

## 证券研究报告/专题研究报告

商社

2023年04月4日

**评级：增持（维持）**

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

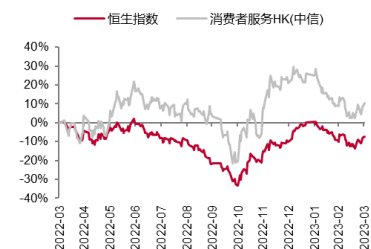
Email: huangfuxh@zts.com.cn

研究助理：苏畅

Email: suchang@zts.com.cn

**基本状况**

上市公司数 35  
 行业总市值(百万元) 2,512,89  
 行业流通市值(百万元) 980027

**行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 为什么抖音难以撼动美团的到店业务？——美团系列专题研究之一（2022.8.2）
- 2 为什么外卖平台是比电商平台更好的商业模式？——美团系列专题研究之一（2022.2.6）
- 3 互联网反垄断专题（上）：回归理性，包容审慎（2021.10.10）
- 4 互联网反垄断专题（下）：回归核心，本立道生（2021.10.10）
- 5 中国电商集中度变化的经济学逻辑——中美电商产业链系列研究之二（2021.6.05）
- 6 从中美经济地理，看京东物流的定位与挑战——中美电商产业链系列研究之一（2021.5.20）

**重点公司基本状况**

简称	股价	EPS				PE				评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
美团-W	142.0 港元	-1.1	2.3	5.9	10.7	-114.5	52.7	20.6	11.5	买入
阿里巴巴-SW	96.9 港元	2.9	4.5	5.3	6.6	45.3	30.9	20.1	16.6	买入
京东集团-SW	163.2 港元	3.3	4.8	7.4	8.9	20.6	17.8	11.4	8.3	买入
拼多多	76.4 美元	6.2	7.2	11.3	15.5	29.4	19.4	16.4	13.1	买入

备注 股价截取日为 2023.4.03；美元汇率取 6.88，港元汇率取 0.88

**投资要点**

- **核心观点：**本篇报告试图探讨一个较为长期的问题——“内卷”后的中国电商产业将走向何方。我们理解这个问题的关键点在于“渠道品牌”框架，借助这一框架，我们得以理解什么样的电商企业能够在“内卷”后真正进化，持续创造消费者价值与股东回报。
- **中国电商难以形成供给侧效率优势，这是行业格局走弱的根源。**在中国，一整套完善且公用的物流基数设施，及特有的“平台主义”使得电商平台无法在供给侧形成效率优势，只能聚焦于用户注意力经营，而信息匹配的负规模经济是平台走向分化的内因。这是当前在流量红利消失后，中国电商竞争加剧的根源。而在美国，用户侧的注意力经营无法克服基础设施的效率差异，因此行业的格局稳定，且电商中，成熟的零售公司占比比较高。
- **用户“心智成本”的存在使得渠道存在形成品牌的可能，在需求侧形成用户粘性。**品牌的本质是消费者利用单一的品牌符号替代复杂的产品信息，降低心智（决策）成本。随着信息的持续膨胀，渠道也有望形成品牌——承担更多信息价值，对于消费者而言这是简化信息传递的方式，对于零售企业而言这是形成企业护城河的手段。
- **在供给侧，渠道品牌化也创造了优化效率的机会。**在产品品牌较强的商品上，渠道能够传递的信息量有限，且这些品牌商品的定价受到庞大的经销网络的掣肘，渠道能够实现的供给侧效率优化有限。但在产品品牌较弱的商品上，渠道存在较大的机会。从欧美、日本的零售变革看，利用消费者对渠道的认知，替代对大量商品品牌的认知，进而实现工厂与消费者的直连，提升流通效率是大势所趋。
- **线上渠道品牌化已经有过多次的尝试，其成功的前提较为苛刻。**网易严选、南极电商、凡客、名创优品...本质上都是渠道品牌探索的案例。除了线下的细分赛道外，多数企业在探索线上渠道品牌模式时，都遇到了较大的挑战。我们认为核心的问题有两个：（1）在线上，竞争是无边界的，需要较大的初始规模提供稳定、低价的获客方式；（2）中国碎片化的供给侧，使得企业需要较大的初始数据，筛选供应商，并建立议价能力。因而，线下渠道品牌可以稳扎稳打，而线上渠道品牌的入场券集中于寡头，注定稀缺。
- **拼多多当前的生态位较优，但却并非进化的终点。**拼多多当前的生态位优势明显，相对其他寡头电商平台而言：拼多多以非标、弱产品品牌的品类为主，具有更大的价值链延伸机会，且当前已经形成了一定用户心智；拼多多相较于南极电商、网易严选等渠道品牌探索企业而言：（1）坐拥庞大的流量入口；（2）拥有庞大的数据反馈，未来供应链延伸更为从容。我们认为，在未来的电商竞争分化中，拼多多是最有望沿着渠道品牌方向进化的企业，但当前形态并非进化终点。
- **走向进化终点，拼多多至少还有三步迭代。**当前的拼多多，虽然在电商中站位较优，但其护城河深度尚不足以在激烈的竞争中独善其身。长期而言，拼多多至少需要三步迭代，完成渠道品牌的进化，加固其护城河：（1）平衡处理品牌化升级的诱惑，做时间的朋友；（2）超越平台形态，在部分品类上做重供应链；（3）以前两步为基础，完成需求侧会员体系与供给侧规模经济的正反馈闭环。这是一个长期、具备挑战的过程，既考验能力，也考验企业价值观，但却是一个走出“内卷”的真正的蓝海。
- **风险提示事件：**（1）信息滞后风险；（2）计算假设风险。

## 内容目录

<b>1、从规模经济到渠道品牌</b>	<b>- 4 -</b>
1.1 美国电商竞争看供给侧，中国电商竞争看需求侧	- 4 -
1.2 需求侧的渠道品牌，有望成为分化的起点	- 6 -
<b>2、渠道品牌的生物学基础与实现难度</b>	<b>- 7 -</b>
2.1 品牌是在信息冗余时，降低心智成本的重要方式	- 7 -
2.2 产业链价值切分：产品品牌与渠道品牌	- 9 -
2.3 渠道成为品牌的战略矛盾	- 10 -
2.4 克服战略矛盾：转向买方付费的 Costco	- 12 -
<b>3、“拼多多们”在渠道品牌方向的探索</b>	<b>- 14 -</b>
3.1 历史：设想与现实	- 15 -
3.2 当下：拼多多的生态位	- 16 -
3.3 远方：真正的“飞轮”	- 19 -
<b>风险提示</b>	<b>- 23 -</b>
信息滞后风险	- 23 -
计算假设风险	- 23 -

## 图表目录

图表 1: 除亚马逊外, 美国电商以传统零售企业为主(2022)	- 5 -
图表 2: 沃尔玛的市场份额快速超过 eBay	- 5 -
图表 3: 履约与信息成本不同的规模经济, 驱动电商集中度变化	- 6 -
图表 4: 中国的电商格局由集中重新分化	- 6 -
图表 5: 电商企业在公开表达中均提及“心智”的概念	- 7 -
图表 6: 卡尼曼提出的思维模式的系统 1 VS 系统 2	- 8 -
图表 7: 品牌价值强度与心智成本、决策不当成本的关系	- 9 -
图表 8: 工业化后品牌成为信息筛选的手段	- 9 -
图表 9: 19 世纪末 20 世纪初集中诞生的西方品牌	- 9 -
图表 10: 消费决策的变化过程: 产品, 品牌-产品, 渠道-品牌-产品	- 10 -
图表 11: 电商追求规模/全品类过程中遇到的两股相反的力量	- 11 -
图表 12: 市场规模, 是规模经济的敌人	- 12 -
图表 13: Costco 的毛利率极低	- 13 -
图表 14: Costco 利润基本来自会员费	- 13 -
图表 15: Costco 维持极高的续卡率	- 13 -
图表 16: Costco 净利率、ROE 均高于沃尔玛	- 13 -
图表 17: 波动的需求曲线对应高产能闲置率	- 13 -
图表 18: 平滑的需求曲线对应低产能闲置率	- 13 -
图表 19: 南极电商 GMV 规模及增速	- 15 -
图表 20: 南极电商收入/利润在 2020 年后有所下滑	- 15 -
图表 21: 拼多多水果生鲜占比较高	- 17 -
图表 22: 拼多多白牌商品占比较高	- 17 -
图表 23: 生鲜购买频次高, 易形成消费者粘性	- 17 -
图表 24: 拼多多产业链价值相对更高	- 18 -
图表 25: 拼多多的 take rate 快速提升	- 18 -
图表 26: 拼多多的销售费用支出强度减弱	- 19 -
图表 27: 但消费者支出强度仍处于上升期	- 19 -

中国电商行业当前的“内卷”，放在零售行业历史上来看，并不特殊。作为渠道生意，在从线下到线上的新旧模式转换期可以享受高利润率红利，而在新模式成型后的竞争中，则需要回归到最朴素的效率逻辑，来衡量竞争优势。

作为中美电商产业链系列报告的第三篇，我们本篇报告试图思考中国电商平台在竞争加剧后，未来的进化路径。我们认为，在“内卷”的竞争中，中国的电商平台最终可能会走向两个完全不同的方向：一种继续行使广告媒体的职能，这是一种卖方利益导向的生态；另一种是逐渐进化为真正的零售企业，行使买方利益中介的职能。

第一种方向，是中国电商平台历史模式的延续，而当平台间竞争加剧，这种生态的脆弱性便体现出来。本文主要探讨的是第二种方向，即电商平台是否可以更像一个“零售企业”，而非一个“广告媒体”，是否能够获得更为稳定、持久的竞争优势。同时，我们认为过去的电商广告（过桥费）是过度繁荣的，随着寡头之间的竞争，市场规模可能停滞增长，甚至出现一定程度的萎缩，这也将倒逼电商平台的进化与迭代。

第一章，我们回到中美经济地理与供给侧结构，回顾中国电商竞争为什么主要侧重于需求侧；

第二章，我们从“渠道品牌”的概念和底层逻辑，理解零售企业如何通过需求侧的进化，获得稳定竞争优势，并进一步反过来提升供给侧效率差异；

第三章，我们通过不同类型商业模式的案例，探讨为什么在“渠道品牌”的进化中，一些商业创新未能获得预想的效果，为什么拼多多当前的生态位是最有可能沿着“渠道品牌”路径进化的生态位。

## 1、从规模经济到渠道品牌

本章是对我们本系列报告一、二的回顾与本篇报告探讨问题的客观前提陈述。

整体而言，中国的电商作为零售行业进化的主力军，其当前的发展阶段仅部分完成了供给侧的效率提升，走过了快速替代线下模式的红利期。由于中美经济地理的差异，中国电商供给侧效率提升主要由社会化物流完成，未能沉淀为个别企业独占的差异化设施，中国电商因而被迫进入需求侧竞争的内卷阶段。

### 1.1 美国电商竞争看供给侧，中国电商竞争看需求侧

**美国电商的竞争取决于供给侧基础设施效率。**

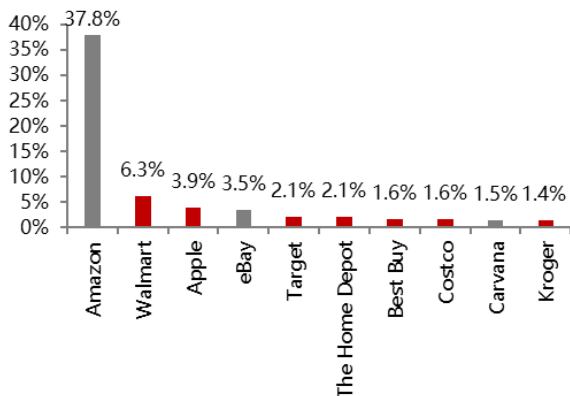
在系列报告一《从中美经济地理，看京东物流的定位与挑战》中，我们已经阐述了中美经济地理与电商物流体系的不同。这种不同，可以用来解释：为什么美国直播电商远不如中国发达；为什么美国电商运营不如中国讲究流量和用户时长。其本质原因在于：用户侧的注意力经营无法



克服独占的基础设施的效率差异。

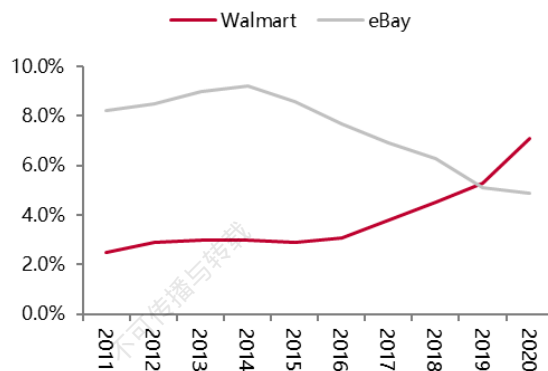
亚马逊独占物流体系产生的规模经济，使其在电商领域无往不利。老牌零售公司沃尔玛利用自己的供给侧效率优势，也快速拉平、甚至反超了平台型电商 eBay 的先发优势。在这种基础条件差异下，美国电商的格局稳定，且电商中，成熟的零售公司占比较高。截止 2022 年，前 10 大电商中，有 7 家是传统零售企业（含 Apple）。

**图表 1：除亚马逊外，美国电商以传统零售企业为主 (2022)**



来源：eMarketer 中泰证券研究所

**图表 2：沃尔玛的市场份额快速超过 eBay**



来源：Euromonitor 中泰证券研究所

而中国，一整套完善且公用的基础设施，及品牌商对供应链的强把控，使得电商只能聚焦于用户侧运营，争夺用户注意力以促成交易。

物流基础设施的第三方化，使得中国电商龙头难以在基础设施效率上产生差异化的领先。淘宝开始崛起时，通达系快递作为第三方物流设施，快速催熟中国的电商市场，但同时也使得任何电商参与者在物流效率上基本处于同一起跑线。后续京东虽然缔造了类似亚马逊的自营物流体系，但由于经济地理的差异（中国制造业高度分散，且与主要消费人口集中在东南沿海，干线运输距离较短——详见系列报告一），其成本显著高于通达系快递，京东走向中高端利基市场，未能实现大众消费的进一步降本增效。

中国历史上市场化流通环节的缺位还带来了另一个路径依赖问题：品牌商通常完整掌握全供应链环节，进一步限制了零售商在供应链积累经验/效率优势的空间：

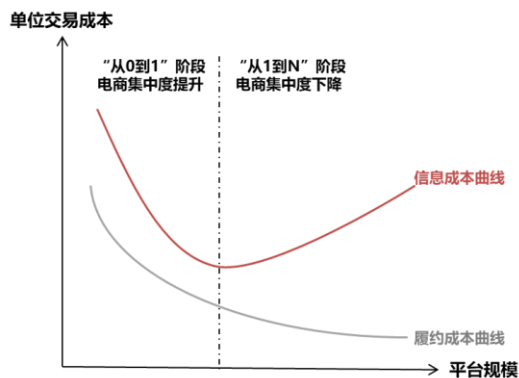
1980s 起计划流通体系解体，而由于种种原因（包括当时的“三多一少”的流通体制改革指导原则等），市场化的大流通体系未能建成，各行业/公司为了加强自控能力、抢占市场份额，纷纷开辟渠道进行商品流通和销售<sup>1</sup>。因而从百货到超市，从线下到线上，“引厂进店”、让品牌商自己经营一直是中国零售的特色，零售企业扮演的角色几乎仅限于地产商。这种历史路径使得零售平台之间的竞争更为同质化。

在基础设施与供应链经营难以产生差异化的大零售背景下，中国电商在

<sup>1</sup> 晁钢令：对中国商品流通体制重大变革的评价与思考

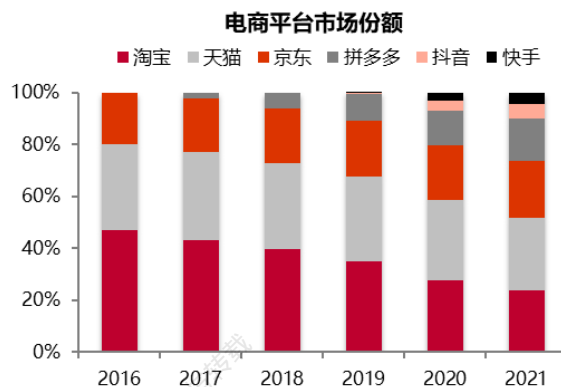
这一阶段的竞争要素自然向需求侧的流量聚焦，争夺用户的注意力。而流量天然易变的，信息成本并不是完全规模经济的，导致电商行业在发展的 20 年内，经历了先集中、再分散的格局，竞争优势并不稳固（详见系列报告二）。

**图表 3：履约与信息成本不同的规模经济，驱动电商集中度变化**



来源：中泰证券研究所

**图表 4：中国的电商格局由集中重新分化**



来源：公司公告、36 氪、中泰证券研究所 备注：我们以以上平台的 GMV 和，作为市场总额

## 1.2 需求侧的渠道品牌，有望成为分化的起点

平台型的商业，一旦进入相互交叉的市场，竞争强度会远高于线下。（1）成本曲线相近：对于轻资产的平台型寡头而言，双边网络效应具备较强的进入壁垒，但一旦突破了初始的规模门槛，在巨大的行业规模面前参与者的成本曲线是趋同的；（2）无边界的竞争：线上经营带来前期的快速扩张也会导致无处防守，线下还有一城一池之说，线上市场没有明显的边界，格局较难进入均衡状态。

“内卷”后的三种可能。不可避免的是，在这一阶段，红利的钱越来越难赚，行业面临整体利润率的下降。我们更希望思考的是，在“内卷”之后，中国电商行业会走向何方。

通常来说，高强度的寡头竞争后，将出现两种可能：竞争之后形成合作博弈、竞争之后出现阶段性的资本出清。但第一个种可能，在线上缺乏边界的背景下较难达成（货架空间是充分的，数据算法是隐秘的，对手之间难以形成完全信任）；第二种可能，在既定的资金雄厚的寡头格局下也较难达成。

我们希望探讨第三种可能：竞争之后，企业通过分化，同时创造消费者价值与股东价值——而这种分化的“救命稻草”，我们认为可以用“渠道品牌”的整体框架来理解。

渠道品牌：向需求侧，是降低消费者认知成本的手段；向供给侧，是进一步提升生产端效率的有效途径，二者结合有望构筑竞争优势，同时创造消费者价值和股东价值。

从消费者的信息处理角度看，存在建立“渠道品牌”的可能性。无论是线下零售还是电商，货架实质上都是有限的，商品的信息量在高速膨胀，而大脑所能处理的信息是有限的，这使得消费者处理信息的认知成本大幅提高。在时间价值提升的背景下，这个问题变得尤为明显。这既是产品品牌的机遇，也是渠道品牌的机遇。渠道在这一步进化中，有望形成稳定的筛选标准，降低消费者的选择成本，进而形成用户粘性。

正如巴里·施瓦茨在《选择的悖论》中提到：“我们要面对的选择不断增加，需要评估的信息也在相应增长，我们发现自己越来越依赖那些二手资料，而不是一手的个人经验”。

从供给侧看，“渠道品牌”有望实现真正的生产与流通效率的提升。虽然中国电商已经推动渠道履约效率走向极致（极低的快递成本），但由于中国在生产端的制造业、农业依然处于相对碎片化，流通环节多层级的格局，生产端仍有通过集中提升效率的空间。若电商通过渠道品牌实现了稳定的需求群体与需求体量，便有可能通过降低供应链波动性，提升上游生产端的效率。这种生产效率的提升和规模经济，也将进一步巩固企业在需求侧的“渠道品牌”竞争优势的稳定性。

## 2、渠道品牌的生物学基础与实现难度

我们在系列报告二中定义了零售中的“信息成本”这一概念。“渠道品牌”的背后支撑力就是“信息成本”，而“信息成本”的更底层约束力，是“心智成本”。电商企业在交流时也常常提到“心智”一词，而我们这里强调的“心智成本”需要更严格的定义，目的是理解“品牌”的价值来源。既然“渠道品牌”是我们框架的核心概念，我们借鉴认知心理学领域已经比较成熟的研究，来更为系统地理解这一逻辑。

图表 5：电商企业在公开表达中均提及“心智”的概念

公司	内容
阿里巴巴	纵观今天的电商格局，其实电子商务的定义也在演化。今天市场上存在多种不同形态的电商模式。你只要有一些流量，有用户，就可以依托可公开获得的第三方支付，物流、快递等解决方案，来开展电商业务，这是任何人都可以尝试去做的。 <b>但我们始终坚信，淘宝的优势在于用户心智</b> ，对所有用户而言，淘宝是一个纯粹的消费目的地。
拼多多	一个企业要发展，最核心还是要回到自身，理解自身存在的价值和目的是什么……拼多多希望为用户提供柴米油盐酱醋茶这样的服务，这是和其他电商企业存在差别的地方。 随着拼多多用户达到现有的规模， <b>如何能够更好的服务他们、进一步加深他们对拼多多的信任和心智是我们工作的重心。</b>
京东	我们比较关注有质量的增长， <b>包括获得消费者的心智，扩大市场份额</b> ，关注利润率和现金流的健康。

来源：阿里巴巴投资者关系、钛媒体、新浪财经 中泰证券研究所

### 2.1 品牌是在信息冗余时，降低心智成本的重要方式

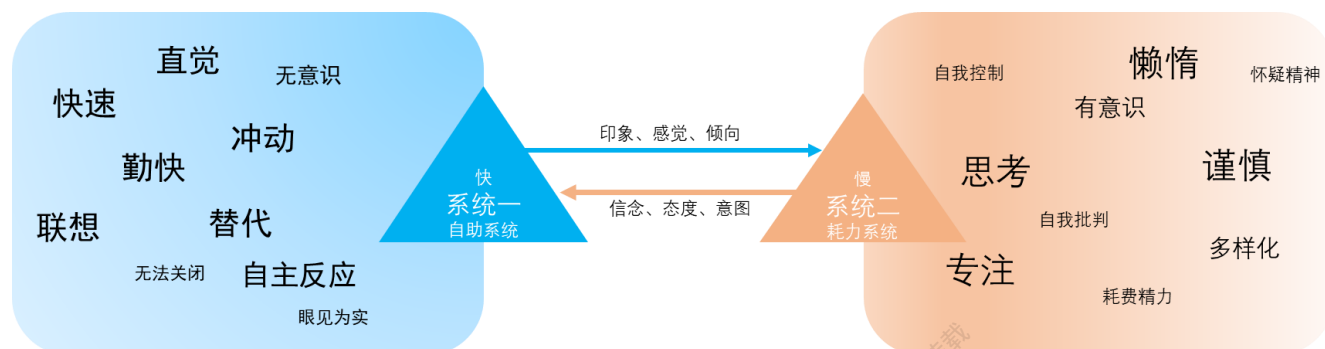
对于品牌心智（无论是产品，还是渠道）的探讨，本质上是对人类认知模式的分析，对此包括丹尼尔·卡尼曼（2002 年诺贝尔经济学奖获得者）、史蒂芬·平克在内的行为经济学家、认知心理学家提出的有限理性、心智成本理论是一个很好的出发点。

什么是认知意义上的心智？心智是由若干计算器官组成的系统，用于处

理信息，产生认知，并做出决策<sup>2</sup>。

心智是一种稀缺的计算资源，心智成本主要来自：（1）信息收集、处理成本；（2）计算/决策成本。人是“认知的吝啬鬼”，在运用这种资源时存在节约的倾向，因此人们通常处在卡尼曼所说的“系统 1”模式：在无意识且快速的，不怎么费脑力的思维模式下进行决策。

图表 6：卡尼曼提出的思维模式的系统 1 VS 系统 2



来源：思考快与慢、简书<sup>3</sup> 中泰证券研究所

对心智节约使用的倾向是品牌诞生的认知心理学基础。人类主要利用三种方式缓解心智不足：（1）改变最大化偏好，用满意目标替代最大化目标，放弃最大化效用所需要的信息搜寻和处理。（2）在思维过程中利用经验、直觉等快速节俭方式简化信息，减少心智成本。（3）利用组织、制度(秩序) 和技术等手段扩展个人理性<sup>4</sup>。

其中方式（1）和（2）是品牌诞生的基础，从认知意义上看，品牌的本质是高度编码后的产品信息，消费者利用单一的品牌符号替代复杂、多维度的产品信息，降低心智成本，并愿意为此放弃部分效用——这是品牌节省心智成本，从而创造经济价值的最底层逻辑。

考虑心智成本后，消费者的决策框架为：效用 - 产品成本（价格） - 心智成本。从这个角度我们可以理解品牌为什么能够获得超额收益，同时也能理解不同产品品类在品牌价值强度上的差异：

**品牌的超额收益：**为什么看起来性价比极高的工厂货难有出头之日？因为对于消费者而言工厂货心智成本高，（为了在一定置信度上，确认产品的真实品质而付出的认知成本高），因此消费者宁愿付出溢价购买品牌产品。

**不同品类的品牌价值强度：**为什么有些品类容易产生品牌价值，而有些品类的品牌存在感不高？这背后反映的是消费者对于成本-效用的衡量。强品牌价值通常出现在高决策不当成本、高心智成本的品类，此时品牌作为简化决策的工具具有较高价值，如大家电、教育、医疗等。而在低决策不当成本，或低心智成本的领域，品牌价值的强度就偏弱，如拖鞋、纸杯等。

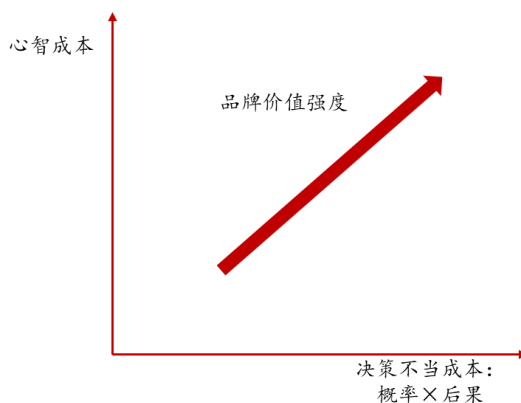
<sup>2</sup> 史蒂芬·平克《心智探奇》

<sup>3</sup> 作图参考了简书文章：思考，快与慢——自主的系统 1 与耗力的系统 2

<sup>4</sup> 心智成本理论：一个超越新古典经济学的解释框架



图表 7：品牌价值强度与心智成本、决策不当成本的关系



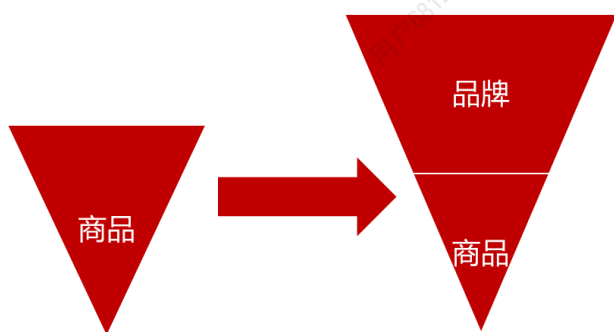
来源：中泰证券研究所

## 2.2 产业链价值切分：产品品牌与渠道品牌

在 2.1 中，我们阐述了品牌的在认知意义的起源与价值，而“心智成本”这个逻辑不仅适用于产品，同时也适用于渠道。从产品品牌，到渠道品牌，是消费者利用品牌降低心智成本的自然延伸。

**产品品牌：**工业化致使商品进入过剩时代，由此带来的信息冗余是现代品牌诞生的根本原因。在前工业时代，消费者需要解决的是商品有或无的问题，不存在选择问题。而进入工业化时代后，大量的供给出现带来了心智成本的快速上升。于此同时，大众媒体的广告带来了品牌认知上的规模经济，因此大量的现代品牌在 19 世纪末、20 世纪初的西方诞生。

图表 8：工业化后品牌成为信息筛选的手段



来源：中泰证券研究所

图表 9：19 世纪末 20 世纪初集中诞生的西方品牌

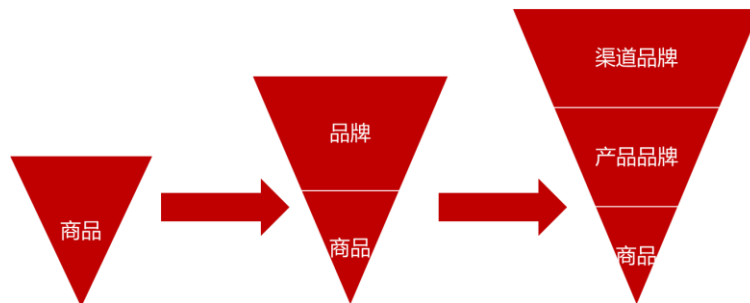
世界时间	事件
1886年	可口可乐诞生
1895年	吉列剃须刀出现
1896年	路易斯威登出现
1898年	柯达品牌诞生
1924年	万宝路品牌问世
1938年	雀巢咖啡问世

来源：联商网 中泰证券研究所

后续渠道品牌的出现是为了弥补部分商品无法形成品牌的问题，同时在信息化时代对品牌商品进行进一步的筛选。实际上随着供给的进一步过剩，信息化时代大量商品信息的狂轰乱炸，品牌甚至也无法完全解决消费者心智成本的问题。同时，如前文所述，注定有一些品类无法形成有效的品牌，但消费者在这些商品面前依旧面临决策难度高的问题。以上问题，在消费者时间成本持续提升的过程中被进一步放大。

消费者在考虑“买什么”之前，先考虑“去哪买”进行第一步的信息筛选，以降低心智成本与时间成本，这是渠道品牌诞生的基础。从本质看，产品品牌的诞生以及渠道定位的出现，都反映着简化信息传递，降低消费者决策成本的趋势。因而渠道品牌的诞生，是在产品丰富、信息冗余、时间成本提升的社会发展下，一种必然的产物。

**图表 10：消费决策的变化过程：产品，品牌-产品，渠道-品牌-产品**



来源：中泰证券研究所

当然，以上的阐述更多的是描述品牌的第一个层次：简化认知，体现的是效率价值。考虑到人是社会性动物，部分品牌符号也进入到第二个层次：对外传递使用者的身份信息（身份、地位、品位等等），具备社会性价值，此时效率变得不太重要。由于品牌的第二层价值需要具有有限性（所有人都拥有，等于没有创造信息价值），而渠道多是非排他的，因此渠道品牌最终大概率只能聚焦于效率价值。

**有别于产品品牌，渠道品牌若要贡献经济价值有更多前提。**

- （1） **渠道品牌只有在产品品牌较弱时才能更好地发挥筛选价值。**因而渠道品牌产生经济价值通常只是在产品品牌价值较低的特定品类中（这一点很重要，选错品类是过去电商领域曾经尝试做渠道品牌的企业，走向失败的重要原因）；
- （2） **品牌既然是一种降低认知成本的工具，其成立的前提就是其背后的信息足够的标准化。**产品品牌背后代表着产品特征的标准化，渠道品牌背后代表着筛选标准的标准化。相对于产品标准化而言，筛选标准的标准化更难被维持，所以渠道品牌进入消费者心智的难度是更大的。

回顾零售历史，将渠道品牌做成功的案例并不多见，其背后原因除了上述两点难点以外，还有渠道本身的战略矛盾问题。

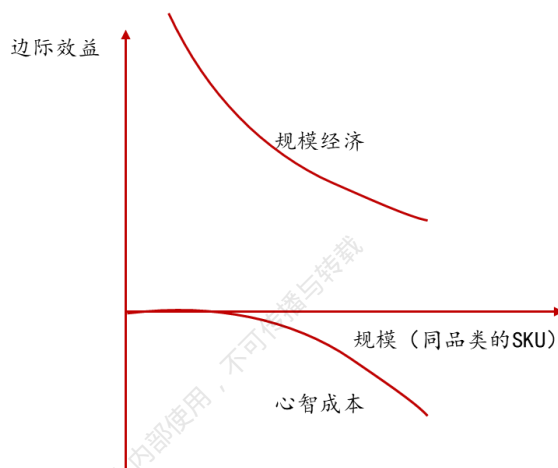
## 2.3 渠道成为品牌的战略矛盾

为什么渠道品牌能够在需求侧为零售企业创造护城河，而真正能够坚守定位做成这种护城河的企业却并不多？其中一个重要的原因在于渠道生意的需求侧效率和供给侧效率通常是互相矛盾的：

**供给侧-渠道希望通过规模的扩张实现规模经济。**从亚马逊起，几乎所有的电商都尝试过无边界的扩张，其底层逻辑来自传统的规模经济思想：（1）双边网络效应带来的供应商-消费者正向驱动的增长；（2）增长带来的供给侧规模经济，包括仓储物流、供应商议价能力等。

**需求侧-渠道需要划定清晰的定位与边界降低心智成本。**如前文所述，随着商品信息的复杂化，消费者的心智成本在逐渐提升，希望平台能够简化其决策难度，而非将所有产品进行展示。

**图表 11：电商追求规模/全品类过程中遇到的两股相反的力量**



来源：中泰证券研究所

这种内在矛盾，使得渠道企业的战略容易在“越大越好”与“坚守定位”之间反复摇摆。也正是渠道这种供给侧与需求侧的矛盾，使得在不同阶段与供需环境下，渠道企业的战略选择产生的价值迥异：

**阿里巴巴崛起阶段的早期中国电商：供给侧更为重要。**

早期电商能够崛起，核心是在效率上对线下零售形成了系统性优势，且这种优势具有显著的规模经济。

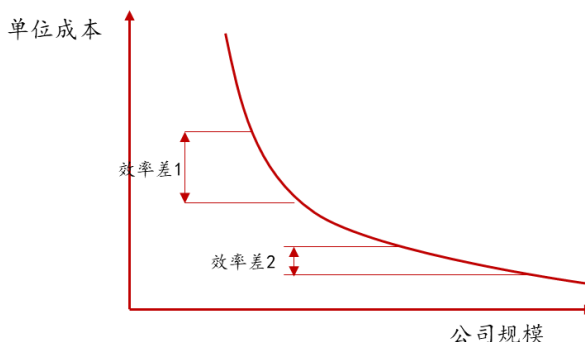
- （1）首先，在信息展示上，电商具有空间和成本上的优势，极低的边际成本使得电商平台可以陈列巨量的商品。在互联网早期的中国，解决信息不对称，满足消费者一站式购物就已经具备极高的价值。
- （2）其次，在物流成本上，中国极高的人口密度使得电商全环节的流通成本（快递）大幅低于实体零售企业（含门店成本），且这种优势具有较强的规模效应。

**当前阶段的中国电商：需求侧更为重要。**

- （1）巨大的行业规模削弱了先发者建立的规模经济优势，成本曲线趋平。正如布鲁斯·格林沃尔德教授所言：对于源自规模经济效益的竞争优势而言，一般而言市场规模增长会削弱竞争优势。中国电商市场规模已经达到了极高的水平，

在边际效应递减的情况下，龙头企业的规模经济优势在缩小。

**图表 12：市场规模，是规模经济的敌人**



来源：中泰证券研究所

- (2) **供给侧的充裕，带来了消费者认知和决策成本的提升。**过量的供给导致消费者选择的难度大幅提升，在这个阶段，更好的服务消费者决策成为渠道的核心任务。这也是拼多多能够快速崛起的前提之一。

**卖方付费的平台变现模式，加剧了渠道企业战略选择的矛盾。**当行业已经从供给侧竞争走向需求侧竞争，渠道企业清晰定位的价值是逐渐凸显的。然而由于当前中国电商平台的盈利模式以卖方付费为主，企业若主动减少 SKU 数量的供应，将影响到当期盈利增长。若要企业放弃当期利益，逐步建立长期渠道品牌溢价，不仅需要企业高层的战略定力，也需要企业内部整体考核体系的转变。这一步，是极其困难的。长期而言，如果不能从当前企业内部进行破坏性创新，那么这种变革便可能由其他新进入者完成。

**从卖方付费模式，转向买方付费模式，是渠道品牌的终极形态和目标。**解决上述问题，Costco 是一个完美的渠道品牌践行案例。Costco 将零售行业的卖方付费模式成功转向了买方付费模式，从而将企业的当期盈利与长期护城河统一起来，扫清了这一战略矛盾。

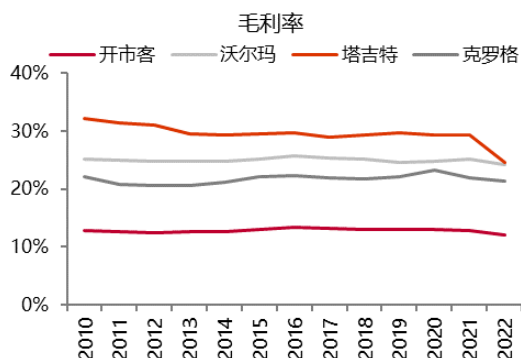
## 2.4 克服战略矛盾：转向买方付费的 Costco

我们认为，Costco 最重要的模式创新并非是仓储店这一表现形式，而是“买方付费”这一模式。这一转变，将渠道企业的战略利益与消费者利益深度绑定，解决了需求侧竞争时代的“代理难题”。

**通过会员费这种消费者付费的形式，Costco 将自己从一个代表卖方利益的信息中介转变为一个代表买方利益的信息中介，极大的简化了消费者的选择成本。**这种盈利结构下，Costco 能够放心地精简 SKU、与供应商谈判压低定价，只要这些做法符合消费者的利益，便能够在提升公司客户群体的福利基础上增加公司盈利。Costco 的绝大部分产品毛利率不超过 14%，对于大部分商品消费者享有无条件退货，甚至对于会员服务不满意的客户甚至可以申请退卡、退回全额的会员费。

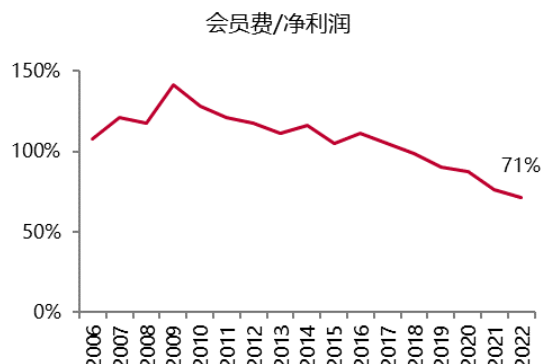


图表 13: Costco 的毛利率极低



来源: wind 中泰证券研究所

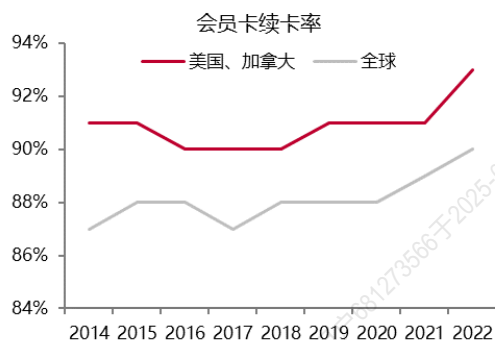
图表 14: Costco 利润基本来自会员费



来源: wind 中泰证券研究所

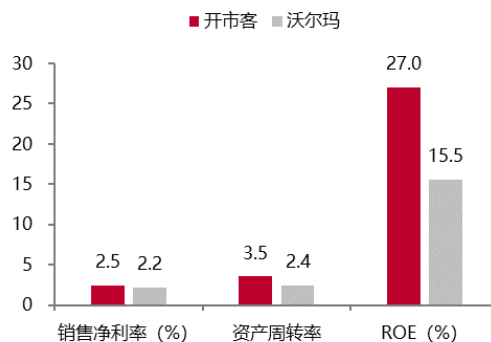
契约上的设计, 决定了 **Costco** 与消费者的利益是一致的, 因此公司也获得了消费者的高度信任, 二者共同创造并贡献了极高的规模经济。**Costco** 的坪效、库存周转率分别是沃尔玛的 3 倍和 1.5 倍 (2021 年, 下同), 凭借只有沃尔玛 50% 的毛利率, 创造了相差无几的净利率, 以及更高的 ROE。

图表 15: Costco 维持极高的续卡率



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 16: Costco 净利率、ROE 均高于沃尔玛

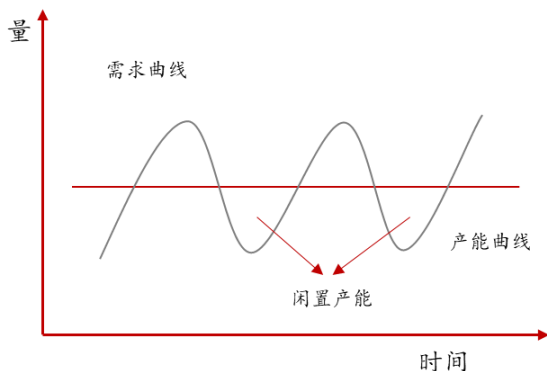


来源: wind 中泰证券研究所 备注: 2018-2022 年平均值

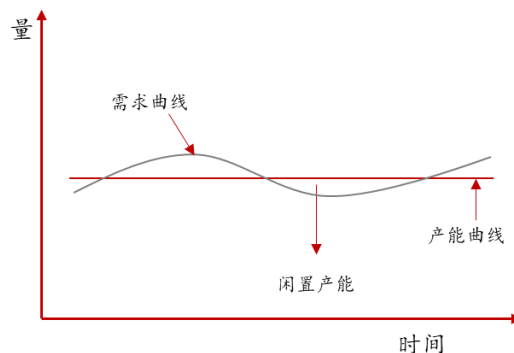
这种商业模式产生的规模经济不仅限于终端成本, 最终也可以延伸至供应链的改造。对于供应链的改造, 资本市场有过很多设想, 包括“C2M”、“团购”等, 企业尝试的过程中, 始终在强调需求的“峰值量”大, 但实际上供应端产能利用率的提升瓶颈不在于需求的“量”, 而在于需求“稳定”。

图表 17: 波动的需求曲线对应高产能闲置率

图表 18: 平滑的需求曲线对应低产能闲置率



来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

而这种稳定、大规模的销售（而非波动、薅羊毛式的销售），只有在渠道和消费者利益高度绑定，共享增量效益的基础上才可能实现，不然消费者永远是左右摇摆的机会主义者。Costco 能够让消费者接受有限的 SKU（4000 VS 其他超市的数万）和大量的自有品牌（销售占比 30% 左右），公司选什么消费者就买什么，背后是由“契约”所形成的强信任。而平台型商业，供给、需求都是波动的，对于供应链的改造必然是有限的。

需求侧与供给侧的双壁垒使得 Costco 的护城河异常深厚，查理·芒格形容 Costco 为“想带进坟墓的企业”。我们可以把 Costco 的模式作为一个模板，理解中国电商企业在需求侧竞争阶段的进化方向和所处阶段。

### 3、“拼多多们”在渠道品牌方向的探索

我们认为，拼多多是目前在电商平台“渠道品牌”进化的路径上，生态位最好的。但这并不意味着，未来“渠道品牌”的终极进化一定由拼多多完成。这种探索在零售领域并不是第一次，也不会是最后一次。我们把不同的企业以不同模式探索“渠道品牌”的案例抽象总结出来，便能更好地理解“渠道品牌”在中国零售线上化的背景下，进化成功的必要条件。

与阿里、京东 pop 平台、抖音电商等平台相比，拼多多在两方面有更好的“渠道品牌”站位：1. 选择了“产品品牌”弱的品类；2. 搜索排序机制更强调单个产品的权重，淡化店铺权重。产业链价值切分上，站在了对渠道更有利的位置。

与南极电商、网易严选、名创优品等模式相比，拼多多拥有更好的进化能力：1. 稳定的流量。拼多多最初选择的平台模式，契合了中国碎片化供应链的基础，获得了能够与其他电商平台 PK 的初始规模，渠道入口稳定。2. 数据反馈。平台模式能够在供给侧碎片化的阶段，自然让消费者用脚投票，不断筛选优质的供应商。

从“渠道品牌”进化的完成度而言，当前的拼多多虽然站位优秀，但也只是在这一方向上的一个初步形态，距离 Costco 的模式尚远。“渠道品牌”也并非只属于线上电商，线下零售商也能够通过“渠道品牌”建立竞争优势，但通常是在线上没有显著效率优势的品类上，如生鲜、珠宝。

### 3.1 历史：设想与现实

我们首先来回顾那些非平台类的“渠道品牌”尝试案例。在中国不算长的零售历史，已经有过不少类似渠道品牌化的尝试：网易严选、名创优品、南极电商、凡客...虽然他们是渠道，但他们同时又是一类品牌：

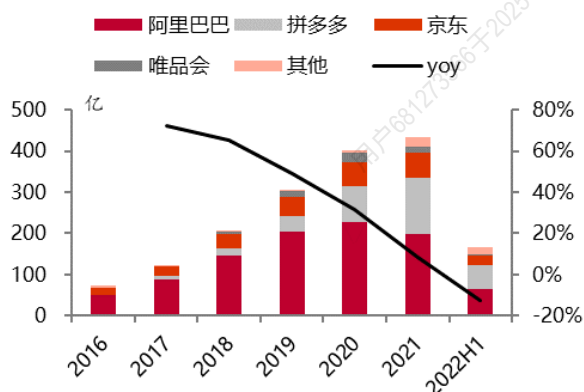
- (1) 试图降低消费者的认知成本：让消费者用对渠道的单一认知，替代对于众多产品的认知。
- (2) 缩短供应链，直接与生产商对接，提升商品价格竞争力。当企业规模足够大、消费者形成了对渠道的信任，在部分品类里产品品牌与经销商存在的意义将大幅缩小。

#### 南极电商：

公司最早从事保暖内衣的生产、销售，随着行业走向竞争白热化叠加2008年金融危机，公司放弃了所有自营的生产和营销终端，转型品牌授权模式，即通过“南极人”这个具有公众辨识度的品牌，扩展到一些产品品牌较弱的品类上，解决认知成本，将消费者与工厂直连接，提供高性价比的商品，在比较长的一段时间内取得了不错的成就。

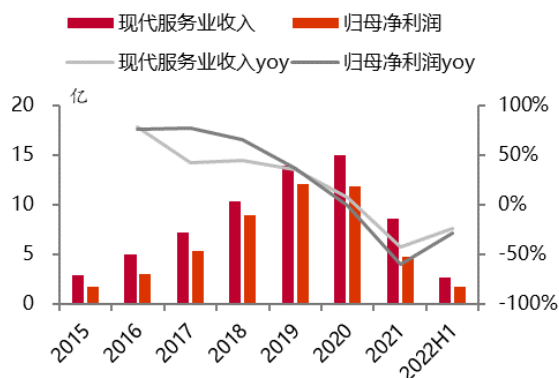
但由于缺乏稳定的流量入口（本身并不是一个线上平台，而是依附于电商大平台的一个“类渠道”），且在对供应链缺乏足够把控力的情况下快速进行品类延伸，导致品质有所失控，在一定程度上透支了品牌力，模糊了“南极人”品牌的认知。公司的GMV/收入在2020年后陷入瓶颈，目前正尝试加强供应链的把控，实现品牌升级。

图表 19：南极电商 GMV 规模及增速



来源：wind 中泰证券研究所 备注：南极电商 GMV 基于各个电商平台

图表 20：南极电商收入/利润在 2020 年后有所下滑



来源：wind 中泰证券研究所

#### 网易严选：

网易严选的定位是在家居这种弱产品品牌的品类中，建立渠道品牌。公司通过“网易严选”这个渠道品牌作为消费者与工厂之间的认知纽带，简化了消费者对于工厂货的认知成本，实现消费者与工厂的有效的直连，提升效率。相对其他渠道品牌，网易严选在供应链上更为深入，自备库存。

但网易严选也面临挑战：（1）线上模式，选择了家居这种并不高频的品类，对于消费者形成高频且稳定的渠道品牌认知而言，有更大的困难；（2）在规模较小、缺乏经验的背景下，自上而下的进行品类扩展，库存管理容易失控；（3）后因对规模的追求，进行品类的快速延伸。合作品牌的大量入驻，对于“网易严选”这个品牌定位有所模糊。公司的 GMV 增速相对乏力，2017-2018 年没能达成目标，此后淡化了该指标，当下成为一个相对“小众”的线上生意。

除了以上这些近些年有较大市场关注度的新兴公司外，还有一些特殊的细分赛道，长期以渠道品牌的形式在经营，比如珠宝公司。很多珠宝企业不掌握生产（连 OEM 都算不上，加盟商直接对接供应商选品），也不掌握终端销售（加盟为主），它们通过贴牌，输出的只是一个渠道标准：保真。由于黄金珠宝的决策失误成本较高，这类渠道品牌也具备较强的价值。

从这些案例中我们可以看到，“渠道品牌”生意，除了选择一个“产品品牌”较弱的品类切入作为开始以外，要想稳定抵御竞争，所面临的约束条件还有：

（1）**获客成本问题。**想要成为渠道品牌，前提得是一个稳定的渠道，具备较低的获客成本。考虑到线上流量的易变性，这对于线上渠道更为重要。由双边网络效应带来的稳定流量优势十分显著，无数垂直电商败在了高昂的获客成本之上。网易严选后来也选择入驻阿里、拼多多，依附于更大的流量平台之上。而南极电商面对平台流量分配规则的改变，也面临较大的挑战。

（2）**供应链的问题，其中涉及两点：**

**数字反馈。**流通环节中的各个角色共同承担了信息发现，以及与此对应的风险承担职能。渠道品牌想要单独承担以上角色，降低流通成本，需要具备足够的数字反馈，即选品不是完全依赖于自上而下的主观判断，而是在一个大样本、大规模下，能够不断收集消费者对不同产品的反馈，实现筛选的进化。

**规模问题。**规模是供应链话语权的前提，只有稳定、大体量的需求才可能和供应商形成深度的合作，保证质量的前提下实现成本的优化。

### 3.2 当下：拼多多的生态位

相对于网易严选、南极电商这类小规模渠道品牌而言，拼多多作为综合电商平台积累了初始规模门槛和数据反馈，拿到了线上寡头的入场券：

（1）**突破规模门槛，综合平台拥有稳定的流量入口。**拼多多的崛起存在一定历史机遇，恰逢白牌供应链出走淘宝、生鲜线上化，以及微信支付、快递等第三方基础设施对下沉市场的覆盖。当前拼多多坐拥 8.69 亿的年活跃用户数（2021），成为了电商三大寡头之一，这是公司向渠道品牌进一步发展的核心资源。



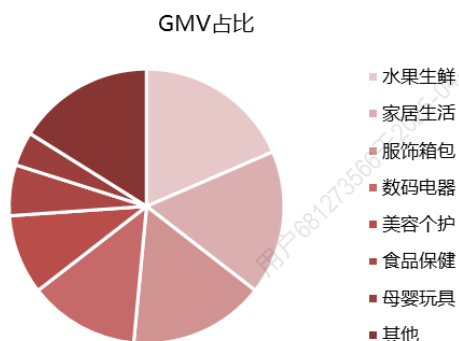
- (2) 完善的平台交易数据，对品类、供应链的选择、优化更为从容。由于中国碎片化的供应体系，使得对商品 SKU 的选择存在较多的 Knowhow，渠道商难以快速构建（网易严选就曾面临库存失控的问题）。但是拼多多从平台出发，可以依托完善的数据体系对此进行自下而上的筛选。

虽然作为平台模式，相对于网易严选、南极电商而言，目前的拼多多对商品的介入程度较低。但拼多多也用自身的平台信用、商户监管、消费者保护，为消费者提供了初步的筛选和信任背书，简化了消费者的认知成本，使其敢于对非品牌商品下单。

同时，相对于阿里、京东等其他电商巨头，进入存量市场后，拼多多的定位使其更具备渠道品牌价值。这源自于拼多多的品类与筛选标准：

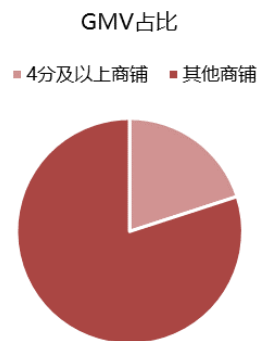
- (1) 品类上，以产品品牌较弱的品类为优势类目，在其他品类中，也以白牌为主要阵地。创造渠道品牌的前提是不能较大程度依赖产品品牌。拼多多的交易中农产品、白牌商品自身难以形成独立的消费者记忆，消费者更多依靠渠道信任。从这个角度看，京东与天猫的“正品行货”定位，渠道品牌价值是有限的。因为消费者会以产品品牌来做出选择，而非依赖渠道，渠道在这其中只提供“保真”功能，这种功能随着国内经商环境的规范化，价值将逐步降低。

图表 21：拼多多水果生鲜占比较高



来源：草根调研 中泰证券研究所 备注：2022 年 11 月

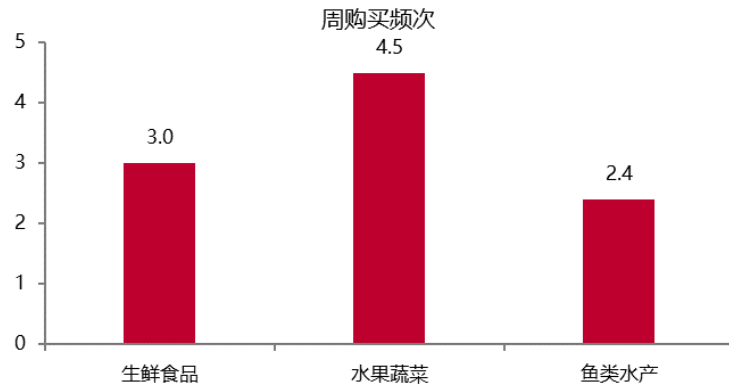
图表 22：拼多多白牌商品占比较高



来源：草根调研 中泰证券研究所 备注：2022 年 11 月

各品类中，农产品虽然贡献的佣金有限，但是高频的属性成为平台的基石，对于拼多多创造渠道品牌价值尤为重要。生鲜农产品在居民消费中占比高、频次高、产品品牌弱。消费者的行为习惯，是基于条件反射的习得性行为（操作性条件反射），而条件反射的强度会随着时间消退，高频的消费行为（重复的刺激）能够让消费者粘性更强。因而生鲜农产品作为渠道品牌形成的基石，显著优于家居等其他低频品类。

图表 23：生鲜购买频次高，易形成消费者粘性

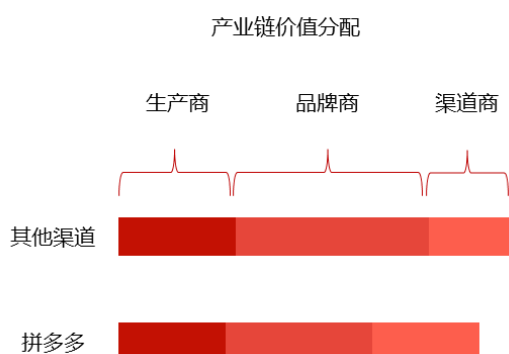


来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

- (2) 筛选标准上,拼多多搜索排序以 SKU 为核心,淡化店铺与品牌,利益分配上倾向于消费者。拼多多的流量分配过程中,商品的价格力影响较大,商户在流量的竞争过程中压低价格,提高消费者剩余。此外,在商品展示过程中,相对淘宝/天猫,拼多多商铺的信息更加淡化。这意味着商家较难依靠历史经营积累起无形资产,商家端自然流量的积累更难,最终整个交易流程始终体现的是渠道的价值:消费中不需要记住店铺或产品品牌,只需要记住这个平台能够给你提供质量 OK,价格较低的商品。

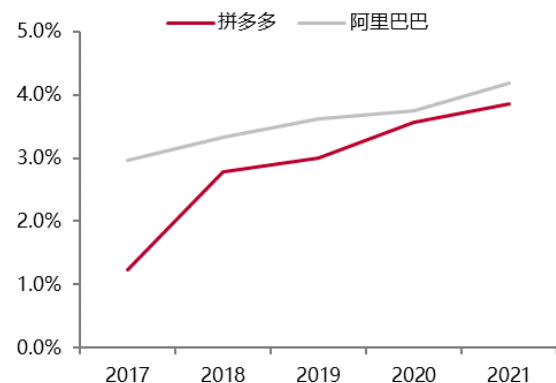
我们认为拼多多在品类上的定位与筛选标准上初步实现了其渠道品牌价值,这是为什么拼多多商品“低价”与平台较高 take rate 可以看似矛盾的共存。这源自于产业链上渠道和产品的价值划分:头部品牌依靠自身传递信息,获取流量,而白牌、中小品牌更依赖于渠道,因而较好的渠道定位,在提升消费者福利的同时可以获取更高的 take rate。

图表 24: 拼多多产业链价值相对更高



来源：中泰证券研究所

图表 25: 拼多多的 take rate 快速提升



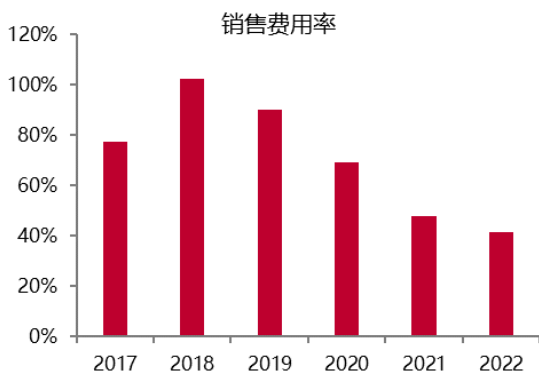
来源：公司公告 中泰证券研究所 备注：take rate=电商平台收入/GMV；阿里巴巴 FY2021 年为估算值，其中阿里巴巴的 take rate 是淘宝与天猫的平均值，估计拼多多较大幅高于淘宝，但低于天猫。

同时我们认为渠道品牌的定位有助于平台竞争优势的稳定。在淡化产品

品牌，通过渠道品牌筛选的过程中，使消费者节省心智成本的是渠道，而非产品品牌。同时，渠道通过不断地筛选，增进自身对各品类供应商的了解，通过平台治理（商家优化、售后等），建立与消费者之间的信任，逐步积累先发优势。

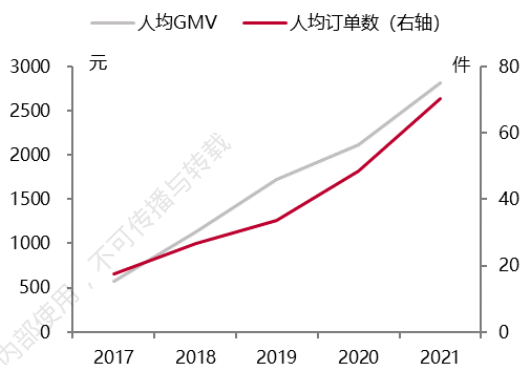
在电商需求侧内卷的过程中，是否拥有渠道品牌定位，是各大平台分化的分水岭。品牌商品自带消费者认知，因此定位于服务品牌商品的电商平台面临更加激烈的竞争；而服务于白牌商品的平台，一旦形成了渠道品牌，通过筛选与平台背书提高消费者福利，带来稳定的流量，则能够更有效的抵御新进入者的竞争。

图表 26：拼多多的销售费用支出强度减弱



来源：wind 中泰证券研究所

图表 27：但消费者支出强度仍处于上升期



来源：公司公告 中泰证券研究所

### 3.3 远方：真正的“飞轮”

虽然拼多多目前的生态位最接近渠道品牌的方向，能够在电商行业竞争加剧的过程中略占优势，但其距离 Costco 这种具有宽厚护城河的生意模式尚远。从产品到产品品牌，渠道到渠道品牌，这是一个连续进化的过程，其竞争优势并不是非 0 即 1，而是逐步递增。若想要进化为 Costco 这种渠道品牌的终极模式，拼多多至少需要三步迭代：

**第一步：保持平台模式，坚守定位，积累数据，做时间的朋友，加固需求侧竞争优势。**

(1) **坚持渠道能够创造价值的品类与定位。** Costco 的高管 Jay B.Smith 说：肉类商品是差异化的，它是消费者坚持来 Costco 的重要原因<sup>5</sup>。目前拼多多的“性价比”商品和生鲜农产品是渠道的重要粘性来源，这是公司的基本盘，坚决不能够放弃。拼多多虽然通过“百亿补贴”等其他形式逐步增加品牌产品的占比，提高平台变现能力，但这只是进化过程中顺手摘取的果实，而非进化的方向。如果在品牌产品的变现中迷失，拼多多将失去渠道品牌进化的生态位。

(2) **自下而上的持续迭代进化，优化供给质量。** 与品牌商品不同，受

<sup>5</sup> 独家对话 Costco 高管：关于 Costco，你可能不知道的 10 件事儿

制于供给的碎片化与产品信息的强不对称性，白牌产品无法通过自上而下的筛选（平台人为筛选）一次性完成引进，供应生态只能通过自下而上的不断筛选（消费者用脚投票）而进化。当前拼多多给予消费者的心智很大程度上还是“低价、低品质”，产品品质方差较大，这个问题可以随着平台筛选能力的迭代而得到改善，同时在此过程中平台能够积累足够的供应商数据以备下一步的进化。

**第二步：在部分品类上逐步做重，摆脱平台模式，承担部分库存风险，加固供给侧竞争优势。**

**（1）为什么平台不是终局？**

- a) 首先，平台模式下，企业在供应链上的价值创造有限，供应源破碎无法发挥生产的规模经济，形成产能的冗余。且在平台无法绑定供给的背景下，更难抵御其他平台在供给侧带来的竞争。因此，发达国家成熟的供应链体系，通常都是以自营模式为主，平台模式作为补充，只是中国的供应链格局演进尚未进入这一阶段。
- b) 其次，长期维度下，广告收费模式使得消费者能够发现的商品价格提升——供应商的充分竞争，并未使得总剩余的分配向消费者倾斜，平台截留了一大部分。广告模式下，这种利益分配的均衡点难以把握（当期利润，与企业中长期竞争力），其长期结果大概率让平台变得更庞大（收入、利润），但生态也变得更脆弱——商品的流通成本变得高昂，给了挑战者切入的机会。

**（2）为什么要平台参与库存风险的承担？——降低生产端产能利用率的波动、缩减经销商层级。**正如我们在 2.4 章节中提到的，工厂端效率的提升是需要供给和需求的稳定匹配才能够实现。如果供应商的产能利用率是波动的，必然存在多层级经销体系去消化库存风险（经销渠道主导快消品流通），导致加价倍率较高。只有平台参与了库存风险的共担，工厂对于未来的销售有了稳定的预期，他们才可能做进一步的长期投入，在稳定的产能利用率下，提升生产效率。

**第三步：实现终极的渠道品牌——买方付费的模式，通过契约让需求侧与供给侧形成正反馈，获得真正的“飞轮”。**

- （1）并不是做了会员制的企业就具有竞争优势，第三步买方付费模式的真正实现，是以前两步为前提的。**如果拼多多能够完成上述两步，公司就具备了“飞轮”转动的前提：在需求侧，通过渠道品牌（白牌、高性价比商品，类似于大型名创优品）获得了部分消费者粘性，在一定程度上缓解流量易变的冲击；在供给侧，深入供应链，获得了规模经济的来源，初步实现“越大越强”的正反馈。在这种前提下，拼多多只是需要通过会员制将需求侧与供给侧的正反馈连接起来，就可以获得真正的“飞轮”，也就是另一



个 Costco。

- (2) 这一步仍然相当漫长和遥远,我们认为其中核心制约因素在于需求侧的人均收入水平。只有时间价值足够高,消费者才会愿意为一个中介(节省时间的工具)付费。且只有人的收入水平足够高,才会愿意接受前置的付费投资,愿意被锁定(低收入群体更看重当前的效用)。拼多多当前满足的是中国最大众群体的消费需求,而大众群体的人均收入水平提升,是一个相对长期的慢变量。

企业最终能够赚到的稳定利润取决于两个部分:需求侧用户的转移成本+企业供给侧的效率优势。经过这三步迭代,我们认为拼多多未来有机会在需求侧、供给侧逐步加深竞争优势,将渠道价值做的更加宽厚。完成从一个“类媒体”企业向一个真正的零售企业的转变,在提升消费者福利和生产效率的同时,创造更为持续的股东价值。即使无法真正完成三步迭代,沿着这样的进化方向,也有利于在电商行业的竞争中提升竞争力。

事实上,我们已经看到了竞争对手在向拼多多的定位靠拢。随着行业进入存量竞争阶段,阿里和京东均提出新的战略方向,平台之间的定位正在尝试靠拢,方向均为提升消费者价值——这是竞争的结果:

- (1) 在标准的品牌商品上,价格竞争在所难免,京东提出了对标拼多多的“百亿补贴”,后续其他平台或将跟进(2022Q4)。
- (2) 在白牌商品上,阿里和京东在近期都强调需要加大引入相关品类(2022Q4)。
- (3) 在运营规则上,平台也意识到过去广告的力度变现给对手留下的空间,比如京东开始改变流量规则,不再强调变现的能力,侧重低价商品优先(2022Q4)。

我们认为在这个竞争的窗口期,拼多多的战略重心应该是进一步的强化自身的优势,构筑壁垒,而非在意变现:take rate 的提升。品牌与白牌商品在一定程度上是互斥的:

- (1) 强产品、弱商铺的定位,与品牌商要求掌握定价、运营主动权的矛盾。
- (2) 白牌商品与品牌商品难以共存的矛盾。品牌商品天然拒绝与白牌商品在空间关联。正如大卫·休谟所言:将在“时空”上关联的事物建立关联与类比,是人类认知的固有模式。与白牌商品共同展示将伤害品牌的溢价。

过于强调品牌化(改变运营规则),将使得企业失去原有的优势定位,影响公司的长期价值。

商业模式的合理性,决定了企业具备成功的可能性,但达成目标需要的是一连串要素合理的串联,包括动态的竞争。我们本篇报告的初衷是探讨渠道品牌的进化方向,并非探讨拼多多的投资价值。拼多多现有的品

类定位与资源，使其具有更好的机会朝着渠道品牌去前进，但我们并不否定其他企业向该方向进化的潜在机会，最终的结果还尚未成定局。

**除了竞争的各项要素外，我们认为零售企业的价值观和企业文化也是成功的必要因素之一。**正如沃尔玛的创始人山姆·沃顿始终追求让自己的成本比所有竞争对手至少低一分钱。亚马逊，贝佐斯始终坚持的是客户至上与长期主义，正如其所言：“零售商分为两种：一种是想方设法怎么多赚钱，一种是想法设法让顾客怎么省钱。我们属于第二种。”

当下的中国电商市场，在旧模式上已经是一个成熟期的红海，在新模式和零售企业的长期主义探索上，依然是一片蓝海。

用户681273566于2025-04-14日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

## 风险提示

### 信息滞后风险

- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 计算假设风险

- 市占率、盈利预测等测算基于一定前提假设，或与实际数据存在偏差，仅供参考。

用户681273566于2025-04-14下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

### 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。