

# 效率为王，电商突围之战

## 2021下半年电商行业投资策略

证券分析师：赵令伊 A0230518100003

研究支持：张玲玉 A0230120050001

联系人：张玲玉 A0230120050001

2021.6.23



放眼十四五 共话新征程  
Eyeing the 14<sup>th</sup> Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源 · 2021资本市场夏季高峰会  
SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

- **宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度。**中国宏观经济复苏态势良好，居民可支配收入逐季回升，预计消费将持续发挥经济增长引擎的作用。同时，社零延续复苏态势，网上消费规模持续扩大，电商整体渗透率和各品类渗透率不断提升。但随着电商平台用户规模逐渐触及天花板，行业整体增速已开始放缓。
- **直播电商下场势头迅猛，行业竞争加剧。**新业态电商模式不断加入，内容化平台如抖音、快手入局电商行业，积极打造闭环电商生态，预计在推动行业效率和消费者体验提升，打造更高效的营销网络的同时，也会导致电商行业竞争进一步加剧。
- **下沉市场消费潜力巨大，成为电商互联网平台增长驱动主力。**主流电商平台根据自身平台优势资源、制定下沉市场的发展定位，如淘宝的平台管理能力、拼多多的社交电商定位、京东的物流优势、美团的本地生活，差异化布局下沉市场电商平台生态。
- **角逐社区团购赛道，构建中长期竞争优势。**生鲜万亿市场成为互联网巨头必争之地，阿里巴巴、京东、拼多多、美团等互联网龙头企业均规划在2021年加大社区团购等新业务投资。目前社区团购业务已迈入以业务效率为导向的新阶段，预计巨头将围绕履约效率和供应链水平等方面比拼内功。
- **推荐标的：推荐具有完善电商生态的稀缺平台型公司及对下游流量的掌控和上游供应链的议价权的龙头企业****阿里巴巴、京东、拼多多**
- **风险提示：**宏观经济下行风险；行业竞争加剧；市场监管趋严；新业务投资不及预期

# 主要内容

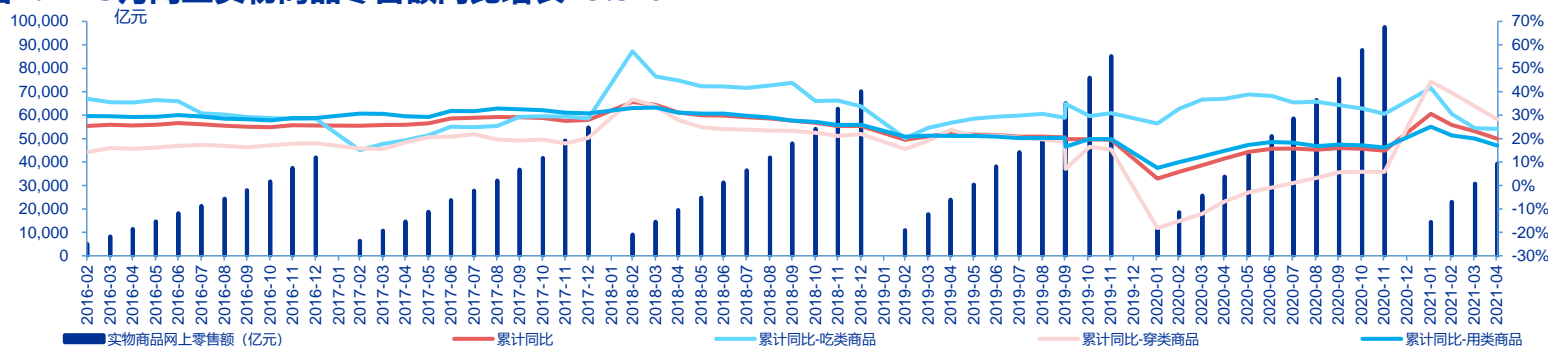
---

1. 宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度
2. 直播电商势头迅猛，电商行业竞争加剧
3. 社区团购更迭加速，下沉市场空间广阔
4. 投资建议
5. 风险提示

# 1.1 网上消费规模持续扩大

- 2021年5月,中国社零累计总规模达到17万亿水平, 全国网上消费4.8万亿, 线上实物商品零售累计增速基本维持稳定, 生活用品、食品、服饰均持续稳定增长。根据国家统计局数据, 2021年1-5月全国网上零售额48239亿元, 同比增长24.7%, 增速环比-2.9pct。其中, 实物商品网上零售额39377亿元, 同比增长19.9%, 占社会消费品零售总额的比重为22.6%; 在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类和用类商品分别增长24.2%、28.2%和17.0%。

图1: 1-5月网上实物商品零售额同比增长19.9%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

表1: 社会消费品零售数据 (近一年月度数据)

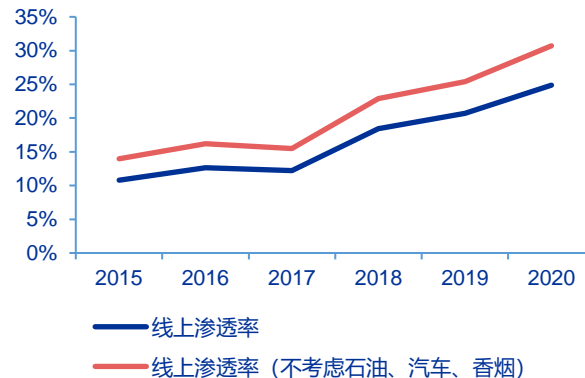
	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	环比上月
社会消费品零售总额 (万亿)	3.2	3.4	3.2	3.4	3.5	3.9	4.0	4.1	7.0	3.5	3.3	3.6	
YoY	-2.80%	-1.80%	-1.10%	0.50%	3.30%	4.30%	5.00%	4.60%	33.80%	34.20%	17.70%	12.40%	-5.3%
网上消费 (万亿)	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0	1.2	1.3	1.2	1.8	2.8	3.8	4.8	
YoY	15.54%	18.47%	19.03%	13.27%	10.97%	23.19%	11.38%	7.58%	28.26%	23.77%	12.29%	11.87%	-0.4%
实物网上消费 (万亿)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9	1.2	1.0	1.4	0.9	0.8	0.9	
YoY	23.24%	25.14%	25.62%	18.18%	9.54%	23.54%	12.38%	6.42%	28.30%	18.51%	6.82%	7.70%	0.9%
虚拟网上消费 (万亿)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	
YoY	-13.48%	-10.77%	-2.94%	-3.53%	16.94%	21.65%	5.48%	12.51%	28.08%	56.20%	43.04%	34.27%	-8.8%
%线上渗透率	24.98%	29.06%	23.41%	22.88%	22.03%	23.70%	30.81%	24.15%	20.67%	24.39%	23.25%	23.93%	

资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

## 1.2 电商渗透率稳步提升，品类存在结构性机会

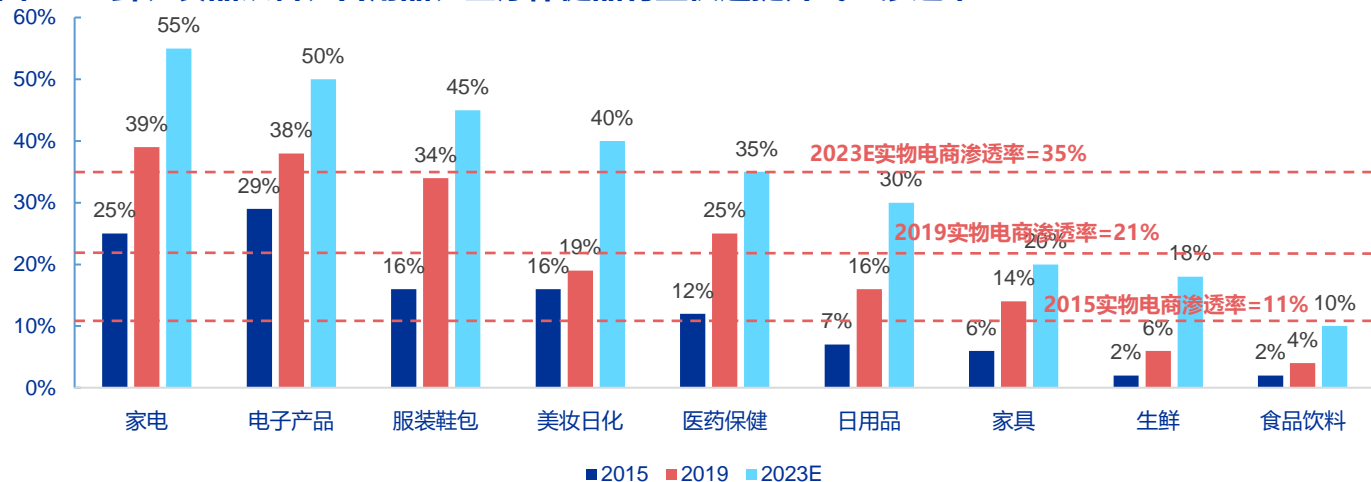
- **线上渗透率稳步提升：**近年来中国实物商品线上渗透率伴随电商行业的发展稳健增长，截至2021年5月，**线上渗透率达到23.9%**，经我们测算，排除石油汽车香烟等品类，2020年中国实际线上渗透率达到**30.7%**。
- **电商未来增长来自部分品类渗透率提升：**不同品类商品的线上化发展程度存在显著差异，其中**家电**、**电子产品**和**服装鞋包**品类线上渗透率较高，未来**家电3C**等标品会继续下沉渗透市场，**生鲜**、**食品饮料**、**日用品**、**医药保健**等品类会快速提升渗透率。

图2：2015-2020中国实物商品线上渗透率稳健增长



资料来源：国家统计局，Euromonitor，申万宏源研究

图3：生鲜、食品饮料、日用品、医疗保健有望快速提升线上渗透率



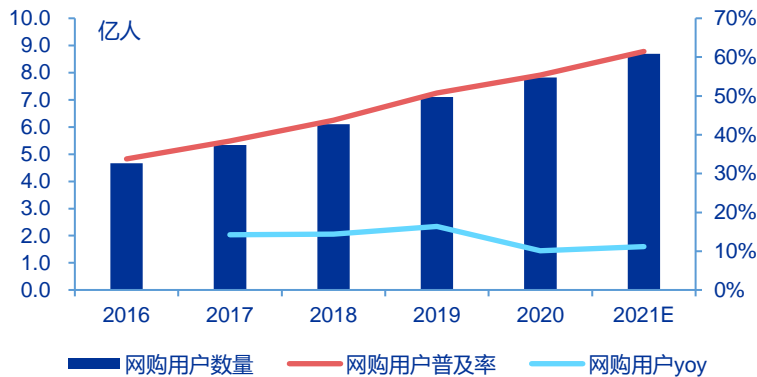
资料来源：NBS，Euromonitor，申万宏源研究

## 1.3 网购用户渗透接近饱和，电商行业整体增速放缓

### ■ 用户红利推动电商行业快速发展，目前用户增长放缓且新用户购买力较弱。

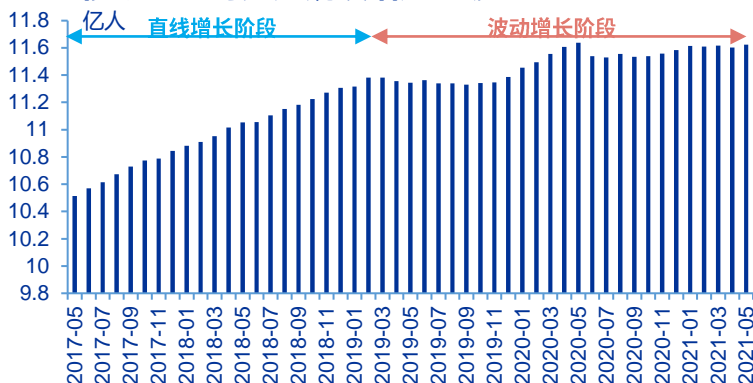
根据QuestMobile数据，中国移动互联网用户规模已经进入阶段性波动增长阶段，整体增速放缓。截至2020年12月，我国网购用户规模达到7.82亿，占全国总人口的56.7%，网民整体的79.1%，增速同样逐渐放缓。移动互联网城际分布随市场变化呈现一定程度变动，但整体比例已趋向稳定，三线及以下城市占比达57.72%。

图5: 网购用户规模增速放缓



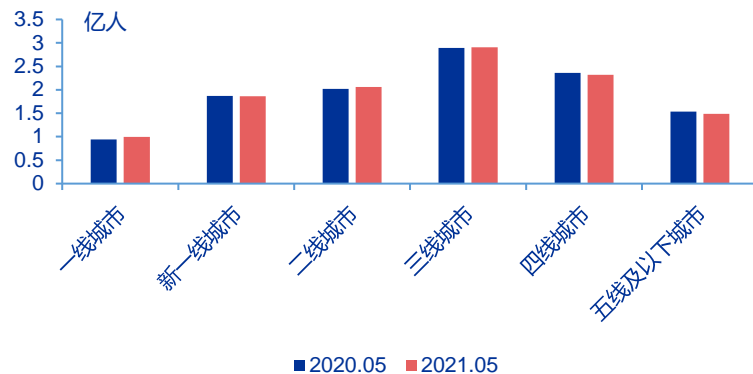
资料来源：中国互联网络信息中心，申万宏源研究

图4: 移动互联网用户规模增速放缓



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图6: 移动互联网用户城际分布已趋向稳定






资料来源：QuestMobile，申万宏源研究



## 1.4 整体市场格局愈发多元化

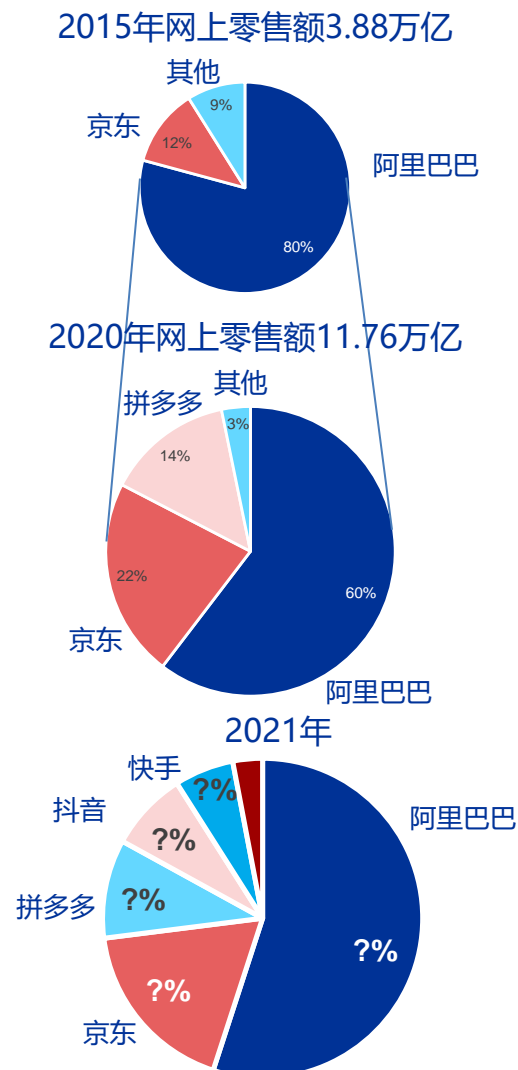
- 国家统计局数据显示，2020年全国网上零售总额117601亿元，而阿里巴巴、京东、拼多多仅三家的交易额就达到113816亿元，占比97%。虽然目前市场份额高度集中，格局已经由2015年的阿里一家独大转变为如今的三足鼎立，但我们预计随着内容平台如抖音和快手以及社交平台腾讯加入电商竞争，整体行业格局会更加多元化。

图7：FY20电商行三巨头经营数据

公司	GMV		AAU		ARPU	
	当期值	YoY	当期值	YoY	当期值	YoY
	71015亿元	20%	7.79亿人	12%	9988元	11%
	26125亿元	25%	4.72亿人	30%	5559元	-4%
	16676元	66%	7.89亿人	35%	2115元	23%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

图8：电商行业格局持续多元化

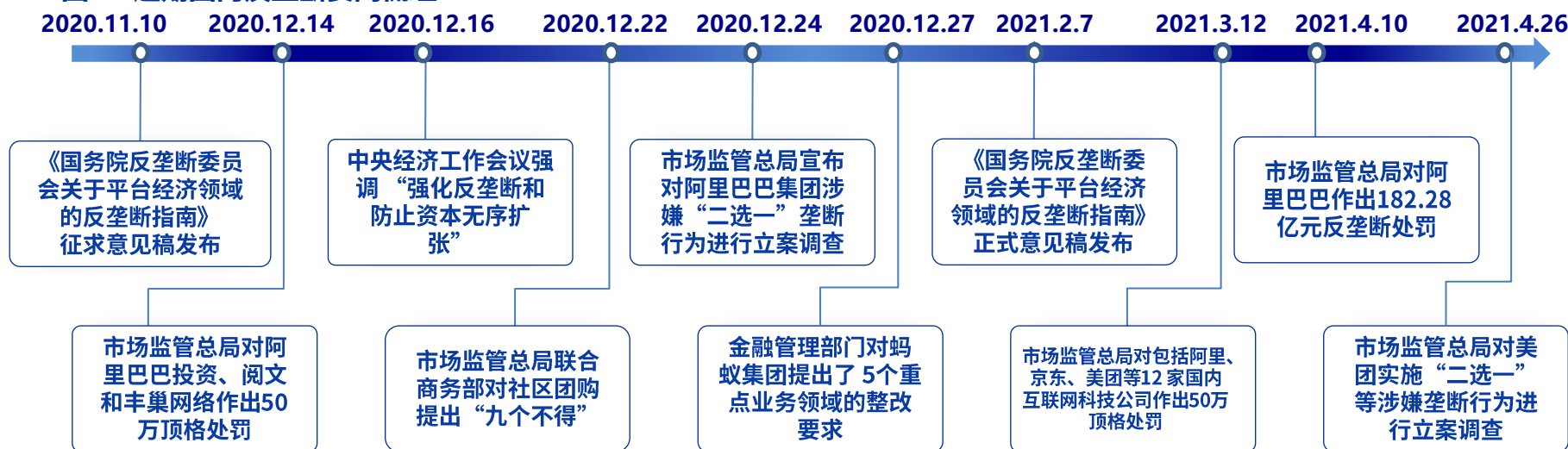


资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 1.5 反垄断推动平台经济高质量发展

- **监管措施落地，规范竞争格局，推动电商行业健康发展。** 2019年8月国务院办公厅印发《关于促进平台经济规范健康发展的指导意见》。2021年2月7日，《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》正式颁布，并于同日实施。2021年4月10日，市场监管总局依法对阿里巴巴集团作出182.28亿元罚款。2021年4月26日，市场监管总局宣布依法对美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为立案调查。中国立法、司法和执法领域已开始全面系统强化反垄断，监管重点已从传统民生领域扩展至互联网领域，开始在互联网领域深入开展反垄断执法。我们预计反垄断的推进和监管措施的落地将规范平台经济发展秩序，树立行业准则，引导互联网巨头加强新兴技术和社会投资，推动平台经济高质量发展。

图9：近期国内反垄断要闻梳理



资料来源：市场监管总局，中央经济工作会议，新华社，申万宏源研究



# 主要内容

---

1. 宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度
2. 直播电商势头迅猛，电商行业竞争加剧
3. 社区团购更迭加速，下沉市场空间广阔
4. 投资建议
5. 风险提示

## 2.1 直播带货推动产业链效率和消费者体验同步提升

- **抖音、快手等短视频平台的兴起使得用户流量时长分配发生变化。**直播带货，在平台端高效利用内容化流量增量的同时，消费者获得了“所见即所得”的购物体验，实现电商供给端与需求端的闭环式效率提升。
- **直播带货是电商发展的长期趋势，成长受需求驱动，规模取决于供给。**据艾瑞咨询预测，2025年直播电商规模有望达到6.4万亿，直播电商渗透率达到23.9%，未来成长空间广阔。

图10：直播电商渗透率预计在2025年达23.9%

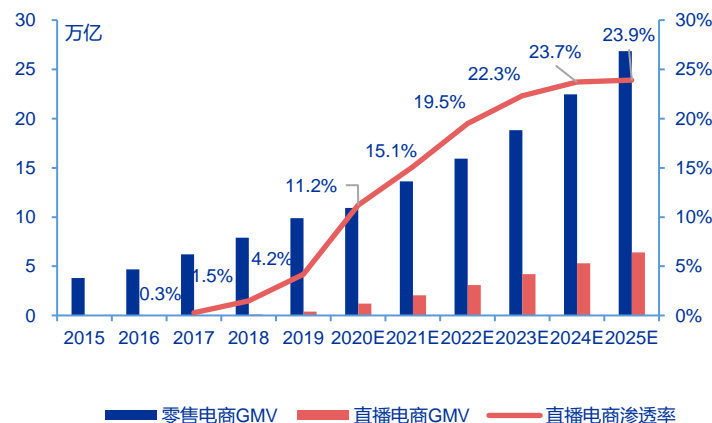
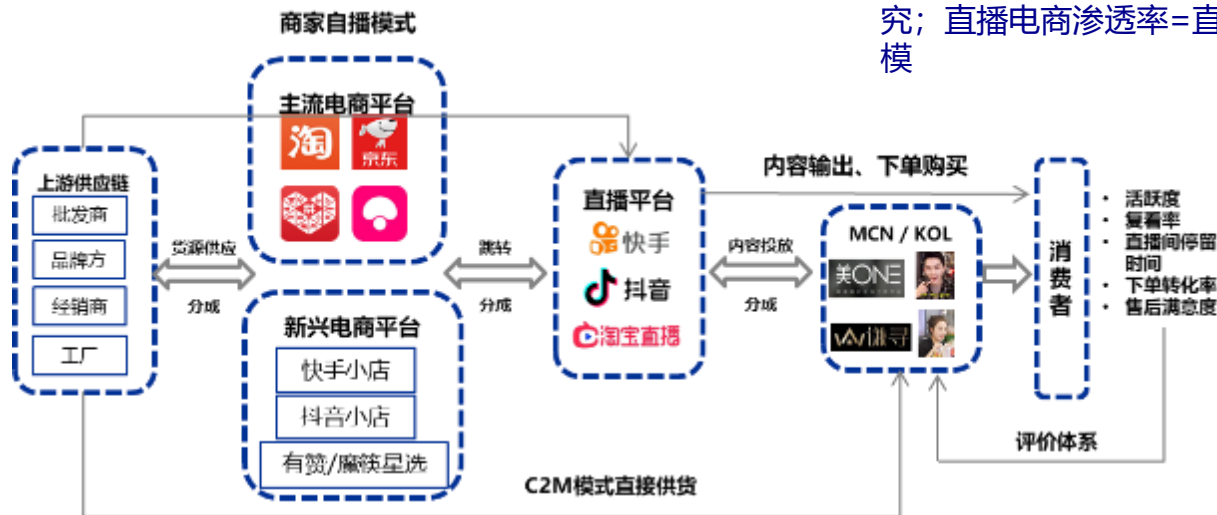


图11：直播带货闭环式效率提升



资料来源：艾瑞咨询，快手招股书，申万宏源研究；直播电商渗透率=直播电商规模/零售电商规模

资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2.2.1 淘宝直播：淘宝达人&商家自播&腰部主播，打造健康直播生态

- **淘宝达人直播带货能力大幅领先快手、抖音，议价能力高，影响平台和品牌商利润率，依赖头部主播带货的持续性低。**据艾媒咨询，截止2020年9月，淘宝直播KOL数量约1.6-1.7万。5月淘抖快TOP20主播总GMV为248.26亿元，其中淘宝头部三名主播GMV占比达48%，淘抖快Top20带货GMV分别为172.6/47.62/28.04亿元，淘宝优势突出。但头部主播在擅长品类佣金率高达30-50%，坑位费可过十万，商家处于相对弱势地位。
- **直播带货更大的潜力在于商家，通过培养腰部主播和商家自播，完善良性商业生态。**据淘榜单，截止2020年天猫双十一，在过去十二个月里，参与淘宝直播的商家数量增幅超220%。平台专业化能力不断提高，截止2020年4月MCN机构超1000家，代播服务商从2019年6月的0家增长至2020年2月的200家。淘宝直播计划在未来1年内培养10万名月入过万的中小主播，培养100家营收过亿的MCN机构。

图12：淘宝超级头部直播带货能力领先快手、抖音

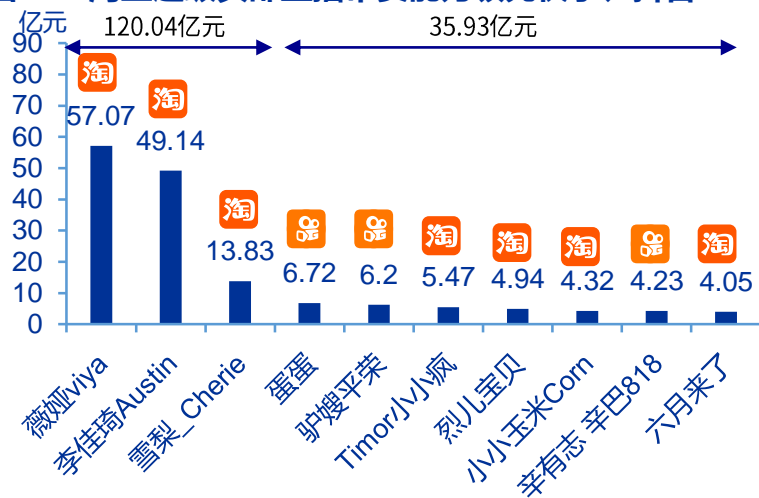
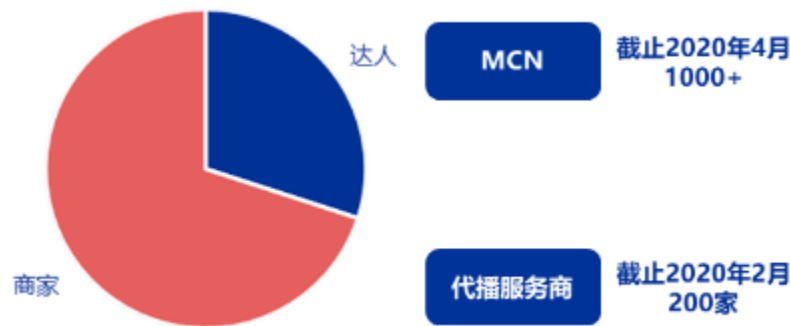


图13：618商家自播GMV占比近7成



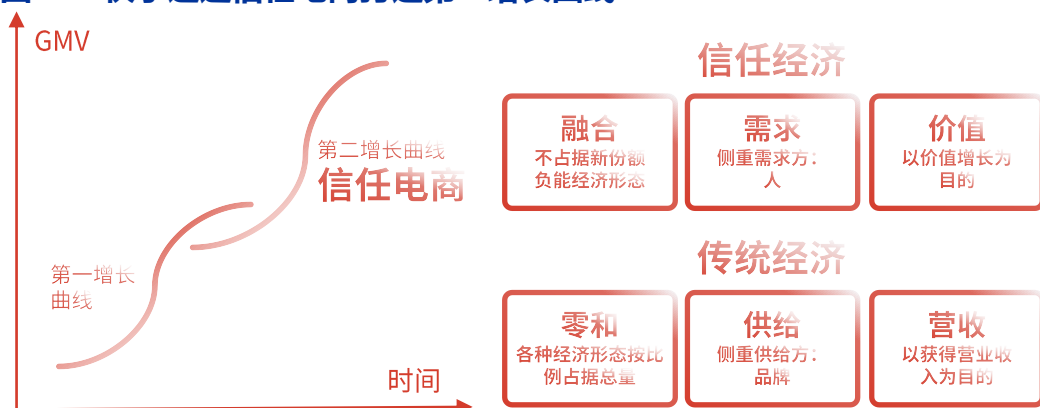
资料来源：壁虎看看，申万宏源研究；注：数据时间为2021年5月

资料来源：淘榜单，申万宏源研究

## 2.2.2 抖音&快手：兴趣电商VS信任电商

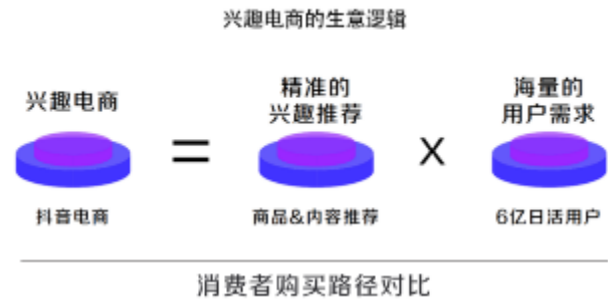
- **抖音兴趣电商挖掘潜在需求。**有别于传统电商的自发需求+主动搜索，抖音基于成熟的算法，侧重于对海量内容进行个性化推送，帮助用户发掘潜在购物需求。用户有了更多选择，商家也有了更多机会。数据显示，抖音电商经营入口的抖店2021年1月GMV同比增长50倍。
- **快手信任电商打造第二增长曲线。**在一切以算法为王的年代，快手另辟蹊径：强调人和私域，内容和连接的重要性。依托于快手私域流量的优势，快手平台主播与粉丝之间建立了很强的粘性，由此产生信任。因此，快手电商用户平均复购率由2019年的45%提升至2020年的65%。

图14：快手通过信任电商打造第二增长曲线



资料来源：快手小店，申万宏源研究

图15：抖音兴趣电商强调挖掘潜在需求

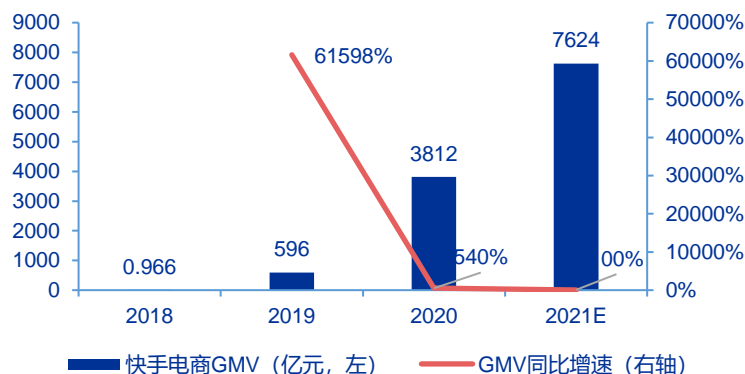


资料来源：巨量算数，申万宏源研究

## 2.3 流量平台积极打造电商闭环生态，行业竞争加剧

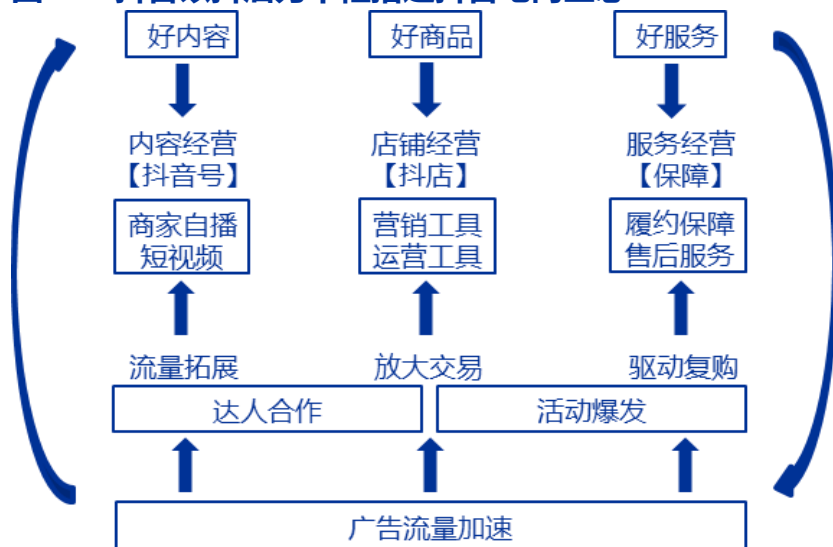
- **内容平台加码电商生态建设，行业竞争加剧。**直播带货推动产业链效率和消费者体验同步提升，电商平台加快内容建设，打造更高效的营销生态，FY2021，淘宝直播的GMV超过5000亿元；同时，抖音、快手等内容平台电商闭环基本形成，据36Kr报道，抖音21年GMV目标同比+2倍达到10000亿元；快手21Q1GMV同比+2.2倍，全年GMV预计同比+1倍，电商行业竞争加剧，进一步加快行业供应链数字化提效步伐。

图16：快手电商业务处于高速增长阶段



资料来源：快手招股书，公司公告，申万宏源研究

图17：抖音以抖店为中枢纽搭建抖音电商生态



资料来源：抖音电商官网，申万宏源研究

# 主要内容

---




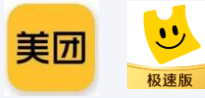
1. 宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度
2. 直播电商势头迅猛，电商行业竞争加剧
3. 社区团购更迭加速，下沉市场空间广阔
4. 投资建议
5. 风险提示



## 3.1 下沉市场争夺再升级，多产品矩阵竞争流量

- **互联网电商平台差异化战略布局低线市场，下沉市场用户贡献新流量。** 2021Q1 网上零售总额达2.81万亿元，同比增长29.9%，农村网络零售额达4397.9亿元，同比增长35.3%，下沉市场带动网购规模增长。主流电商平台根据自身平台优势资源、制定下沉市场的发展定位，如淘宝的平台管理能力、拼多多的社交电商定位、京东的物流优势、美团的本地生活，差异化布局下沉市场电商平台生态。

图18: 电商平台布局下沉市场获取新流量

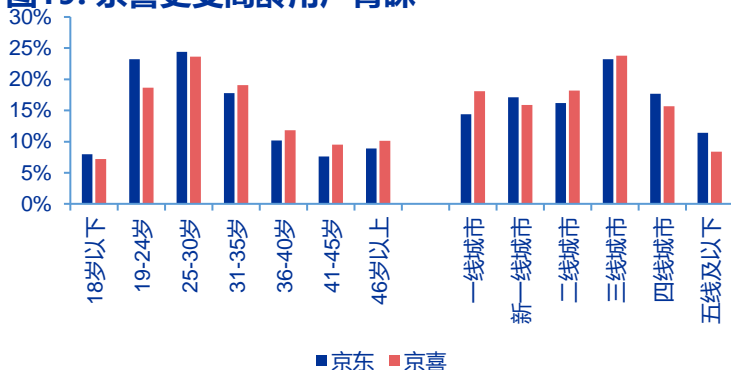
公司	APP/小程序	战略	生态支持	下沉效果
阿里巴巴		<ul style="list-style-type: none"> <li>淘特主营M2C直供模式，截止21Q1，年活跃用户超1.亿</li> </ul>	蚂蚁金服 菜鸟联盟	FY2021约 <b>70%</b> 的新增AAC来自下沉市场
京东		<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年，组建战略新兴业务京喜事业群由特价购物平台京喜、社区购物平台京喜拼拼、服务中小便利店的京喜通等业务组成，服务于下沉市场消费的多种场景</li> </ul>	京东金融 京东物流 腾讯引流	21Q1约 <b>81%</b> 新增AAC来自下沉市场
拼多多		<ul style="list-style-type: none"> <li>百亿补贴、农货上行，主攻“社交电商”，2020年6月上线拼小圈</li> </ul>	腾讯引流	过往绝大多数用户来自低线城市，2021年3月的月活用户 <b>60%</b> 来自三线及以下城市
美团		<ul style="list-style-type: none"> <li>上线“团好货”电商，主打低价一件包邮；截止21Q1，美团优选在一季度已覆盖全国超2600座市镇</li> </ul>	外卖骑手 生活服务平台	2020年 <b>大多数</b> 新用户来自于三线及以下城市

资料来源：公司公告，申万宏源研究

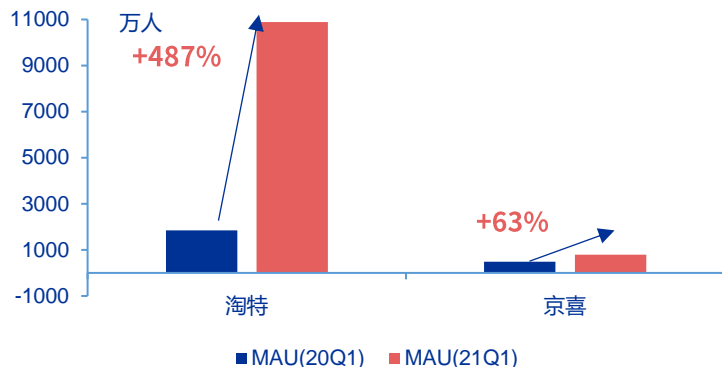
## 3.1 聚焦下沉市场，用户增长强劲

- 根据QuestMobile数据，2021Q1淘宝特价版，京喜MAU分别同比+487.3%/+63.0%达10887万人/789万人，增长强劲。对比淘宝，淘特APP覆盖31岁及以上用户更广，占比55.2%；对比京东主站，京喜覆盖31岁及以上用户高达50.5%，比主站高6.0pct。从各大移动购物APP来看，下沉市场用户已占据较大比重，在MAU前十的移动购物APP中，下沉市场用户占比均超过五成。

图19: 京喜更受高龄用户青睐

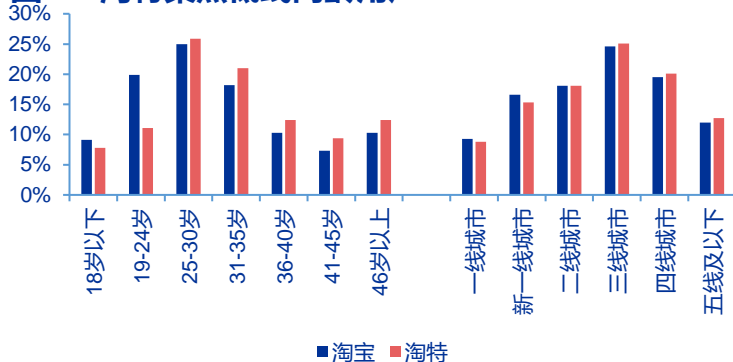


资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究  
图21: 下沉市场电商APP用户保持快速增长

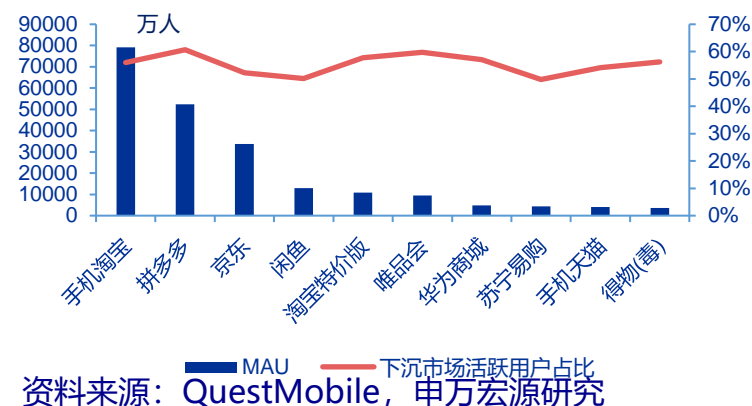


资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

图20: 淘特聚焦低线高龄用户



资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究  
图22: 下沉市场用户占移动购物APP半壁江山

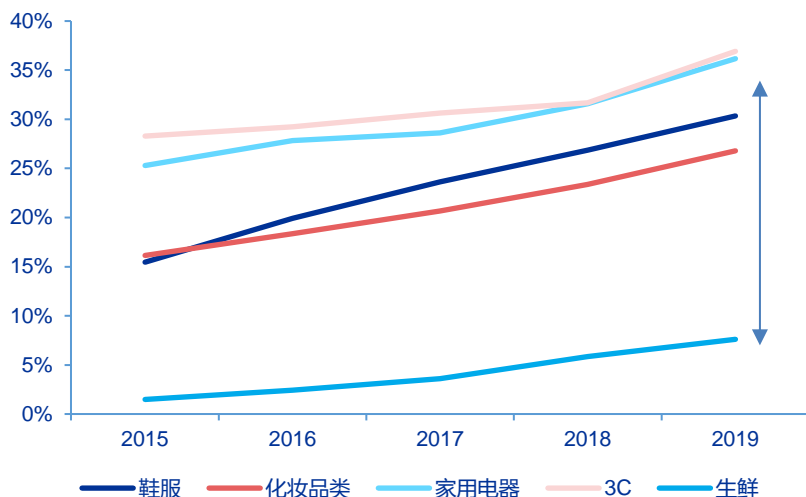


资料来源: QuestMobile, 申万宏源研究

## 3.2 万亿生鲜零售市场，生鲜电商发展空间广阔

- **万亿生鲜市场，电商赋能渠道提效。** 生鲜品类线上渗透率存在3倍以上增长空间。根据测算，除生鲜外品类的平均线上渗透率约为30%，目前生鲜品类线上渗透率仅在7.6%，增长空间可观。根据艾瑞咨询，2020年中国生鲜电商市场规模已达到4585亿元，预计2023年行业规模将超过万亿。

图23：生鲜品类线上渗透率存在3倍以上增长空间



资料来源：线上零售额(除生鲜)和整体规模(全品类)来源于Euromonitor；  
生鲜线上零售额来源于艾瑞咨询，  
申万宏源研究

图24：生鲜电商市场规模预计2023年达到约12000亿元



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

### 3.2.1 各方参与者多点布局，生鲜领域融资复苏明显

- **巨头多点布局，初创企业争相涌入生鲜电商赛道。** 生鲜电商行业玩家众多，已进入经济模型优化与规模增长并重阶段，阿里京东拼多多和美团在多个赛道多点布局，而各初创企业也备受资本青睐。
- **生鲜领域融资复苏明显，多为中后阶段大额融资。** 2020年和21Q1生鲜领域共融资58笔，同比增长不多，但融资金额达631亿元创历史新高，其中2020年同比增速237%，21Q1单季度金额已接近2020年全年水平，且多为中后阶段融资。

图25: 生鲜电商融资热度复苏

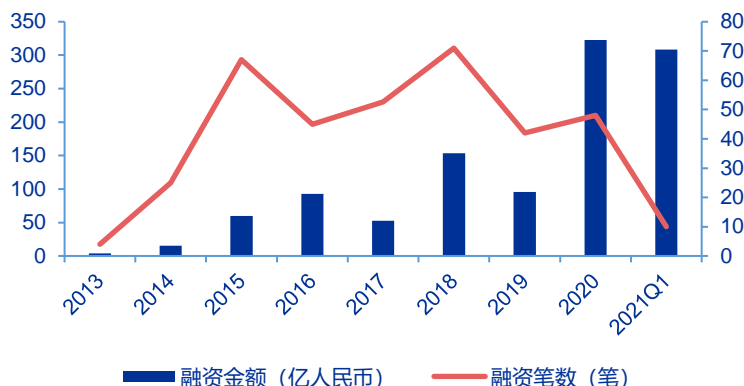


图26: 目前生鲜电商融资多为中后阶段

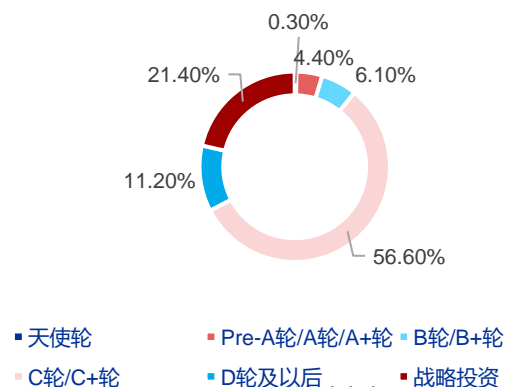


表2: 生鲜电商融资热度复苏 资料来源: 易观千帆, 申万宏源研究

	阿里巴巴	京东	美团	拼多多	初创公司
传统生鲜电商	天猫生鲜	京东生鲜	-	-	-
O2O平台模式	淘鲜达、饿了么新零售	京东到家	美团闪购		多点等
前置仓模式	-	-	美团买菜	-	每日优鲜、叮咚买菜、朴朴超市等
到店+到家模式	盒马鲜生	7fresh	小象生鲜	-	-
社区拼团模式	十荟团 (投资)	兴盛优选 (战略投资)	美团优选	多多买菜	食享会、同程生活等

资料来源: 易观千帆, 申万宏源研究

### 3.2.2 “预售+自提”满足下沉市场生鲜线上消费需求

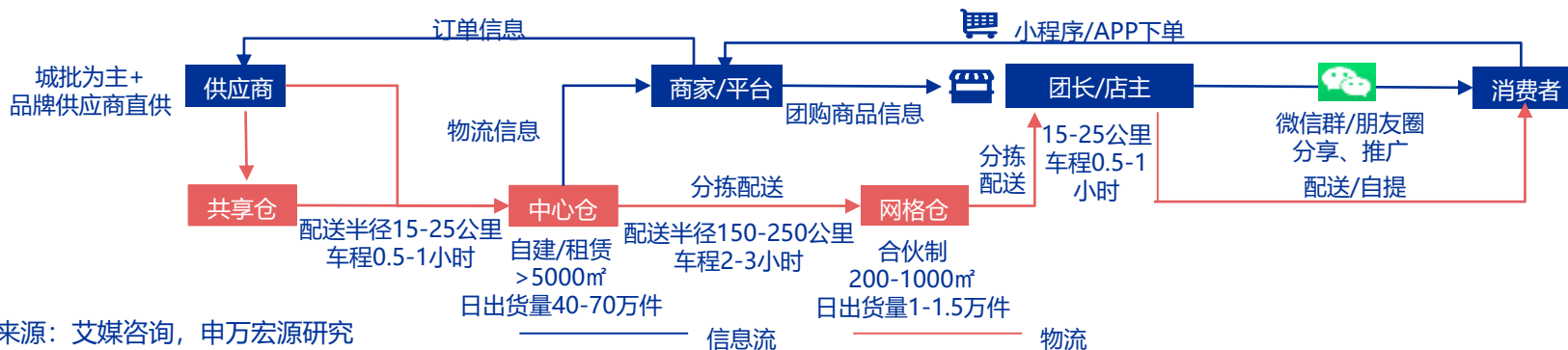
- **“预售+自提”满足零库存低损耗，轻资产模式可复制性强。**社区团购采用“当日下单+次日送达+线下自提”模式，以销定采无库存压力，生鲜损耗率低于3%（艾瑞咨询），加盟自提点轻资产模式可复制性强，有利于短期做大规模。
- **高客单集中履约摊薄成本。**下沉市场用户购买力低，每户家庭客单价仅为10-20元，但社区团购基于小区集单，每个社区客单价可达500-1500元，通过一次性集中配送，并由小B商家承担最后一公里的履约和售后，摊薄履约成本，是可能实现盈利的生鲜电商模型。

表3：生鲜零售盈利模式对比

	社区团购	前置仓模式	社区生鲜店	线下商超
客单价 (元)	10-20元/户 500-1500元/社区	50元/单	60元/单	100元/单
毛利率	20%~22%	25%~30%	18%~20%	22%~24%
店铺租金	-	1%~3%	6%~10%	3%~4%
人工和配送成本	-	15%~20%	8%~10%	8%~10%
仓储物流	5%~10%	6%~8%	1%~3%	1%~2%
水电折旧 摊销	-	2%	5%	3%~4%
促销补贴	3%~5%	-	-	-
团长佣金	10%	-	-	-
费用率	18%~25%	24%~33%	20%~28%	17%~20%
净利率	-3%~2%	-8%~1%	-10%~0%	2%~4%
净利润 (元)	-45~30	-4~0.5	-6~0	2~4
盈利要点	供应商低价货源支持、集单提升客单价以覆盖履约成本	控制损耗实现高净毛利、订单密度摊薄配送成本	精细化管理提高店铺坪效，摊薄租金和人工成本	高客单价、优化品类结构和定价策略

图27：社区团购信息流和物流结构图

资料来源：申万宏源研究



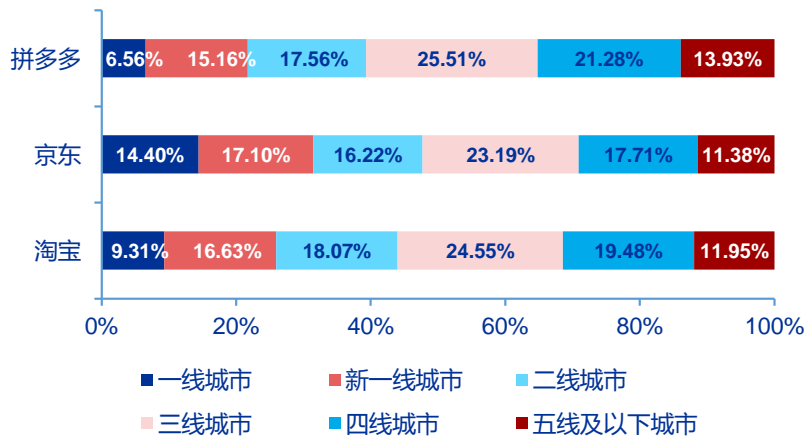
资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

资料来源：艾媒咨询，申万宏源研究

### 3.2.3 社区团购迈入新阶段，中期看下沉市场运营和流量沉淀

- **有下沉市场运营经验的企业更懂下沉用户需求，占领消费心智。**社区团购的用户活跃度和复购率，前期比较依赖补贴召回，中期用户留存是关键。我们认为在下沉市场有业务布局，能发挥业态协同效应，同时具有深耕本地市场的资源能力，能满足用户多元化需求的社区团购玩家将形成核心竞争力，抬高平台的竞争壁垒，巩固市场地位。
- **团长履约效率影响用户购物体验，优化团长服务有望进一步提高用户留存率。**团长掌控着接触用户的最终环节，具有强服务属性。平台需要加强与团长合作关系，管理赋能，减少自提点和其他平台的窜货风险，建立团长晋升机制或者与团长合作运营自提点（如美团优选），提高团长的合作意愿和运营能力。

图28：拼多多用户主要来自下沉市场



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究；注：取数周期为2021.03

表4：美团优选以各种激励方式争夺团长

直属下级团长数量		激励金额
团长激励机制	小于等于3个	只有培训费
	大于三个	培训费：新开团下级7天销售额若大于1000元，可获得培训奖励100元，大于5000元再追加奖励60元 所有下级的销售提成：团长可获得直属下级团长销售商品件数的12%，可获得隔级下级团销售商品件数的3.6%
滚动7天销售额		激励金额
新人激励	大于2500元	108元
	大于1200元	58元
	大于500元	28元

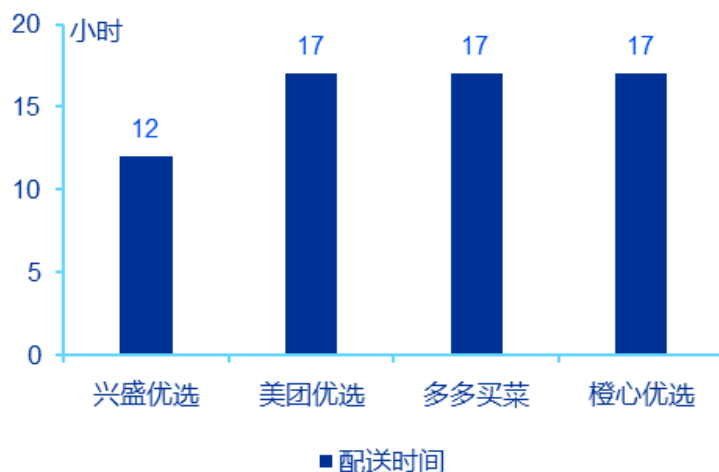
资料来源：深网腾讯新闻，申万宏源研究



### 3.2.4 社区团购长期看生态，重在供应链和生态壁垒建设

- **建设物流体系势在必行。**兴盛优选于2015年投入2000万元建立起的物流壁垒成效初现，在时效方面以“211”送达标准领先竞争者。凭借物流体系的先发优势与长年积累，兴盛优选履约成本已降至3.5%，远低于其他团购平台6%的水平。供应链能力建设提高履约时效和商品品质，保障用户体验，是形成品牌护城河的关键。
- **平台开拓社区团购板块，构建下沉市场本地生活服务圈，实现内部生态协同效应。**通过满足用户多层次刚需、高频化场景需求，在消费者生活中建立多个触点，与电商零售业务和外卖、出行、餐饮和娱乐等同城零售版块交叉引流，延伸用户价值，打造流量、服务和交易的生态闭环，利用多元化业务优势，实现结构性成本节约。同时与物流服务、金融服务和技术服务业务形成更强的协同互补效应，构建生态壁垒。

图29：兴盛优选配送速度领先其他平台



资料来源：各社区团购APP，申万宏源研究

图30：京东以零售为核心的多元生态



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 3.2.5 加码社区团购赛道，构建中长期竞争优势

- **多品牌角逐社区团购，平台间竞争白热化。**社区团购是中国生鲜行业的一次升级，平台在争夺流量的同时，更需要时间的沉淀、适应各种规则的改造并尊重行业内生态玩家的地位。在国家监管政策和社会舆论关注下，未来社区团购发展将从补贴转向业务效率。目前多数社区团购平台处于初创期，随着运营经验积累，精准的用户画像体系以及精准的团长体系将为品牌商带来巨大价值，优质的供应链生态将会成为未来社区团购巨头的核心竞争力。

图:31 未来各品牌将围绕社区团购持续发力

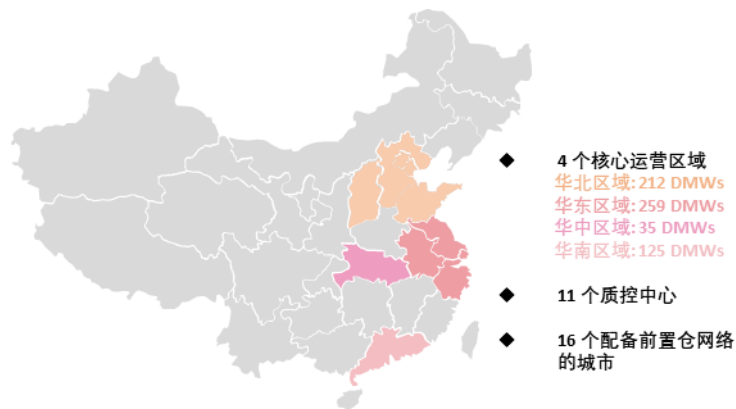
公司	关键词	社区团购平台	当前进度	后续规划
美团	投资持续加码	美团优选	覆盖全国超2600个市县	增加前期投资,扩大团长规模,加强仓配网络,以下沉市场为重点
拼多多	重塑农产品产业链	多多买菜	覆盖全国超过300个城市	加大对农产品基础设施投资,提升履约效率,为用户提供一体化消费体验为导向,从长期ROI战略角度布局
京东	聚焦供应链基础设施	京喜拼拼	覆盖全国十四省市 以下沉市场为主	加大京喜事业群投资,在产品研发、短链物流网、团长招募继续投入,逐步扩张覆盖主要城市,扩展事业群业务范围
阿里巴巴	整合生态能力资源	云蛙采采	已在郑州投入运行	2021年目标在中国完成广泛覆盖,定义健康可持续发展的社区电商模式,整合社区团购、天猫、淘宝等渠道,形成矩阵

资料来源：云蛙采采小程序，京喜拼拼小程序，拼多多APP，美团APP，申万宏源研究

### 3.3 生鲜电商代表公司——每日优鲜

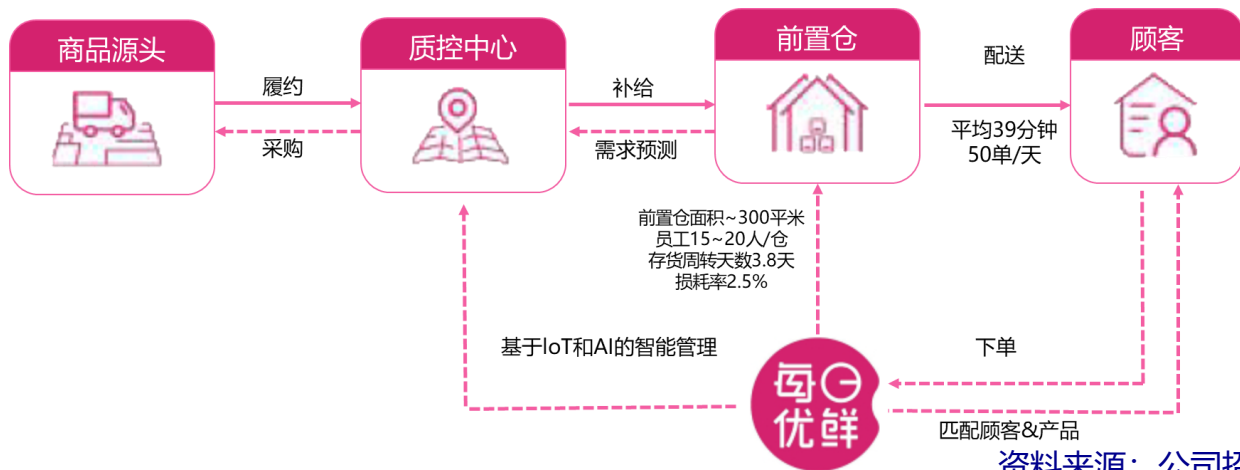
- **前置仓模式开创者，中国北方市场占有率居首位。**截至2021年3月31日，每日优鲜在中国16个城市建立起631个前置仓库，在前置仓市场占有率达28%。
- **直采比例高达80%以上，满足消费者快速交付需求。**公司建立了可追溯的质量控制体系，涵盖从原产地、质量控制中心和DMW到消费者的整个价值链，实现80%以上原产地直采，提供4300个SKU，在39分钟内送达，另外提供超过20000个SKU次日交货；前置仓零售业务单笔订单平均价格为94.6元，其中每笔订单平均售出8.2件商品，单件平均价格11.5元，在前置仓零售市场领先。

图32：每日优鲜前置仓分布



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图33：每日优鲜前置仓配送模式



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

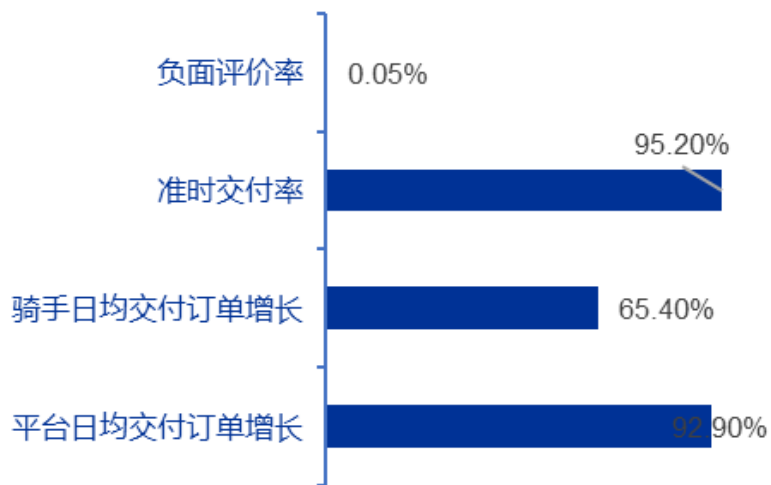
### 3.3 生鲜电商代表公司——叮咚买菜

- **前置仓规模行业第一，提早布局下沉市场。**截至2021年3月31日，叮咚买菜在全国29个城市建立起前前置仓模式，前置仓数为950个，规模处于行业第一。大规模扩张过程中，叮咚买菜相较竞争对手更早进入下沉市场，抢占未来市场空间。凭借成熟的开城体系，2020年9月叮咚买菜入驻马鞍山市，业务增长迅速。
- **物流体系高效，履约效率行业顶尖。**叮咚买菜前置仓密度较大，运输路程更短。平台运用新的集约化配送体系，在新算法加持下成功解决生鲜行业履约难题，配送效率很高。同时叮咚买菜与百度地图达成合作，全方位加速物流运输智能化升级。2021年一季度叮咚买菜平台骑手每日交付订单85个，每单平均配送时间29分钟，每日优鲜两项指标分别为50.2单与39分钟，均不及叮咚买菜。

表5：叮咚买菜合作百度提供生鲜物流解决方案

干线运输		末端配送	
可信物流溯源与防窜货			
路线测距定价	全面的供应链信息系统	地址清洗	
智能派单排线		智能分区	
全流程精细化监督		智能调度	
企业经验路线导航		配送导航	
轨迹清洗与可视化		轨迹清洗与可视化	
物流大数据分析建模与洞察			

图34：叮咚买菜履约效率行业领先



资料来源：公开资料，申万宏源研究

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

# 主要内容

---

1. 宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度
2. 直播电商势头迅猛，电商行业竞争加剧
3. 社区团购更迭加速，下沉市场空间广阔
4. 投资建议
5. 风险提示

## 4.1 阿里巴巴：核心电商增长稳健，打造第二增长曲线

- **电商基本盘增长稳健，持续增强商家经营能力。** 分业务看，FY21Q4，公司核心商业/云计算/数字媒体及娱乐/创新业务及其他收入占比分别为86/9/4/1%，同比变化+4/-2/-1/-1pct。核心商业中，中国零售业务收入同比增长74%至1232亿元，其中客户管理收入同比增长40%，货币化率约4%，主因搜索变现单次点击平均单价的上升，包括推荐信息流在内的新变现模式的收入增长以及GMV强劲增长，预计推荐信息流内容化和营销工具多元化发展，能帮助商家进一步提升经营能力。
- **反垄断监管处罚落地，加大新业务投资力度。** 反垄断监管政策出台及处罚落为电商行业创造更公平的竞争环境，同时推动公司高质量发展。公司计划将2022财年所有增量利润及额外资本投入用于支持平台商家，以及投资新零售、社区团购、国际业务、本地生活和物流基础设施等新业务和关键战略领域，紧扣内需、全球化和高科技融合战略，进一步挖掘流量增长潜力，提升用户粘性和购买频率。FY2021，新业务淘宝直播 GMV突破5,000亿元；截至FY21Q4，主打下沉市场的淘宝特价版AAC超过1.5亿。我们预计公司将持续发掘新的潜在增长市场，且在新业务的推动下，公司2022财年营收将突破9300亿元。

图35: FY21Q4阿里巴巴核心商业增速达到84%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图36: 阿里将加大新业务投资力度



资料来源：公司公告，申万宏源研究



## 4.2 京东：全渠道战略升级，开放供应链基础设施赋能商家

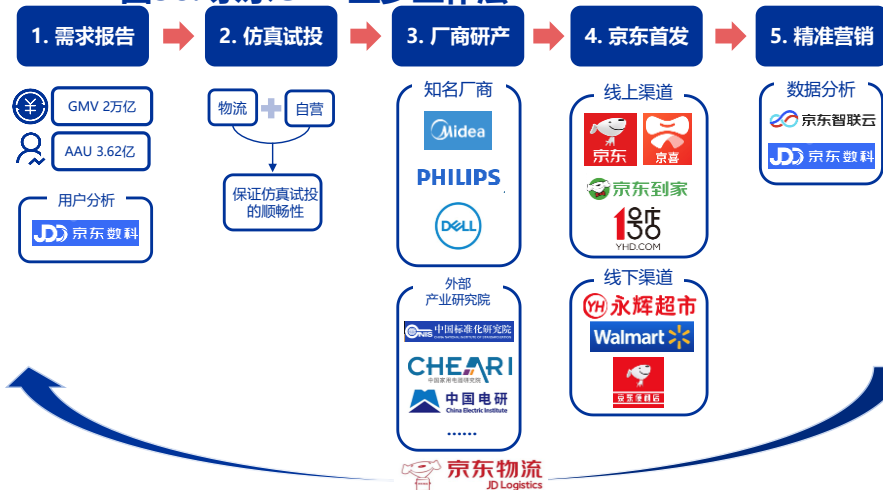
- **供应链优势持续提升运营效率，开放平台服务收入增长强劲。** 21Q1京东库存周转天数同比下降4.2天，进一步降至31.2天，持续领跑全行业，21Q1京东零售营业利润率同比提升0.27pct到4.0%；21Q1平台收入同比大幅增长73.1%，增速同比提升43.5pct，其中物流和其他服务收入同比强劲增长109.2%。
- **全渠道战略持续升级，开放平台构建第二成长曲线。** 21Q1，京东将基于供应链管理、数字化运营和整合营销的多维竞争优势，持续升级全渠道战略，预计将更高效地适应多元化消费场景，有效提升用户在京东的消费体验。此外，公司将提高以供应链为基础的技术服务能力，通过先进的供应链管理解决方案和技术来赋能产业链上的每一环，将京东打造为科技服务商，构建新的增长曲线。
- **多领域增加战略合作伙伴，加大京东物流等新业务投资。** 21Q1，京东在零售和物流等领域和包括John Lobb和Marni等奢侈品品牌、荣耀和小米等手机品牌以及腾讯智慧零售开展战略合作，预计将有效提升用户在京东的消费体验，进一步开放物流服务第三方商家。

图37: 京东的物流网络遍布全国各地



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图38: 京东C2M五步工作法



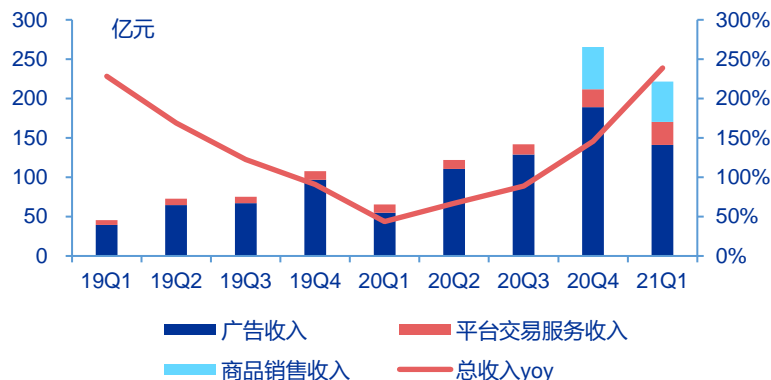
资料来源：公司公告，申万宏源研究

保证顺畅的用户体验

## 4.3 拼多多：流量变现效率提升，新业务持续投入

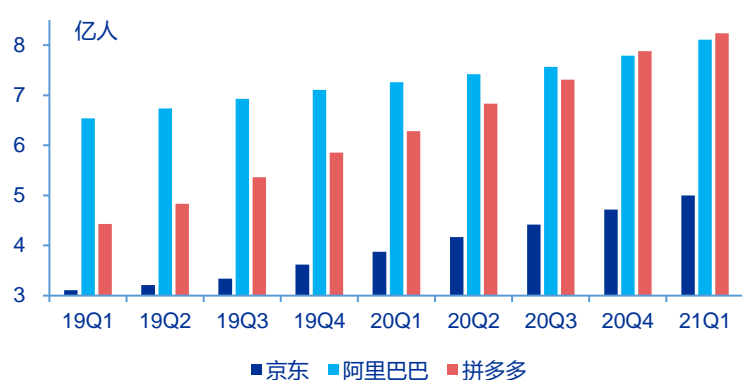
- **年活跃用户持续领先行业，广告营销收入增长强劲。** 21Q1平台年活跃买家数同比增长31%至8.24亿，单季增长3540万，继续保持行业第一。分业务看，21Q1广告/佣金/商品收入占比63.7%/13.2%/23.1%。21Q1广告营销同比+157%至141亿元，主因平台利用各种技术和多多学院等不断提升商家营销投放ROI，21Q1交易服务收入同比增长180%至29亿元，主因一季度GMV增长和多多买菜业务营收的提高。
- **加大多多买菜投入力度，百亿补贴持续打造品牌心智。** 拼多多从长期ROI的战略角度布局多多买菜业务，以为用户提供一体化消费体验为导向，截止21Q1多多买菜业务已覆盖全国超过300个城市，2021年目标实现1500亿GMV，预计多多买菜将和主站形成良好协同效应。同时，拼多多将与更多的品牌合作，推动主流品牌进驻百亿补贴，同时全面提高百亿补贴商家的准入门槛和服务标准，消费者会感受到发货速度更快、配送能力更强、品控标准更严、售后服务更好的消费体验，这将进一步提升拼多多品牌形象，推动平台营销变现率提升。

图39：拼多多广告营收收入强劲增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图40：拼多多年活跃用户达到8亿



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- 2021年，电商行业再度进入“投入期”，大盘增速放缓而行业竞争加剧的背景下，强劲的规模增长需要更大的资源投入力度支撑，我们预计电商龙头公司的利润将阶段性承压，但各方的资源投入将共同加快流通渠道数字化和供应链数字化提效的步伐，创造更广阔的发展空间。我们预计今年多平台积极参与618电商购物节，直播带货等销售规模有望创新高，关注新消费亮点和新品牌机遇。**推荐具有完善电商生态的稀缺平台型公司及对下游流量的掌控和上游供应链的议价权的龙头企业：阿里巴巴、京东、拼多多。**

表6: 重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价 (当地货币)	申万预测EPS (人民币)					PE			
			2021-6-21	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
BABA.N	阿里巴巴	买入	211.06	53	56	60.4	77	26	24	23	18	
JD.O	京东	买入	72.62	10.8	9	13.5	18.2	44	52	35	26	
PDD.O	拼多多	买入	120.78	-2.5	-3.2	1.9	3.5	n.a	n.a	411	223	

资料来源: Wind, 申万宏源研究

备注: 汇率为6月21日美元对人民币收盘价6.471

# 主要内容

---

1. 宏观经济稳步复苏，电商维持高景气度
2. 直播电商势头迅猛，电商行业竞争加剧
3. 社区团购更迭加速，下沉市场空间广阔
4. 投资建议
5. 风险提示

- 1. 宏观经济下行风险。全球多国家或地区疫情反复，中外经济环境不确定性增加，宏观经济仍存在下行风险。
- 2. 行业竞争加剧。电商平台用户规模逐渐触及天花板，用户重合度增加，且新业态电商模式不断加入，内容化平台入局电商行业，行业面临竞争加剧的风险。
- 3. 市场监管趋严。在依法推行反垄断下，已有平台型公司受到处罚，行业未来面临监管趋严的风险。
- 4. 新业务投资收益不及预期。电商平台加大直播电商、社区团购等新业务投资，新业务赛道竞争激烈，且监管存在不确定性，可能存在投资收益不及预期的风险。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

### A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售



## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)