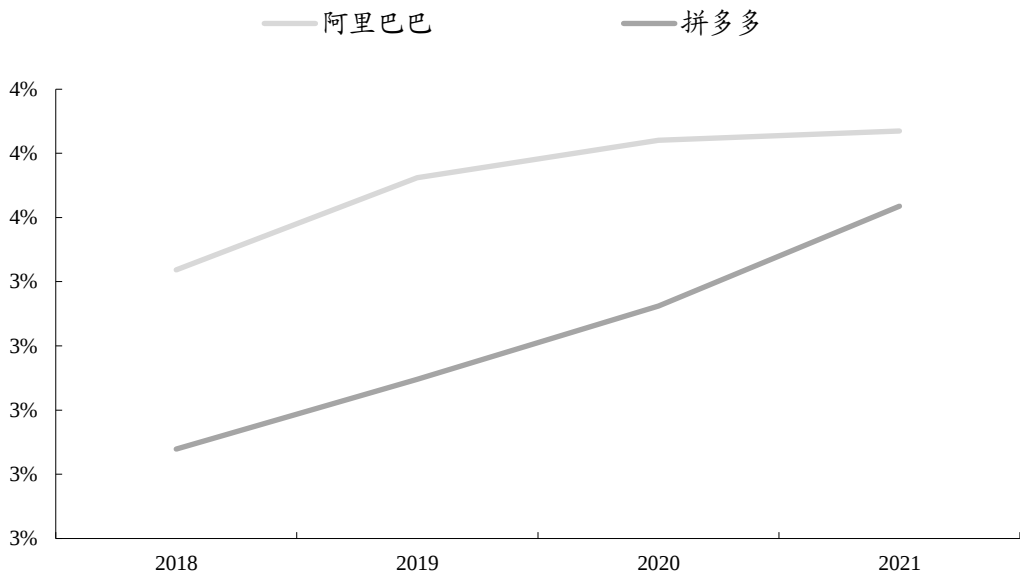
4.3. 拼多多的货币化率和GMV仍然具备高成长性

- 未来货币化率有较大提升空间：1) 未来商品SKU数目的提高有利于更好地进行消费者需求的匹配，因此广告投放匹配效率也将得以提升，在2022年有望得以实现更高的广告ROI，从而提升电商货币化率。 2) 目前公司实行农产品零佣金政策，目标主要为提高渗透率，未来随着平台农产品销量提升，农业品类也将贡献更多的佣金和广告费用。 3) 社区团购目前计入佣金收入口径中，未来伴随着用户心智的养成，商业化变现能力也将进一步加强。
- Sku的提升将带动GMV的增长：公司在2022年将继续深入品牌化和社区团购战略能够大幅提升商品SKU数目，满足消费者的各项需求，从而提升用户的ARPU值并进一步带动GMV的提高。

图：未来拼多多营收提升催化流程



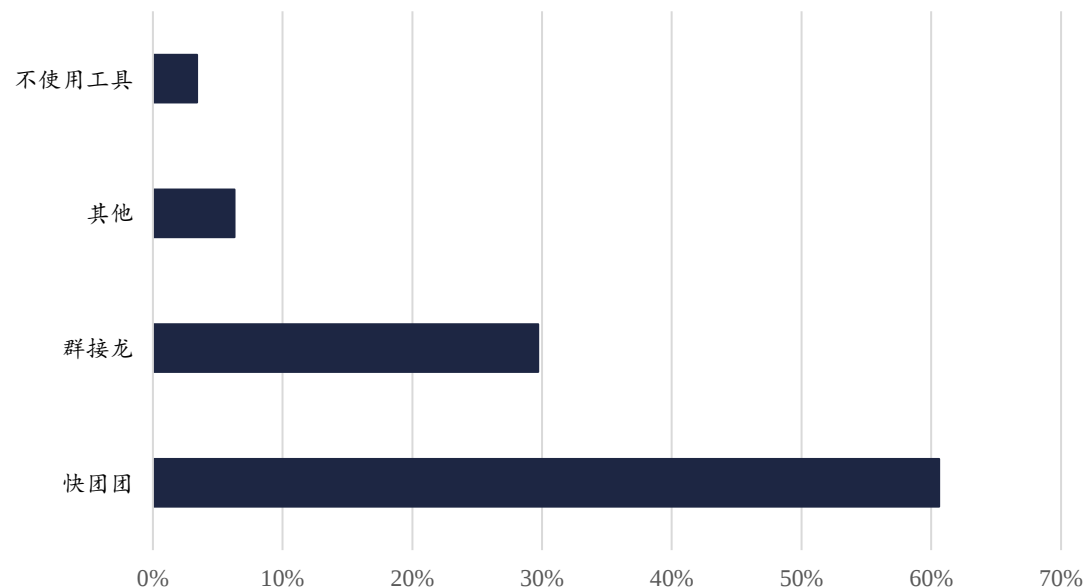
图：货币化率对比 (%)



4.3. 拼多多：快速上线新型场景化，执行效率极高

- 上海疫情下，拼多多旗下的微信社群团购小程序“快团团”的工具属性明显，快速发布团购，线上收单、收款，履约效率高：快团团满足了团长快速发布团购、线上统计订单和收款的需求，高效的将技术能力和平台优势赋能大型商户，连接居民需求和商户物资。尤其是在上海疫情的特殊背景下，由于能减轻挨个统计买菜需求的繁琐工作，社区居委也向快团团寻求帮助。
- 拼多多上线“48小时保供套餐”，对接大量上海本地供货端，货品自带履约，形成一条高效的物资保供渠道：为解决上海疫情的保供问题，2022年4月7日，拼多多平台上线“48小时保供套餐专区”，邀请平台上生活物资相关的商家参与，通过集采集配方式，以有限运力覆盖尽可能多消费者的基本物资需求，高效的将技术能力和平台优势赋能大型商户，连接居民需求和商户物资。

图表：上海团长使用工具/软件类型占比



图表：拼多多“48小时保供套餐”专区界面



4.4. 人效对比：拼多多战斗力突出，远高于其他两家

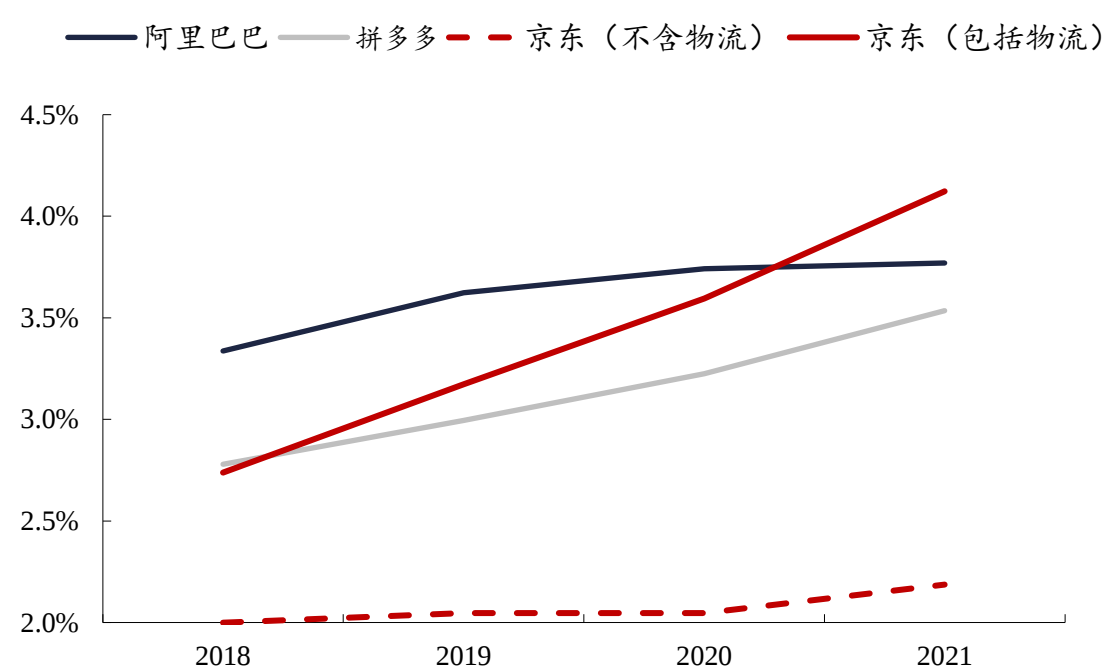
■ 商业模式和组织架构绝对了拼多多的人效远高于其他两家：不同于其他公司，拼多多的商业模式较为简单，主要业务为平台业务，没有自营、物流和其他业务的拖累，整体模式更为轻资产；且拼多多并没有过于繁杂的部门体系（比如事业群、事业线和事业部等），整体部门架构最为扁平，因此拼多多的人效是三家中最高的第一家。

员工数量 (人)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
阿里巴巴	13674	12878	12878	20884	34081	34985	36446	50097	66421	103699	117600	251462
京东		20153	27952	38325	68109	105963	120622	157831	178927	227730	314906	385357
拼多多								1159	3683	5828	7986	9762
电商GMV/员工数量 (万元/人)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
拼多多								1,218	1,280	1,727	2,088	2,388
阿里巴巴 (集团员工数, 受非电商业务影响, 预计800-1000是合理区间)			515	516	492	699	848	752	726	552	560	298
京东		16	26	33	38	44	55	82	94	92	83	
电商收入/员工数量 (万元/人)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
拼多多								150	356	517	745	959
阿里巴巴			104	129	126	171	219	228	266	239	283	190
京东 (自营业务占比大影响该指标真实性)		105	148	181	169	168	211	226	250	242	220	225
电商净利润/员工数量 (万元/人)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
阿里巴巴									185	156	164	91
拼多多								-32	-94	-73	-37	142
京东				-0	0	-0	2	3	3	6	7	

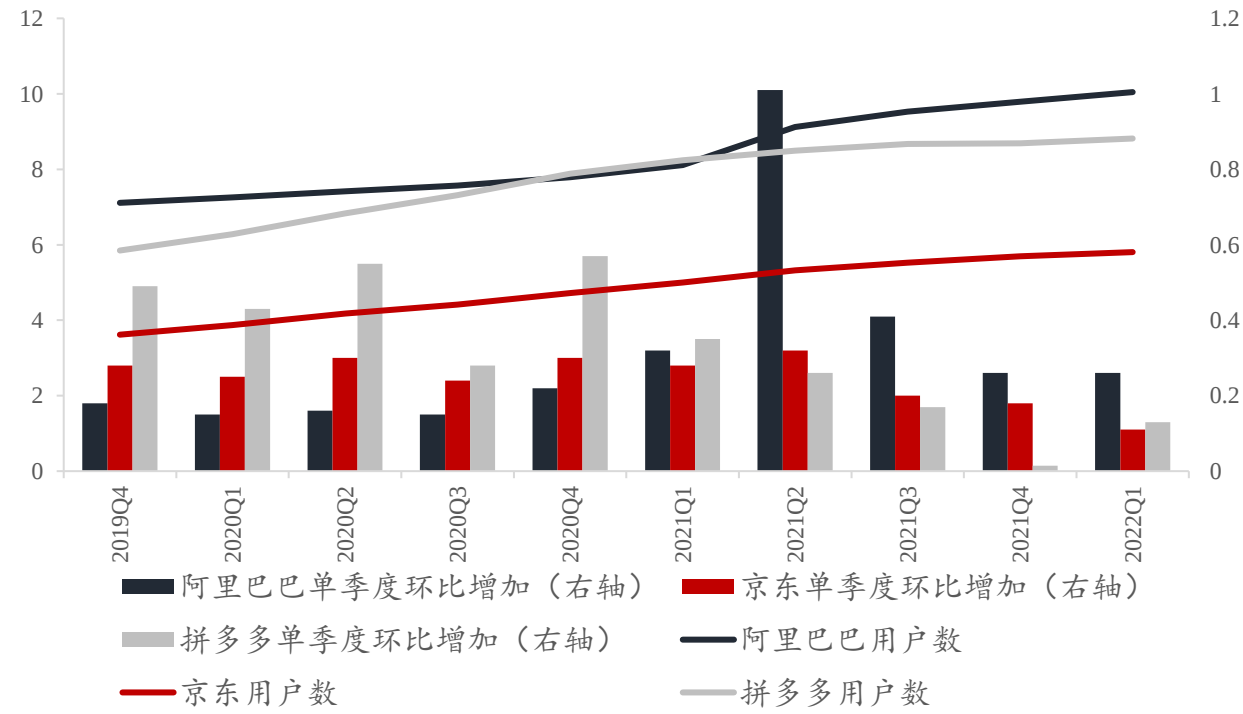
4.5. 货币化率和用户数对比

- **拼多多和京东的货币化率还有较大的提升空间：**目前拼多多和京东的货币化率仍然低于阿里巴巴。拼多多在sku得到增加，品牌广告能够得到更好的匹配之后，其广告投放ROI也会得到提升，促进货币化率的提升；京东在GMV保持高速增长之后其份额已经成为品牌商不可忽视的一部分，未来伴随着数据化能力和广告商业化产品更多的提升，广告佣金货币化率还有较大的提升空间。京东包含物流收入的货币化率已经超过阿里巴巴，在仓库数量得到大幅提升之后其履约承载能力进一步提升，助力其货币化率的增长。
- **三大平台用户渗透见顶，未来将深耕现有客户：**阿里巴巴和拼多多用户数在2022Q1分别达到了10.05和8.82亿人，已经覆盖绝大多数中国互联网用户，而京东的用户心智主要集中在一、二线城市，其物流履约的优势在下沉市场并不是最重要的决定因素。因此三家电商已不再将用户增长作为首要目标，最近4个季度用户环比增长持续降低。

图：三家电商平台货币化率对比（%）



图：三家电商平台用户数对比（亿人）



4.6. 投资建议

■ 我们认为在当前时点，三家电商平台都极具投资价值。从个股特性上来看，拼多多由于未来GMV和货币化率提升空间广阔，目前时点的弹性最大；京东由于其拥有自营物流的优势，业绩韧性最强，但估值较高，我们认为京东整体最为稳健；阿里巴巴目前估值最为便宜，且消费复苏对其最为利好，叠加政策底部拐点，短期反弹可期，长期关注行业竞争情况，给予拼多多、京东、阿里巴巴“买入”评级。

盈利预测与估值	FY2022E			FY 2023E			FY 2024E		
	阿里巴巴	拼多多	京东	阿里巴巴	拼多多	京东	阿里巴巴	拼多多	京东
营业总收入（百万元）	853,062	107,905	1,135,819	935,348	130,848	1,289,113	1,040,231	160,145	1,471,554
同比	18.93%	14.9%	19.4%	9.65%	21.3%	13.5%	11.21%	22.4%	14.2%
归属母公司净利润（百万元）	136,388	19,725	20,163	133,006	26,398	31,946	156,929	35,090	47,368
同比	-20.70%	153.9%	17.2%	-2.48%	33.8%	58.4%	17.99%	32.9%	48.3%
Non-GAAP净利润（百万元）	136,388	18,739	20,163	133,006	25,080	31,946	156,929	33,338	47,368
同比	-20.70%	35.5%	17.2%	-2.48%	33.8%	58.4%	17.99%	32.9%	48.3%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	6.3	3.7	6.5	6.1	5.0	10.3	7.2	6.7	15.2
PE（Non-GAAP）	14.2	27.1	31.7	11.2	20.2	20.0	8.9	15.2	13.5

5. 风险提示

- 市场监管风险：政策监管变化可能对行业产生不利影响。
- 互联网平台新业务亏损风险：社区团购、新零售等新兴业务需要较大资金投入，若持续亏损可能带来公司现金流风险。
- 疫情扩散超预期风险：疫情反复影响宏观经济，从而对行业产生不利影响。
- 细分领域竞争风险：短视频、电商等领域竞争加剧可能对主要公司带来不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园