

竞争格局边际趋稳，重估龙头

2024 年 11 月 29 日

➤ **行业变化：**回顾三季度，我们认为电商行业主要有以下变化：**1) 电商大盘增速边际放缓，但渗透率稳中有升：**截至 9 月社零实物商品网上零售额累计同比增长 7.9%，较截至 6 月的增长 8.8% 环比放缓；截至 9 月末实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重达 25.7%，环比 Q2 末提升 0.4pct。**2) 量增价减趋势延续：**1-9 月快递业务量同比增速达 22% 高于电商，且季度差距环比略有扩大，一方面电商行业量增价减趋势延续，另一方面我们认为退换货政策便利度提升带来一定影响。**3) Q3 直播电商增速进一步趋缓，对货架电商冲击边际减弱，**据晚点 Latepost，抖音 9 月电商 GMV 下滑至不到 20%，快手 Q3 电商 GMV 增速降至 15%。**4) 平台之间进一步“拆墙”，互联互通成趋势，**9 月 24 日微信支付接入淘宝，10 月中下旬后阿里及京东也完成了支付及物流的打通，我们认为平台之间打通有利于降本增效，但也面临更为直接的效率竞争；**5) 平台从关注用户到商家与用户并举，优化商家运营生态。**

➤ **财报表现：****1) 主流平台核心电商表现有分化，但行业竞争格局趋稳趋势不改：**阿里、京东电商收入边际改善，拼多多国内电商收入边际放缓。**2) 毛利率提升趋势依旧，销售投放扩大明显，利润端受不同发展及投放策略下，各平台表现分化。**目前整个上游商品供给过剩，平台有着更强的议价能力，三季度以 1p 模式为主的京东、唯品会毛利率 yoy+1.7pct、0.3pct，阿里（集团）毛利率亦提升 1.2pct；但行业竞争激烈，单季度销售费用率显著提升，Q3 阿里/京东销售费用率 yoy+2.4pct/+0.6pct，较 Q2 提升幅度进一步扩大。**3) 股东回报方面，阿里&京东年初至今股东回报率超 9%，拼多多仍处投入阶段聚焦发展。**

➤ **Q4 展望：**双十一大促成为关键期，今年大促整体周期拉长，但活跃度显著提升，据邮政局数据 10 月 21 日至 11 月 11 日，全国共处理快递包裹 127.83 亿件，日均处理量是日常业务量的 125%。受益于优惠力度及国补政策，大促期间 3C 品类表现最为亮眼，据星图数据家用电器、手机数码双十一期间全网销售额同比增长分别达到 26.5%、23.1%。但各平台用户补贴&商家扶持力度进一步加大，费用投放将成为影响利润关键变量。

➤ **投资建议：**国内电商格局边际趋稳，主流电商平台核心收入边际改善，目前板块整体估值性价比高，赔率&胜率超下行风险，建议积极主动。选股方面继续推荐阿里巴巴，核心电商 CMR 收入边际改善，同时公司近期宣布成立阿里电商事业群并任命蒋凡负责聚焦核心业务，我们认为阿里有望实现电商格局稳定后的 EBITDA 重估+科技重估+旁系业务减亏的重估。同时建议关注受益于国补政策利好的京东、关注拼多多海外业务表现。

➤ **风险提示：**1) 消费环境不及预期风险；2) 电商行业竞争加剧风险；3) 政策及监管风险；4) 海外业务发展风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

| 代码 | 证券简称 | 股价 (港币 /美元) | EPS (每股/每 ADS) | | | PE (倍) | | | 评级 |
|---------|--------|----------------|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|----|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W | 83.40 | 7.78 | 7.63 | 8.59 | 10 | 10 | 9 | 推荐 |
| JD | 京东 | 37.19 | 21.31 | 28.01 | 30.67 | 13 | 10 | 9 | / |
| PDD | 拼多多 | 98.80 | 41.67 | 82.08 | 94.91 | 17 | 9 | 8 | / |
| VIPS | 唯品会 | 13.57 | 14.48 | 15.91 | 16.52 | 7 | 6 | 6 | / |

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院预测 (注: EPS 为经调整口径, 阿里对应 FY2024、FY2025E、FY2026E, 阿里对应每股, 其他公司对应 ADS; 未覆盖公司取 Bloomberg 一致预期; 汇率取 1USD=7.2464CNY, 1HKD=0.9312CNY, 股价取 2024 年 11 月 28 日收盘价。)



分析师 易永坚

执业证书: S0100523070002

邮箱: yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书: S0100524070002

邮箱: lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 阿里巴巴-W (9988.HK) FY25Q2 业绩点评: 淘天 CMR 增速边际改善, 云业务进一步增长-2024/11/17

2. 阿里巴巴-W (9988.HK) 首次覆盖报告: 战略理顺, 主业聚焦重启增长-2024/09/11

目录

| | |
|--|-----------|
| 1 行业变化：Q3 电商大盘增速边际放缓，行业互联互通程度提升 | 3 |
| 2 财报表现：表现分化，但营销投放普遍扩大 | 6 |
| 2.1 收入端：行业竞争格局趋稳趋势不改 | 6 |
| 2.2 成本费用端：毛利率提升趋势依旧，销售投放扩大明显 | 7 |
| 2.3 利润端：不同发展及投放策略下，各平台表现分化 | 9 |
| 2.4 拼多多聚焦发展，其他电商公司股东回报力度大 | 9 |
| 3 Q4 展望：双十一大促成为关键期，投放力度成为利润影响关键变量 | 11 |
| 4 投资建议 | 13 |
| 5 风险提示 | 14 |
| 插图目录 | 15 |
| 表格目录 | 15 |

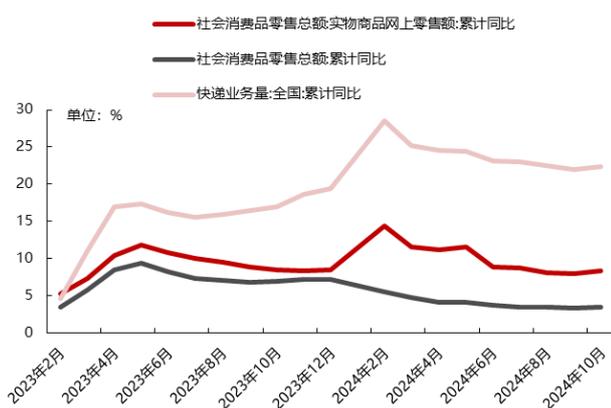
1 行业变化：Q3 电商大盘增速边际放缓，行业互联互通程度提升

回顾三季度，我们认为电商行业主要有以下变化：1) 电商大盘增速边际放缓，但渗透率稳中有升；2) 快递业务量增速高于电商，行业量增价减趋势延续；3) 直播电商增速进一步趋缓，对货架电商冲击在边际减弱；4) 平台之间进一步“拆墙”，互联互通成趋势；5) 平台从关注用户到商家与用户并举，优化商家运营生态。详述如下：

三季度电商大盘增速边际放缓，渗透率环比稳中有升。 Q2 受“618 大促”等活动对电商大盘形成拉动，截至 4-6 月网上社零累计同比增速分别为 11.1%、11.5%、8.8%；受电商消费需求在 Q2 集中释放，叠加社零整体增速边际放缓，Q3 电商大盘表现亦呈现边际放缓趋势，截至 7-9 月社零实物商品网上零售额累计同比分别降至 8.7%、8.1%、7.9%，但网上零售额增速仍高于整体社零增速，电商渠道价值不可忽视。电商行业渗透率呈现稳中有升，Q3 末达 25.7%，较 Q2 末提升 0.4pct，10 月末进一步提升至 25.9%。

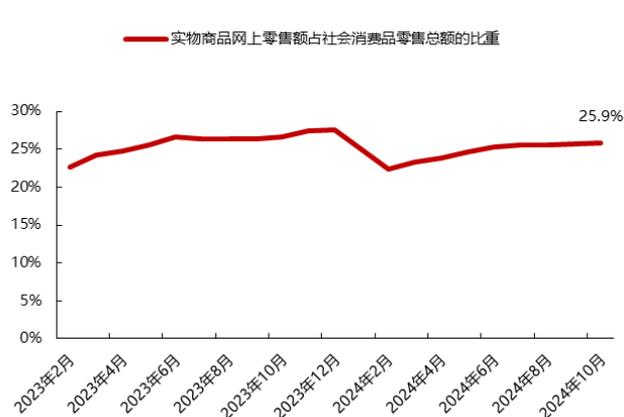
快递业务量增速高于电商行业增速，行业量增价减趋势依旧。 1-9 月全国快递业务量累计同比增长 22%，增速仍高于实物商品网上零售额且差距环比略有扩大，我们认为一方面受到电商消费量增价减趋势延续，另一方面受行业优化退换货政策，带动整体退换货需求提升对物流形成拉动。

图1：社零/网上零售额/快递业务量增速对比



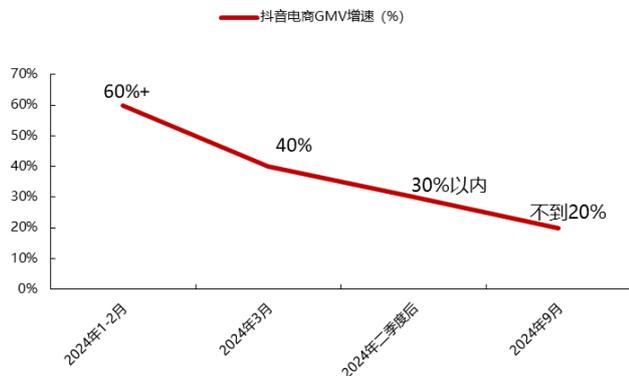
资料来源：国家统计局，国家邮政局，同花顺 iFind，民生证券研究院

图2：2023.02-2024.10 电商行业渗透率



资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，民生证券研究院

直播电商增速在三季度进一步放缓，对货架电商冲击边际减弱。 直播电商增速放缓趋势在 Q3 进一步得到延续，抖音 9 月电商 GMV 增速下滑至不到 20%，快手 24Q3 电商 GMV 同比增速降至 15%左右，基数提升叠加流量见顶，直播电商对货架电商冲击边际减弱。

图3：2024 年以来抖音电商 GMV 增速


资料来源：晚点 Latepost，民生证券研究院

图4：快手电商 GMV 增速


资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，民生证券研究院

平台之间进一步“拆墙”，互联互通成趋势。9月起，各个平台之间基础设施逐步打通，有效合作有利于各平台降本增效，并带来部分增量业务，淘天在接入微信后据 QuestMobile 数据，9月淘宝应用新安装用户量同比增长 55%，达过去四年最高值，月活跃用户规模 9月淘宝新增 1867 万，总月活规模达 9.44 亿创历史新高。但壁垒的打破个也意味着平台之间同质化将进一步提升，面临更为直接的效率竞争。

表1：微信、淘天、京东等平台之间逐步打通

| 平台 | 事件 |
|-------|---|
| 微信&淘天 | 9月4日，淘宝天猫发布公告称，为提升消费者购物体验，淘宝计划新增微信支付能力，并于意见征集结束后，进行平台规则调整，本次调整将覆盖全体淘宝和天猫商家。9月27日开始，消费者通过淘宝购物时，可以使用微信支付。 |
| 淘天&京东 | 10月16日，京东物流宣布与淘天集团达成合作，京东物流将全面接入淘宝天猫平台，双方对接系统已基本完成，淘天商家在发货时可以选择京东物流作为服务商，消费者也可以在淘宝和天猫 APP 内查询京东物流轨迹。10月28日，菜鸟也将正式接入京东第三方平台，入驻京东平台的第三方商家可以选择菜鸟速递、菜鸟大件服务，目前双方已基本完成对接。 |
| 淘天&京东 | 10月29日，支付宝方面确认，京东商城已开通支付宝支付，一些用户已经顺利完成了支付。 |

资料来源：央视网，财新，中国新闻网，21世纪经济报道，券商中国，民生证券研究院

平台从关注用户到商家与用户并举，优化商家运营生态。2024年以来主流平台推出多项举措优化用户体验，如阿里2月上线了商品体验指数的评价体系(PXI)，改善商品消费体验，3月上线新疆包邮，4月再度升级 88VIP 无限次退货包运费服务，每单最高补贴 25 元等；京东 3 月发布公告，进一步扩大 59 元包邮商品范围，并升级“免费上门退换”服务。而 Q3 开始，关注商家运营成为各平台关注的另一重点，7月以来天猫宣布取消年费，率先宣布松绑“仅退款”，9月上线“退货宝”等惠商举措，8月中旬以来拼多多“百亿减免”已先后推出技术服务费减免、基础保证金下调等多项举措，优化商家营商环境。

表2：2024 年淘天&拼多多惠商举措梳理（不完全统计）

| 淘天 | 拼多多（8月以来） |
|---|---|
| 3月，淘宝宣布生意参谋全面免费，为中小商家提供免费增值数据服务。 | 商家参与先用后付的活动订单基础技术服务费率由此前的1%降到0.6%。 |
| 7月，天猫宣布取消年费，并在9月30日前陆续退还2024年年费，商家每年经营成本可直降3至6万元。 | 商家参与先用后付的活动订单基础技术服务费率由此前的1%降到0.6%。 |
| 7月，淘宝率先宣布松绑“仅退款”，在升级“仅退款”识别模型的同时，还依据新版体验分提升商家售后自主权，对优质店铺减少或取消售后干预。上线首周淘宝天猫全平台对“已收到货仅退款”场景的介入已减少20%。 | 商家参与先用后付的活动订单基础技术服务费率由此前的1%降到0.6%。 |
| 9月，淘宝宣布向所有淘宝直播商家免收2024年9月1日至2025年8月31日一整年的“直播技术服务费”。 | 商家店铺的基础保证金将从1000元下调到500元，已经覆盖近70个类目。 |
| 9月12日向所有淘宝商家上线退货宝服务；将为商家至少降低10%退货成本，最高甚至实现30%成本直降。据淘宝测算，退货宝上线后，全年预计为商家降本规模至少20亿元，商家综合平均降幅达20%，退换货压力有望系统性缓解。 | 推广服务费开通退返权益，消费者在发货前全额退款的订单，以红包形式自动返还商家推广软件服务费，且无需商家发起申诉。 |
| | 开通绿色通道，成立专项售后服务团队，升级商家售后服务体系，全面支持商家对异常订单、恶意投诉订单、消费者负向体验订单等进行申诉，商家申诉成功后将由平台对相关订单进行赔付，并不再限定商家的申诉次数。 |
| | 9月9日起产生的全部偏远地区中转订单，商家只需将订单发送至中转仓，中转仓二次发货至新疆、西藏、甘肃、宁夏、内蒙古等偏远地区的物流中转费，全部由平台承担；目前已经覆盖平台全量商家。 |

资料来源：淘天速递，澎湃新闻，民生证券研究院

2 财报表现：表现分化，但营销投放普遍扩大

2.1 收入端：行业竞争格局趋稳趋势不改

主流平台核心电商业务表现有分化，阿里、京东电商收入边际改善，拼多多国内电商收入边际放缓，行业竞争格局趋稳的趋势不改。1) 阿里：整体淘天收入增速环比显著改善，其中批发业务增长较快，而核心客户管理收入 (CMR) 增长 2.5% 略低于预期，其中 TR 同比稳定，9 月起实施 0.6% 技术服务费及营销工具“全站推广”渗透率提升在本季度释放利好有限，同时被部分低 TR 业务快速增长形成抵消。GMV 端增速较上季度环比放缓，我们认为一定程度受 0.6% 技术服务费对 GMV 有小幅挤出影响。关注后续技术服务费&全站推广渗透率提升进一步起效带来的 CMR 收入改善。2) 京东：本季度零售业务收入同比增长 6.1%，环比上季度 1.5% 显著回暖，主要系通电类产品销售受益于家电焕新国补政策，考虑到 Q3 从 9 月起国补拉动销售效果尚未完全释放，关注 Q4 国补对业务的拉动效果。3) 拼多多：广告收入增速为 24.3% 符合预期延续放缓趋势；交易服务收入低于预期，考虑到毛利亦低于预期，我们测算系“百亿减免”等降佣及减免政策影响。4) 唯品会：Q3 GMV 同比-5.6%，环比继续走弱，收入同比-9.2% (符合指引-5%~-10% 区间)，活跃买家同比-6.4%，受大盘边际放缓行业竞争激烈影响，用户流失及交易量下滑导致收入承压。

表3：2024 年三季度电商平台收入表现

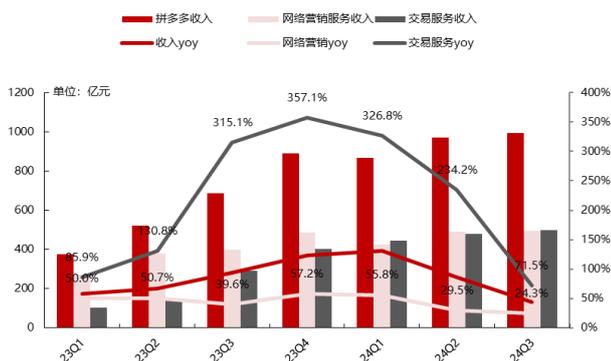
| | 实际 | | 彭博一致预期 | | 实际值与预期值偏差 |
|----------|---------|-------|---------|-------|-----------|
| | 收入 (亿元) | yoy | 收入 (亿元) | yoy | |
| 阿里巴巴 | 2365 | 5.2% | 2394 | 6.5% | -1.2% |
| 淘天集团 | 990 | 1.4% | 991 | 1.4% | -0.1% |
| 客户管理收入 | 704 | 2.5% | 709 | 3.3% | -0.8% |
| 京东 | 2604 | 5.1% | 2597 | 4.9% | 0.3% |
| 零售业务 | 2250 | 6.1% | 2243 | 5.8% | 0.3% |
| 拼多多 | 994 | 44.3% | 1028 | 49.4% | -3.4% |
| 网络营销服务收入 | 494 | 24.3% | 491 | 23.8% | 0.4% |
| 交易服务收入 | 500 | 71.5% | 530 | 81.8% | -5.7% |
| 唯品会 | 207 | -9.2% | 207 | -9.2% | 0.0% |

资料来源：公司公告，Bloomberg，民生证券研究院

表4: 淘天 1QFY23-2QFY25 核心数据

| | 1QFY23 | 2QFY23 | 3QFY23 | 4QFY23 | 1QFY24 | 2QFY24 | 3QFY24 | 4QFY24 | 1QFY25 | 2QFY25 |
|----------------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 淘天集团 (百万元) | 102,517 | 93,735 | 127,065 | 89,889 | 114,953 | 97,654 | 129,070 | 93,216 | 113,373 | 98,994 |
| yoy | | | | | 12.1% | 4.2% | 1.6% | 3.7% | -1.4% | 1.4% |
| 中国零售商业 (百万元) | 97,423 | 89,436 | 122,736 | 85,757 | 109,828 | 92,560 | 123,762 | 88,264 | 107,421 | 93,008 |
| yoy | | | | | 12.7% | 3.5% | 0.8% | 2.9% | -2.2% | 0.5% |
| ——客户管理收入 (百万元) | 72,425 | 66,877 | 91,694 | 60,545 | 79,661 | 68,661 | 92,113 | 63,574 | 80,115 | 70,364 |
| yoy | | | | | 10.0% | 2.7% | 0.5% | 5.0% | 0.6% | 2.5% |
| ——直营及其他 (百万元) | 24,998 | 22,559 | 31,042 | 25,212 | 30,167 | 23,899 | 31,649 | 24,690 | 27,306 | 22,644 |
| yoy | | | | | 20.7% | 5.9% | 2.0% | -2.1% | -9.5% | -5.3% |
| 中国批发商业 (百万元) | 5,094 | 4,299 | 4,329 | 4,132 | 5,125 | 5,094 | 5,308 | 4,952 | 5,952 | 5,986 |
| yoy | | | | | 0.6% | 18.5% | 22.6% | 19.8% | 16.1% | 17.5% |
| GMV (十亿元) | 1,822 | 1,835 | 2,293 | 1,468 | 1,957 | 1,798 | 2,334 | 1,699 | 2,123 | 1,843 |
| | -5.0% | -4.0% | -5.0% | -5.0% | 7.4% | -2.0% | 1.8% | 15.8% | 8.5% | 2.5% |
| TR (%) | 3.98% | 3.65% | 4.00% | 4.13% | 4.07% | 3.82% | 3.95% | 3.74% | 3.77% | 3.82% |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: GMV 及 TR 数据为民生证券研究院测算值。)

图5: 拼多多 23Q1-24Q3 收入及增速


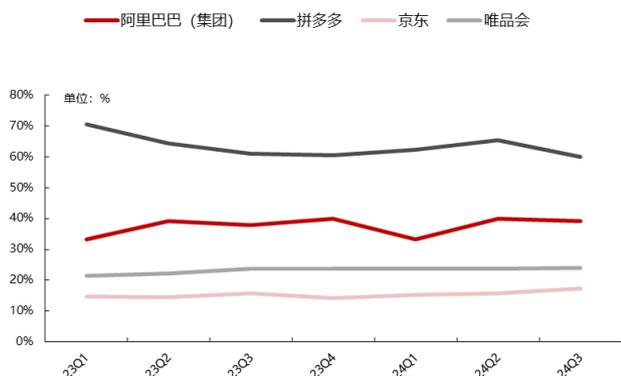
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 京东 23Q1-24Q3 零售/总收入及增速

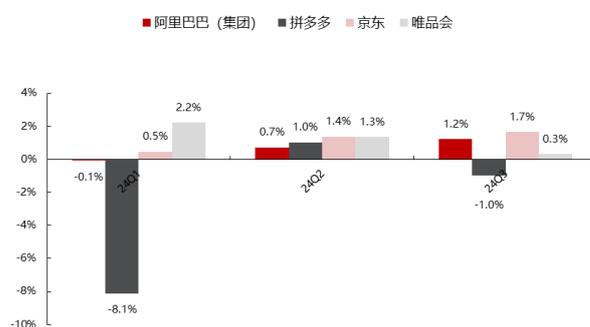

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2 成本费用端: 毛利率提升趋势依旧, 销售投放扩大明显

上游产业链供给过剩, 毛利率提升趋势依旧。Q3 以 1p 模式为主的京东/唯品会毛利率分别为 17.3%/24.0%, yoy+1.7pct/+0.3pct, 延续 2024 年以来毛利率同比提升趋势, 目前上游商品供给过剩, 商家销库存需求下, 平台有着更强的议价能力; 阿里 (集团) 毛利率亦提升 1.2pct。拼多多毛利率同比-1.0pct, 我们认为系佣金收入下降带来毛利下降对毛利率形成拖累。

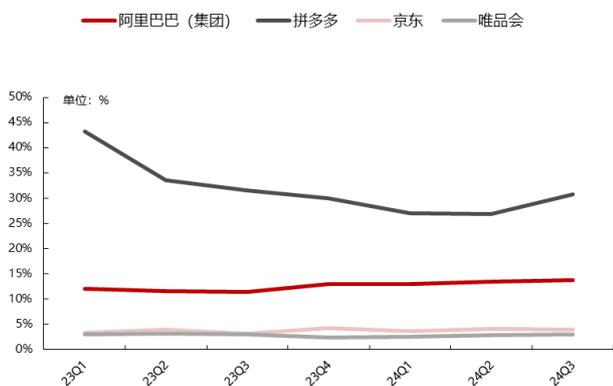
图7：23Q1-24Q3 各电商平台毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：阿里同步至自然季度。）

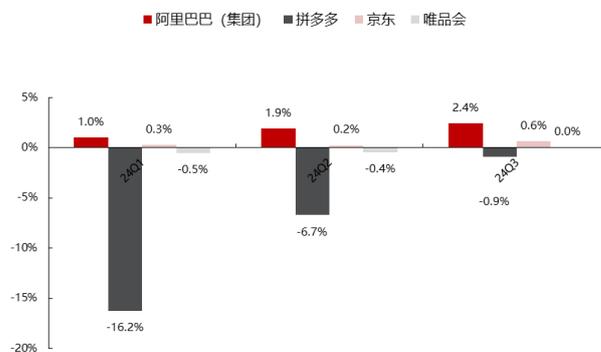
图8：24Q1-24Q3 各电商平台毛利率同比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：阿里同步至自然季度。）

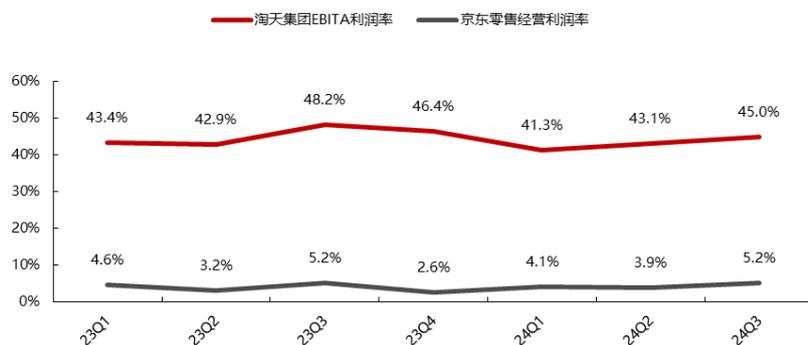
行业竞争激烈平台加大投放，销售费用率 Q3 显著提升。2024 年以来，电商行业竞争激烈，销售投放进一步扩大成为趋势，Q3 阿里/京东/拼多多销售费用率分别达 13.7%/3.8%/30.7%，yoy+2.4pct/+0.6pct/-0.9pct，阿里、京东销售费用率提升幅度环比 Q2 进一步扩大，拼多多销售费用率降幅也同比收窄（PDD 除国内营销投放也收到海外市营销活动影响）。唯品会在销售端承压下，采取更为谨慎的成本管控策略，销售费用率相对稳定。受销售投入增加所致，三季度淘天经调整 EBITA 利润率同比-3.2pct 为 45.0%。

图9：23Q1-24Q3 各电商平台销售费用率


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：阿里同步至自然季度。）

图10：24Q1-Q3 各电商平台销售费用率同比变化


资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：阿里同步至自然季度。）

图11: 23Q1-24Q3 淘天集团 EBITA 利润率及京东零售经营利润率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 阿里同步至自然季度。)

2.3 利润端: 不同发展及投放策略下, 各平台表现分化

受发展策略及投放节奏差异, 各平台利润表现分化。1) 阿里 Non-GAAP 归母净利润 yoy-9.4%符合预期, 其中淘天集团经调整 EBITA 利润 yoy-5.3%低于预期, 主要系对用户体验投入较高所致。2) 京东零售经营利润 yoy+5.5%超预期, 物流板块利润表现大超预期, 均对 Non-GAAP 归母净利润形成显著贡献。3) 拼多多管理及研发费用环比整体呈持平, Non-GAAP 归母净利润低于预期我们测算主要受商家减免措施带来的佣金、毛利下滑所致。4) 唯品会在行业竞争激烈, 主流平台纷纷加大营销投放的背景下, 整体采取更为谨慎的成本管控及投放策略, 整体利润表现基本符合预期。

表5: 2024 年三季度电商平台利润表现

| | 实际 | | 彭博一致预期 | | 实际值与预期值偏差 |
|---------------------|---------|--------|---------|--------|-----------|
| | 利润 (亿元) | yoy | 利润 (亿元) | yoy | |
| 阿里巴巴 Non-GAAP 归母净利润 | 364 | -9.4% | 364 | -9.4% | 0.0% |
| 淘天集团经调整 EBITA 利润 | 446 | -5.3% | 459 | -2.4% | -2.9% |
| 京东 Non-GAAP 归母净利润 | 132 | 23.9% | 114 | 7.0% | 15.8% |
| 零售经营利润 | 116 | 5.5% | 110 | 0.0% | 5.6% |
| 拼多多 Non-GAAP 归母净利润 | 275 | 61.3% | 292 | 71.5% | -6.0% |
| 唯品会 Non-GAAP 归母净利润 | 13 | -28.8% | 13 | -28.4% | -0.5% |

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 民生证券研究院

2.4 拼多多聚焦发展, 其他电商公司股东回报力度大

阿里&京东年初至今股东回报率超 9%, 拼多多仍处投入阶段聚焦发展。我们将 2024 年初至今实际发生股利及回购合计进行股东回报率计算, 阿里、京东回报率均超 9%, 唯品会股东回报率达 7.7%。拼多多在 24Q2 业绩会上表示, 公司仍处于投入阶段, 聚焦发展, 暂时没有回购及分红计划。

表6：阿里/京东/唯品会 2024 年初至今股东回报梳理

| 单位： 亿美元 | 2024 年以来实 际股利发放 | 24Q1 回购 | 24Q2 回购 | 24Q3 回购 | 年初至今股 东回报率 | 剩余回购额度 |
|------------|--------------------|---------|---------|---------|---------------|--|
| 阿里巴巴 | 40 | 48 | 58 | 41 | 9.5% | 220 亿美元（截至 2027 年 3 月） |
| 京东 | 12 | 12 | 21 | 3.9 | 10.8% | 50 亿美元（截至 2027 年 8 月） |
| 唯品会 | 2.5 | 0.119 | 2.059 | 2.75 | 7.7% | 10.553 亿美元（现有回购计划剩余 0.553 亿美元，新 10 亿美元回购 计划截至现有计划完成后 2 年。） |

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：股东回报率计算分母取 2024 年 1 月 1 日美股收盘市值。）

3 Q4 展望：双十一大促成为关键期，投放力度成为利润影响关键变量

双十一大促显著拉动购买活跃度，主流平台表现良好。各平台“双十一”开启时间有所提前，大促整体周期拉长，但活跃度显著提升，据邮政局数据 10 月 21 日至 11 月 11 日，全国共处理快递包裹 127.83 亿件，日均处理量是日常业务量的 125%；11 月 11 日，全国邮政快递企业共处理快递包裹 7.01 亿件，是日常业务量的 151%，同比增长 9.7%。平台表现来看，据官方披露，天猫、京东等各平台均迎来良好增长。

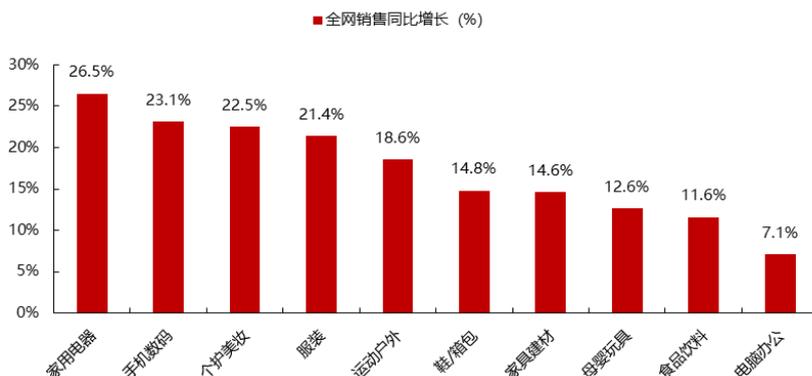
表7：主流电商平台双十一战报梳理

| 平台 | 双十一战报 |
|------|--|
| 天猫 | 截至 11 月 11 日 24 时，2024 整个双十一周期内，589 个品牌成交额破亿，同比去年增长 46.5%，刷新历史记录。核心行业中，美妆、3C 数码、家电家居成交增速全网第一。88VIP 下单人数同比增长 50%，88VIP 会员人数也保持双位数增长。 |
| 京东 | 截至 11 月 11 日 23 点 59 分，2024 双 11 的购物用户数同比增长超过了 20%，京东采销直播间订单量同比增长 3.8 倍。超过 1.7 万个品牌的成交额同比增长超过了五倍，而超过 3 万个中小商家的成交额也同比增长了两倍以上。 |
| 抖音电商 | 10 月 8 日至 11 月 11 日，超 3.3 万个品牌成交额同比翻倍，近 1.7 万个品牌成交额增速超 500%，超 2000 个单品成交额破千万元。由货架场带动的成交额继续提升，占据大盘 42%，超值购成交额同比增长 170%。 |
| 快手电商 | 双十一期间，货架场域快手电商泛货架商品卡 GMV 同比增长 110%，搜索 GMV 同比增长 119%，泛货架单日 GMV 超去年双 11 峰值的商家数超 8.4 万个。双 11 期间成交破亿商品数同比增长 200%，千元以上高客单价商品 GMV 同比增长 110%。 |

资料来源：电商头条，抖音电商，快手电商，民生证券研究院

受益于优惠力度及国补政策，大促期间 3C 品类表现最为亮眼。从细分品类来看，受益于促销补贴及国补政策，3C 品类增长最为亮眼，据星图数据，家用电器、手机数码双十一期间全网销售额同比增长分别达到 26.5%、23.1%；而个护美妆、服饰、运动户外销售额同比增长分别达 22.5%、21.4%、18.6%，亦表现不俗。我们认为京东在 3C 品类有较强心智，其在 Q4 有望继续受益于国补政策；同时，在美妆、服饰等品类具备较强优势且同样受益国补的淘天也有望得到良好表现。

图12：双十一期间，销售额 Top10 品类全网销售同比增长



资料来源：星图数据，民生证券研究院

用户补贴&商家扶持力度进一步加大，将成为影响利润关键变量。1) **淘天：**延续此前商家减免措施同时，加大投入力度，在满减基础上再投入 300 亿消费券及红包；2) **京东：**除平台满减等补贴之外，用户可每天领取 60 元额外补贴。3) **拼多多：**今年双十一首次推出“百亿消费券”活动，并将“百亿加倍补”升级为“超级加倍补”；此外，拼多多将此前的“买贵必赔”服务升级为“买贵双倍赔”服务。

4 投资建议

国内电商格局边际趋稳，主流电商平台核心收入边际改善，目前板块整体估值性价比高，赔率&胜率超下行风险，建议积极主动。

选股方面继续推荐阿里巴巴，核心电商 CMR 收入边际改善，同时公司近期宣布成立阿里电商事业群并任命蒋凡负责聚焦核心业务，我们认为阿里有望实现电商格局稳定后的 EBITDA 重估+科技重估+旁系业务减亏的重估。同时建议关注受益于国补政策利好的京东、关注拼多多海外业务表现。

表8：电商行业重点关注个股

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (港币/美元) | EPS (每股/每ADS, 人民币) | | | PE | | | 评级 |
|---------|--------|------------|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | |
| 9988.HK | 阿里巴巴-W | 83.40 | 7.78 | 7.63 | 8.59 | 10 | 10 | 9 | 推荐 |
| JD | 京东 | 37.19 | 21.31 | 28.01 | 30.67 | 13 | 10 | 9 | / |
| PDD | 拼多多 | 98.80 | 41.67 | 82.08 | 94.91 | 17 | 9 | 8 | / |
| VIPS | 唯品会 | 13.57 | 14.48 | 15.91 | 16.52 | 7 | 6 | 6 | / |

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院预测（注：EPS 为经调整口径。阿里对应 FY2024、FY2025E、FY2026E，阿里对应每股，其他公司对应 ADS；未覆盖公司取 Bloomberg 一致预期；汇率取 1USD=7.2464CNY，1HKD=0.9312CNY，股价取 2024 年 11 月 28 日收盘价。）

5 风险提示

1) **消费环境不及预期风险。**电商行业受整体受消费大环境影响大，若消费环境疲软将对电商公司业绩表现带来较大压力。

2) **电商行业竞争加剧风险。**目前电商行业竞争激烈，若电商行业竞争及补贴进一步加剧，对各个平台盈利能力造成负面影响。

3) **政策及监管风险。**互联网平台面临较大的监管不确定性风险，或将对投资者情绪造成一定影响。

4) **海外业务发展风险。**淘天、拼多多等都布局跨境电商业务，海外市场面临较大不确定性，或将对电商公司业务产生影响。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 社零/网上零售额/快递业务量增速对比..... | 3 |
| 图 2: 2023.02-2024.10 电商行业渗透率..... | 3 |
| 图 3: 2024 年以来抖音电商 GMV 增速..... | 4 |
| 图 4: 快手电商 GMV 增速..... | 4 |
| 图 5: 拼多多 23Q1-24Q3 收入及增速..... | 7 |
| 图 6: 京东 23Q1-24Q3 零售/总收入及增速..... | 7 |
| 图 7: 23Q1-24Q3 各电商平台毛利率..... | 8 |
| 图 8: 24Q1-24Q3 各电商平台毛利率同比变化..... | 8 |
| 图 9: 23Q1-24Q3 各电商平台销售费用率..... | 8 |
| 图 10: 24Q1-Q3 各电商平台销售费用率同比变化..... | 8 |
| 图 11: 23Q1-24Q3 淘天集团 EBITA 利润率及京东零售经营利润率..... | 9 |
| 图 12: 双十一期间, 销售额 Top10 品类全网销售同比增长..... | 11 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 重点公司盈利预测、估值与评级..... | 1 |
| 表 1: 微信、淘天、京东等平台之间逐步打通..... | 4 |
| 表 2: 2024 年淘天&拼多多惠商举措梳理 (不完全统计)..... | 5 |
| 表 3: 2024 年三季度电商平台收入表现..... | 6 |
| 表 4: 淘天 1QFY23-2QFY25 核心数据..... | 7 |
| 表 5: 2024 年三季度电商平台利润表现..... | 9 |
| 表 6: 阿里/京东/唯品会 2024 年初至今股东回报梳理..... | 10 |
| 表 7: 主流电商平台双十一战报梳理..... | 11 |
| 表 8: 电商行业重点关注个股..... | 13 |

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026