

电商行业 2022Q4 财报总结： 各家收缩非核心业务降本增效，预计 Q1 用户争夺加剧

超配

核心观点

大盘概览：受疫情下物流管制影响，22Q4 网上零售增速降至 4%，料 23Q1 增速恢复至高个位数。整体规模和增速看，22Q4 国内社会零售额 11.9 万亿，同比下降 2.5%，增速较上年同期的 3.5% 明显下滑，实物线上渗透率 31.2%，同比提升 4.3pct，驱动因素看，22Q4 疫情导致物流履约链路不畅，消费者家庭囤货需求增加，各平台降本增效，线上交易增长主要由用户价值提升驱动。料 23Q1 各平台通过大促和日常降价等手段刺激用户消费，线上交易将主要由用户交易频次提升驱动。

格局演变：22Q4GMV 增速持续分化，预计 23Q1 下沉市场竞争激烈。22Q4 各家 GMV 增速继续分化，阿里京东唯品会份额下滑，拼多多和抖快份额提升明显。2023 年消费回暖，预计市场份额争夺更加激烈，争夺焦点将从直播电商转移至下沉市场。分公司看，1) 预计阿里 23Q1 GMV 低个位数负增长，份额逐步企稳。2) 拼多多持续抢占份额，开拓海外市场第二曲线。3) 抖快增速逐渐回归常态，京东短期份额可能承压；4) 唯品会为服饰类品牌特卖电商，预计将随大盘同步复苏。

货币化率：23Q1 行业竞争加剧，预计各家货币化率增长放缓。平台话语权决定货币化率，22Q4 阿里货币化率小幅下降，京东、多多和快手电商货币化率上升明显。展望 23Q1，市场份额竞争加剧，预计拼多多、京东和快手电商货币化率增长趋缓，直播电商增速减缓后阿里竞争环境边际好转，预计阿里货币化率降幅收窄。

利润端：预计 Q1 各家电商业务对用户投入随消费复苏加大，整体费用率可控。展望 23Q1，预计各电商业务费用投放随行业竞争加剧有所恢复，主要用于用户端拉新促活，Q1 消费复苏缓慢，预计各公司会继续收缩非核心业务以控制整体费用水平。

投资建议：电商板块推荐顺序为拼多多（PDD.O）、阿里巴巴-SW（9988.HK），建议关注未上市的抖音集团。拼多多性价比电商起家，已经形成适配的商家生态并建立“省”的用户心智，行业竞争加剧的背景下我们看好拼多多份额扩张能力，预计 Q1 拼多多份额继续提升，短期竞争影响拼多多收费能力，长期份额提升利于平台话语权提升；大盘复苏和直播电商竞争减弱带动阿里电商业务复苏势头明显，近期集团改组利于公司各版块估值提升，目前阿里对应 FY24E 整体经调整净利润 11.5xPE，估值较低，推荐阿里巴巴-SW（9988.HK），此外，抖音电商仍有较大增长空间，目前增速在电商行业居首位，建议关注未上市的抖音集团。

风险提示：宏观经济系统性风险，新进入者竞争加剧等市场风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (港元/ 美元)	总市值 (百万, 港元/ 美元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
PDD.O	拼多多	买入	74.8	742,799	7.7	10.0	17	13
9988.HK	阿里巴巴-SW	买入	98.6	265,907	6.5	7.6	13	11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

行业研究 · 海外市场专题

互联网

超配 · 维持评级

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

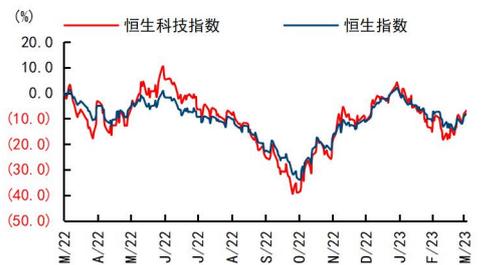
S0980520080008

联系人：王颖婕

021-60375476

wangyingjie1@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《互联网行业周报（23年第12周）-ChatGPT 推出插件功能，3月游戏版号发布》——2023-03-31
- 《互联网行业周报（23年第11周）-1-2月线上零售总额同比增长6.2%，百度文心一言发布》——2023-03-26
- 《游戏行业快评-今年首批进口版号下发，多款二次元游戏获批》——2023-03-21
- 《互联网行业周报（23年第10周）-哔哩哔哩调入港股通，TVB 淘宝直播带货》——2023-03-14
- 《互联网行业周报（23年第9周）-广电总局加强短视频管理，京东百亿补贴于3月6日全面上线》——2023-03-07

内容目录

国内电商市场概览：22Q4 受疫情影响电商增速降至 4%，家庭囤货需求上升	4
格局演变：22Q4GMV 增速持续分化，预计 23Q1 下沉市场竞争激烈	5
阿里巴巴：预计 23Q1GMV 低个位数负增长，份额逐步企稳	6
拼多多：持续抢占份额，开拓海外市场	7
京东、抖快：抖快增速回归常态，京东面临守份额压力	8
唯品会：服饰类品牌特卖电商，预计将随大盘同步复苏	9
货币化率：23Q1 行业竞争加剧，预计各家货币化率增长放缓	10
利润端：预计 Q1 各家电商用户侧投入随消费复苏加大，整体费用可控	10
投资建议	12
风险提示	12

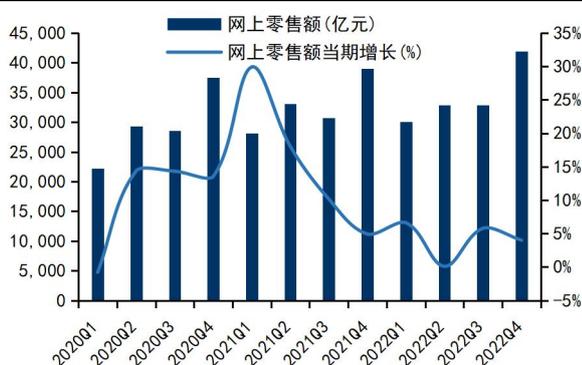
图表目录

图 1: 2015-2022 年社会消费品零售总额变化情况 (亿元, %)	4
图 2: 2015-2022 年社零线上渗透率增长情况 (%)	4
图 3: 2022Q4 全国邮政快递受疫情影响波动大, 2023Q1 恢复正常 (亿件)	4
图 4: 2019-2022 年网购用户数及网民渗透率 (亿人, %)	5
图 5: 2015-2022 年快递业务量变化情况 (亿件, %)	5
图 6: 2021Q1-2022Q4 各电商平台销售费率逐渐下降 (%)	5
图 7: 2019-2022 年各电商平台经调整净利率情况 (%)	5
图 8: 2021Q1-2022Q4 各平台支付 GMV 占比变化情况	6
图 9: 2022Q1-2022Q4 各平台支付 GMV 增速情况	6
图 10: 2018-2022 年各平台货币化率变化情况 (%)	6
图 11: 2019-2022 各平台用户渗透率情况 (%)	6
图 12: 2021Q1-2022Q1E 阿里巴巴电商份额变化情况 (%)	7
图 13: 阿里、抖音电商与京东在彩妆香水类目份额变化情况 (%)	7
图 14: 拼多多 GMV 变化情况 (亿元, %)	8
图 15: 中国跨境电商出口总额及增速情况 (万亿元, %)	8
图 16: 京东、拼多多、抖音电商电商平台均给予百亿补贴一级入口 (从左到右依次为京东、拼多多、抖音电商)	9
图 17: 唯品会 GMV 变化情况 (亿元, %)	9
图 18: 唯品会用户数变化情况 (亿人, %)	9
图 19: 各电商平台货币化率变化情况 (%)	10
图 20: 拼多多货币化率变化情况 (%)	10
图 21: 2021Q4 与 2022Q4 各电商平台毛利率变化对比 (%)	11
图 22: 2021Q4 与 2022Q4 各电商平台经营利润率情况 (%)	11
图 23: 2021Q1-2022Q4 各电商平台销售费率逐渐下降 (%)	12
图 24: 2019-2022 年各电商平台经调整净利率情况 (%)	12

国内电商市场概览：22Q4 受疫情影响电商增速降至 4%，家庭囤货需求上升

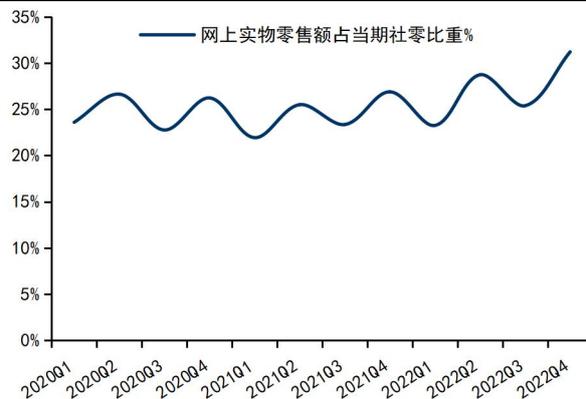
受疫情下物流管制影响，22Q4 网上零售增速降至 4%，料 23Q1 增速恢复至高个位数。整体规模和增速看，22Q4 国内社会零售额 11.9 万亿，同比下降 2.5%，增速较上年同期的 3.5% 明显下滑，主要原因是疫情感染人数上升导致线上、尤其是线下消费不振；线上渗透看，22Q4 网上零售额 4.2 万亿，同比增速 4%，受物流管制影响增速同比小幅下滑，实物线上渗透率 31.2%，同比提升 4.3pct，主要原因是四季度疫情感染人数增多，部分线下接触式消费转移到线上进行。展望 23Q1，受益于 3 月电商大促和 2022Q1 低基数，预计 23Q1 网上零售额恢复至高个位数增长。

图1：2015-2022 年社会消费品零售总额变化情况（亿元，%）



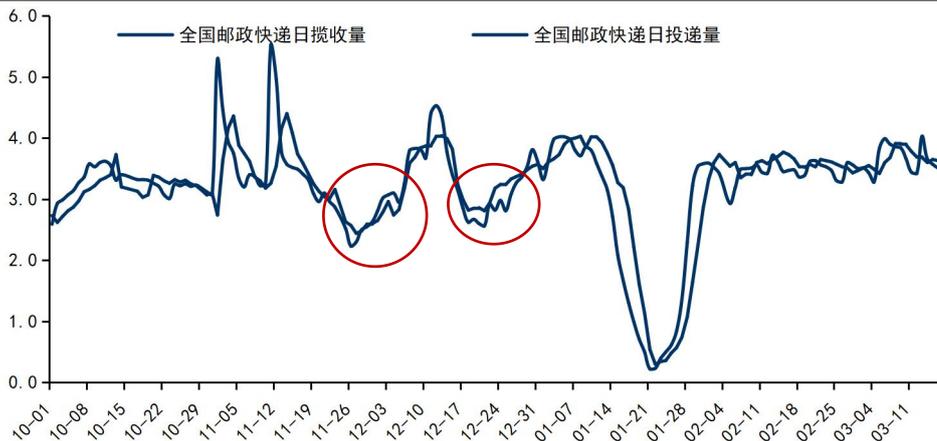
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：2015-2022 年社零线上渗透率增长情况（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：2022Q4 全国邮政快递受疫情影响波动大，2023Q1 恢复正常（亿件）



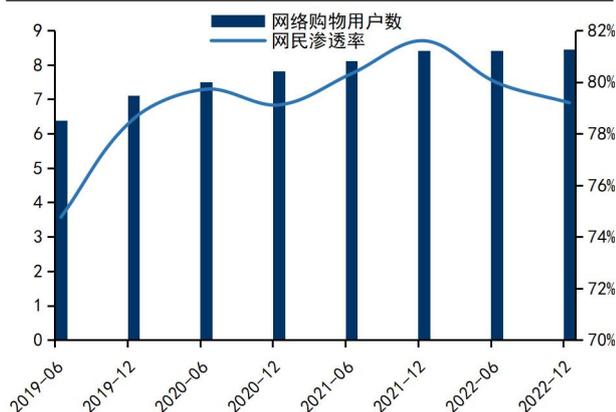
资料来源：国家交通运输部，国信证券经济研究所整理

2022Q4 疫情导致物流履约链路不畅，消费者家庭囤货需求增加，各平台降本增效，线上交易增长主要由用户价值提升驱动。1) 消费者角度看，2022Q4 全国疫情感染人数出现高峰，居家办公场景增加，叠加多地物流运转困难，用户家庭囤货需求增加，单个包裹货值大幅提升。2022Q4 单用户网上消费单包裹货值从 104 元提升至 122 元，同比+16%，受疫情防控导致的物流管制影响，Q4 全国快递量 306 亿

件，同比-3%。2) 平台角度看，各家转向降本增效，不同于 2021 年各平台大力拉新、布局下沉市场，2022 年疫情加剧，宏观经济下行，各平台从“增长”转变为“降本增效”，希望用更少的销售费用撬动更多的 GMV。具体看，淘系强调“用户体验”、“送货上门”，京东强调履约稳定性和速度，拼多多推进品牌化，抖快电商也致力品牌上行，体验升级为 2022 年电商行业主旋律。

料 23Q1 家庭囤货需求下降，各平台通过大促和日常降价等手段刺激用户消费，线上交易将主要由用户交易频次提升驱动。

图4：2019-2022 年网购用户数及网民渗透率（亿人，%）



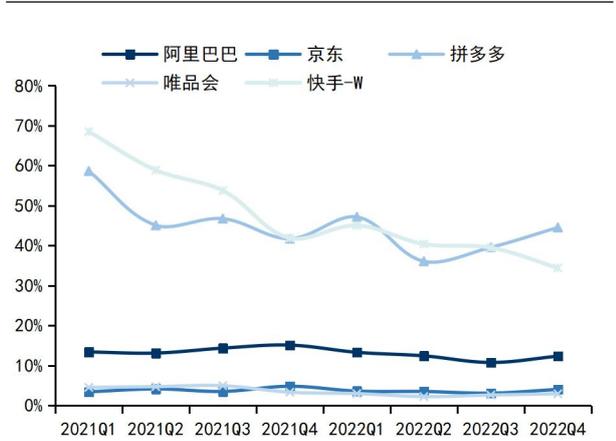
资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

图5：2015-2022 年快递业务量变化情况（亿件，%）



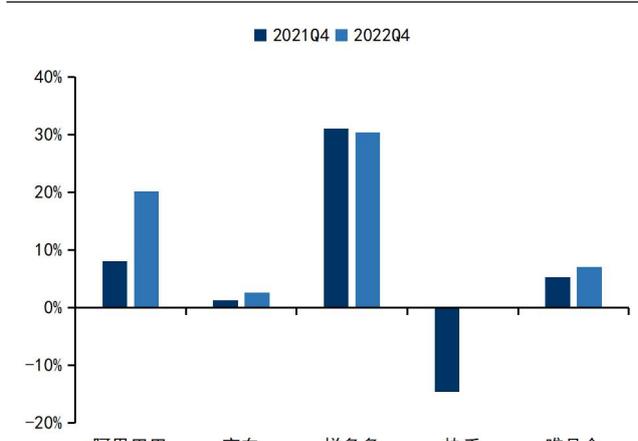
资料来源：国家邮政局，国信证券经济研究所整理

图6：2021Q1-2022Q4 各电商平台销售费率逐渐下降（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：阿里巴巴 2022 年为 FY23Q1-FY23Q3 数据

图7：2019-2022 年各电商平台经调整净利率情况（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：阿里巴巴中国商业净利率为对应财年数据。

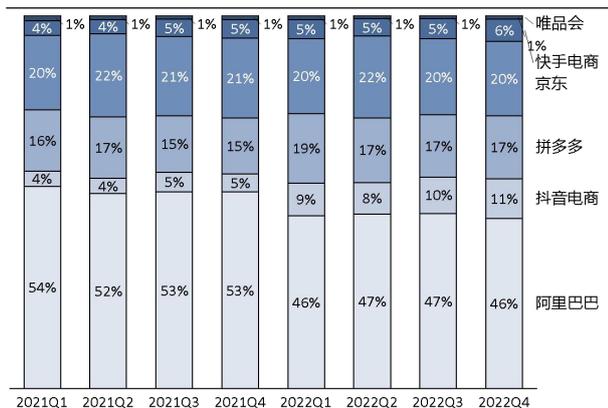
格局演变：22Q4GMV 增速持续分化，预计 23Q1 下沉市场竞争激烈

市场份额看，各家 GMV 增速继续分化，22Q4 阿里京东唯品会份额下滑，拼多多和抖快份额提升明显。按市场份额排序，国内头部 6 家电商和相应 GMV 增速分别为阿里（yoy -5%）、京东（yoy -3%）、拼多多（yoy +22%）、抖音电商（估算 yoy

超 100%)、快手电商 (yoy +31%) 和唯品会 (yoy -5%)，其中抖快代表的直播电商增速最快，持续抢占份额；受益于性价比电商的定位，拼多多在货架电商里增速最快，我们估算多多 22Q4 同比增速 22%；京东 22Q3-22Q4 增速均低于大盘，份额小幅下滑；阿里巴巴和唯品会 2022 年四个季度同比均为负增长，受来自到疫情和竞争的双重影响。

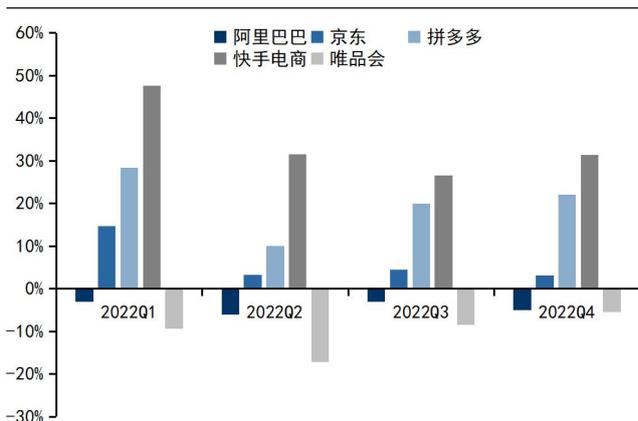
23Q1 疫情结束，各家大力投入用户增长，预计市场份额争夺更加激烈，争夺焦点将从直播电商转移至下沉市场。分平台看，不同平台发展阶段不同，战略方向和具体表现差异很大，我们按照不同平台用户渗透和品类交叉渗透情况分类，分别阐述各家平台的现状及策略变化：

图8: 2021Q1-2022Q4 各平台支付 GMV 占比变化情况



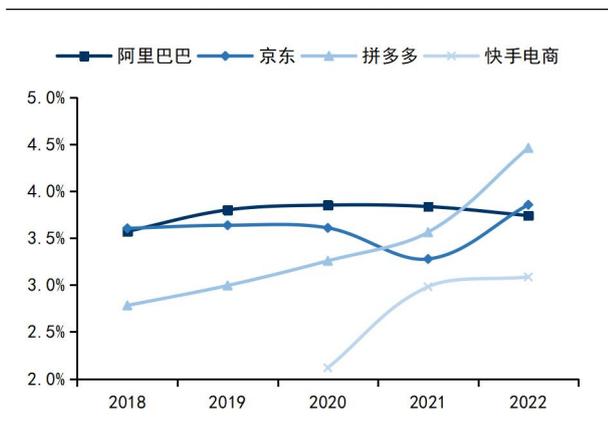
资料来源：公司公告，晚点 LatePost，国信证券经济研究所整理及测算

图9: 2022Q1-2022Q4 各平台支付 GMV 增速情况



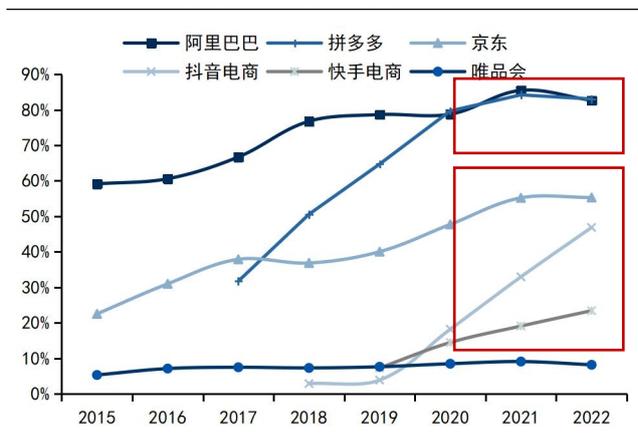
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图10: 2018-2022 年各平台货币化率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

图11: 2019-2022 各平台用户渗透率情况 (%)



资料来源：公司公告，晚点 LatePost，国信证券经济研究所整理及测算

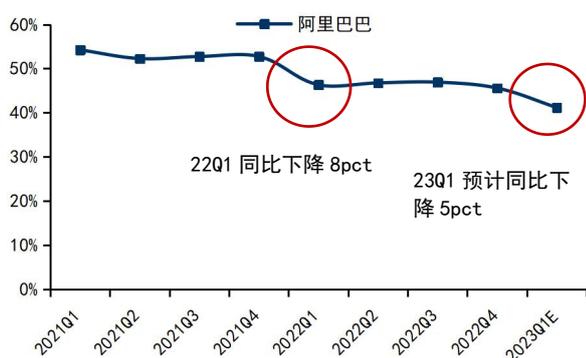
阿里巴巴：预计 23Q1GMV 低个位数负增长，份额逐步企稳

阿里电商板块用户和品类交叉渗透较为充分，在疫情和直播电商崛起冲击下，2022Q4 阿里份额同比下降 7pct，预计 2023 年直播电商增速有所回落，阿里份额逐步企稳。22 年阿里用户网民渗透率约为 83%，网购用户渗透率 100%，用户数接近天花板，阿里经历过品类交叉渗透（“万能的淘宝”）、高端化（天猫）和下

下沉市场扩展（淘特、淘菜菜），GMV 潜力挖掘较为充分。就 22 年情况看，直播电商兴起对阿里份额冲击较大：抖音 App 是微信后第二大流量入口，直播形式在服装、美妆等非标品展示上更有优势，据久谦中台数据，22 年阿里的核心类目服饰美妆等份额有不同程度下滑，22Q1-Q4 GMV 增速负个位数，守份额压力较大。我们观察到近期淘宝上线比价功能和“99 特卖频道”，希望在本轮电商价格竞争中守住阵地。

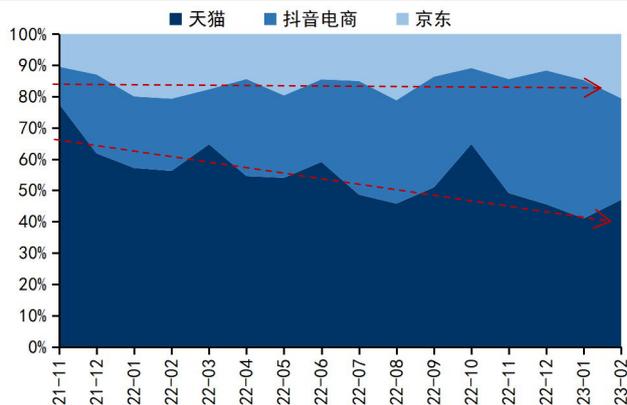
展望 2023 年，预计阿里一季度电商 GMV 增速微负，份额下降有所收窄。随着淘宝“直播、私域、内容化、本地零售和价格力”五大战略逐步落地，直播电商增长趋近天花板，我们认为阿里电商份额将逐步企稳。

图12: 2021Q1-2022Q1E 阿里巴巴电商份额变化情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 阿里、抖音电商与京东在彩妆香水类目份额变化情况 (%)



资料来源：久谦中台，国信证券经济研究所整理

拼多多：持续抢占份额，开拓海外市场

拼多多用户渗透充分、在品类交叉和品牌化延展上仍有增长空间，2022Q4 多多 GMV 增速超 20%，当下用户越来越重视性价比，预计 23Q1 多多将保持高速增长，持续抢占份额。拼多多用户渗透与阿里类似，已接近天花板，观察多多品类结构和发展路径，我们认为其近 9 亿用户的消费潜力仍有释放空间，多多 2019 年至今坚持百亿补贴和品牌化，尤其在经济低迷的当下，用户对性价比更加重视。据我们测算，多多 GMV 份额从 21Q4 的 15% 上升至 22Q4 的 17%，在货架电商中增长最为亮眼。值得注意的是，我们观察到京东和抖快平台用户增速趋缓，在增长压力下，23 年起各家平台将重新关注下沉市场，我们看好多多“省”的心智塑造和持续抢占份额能力。

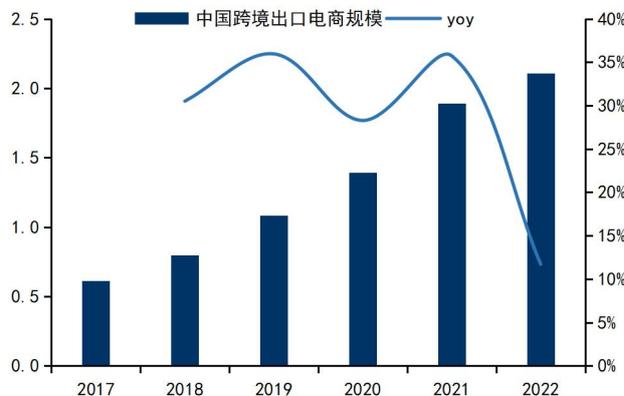
此外，拼多多已于 2022 年 9 月开启跨境电商 TEMU，此次开拓具有“业务优先级高、管理层高度重视、资源集中投入”的特点，未来有望成为多多第二增长曲线。多多经营思路始终都是追求效率最大化，在国内业务增长确定性强、增速持续放缓的情况下寻找新的增长点。据海关数据，2022 年中国跨境电商出口总额 1.55 万亿元，同比增长 12%，远高于国内市场，在此背景下多多进军海外，寻求新的增长曲线。多多此次投入力度大、管理层重视程度高。2023 年 4 月初，多多设立联席 CEO 专司国内业务，原董事长兼 CEO 陈磊职位不变，专注海外业务。据亿邦动力报道，目前 TEMU 月活用户破千万，已在美国、加拿大、新西兰、澳大利亚和英国建站。我们估算 22Q4 Temu 实现 GMV 2 亿美元，22 年跨境业务带来的亏损约为 40-50 亿人民币，2023 年跨境业务亏损可能在 200 亿人民币左右。

图14: 拼多多 GMV 变化情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

图15: 中国跨境电商出口总额及增速情况 (万亿元, %)



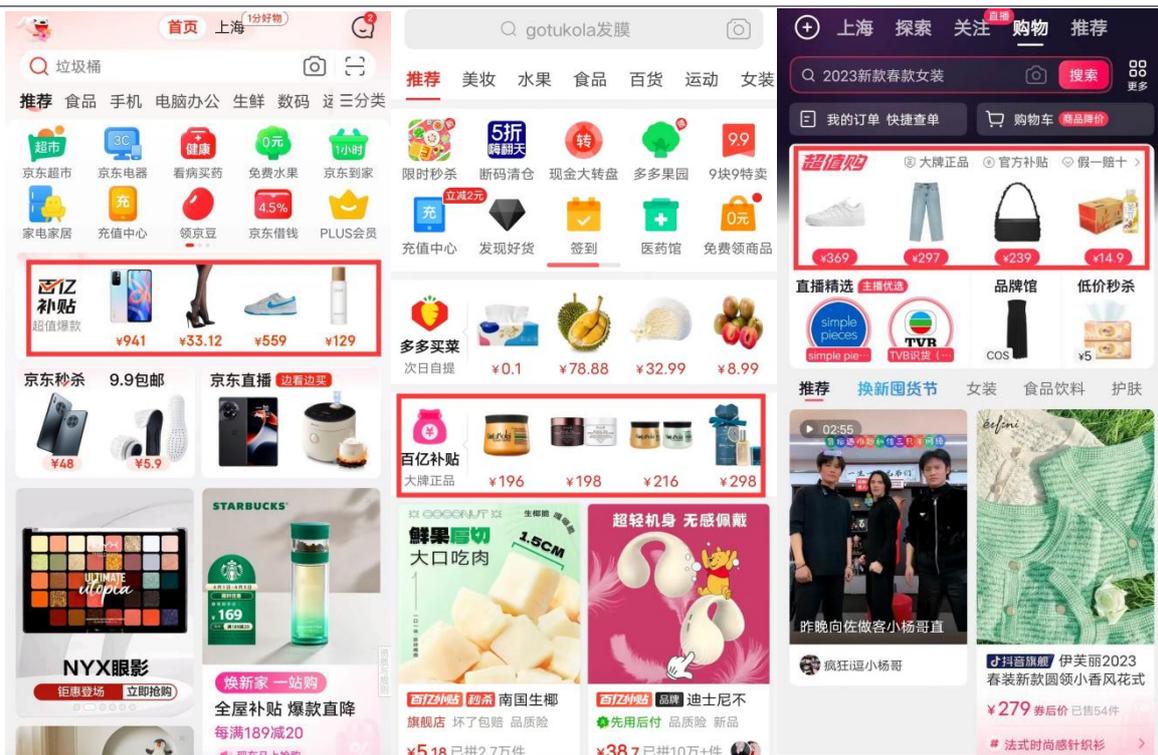
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

京东、抖快：抖快增速回归常态，京东面临守份额压力

抖快为首的直播电商和京东用户渗透均有较大提升空间，22Q4 抖快 GMV 增速仍保持高速增长，相对去年同期相对放缓；京东 GMV 低个位数增长，守份额压力较大。抖快靠主站用户渗透率提升驱动增长，据我们测算，抖快电商背靠抖音快手主站巨大流量池，主站用户渗透率均有较大提升空间，未来增长确定性高。京东定位高端，平台心智为“快”、“好”，平台用户占网购总人数约 55%，作为货架电商，用户拉新和留存成本均高于直播电商，在拓宽用户人群上优势偏弱，破圈有难度，面临一定守份额压力。

展望 2023 年，我们认为京东和抖快都会将精力放在用户拓展上，预计 23Q1 京东仍保持低个位数 GMV 增长，快手 GMV 增速约 30%。我们观察到 2023 年 3 月起京东率先发起“百亿补贴”，平台联合商家一起补贴消费者，希望通过性价比吸引偏下沉用户、提高价敏用户的平台粘性，通过损失一定毛利和销售费用以追求份额增长，同时放开个人开店门槛，增加白牌供给；抖音电商迅速跟进，将对标百亿补贴的“超值购”入口调整至商城主页面顶端，同时放开抖店入驻门槛，丰富供给以匹配更多样的用户群体。

图16: 京东、拼多多、抖音电商电商平台均给予百亿补贴一级入口（从左到右依次为京东、拼多多、抖音电商）



资料来源：京东 App，拼多多 App，抖音 App，国信证券经济研究所整理

唯品会：服饰类品牌特卖电商，预计将随大盘同步复苏

唯品会是服装垂类电商，受疫情影响，消费者出行减少，2022Q4 服装需求大幅下降，GMV 增长平淡。展望 2023 年，我们认为公司“品牌特卖”的定位会吸引更多注重性价比的消费者，预计 23Q1 公司 GMV 增速 3%，后续增速逐步恢复，将与大盘同步复苏。

图17: 唯品会 GMV 变化情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 唯品会用户数变化情况（亿人，%）



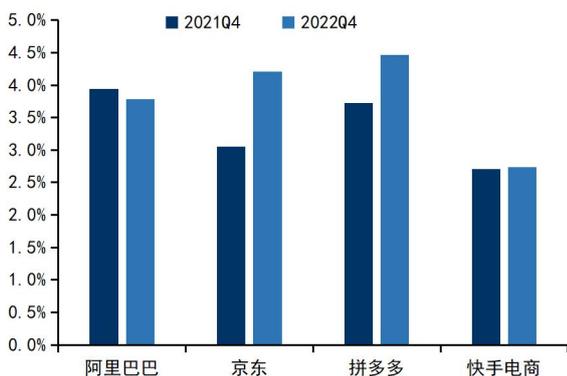
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

货币化率：23Q1 行业竞争加剧，预计各家货币化率增长放缓

平台话语权决定货币化率，22Q4 阿里货币化率小幅下降，京东、多多和快手电商货币化率上升明显。2022 年受疫情影响，京东依靠自建物流体系保障履约确定性和及时性，疫情导致履约不畅通的环境下平台对商家话语权提升，货币化率相应提升；2022 年各平台专注降本增效并加强用户体验，下沉市场竞争减弱，中小白牌商家对拼多多依赖提升，平台货币化率从 21Q4 的 3.7% 大幅提升至 22Q4 的 4.5%，货币化率超过其他货架电商。

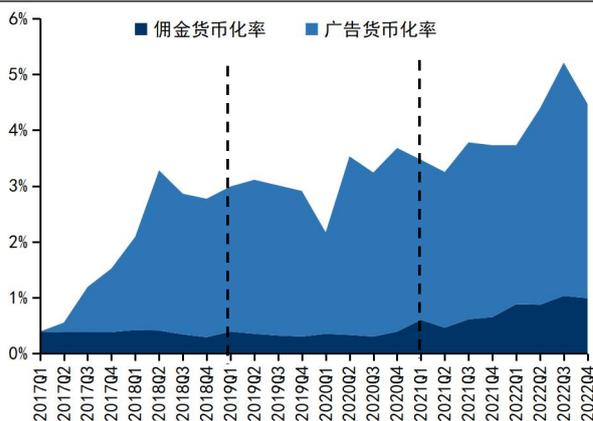
展望 23Q1，市场份额竞争加剧，预计拼多多、京东和快手电商货币化率增长趋缓，阿里货币化率降幅收窄。疫情结束后，电商竞争焦点从直播转移至下沉市场，多多平台话语权随下沉市场玩家增加而减弱，预计拼多多货币化率增长趋缓；疫情结束后京东履约优势减弱，叠加京东拿一部分流量开展百亿补贴，对商家仅收 0.6% 服务费，预计京东货币化率增长趋缓；快手电商流量充足，仍面临巩固份额压力，对商家收费优先级低于守份额，预计 23Q1 货币化率提升幅度有限；23Q1 疫情导致的高退货退款率有所下降，阿里仍面临份额压力，预计阿里货币化率降幅有所收窄。

图19: 各电商平台货币化率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图20: 拼多多货币化率变化情况 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

利润端：预计 Q1 各家电商用户侧投入随消费复苏加大，整体费用可控

阿里巴巴：非电商业降本增效明显。22Q4 阿里 Non-GAAP 净利率 20%，主要原因是公司降本增效成果显著——淘特、淘菜菜拉新投入减少，盒马配送效率提升带动毛利提升，优酷内容投资更加审慎。公司经调整 EBITA 同比增长 16% 至 520 亿元，其中中国商业经调整 EBITA 利润率为 34%，与去年持平，国际商业/本地生活服务/菜鸟/数字媒体及娱乐等亏损业务经调整 EBITA 利润率分别从去年同期 -18%/-41%/-1%/-17% 提升至 -4%/-24%/-0.1%/-0.3%。

京东集团：22Q4 公司聚焦核心业务，京喜及国际业务陆续收缩，利润表现亮眼。Non-GAAP 净利润 77 亿元，Non-GAAP 净利率 2.6%，与去年同期相比提升 1.3%；公司经调整 EBITDA 89 亿元，利润率 3.0%，与去年同期相比提升 1.5%。分业务看，

京东零售/京东物流/新业务经营利润率分别从 2021Q4 的 2.1%/-39.3% 上升至 2022Q4 的 3.0%/2.1%/-24.2%，京喜及国际业务等的收缩对利润提升起到重要作用；京东物流经营利润率从 2021 年同期 2.4% 下降至 2.1%，我们推测部分受德邦业务并表影响。

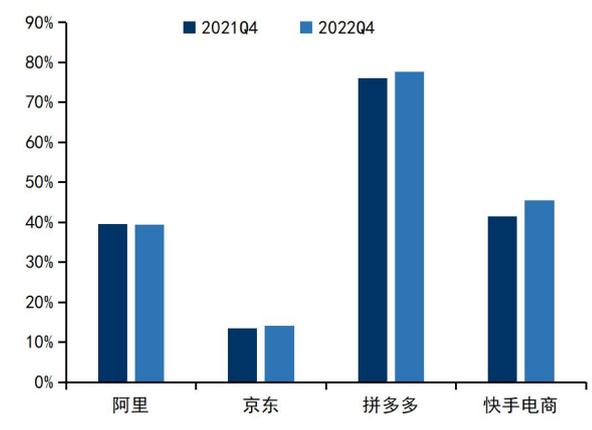
拼多多：受主站大促优惠券发放和海外业务开拓影响，22Q4 公司加大费用投放。 本季度公司 non-GAAP 净利润 112 亿元，non-GAAP 净利率 30%，2021Q4 同期 non-GAAP 净利率为 31%，净利率下滑主要原因是公司加大各项费用投放，本季度公司销售费率同比提升 3pct 至 45%，主要受主站投放大量优惠券促进消费影响，管理费用同比提升 2pct 至 4%，我们推测与 temu 业务开拓有关，我们认为费用投放增加有利于公司巩固国内份额并开拓国外市场。

唯品会：本季度 Non-GAAP 净利润 22 亿元，净利率从去年同期 5.3% 增长至 7%，主要受益于毛利提升和审慎的营销投入。 公司四季度毛利率从去年同期的 19.7% 增长至 21.7%，部分受益于品牌商四季度库存有所上升；公司对费用投入更加谨慎，销售费率从去年同期 3.4% 下降至 3.0%，部分被履约费率和管理费率的提升所抵消。

快手：22Q4 全方位降本增效，效果明显。 22Q4 毛利率 45.5%，同比+4.0pct，同比增长来自雇员福利开支等的优化。本季度公司销售费率 34%，同比-7pct。经营亏损率-4%，同比收窄 19pct。经调整净亏损 0.45 亿元，经调整亏损率 0.2%，同比收窄 14.4pct，环比收窄 2.7pct。

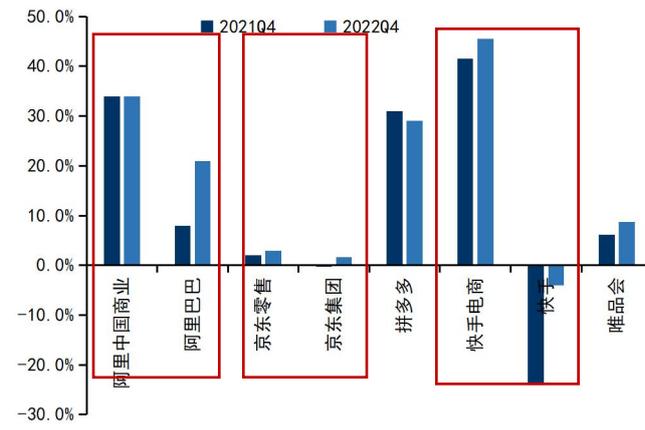
展望 23Q1，预计各电商业务费用投放随行业竞争加剧有所恢复，主要用于用户端拉新促活，Q1 消费复苏缓慢，预计各公司会继续收缩非核心业务以控制整体费用水平。 京东 3 月初开展百亿补贴，联合商家为消费者提供极具性价比商品，拼多多 4 月初新设立联席 CEO 统管国内业务，抖音电商为“超值购”新设立商城首页一级入口等，行业份额竞争加剧，考虑到消费复苏进程缓慢，收入端恢复仍需时间，各个平台会继续收缩非核心业务以控制整体成本费用水平，实现利润的稳健增长。

图21：2021Q4 与 2022Q4 各电商平台毛利率变化对比（%）



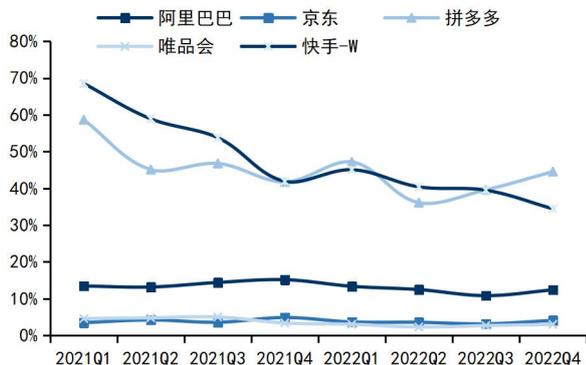
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22：2021Q4 与 2022Q4 各电商平台经营利润率情况（%）



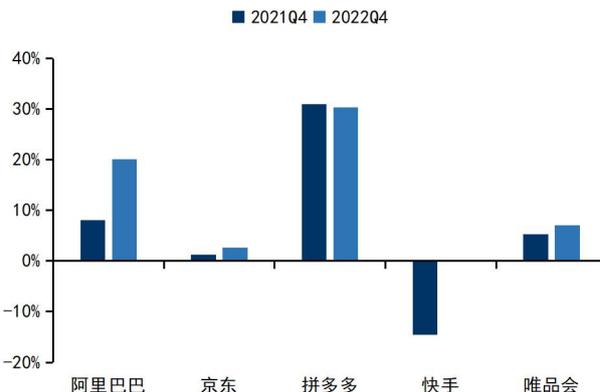
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：阿里中国商业、阿里对应经调整 EBITA 率；拼多多、唯品会对应 non-GAAP 经营利润率

图23: 2021Q1-2022Q4 各电商平台销售费率逐渐下降 (%)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理 注:阿里巴巴 2022 年为 FY23Q1-FY23Q3 数据

图24: 2019-2022 年各电商平台经调整净利率情况 (%)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理 注:阿里巴巴中国商业净利率为对应财年数据。

投资建议

电商板块推荐拼多多 (PDD.O)、阿里巴巴-SW (9988.HK), 建议关注未上市的抖音集团。拼多多性价比电商起家, 已经形成适配的商家生态并建立“省”的用户心智, 行业竞争加剧的背景下我们看好拼多多份额扩张能力, 预计 Q1 拼多多份额继续提升, 短期竞争影响拼多多收费能力, 长期份额提升利于平台话语权提升, 首推拼多多 (PDD.O); 大盘复苏和直播电商竞争减弱带动阿里电商业务复苏势头明显, 近期集团改组利于公司各版块估值提升, 目前阿里对应 FY24E 11.5xPE, 估值较低, 推荐阿里巴巴-SW (9988.HK), 此外, 抖音电商仍有较大增长空间, 目前增速在电商行业居首位, 建议关注未上市的抖音集团。

风险提示

宏观经济系统性风险, 新进入者竞争加剧等市场风险。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032