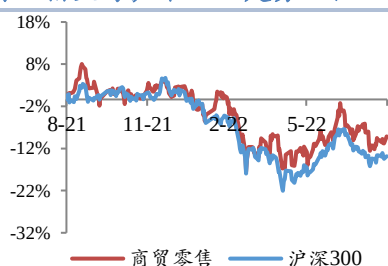


综合电商规模优势显著，垂直电商亟需差异化运营

行业评级：增持

报告日期：2022-08-23

行业指数与沪深300走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

主要观点：

● 垂直电商受综合电商挤压，亟待精细化、专业化运营提升竞争力

垂直电商发展主要分为两个阶段，第一个阶段：行业发展早期，物流、供应链等基础设施不完善，电商企业可以切入单一品类，提升消费者信任感，并逐步进行品类拓展，成长为综合电商，实现规模化运营，比如京东以自建物流为契机，从3C品类拓展为全品类运营。第二阶段：综合电商已经占据垄断地位，可以凭借其规模优势，切入特定赛道，对垂直电商实现降维打击。垂直电商此阶段成长为综合电商的可能性极小，更应该发挥“小而精”的优势专注单一品类，实现差异化运营，提高产品和服务附加值，从而满足消费者个性化需求。但是大多数垂直电商提供的产品与综合电商相比毫无差别，而且会盲目地扩张产品类目，导致同质化严重，竞争加剧，陷入经营困境。唯品会则精准定位新中产人群，深耕服装特卖，为消费者提供好货好价，强化消费者心智，提高客单价和复购率，实现营收稳步增长。

● 投资建议

商贸零售行业：疫情冲击加速行业优胜劣汰，以牺牲利润换取现金流的模式难以为继，迫使企业寻求转型升级。商贸零售企业转型主要有三条路径：①迎合多元化消费需求，塑造消费新场景，从“零售”向“零售+”转型，比如丰富服务业态，增加教育、餐饮、影院、游乐等设施，提升消费者体验感。②加强全渠道建设，通过小程序、公众号、社交媒体布局线上渠道，多触点引流，同时优化线下渠道，增加消费者黏性；借助数字化赋能打通全渠道，多维度采集数据，构建私域流量，实现精细化管理，提高消费者转化率、复购率。③通过调改+切入免税赛道+提供电商服务等方式构建差异化优势。推荐调改成果显著的杭州解百（600814.SH），布局免税赛道的王府井（600859.SH），专注互联网营销的新华都（002264.SZ）。

酒店行业：从需求端看，疫情缓解后，商旅需求爆发，政策刺激以及暑假加持下有延续趋势。从供给来看，疫情加速行业出清，酒店龙头强者恒强，逆势扩张，抢占三四线市场，市占率有望进一步提升。推荐具有规模优势的酒店龙头首旅酒店（600258.SH），定位中高端精选、高端度假酒店的君亭酒店（301073.SZ）。

● 风险提示

阶段性疫情反复，国内防疫政策收紧；行业竞争加剧；经济下行压力加大。

相关报告

正文目录

综合电商挤压效应显著，垂直电商精细化运营	4
投资建议	8
风险提示	8

图表目录

图表 1 垂直电商和综合电商的区别	4
图表 2 酒类垂直电商和综合电商的经营差异	4
图表 3 京东发展历程	5
图表 4 网络购物用户规模及使用率	6
图表 5 2021 年中国电商零售平台市场份额	6
图表 6 垂直电商目前困境	6
图表 7 唯品会营收及增速变化	7
图表 8 2022Q2 财报数据	7
图表 9 2020 年中国服装鞋履行业 TOP10 品牌市场份额	7

垂直电商陷入困境，差异化寻求新生

垂直电商和综合电商在产品品类、客户、营销、市场等方面存在差异。(1) **产品品类**：综合电商趋于全品类覆盖，比如京东、淘宝、拼多多等；垂直电商平台主要聚焦单一产品品类，比如酒仙网只经营酒类产品，新氧主要聚焦医美产品。(2) **客户**：综合电商通过全品类布局，覆盖全部网购消费者，满足其“一站式”购物需求；垂直类电商主要定位转化率高、复购率高的单品类忠诚用户。(3) **营销**：综合电商往往采用全渠道营销模式，而垂直电商利用大数据对消费者进行行为分析，对目前群体进行分层管理，继而根据不同的消费者特征采用针对性的营销手段。(4) **市场**：综合电商凭借丰富的产品品类和大规模订单量，建立了覆盖全国的完善供应链，而垂直电商的单一品类往往显现出明显的区域特征。

图表 1 垂直电商和综合电商的区别

	垂直电商	综合电商
产品	集中于某一大类或更细分的小类别产品	全品类
客户	某一品类的忠诚网购用户	全部网购用户
营销	精准营销	全渠道营销
市场	区域化	以丰富的品类和完善的供应链，覆盖全国

资料来源：36 氪，华安证券研究所

综合电商和垂直电商优势互补。**综合电商**：综合电商业务多元化，在传统零售业务的基础上，构建涵盖金融、物流、营销、服务等生态产业链，尽可能满足消费者需求，提升消费者黏性，并通过扩张和并购等实现规模效应，降本增效，形成正反馈，不断提升市场份额。**垂直电商**：综合电商追求规模化的同时，也在一定程度上导致运作标准化，产品难以满足消费者个性化需求，而垂直电商聚焦单一品类，能够将更多精力用于产品维护和深度延展，并能够对消费者特殊需求做出迅速反应提升消费体验。

图表 2 酒类垂直电商和综合电商的经营差异

	垂直电商	综合电商
物流	自营快递+第三方	自营快递+第三方
包装	个性化（纸箱+泡沫+气柱）	纸箱+泡沫+气柱
商品信息	基本信息+配餐介绍等	基本信息
交互	一对一产品专业介绍	标准化客服
产品	原装可定制化设计	原装标准化

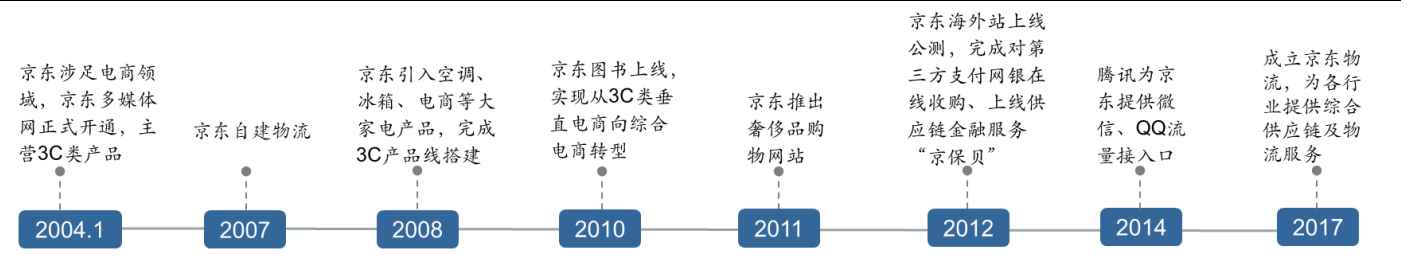
资料来源：36 氪，华安证券研究所

垂直电商发展可以分为两阶段：

第一阶段：2010 年以前，行业处于发展初期，电商企业可以从垂直品类切入，并逐步向综合电商转型。电商发展初期，消费者普遍持怀疑态度，单一品类对企业存储、运输、售后要求降低，在资金不足、供应链有待完善的情况下，企业从单一品类切入，更容易获得消费者认可。随着仓储、物流等基础设施不断完善，网上购物人数持续增加，企业为了降低经营成本、满足消费者需求，逐步进行品类拓展，向综合电商转型。

例如，京东抓住行业窗口期，从垂直电商向综合电商成功转型。2004.1 京东涉足电商领域，经营 3C 类产品。2007 年，京东自建物流体系，提升商品配送速度。2008 年京东完成了 3C 产品线搭建，2010 年上线京东图书，实现从 3C 类垂直电商向综合电商转型，之后不断完善产品品类和产业链，满足消费者一站式需求。相比于淘宝，京东通过自建物流、严控产品品质等方式，更好地满足了消费者“多、快、好、省”中“快、好”的需求，从而实现差异化竞争，与阿里抗衡。

图表 3 京东发展历程



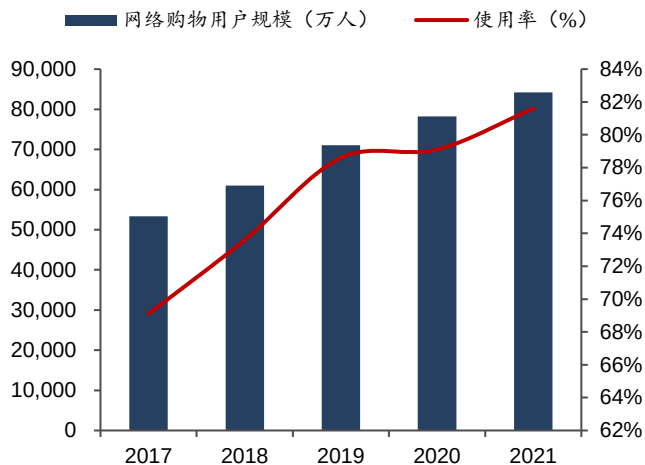
资料来源：京东招股说明书，华安证券研究所

第二阶段：综合电商平台形成阿里、京东、拼多多三足鼎立格局，形成挤压效应，具有差异化优势的垂直电商才能得以生存。2021 年综合电商淘系、京东、拼多多市场份额分别为 53%、20%、15%，形成了三足鼎立格局。相比垂直电商，综合电商产品品类丰富，营收规模大，消费者积累多，在流量红利见顶，获客成本增加的情况下，可以通过品类间的关联销售来实现流量成本效益的最大化，具有更强的规模效应。为了进一步发展，综合电商业务及产品覆盖面会不断纵深，比如切入美妆、服装、箱包等多个垂直领域，凭借其供应链、物流、售后等方面的压倒性优势，对垂直电商形成降维打击。

垂直电商的优势是能够提供更专业化的运营和更差异化的产品货服务，但是大多数垂直电商提供的产品与综合电商相比毫无差别，而且为了寻求发展垂直电商往往会盲目地扩张产品类目，导致平台同质化严重，形成了与综合电商拼价格，与垂直电商拼规模的局面，竞争加剧使其陷入经营困境，比如蘑菇街、蜜芽等。

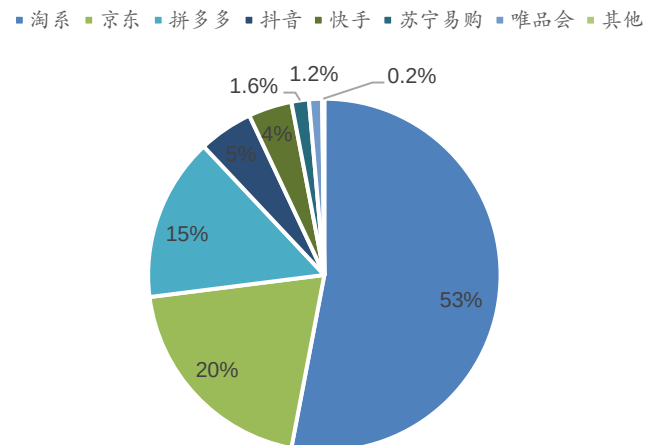
消费升级趋势下，个性化商品和服务成为新的趋势，不断提升专业化、差异化水平的垂直电商才有可能突围：**(1) 专注产品品类：**分析消费者细分需求，为其提供更具附加值的产品和服务，“将标准品做出特色，将非标品做出品牌”；**(2) 提升对平台的精细化运营能力：**不断优化采购、销售、仓储、配送以及客户服务等环节，提升供应链效率和消费体验；**(3) 渠道多样化：**线上线下融合，充分发挥线下渠道优势，同时结合产品品类和目标消费群体特点进行全网分销。

图表 4 网络购物用户规模及使用率



资料来源：中商情报网，华安证券研究所

图表 5 2021 年中国电商零售平台市场份额



资料来源：电商报，华安证券研究所

图表 6 垂直电商目前困境

品牌	领域	现状
凡客	服装服饰	官网关闭；2020 年 6 月，雷军卸任董事，2022 年 4 月，创始人陈年在抖音直播带货
聚美优品	化妆品	2020 年从纽交所退市，退市前市值 2 亿多美元（巅峰时超 50 亿美元），目前共享充电品牌“街电”营收可观
蜜芽	母婴	蜜芽 APP 决定 2022 年 9 月停止服务并关停
宝宝树	母婴	2019~2021 年累计亏损超过 13 亿元，当前市值 7 亿港元（巅峰时达 100 亿港元）
贝贝网	母婴	被曝出拖欠供应商贷款过亿元，目前官网接入淘宝网等第三方供应链售卖，天猫贝贝母婴旗舰店售卖仅 7 款产品
请贝	母婴	森马旗下小河满品牌的主营业务，2021 年亏损近千万
寺库	奢侈品电商	“奢侈品电商第一股”寺库被“一美元警告”面临被迫退市风险，有客户和供应商曝出拖欠款项
蘑菇街	时尚女性消费	当前市值 1600 多万美元（颠覆时超 30 亿美元），近五年累计亏损 42 亿
乐蜂网	化妆品服装	已停运，创始人李静套现离场

资料来源：驼鹿新消费，华安证券研究所

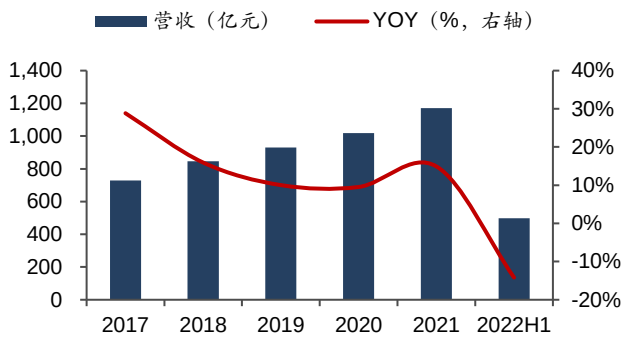
例如，唯品会凭借“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的独特商业模式和精细化运营，构筑核心壁垒，营收基本保持稳定增长，具体来看：

(1) 唯品会定位新消费人群，聚焦好货好价：唯品会主要定位新中产人群，其主要特点为追求品质优先的高性价比，消费能力强，黏性高。唯品会通过为其提供好货好价，提高复购率和客单价：①唯品会与头部品牌建立了供货体系，组建了买手团队，布局了完整的检验体系，保持产品质量和丰富度，使消费者能够买到符合自身需求的高性价比产品；②唯品会升级中台服务，推出“供应商智数平台”，通过数据分析洞察消费者需求，实施精准运营，联动品牌打造定制化产品，为消费者提供差异化好货；③唯品会进一步聚焦头部核心品牌深度合作，通过品牌最短授权链确保货源品质，凭借专业买手团队、供应链能力与特卖活动运营，打造极致低

价购物体验，强化消费者心智。

(2) 聚焦穿戴服饰品类特卖，在产业链中占据话语权：穿戴服饰品牌方格局天然分散，2020 年，中国服装鞋帽市场 CR10 仅 11.7%，品牌龙头耐克、阿迪达斯市占率分别为 2.4%、2.1%，且穿戴服饰需求具有明显的季节性特征，为实现资金快速回笼，品牌商需要持续处理库存，货源充足。特卖模式本质在于通过渠道高周转与低成本，加速库存销售，因此唯品会在产业链中更具话语权。

图表 7 唯品会营收及增速变化



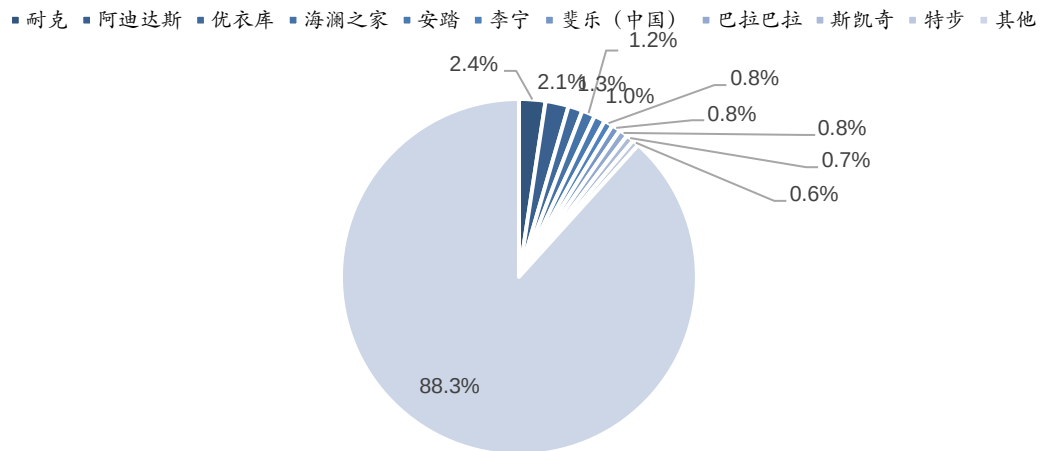
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 2022Q2 财报数据



资料来源: 电商报, 华安证券研究所

图表 9 2020 年中国服装鞋履行业 TOP10 品牌市场份额



资料来源: 前瞻经济学人, 华安证券研究所

投资建议

商贸零售行业：疫情冲击加速行业优胜劣汰，以牺牲利润换取现金流的模式难以为继，迫使企业寻求转型升级。商贸零售企业转型主要有三条路径：①迎合多元化消费需求，塑造消费新场景，从“零售”向“零售+”转型，比如丰富服务业态，增加教育、餐饮、影院、游乐等设施，提升消费者体验感。②加强全渠道建设，通过小程序、公众号、社交媒体布局线上渠道，多触点引流，同时优化线下渠道，增加消费者黏性；借助数字化赋能打通全渠道，多维度采集数据，构建私域流量，实现精细化管理，提高消费者转化率、复购率。③通过调改+切入免税赛道+提供电商服务等方式构建差异化优势。推荐调改成果显著的杭州解百（600814.SH），布局免税赛道的王府井（600859.SH），专注互联网营销的新华都（002264.SZ）。

酒店行业：从需求端看，疫情缓解后，商旅需求爆发，政策刺激以及暑假加持下有延续趋势。从供给来看，疫情加速行业出清，酒店龙头强者恒强，逆势扩张，抢占三四线市场，市占率有望进一步提升。推荐具有规模优势的酒店龙头首旅酒店（600258.SH），定位中高端精选、高端度假酒店的君亭酒店（301073.SZ）。

风险提示

阶段性疫情反复，国内防疫政策收紧；行业竞争加剧；经济下行压力加大。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。