

# 电商二十岁：成年人的世界没有容易的事

## ——电商行业首次覆盖报告

行业深度

◆ **电商二十年：电商渗透率问题的再探讨**：虽然目前我国电商渗透率已超过20%并位居全球首位，但是快消/食品行业规模超过3.5/8.7万亿，电商渗透率仅7%/13%，未来快消/食品等行业线上化将驱动渗透率继续提升。

◆ **电商的核心本质——流量经营效率**：在电商过去的20年中，部分电商平台在物流/支付方面的体验优势成为了其获取流量的有效手段。然而随着基础设施的完善，物流/支付逐渐成为了标准化服务，未来电商平台间的竞争将逐渐集中于流量运营效率，其核心是用户全生命周期价值最大化。

◆ **互联网行业整体流量红利将尽，低线下沉流量红利凸显**：随着城市化水平的持续提高，低线城镇电商潜力正在逐步释放。2017年一线城市与三/五线城市电商渗透率差已经从2013年的19/28pct迅速收窄至12/23pct，低线城镇的电商需求正加速释放。

◆ **内容化与会员制提升用户全生命周期价值**：内容化/会员制是提高用户全生命周期价值的有效手段。淘宝与拼多多用户日均使用频次分别为4.08/4.26次(2018年11月)，在行业内占据绝对领先地位。亚马逊Prime会员的成功已经证明了会员制在电商行业的有效性。阿里88VIP以及京东Plus会员也已经开始在增强用户粘性方面产生效果。

◆ **供给端质量是提升流量价值的必要保证**：近年来多次出现的“二选一”现象是优质品牌稀缺性的集中体现。未来随着电商平台间竞争加剧，对优质供给资源的争夺将成为常态。电商平台通过自有商品及扶植新品牌的方式对供给端进行改造，是下一个阶段提升流量价值的必要手段。

◆ **投资建议：重点推荐拼多多(PDD.O)、阿里巴巴(BABA.N)**

电商行业渗透率仍未到顶，快消/食品等品类规模大且电商渗透率低，新零售等商业模式将挖掘此类消费线上化的潜力，带动电商规模继续增长。未来在前端通过内容化及会员制方式最大化用户全生命周期价值将成为行业趋势，在后端通过自有商品及品牌扶植等策略进行供给端布局的平台将在未来占据优质商家资源。重点推荐拼多多(PDD.O)及阿里巴巴(BABA.N)。

**拼多多(PDD.O)**：拼多多平台必选消费品占比较高，在宏观消费承受下行风险的时点具备业绩层面的安全边际；被社交电商激活的电商潜在用户将持续释放低线市场增量空间；公司扶持代工厂商品品牌，持续挖掘高性价比商品供给。维持“买入”评级，上调目标价至32.4美元/ADR。

**阿里巴巴(BABA.N)**：阿里的组织能力与企业文化保证了员工旺盛的创业激情与战斗力；新零售、云计算等前瞻性的业务布局为公司未来5-10年的业务发展指明了道路；弹性而高效的组织架构确保业务执行落地的效率。首次覆盖给予“买入”评级，目标价221美元/ADR。

◆ **风险提示**：宏观消费超预期下行；电商法等监管措施严格程度超预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (美元/ADR)			PE(X)			投资评级
			18E	19E	20E	18E	19E	20E	
BABA.N	阿里巴巴	157.0	3.24	4.72	6.12	49	33	26	买入
PDD.O	拼多多	25.0	-1.05	0.39	1.59	NA	64	16	买入
JD.O	京东	23.3	0.05	0.36	0.76	479	65	31	增持
VIPS.N	唯品会	6.88	0.43	0.49	0.54	16	14	13	中性

资料来源：光大证券研究所预测；注：股价时间19年1月16日；阿里数据对应FY19-21。

## 电商行业：增持（首次）

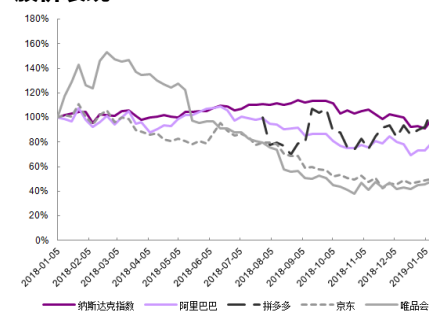
### 分析师

范佳璐 (执业证书编号：S0930518100002)  
021-52523691  
[fanjiali@ebcn.com](mailto:fanjiali@ebcn.com)

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)  
021-52523693  
[caoty@ebcn.com](mailto:caoty@ebcn.com)

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)  
021-52523839  
[qinbo@ebcn.com](mailto:qinbo@ebcn.com)

### 股价表现



资料来源：Wind、光大证券研究所

### 相关报告

享受下沉红利的新一代电商平台——拼多多(PDD.O)投资价值分析报告.....2018-10-31

无惧宏观消费下行风险，关键指标全线超预期——拼多多(PDD.O)3Q18业绩点评.....2018-11-21

## 投资聚焦

### 研究背景

2019 年将是电商行业极为关键的一年。

从一方面看，宏观消费增速放缓与互联网流量红利将尽两大负面因素在 2019 年或仍将持续困扰整个行业；从另一方面看，过去两年对低线下沉市场的挖掘激活了大量三四线城市用户的电商潜力，新零售等模式创新正在更多的进入普通人的生活中。

宏观环境的恶化与微观环境的亮点对冲，行业进入到了 20 年未有的关键节点。

### 我们的创新之处

1、我们对消费行业各个细分领域进行电商渗透率拆解，指出快消及食品行业规模大且电商渗透率低，是未来电商行业渗透率继续提升的主要驱动力。

2、电商行业的核心本质在于流量的高效运营，物流和支付曾经阶段性的成为获取用户的有效手段，但未来流量运营的关键要点在于用户全生命周期价值的最大化。

3、我们首次提出，电商平台前端的内容化和会员制是提高用户全生命周期价值的重要手段；平台后端优质商家资源是流量高效运营的必要保证。

### 投资观点

电商行业渗透率仍未到顶，快消/食品等品类规模大且电商渗透率低，新零售等商业模式的创新将挖掘此类消费线上化的潜力，带动电商规模持续增长。站在目前时点，通过内容化及会员制方式最大化用户全生命周期价值将成为行业趋势，在后端通过自有商品及品牌扶植等策略进行供给端布局的电商平台将在未来占据优质商家资源。标的方面重点推荐拼多多（PDD.O）、阿里巴巴（BABA.N）。

拼多多（PDD.O）：拼多多平台必选消费品占比较高，在宏观消费承受下行风险的时点具备业绩层面的安全边际；公司受益于低线城市下沉红利，被社交电商激活的电商潜在用户将持续释放低线市场增量空间；公司在供给端通过“新品牌计划”扶持代工厂商品品牌，持续挖掘高性价比商品供给。维持“买入”评级，上调目标价至 32.4 美元/ADR。

阿里巴巴（BABA.N）：阿里是我们目前在互联网大市值公司中最看好的标的。公司的组织能力与企业文化保证了在超过 8 万余人的规模下仍能保持旺盛的激情与战斗力；新零售、云计算等前瞻性的业务布局为公司在未来 5-10 年的业务发展指明了方向；弹性而高效的组织架构确保业务执行落地的效率。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 221 美元/ADR。

## 目 录

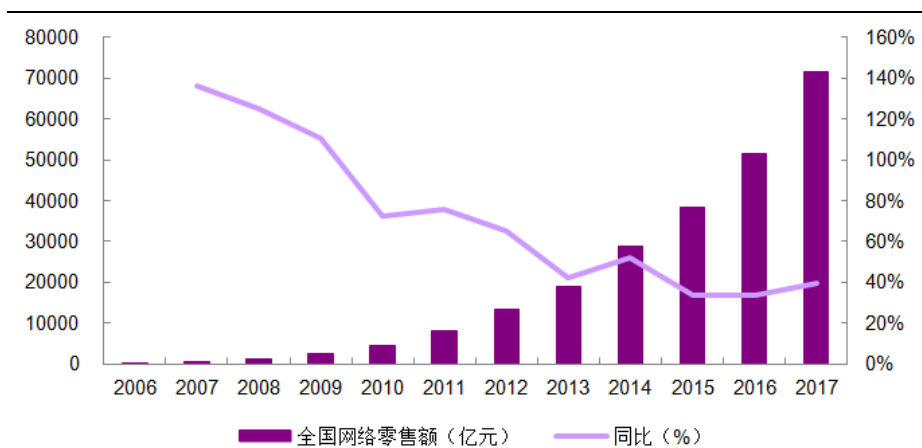
1、 电商二十年：渗透率仍有继续增长空间 .....	4
1.1、 经济增长与界面更迭：电商行业飞跃的两大因素 .....	4
1.2、 消费整体增速承压，必选消费受益城镇化继续提速 .....	6
1.3、 从垂直细分行业角度看电商渗透率空间 .....	9
2、 电商的核心本质：流量的高效经营 .....	18
2.1、 电商流量获取具有时代性特征 .....	18
2.2、 流量运营的核心是用户全生命周期价值最大化 .....	18
3、 物流：即时配送再次成为新零售决胜关键 .....	19
3.1、 物流是电商发展初期获取用户信任的有效手段——以京东的崛起为例 .....	19
3.2、 物流仍然是亚马逊在美国市场核心竞争优势 .....	22
3.3、 即时物流又成了目前阶段新零售的决胜关键 .....	24
4、 支付：从流量获取利器到巨头生态连接器 .....	26
4.1、 支付宝：担保支付大幅提升电商普及速度 .....	26
4.2、 货到付款：帮助京东提升家电品类规模 .....	27
4.3、 支付成为巨头商业生态连接器 .....	28
5、 流量：电商运营的核心 .....	29
5.1、 从阿里巴巴流量争夺史说起 .....	29
5.2、 互联网流量红利接近尾声，低线下沉仍有结构机会 .....	39
5.3、 内容化：提高用户粘性的有效手段 .....	42
5.4、 会员制：用户资源向大平台聚集 .....	47
6、 商家：供给端质量是流量运营的必要保证 .....	51
6.1、 店铺质量评分帮助实现良性循环 .....	51
6.2、 “二选一”是优质品牌商稀缺的集中体现 .....	52
6.3、 电商平台牵头的“供给端改革” .....	54
7、 流量变现及商业模式 .....	57
7.1、 自营销售：核心在于精细化运营 .....	58
7.2、 佣金及广告：平台电商变现的主要形式 .....	59
8、 投资建议：三条主线精选电商标的 .....	67
9、 风险提示 .....	67
拼多多：供给端改造更值得期待 .....	68
阿里巴巴：全面赋能商业社会的数字经济体 .....	71
京东：资本投入期接近尾声，盈利能力或将好转 .....	77
唯品会：期待与腾讯/京东合作继续深入 .....	83
附录：阿里巴巴业务板块估值详情 .....	87

## 1、电商二十年：渗透率仍有继续增长空间

### 1.1、经济增长与界面更迭：电商行业飞跃的两大因素

1999年，易趣网与8848诞生，正式开启了中国电商行业的历史进程；2003年非典事件之后，淘宝与京东相继上线，中国的电商行业真正进入了快速发展期；电商行业至今经历了近20年时间，从无到有的成为了一个总规模超过7万亿美元的产业，占居民最终消费额22%，占GDP总额近10%。

图1：全国网络零售额（亿元）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

表1：全球零售及电商市场规模

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>零售市场规模(千亿美元)</b>							
全球		30,353	31,271	34,388	38,405	42,110	46,989
中国		4,313	4,886	5,472	6,020	6,561	7,086
美国		4,699	4,823	4,992	5,157	5,317	5,476
其他国家		21,341	21,562	23,924	27,228	30,232	34,427
<b>零售电商市场规模(千亿美元)</b>							
全球	1,336	1,548	1,845	2,304	2,842	3,453	4,135
渗透率(%)		5.1%	5.9%	6.7%	7.4%	8.2%	8.8%
中国	473	672	911	1,208	1,568	1,955	2,395
渗透率(%)		15.6%	18.7%	22.1%	26.1%	29.8%	33.8%
美国	298	343	397	457	525	600	684
渗透率(%)	6.6%	7.5%	8.2%	9.1%	10.20%	11.30%	12.50%
其他国家	533	537	639	749	749	898	1,056
渗透率(%)		2.5%	2.5%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%

资料来源：eMarketer 及其预测、光大证券研究所

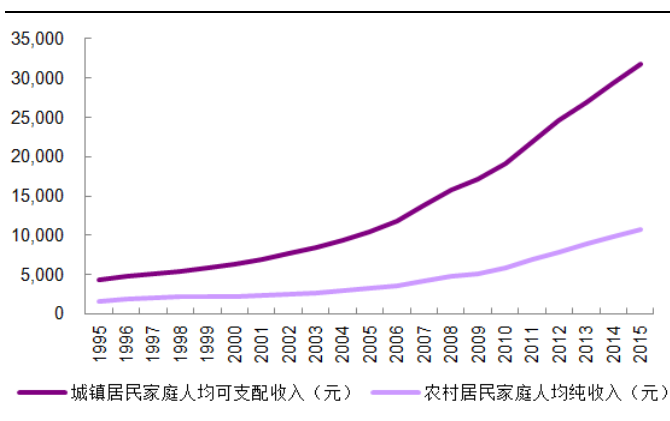
我们认为如此波澜壮阔的行业发展背后主要驱动因素有两个：

1/ 人均可支配收入的高速增长；

2/ 零售接口界面的更迭变化；

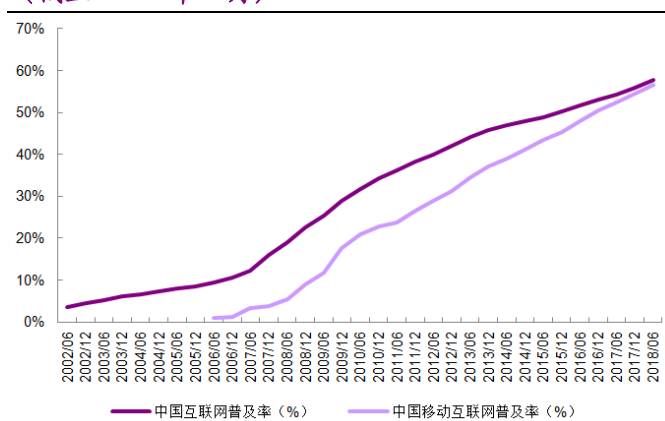
从 1999 至 2015 年，城镇人均可支配收入从 5854 元增长到了 31790 元；农村居民人均纯收入从 2210 元增长到了 10772 元。如果过去的二十年没有经济增长和居民收入的大幅提高，电商行业不可能在今天实现如此庞大的规模。

图 2：人均可支配收入在过去 20 年大幅增长



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 3：互联网普及率过去 20 年大幅提升  
(截至 2018 年 6 月)



资料来源：CNNIC、光大证券研究所

注：互联网普及率 = 网民规模 / 全国人口数；

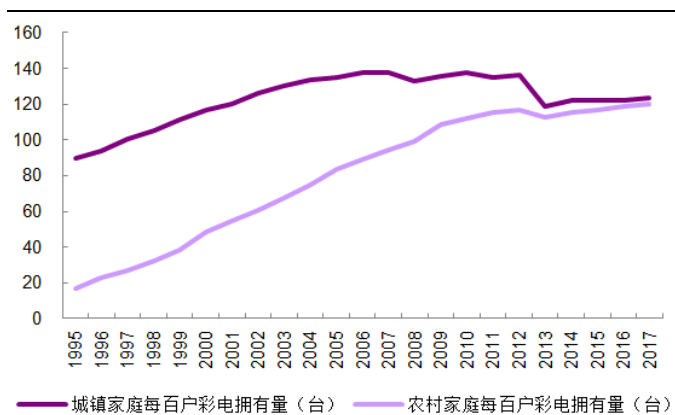
移动互联网普及率按互联网普及率乘以手机网民占比计算

电商行业发展的另一个要素，与其说是技术进步，不如说是技术进步基础上的零售接口界面更迭变化。

每一次信息传播方式的进步都会引起零售接口界面出现变化。例如彩电的普及就曾经带动了电视购物的兴起。1990-2000 十年时间内，全国城镇地区每百户家庭彩电拥有量从 59 台提升到了 117 台，农村地区每百户家庭彩电拥有量也从 5 台提升到了 49 台。随着彩电的普及，各类卫视及地方电视台创办的电视购物频道风起云涌。1998 年电视购物行业规模达到 26 亿元；虽然 1999 年的“OK 镜致人失明”等事件使得行业进入调整期，但电视购物行业规模仍然在 2004 年增长至 58 亿元。

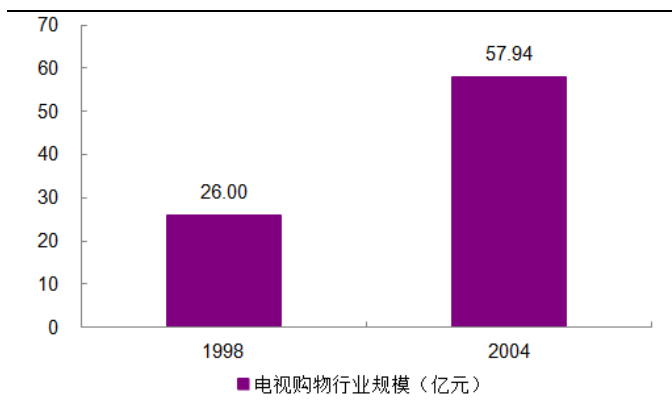
如果说电视的普及和电视购物的兴起只是将零售交易中“商品介绍”的部分搬到了线上，那么 1999 年开始的 PC 互联网普及使得零售交易全过程实现线上化成为了可能。在之后的 20 年中，随着物流及支付基础设施的完善，通过线上下单线下收货，用户体验逐渐完善，零售行业实现了接口界面迄今为止或许最重要的一次更迭。

图 4：1995 年开始彩电普及率大幅上升



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 5：电视购物在 2000 年前后快速发展



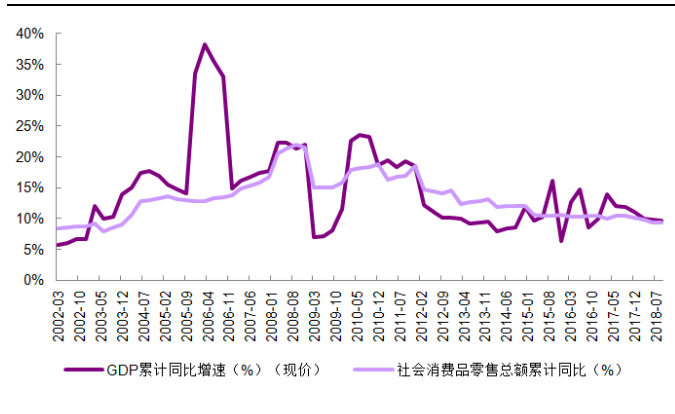
资料来源：陈晓霞《消费文化语境下的家庭电视购物》、橡果国际、光大证券研究所

## 1.2、消费整体增速承压，必选消费受益城镇化继续提速

时至今日，中国电商行业已经在居民消费结构中占据了不可忽视的地位。也正因为如此，站在 2019 年初的节点，在讨论电商行业未来的趋势性变化时，宏观消费的大背景是我们必须纳入考量范围之内的首要因素。

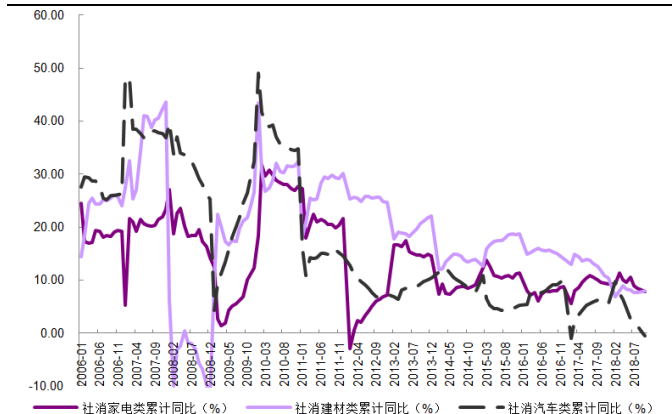
在宏观经济“投资、消费、净出口”三驾马车中，消费数据是显著的滞后指标，然而广义的消费增速终究是与名义 GDP 同周期变动的。根据光大证券宏观团队预测，2019 年经济增速的趋势性下滑将为居民可支配收入的增长带来一定压力，从而带动社会消费品零售增速走弱，预计 2019 年社会消费品零售总额季度累计同比增速分别为 8.7%、8.5%、8.7%、8.6%。

图 6：消费增速与名义 GDP 同周期变动 (%) (截至 2018 年 9 月)



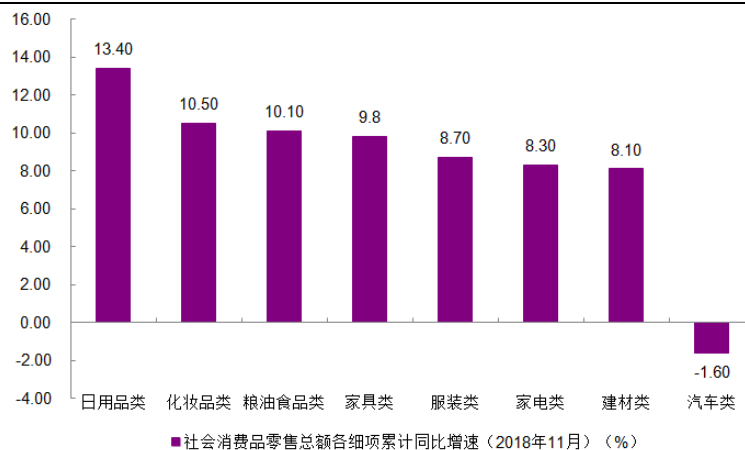
资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 7：地产与汽车类消费增速承压 (截至 2018 年 9 月)



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

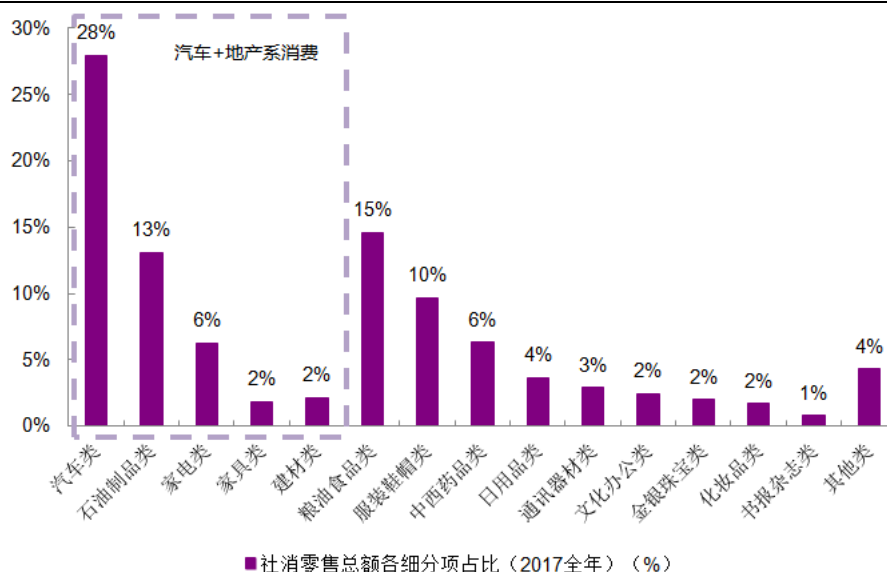
图 8：汽车及地产系消费增速承压



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

截至 2018 年 11 月，汽车/家具/建材/家电类零售累计同比增速分别与 2017 全年相比下降 6.2/2.7/2.4/1.5pct，由于汽车及地产系消费占社会消费品零售总规模比重较大，因此对社消整体增速造成了较大的负面影响。

图 9：汽车+地产系消费占社消整体比重较大

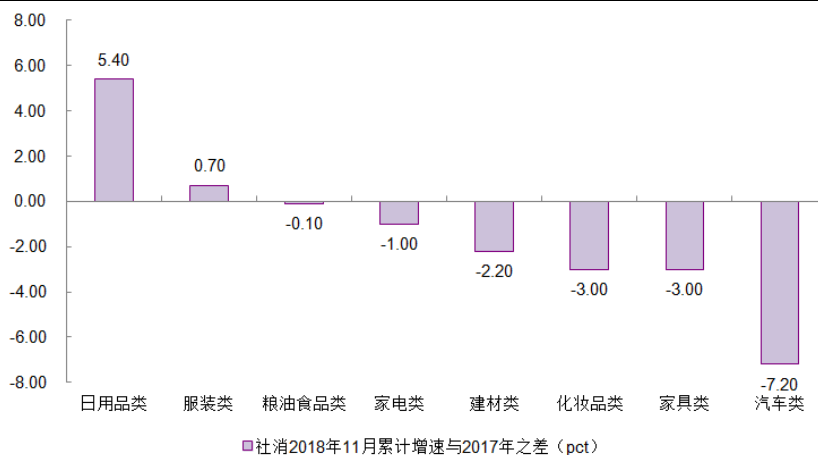


资料来源：国家统计局

注：社消零售总额细分项统计口径为限额以上单位销售额，因此汽车、石油制品及地产系消费占比可能在一定程度上较实际值略高

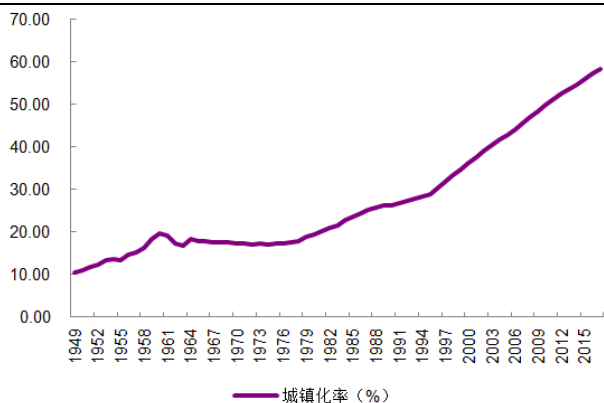
然而我们可以发现，以日用品、服装、粮油食品为代表的必选消费品在 2018 年的增长仍然保持稳定甚至有所提速，日用品类增速由 2017 年的 8.0% 提升至 2018 年 11 月的 13.4%。服装及粮油食品增速也维持在 8-10% 的区间。我们认为，由于城市化及低线城市人均可支配收入的提升，必选消费品的整体增速能够在未来得到有效支撑。

图 10: 必选消费品增速在 2018 年继续保持增长态势 (pct)



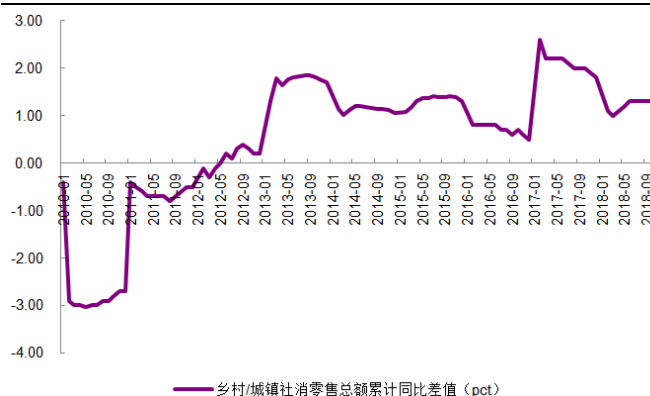
资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

图 11: 中国城镇化率持续提升 (截至 2017 年数据)



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所

图 12: 乡村社消零售增速持续高于城镇 (截至 2018 年 10 月)



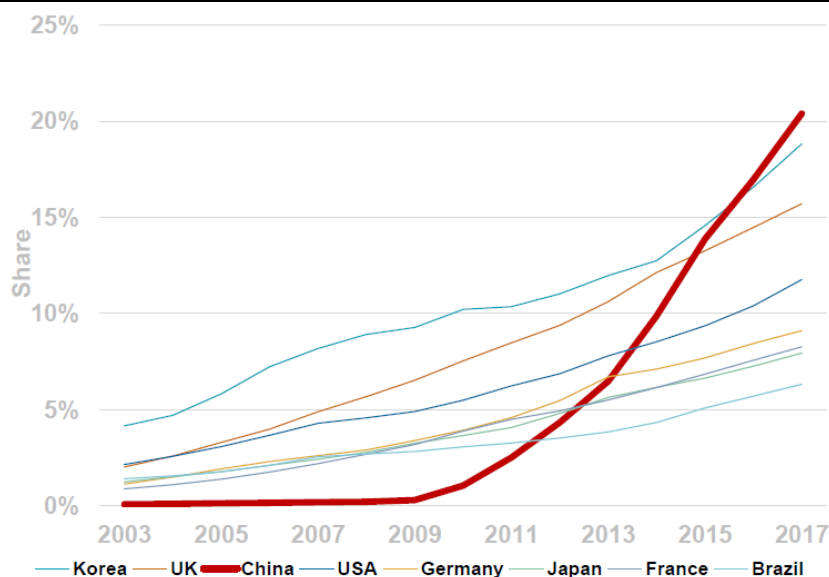
资料来源: 国家统计局、光大证券研究所



### 1.3、从垂直细分行业角度看电商渗透率空间

中国人口密度大，传统零售行业供给发展不健全，在全球范围内是最适合电商行业发展的国家。经过 20 年的发展，中国电商行业渗透率已经超越了美国、日本、英国等众多发达国家，跃居全球第一。然而探寻行业发展方向是领先者的使命，电商行业发展空间在哪里，电商渗透率是否已经接近天花板，这是困扰市场已久的一个问题。

图 13：中国电商渗透率已全球第一



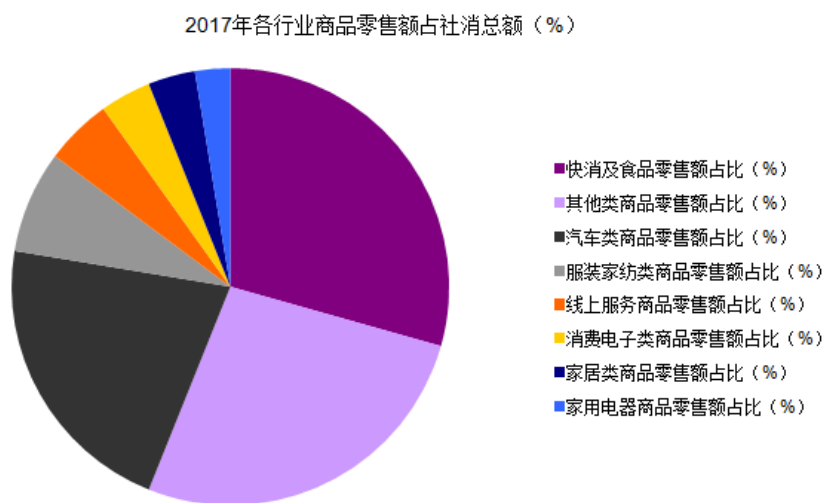
资料来源：Euromonitor

我们将消费各个子板块拆开分析。

根据 2017 年数据，居民消费总量（34 万亿）中可以识别并定期跟踪的主要品类有消费电子（1.3 万亿）、家用电器（0.9 万亿）、服装家纺（3.6 万亿）、家具装修（1.2 万亿）、快消食品（12.2 万亿）。

（注：在这里我们不采用市场通用的各个行业限额以上企业销售额。原因在于限额以上企业销售额只统计年商品销售总额在 500 万以上的零售业公司、销售总额在 2000 万以上的批发外贸公司以及销售总额 200 万以上的住宿餐饮业公司。对于汽车、家电等行业来说限额以上单位销售总额与行业实际规模较为接近，但是对于餐饮、服装等行业来说则与行业实际规模差距较大。）

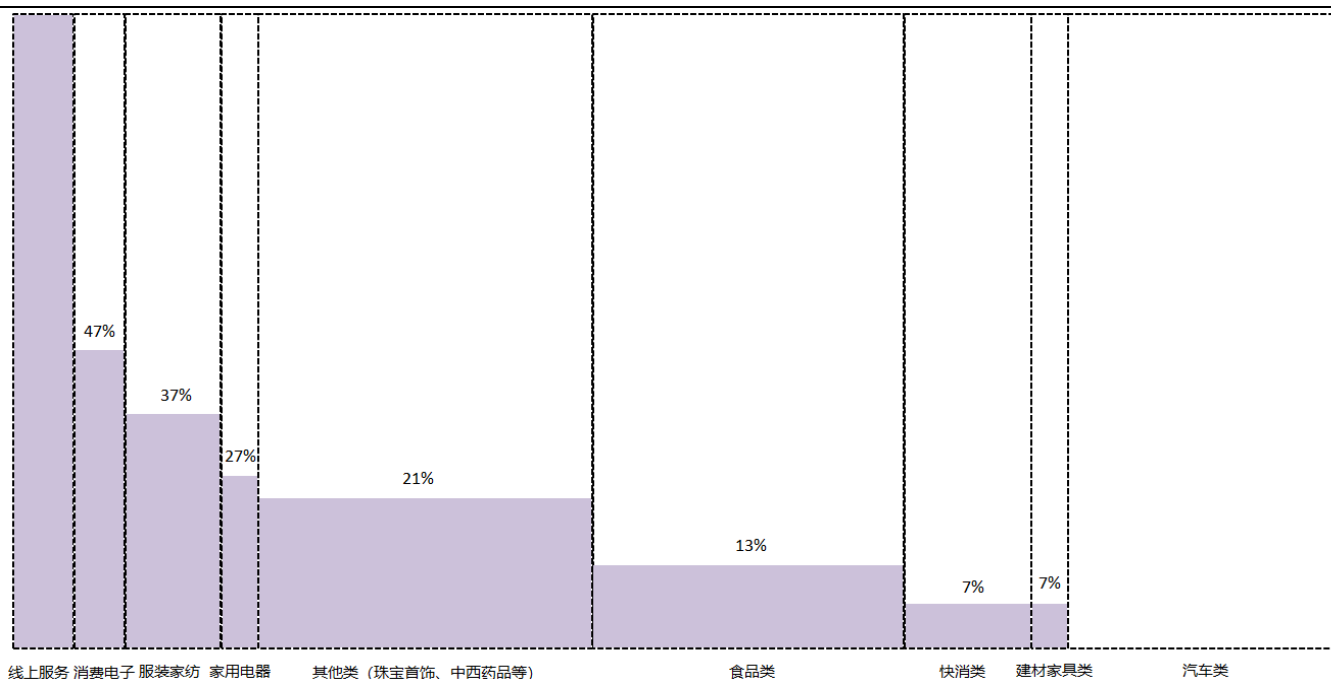
图 14：快消及食品行业规模占消费整体比例较大（2017 年）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

经过数据的梳理我们发现，由于产品特性适合线上销售，消费电子、服装家纺及家用电器是目前所有消费品中电商渗透率较高的品类，截至 2017 年末，这三大品类电商渗透率分别达到 47%/37%/27%。然而我们发现，这三大类电商渗透率最高的品类规模加总计算大约共 4.8 万亿，而快消及食品类加总规模 12.2 万亿，电商渗透率分别只有 13%和 7%，是未来电商渗透率继续提升的关键。

图 15：2017 年各个细分消费行业电商渗透率图解（方框面积代表行业规模，紫色部分代表已线上化部分）



资料来源：凯度、贝恩、GFK、中纺联、艾瑞咨询、国家统计局、光大证券研究所

快消与食品品类是传统线下商超及大卖场的主力品类，由于品类的即时性需求较强导致过去电商渗透率较低。然而近年来行业中出现的新变化正促使这些品类电商渗透率的加速提升。

- 1/ 天猫/京东等行业龙头集中加码线上商超业务；
- 2/ 饿了么/美团等外卖平台的兴起提升餐饮行业线上化率；
- 3/ 盒马鲜生等零售新模式的崛起，进一步抢占传统商超市场份额；

我们对 2020 年电商行业渗透率进行假设判断：在中性情况下，2020 年食品类及快消类渗透率由 2017 的 13%/7% 提升至 25%/18%，目前食品+快消行业 1.38 万亿的电商规模将在 2020 年增长至 3.39 万亿。

**表 2：食品及快消行业 2020 年电商规模敏感性分析**

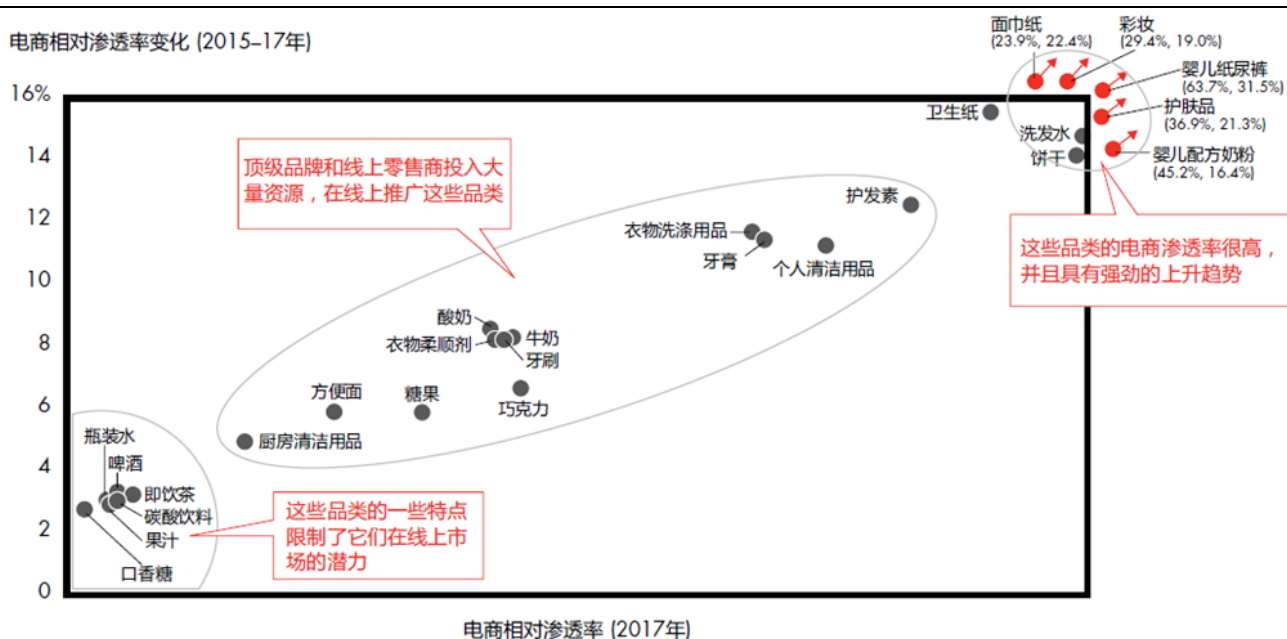
2020 年食品及快消行业 电商规模 (亿)		食品及快消行业 2018-2020 年年化增速 (%)				
		12%	11%	10%	9%	8%
食品/快消行业 2020 年电商渗透 率 (%)	27%/20%	38,247	37,567	36,893	36,225	35,564
	26%/19%	36,716	36,064	35,417	34,776	34,141
	25%/18%	35,186	34,560	33,941	33,326	32,718
	24%/17%	33,656	33,057	32,464	31,877	31,295
	23%/16%	32,125	31,554	30,988	30,427	29,872

资料来源：光大证券研究所测算

### 1.3.1、快消类：线上渗透率正快速提升

根据贝恩咨询数据可以发现，大量快消品细分品类电商渗透率仍然处在较低位置。除了彩妆、婴儿奶粉及纸尿裤等品类线上化率较高以外，其他细分品类产品均有较大的电商渗透率空间。同时，快消品品牌商投入大量资源推广线上渠道，从2015年开始，快消品线上促销率持续高于线下渠道。

图 16：大量快消品电商渗透率仍处在较低位置

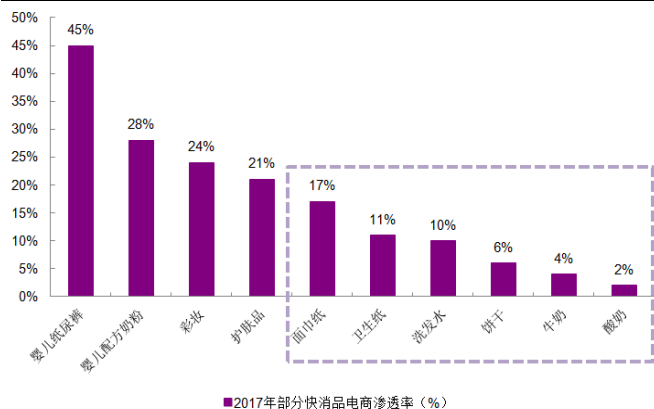


注：渗透率指过去一年购买该品类的购物者数量占整体人口基数的比例；电商相对渗透率是指电商渗透率除以该品类的总渗透率

资料来源：凯度消费者指数研究

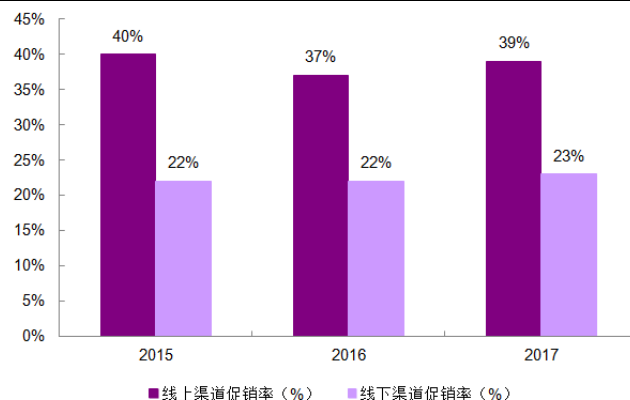
快消品线上渠道渗透率的增长主要是由大卖场及杂货店渠道流量的下降所带来的。根据贝恩咨询数据，从2012至2017年，快消品在大卖场及杂货店渠道渗透率分别由25.6%/7.5%下降至20.4%/4.5%，分别下降5.2/3.0pct；在同一时间段内线上渠道渗透率由2.4%增长至9.8%，增加7.4pct。

图 17：日常必需消费品电商渗透率较低



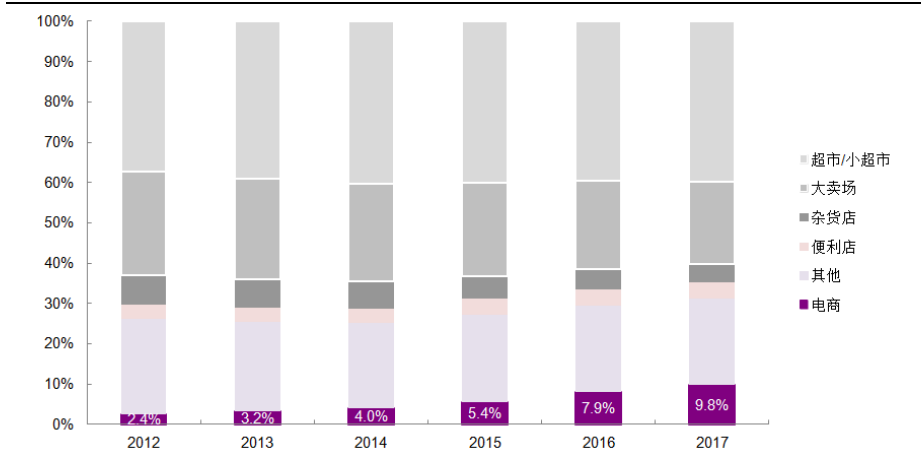
资料来源：贝恩、凯度、光大证券研究所

图 18：快消品品牌商投入大量资源推广线上渠道



资料来源：贝恩、凯度、光大证券研究所

图 19：快消品类电商渗透率正快速提升



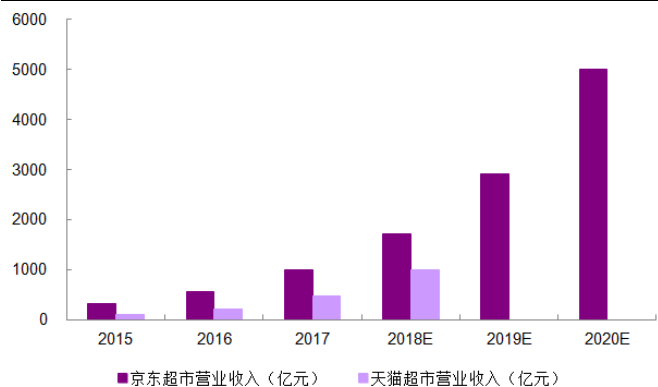
资料来源：贝恩、凯度、光大证券研究所

从电商行业巨头的动向我们也可以发现快消及食品品类的战略地位。

目前京东超市是快消品线上化赛道的领跑者。2016 年京东收购一号店并与沃尔玛结盟后，京东超市成为了快消电商领域的龙头。根据公司披露，京东超市在 2017 年营业收入超过 1000 亿元，并计划在 2020 年实现 5000 亿元收入规模。根据公司 2020 年收入增长计划，我们估计京东超市 2018 年实现收入超过 1700 亿元，远高于高鑫零售、永辉超市等国内传统超市巨头。

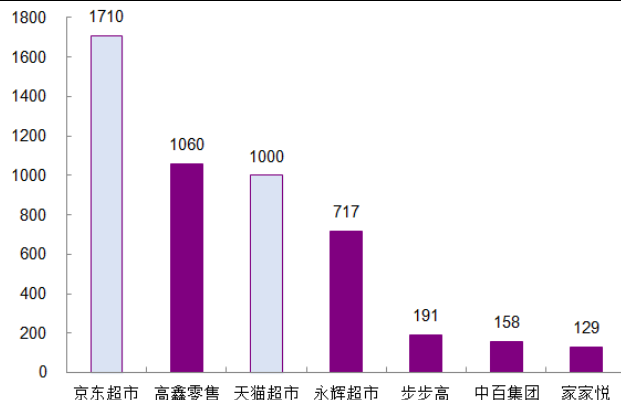
反观天猫超市，近期阿里内部的组织架构调整则更加体现了超市板块在公司内部战略地位的升级。2018 年 12 月，天猫超市从天猫平台中独立出来成为并列部门，由原 CEO 助理李永和（老鼎）（括号内为阿里花名，下同）领衔，直接向 CEO 张勇汇报。李永和自 2011 年起历任京东商城仓储部总负责人、华北区域负责人，并从 2014 年 12 月起担任京东商城运营体系高级副总裁，全面负责运营体系管理，2016 年离职后加入阿里巴巴。天猫超市的换帅也意味着快消品等超市主营产品在阿里内部战略地位的提升。

图 20: 京东超市及天猫超市收入规模 (亿元)



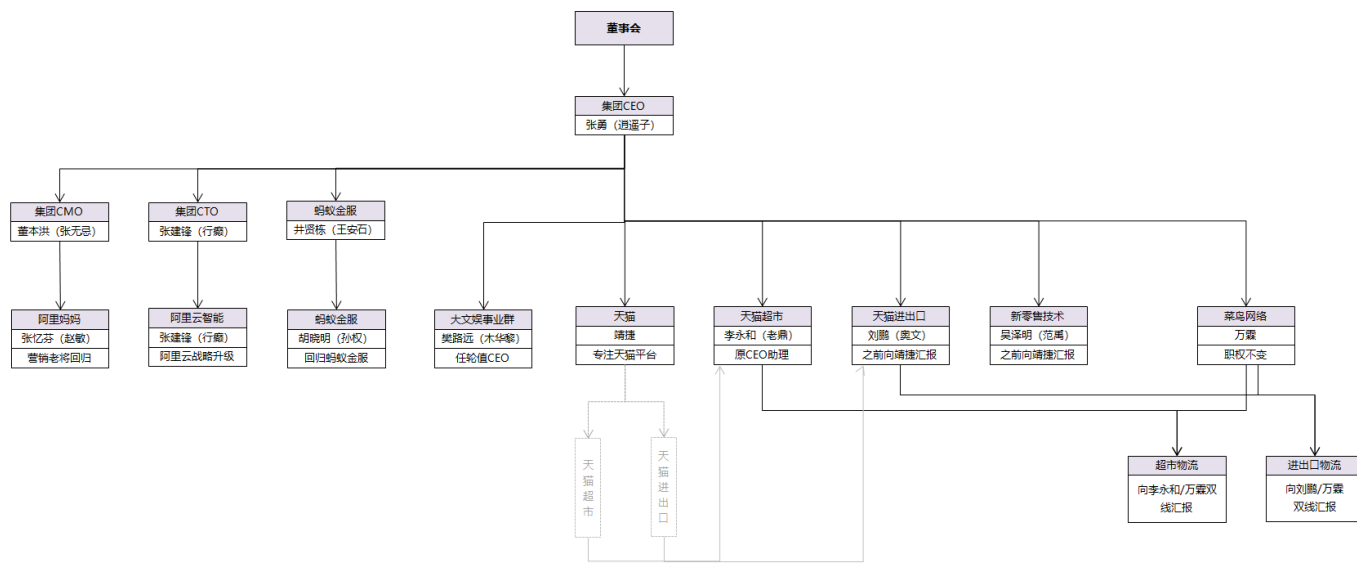
资料来源: 京东公告、联商网、光大证券研究所  
注: 京东超市 18-20 年收入规模根据公开报道 2020 年收入目标 5000 亿按每年同增速推算; 天猫超市 16-18 年收入规模根据联商网报道 2018 年收入目标 1000 亿按每年同增速推算;

图 21: 京东及天猫超市规模在超市行业位居前列 (亿元)



资料来源: 京东公告、亿邦动力网、光大证券研究所  
注: 传统超市行业收入规模数据取自 2018 年 Wind 一致预期

图 22: 天猫超市成为与天猫平台并列的一级事业群 (2018 年 12 月)



资料来源: 阿里巴巴、光大证券研究所

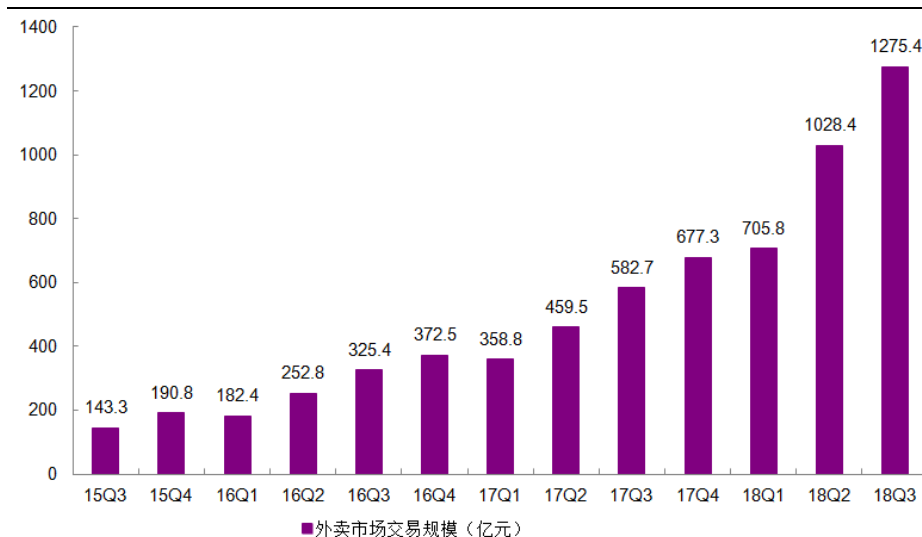
### 1.3.2、食品类: 新零售推动线上线下加速融合

而在食品品类方面, 餐饮外卖及盒马鲜生等新零售模式正推动线上线下加速融合。餐饮外卖方面, 美团日均交易笔数由 2017 年的 1121 万笔增长至 2018 年 9 月底的 1940 万笔, 餐饮外卖线上化趋势仍在继续。然而非餐饮即时配送订单的增速更高, 以饿了么平台为例, 果蔬生鲜、商店超市 (日

用品)、面包蛋糕、鲜花绿植等品类的增速在 2018 年 1-8 月分别达到了 90%/86%/76%/66%，远高于平台餐饮外卖订单增速。

随着餐饮及非餐外卖订单的快速增长，互联网外卖交易规模在 2018 年持续快速增长，根据易观数据截至 2018 年 3 季度互联网外卖总交易额达到 1275.4 亿，同比增长超过 100%。

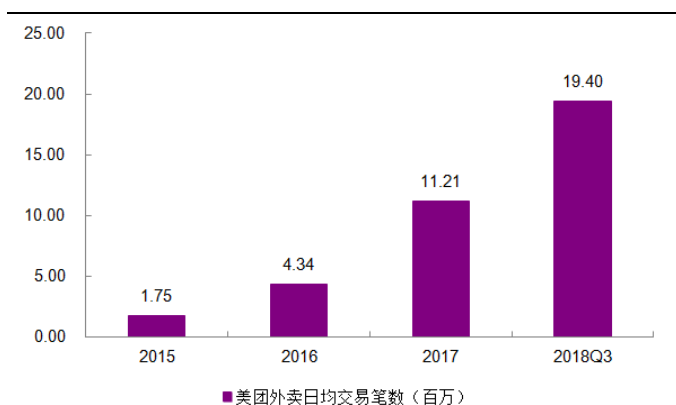
图 23: 互联网外卖交易规模持续快速提升



资料来源: 易观、光大证券研究所

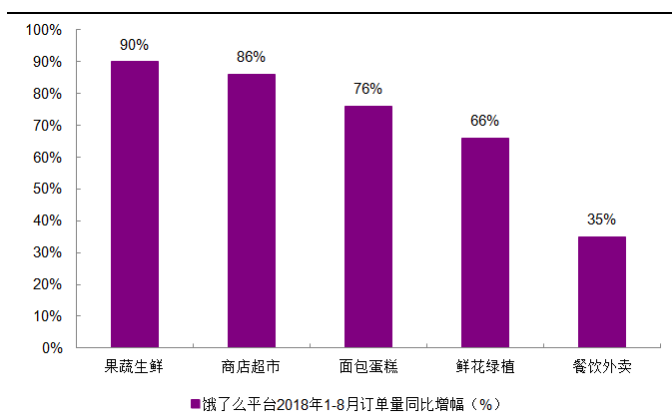
注: 交易规模指用户通过在线方式进行餐饮正餐、宵夜、鲜花、生鲜果蔬、甜品饮料、医药健康等多品类外卖点单及商品配送服务所产生的交易规模总额。不包括取消订单和退款订单, 也不包括外卖平台其他增值服务收入。

图 24: 美团外卖日均交易笔数持续提升



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 25: 饿了么非餐饮外卖订单增幅显著



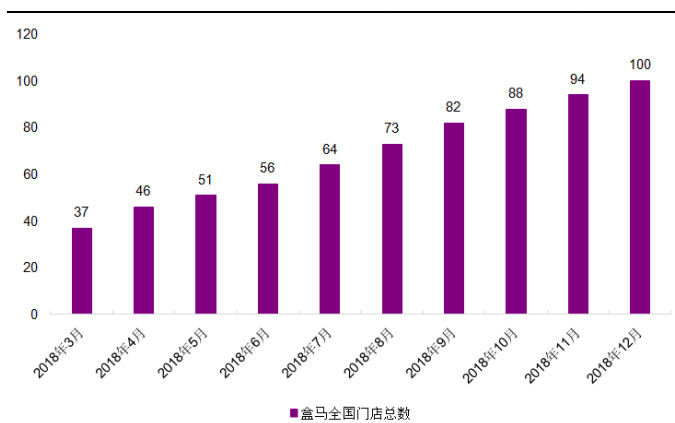
资料来源: 饿了么、光大证券研究所

另一股推动食品品类线上化率提升的力量是以盒马鲜生为代表的新零售平台。

以盒马鲜生为例，2018年是盒马实现快速扩张的一年，截至2018年12月全国盒马开店总数超过100家，与2018年初37家相比实现了规模的大幅增长。根据阿里巴巴投资者日披露的数据，盒马店龄超过1.5年的店铺坪效均已超过5万元；据此计算2018年底盒马100家店若全部进入成熟期潜在年度营收规模约200亿元，营业收入规模超过步步高、中百集团等国内超市板块龙头公司，仅次于高鑫零售及永辉超市。

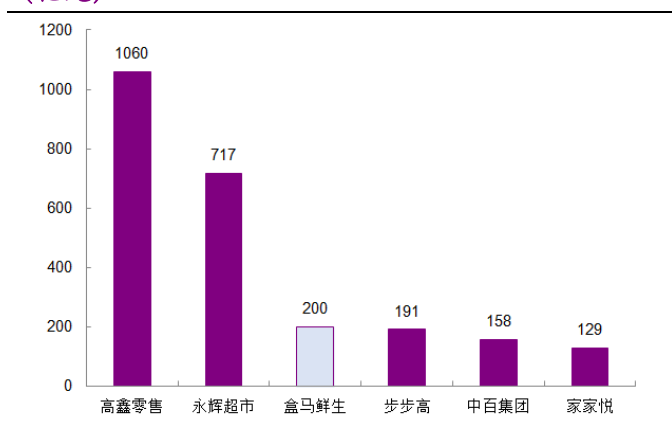
盒马更重要的战略意义在于为阿里巴巴的新零售大战略进行探索与试错。线上与线下融合的新零售实践是传统零售行业及互联网公司都未曾尝试过的新模式，因此盒马利用自身的规模效应，对新零售落地的策略进行探索实验，并在成功之后将新零售基础设施的能力对零售行业进行输出改造。

图 26：截至 2018 年 12 月盒马开店总数 100 家



资料来源：盒马官网、光大证券研究所

图 27：盒马鲜生 2018 年底潜在年度营收规模约 200 亿（亿元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：盒马鲜生按 2018 年底 100 家店均进入成熟期计算潜在营收规模，假设每家店面积 4000 平米，坪效 5 万元；其他超市公司营收规模按 2018 年 Wind 一致预期计算。

2018 年 9 月，盒马首次将新零售实践经验以产品化的方式进行输出：盒马首款 AI 驱动的收银设备 ReXPOS（下文称：ReX）对零售行业实现开放。传统零售商在门店使用多种系统，IT 产品之间存在着互通性差等问题。ReX 是基于盒马过去两年时间中自身业务实践经验的新零售操作系统，打通了线上与线下流量运营数据，同时大幅提升了零售门店的运营效率。

盒马在 ReX 系统中首次基于传统零售行业“人效”与“坪效”的概念进行拓展，提出新零售门店对“人效、坪效、时效、流效”等指标进行精细化运营，从而更高效的实现快消及食品领域的线上化渗透。

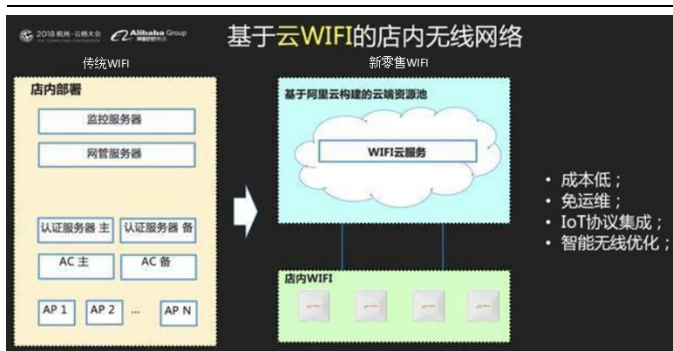


图 28：结合阿里云的新零售线下网络配置



资料来源：阿里巴巴云栖大会

图 29：结合阿里云的新零售线下网络配置



资料来源：阿里巴巴云栖大会

图 30：ReXOS 操作系统是盒马输出其新零售经验的代表产品



资料来源：阿里巴巴云栖大会

## 2、电商的核心本质：流量的高效经营

我们认为，电商行业的核心本质在于对流量的高效经营。

在互联网所有商业模式中，电商模式变现手段最为直接和有效。通过自营交易或广告推广，电商平台能够完整的实现用户价值的变现。

然而电商平台的阿克琉斯之踵在于，与社交资讯等产品不同，电商平台无法自发的产生流量供给，因此流量的获取和高效经营便成为了电商平台所需要共同面对的问题。

在中国电商发展 20 年的历史中，由于行业整体基础设施尚不完善；因此在特定的历史阶段，部分电商平台在物流或支付方面的用户体验优势都成为了其获取流量的有效手段。然而站在目前的时间节点，中国电商行业基础设施建设已经日渐完备，物流和支付等用户体验逐渐成为了标准化的服务，我们认为未来电商平台间的竞争重心将逐渐集中于流量的运营效率，而最大化用户全生命周期价值则是流量运营的核心。

### 2.1、电商流量获取具有时代性特征

在国内电商行业 20 年历史中，物流和支付都曾经是网购用户诟病的方面；而在特定历史阶段，具备物流和支付用户体验优势的平台也借此获取了大量用户流量。

我们经常将线上与线下商业体进行对比分析。过去电商平台基础设施不完善，就类似于通往购物中心的道路正处在施工期；这时首先铺设完成柏油马路的购物中心必然会吸引更多的人流。然而随着城市基础设施建设的逐渐完成，柏油马路已经成为了通往各家购物中心的标准配置，考验经营者的难题就从“修路”转变成了对购物中心人流的精细化运营。

### 2.2、流量运营的核心是用户全生命周期价值最大化

如果把电商流量经营等同于流量的采购与变现无疑是将问题简单化处理了。我们认为电商平台流量运营的核心在于用户全生命周期的价值最大化。用户的留存率、复购率等指标虽然不是行业内的公开数据，但其对电商平台的战略意义甚至超过 GMV 等传统总量指标。近年来电商行业所出现的内容化趋势以及付费会员制产品，都是电商平台为最大化用户全生命周期价值所作出的探索和尝试。

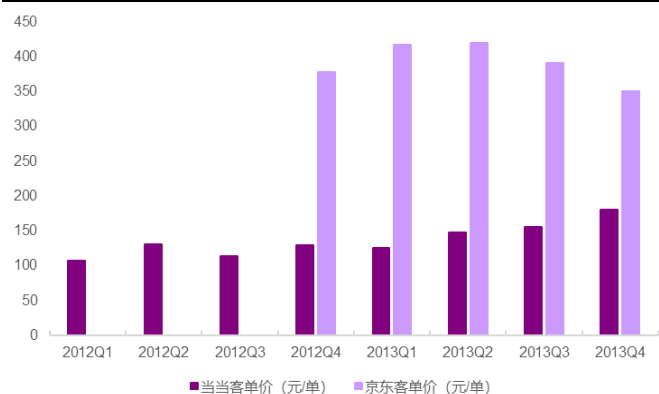
### 3、物流：即时配送再次成为新零售决胜关键

#### 3.1、物流是电商发展初期获取用户信任的有效手段——以京东的崛起为例

京东在发展早期的优势品类是 3C 及家电类产品，客单价较高，高效的配送能力能够在很大程度上提升用户体验，因此加强物流服务就成为了京东关注的重点。

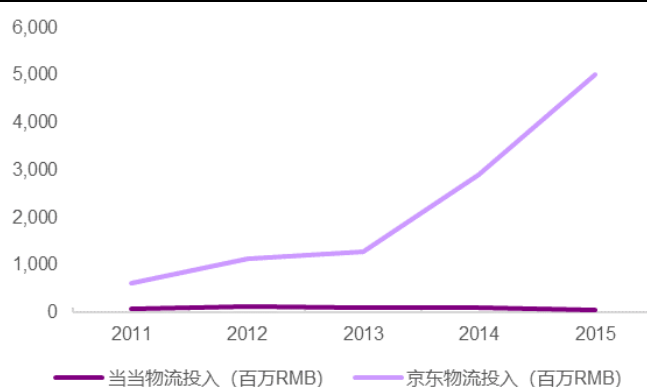
同时从 3C 跨越到家电领域之初，客单价大幅提升，用户信任问题导致货到付款比例极高。在 2007 年前后，京东货到付款的比例一度高达 80% 以上（品途商业评论/东哥解读电商：京东物流创始人李元海访谈）。如果像当当一样使用落地配或代收管公司进行末端物流配送，虽然可以满足快速物流配送的需求，但是存在回款周期带来的资金压力和代收管公司存在的跑路风险。根据京东财报披露的数据，京东在 2011 年的客单价为 496 元，当当的同期数据仅为 100 元左右，因此京东比当当更需要自建物流来保障回款的快速和安全。

图 31：当当和京东的客单价（京东 12Q4 为全年客单价）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 32：京东的物流投入 CAPEX 远高于当当

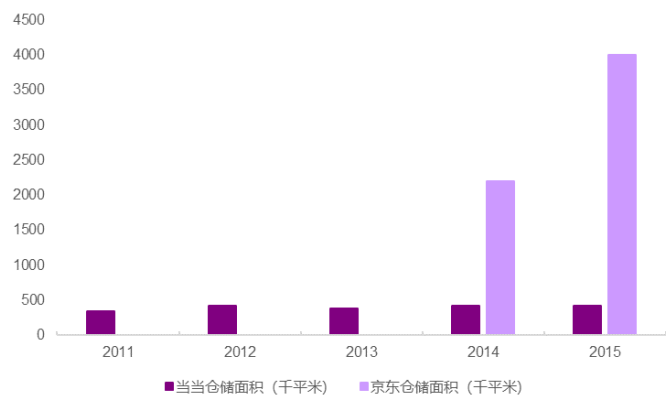


资料来源：公司公告、光大证券研究所

自建物流让京东能够推出货到付款的支付方式，这在移动支付尚未普及、网购仍未成为日常现象时极大提升了用户对京东平台的信任感，顺利打开了 3C 与家电等高客单价市场。

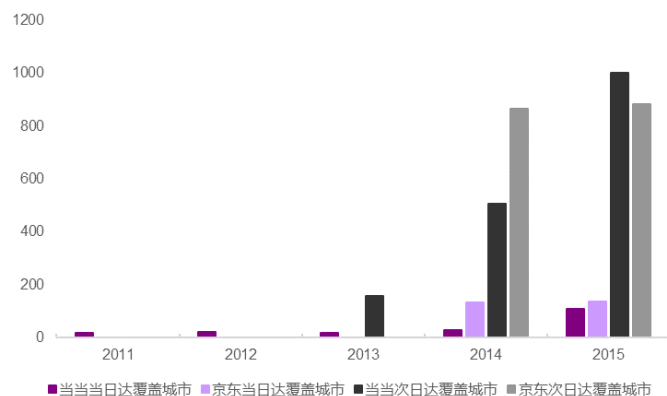
2006 年以前，京东与当当交易规模相差无几。2007 年京东开始投资物流基础设施，当年便建成北上广三大物流体系。2009-10 年物流设施正式发挥效果后，京东在购物体验方面已经占据了显著的优势，用户体验直接反映到留存率与复购率，随之而来的就是用户规模与 GMV 的差距。

图 33：京东与当当仓储面积对比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

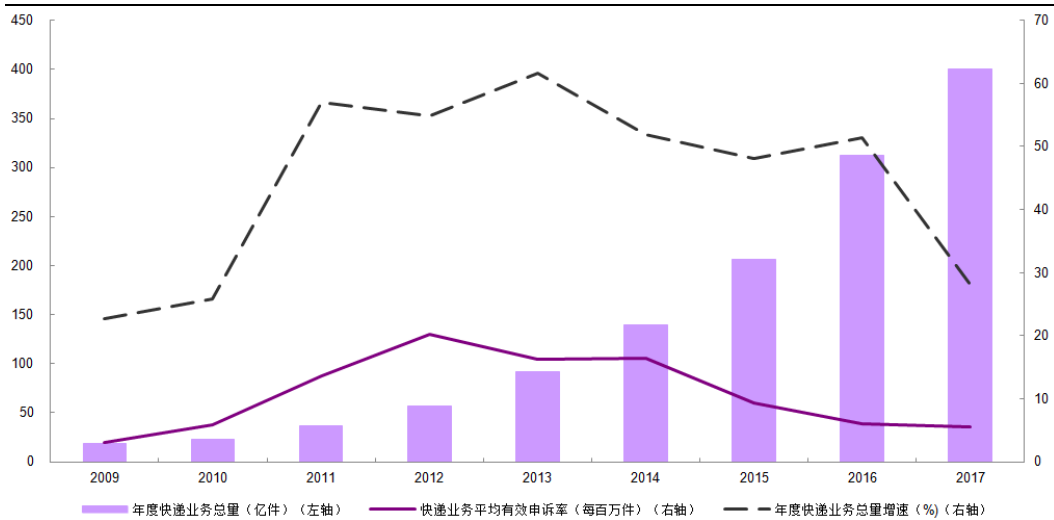
图 34：京东与当当当日达/次日达覆盖范围 (个)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

得益于网购业务的快速爆发，我国的快递总量在 2011 年前后迎来了一轮迅猛的增长，根据国家邮政局的统计数据，2011-2013 年全国快递业务总量同比增速分别达到 57.04%/54.79%/61.58%；业务量的大幅增长超出了当时物流行业能够提供的运力，由此带来用户体验的迅速恶化，快递业务平均有效申诉率在 2012 年曾超过 20 例/百万件，在这个特定历史阶段，京东依靠在自建物流方面的重金投入和显著的用户体验优势吸引到越来越多的消费者。

图 35：2011-2013 年是快递行业满意度最差的一段时间

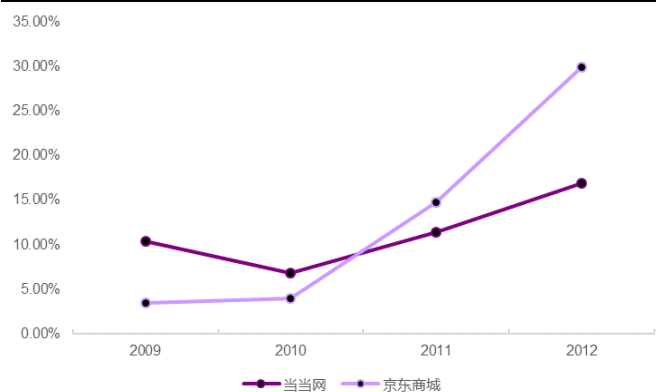


资料来源：国家邮政局、光大证券研究所

根据 CNNIC 发布的“中国网络购物市场研究报告”，当当网在 2009 年时网购用户渗透率为 10.4%，位居 B2C 购物网站榜首，远超京东同期的 3.5%。但这一状况在 2012 年发生了逆转，京东商城的网购用户渗透率达到 29.9%，而当当仅缓慢增长至 16.9%。至此，京东凭借扎实的物流投入，在用户的物流体验跌入历史低点时吸引到一批忠实的消费者，一举超越当当。

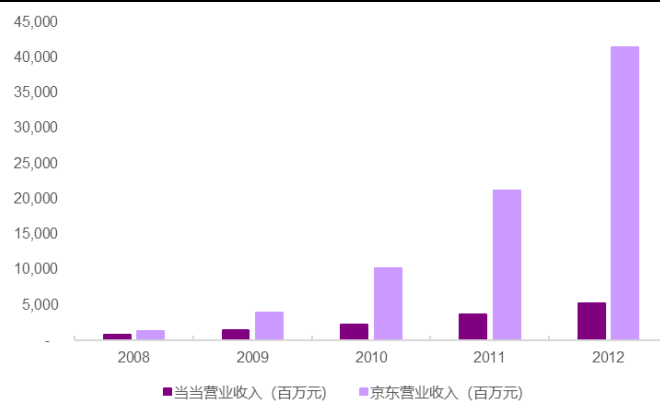
从营收角度看这一差距更为明显，2008年当当营收为7.66亿元，约为京东的一半，到2012年时，京东与当当两家营收规模已经拉开了数量级的差距。

图 36: 京东用户渗透率在 2011 年超过当当 (%)



资料来源: CNNIC、光大证券研究所

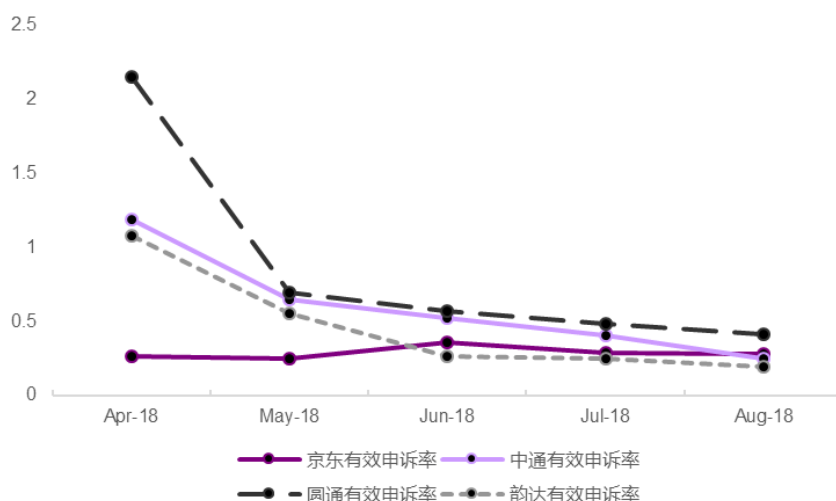
图 37: 京东营收在 09 年后迅速超越当当



资料来源: 公司公告、新闻报道、光大证券研究所

从终局角度看，物流服务将成为标准化的服务，成本领先战略为优。国家邮政局关于主要快递企业有效申诉率的调查显示，2018年8月京东的有效申诉率为0.28例/百万件，相比2017年同期的0.96显著降低，但三通一达快递服务质量的提升更为明显，中通和韵达的有效申诉率甚至降到了0.25和0.19，首次低于京东。从本质上来说，京东物流提供的快递服务仍属于标准化产品，在以三通一达为首的竞争对手快递时效迅速提升的当下，二者的用户体验差距在缩小，成本更低的一方将更有竞争优势。

图 38: 京东与其他快递公司有效申诉率对比 (例/百万件)



资料来源: 国家邮政局、光大证券研究所

### 3.2、物流仍然是亚马逊在美国市场核心竞争优势

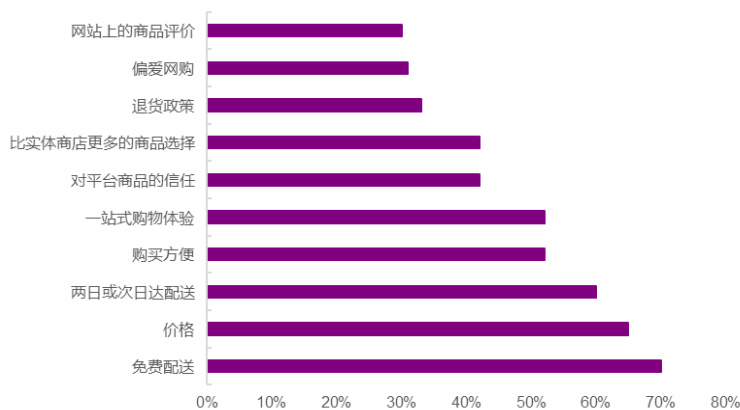
表 3: Fedex、UPS 与 Prime 运费与时效对比 (美元)

寄达天数	当日达	次日达	两日达	四日达	六日左右
UPS	无	40.86	无	29.36	14.1
Fedex	无	40.13	28.71	无	25.43
Prime	5.99	0	0	0	0

资料来源：官网公告、光大证券研究所

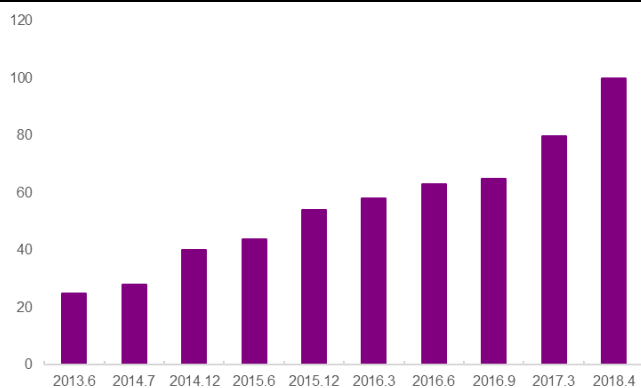
与中国充分竞争的快递行业相比,美国国内的快递市场被 UPS 和 Fedex 双寡头垄断,加上人力成本等因素的影响,同等时效下美国的快递单价远高于中国。以从纽约快递一磅包裹到华盛顿为例, Fedex 和 UPS 的两日达价格都超过了 40 美元,即便是时效最慢的五日达,用 Fedex 和 UPS 都需 10 美元以上。在这种情况下,亚马逊为 Prime 会员推出海量商品的免费两日达配送服务,同时针对部分地区还推出购物满 35 美元享受当日达服务。弹性的递送服务和低廉甚至免费的运费价格使得亚马逊的物流服务成为其强有力的竞争优势。

图 39: 美国地区亚马逊 Prime 会员选择在亚马逊消费的原因



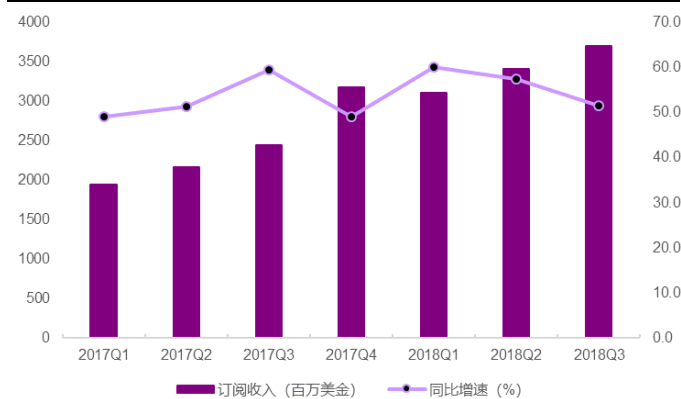
资料来源：Statista、光大证券研究所

图 40: 亚马逊 Prime 会员数量 (百万)



资料来源：GBH Insights、光大证券研究所

图 41: 亚马逊订阅服务收入及同比增速



资料来源：公司公告、光大证券研究所

越来越多的消费者在亚马逊消费后选择支付 119 美元的年费成为 Prime 会员，究其原因，除了 Prime Video、Prime Music 等各种增值服务，免费配送的吸引力最大。Statista 针对美国地区亚马逊 Prime 会员消费原因的一项调查显示，70% 的受访者都选择了免费配送，在全部的选项中名列第一，足以说明在运费居高不下的美国，强大的物流体系是亚马逊在电商领域一家独大的重要原因。

在免费配送的强大吸引力之下，亚马逊 Prime 会员数量一路飙升。据 GBH Insights 估测，Prime 会员数在 2013 年仅有不到 3000 万，而 2018 年 4 月亚马逊公开表示 Prime 会员数超过一亿人次，是 13 年的三倍多。从亚马逊公布的财报也可以看出，以 Prime 会员费为主的订阅服务收入在最近一年多一直保持着 50% 左右的高速增长，仅 2018 年 Q3 一个季度便贡献了 36.98 亿美金的收入，已然成为亚马逊的重要收入来源。

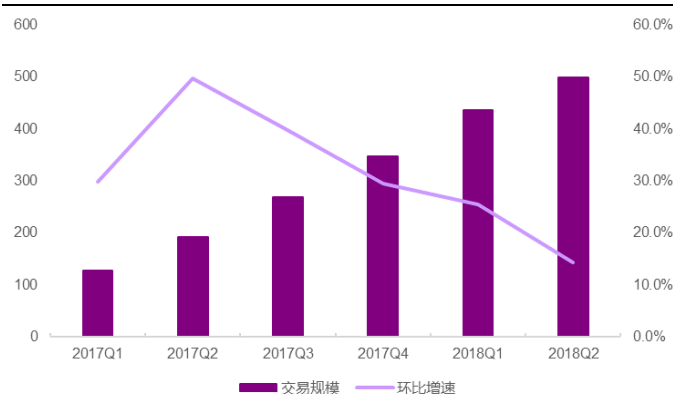
用强大的物流体系提升用户体验，吸引更多的用户成为 Prime 会员，推动产品销售，进一步增强和供应商谈判的议价能力，同时吸引中小卖家入驻第三方平台，提供更多更全的海量商品，再次提升用户体验。在亚马逊的飞轮理论中，物流无疑是非常重要的一环，驱动整个飞轮的转动，成为其走向电商霸主的有力竞争优势。

### 3.3、即时物流又成了目前阶段新零售的决胜关键

即时配送是新零售的基础设施。目前即时配送的场景以高频刚需的外卖为主，占全部即时配送订单的比例超过 80%。同时 O2O 生鲜商超的火热也产生了大量即时配送的需求，盒马生鲜、小象生鲜等通过自建物流配送体系完成大部分订单的配送，少部分订单交给第三方。除上述 B2C 的即时配送需求外，用户之间满足紧急递送需求的 C2C 即时配送也相当可观，由此诞生出闪送、点我达等专业的第三方即时配送平台。

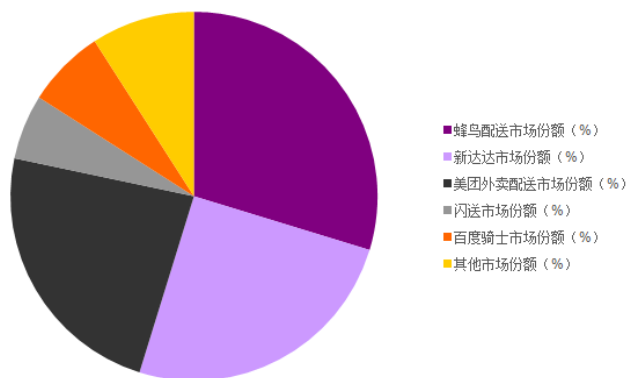
根据比达咨询发布的中国即时配送市场研究发展报告，2017 全年即时配送的交易规模达 936.2 亿，18Q2 达到了近 500 亿。其中以外卖平台为代表的同城 B2C 即时配送占据整个市场订单份额的 79.9%，配送品类包括餐饮外卖、商超日用、鲜花蛋糕、药品等；剩下的 20.1% 份额则被个性化、时效性强的 C2C 即时配送瓜分。目前，即时配送领域呈现出三足鼎立的态势，蜂鸟配送（阿里）、新达达（京东）、美团外卖（美团）的订单份额分列前三位；即时配送领域再次成为巨头竞技场。

图 42：2017Q1-2018Q2 即时配送交易规模（亿元）



资料来源：BigData-Research、光大证券研究所

图 43：2018Q2 中国即时配送平台订单量市场份额



资料来源：BigData-Research、光大证券研究所



表 4：即时配送行业融资情况（截至 2018 年 12 月）

公司	时间	轮次	金额	投资机构
闪送	2018 年 8 月	D 轮	6000 万美元	海松资本、五岳资本、源星资本等
UU 跑腿	2018 年 8 月	B 轮	2 亿人民币	东方汇富、汇德丰等
达达-京东到家	2018 年 8 月	战略投资	5 亿美元	沃尔玛、京东
点我达	2018 年 7 月	战略投资	2.9 亿美元	菜鸟
饿了么	2018 年 4 月	被收购	95 亿美元	阿里巴巴、蚂蚁金服
点我达	2018 年 3 月	战略投资	NA	圆通快递
叮当快药	2018 年 1 月	B 轮	NA	软银中国
风先生	2017 年 8 月	C 轮	数千万美元	道生资本、执御
闪送	2017 年 8 月	战略投资	NA	华山资本
百度外卖	2017 年 8 月	被收购	8 亿美元	饿了么
美团	2017 年 10 月	F 轮	40 亿美元	腾讯、红杉资本
闪送	2017 年 6 月	C+ 轮	5000 万美元	顺为资本、新华联、赫斯特
UU 跑腿	2017 年 6 月	A+ 轮	1 亿人民币	启赋资本、天明集团
闪送	2017 年 2 月	C 轮	5000 万美元	SIG、执一资本、普思资本、光源资本
UU 跑腿	2017 年 1 月	A 轮	9600 万人民币	天明集团、锐旗资本
叮当快药	2016 年 12 月	A 轮	3 亿人民币	同道资本
达达-京东到家	2016 年 10 月	战略投资	3.36 亿人民币	沃尔玛

资料来源：IT 桔子、光大证券研究所

资本的大量涌入为即时配送行业的高速发展提供了基础,根据 IT 桔子及罗戈物流的统计数据,不考虑外卖平台的兼并和投融资,各即时物流平台的融资在 2015 年就已达到 36.32 亿元,截止到 2018 年 12 月,融资数额最多的达达累计融资额高达 37.1 亿元。

从外卖平台(饿了么、美团)的兴起催生即时配送需求,到专业的即时配送平台(闪送、达达、UU 跑腿)正式上线,再到圆通、韵达、顺丰等传统快递公司入局,即时配送领域竞争格局正日渐激烈。2018 年阿里巴巴收购饿了么、战略控股点我达,美团点评上市等事件均表明未来的竞争将集中在少数大平台之间。即时配送作为完成最后一公里配送的主力军、解决新零售物流问题的关键,将成为各大电商平台的必争之地。

## 4、支付：从流量获取利器到巨头生态连接器

支付与物流一样也是电商行业的基础设施之一。

在电商行业发展初期，由于支付手段的不成熟，能够首先满足用户安全性与便捷性要求的电商平台获得了阶段性的用户体验优势，从而获取了大量用户端流量；但是随着移动支付普及率的不断提升，支付手段之间的差异化已经越来越小，支付环节已经日渐成为了电商平台的标准化基础配置，其战略作用逐渐演变成为了巨头商业生态内部的连接器。

### 4.1、支付宝：担保支付大幅提升电商普及速度

在电商发展初期，由于 C2C 平台卖家仍然处于鱼龙混杂状态，网购在消费者心目中的认知总与劣质、假货等关键词联系在一起；即使到了 2006 年，根据 CNNIC 调研数据显示，仍然有超过 60% 的网购纠纷问题与商品品质有关，超过 30% 的问题与卖家诚信有关。大量的纠纷和争议使得消费者对线上购物望而却步。

2003 年 10 月，阿里推出支付宝，创新式的为中国网民提供了担保交易的支付形式，从而对电商消费者权益提供了有效的保护。消费者在淘宝平台上下单后付款至支付宝，待收到卖家发出的货品且认可产品质量后在淘宝平台上确认收货，支付宝收到确认信息后付款给卖家。

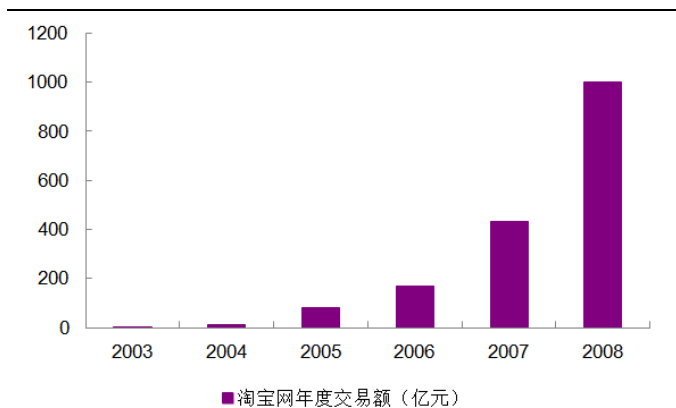
在担保支付流程中，支付宝担任了中间担保人的角色，从而大幅降低了消费者在淘宝网上的购物门槛。2004 年淘宝网交易规模仅 10 亿元，仅仅 5 年时间淘宝交易规模就在 2008 年接近 1000 亿元；支付宝的诞生与推广帮助淘宝网从 2004 年开始实现了爆发式增长。

图 44：支付宝担保交易流程



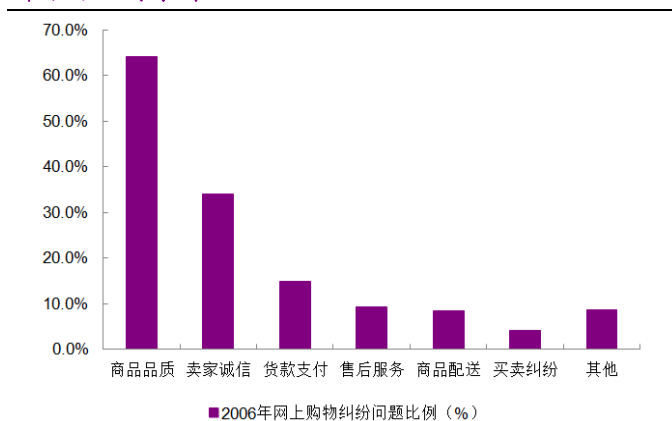
资料来源：支付宝

图 45：淘宝推出支付宝后交易额增长迅猛



资料来源：淘宝网、光大证券研究所

图 46：2006 年商品品质、卖家诚信等问题是引起网购纠纷的主要原因



资料来源：CNNIC、光大证券研究所

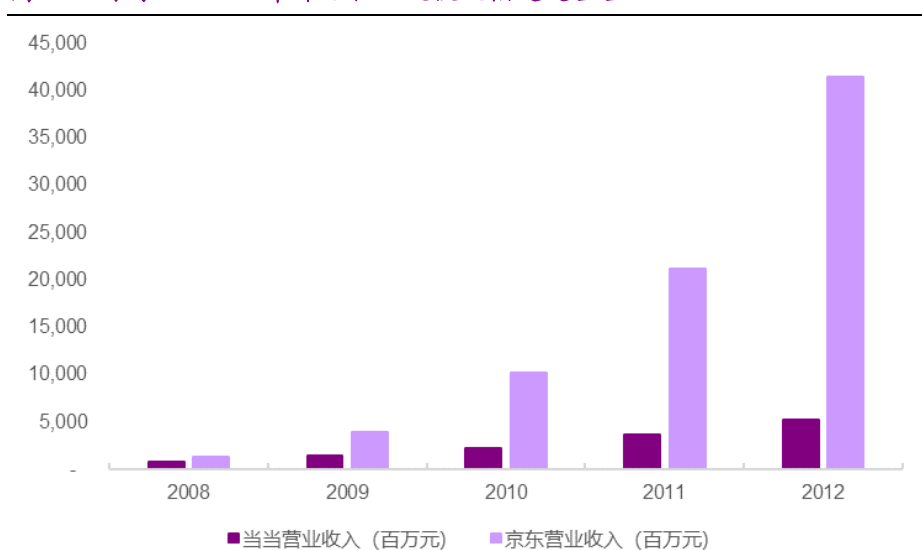
## 4.2、货到付款：帮助京东提升家电品类规模

2008 年以前，京东的主力品类集中在 3C 及电脑配件等领域，客单价不大且目标客户以年轻人为主；2008 年初京东商城开始销售平板电视，并于当年 6 月将空调、冰洗、电视等大家电产品线逐一扩充完毕，完成了家电产品线 SKU 的大幅扩容。

然而随着 SKU 的扩充，随之而来的问题不断涌现。家电产品购买频次低、客单价高，且用户人群从年轻人泛化到了大众消费者群体，对电商平台的信任度又一次成为了阻碍线上销售的问题。

为了解决信任问题，京东通过自建物流配送团队，把货到付款打造成为家电及 3C 领域在 2008-2010 年左右主流支付方式。通过货到付款的方式，用户对家电等大件商品可以先验货并安装完成后再以现金进行支付，从而再一次降低了用户对电商交易的信任门槛。

图 47：京东从 2008 年开始收入规模大幅超越当当



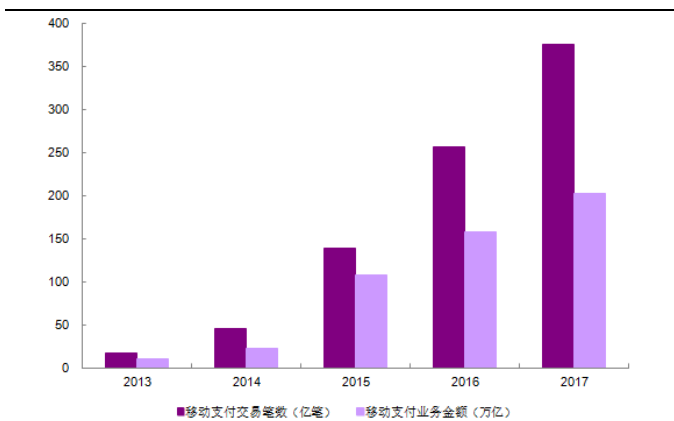
资料来源：公司公告、光大证券研究所

### 4.3、支付成为巨头商业生态连接器

随着移动支付普及率的逐步提升，移动支付已经在很大程度上替代了现金在日常生活中的作用。

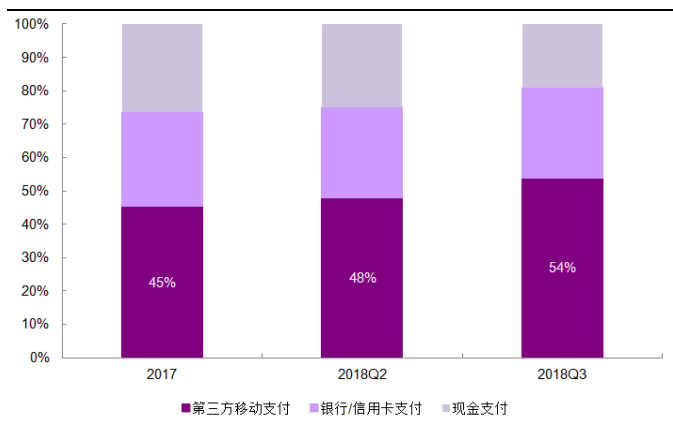
根据中国人民银行数据，2017 年移动支付交易笔数达到 375 亿笔，交易总金额达到 202 万亿，分别同比增长 46.1%与 28.8%。根据益索普数据，截至 2018Q3，居民日常消费中移动支付金额占比也持续提升至超过 50%。

图 48：移动支付交易规模快速增长



资料来源：中国人民银行、光大证券研究所

图 49：居民日常消费中移动支付金额占比持续提升 (%)



资料来源：益索普、光大证券研究所

由于支付是商业交易中必不可少的环节，因此在阿里巴巴和腾讯这样的互联网巨头商业布局中，移动支付成为了巨头商业生态的连接器。无论是支付宝 APP 还是微信支付页面九宫格，都分别承载了阿里和腾讯生态内的商业部门产品，从而拓展两大互联网商业帝国的边界。

表 5：支付功能连接巨头商业生态的各个部门

	支付宝	微信支付
电商	淘宝/天猫	京东/拼多多/唯品会/蘑菇街
二手电商	闲鱼	转转
OTA/酒店	飞猪	同程艺龙
出行	滴滴/哈啰出行/高德打车	滴滴/摩拜
本地生活	口碑	大众点评
外卖	饿了么	美团外卖
电影演出赛事	淘票票	猫眼
理财	余额宝	理财通
借贷	蚂蚁借呗	微粒贷
保险	蚂蚁保险	微保

资料来源：支付宝、微信支付、光大证券研究所

## 5、流量：电商运营的核心

### 5.1、从阿里巴巴流量争夺史说起

我们经常把线上电商生态与线下成熟商业生态做对比，线上线下商业体最大的共同特点就是流量的需求。

“Location、Location、Location”是线下商业地产行业的铁律，商业体所处的位置或地段就决定了业主所能够获取人流的规模和消费能力。换句话说，线下商业体的流量获取是被动的，决定线下商业体流量的最大变量就是周边公共设施分布及商业体所处位置。

线下商业体所处的位置决定了所能够获取的人流量，而人流量对应的租金费用就是线下商业体的获客成本。线下商业体运营的核心就是在一定水平的获客成本（租金）下将人流量的全生命周期价值（LTV）最大化的过程。

然而线上平台与线下商业体的区别在于，电商平台对流量的获取可以采取更为积极主动的方式。线上流量是可以“采购”的，只要流量变现价值高于流量采购价格，持续的流量采购就是一笔划算的生意，因此具有流量经营效率优势的电商平台可以不断扩张规模边界，巩固龙头地位。

对于这些具有流量经营效率优势的龙头电商来说，最大的危机不在于流量价格的提升，而在于互联网行业“市场经济”的流量交易格局出现了“计划经济”成分；新崛起的互联网巨头通过现象级的产品大量占用用户时间，将互联网流量圈在自己手中，从而掐断了电商平台流量采购的市场化供给。

表 6：各个时代流量主导方及阿里巴巴流量获取策略

	流量主导方	典型	阿里巴巴流量获取策略
门户时代	门户网站	新浪、网易、搜狐	集中个人站的碎片化流量
搜索时代	搜索引擎	百度	做电商搜索、联盟广告，与百度直接竞争
社交时代	社交应用	微信、微博	投资微博、陌陌、扶持淘宝客等
内容时代	内容社区	小红书、抖音	投资小红书、宝宝树等；娱乐资源内化协同

资料来源：光大证券研究所

互联网行业从 2000 年左右的门户时代一直演变到目前的社交及内容时代。经过近 20 年时间，流量的主导方从门户网站延续到搜索引擎、社交应用、内容社区，阿里巴巴始终都没有处在流量大潮的中心位置。因此从淘宝诞生第一年开始，流量的获取和运营就是阿里巴巴内部极为重要的课题。经过 20 年的演变，阿里对线上流量的获取历史就成了电商流量经营这个问题最好的研究案例。

### 5.1.1、门户时代：农村包围城市之易趣篇

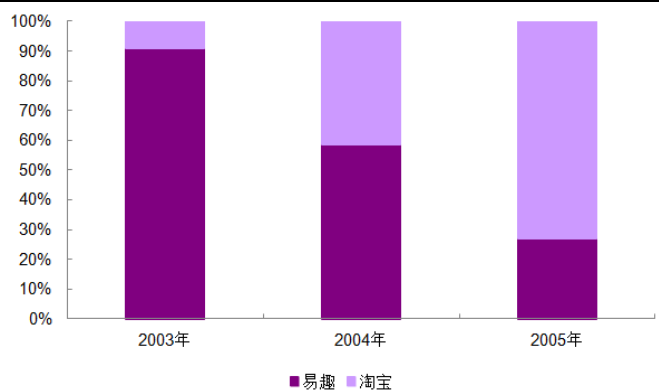
阿里在淘宝诞生之初就意识到了流量的重要性。

2003年，易趣网是国内C2C电商平台的龙头，公司在2002年获得eBay投资，取得了国内同行难以企及的资金优势。

2003年春天非典过后，淘宝网上线，当年淘宝市场份额仅7.8%，而易趣市场份额高达90%以上，但是易趣已经意识到了淘宝网的威胁，因此利用资金优势，在市场推广方面实施全面遏制。2003年7月易趣与新浪、搜狐、网易、TOM等门户网站达成排他性的独家广告协议，签下了几乎所有优质网络广告资源，不给淘宝留下任何机会。

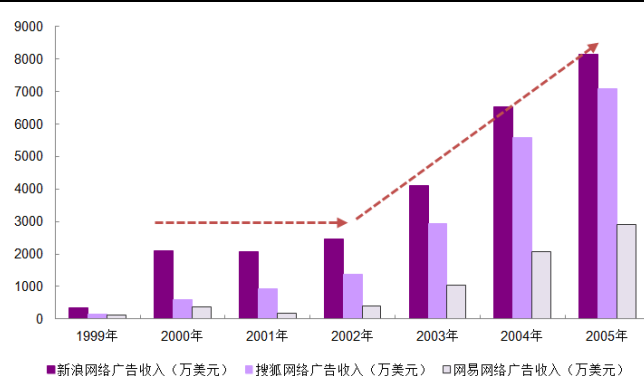
从门户网站广告收入数据可以看出当时易趣在市场推广方面的激进策略。以当时的门户龙头新浪为例，2003年以前公司网络广告收入已经连续3年维持在2000万美元左右；然而2003年开始随着电商公司广告投放的增加，公司网络广告收入从2002年的2470万美元增长至2005年的8145万美元，年化增速高达48.8%，同期搜狐与网易的网络广告收入年化增速也高达72.3%与91.8%。

图 50：04-05 年淘宝电商行业市占率迅速提升 (%)



资料来源：《中国电子商务》、中国社会科学院互联网研究发展中心、光大证券研究所

图 51：门户网站广告收入在 2003 年开始快速增长



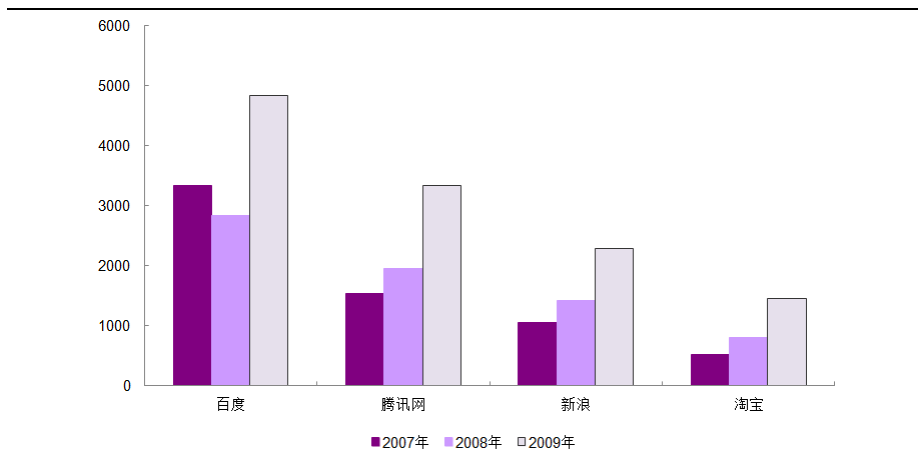
资料来源：公司公告、光大证券研究所

所幸2003-2005年除了门户网站占据大量流量以外，大量个人站长仍然活跃在互联网舞台上。因此淘宝采用大量采购个人站长碎片化流量的方法，利用网页弹窗等广告形式，迅速实现了农村包围城市的战略目标。短短两年时间，随着对卖家免费策略的进一步成功，淘宝在2005年市场占有率达到70%，成功实现了对易趣网的反超。

### 5.1.2、搜索时代：农村包围城市之百度篇

2006 年开始搜索引擎在互联网流量格局中占据领先地位。根据 Alexa 历史数据，2007-2009 年 PC 网站日均 IP 量排名中百度始终占据榜首位置；2009 年百度日均 IP 量超出排名第二的腾讯网 44.6%，流量优势显著。

图 52：2007-2009 年 PC 网站日均 IP 量



资料来源：Alexa、光大证券研究所

由于百度搜索占据了显著的流量优势，同时在为电商提供索引服务时获取了大量电商平台的商品及交易信息，而淘宝网则是搜索流量变现能力最强的互联网应用，因此百度与阿里在 2007-2010 年针对互联网流量持续了长达两年多年的竞争。

表 7：百度与阿里从 2007 年开始的流量竞争

	百度	阿里
2007 年	10 月，成立独立电商事业部，并在搜索结果中大幅降低淘宝条目排名	8 月，阿里妈妈上线，开始对碎片化中小站点流量进行变现，摆脱对百度搜索的流量依赖（直接与百度联盟形成竞争）
	9 月，百度搜索对淘宝限流	9 月，淘宝网正式屏蔽百度搜索，失去搜索这一重要外部流量来源后借由阿里妈妈手中的中小站点流量进行补血，淘宝网与阿里妈妈合并
2008 年	9 月，百度推出“有啊”电商平台	10 月，阿里巴巴集团正式停止百度全平台广告投放
	9 月，百度“有啊”推出搬家服务，指导商家如何把淘宝店铺里面的商品转移到百度“有啊”平台上	12 月，淘宝客平台上线，利用碎片化个人流量进行变现
2010-2011 年	2011 年 3 月，百度“有啊”下线	2010 年 10 月，一淘成立，主要致力于全网商品搜索。开始整合各大 B2C 商城，发力全网搜索比价及优惠导购

资料来源：亿邦动力网、新浪科技、阿里妈妈、网易科技、光大证券研究所

在阿里与百度的流量争夺战中，我们可以发现两个值得关注的要点：

### 1/ 电商流量经营需要从生态协同的高度进行理解

电商平台流量经营不仅仅包含表层的流量采购与变现，更是背后的供应链、商品、物流、仓储等全体系的生态协同竞争。

在与阿里的竞争中，百度占据了无可争议的流量优势，然而“有啊”平台在 2008 年 9 月上线，仅 3 年不到便被边缘化。百度在发展电商业务时的资源重心集中在了前端的用户界面和流量优化，但是并没有构筑对于电商至关重要的商家工具、物流标准、评价体系等配套设施，导致在与阿里的电商平台竞争中很快落入下风。

### 2/ 阿里在与百度竞争的过程中构筑了商业版图的现金流基石

阿里在与百度争夺流量的过程中，再次以农村包围城市的方式取得了胜利，并利用外部碎片化流量逐渐打造并形成了以阿里妈妈为主体的流量生态体系。

阿里妈妈在 2008 年的形态是类似百度的广告联盟产品，基于淘宝平台上大量具有广告发布需求的商家，阿里妈妈向外部中小网站采购流量并在自建平台上进行分发销售。

同时，阿里在 2008 年建立的淘宝客平台则是利用了更碎片化的个人站点流量进行流量获取及变现。淘宝客平台帮助淘宝卖家对接个人站点资源推广商品，并按照成交效果赚取 CPS 佣金，将流量利用效率发挥到了极致。

通过淘宝联盟及淘宝客平台的外部流量变现平台，结合淘宝直通车及钻展等内部流量变现产品，阿里妈妈形成了完整的流量生态体系，并顺利构筑了阿里商业体系基石的现金流业务模型。



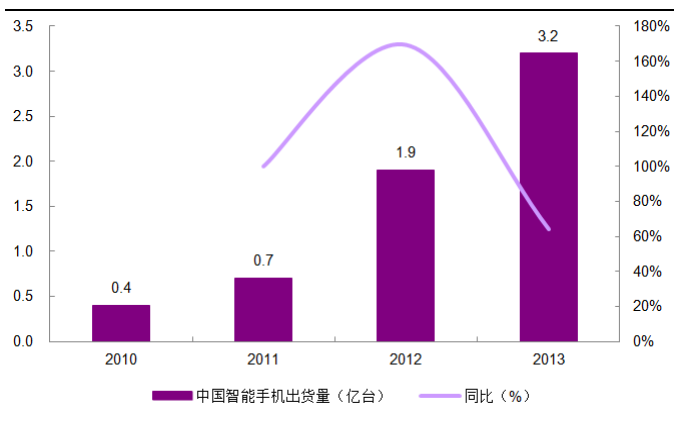
### 5.1.3、社交时代：投资微博实现双赢

2012 年开始，移动互联网开始占据流量增量的主角地位，而在移动互联网崛起的过程中，搜索引擎的地位逐渐下降，社交产品地位开始凸显。

随着智能手机出货量的快速增长，移动互联网触及到了过去 PC 互联网难以普及的低线城市及教育水平较低的用户群体。根据 CNNIC 数据，互联网搜索服务用户结构中高中及以上教育背景用户占比高达 79.6%，显著高于整体网民 46.8% 的水平；搜索用户中城镇用户占比高达 87.6%，也同样高于整体网民中城镇用户 72.6% 的占比水平。

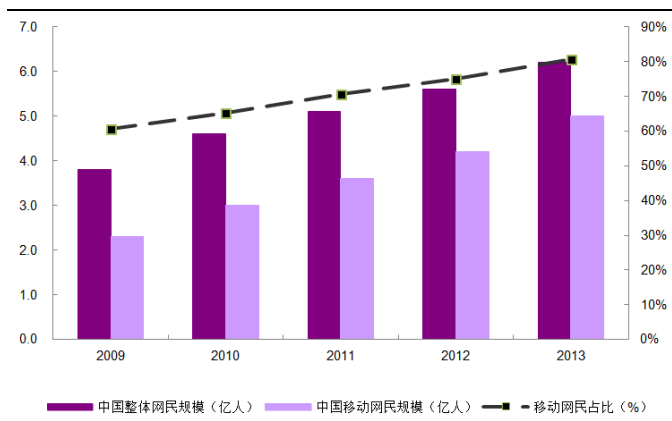
因此从数据中可以发现，2012 年开始社交及通讯产品的网民使用率开始大幅超越搜索引擎，截至 2018 年 6 月，即时通讯类产品网民使用率高达 95.2%，与搜索引擎相比高出 13.3pct。

图 53：2012 年开始智能手机出货量开始快速增长



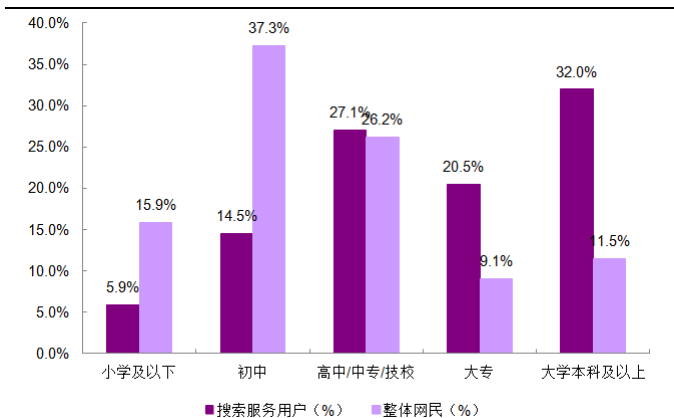
资料来源：CNNIC、光大证券研究所

图 54：2009-2013 年移动网民占比持续提升



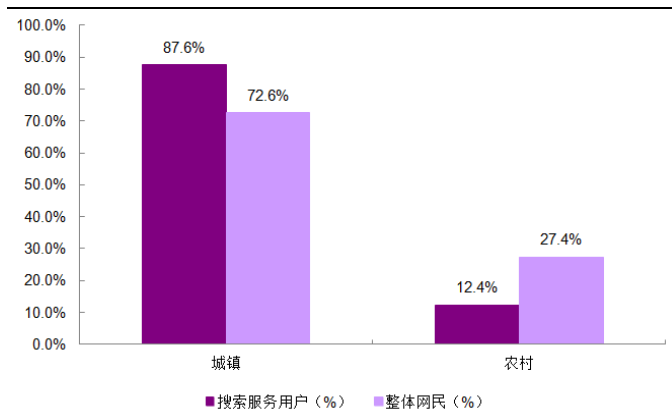
资料来源：CNNIC、光大证券研究所

图 55：搜索服务用户受教育水平显著高于网民整体水平



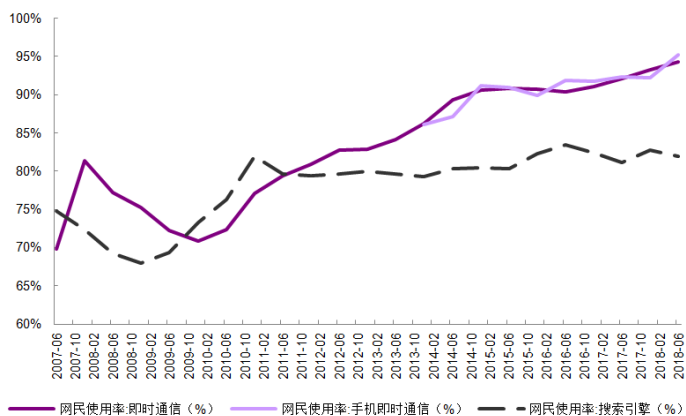
资料来源：CNNIC (2016 年 12 月)、光大证券研究所

图 56：农村网民使用搜索服务比例显著低于城镇网民



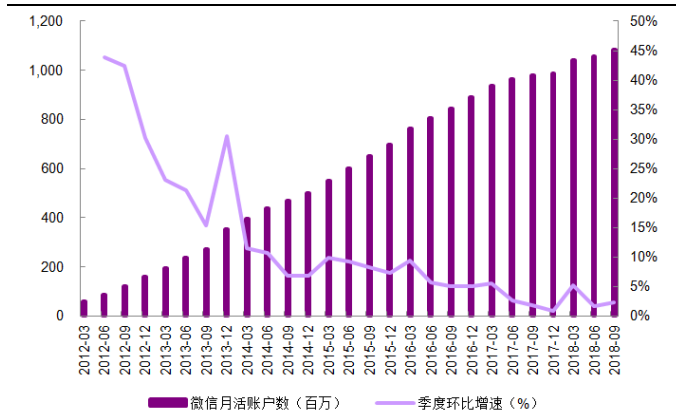
资料来源：CNNIC (2016 年 12 月)、光大证券研究所

图 57：即时通信网民使用率在 2012 年开始超过搜索引擎



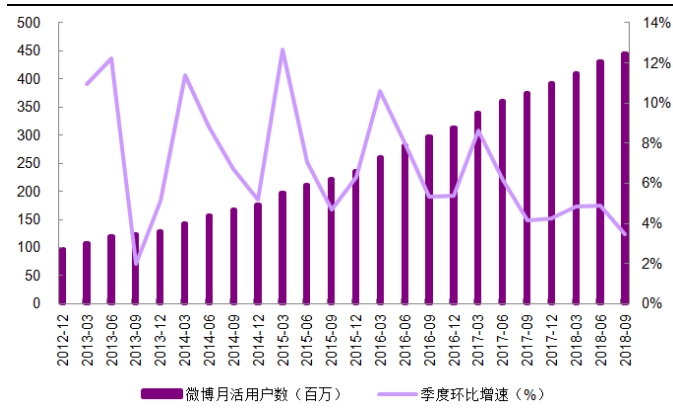
资料来源：CNNIC、光大证券研究所

图 58：微信用户数在 2012 年实现快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 59：13 年阿里投资后微博用户数继续实现大幅增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

自从 2011 年开始阿里着手投资社交相关类项目，在之后的五年时间内相继投资了包括新浪微博、陌陌、Tango、Snapchat 等多家社交产品公司，其中新浪微博不管在市值增长还是流量协同方面都是阿里在社交领域中最成功的投资案例。

微博在 2013 年 4 月阿里战略投资以前就拥有 1.07 亿月活用户，截至 2018 年 9 月平台月活用户高达 4.46 亿。

微博针对平台创作者提供了多种变现方式和工具，包括广告平台、付费订阅、作者打赏等等；然而在微博平台上变现效率最高的方式仍然属于电商。根据微博 V 影响力峰会数据，2018 年平台粉丝数超过 2 万或月均阅读量超 1000 万的大 V 用户数量接近 5 万，2018 年微博赋能内容作者的收入规模已经达到 286 亿，其中电商变现高达 254 亿，广告和内容付费变现分别只有 12 亿和 2.4 亿元。

正因为电商强大的变现能力，微博与阿里在 2013 年以后展开了紧密的战略合作。2016 年开始崛起的网红经济模式就是社交与电商平台合作的典

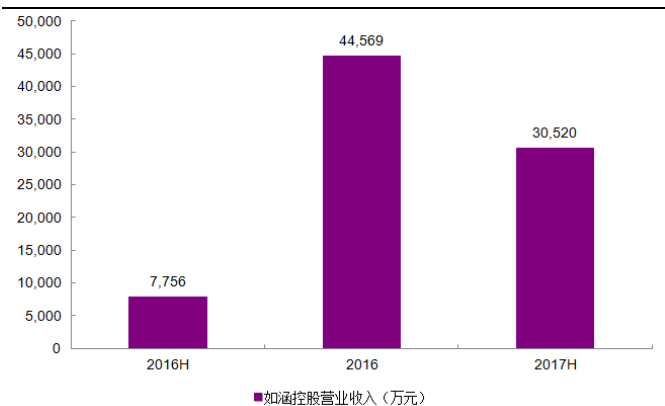
型案例；微博在网红经济中完成前端获客与用户触达功能，而淘宝及天猫平台则为网红达人提供电商变现所需的整套商品供应链生态。以网红张大奕为主要创始人之一的如涵电商为例，公司在2016年完成营业收入4.46亿元，其中大奕电商（网红张大奕本人公司，如涵占股51%）收入规模就高达2.28亿元。

表 8：阿里巴巴投资的社交类项目

	项目	轮次	金额
2011/1/31	正和岛	A 轮	数千万人民币
2012/8/1	陌陌	B 轮	4000 万美元
2013/4/29	新浪微博	战略投资	5.86 亿美元
2013/10/12	陌陌	C 轮	1000 万美元
2014/3/19	Tango	D 轮	2.8 亿美元
2014/3/31	堆糖 APP	A 轮	数千万人民币
2014/11/29	陌陌	F 轮-上市前	6000 万美元
2014/12/1	优谈网	B 轮	未透露
2015/3/13	Snapchat	E 轮	2 亿美元
2016/8/9	小声说	A 轮	数千万人民币
2016/9/10	新浪微博	IPO 上市后	1.35 亿美元

资料来源：IT 桔子、光大证券研究所

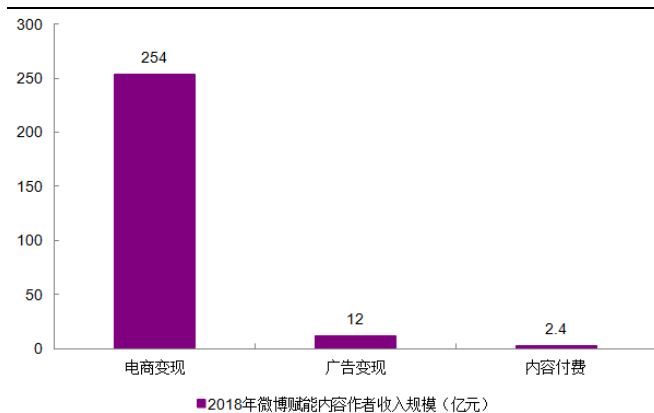
图 60：如涵电商营业收入快速增长（万元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：如涵电商于2018年初申请在新三板终止挂牌，因此财务数据更新至2017年中报。

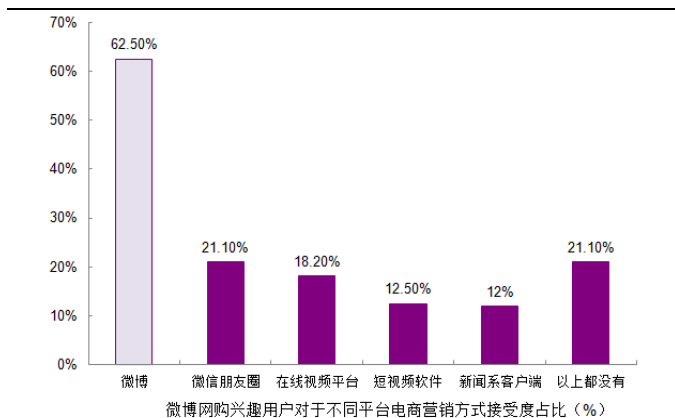
图 61：电商是微博大V主要变现方式



资料来源：微博V影响力峰会、光大证券研究所

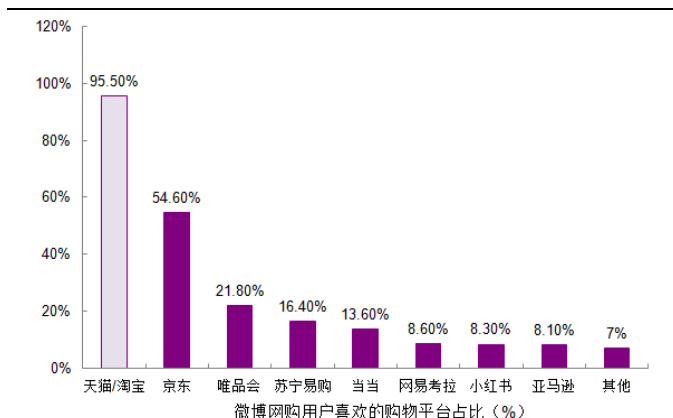
注：截至2018年12月21日数据

图 62: 电商营销方式更受微博消费者欢迎 (2018 年)



资料来源:《2018 微博电商白皮书》、光大证券研究所

图 63: 天猫/淘宝在微博网购用户中最受欢迎 (2018 年)



资料来源:《2018 微博电商白皮书》、光大证券研究所

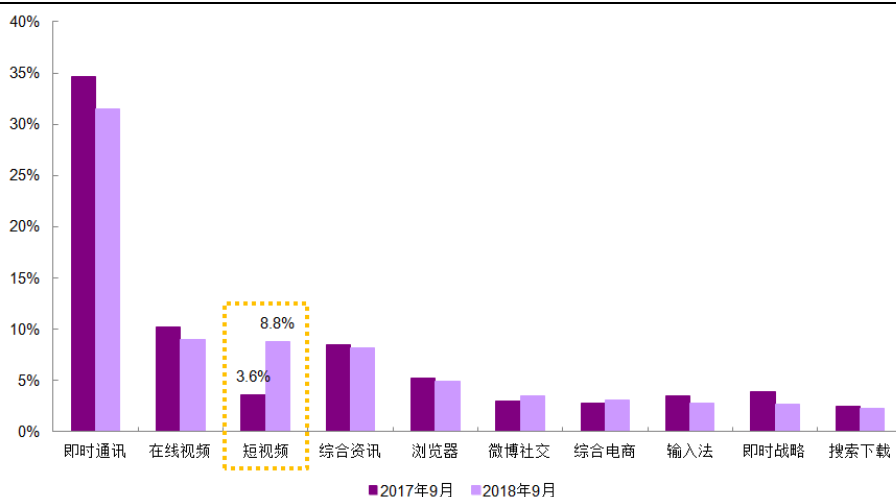
### 5.1.4、内容时代：投资小红书/宝宝树，娱乐资源内部协同

进入 2017-2018 年，微信与微博等社交产品用户渗透率快速增长的阶段已经过去，流量市场的主导者由社交产品转向了内容产品。

2018Q3 互联网各细分行业中，只有短视频品类用户使用时长占比从 3.6% 提升至 8.8%，出现显著提升；同时根据第三方平台数据，抖音的日度活跃用户量在年初仅 7439 万，2018 年底超过 2 亿。受益于旗下抖音、火山、今日头条等产品数据的快速增长，字节跳动系（今日头条母公司）产品用户使用时长占比由 2017 年年中的 3.9% 增长至 2018 年 9 月的 9.7%。

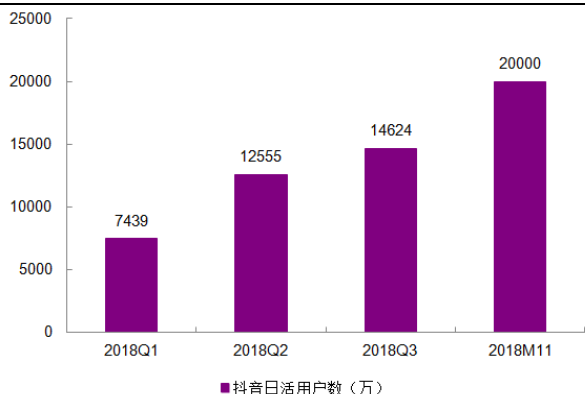
在流量趋势向头部内容产品集中的同时，阿里在 2018 年中连续完成了对小红书和宝宝树的战略投资。作为女性生活方式及母婴领域的头部社区产品，垂直社区精准流量能够在未来通过与淘宝/天猫平台的对接实现更高效率的变现。

图 64：互联网各细分行业用户使用时长占比 (%)



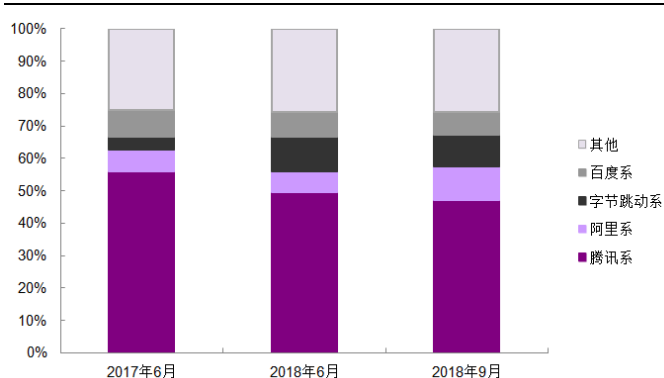
资料来源：Questmobile、光大证券研究所

图 65：抖音在 2018 年活跃用户数快速增长



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

图 66：各巨头独立 app 总使用时长占比 (%)



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

与此同时，阿里过往在文娱板块的投资开始产生内部协同效应。在2014-2016年，阿里通过投资并购等方式组建了包含在线视频、影业、音乐、体育、游戏、文学等业务部门的大文娱事业群。

虽然大文娱板块仍然未能产生规模化盈利，甚至仍处在大幅亏损期，但是文娱内容与电商平台的协同效应使得淘宝/天猫平台能够在内容化的大趋势下以内部资源协同的方式获得新增流量红利。

**表 9：阿里巴巴文娱板块布局**

文娱板块部门	文娱板块简介
阿里影业	2014年6月，阿里巴巴完成对文化中国的收购，成立阿里影业；2015年4月，阿里宣布将集团旗下淘宝电影票和娱乐宝资产注入阿里影业
优酷土豆	2014年4月，阿里巴巴投资优酷土豆，持股比例16.5%；2015年11月，阿里宣布全资收购优酷土豆；
阿里音乐	2015年3月16日，阿里集团将旗下两款音乐服务业务虾米音乐及天天动听合并，组件阿里音乐；2015年7月，高晓松和宋柯加盟阿里音乐，高晓松任阿里音乐董事长，宋柯任CEO；
阿里体育	2015年9月，阿里集团成立阿里体育，正式全面布局体育产业，并提出要以数字经济思维创新发展体育产业链；
阿里游戏	2016年1月，九游宣布正式更名“阿里游戏”。九游成立于2009年，是目前国内最大的安卓游戏发行平台之一；
阿里文学	2015年4月，阿里文学宣布成立，旗下拥有书旗小说、淘宝读书等移动阅读平台，推出开放合作的IP衍生模式，致力于打造网络文学新生态；
阿里数娱	2013年9月，阿里宣布成立数字娱乐事业部，统筹音乐、食品、读书、家庭娱乐等业务发展；
UC	2014年6月，UC宣布融入阿里巴巴集团，并组建阿里移动事业群；

资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

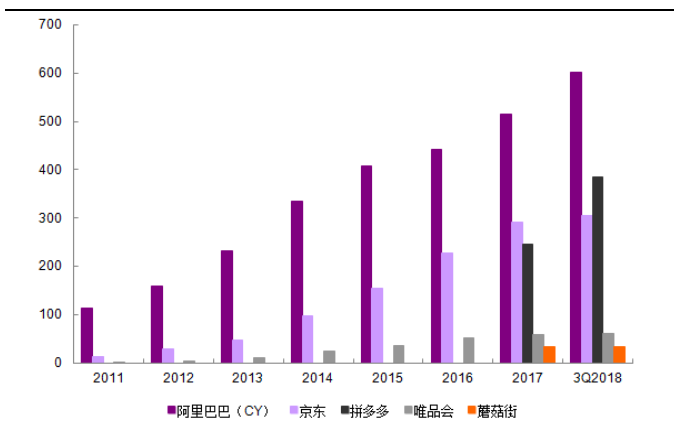
## 5.2、互联网流量红利接近尾声，低线下沉仍有结构机会

随着移动互联网渗透率逐渐见顶，流量红利已经接近尾声，电商行业无可避免的受到一定程度的负面影响。

从获客成本层面看，京东与阿里巴巴获客成本正逐年提高。2017 年阿里与京东获客成本分别达到 333 元/人与 226 元/人，与 2015 年相比分别上涨 122%/82%。

从活跃用户规模看，拼多多与阿里巴巴用户规模仍然保持增长态势，2018 年前三季度拼多多及阿里活跃用户分别增长 1.41 亿与 0.86 亿，而京东/唯品会/蘑菇街三家平台分别仅获取 1300 万/300 万/100 万新增用户；京东年度活跃用户数量甚至在 2018 年 3 季度首次出现了环比负增长。

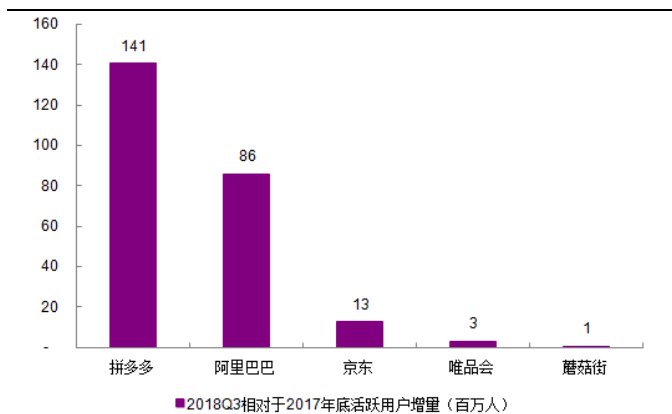
图 67：各大主流电商平台年度活跃用户数（百万人）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

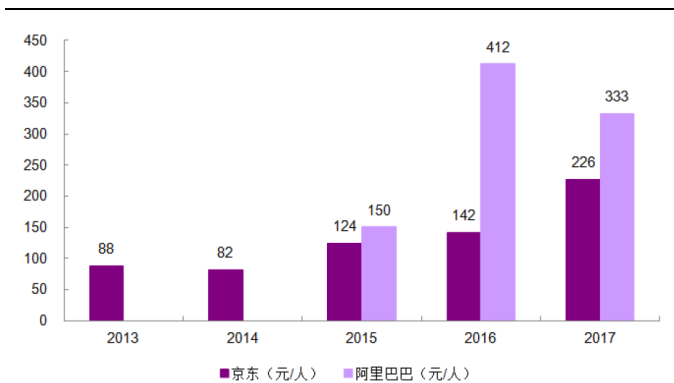
注：阿里年报公布数据以财务年度为标准，本图已调整为日历年数据

图 68：拼多多与阿里在新用户获取方面领先同行



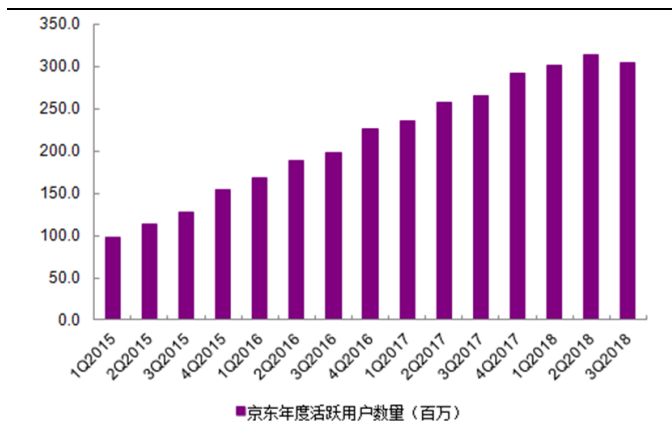
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 69：京东与阿里获客成本逐年提高



资料来源：京东、阿里巴巴、光大证券研究所

图 70：京东年度活跃用户数首次出现负增长

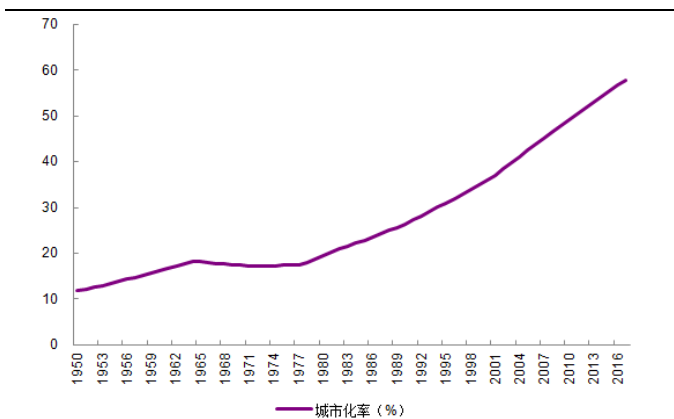


资料来源：京东、光大证券研究所

而在电商行业整体流量红利接近尾声的时候，我们发现低线下沉红利是2017年以来行业内显著出现的一次结构性红利。

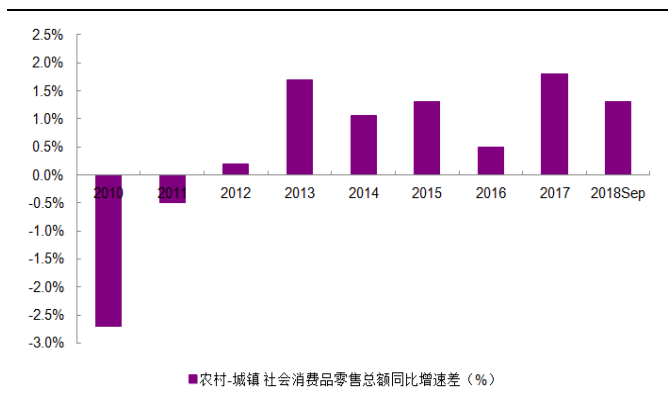
由于城市化水平的持续提高以及近年来棚户区改造的财富效应，低线城市消费潜力正在逐步释放。从社会消费品零售总额数据来看，虽然目前各方对一二三四线城市的划分并没有达成完全的共识，但我们选择了大家争议较少的北上广深作为一线城市样本，将北上广深社会消费品零售总额增速与城镇及农村整体增速对比发现，2011年开始北上广深消费增速持续低于城镇及农村增速，至2016年分别落后城镇及农村增速2.3及2.8pct。

图 71：我国城市化水平逐步提升



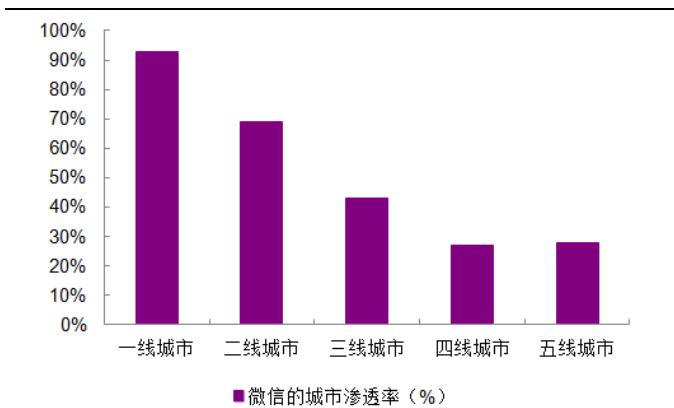
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 72：农村社会消费品零售总额增速持续高于城镇



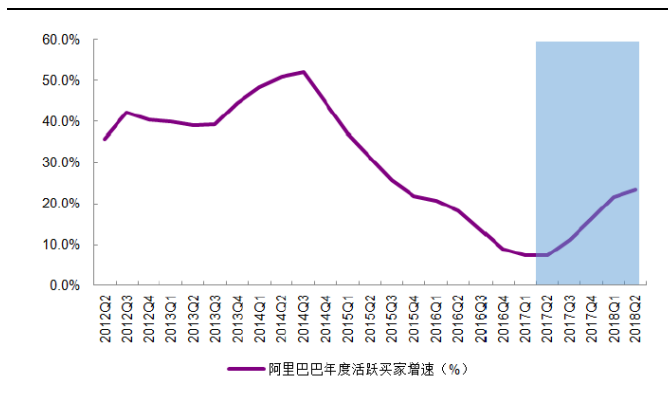
资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 73：微信在三到五线城市渗透率仍然不高



资料来源：腾讯控股、微信公开课、光大证券研究所

图 74：阿里巴巴活跃买家增速在 2017 年出现拐点

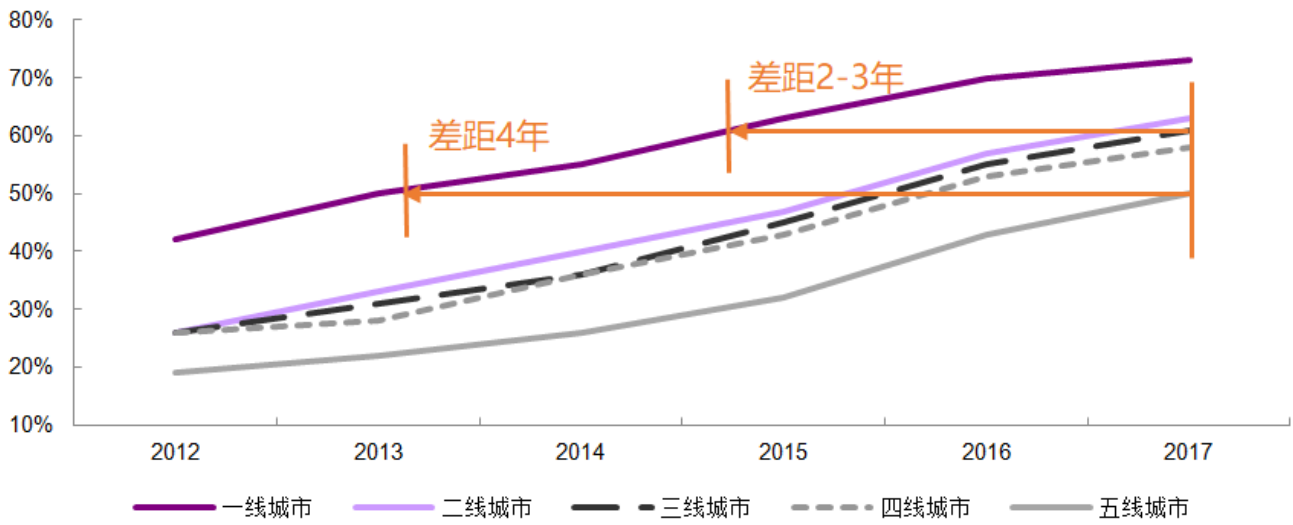


资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

根据凯度消费者观察与贝恩咨询数据，2017 年一线城市电商渗透率高达 73%，领先二三四线城市大约 2-3 年，而五线城市电商渗透率仅 50%，仍然存在巨大的市场空间。从近年的趋势上看，一线城市与三线城市的电商渗透率之差已经从 2013 年的 19pct 迅速收窄至 12pct，低线城镇的电商需求正在加速释放。



图 75：各线城市电商渗透率



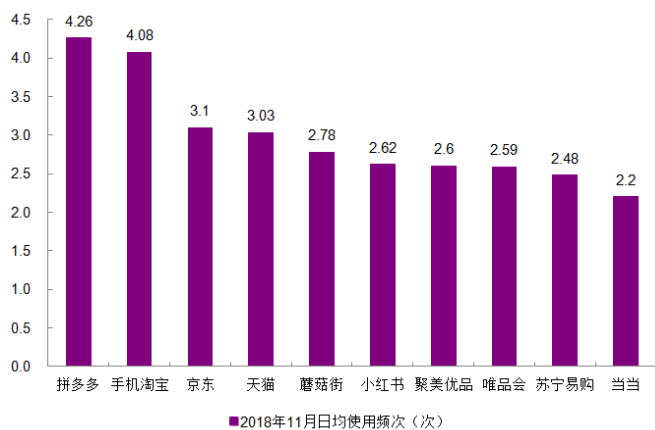
资料来源：凯度消费者观察、贝恩咨询、光大证券研究所

### 5.3、内容化：提高用户粘性的有效手段

传统电商大多以搜索框为起点进行产品设计及流量分配，并在此基础上建立了以竞价排名为代表的成熟盈利模式。然而我们可以发现，线下商业场景的成熟状态与目前主流电商平台“搜索-比较-下单”的购物流程是背道而驰的。以成熟的线下商业场景为例，社交性与娱乐性是购物场景的两大要素；从目前线下购物中心内部业态结构中我们也可以看出，大多数购物中心都集聚了大量餐饮、娱乐、亲子、美容等休闲娱乐类业态。

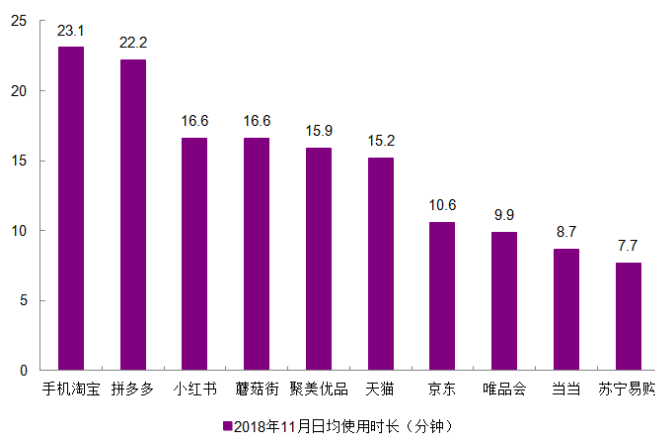
随着电商流量红利接近尾声，以淘宝与拼多多为代表的电商平台在近年开始了内容化的趋势，从而进一步占据用户时间，提高用户粘性。从数据中可以发现，2018年11月淘宝与拼多多用户日均使用频次分别为4.08次与4.26次，远高于唯品会及京东等其他电商平台；日人均使用时长也分别达到23.1分钟与22.2分钟，在行业内占据领先地位。

图 76：淘宝与拼多多用户活跃度远高于其他同行



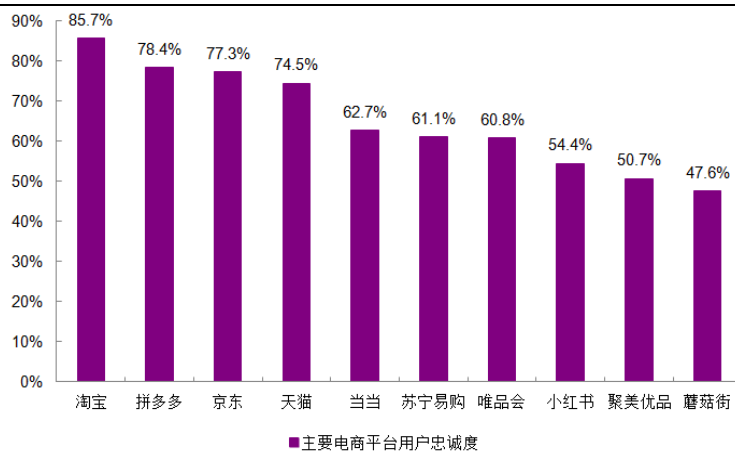
资料来源：极光大数据、光大证券研究所

图 77：淘宝与拼多多日人均使用时长远高于其他同行



资料来源：极光大数据、光大证券研究所

图 78：淘宝及拼多多用户忠诚度领先其他平台



资料来源：极光大数据、光大证券研究所

注：忠诚度 = 继续使用人数 / 目前使用人数；

目前使用人数取自：问卷问题 - 请问您在过去 6 个月内使用过下列哪些电商平台？

继续使用人数取自：问卷问题 - 请问您接下来打算继续使用下列哪些电商平台？

### 5.3.1、淘宝：依托大文娱资源协同，平台内容化优势明显

淘宝与拼多多是在内容化方面最为领先的两个电商平台，而这两大平台在内容化的策略选择方面却有较大差别。

基于阿里大文娱板块的内容资源优势，淘宝围绕平台内多元化的商品和用户体系建立起了包括图文、短视频、直播等内容形式的内容化模块。在 APP 开屏首页中，底部“微淘”页面就是内容体系集中展示的窗口，通过关注账号及兴趣推送，微淘页面成为了以品牌账号、明星内容、测评信息等维度内容为主的信息流产品模块；同时在开屏首页中，淘宝直播及哇哦视频模块也可以对直播及短视频等内容实现直通。

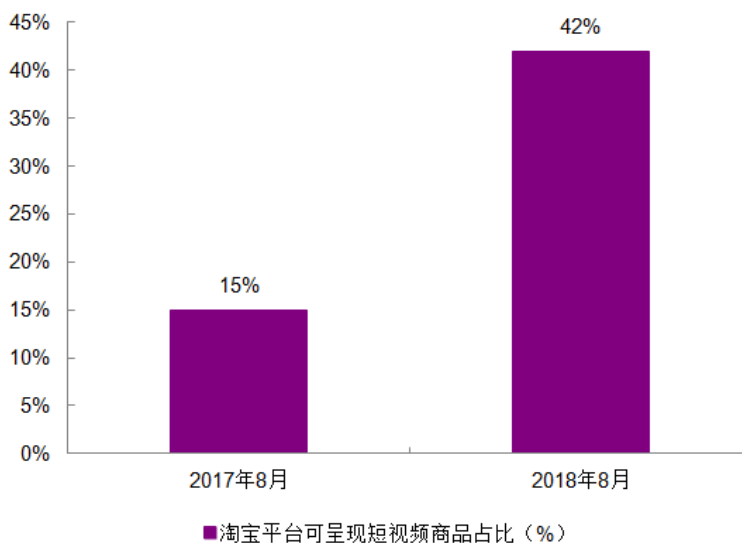
目前淘宝全平台商品展现中可呈现视频的商品占比已经从 15%（2017 年 8 月）增长至 42%（2018 年 8 月）；每天有超过 2200 万消费者在平台上留言评论，其中评论附图或视频的用户数超过 290 万，图片/视频评论占比超过 13%。淘宝平台的内容化战略已经初见成效。

图 79：淘宝内容化产品包括淘宝直播、哇哦视频等首页模块



资料来源：淘宝 APP、光大证券研究所

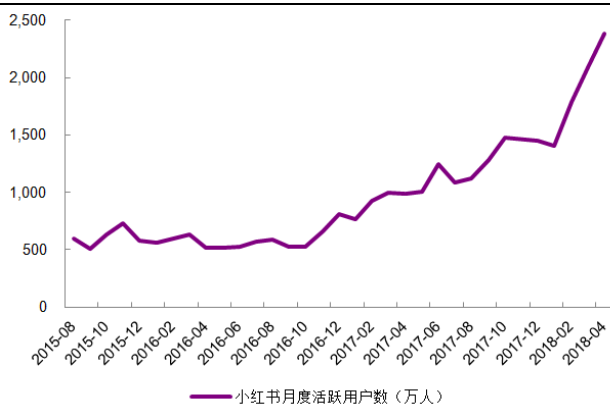
图 80：淘宝平台可呈现短视频商品占比已达到 42%



资料来源：阿里投资者大会、光大证券研究所

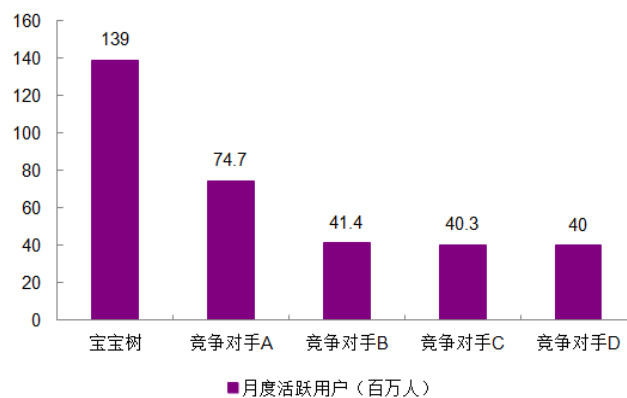
同时，阿里还通过战略投资的方式利用外部优质内容进行流量获取。2018 年阿里相继入股小红书及宝宝树，两者分别是女性生活及母婴垂直领域的头部社区产品；未来通过内容的相互导流及用户资源协同，淘宝/天猫平台将在帮助小红书/宝宝树实现变现效率提升的基础上，获得更多优质的垂直行业用户资源。

图 81：小红书用户数持续快速增长



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 82：2017 年宝宝树在母婴线上平台中用户量居首位



资料来源：招股说明书、光大证券研究所

### 5.3.2、拼多多：依托微信社交流量，游戏化运营用户资产

与阿里相比，拼多多并不具备文娱板块的资源协同优势，但是拼多多具备的微信流量资源及游戏化运营经验使公司能够在用户流量获取方面占据显著优势。

#### 1/ 微信流量资源

腾讯在 2016 年 7 月首次参与拼多多 B 轮融资，并在 2017-2018 年持续投资，截至 IPO 后腾讯及其相关实体共占普通股总数 17%，是拼多多除创始人黄铮以外的最大股东。

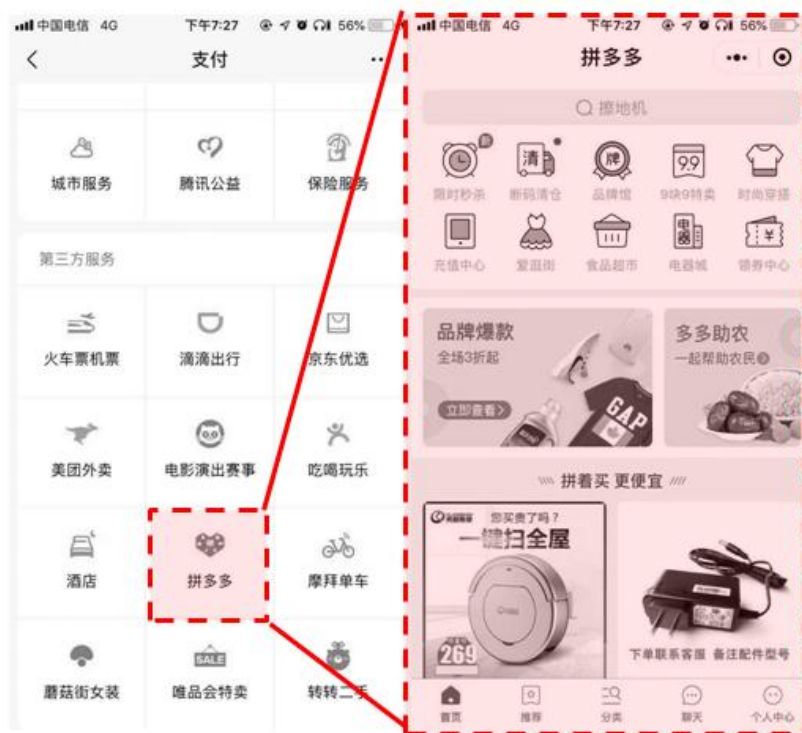
腾讯为拼多多提供了包括微信支付页面入口在内的各类流量支持。通过微信群流量拼多多触及到了过去未被电商平台激活的线上购物潜在用户群体，并以社交化的形式获取到了低线下沉市场的流量红利。

#### 2/ 游戏化运营经验

拼多多创始团队是互联网行业中极少数的同时具备电商及游戏行业成功运营经验的团队。成功的游戏产品运营经验使得公司能够以娱乐化的方式对电商用户进行运营，从而最大化用户的全生命周期价值。

以“多多果园”为例：“多多果园”是拼多多平台上最成功的的游戏产品之一。通过在游戏中积累“水滴”种“果树”从而获得免费水果包邮上门的方式，平台可以把用户运营的各类指标（拉新、促活等）融合到游戏规则设计中，从而对平台运营实现更有效的把控。

图 83：微信为拼多多提供微信支付页面入口



资料来源：拼多多、光大证券研究所

图 84：多多果园是拼多多提高用户活跃度与下单频次的重要功能模块



资料来源：拼多多、光大证券研究所

## 5.4、会员制：用户资源向大平台聚集

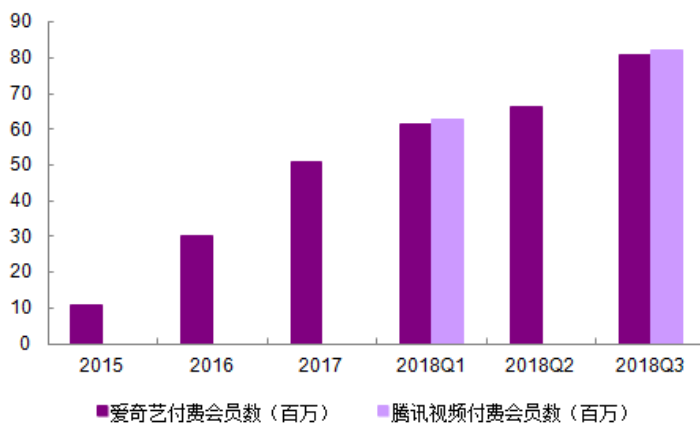
会员制是海外电商行业提高用户粘性的常用方法。国内主流电商平台也从近年开始着重用付费会员制的方法提高用户参与度，从而增加单个用户贡献价值。从 2015 年开始，各大主流视频平台已经帮助全行业对互联网用户的付费习惯进行了一轮教育。从国外 Amazon Prime 会员推广情况来看，电商平台会员制的推广对单用户价值提升具有显著的效果。

### 5.4.1、在线视频平台帮助培养会员付费习惯

国内互联网行业首先大规模应用付费会员制的当属在线视频及音乐类应用。2015 年开始，爱奇艺、腾讯视频及优酷等主流视频平台开始尝试付费会员制，截至 2018 年 3 季度，爱奇艺及腾讯视频付费会员数量均已超过 8000 万。

视频平台付费会员制有效的促进了用户活跃度。根据 Questmobile 统计，2018 年 9 月爱奇艺/腾讯视频/优酷的付费会员月度使用时长分别达到 1742/1370/536 分钟，远高于非付费会员的 538/371/225 分钟，在月度人均使用次数方面也有类似显著的数据提升表现。

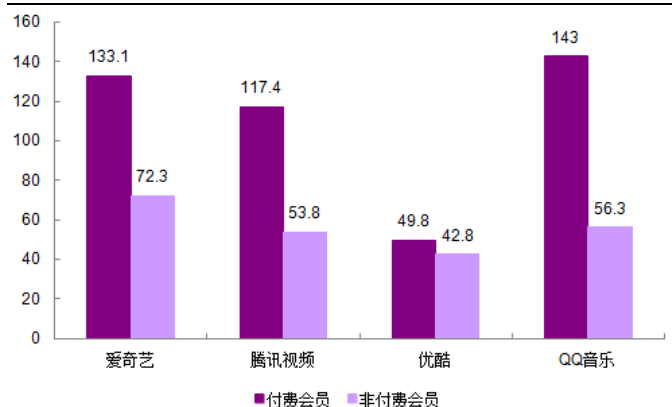
图 85：爱奇艺及腾讯视频付费会员数（百万）



资料来源：爱奇艺、腾讯、光大证券研究所

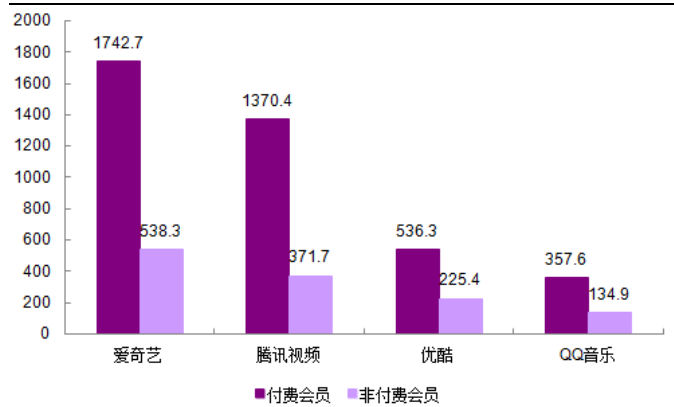
注：腾讯视频 2018Q1 为当年 2 月底数据

图 86: 视频音乐类 app 付费会员月人均使用次数显著提高 (单位: 次) (2018 年 9 月)



资料来源: Questmobile、光大证券研究所

图 87: 视频音乐类 app 付费会员月使用时长显著提高 (单位: 分钟) (2018 年 9 月)

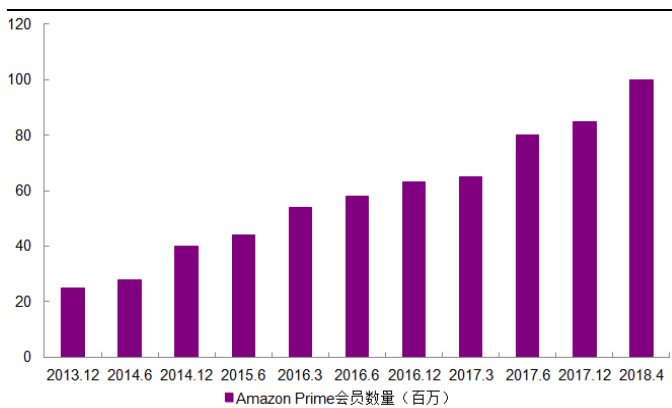


资料来源: Questmobile、光大证券研究所

### 5.4.2、Prime 的成功案例证明会员制有效性

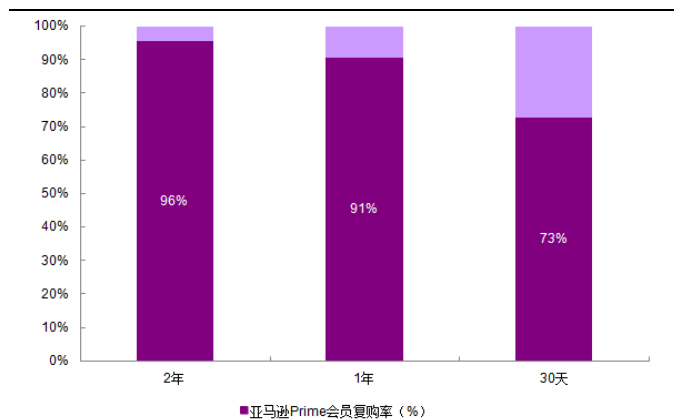
Amazon Prime 会员是海外最成功的付费会员产品。截至 2018 年 4 月, Prime 会员数量已突破 1 亿。在会员数量不断增长的同时, 更值得关注的是会员复购率, 根据 CIRP 调研数据, 亚马逊 Prime 会员 30 天复购率达到 73%, 而 1 年及 2 年复购率更高达 91% 与 96%。

图 88: Amazon Prime 会员数量



资料来源: Statista、光大证券研究所

图 89: 亚马逊 Prime 会员复购率极高



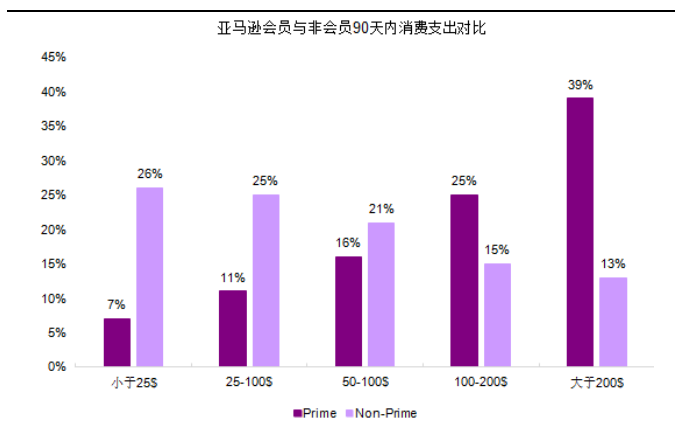
资料来源: CIRP 调研、光大证券研究所

注: 30 天复购率指免费体验 30 天后选购 1 年会员的用户比例; 1 年复购率指选购 1 年会员的用户到期后续费的比例。

Prime 会员的粘性及消费额均显著高于普通会员。根据 Statista 调研数据, 64% 的 Prime 用户在过去 90 天内消费额超过 100 美金, 而非 Prime 用户中消费额超过 100 美金的比例只有 29%。Prime 会员消费额同样具有成长性, Evercore 数据显示成为 Prime 会员时间小于一年的用户年度消费额平均 886 美元/年, 而会员时间超过 3 年的会员消费额则高达 1640 美元/年。



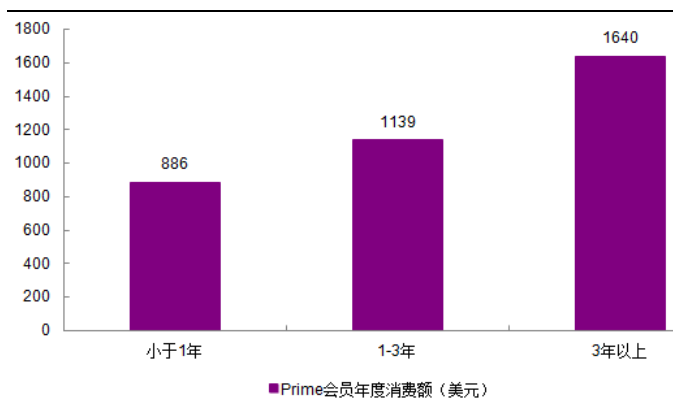
图 90: Prime 会员消费支出显著高于非 Prime 会员



资料来源: Statista、光大证券研究所

注: 根据针对 708 个 Prime 会员及 1357 个非 Prime 会员调研问卷结果

图 91: 成为 Prime 会员时间越久消费额越高



资料来源: Evercore、光大证券研究所

### 5.4.3、阿里与京东的会员制探索

在国内的电商平台中, 阿里与京东在会员制的探索方面处于领先地位。

京东自 2015 年 10 月推出 Plus 会员产品, 2016 年 5 月开始大力推广, 截至 2018 年 9 月 Plus 会员总规模超过 1000 万, 续费率超过 80%; 而阿里则是在 2018 年 8 月才正式推出 88VIP 会员。

电商平台付费会员通常含有 1-2 项核心权益, 例如亚马逊 Prime 会员中的核心权益就是免运费; 由于美国快递运费价格昂贵, 因此免运费权益成为了大量用户为 Prime 会员进行付费的理由。

表 10: 京东 Plus 及阿里 88VIP 会员权益

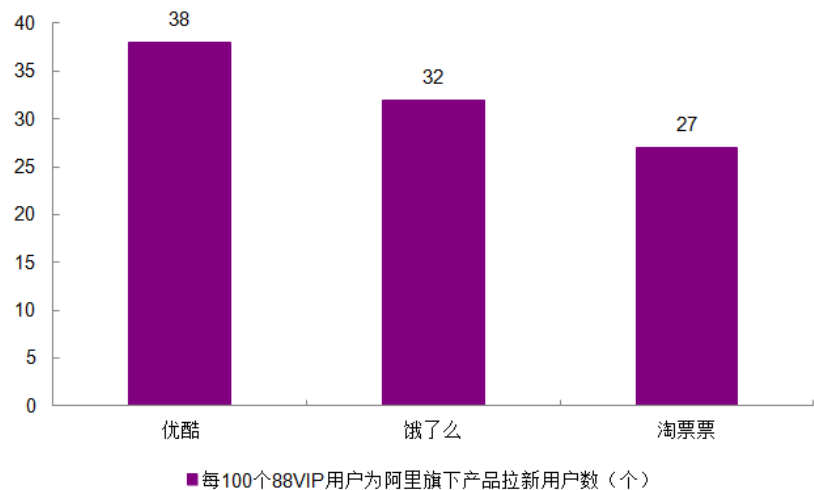
	京东 Plus 会员	阿里 88VIP 会员
视频网站会员	爱奇艺 VIP 会员	优酷会员、饿了么会员、淘票票全国卡、虾米音乐超级 VIP 会员
购物返现	购物 10 倍返还京豆。京豆返还比例在 0.5-2% 不等, 100 个京豆等额兑换 1 元人民币	无
优惠券及商品折扣	每月 100 元全品类优惠券; 每月 1 张服饰 9 折券 (部分服饰类商品满 300 元可用)	300 元品类优惠券; 精选品牌 95 折、天猫超市 95 折、国际直营商品 95 折
运费券	每月 5 张 6 元运费券, 可叠加使用	无
会员价商品	部分商品享受会员价折扣	部分商品享受会员价折扣
价格	原价 299/年, 根据京享值不同有折扣优惠	原价 888 元/年, 淘气值超过 1000 的用户 88 元/年

资料来源: 京东、阿里巴巴、光大证券研究所

在国内电商平台中, 京东 Plus 会员的核心权益是每月 5 张 6 元运费券以及爱奇艺 VIP 会员, 而阿里 88VIP 会员的核心权益是阿里生态内优酷、俄

了么、淘票票、虾米等产品服务的会员权益。两大电商平台的付费会员核心权益都是与其核心竞争力紧密相关的，例如京东在自营物流方面占据优势，因此其核心权益更多的突出了免运费券；而阿里巴巴具备强大的生态体系协同优势，因此 88VIP 中的优酷/饿了么/淘票票/虾米等服务的会员权益就成为了吸引用户付费的利器。

图 92：88VIP 用户为阿里体系内产品导流作用显著



资料来源：阿里投资者大会、光大证券研究所

除了提高用户粘性以外，阿里巴巴的 88VIP 会员还实现了为生态体系内各个业务板块的导流。根据阿里投资者大会数据，每 100 个 88VIP 用户能够为优酷/饿了么/淘票票提供 38/32/27 个新增用户；生态体系内的流量协同价值在互联网红利将尽的大趋势下愈发凸显。

## 6、商家：供给端质量是流量运营的必要保证

把电商平台的流量运营简单的等同于流量的采购与变现显然是把问题简单化了。我们在前面曾经提到，流量变现的核心在于最大化用户全生命周期价值，因此平台供给端所提供的商品及服务直接决定了存量用户在平台上留存、复购以及转介绍的比例，供给端质量是电商行业流量运营的必要保证。

### 6.1、店铺质量评分帮助实现良性循环

商家所提供的商品质量以及商品销售过程的服务质量构成了用户在电商平台上的购物体验，而购物体验则直接决定了用户在电商平台的复购率及转介绍率，从而决定了用户全生命周期价值。而电商平台的点评质量评分体系则是保证平台供给端商家实现优胜劣汰提高商品及服务质量的的关键。

以淘宝 DSR 店铺质量评分为例，DSR 即店铺的三项动态评分：描述相符、服务态度、物流速度；消费者在完成交易后对卖家进行打分。店铺在积累一定交易量后呈现三项分数；若 DSR 分数飘绿（低于同类店铺平均值），首先店铺商品转化率将受到负面影响，同时 DSR 低于行业平均值的店铺商品在用户搜索结果中会被降权，店铺参加淘宝/天猫官方促销活动也将受到诸多限制。可以说 DSR 评分体系是淘宝平台实现供给端优胜劣汰良性循环的重要工具。

图 93：淘宝/天猫平台店铺 DSR 展现



资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

图 94：某店铺 DSR 质量分详情页



资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

## 6.2、“二选一”是优质品牌商稀缺的集中体现

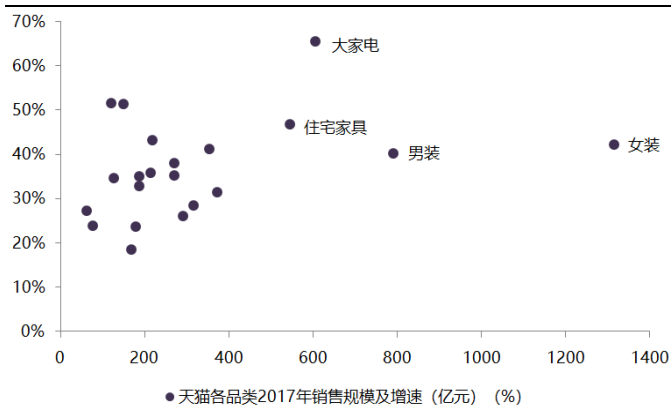
随着品牌商线上化的逐渐演进，优质品牌商逐渐成为了电商平台相互争夺的稀缺资源，而电商平台间逐渐增多的“二选一”争议则是优质品牌商稀缺性的集中体现。

2017年下半年，天猫对部分服饰品类品牌商家实施“二选一”政策，即只能选择天猫或京东平台进行销售。由于大部分品牌商在天猫平台销量远高于京东平台，因此多数品牌商选择下线或关闭京东平台店铺。

京东的传统优势品类主要集中在3C与家电领域。然而服饰品类线上销售规模大、增速快，且潜在货币化率较高，因此是京东重点拓展的新品类。遭遇天猫“二选一”之后大量品牌商店铺销量出现大幅下滑；以南极电商为例，2017Q2以前公司京东平台GMV增速远超天猫平台，然而2017Q3之后京东平台GMV增速出现大幅下滑。服饰品类受“二选一”的负面影响对京东整体GMV造成了显著打击，公司2017Q3开始POP平台业务GMV增速出现大幅下滑，对公司整体GMV造成了严重拖累。

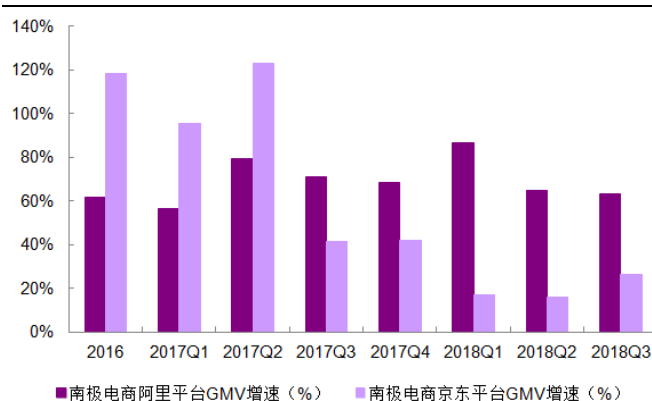
此后京东与苏宁之间、天猫与拼多多之间均出现过“二选一”的争议现象。我们认为随着电商行业集中度的继续提升，优质品牌商仍将继续成为电商平台间的稀缺资源。

图 95：服饰品类是电商主力品类



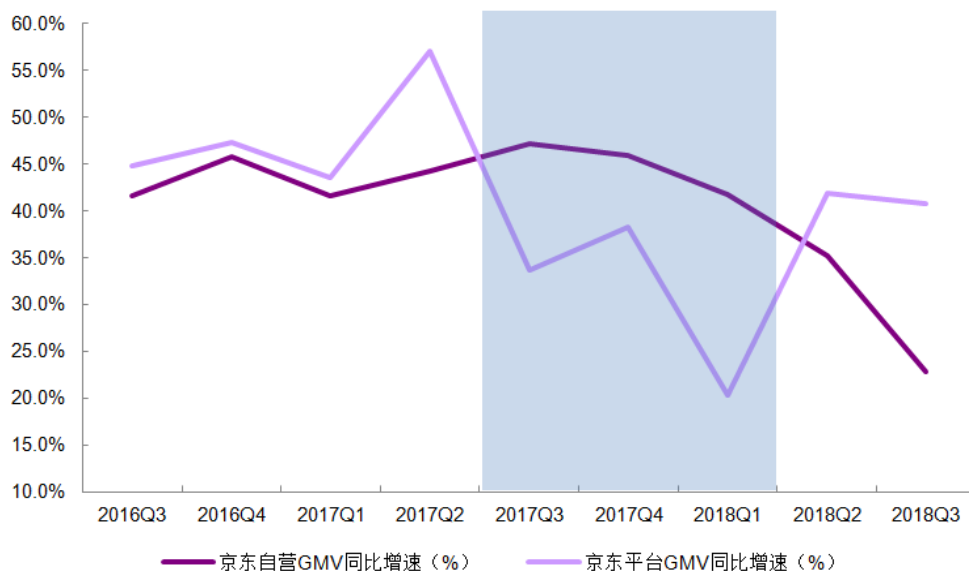
资料来源：云观咨询、光大证券研究所

图 96：南极电商京东 GMV 增速在 2017H2 显著下滑



资料来源：南极电商、光大证券研究所

图 97：京东平台 GMV 增速在 17Q3-18Q1 大幅下滑



资料来源：京东、光大证券研究所

## 6.3、电商平台牵头的“供给端改革”

### 6.3.1、电商平台自有品牌：逐渐成为新的盈利增长点

在优质品牌商的稀缺性成为行业共识后，各个电商平台也在寻找不同的方式对供给端的可能性进行探索。发展自有品牌商品就是目前各家电商平台共同尝试的供给端改造方案。

从 2016 年开始，网易、淘宝及京东等平台陆续上线了自有品牌商品专卖店。网易严选由于起步较早因此 SKU 数量已经超过了 10000 款，而京造计划与淘宝心选的 SKU 数量均在 1000-3000 款左右。各家平台自有商品均采用 ODM 方式提供日常消费品；从销量排名来看各家平台畅销品种集中在枕头、拖鞋、卷纸等日用品品类。

我们认为自有品牌是传统零售行业发展到一定阶段所必然产生的业务模式，国内电商平台竞争格局已经日渐清晰，各家平台均试图向产业链上游寻求价值空间，虽然目前阶段自有品牌商品在各大平台 GMV 占比仍然较小，但未来自有品牌商品也将逐渐成为各家平台新的利润贡献点。

表 11：京造计划、淘宝心选、网易严选基本情况简介（截至 2019 年 1 月 15 日）

	京造计划	淘宝心选	网易严选
上线时间	2018 年 1 月	2017 年 5 月	2016 年 4 月
SKU 数量	1700	3000+	10000+
店铺粉丝数	114 万粉丝	174 万粉丝	NA
销量排名第一	商品名称	乳胶枕	硅藻泥脚垫
	价格（元）	199	79.9
	销量（件）	80,906	134,672
销量排名第二	商品名称	便携式充电转接头	U 型枕
	价格（元）	299	79.9
	销量（件）	7,539	129,612
销量排名第三	商品名称	指纹锁	拖鞋
	价格（元）	1,499	29.9
	销量（件）	4,320	92,910

资料来源：亿邦动力、各公司 APP、光大证券研究所

### 6.3.2、新品牌扶植计划：以拼多多“新品牌计划”为例

与淘宝心选、京造计划等电商平台自有品牌不同，阿里与拼多多正尝试用扶持新品牌的方法进行电商平台的供给端改造。本节我们以拼多多的“新品牌计划”为例，对电商平台新品牌扶持探索进行讨论。

2018年12月，拼多多推出“新品牌计划”，宣布将扶持1000家“拼工厂”实现品牌升级。拼多多在“新品牌计划”中为“拼工厂”提供了一系列帮扶计划，包括可视化平台、大数据支持、专家诊断、研发建议等，并在一定范围内倾斜流量、推荐位资源，以增加商品曝光度，支持其品牌化建设。同时，拼多多还将联合美的等国民品牌，结合需求信息开发更适合新电商人群的专供产品，实现以需定产。

“新品牌计划”首期将试点20家工厂，包括深圳松腾实业、潮州松发陶瓷、浙江三禾厨具、重庆百亚纸尿裤、安徽富光保温杯等。根据公开资料可以发现，目前已公布的“拼工厂”都具有一些共同的特点：

1/ 规模较大，技术产品能力较强：根据已披露出的五家公司信息可以发现，松发陶瓷、重庆百亚、松腾实业2017年的营收体量分别达到5.5/7.4/16亿元，在各自行业中都具有相当强的规模优势；同时在企业发展过程中积累了较强的技术储备和生产组织能力。

2/ 品牌竞争力较弱：本次入选“新品牌计划”的公司均长期为国内外知名品牌提供代工服务，但自有品牌竞争力较弱，无法将技术和产品能力转换成经济效益，毛利率水平与同行相比处于较低位置。

表 12：部分首批“新品牌计划”合作公司

	主要产品	毛利率 (%)	营业收入 (2017 年)
松腾实业	扫地机器人	NA	16 亿
松发陶瓷	陶瓷制品	33.6%	5.5 亿 (剔除在线教育业务)
三禾厨具	厨具	NA	NA
百亚卫生用品	卫生巾、纸尿裤	30.6%	7.4 亿 (2016 年)
富光保温杯	口杯	NA	NA

资料来源：拼多多、公司公告、中时电子报、光大证券研究所

其中，重庆百亚及其同行（恒安国际、景兴健护）均为上市公司或披露过招股说明书，因此我们可以从纸尿裤行业数据中对百亚进行剖析。

重庆百亚在2016年在全国纸尿裤商超渠道市场份额排名第七，市占率1.5%，在重庆及其周边省份具有较强的市场地位。但由于全国范围内的品牌竞争力较弱，公司纸尿裤业务规模发展遇到一定瓶颈；公司2016年纸尿裤业务营业收入1.92亿元，远低于宝洁、金佰利等国际品牌，与国内第一的恒安集团（2016年收入21.5亿）相比也具有较大差距。

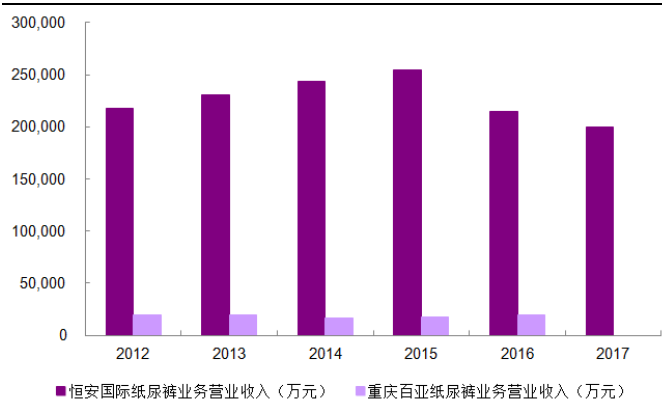
从毛利率水平角度看，重庆百亚2016年纸尿裤毛利率30.62%，与恒安国际50.8%的毛利率相比存在超过20pct的差距，毛利率的差距也显著的体现了重庆百亚与行业龙头在品牌资源及渠道营销层面的差距。

表 13：2016 年全国主要纸尿裤厂商商超渠道市场份额

公司名称	品牌	市场份额
宝洁（中国）有限公司	帮宝适	28.50%
金佰利（中国）有限公司	好奇	17.40%
福建恒安集团有限公司	安儿乐	13.10%
花王（中国）投资有限公司	妙而舒	11.60%
尤妮佳生活用品（中国）有限公司	妈咪宝贝、Moony	9.80%
广东茵茵股份有限公司	茵茵、妈咪物语	3.50%
重庆百亚卫生用品股份有限公司	好之	1.50%
东莞市常兴纸业有限公司	一片爽	1.30%
爹地宝贝股份有限公司	爹地宝贝	0.90%
桂林洁伶工业有限公司	淘淘酷	0.80%

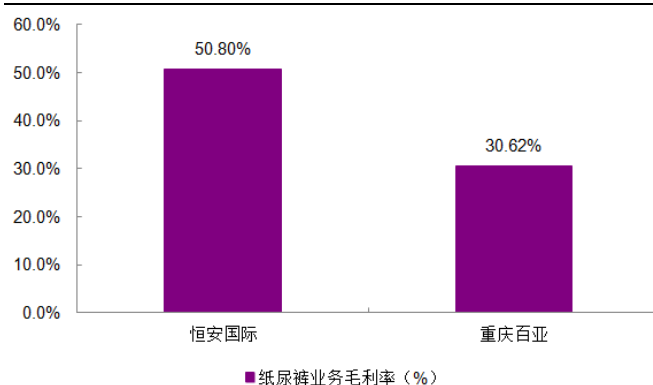
资料来源：《尼尔森 2016 年全国商超渠道婴儿纸尿裤主要厂商销售额份额及排名》

图 98：重庆百亚与同行公司营收规模对比



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 99：重庆百亚与同行公司毛利率水平对比（2016 年）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

此次“新品牌计划”参与方均属于在制造业产业链中积累了大量生产及技术经验的优质厂商，这些厂商在生产端的价格优势及品质保证，能够和拼多多平台的流量资源实现有效互补，共同打造高性价比的商品品牌系列。通过这种方式拼多多可以将高性价比商品持续不断的提供给平台用户，从而实现制造商、消费者与平台的三方共赢。



## 7、流量变现及商业模式

电商平台的主要变现模式分为平台与自营两种。

平台模式对接商家与用户流量实现交易，通过收取交易佣金或广告费用获得收入；自营模式独立从上游供货商进货，面向消费者直接销售商品，通过买卖差价获得收入与利润。

国内平台型电商的代表是阿里与拼多多，而自营型电商的代表是京东与唯品会。线上平台及自营模式在传统线下零售领域分别对应了购物中心与百货商场的经营模式。

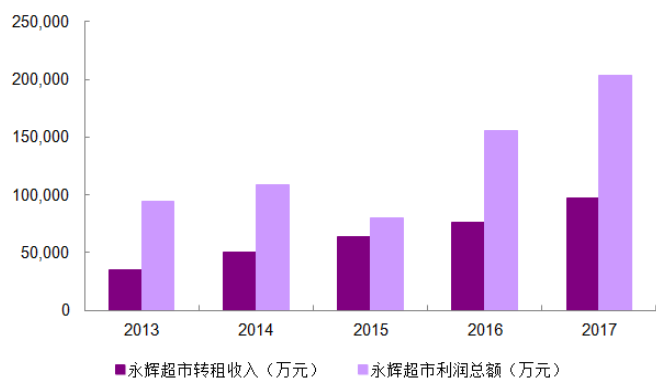
此外，自营模式通常会衍生出“自营+POP (Platform Open Plan)”模式。POP业务的本质是自营电商基于自身基础设施服务能力的溢出，为第三方商家提供交易流量、物流服务、营销服务等一种或多种服务产品，通过第三方商家服务的方式实现服务性收入。在传统线下零售模式中，转租收入也是自营型商业体获得服务性收入的重要方式。

表 14: 京东 POP 业务的四种模式

POP 模式	全称	由京东平台完成			
		销售	仓储	配送	开票
FBP	Fulfillment By POP	✓	✓	✓	✓
LBP	Logistics By POP	✓		✓	✓
SOPL	Sale On POP & Logistics By POP	✓		✓	
SOP	Sale On POP	✓			

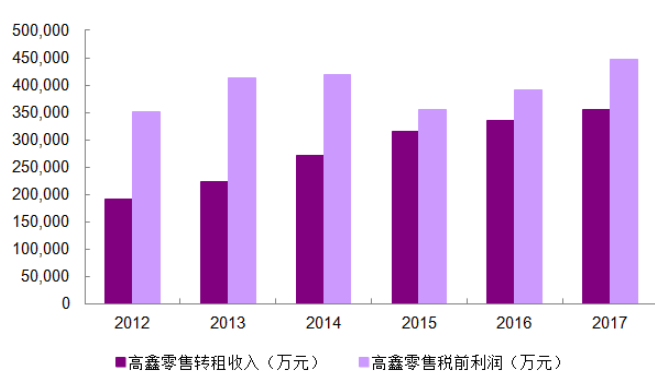
资料来源：京东、光大证券研究所

图 100: 永辉超市转租收入与利润总额 (万元)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 101: 高鑫零售转租收入与税前利润 (万元)



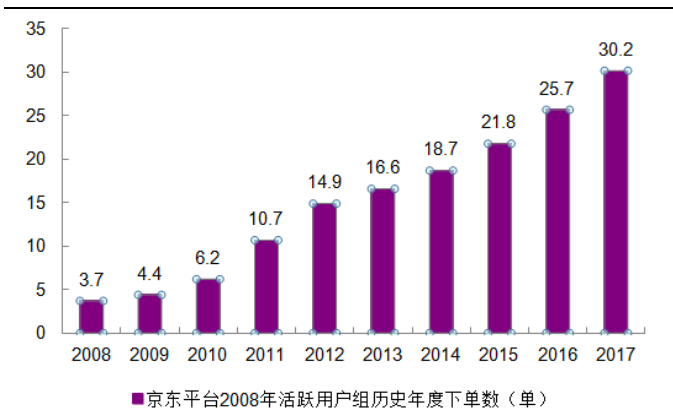
资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 7.1、自营销售：核心在于精细化运营

对于自营销售模式来说，我们认为竞争的核心在于精细化运营能力。

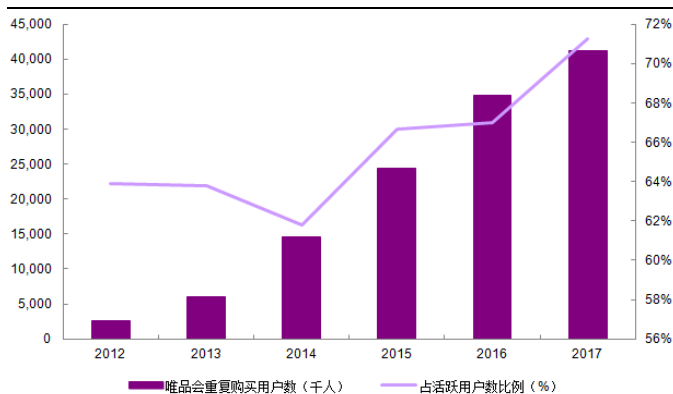
京东和唯品会都是擅长精细化运营的电商公司代表。在前端，精细化运营体现为用户留存及复购率的优势。虽然各大电商上市公司都不提供复购率数据进行横向比较，但是从一些公开数据可以看出这两家公司的用户忠诚度。京东平台2008年活跃用户组下单频率由10年前的3.7次/年提升至2007年的30.2次/年；而唯品会重复购买用户数占比也逐年提升，截至2017年重复购买用户占比已经超过70%。

图 102： 京东平台 2008 年活跃用户组下单频率不断提升



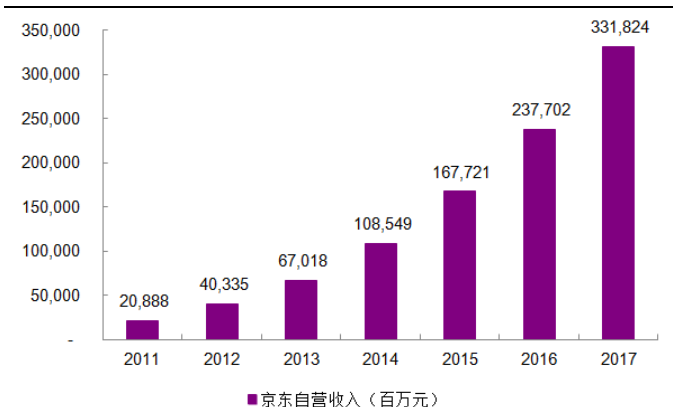
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 103： 唯品会重复购买用户数占比不断提升



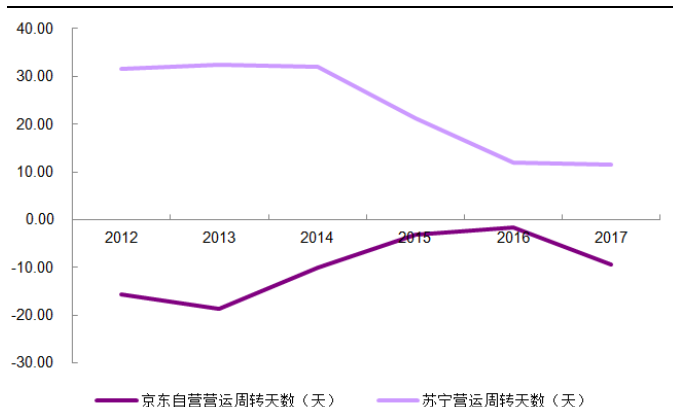
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 104： 京东自营收入保持快速增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 105： 京东营运周转天数显著低于苏宁

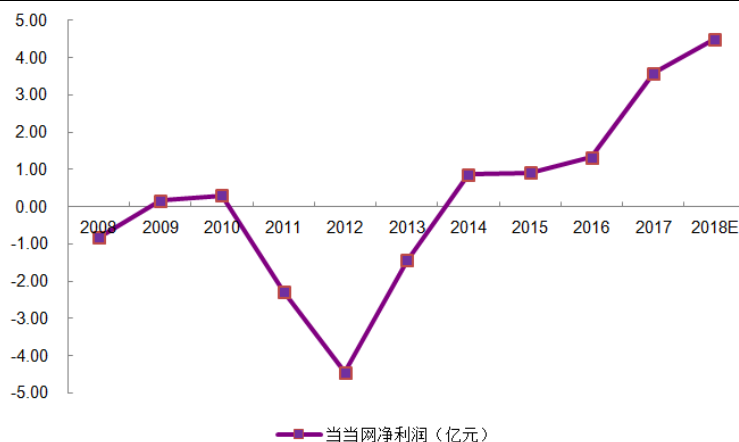


资料来源：公司公告、光大证券研究所

注：使用京东自营业务收入计算营运指标；营运周转天数 = 存货周转天数 + 应收周转天数 - 应付周转天数

在后端，精细化运营能力则体现为各项营运指标的优势。以京东为例，公司营运周转天数显著低于苏宁，显示了较强的运营水平；而当当网在退市之后加强精细化运营，盈利能力也出现了显著改善，2018 年公司实现净利润约 4.5 亿元，与退市前相比实现了大幅提升。

图 106：当当网净利润出现显著改善



资料来源：公司公告、中国企业家领袖年会、光大证券研究所

注：2018 年全年净利润来自公司创始人俞渝在中国企业家领袖年会发言预测数据

## 7.2、佣金及广告：平台电商变现的主要形式

佣金及广告是平台电商及自营电商 POP 业务的主要收入来源。

佣金指商家在电商平台完成交易后按交易额一定比例缴纳的抽成，根据天猫及京东平台第三方卖家佣金比例规则可以看出，天猫平台佣金比例通常不超过 5%，而京东平台佣金比例最高达到 8-10%。

表 15：2019 年新版天猫及京东平台第三方卖家佣金比例 (%)

	天猫佣金比例 (%)	京东 POP 佣金比例 (%)
服饰	5%	6-8%
鞋类箱包	5%	1-10%
运动户外	2-5%	1-8%
珠宝首饰	0.5-5%	1-10%
化妆品	4-5%	4-6%
家装家居家纺	2-5%	0.01-8%
图书音像	0.5-10%	6%
乐器	0.5-2%	3-5%
汽车及配件	1-3%	0.5-8%
电子票务	0.50%	0.5-2%
居家日用	2.5-5%	3-8%
母婴	2-5%	2-8%
食品	1-2%	3-5%
保健品及医药	2-3%	4-10%
3C 数码	2%	2-6%
家电	2-5%	4-10%

资料来源：京东、天猫、光大证券研究所

广告是目前电商流量变现的另一个主要方式。目前电商平台主流的广告变现产品主要有展示广告 (CPM)、搜索广告 (CPC)、联盟广告 (CPS)

三种。其中展示广告与搜索广告主要针对站内流量进行变现，而联盟广告主要针对站外流量进行变现。

根据电通公司提出的 AISAS 用户研究理论，用户行为模式“关注-兴趣-搜索-行动-分享”链条中，除了实际的行动或购买决策环节，“兴趣”“搜索”“分享”是最核心的三个关键节点，而电商平台的三大主流广告产品正是这些关键节点商业价值的充分体现。

分类型来看，展示广告（CPM）由于主要利用了首页 Banner 等大流量位置，因此更适合品牌商及大商家进行集中性的展示推广，同时配合平台的活动策划，能够达到较好的营销效果；搜索广告能够针对不同关键词进行精准投放，因此适合不同规模的商家使用；联盟广告按 CPS 分成收费，因此更适合中小商家以具体商品为颗粒度进行营销推广。

目前这三大广告类型已经成为了国内主流电商平台的标配产品。例如阿里妈妈旗下最主要的广告产品包括智钻（原钻展）、直通车以及淘宝客，分别对应了展示广告（CPM）、搜索广告（CPC）、联盟广告（CPS）三大产品类型；京东与拼多多也有类似对应广告产品。

**表 16：不同类型电商广告的区别**

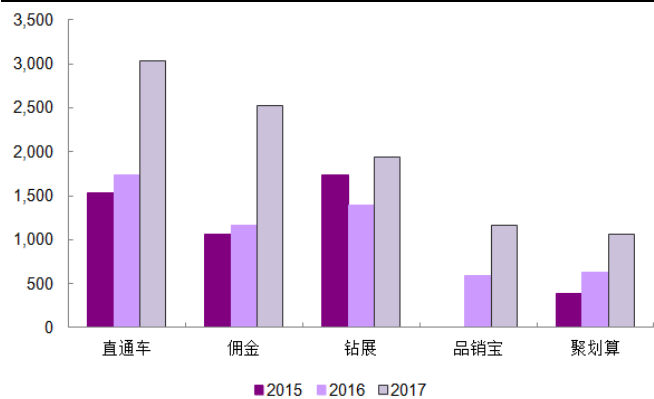
	展示广告	搜索广告	联盟广告
计费方式	CPM	CPC	CPS
流量属性	站内流量	站内流量	站外流量
客户量级	品牌商	大中型商家	中小型商家
销售模式	直销+自助	直销+自助	自助
阿里系产品	智展	直通车	淘宝客
京东系产品	京选展位	京东快车	京挑客
拼多多系产品	聚焦展位	多多直投	多多进宝

资料来源：各公司官网、光大证券研究所

以线上品牌御泥坊为例，公司 2017 年在淘宝/天猫平台共产生 6.52 亿元销售额，为阿里平台贡献的广告推广费用总计 1.08 亿元，其中直通车 3039 万元、天猫佣金 2524 万元，钻展 1936 万元。

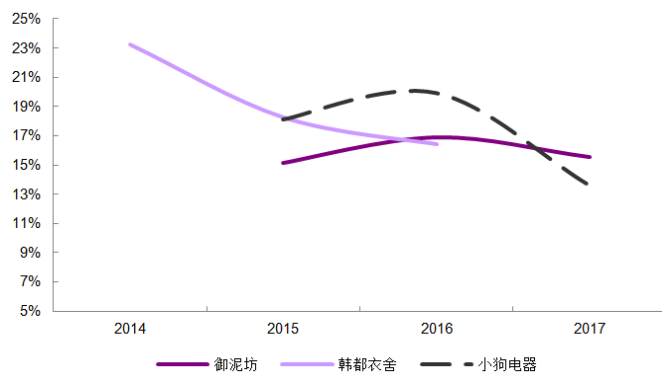
我们梳理了御泥坊、韩都衣舍、小狗电器等以线上平台为主要销售渠道的品牌商的线上销售及线上营销费用数据。从 2015-2017 年，多数品牌商的线上销售费用率都在 15-20% 左右。我们比较了产品形态类似但主要销售渠道分别在线上及线下的两个服饰品牌，拉夏贝尔（线下为主）获客成本在 2014-2016 年占营收分别为 13.5%/14.7%/19.8%；韩都衣舍（线上为主）同期获客成本占营收分别为 23.2%/18.3%/16.4%，线上线下载客成本已基本趋同。

图 107: 御泥坊 2017 年天猫淘宝平台广告开支明细 (万元)



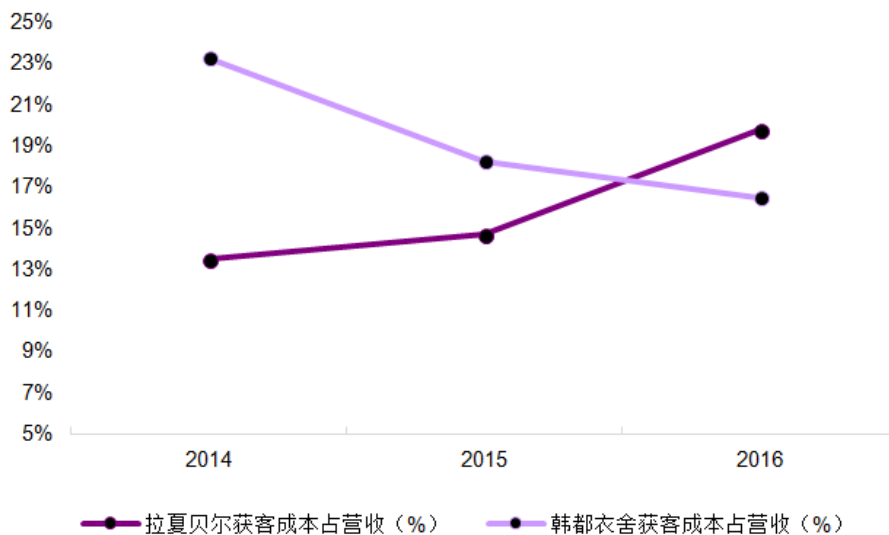
资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 108: 御泥坊/韩都衣舍/小狗电器等公司线上推广费用占线上销售比例 (%)



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 109: 线上线下载客成本占营收比例基本一致



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

注: 拉夏贝尔获客成本包括线下店铺装修费用+租赁费用; 韩都衣舍获客成本包括线上推广费、服务费、营销费及佣金等。

### 7.2.1、搜索广告：CPC 均价是搜索广告收入主要驱动因素

电商平台搜索广告收入规模由广告加载率与广告平均 CPC 水平决定。目前各大平台 PC 端及移动端广告加载率基本保持一致，未来广告加载率持续增长空间有限，搜索广告的主要驱动因素仍然要看 CPC 均价的趋势性提升。

#### ● 广告加载率：各大平台基本一致

广告加载率 (Ad load) 指目前电商平台搜索产品中广告位设置数量。在电商产品中，PC 端与移动端的搜索广告加载率有所区别。

移动端广告位与搜索结果共同展示，目前各大平台移动端产品广告加载率都在 1/6 的水平，即每 6N+1 (N = 0,1,2...) 的位置出现一个广告位。

PC 端搜索广告位则分布在搜索结果栏、侧边栏、底栏三个位置。以淘宝为例，搜索结果栏中每页展示 44-48 个商品，第一页设置 1 个广告位，从第二页开始设置 3 个广告位；侧边栏与底栏分别有 16 个和 5 个广告位。

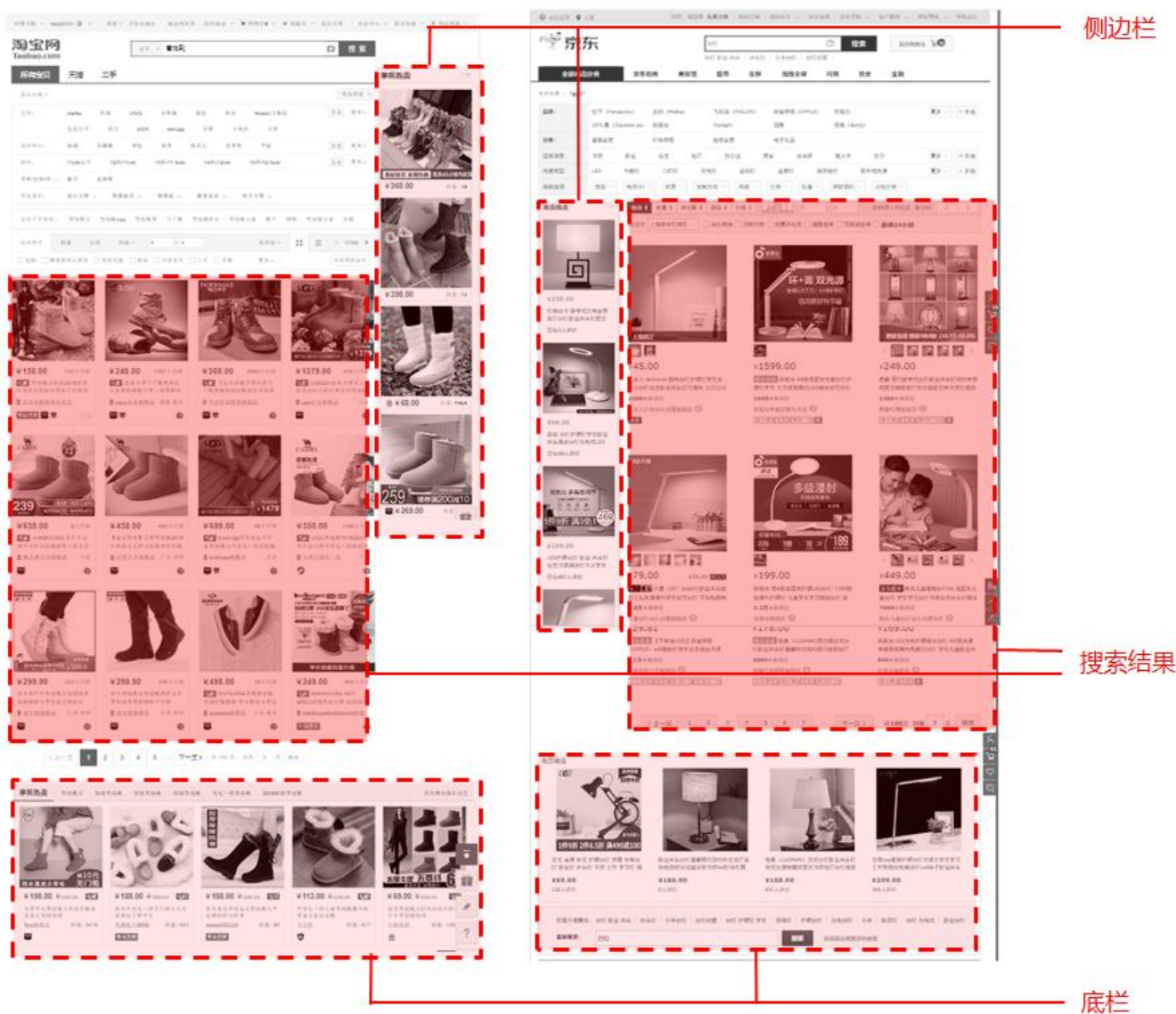
我们认为，未来电商平台广告加载率继续增加的空间不大，搜索广告收入增长主要驱动因素仍然在于 CPC 均价的趋势性提升。

表 17：淘宝及京东 PC 端广告加载率抽样结果 (2019 年 1 月 12 日)

		搜索结果栏	侧边栏	底栏
淘宝	商品数量 (每页)	44 或 48 个	16 个	5 个
	广告数量 (每页)	首页 1 个，第二页开始每页 3 个	16 个	5 个
京东	商品数量 (每页)	60 个	20 个	4 个
	广告数量 (每页)	首页 5 个，第二页开始每页 6 个	20 个	4 个

资料来源：各大电商平台网站及 APP、光大证券研究所

图 110: PC 端 搜索页面广告加载位于搜索结果、侧边栏、底栏三个位置



资料来源：电商网站官网、光大证券研究所（考虑版面大小对实际页面做截图拼接处理，图中搜索结果仅作展示）

图 111： 拼多多移动端广告位设置（京东与淘宝类似）



资料来源：拼多多、光大证券研究所

### ● CPC 价格：长期取决于平台商家竞争格局

在 CPC 竞价排名中，商家对每个关键词进行出价，关键词出价与对应商品质量分的乘积构成了出价所对应的关键词权重；平台对关键词权重进行排名后依照广告位顺序对商家商品进行展示，而实际扣费则以“（下一位出价 \* 下一位质量分） / 自身质量分 + 0.01 元”进行计算。

对于商家来说，CPC 广告投放的效率取决于关键词质量分，当产品与关键词相关性较强且商家 DSR 分数较高时，以较低的出价也能够获得较好的广告位展示。

长期来看，平台整体 CPC 价格水平主要取决于商家端竞争格局。随着同品类商家竞争格局的不断强化，CPC 价格持续走高；当商家针对关键词的竞争足够激烈时，竞价机制会将 CPC 价格推向商家在自身利润率水平下所能容忍的极限。

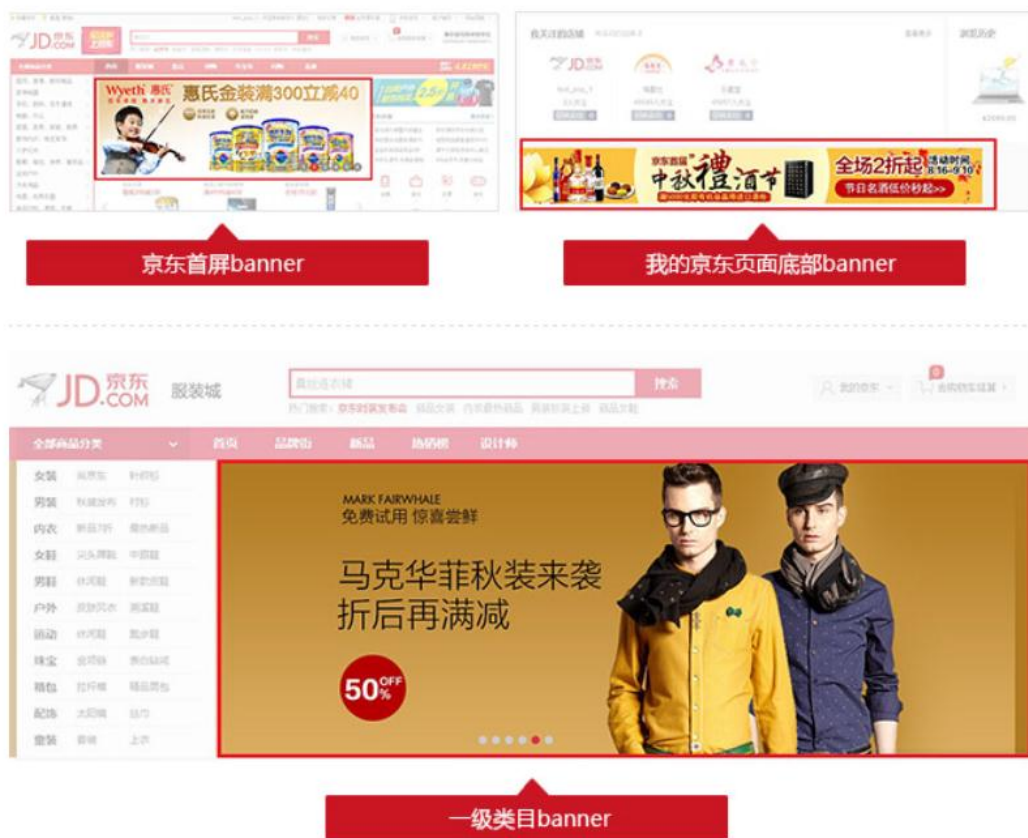


### 7.2.2、展示广告：内容资讯流提供增量广告位储备

展示广告的分布主要集中在 PC 端网页首页及各级类目 Banner 位置。商家根据 CPM（每千次展示价格）进行竞价，CPM 价格高的平台有限展示；竞价成功后，按照下一名 CPM 结算价格+0.1 元作为实际扣费的 CPM 价格。

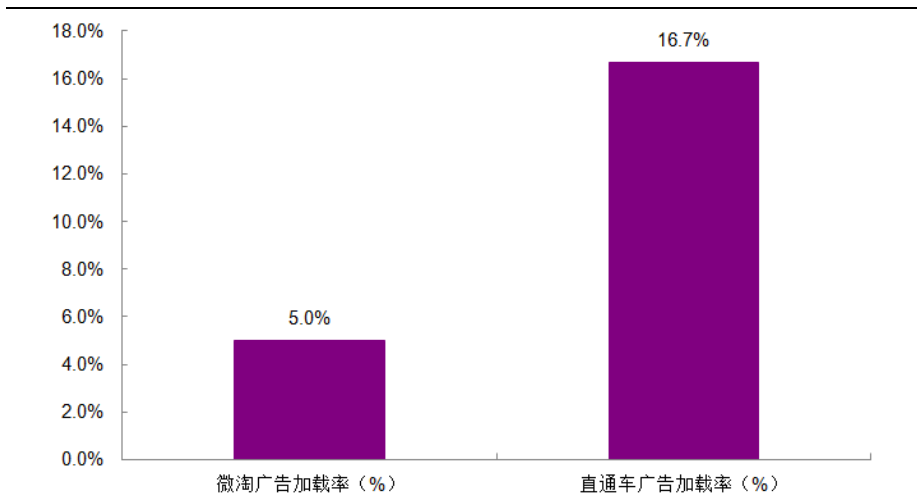
展示广告的广告容量通常取决于平台流量，在互联网流量红利将尽的大环境下平台流量继续大幅增加的可能性较小。然而以淘宝为代表的电商平台正以内容化的方式大幅增加了平台用户使用时长，从而提高了展示广告的潜在库存空间。以淘宝的微淘页面为例，根据我们的抽样调查，目前微淘信息流广告加载率在 5% 左右，大大低于直通车产品 16.7% 的加载率。未来微淘展示广告加载率的提升能够驱动公司展示广告收入规模的进一步增长。

图 112：京选展位广告位分布



资料来源：京东、光大证券研究所

图 113：微淘广告加载率目前大幅低于直通车加载率（2019 年 1 月 12 日）



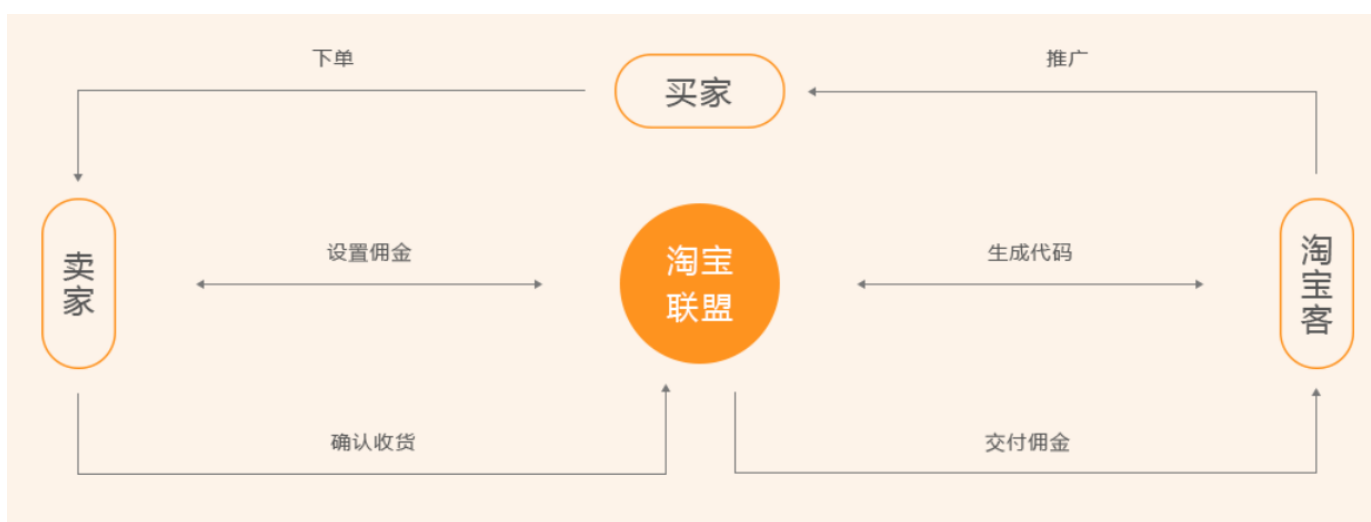
资料来源：淘宝、光大证券研究所（微淘及直通车广告加载率均由产品抽样调查取得）

### 7.2.3、联盟推广：站外碎片化流量的有效利用

联盟推广是一种按成交计费（CPS）的推广模式，个人/网站主/APP 从联盟获取卖家商品代码并布置到需要推广的地方，买家通过推广链接进入卖家店铺完成购买后，就可以得到由卖家支付的佣金。

联盟推广的形式能够最大程度上利用到中小网站/APP 以及个人的碎片化流量。历史上阿里曾经两次通过淘宝客聚集中小站点资源对抗流量巨头易趣及百度；时至今日，虽然微信对淘宝链接长期予以封禁处理，但是阿里仍然能够利用淘宝客链接持续在微信群等流量聚集地挖掘碎片化流量资源。

图 114：淘宝客推广模式介绍



资料来源：阿里巴巴、光大证券研究所

## 8、投资建议：三条主线精选电商标的

我们以短期、中期、长期三条主线精选电商标的。

- **短期：必选消费品提供安全边际**

随着宏观消费下行风险累积，耐用消费品需求增速受负面影响较大，高性价比必选消费品在宏观消费下行的大环境下具备相对优势。因此商品结构中必选消费品占比较高的电商平台具备较强安全边际。

- **中期：关注低线下沉市场流量红利**

由于城市化水平的持续提高以及近年来棚户区改造的财富效应，低线城市消费潜力正在持续释放。虽然互联网行业流量红利将尽，但是低线下沉市场的大量电商用户在过去两年刚刚被社交电商激活，未来仍将持续贡献电商行业增量空间。

- **长期：流量经营优势是长期竞争核心**

从前端看，平台内容化改造以及会员制产品能够强化用户忠诚度，提高用户粘性与购买频次；从后端看，占有稀缺品牌商资源并对供给端实施效率提升改造的平台将占据长期竞争优势。前端与后端共同形成了平台对用户全生命周期价值的挖掘。

电商行业渗透率仍未到顶，快消/食品等品类规模大且电商渗透率低，新零售等商业模式的创新将挖掘此类消费线上化的潜力，带动电商规模继续增长。站在目前时点，通过内容化及会员制方式最大化用户全生命周期价值将成为行业趋势，在后端通过自有商品及品牌扶植等策略进行供给端布局的电商平台将在未来占据优质商家资源。标的方面重点推荐拼多多（PDD.O）、阿里巴巴（BABA.N）。

## 9、风险提示

- **宏观消费需求超预期恶化**

随着宏观环境压力增大，目前可选消费品增速下滑的趋势蔓延至必选消费品，导致日用品、食品等品类需求下行压力增大。

- **市场竞争加剧**

互联网行业流量红利将尽，众多电商公司为避免市场份额下降采取更为激进的补贴或优惠政策，导致全行业盈利能力承压。

- **快消/食品等领域线上化进展低于预期**

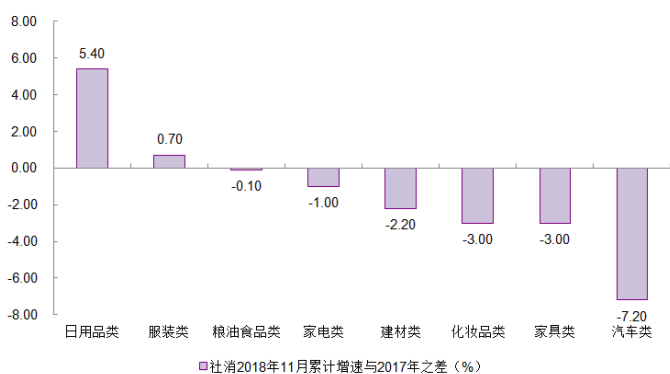
快消/食品等领域线上化需要新零售等创新模式加快推广普及，技术及资金投入问题或导致新零售普及进展低于预期。

## 拼多多：供给端改造更值得期待

### 1. 品类结构及性价比优势对冲宏观消费下行风险

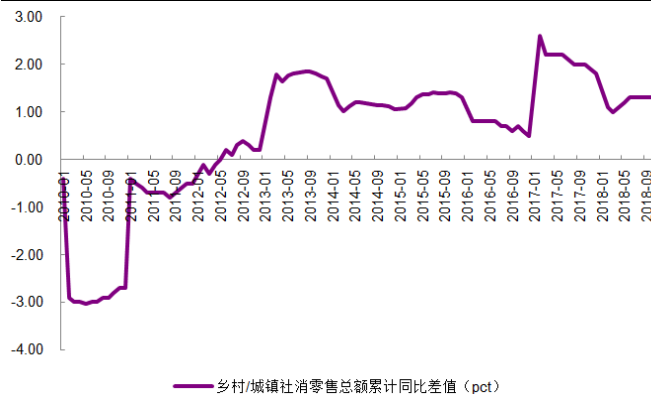
2019 年宏观消费下行风险将对电商平台造成不同程度的冲击，2018 年汽车及耐用消费品需求仍将承受一定压力；然而必选消费品需求受城镇化等因素影响仍保持了较高的增速。拼多多在品类结构方面必选消费品（服饰/食品类）占比超过 50%，且平台以高性价比商品为主要标签，在宏观消费需求仍然不明朗的情况下具备较强的竞争优势。

图 115：必选消费品需求仍然保持快速增长



资料来源：国家统计局、光大证券研究所

图 116：乡村社消零售增速持续高于城镇增速

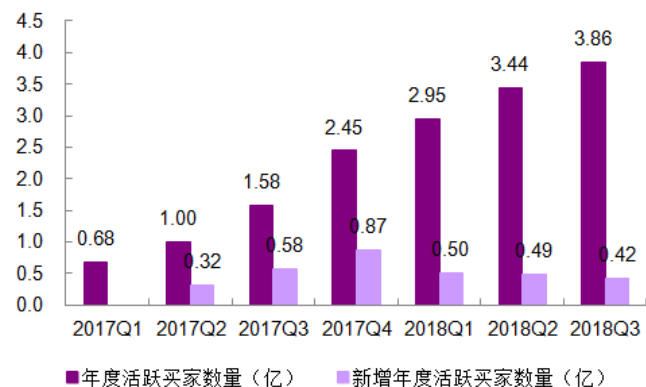


资料来源：国家统计局、光大证券研究所

### 2. 低线下沉客群消费潜力加速释放

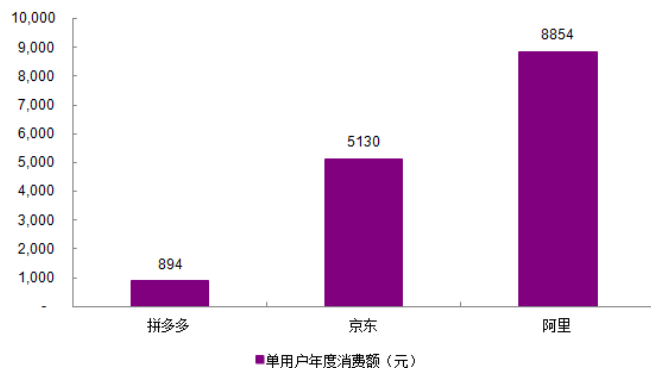
公司是最受益于低线下沉红利的电商平台公司，利用社交流量在三年内迅速积累了接近 4 亿活跃用户群体。然而随着电商在低线城市渗透率的逐渐提升，用户规模增速将逐步放缓，单用户消费额的提升将成为未来驱动公司 GMV 规模继续增长的主要动力。根据 2018Q3 财务数据，目前拼多多平台单用户年度消费额 894 元，与阿里（8000 元+）京东（5000 元+）相比仍有较大差距。

图 117：公司年度活跃买家数量 3.86 亿



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 118：公司单用户年度消费额仍有较大增长空间



资料来源：公司公告、光大证券研究所

### 3. 供给端改造在 2019 年更值得期待

用户购买频次及客单价的提升从根源上需要供给端资源的持续优化。随着电商平台间竞争格局的逐渐激烈，优质品牌商家正成为稀缺资源，电商平台间日渐增多的“二选一”现象就是优质品牌稀缺性的集中体现。拼多多作为电商行业存量格局的搅动者，正通过挖掘潜在优质供给端资源的方式实现供给端的改造。

#### a/ 新品牌计划：扶持代工厂商品牌

公司 2018 年 12 月宣布推出“新品牌计划”，将扶持 1000 家“拼工厂”实现品牌升级。拼多多将为“拼工厂”提供了一系列帮扶计划，包括可视化平台、大数据支持、专家诊断、研发建议等，并在一定范围内倾斜流量、推荐位资源，以增加商品曝光度，支持其品牌化建设。

#### b/ 贫困地区战略合作：激活潜在优质供给资源

公司加速与贫困县市战略合作，自下而上挖掘潜在优质商家。自从 2017 年开始公司与数十个贫困县市实现了战略合作，帮助当地商家将农产品在拼多多平台上实现销售。农产品上行问题在传统模式下需要通过经销商层层流转，然而拼多多联合快递公司等合作方教育贫困县农户实现电商销售，为平台挖掘了大量潜在的优质商家资源。

#### c/ 平台流量导向变革

在挖掘增量优质供货商的同时，平台流量导向也将出现变化。公司在零售领域的对标对象是美国的 Costco，高性价比商品平台实现极致低价的必要条件就是缩减 SKU，为优质供货商提供大量流量并买断产能。我们预计 2019 年开始平台 SKU 将不再继续呈现快速增长态势，流量将向有规模效应的“工厂店”“农户店”大幅倾斜，从而将平台高性价比的特点发挥到极致。

#### 4. 投资建议：上调 GMV 及业绩预期，重申“买入”评级

随着用户消费频次与客单价开始成为公司 GMV 增长的主要动力，低线下沉客群消费潜力正加速释放，我们将 2018Q4 GMV 预期值由 1553 亿元上调至 1806 亿元；2018 全年 GMV 预期值由 4213 亿元上调至 4466 亿元。同时上调 2018-2020 年 EPA 分别为 -1.05、0.39、1.59 美元。

我们预计公司 2020 年开始进入规模盈利期；因此参考 2020 年中国海外上市互联网公司估值水平计算目标价。截至 2019 年 1 月 18 日，前四大中国海外互联网公司（阿里巴巴、腾讯、网易、百度）2020 年平均市盈率为 21.5 倍。考虑到拼多多未来两年发展的不确定性，我们给予 5% 的折价，给予公司 20.4 倍市盈率，维持“买入”评级，上调目标价至 32.44 美元/ADR。

表 18：拼多多关键指标预测

	2017	2018E	2019E	2020E
年度活跃买家用户 (亿)	2.45	4.24	5.24	5.82
YOY (%)	NA	73%	24%	11%
年度新增活跃买家用户 (亿)	NA	1.80	1.00	0.58
单用户每年下单次数 (次)	18	26	34	40
YOY (%)	NA	44%	31%	18%
客单价 (元)	33	38	46	53
YOY (%)	NA	16%	20%	15%
单用户年度消费金额 (元)	578	993	1,564	2,120
年度 GMV (亿)	1,415	4,466	8,440	12,329
YOY (%)	NA	216%	89%	46%
Take rate	1.2%	2.9%	3.2%	3.4%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

表 19：拼多多业绩预测与估值指标

业绩预测和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
GMV (百万人民币)	-	141,500	446,627	843,980	1,232,859
营业收入(百万人民币)	505	1,744	12,885	26,624	41,393
营业收入增长率		245.5%	638.8%	106.6%	55.5%
净利润 (百万人民币)	-292	-525	-7,935	2,959	11,941
净利润增长率		79.9%	1411.1%	-137.3%	303.6%
EPS (元人民币)	-0.07	-0.13	-1.79	0.67	2.69
EPA (元美金)	-0.04	-0.08	-1.05	0.39	1.59
ROE (归属母公司)	-81.9%	-43.6%	-102.5%	28.5%	57.9%
P/E	NA	NA	NA	66.6	16.5
P/B	552.8	163.5	25.5	19.0	9.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 18 日

#### 5. 风险提示

1/ 宏观消费需求超预期恶化；2/ 供给端改造进度低于预期，平台高性价比优势弱化；3/ 与腾讯战略合作关系出现变化，失去微信流量支持。

## 阿里巴巴：全面赋能商业社会的数字经济体

### 1. 从连接供需到全面赋能

阿里巴巴从诞生之日起，就把“让天下没有难做的生意”作为自己的使命与理想。在过去将近 20 年时间里，阿里始终致力于通过数字化和在线化的手段提高商业流通效率。

阿里对商业流通效率的提升随着互联网技术的发展而不断演进。2000 年左右 PC 互联网刚刚兴起，阿里以“诚信通”和“中国供应商”等产品连接了外贸交易的供给与需求；2003 年开始 PC 互联网开始进入普通人的生活中，淘宝网顺势而为开始了零售行业线上化大潮，商业交易供需双方首次能够在线上完成交易的全过程；消费者对购物体验的要求不断升级，又促使菜鸟网络和蚂蚁金服用技术帮助物流和金融行业对商业运行的效率进行改进。

随着信息技术的演进升级，阿里公司内部已经形成了完整的商业流通全流程数字化及线上化运营的经验，在 2019 年初阿里巴巴发布了“阿里商业操作系统”，将过去 20 年中阿里在购物、娱乐、本地生活服务等多元商业场景中形成的数字化能力开放给品牌商家，与品牌商家共同全方位的提升商业流通的效率。

### 2. 企业文化与组织架构奠定长期发展基础

我们认为组织架构与企业文化是决定公司中长期增长空间与发展前景最重要的因素。阿里巴巴在过去 20 年中持续成长，从电商出发，在金融、物流、云计算等各个领域都逐一实现了前瞻布局和领先突破，对于一个千亿市值以上的大公司来说，保持如创业初期一般的业务布局敏感性和的业务落地执行力实属不易，我们认为这和公司独特的企业文化与组织架构紧密相关。

#### 1/ 企业文化方面

企业文化是公司规模持续扩张时所必须考虑和关注的问题。随着人员规模的增长和管理层级的增加，自上而下管理系统的边际效用会逐渐减弱，只有强有力的企业文化和价值观才能保持数万员工都能像创业公司一样的激情与执行力。

阿里巴巴是中国互联网行业中企业文化最为鲜明的公司。“客户第一、团队合作、拥抱变化、诚信、激情、敬业”通过一代代阿里任言传身教的方式落实到了每个员工的日常工作中。从而保证了公司在业务线几乎遍及互联网行业所有领域的情况下，仍然能够实现战略布局的有效推进。

## 2/ 组织架构方面

公司实时调整组织结构以适应行业与竞争环境的变化。最典型的例子就是公司在 2015 年领先全行业三年时间推动的“中台体系建设”。

随着互联网公司规模和业务条线的逐渐扩容，不同业务之间时常出现“重复建设”的情况。例如阿里体系内的淘宝、天猫、聚划算、1688 等业务条线都需要共享商品品类、库存、用户、交易、评价等多个功能服务模块，各条业务线从零开始重新搭建基础服务模块是极大的资源浪费。

因此 2015 年阿里巴巴在互联网行业首先提出并实施“大中台战略”，并由集团 CTO 张建锋担任中台事业群总裁。在三年时间里公司基本完成了技术和产品资源的整合，大幅提升了公司内部新业务开发效率。对比腾讯、百度及京东在 2018 年末实施的组织架构调整，阿里的中台体系建设领先了 3 年时间。

表 20：各个互联网大公司的中台建设情况

中台体系建立时间		概况
阿里巴巴	2015 年 12 月	建立中台事业群，包括搜索事业部、共享业务平台、数据技术及产品部；由集团 CTO 张建锋（行癫）担任中台事业群总裁；改变过去自上而下的“树状”管理结构，建立创新灵活的“大中台、小前台”的业务机制和组织机制。
腾讯	2018 年 9 月	成立技术委员会，通过内部分布式开源协同，加强基础研发，打造具有腾讯特色的技术中台。
百度	2018 年 12 月	搜索公司及各 BG 的运维、基础架构和集团级共享平台整合至基础技术体系（TG），整合后的 TG 向王海峰汇报，王海峰同时继续负责 AIG。今后 TG 将进一步提升数据中心、基础架构、运维等方面的能力，打造强大的技术平台，提高工程效率及资源效率。
京东	2018 年 12 月	通过沉淀、迭代和组件化的输出可以服务于前端不同场景的通用能力；中台部门包括自营类事业群（3C 家电、消费品、全球购）、POP 类事业群（时尚、美妆、Toplife）、服务类事业群（生活旅游及其他虚拟服务、O2O 业务等）。

资料来源：各公司组织架构调整公告/公开信、光大证券研究所

同时，阿里组织架构的变化也能适应行业动态进行及时调整。2018 年 12 月，基于对新零售等战略业务的重视，公司再次调整组织架构，将天猫超市、天猫进出口提升至一级事业群，并组建新零售技术事业群，向 CEO 张勇直接汇报，体现了公司对新零售及跨境业务的重视程度。

## 3. 电商龙头地位持续强化，新零售打开成长空间

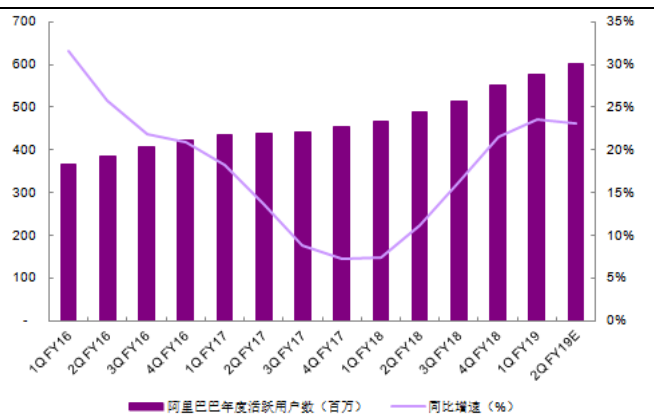
阿里巴巴目前以 6.01 亿年度活跃用户、5.86 万亿年度 GMV 占据目前电商行业的龙头地位；基于公司前瞻性的战略布局以及强有力的执行力，公司用户规模及交易体量仍在持续增长。公司龙头地位的强化主要基于以下几个原因。

首先，阿里巴巴享受了从 2018 年开始的低线下沉市场红利。在 16-17 年公司活跃用户增速曾出现趋势性下滑，然而随着拼多多等社交电商激活了低线下沉市场潜在电商用户，阿里活跃用户增速出现反转；截至 2018Q3 公司单季度新增活跃用户高达 2500 万，其中 80% 来自于低线城市。随着电商消费习惯在低线人群中的不断渗透，用户消费频次与客单价的持续提升将驱动公司 GMV 继续保持较快增长。



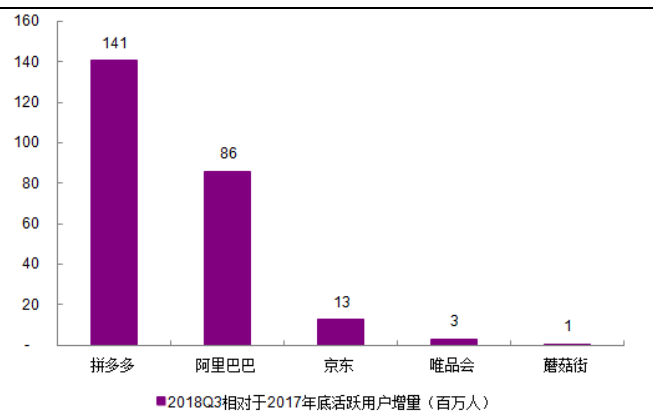
其次，阿里在行业中领先布局电商平台内容化改造。电商平台内容化、社交化的趋势已经凸显，阿里在行业中首先将直播、短视频、信息流以及大文娱板块的内容资源导入淘宝及天猫平台，大幅提升了用户粘性和逗留时间。2018年前9个月公司新增用户数8600万，仅次于新兴电商平台拼多多，远高于京东、唯品会等其他传统竞争对手。

图 119：阿里巴巴年度活跃用户增速在 2018 年回升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 120：2018 前三季度新增用户数阿里仅次于拼多多



资料来源：公司公告、光大证券研究所

自从马云在 2016 年 10 月的云栖大会上提出“新零售”概念以来，零售行业正在发生的变革已经成为了大家的共识，而阿里在过去两年多以来在这个领域的布局和发展也让我们逐渐看清了公司在新零售的“三步走”的战略。

### 1/ 盒马鲜生等自营业务探索新零售模式可行性

公司从 2016 年开始创立盒马鲜生，截至 2018 年底全国已经开设 100 家店。我们认为盒马是阿里在新零售领域的先锋和试验品。通过盒马公司可以对新零售各个可能的模式与方案进行试错，从而探索出新零售实践中可行且高效的解决方案。

### 2/ 向合作伙伴输出新零售成功经验

阿里通过投资银泰、高鑫零售、居然之家等零售行业合作伙伴，组成了强大的新零售联盟。阿里以盒马等自营业务取得的新零售经验为基础，将技术能力与成熟的新零售解决方案输出给零售行业合作伙伴，从而帮助阿里系零售商家全方位提升数字化与线上化能力。

### 3/ 向外部商家输出成熟的阿里商业操作系统

2019 年 1 月公司在 ONE 商业大会上发布阿里商业操作系统。阿里巴巴商业操作系统将帮助企业完成“品牌、商品、销售、营销、渠道、制造、服务、金融、物流供应链、组织、信息技术”等 11 大商业要素的在线化和数字化。从本质上说，这套全产业链数字化的操作系统是将阿里过去 20 年沉淀下的数字化能力开放给品牌客户。让商家真正实现“没有难做的生意”。

通过“三步走”的战略，阿里将新零售实践中探索出的数字化和线上化能力赋能给商业流通领域的内外部合作伙伴，从而在新一轮的商业流通效率提升趋势中占据核心位置。

## 4. 盈利预测及估值

### 盈利预测假设

#### ● 用户端

公司在互联网流量红利将尽的阶段仍然保持了用户规模的继续稳健增长，未来低线城市新增用户将继续释放潜在消费能力；我们预计公司核心商业业务 2019-2021 财年年度活跃买家数量分别为 6.12/6.52/6.72 亿，同比分别增长 11%/7%/3%。

#### ● 交易端

随着行业马太效应继续增强，用户在主流平台消费额将继续增长，我们预计公司单用户年度消费额分别为 9561/10661/12100 元人民币。根据年度活跃买家及单用户年度消费额数据，我们预测公司 19-21 财年 GMV 分别为 5.85/6.95/8.13 万亿人民币，同比增长 21%/19%/17%。

#### ● 变现端

在流量变现方面，随着品牌线上化趋势的进一步加强，未来货币化率的空间将继续打开，我们假设公司货币化率继续稳步提高，19-21 财年分别为 3.45%/ 3.56%/ 3.62%，单用户年度消费额及货币化率的提升将驱动公司核心商业营收规模继续增长。由于 2019 财年开始公司在新零售领域开始加大投入，因此我们预计公司 2019 财年开始毛利率将出现一定程度下降，2021 财年开始有所回升，预计 19-21 财年毛利率为 45.3%/45.2%/45.5%。

表 21： 阿里巴巴关键指标预测

	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
年度活跃买家用户（百万）	454	552	612	652	672
YOY (%)	7%	22%	11%	7%	3%
年度新增活跃买家用户（百万）	31	98	60	40	20
单用户年度消费金额（元）	8,294	8,732	9,561	10,661	12,100
YOY (%)	13.5%	5.3%	9.5%	11.5%	13.5%
<b>GMV（亿）</b>	<b>37,656</b>	<b>48,200</b>	<b>58,515</b>	<b>69,509</b>	<b>81,313</b>
YOY (%)	22%	28%	21%	19%	17%
货币化率 (%)	2.96%	3.34%	3.45%	3.56%	3.62%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

### 盈利预测结果

根据上述核心假设，我们预计公司 2019-2021 财年营业收入分别为 3767/5225/7184 亿人民币；净利润分别为 565/825/1070 亿人民币，按照人民币兑美元 6.8 :1 汇率计算，对应 EPA 分别为 3.24/4.72/6.12 美元/ADR。

表 22: 阿里巴巴业绩预测与估值指标

业绩预测和估值指标	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E	FY2021E
GMV (百万人民币)	3,765,600	4,819,968	5,851,546	6,950,910	8,131,285
营业收入 (百万元人民币)	158,273	250,266	376,737	522,565	718,397
营业收入增长率	56.5%	58.1%	50.5%	38.7%	37.5%
毛利率 (%)	62%	57%	45%	45%	46%
净利润 (百万元人民币)	43,675	64,093	56,581	82,487	106,992
净利润增长率	-38.9%	46.7%	-11.7%	45.8%	29.7%
净利润率 (%)	27.59%	25.61%	15.02%	15.79%	14.89%
EPA (美金/ADR)	2.58	3.69	3.24	4.72	6.12
P/E	62.9	42.8	48.5	33.3	25.7
P/B	8.6	6.3	5.2	4.2	3.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 18 日

### 估值方法及结果

由于阿里巴巴业务众多，因此我们采用分部估值法对公司进行价值评估。其中中国核心商业业务可以参考历史数据计算盈利水平，因此其合理价值使用相对估值法进行估算；包括蚂蚁金服、菜鸟网络、口碑/饿了么等大量下属板块由于难以获得内部数据且尚处于投入期，因此使用最新的一级市场融资交易市值进行市值估算；其他已上市业务按照最新二级市场收盘价进行市值计算。

根据我们计算，阿里中国核心商业业务市值 3815 亿美元（相当于 148.3 美元/ADR），阿里云 1043 亿美元（相当于 40.5 美元/ADR），其他包括菜鸟网络、蚂蚁金服等业务在内的子板块使用二级市场最新估值及一级市场最新融资估值进行价值计算，得出公司加总合理估值水平在 5996 亿美元，同时给予控股公司加总估值 5% 折价率，相当于 221 美元/ADR。

表 23: 阿里巴巴 SOTP 估值拆分

业务拆分	业务领域	市值 (百万 USD)	集团股权占比 (%)	归属集团市值 (百万美元)	相当于美元/股	备注
中国核心商业 (除饿了么、菜鸟)	电商服务	381,532	100.00%	381,532	148.3	取模型计算 2020 年营业利润, 根据中概股互联网大市值公司腾讯、百度、网易平均 2020 年 PE 21 倍计算
阿里云	云计算	104,281	100.00%	104,281	40.5	取模型计算 2020 年营业收入, 按 10X PS 计算市值
菜鸟网络	物流服务	15,600	51.00%	7,956	4.0	最近一级市场交易
蚂蚁金服	金融服务	150,000	33.00%	49,500	19.2	最近一级市场交易
口碑+饿了么	O2O	30,000	90.00%	27,000	1.5	最近一级市场交易
圆通快递	物流	4,538	11.10%	504	0.2	二级市场市值
百世快递	物流	1,910	28.20%	539	0.2	二级市场市值
滴滴出行	出行服务	56,000	8.50%	4,760	1.5	最近一级市场交易
微博	社交媒体	13,540	31.00%	4,197	1.5	二级市场市值
阿里健康	健康服务	10,317	46.00%	4,746	1.8	二级市场市值
阿里影业	大文娱	4,159	49.50%	2,059	0.8	二级市场市值
银泰商业	零售服务	4,000	73.70%	2,948	1.1	私有化市值
苏宁电器	零售服务	15,006	20.00%	3,001	0.0	二级市场市值
新加坡邮政	物流	1,900	14.40%	274	0.1	二级市场市值
PayTM	支付服务	9,800	20.00%	1,960	0.8	最近一级市场交易
陌陌	社交媒体	6,250	4.30%	269	0.1	二级市场市值
石基信息	IT 服务	4,212	13.10%	552	0.2	二级市场市值
三江购物	零售服务	924	9.30%	86	0.1	二级市场市值
高鑫零售	零售服务	9,523	36.20%	3,447	1.3	二级市场市值
<b>总计</b>				<b>599,610</b>	<b>233</b>	

资料来源: WIND、公司公告、路透社、纽约时报、光大证券研究所整理

注: 1/暂不计算目前尚在亏损的文娱类资产市值; 2/核心商业市值按历史利润率与中概互联网大市值公司平均市盈率计算估值。

## 5. 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

阿里巴巴仍然是我们目前在互联网大市值公司中最看好的标的。公司的组织能力与企业文化保证了公司在超过 8 万余人的规模下仍能保持旺盛的激情与战斗力; 新零售、云计算等前瞻性的业务布局为公司在未来 5-10 年的业务发展指明了道路; 弹性而高效的组织架构确保业务执行落地的效率。我们采取 SOTP 估值方法对公司进行分部估值, 得出公司合理估值水平在 5996 亿美元, 考虑到控股公司整体估值折价因素, 给予 5% 的折价率, 合理估值为 221 美元/ADR。首次覆盖给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1/ 宏观消费需求超预期恶化;
- 2/ 新零售业务推进进展低于预期;
- 3/ 云计算、大文娱等业务持续大幅亏损。

## 京东：资本投入期接近尾声，盈利能力或将好转

### 1. 国内“自营+POP”电商龙头

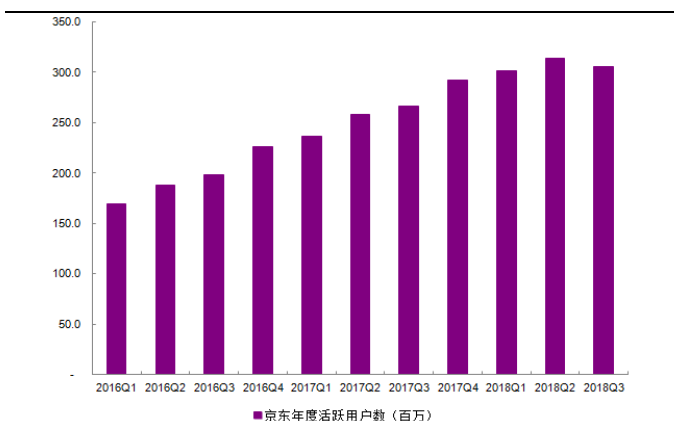
京东是国内电商行业“自营+POP”模式的代表。自从2004年开始京东商城上线以来，公司始终将用户体验放在优先考虑的位置，在价格体系紊乱、真假商品混杂、物流体验参差不齐的时代，通过正品低价、自建物流的方式获得了用户的信任。公司通过自营业务打造平台口碑，通过平台POP业务实现流量变现。截至2017年按照新口径计算公司加总GMV达到1.29万亿人民币，其中自营GMV占比53.8%，平台GMV占比46.2%。

### 2. Plus 付费会员体系挖掘高价值用户潜力

随着互联网流量红利接近尾声，公司通过付费会员体系挖掘高价值用户潜力。2018Q3公司活跃用户数首次出现环比负增长，由2018Q2的3.14亿下降至3.05亿；然而公司单用户年度消费额仍然持续增长，2018Q3公司单用户贡献年度GMV 5130元，环比继续增长9.3%。

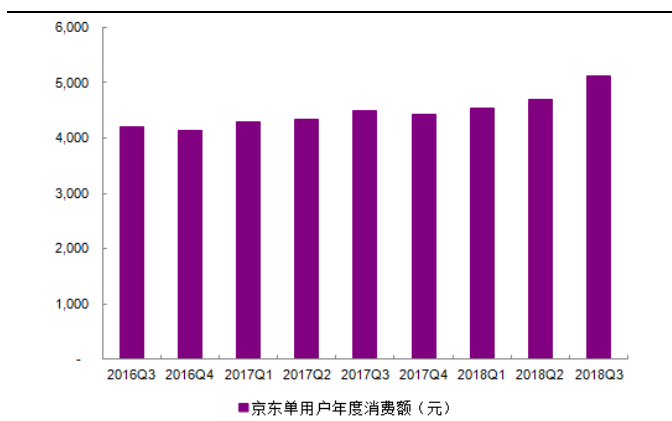
公司自2015年10月开始在国内电商行业中首先推出Plus会员产品，2016年5月开始大力推广，截至2018年9月Plus会员总规模超过1000万，续费率超过80%。根据国外Amazon等电商公司经验，付费会员制度能够大幅提升用户购买频次与平台粘性，预计以Plus会员为代表的用户精细化运营策略将成为未来公司GMV继续增长的主要动力。

图 121：京东活跃用户数 2018Q3 首次出现环比负增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 122：京东单用户年度消费持续增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

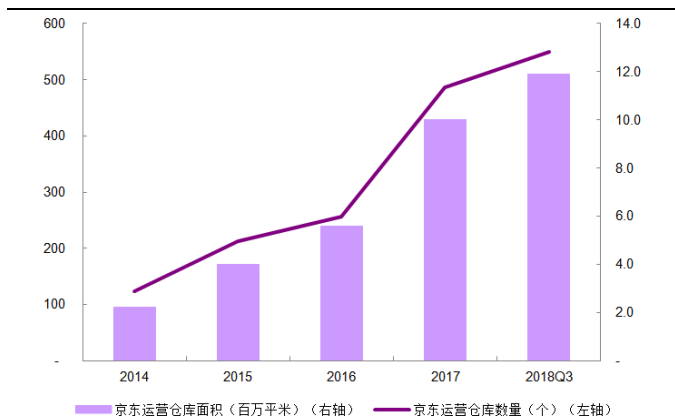
### 3. 重度投入期进入尾声，盈利能力将显著改善

2017-2018年是公司的重度投入期。

首先，物流体系仍然需要大量资金投入，公司物流仓储基础设施规模仍在大幅增长，公司2018Q3运营仓库面积1190万平方米，是2014年的5.4

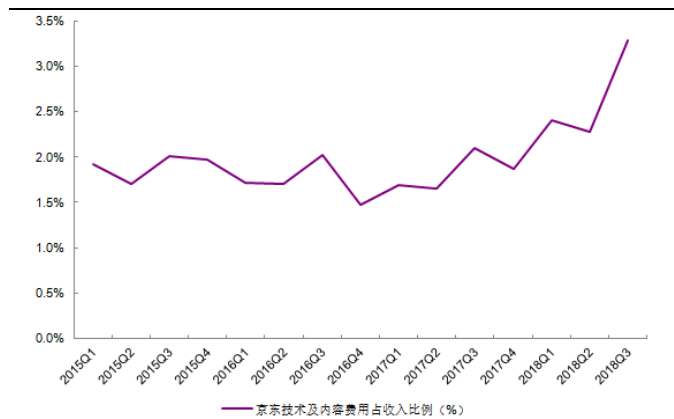
倍；其次，新零售大趋势促使公司加大新业态探索，对 7Fresh、无人商店等新兴零售场景和商业模式投入资源进行尝试探索，公司 2018 年技术及内容开支占收入比例提升至 3.3%，大幅高于过去 5 年中 1.4-1.8% 的投入水平。然而随着全国物流体系的逐渐完善以及 7Fresh 等新零售业态的日渐成熟，公司高强度资本投入期即将进入尾声，利润端将出现显著改善。

图 123： 2017 年开始公司仓库数量大幅增长



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 124： 京东 2018 年技术及内容开支占比大幅提升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

#### 4. 适应新零售趋势变化，组织架构新一轮调整

2018 年 12 月，京东宣布新一轮组织架构变动。在新的公司架构下，京东商城被划分为“前中后台”。其中前台部门包括平台运营业务部、拼购业务部、拍拍二手业务部、7Fresh 以及新通路业务部，针对不同用户需求和不同购物场景建立灵活、创新和快速响应的机制；中台部门包括了技术中台、数据中台以及 3C 电子及消费零售事业群、时尚居家平台事业群等，为前台业务运营和创新提供专业能力的共享平台职能。

在新零售时代用户需求的实时反馈和业务的针对性调整至关重要，京东顺应市场和行业变化的组织结构调整将使公司更灵活的适应消费者对用户体验的进一步升级。

## 5. 盈利预测及估值

### 盈利预测假设

#### ● 用户端

公司在 2019 年将加大低线下沉市场开拓力度，用户规模增速或将出现一定程度改善，我们预计公司年度活跃买家用户数量在 2018-2020 年分别为 3.28/3.55/3.83 亿，同比分别增长 12%/9%/8%。

#### ● GMV 端

公司 Plus 会员产品发展顺利，在增强核心用户平台粘性及消费频次方面取得了显著进展，我们预计公司单用户消费额继续增长，将在未来成为驱动公司 GMV 增长的主要因素，预计 2018-2020 年单用户年度消费额分别为 4956/5526/6051 元，由此计算公司年度 GMV 分别为 1.62/1.96/2.32 万亿，同比增长 25%/21%/18%，其中平台业务 GMV 占比分别为 50.3%、51.0%、51.4%。

#### ● 盈利端

随着公司重度投入期接近尾声，我们预计公司利润率水平将进入回升期，预计公司净利率水平由 2017 年的 -0.04% 提升 2018-2020 年的 0.11%/0.65%/1.17%。

表 24：京东关键指标预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年度活跃买家用户（百万）	226.60	292.50	327.60	355.45	382.82
YOY (%)	46%	29%	12%	9%	8%
年度新增活跃用户（百万）	71.60	65.90	35.10	27.85	27.37
单用户年度消费金额（元）	4,145	4,426	4,956	5,526	6,051
YOY (%)	8.8%	6.8%	12.0%	11.5%	9.5%
<b>GMV（百万）</b>	<b>939,200</b>	<b>1,294,500</b>	<b>1,623,695</b>	<b>1,964,306</b>	<b>2,316,536</b>
YOY (%)	59%	38%	25%	21%	18%
GMV-自营（百万）	531,081	696,417	807,235	962,510	1,135,102
占比 (%)	57%	54%	50%	49%	49%
YoY (%)		31%	16%	19%	18%
GMV-平台（百万）	408,119	598,083	816,461	1,001,796	1,181,433
占比 (%)	43%	46%	50%	51%	51%
YoY (%)		47%	37%	23%	18%

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

### 盈利预测结果

我们预计公司 2018-2020 年 GMV 分别为 1.62/1.96/2.32 万亿人民币；营业收入分别为 4560/5515/6530 亿人民币；净利润分别为 5/36/77 亿人民币，对应 EPA 分别为 0.05/0.36/0.76 美元/ADR。

表 25：京东盈利预测及估值

业绩预测和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
GMV (百万人民币)	939,200	1,294,500	1,623,695	1,964,306	2,316,536
营业收入 (百万人民币)	260,122	362,332	456,042	551,472	653,032
营业收入增长率	43.5%	39.3%	25.9%	20.9%	18.4%
毛利率 (%)	15%	14%	15%	16%	15%
净利润 (百万人民币)	-3,807	-152	488	3,609	7,660
净利润增长率	NA	NA	NA	639.5%	112.2%
净利润率 (%)	-1.46%	-0.04%	0.11%	0.65%	1.17%
EPA (美金/ADR)	-0.40	-0.02	0.05	0.36	0.76
P/E	-61.4	-1538.0	479.0	64.8	30.5
P/B	6.84	4.46	4.42	4.13	3.64

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 1 月 18 日

### 估值方法与结果

在过去很长一段时间内，京东为了保证良好的用户购物体验，将大量资源投入于物流基础设施建设方面，因此虽然公司 2017 年 GMV 总规模已经超过 1.3 万亿人民币，但仍然未能实现规模化盈利；随着公司 2018 年公司在物流和新零售等领域重度投入进入尾声，从 2019 年开始公司盈利能力或将出现趋势性好转；公司实现规模化盈利仍然存在不确定性，因此我们用 DCF 估值方法对公司进行价值估算。

在 DCF 估值方面，我们做出如下假设。

1、长期增长率：由于京东已经成为了国内电商行业中高品质购物体验的代表，因此我们在长期维度中假设京东业绩增速将逐渐向居民消费增速靠拢，因此长期增长率我们取值 5%；

2、目标资本结构：由于公司资产负债率已经由最高点的 75% 逐步下降至目前的 62%，随着资本投入期逐渐进入尾声公司资产负债率或将进一步下降，我们假设公司目标资本结构为 D/V=50%；

3、税率：我们假设公司未来税率为 30%。

按照以上假设，根据绝对估值法计算出公司的公允价值在 26.76 美元/ADR。



表 26：绝对估值关键性假设

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	5.00%
无风险利率 Rf	3.00%
$\beta$ (levered)	3.15
Rm-Rf	6.00%
Ke(levered)	21.90%
税率	30.00%
目标资本结构	50.00%
WACC	12.00%

资料来源：光大证券研究所

表 27：京东 FCFF 估值详情

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-56,482	-20.16%
第二阶段	94,111	33.59%
第三阶段 (终值)	242,540	86.57%
企业价值 AEV	280,169	100.00%
减：少数股东权益 (市值)	348	-0.12%
减：债务价值	11,175	-3.99%
总股本价值	268,645	95.89%
股本 (百万 ADR)	1,478	
每 ADR 价值 (美元)	<b>26.76</b>	
PE (2020E)	30.05	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 28：京东 DCF 敏感性分析 (美元/ADR)

		长期增长率				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
WACC	11.0%	30.0	32.2	34.8	37.8	41.4
	11.5%	26.6	28.4	30.4	32.9	35.7
	12.0%	23.6	25.1	26.8	28.7	31.1
	12.5%	20.9	22.2	23.6	25.3	27.1
	13.0%	18.6	19.7	20.9	22.3	23.8

资料来源：光大证券研究所

## 6. 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年 GMV 分别为 1.62/1.96/2.32 万亿人民币；营业收入分别为 4560/5515/6530 亿人民币；净利润分别为 5/36/77 亿人民币。预计公司从 2019 年开始重度投入期将接近尾声，盈利能力或将出现显著改善，我们用 DCF 估值方法对公司进行评估，目标价 26.8 美元/ADR，首次覆盖给予“增持”评级。

## 7. 风险提示

- 1/ 活跃用户规模加速下滑；
- 2/ 新零售等电商新业态长期持续亏损，盈利模式无法验证；
- 3/ 组织架构变动效果低于预期，公司业务协同出现混乱，高管因诉讼无法正常履职。

## 唯品会：期待与腾讯/京东合作继续深入

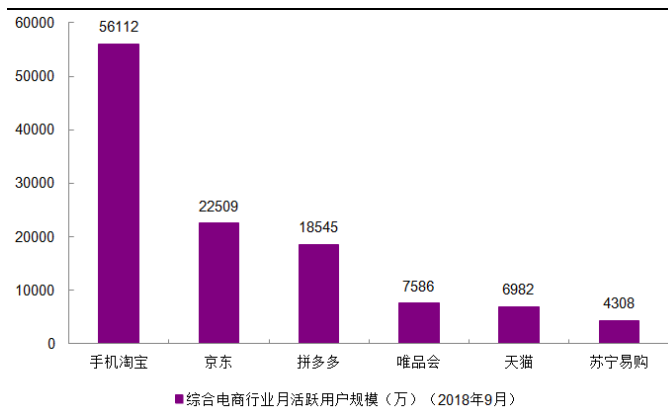
### 1. 正品特卖定位与优质用户体验构成公司护城河

公司正品特卖的细分领域定位与多年以来打造的优质用户体验构成了区别于竞争对手的护城河优势。

公司从 2008 年开始以“闪购特卖”起家，通过长期在特卖领域积累的运营能力和供应链优势，成为了国内特卖电商领域的龙头；同时，公司通过自建物流等方式持续改善用户体验，积累了大量忠实用户群体。

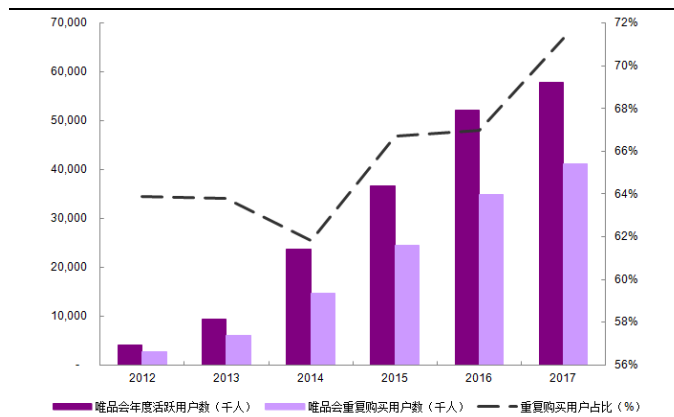
从用户粘性数据可以看出公司的竞争优势。公司从 2017 年开始重复购买用户增速始终高于季度活跃用户增速；截至 2018Q3 公司重复购买用户占比达 85%。虽然随着互联网流量红利接近尾声，活跃用户增速趋缓，但公司依靠优质用户体验吸引的重复购买用户资源是公司持续发展的基础。

图 125：按用户数唯品会在国内电商行业排名第四



资料来源：Questmobile、光大证券研究所

图 126：唯品会重复购买用户比例持续提升



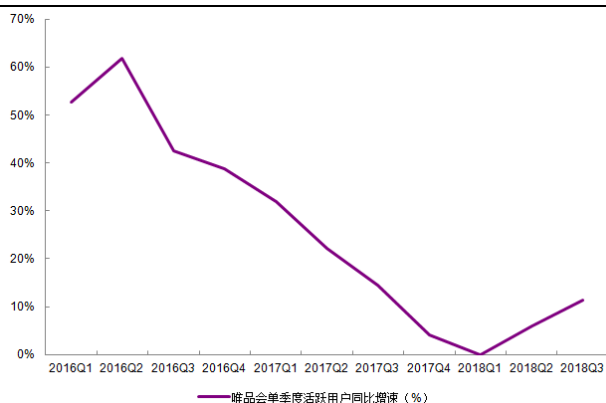
资料来源：公司公告、光大证券研究所

### 2. 与腾讯/京东合作继续深入，新增用户持续释放潜在价值

公司在 2018 年与腾讯/京东达成战略合作，此后腾讯/京东持续增持公司股份，截至 2018 年底腾讯与京东占股比例分别达到 7.8% 与 5.5%。目前唯品会占据了微信支付九宫格位置之一，并在京东商城中开设旗舰店。与腾讯/京东的合作为唯品会新增用户增长方面带来了有效帮助，2018Q2-Q3 公司季度活跃用户同比增速连续两个季度出现回升，公司披露目前超过 20% 的新用户来自腾讯与京东平台，显示战略合作出现初步效果。

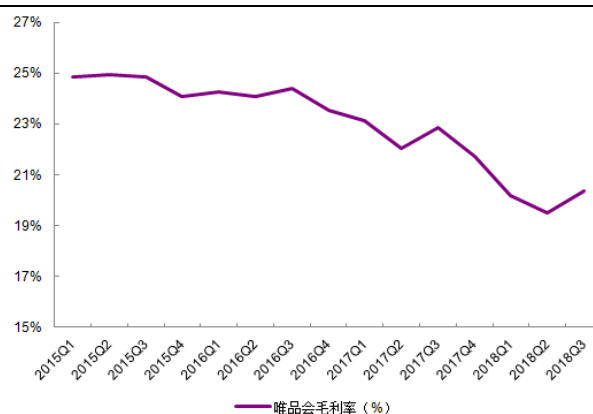
然而从腾讯/京东等渠道导入的新用户在购买频次与客单价方面与公司老用户相比仍然存在较大差距；随着战略合作的不断加深以及用户潜力的继续开发，新增用户的潜在价值或将持续释放。

图 127：唯品会单季度活跃用户同比增速出现回升



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 128：2017-2018 年唯品会毛利率承压



资料来源：公司公告、光大证券研究所

### 3. 回归服饰主业，盈利能力将出现好转

自从公司 2014 年通过投资乐蜂网、辣妈帮等垂直电商开始进入美妆、母婴等领域开始，公司就不断试图在具备竞争优势的服饰品类之外寻求突破。截至目前公司围绕高质量女性用户群体又拓展了包括奢侈品、家具生活、小家电等多个品类。

品类拓展在一定程度上拖累了原有的优势，公司从 2017 年开始毛利率水平出现持续下降，截至 2018Q3 公司毛利率水平 20.4%，与 2017 年底相比下降了 1.4pct，与 2016 年底相比下降了 3.2pct。2018 年中，公司提出调整选品战略，减少低毛利、标准化商品的投入，回归品牌服饰等时尚相关类目，预计利润率水平将出现好转。

### 4. 盈利预测与估值

#### 盈利预测假设

##### ● 用户端

随着唯品会与腾讯/京东战略合作的继续深入，流量合作带来的新用户增长将在 2019 年继续，我们预计公司季度活跃买家用户数量在 2018-2020 年分别为 3146/3334/3401 万人，同比分别增长 10%/6%/2%。未来公司用户规模增长将进入尾声，充分挖掘存量用户价值将成为业务运营的主题。

##### ● 收入与利润

由于在特卖电商中公司始终为用户提供优质的用户体验，因此复购率及客单价的提升将驱动单用户消费金额继续增长。我们预计公司单用户年度消费金额在 2018-2020 年分别为 1551/1777/1897 元。

随着公司回归优势服饰品类，减少非核心的标准化产品线，预计公司毛利率水平或将出现回升，我们预计公司 2018-2020 年毛利率分别为 20.3%/21.0%/21.3%。

表 29: 唯品会关键数据预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
季度活跃买家用户 (百万)	27.5	28.6	31.46	33.34	34.01
YoY (%)	39%	4%	10%	6%	2%
单用户年度消费金额 (元)	1,086	1,261	1,551	1,777	1,897
YOY (%)	-1.2%	16.1%	23.0%	14.6%	6.7%

资料来源: 公司公告、光大证券研究所预测

### 盈利预测结果

根据上述核心假设, 我们预计公司 2018/2019/2020 年营收分别为 891/1053/1115 亿人民币, 净利润分别为 17/19/22 亿人民币, EPA 分别为 0.43/0.49/0.54 美元/ADR。

表 30: 唯品会盈利预测及估值

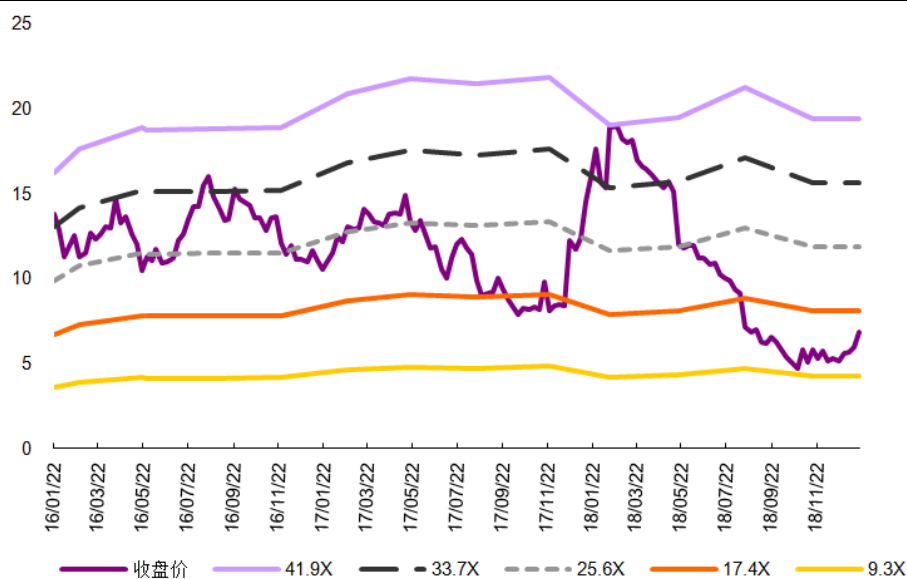
业绩预测和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万人民币)	56,591	72,912	89,097	105,363	111,529
营业收入增长率	40.8%	28.8%	22.2%	18.3%	5.9%
毛利率 (%)	24%	22%	20.3%	21.0%	21.0%
净利润 (百万人民币)	2,037	1,950	1,707	1,939	2,164
净利润增长率	28.1%	-4.3%	-12.4%	13.5%	11.6%
净利润率 (%)	3.60%	2.67%	1.92%	1.84%	1.94%
EPA (元美金)	0.52	0.49	0.43	0.49	0.54
P/E	14.4	15.1	17.2	15.1	13.6
P/B	5.1	2.1	1.8	1.7	1.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 1 月 18 日

### 估值方法与结果

由于唯品会持续多年盈利, 但用户规模及增速在行业中远小于阿里/京东等标杆公司, 因此在中概股互联网板块中难以找到合适的可比标的。然而公司上市时间较长, 积累了较长周期的 PE 估值数据, 因此我们采用公司历史 PE band 对公司进行估值判断。公司从 2016 年开始结束高速增长阶段, 营收增速降至 40% 以内, 从 2016 年开始公司 PE band 在 9.3-41.9X 之间, 考虑到未来公司业绩增速仍有继续下行风险, 我们给予公司 2019 年 12 倍估值, 目标价 5.88 美元。

图 129: 唯品会历史 PE band



资料来源: Wind、光大证券研究所

## 5. 投资建议: 首次覆盖给予“中性”评级

公司正品特卖的分领域定位与多年以来打造的优质用户体验构成了区别于竞争对手的护城河优势。随着与腾讯/京东战略合作的不断加深以及用户潜力的继续开发,新增用户的潜在价值或将持续释放;2018年中开始公司回归优势品类,减少低毛利、标准化产品线投入,盈利能力或将出现回升。然而考虑到电商行业竞争或将加剧,阿里京东等龙头公司优势或将继续加强,公司未来业绩增速仍有继续下行风险,我们根据公司历史 PE band 给予公司 2019 年 12 倍估值,目标价 5.88 美元,首次覆盖给予“中性”评级。

## 6. 风险提示

1/ 宏观消费需求超预期下行; 2/ 腾讯/京东等战略同盟合作效果不达预期; 3/ 活跃用户持续流失,存量用户粘性下降; 4/ 电商行业竞争加剧,毛利率水平持续下滑。

## 附录：阿里巴巴业务板块估值详情

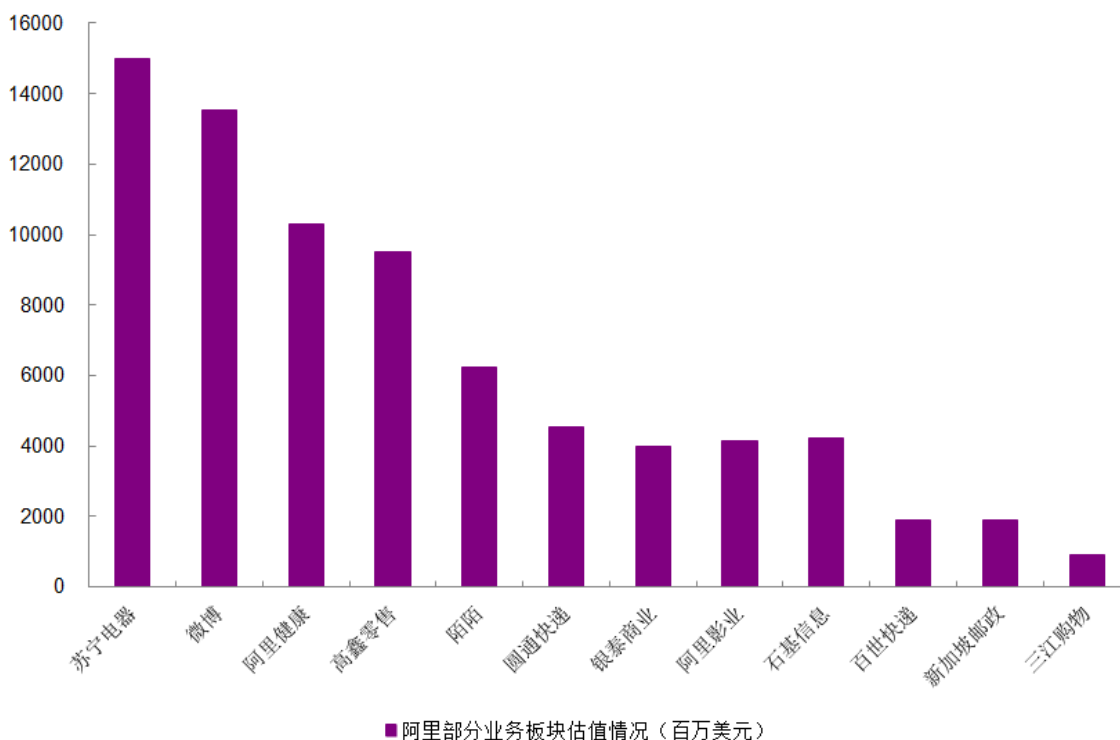
表 31：阿里巴巴部分业务板块估值情况（未上市业务板块，按最近一级市场交易计算估值）

	最新一轮融资额	总估值	最新一轮融资时间	资料来源	相关网址
菜鸟网络	53 亿人民币	156 亿美元	2017 年 9 月	纳斯达克	<a href="https://www.nasdaq.com/article/alibaba-raises-cainiao-stake-accelerates-new-retail-efforts-cm851185">https://www.nasdaq.com/article/alibaba-raises-cainiao-stake-accelerates-new-retail-efforts-cm851185</a>
蚂蚁金服	140 亿美元	1500 亿美元	2018 年 6 月	路透社	<a href="https://www.reuters.com/article/us-ant-financial-fundraising-idUSKCN1J407Y">https://www.reuters.com/article/us-ant-financial-fundraising-idUSKCN1J407Y</a>
口碑+饿了么	40 亿美元	300 亿美元	2018 年 9 月	路透社	<a href="https://www.reuters.com/article/us-alibaba-local-services-fundraising-iduskcn1nd0ge">https://www.reuters.com/article/us-alibaba-local-services-fundraising-iduskcn1nd0ge</a>
滴滴出行	40 亿美元	560 亿美元	2017 年 12 月	纽约时报	<a href="https://www.nytimes.com/2017/12/21/business/dealbook/didi-chuxing-softbank-uber.html">https://www.nytimes.com/2017/12/21/business/dealbook/didi-chuxing-softbank-uber.html</a>
PayTM	4.45 亿美元	19 亿美元	2018 年 4 月	路透社	<a href="https://www.reuters.com/article/us-softbank-group-paytmecommerce-stake/softbank-alibaba-to-invest-445-million-in-indias-paytm-e-commerce-idUSKCN1H91NS">https://www.reuters.com/article/us-softbank-group-paytmecommerce-stake/softbank-alibaba-to-invest-445-million-in-indias-paytm-e-commerce-idUSKCN1H91NS</a>

资料来源：各新闻网站、光大证券研究所整理

注：菜鸟网络总估值按美元/人民币 6.8 汇率换算

图 130：阿里巴巴部分业务板块估值情况（已上市业务板块，按最新二级市场收盘价计算市值）



资料来源：Wind、光大证券研究所；股价均取自 2019 年 1 月 18 日收盘价

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	鹿舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
		王涵洲		18601076781