

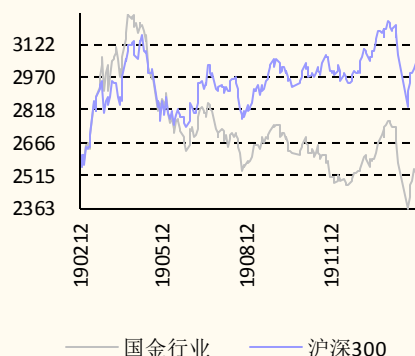
消费升级与娱乐研究中心

批发和零售贸易行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金批发和零售贸易指数	2527
沪深300指数	3952
上证指数	2902
深证成指	10769
中小板综指	9995



相关报告

- 1.《生鲜电商需求井喷，供应链决定供给端胜负-生鲜电商需求井喷，供...》，2020.2.9
- 2.《19年12月社零同比+8%，全年总额同比+8%-19年12月...》，2020.1.19
- 3.《周报-化妆品新条例通过，有望提高门槛，优化格局》，2020.1.12
- 4.《零售周报-水面上的直播电商，水下冰山MCN体系》，2020.1.5
- 5.《两极消费下的品牌出路-微笑曲线，看好两端》，2019.12.23

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

阿里京东拼多多：卖流量还是卖货？

行业观点

- 中国电商 20 年，规模达到全球 No.1，衍生出“卖流量”和“卖货”两种商业模式：短短 20 年来，中国电商规模已达 1.5 万亿美金，交易规模超过 TOP 2-11 国家的网上零售总和，TOP3 电商公司（阿里、京东、拼多多）合计份额约 80%。从商业本质来看，阿里类似购物中心，做的是“卖流量”的商业地产生意，向商家收取广告费佣金；拼多多类似小商品城，商业模式和淘宝类似，不同在于借助腾讯攫取了阿里触及不到的下沉市场流量池；京东则为更类似商超的零售商，主要赚取商品进销差。
- 阿里是一家以广告+佣金业务为主要收入的“商业地产”公司，在消费者获取&商家运营端具有深厚护城河：阿里业务涵盖核心商业、云计算、数字传媒&娱乐和创新等，淘宝天猫商家广告费&佣金占公司营收 66%，是绝对的现金牛业务。目前阿里用户规模和黏性优势突出，年活跃用户接近 7 亿，注册 5 年用户年订单数达 132 单，购买 23 种商品，年消费额在 12000 元。我们对阿里中国零售商业的增长充满信心，未来下沉市场是增量用户主要来源，直播带货、个性化推送和 88VIP 计划有望推动客单价持续提升，而作为电商行业最完善的基础设施提供者，公司中长期货币化率仍有提升空间。
- 拼多多凭借五环外微信流量成为行业黑马，商业模式本质和淘宝类似，即搭建平台，通过售卖展示位等收取广告费：凭借微信 10 亿用户基础和社交裂变模式，拼多多一路狂奔进入行业 TOP3。从盈利本质来看，拼多多和淘宝类似，通过商家营销服务来变现。拼多多的短期看点是通过“百亿补贴”提升平台信任感，提升 5 亿存量用户的客单价（目前为 1500 元/年），并获取上线城市增量用户；长期来看，拼多多只有走出有别于淘宝的差异化路线，才能长久屹立于市场，C2M 和新品牌计划可能是差异化发展的主要看点。
- 京东本质具有更强的零售商基因，需要足够规模才能有集采和销售优势，亦需要更多的仓储物流等基础设施来构筑壁垒：与阿里和拼多多不同，京东是自营特色十分明显的线上零售商，自营 GMV 和收入占比约为 50%和 90%，成本管控和效率提升是核心议题。目前京东已经在全国化物流体系和会员体系上塑造了差异化的竞争力，但是如何突破 3 亿左右的用户规模瓶颈，如何在自营业务（客户是消费者）和平台业务（客户是商家）之间找到平衡，以及如何提升利润率水平（目前为 2%左右）值得观察。
- “爱逛街&肯花钱”是阿里的核心用户标签，“爱逛街&对价格敏感”是拼多多的核心用户标签，“不爱逛街&对品质有要求”是京东的核心用户标签：通过对三家公司消费者行为的追踪，我们发现从人均单日使用时长来看，目前拼多多>淘宝>天猫>京东；从客单价来看，目前年活跃用户在阿里的年花费≈京东的 1.6 倍≈拼多多的 5.6 倍。我们认为，在用户规模的争夺之外，未来三家公司的主战场将存在于对现有用户时间和金钱的争夺之中。

投资建议

- 我们长期看好中国电商行业及其背后所蕴含的强大消费潜力：电商三巨头中，我们认为①阿里在消费者心智&商家运营端均具有深厚的护城河，长期看好阿里的行业老大地位；②拼多多将用户“时间”转化为“金钱”，提升客单价和孵化新品牌值得期待；③京东零售商特色明显，以物流和会员服务见长，如何突破用户增长瓶颈、平衡自营&平台业务以及提升利润率的能力值得持续观察。

风险提示

- 线上消费增速不及预期，行业竞争加剧，电商法监管风险

扫码免费领取资料



房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

扫码加微信1ax98988领取资料



更多免费教程: 英语学习, 技能提升, PS 教学, 投资赚钱, 音乐教程, 口才教学, 情商提升, 风水教学, 心理学, 摄影知识, 幼儿教育, 书法学习, 记忆力提升等等.....

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ: 167520299 或添加微信: 1131084518 (备注PDF)

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能, 理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课, 全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信: 1131084518

- 1、东方性经
 - 2、印度 17 式
 - 3、口交技巧 3 部
 - 4、港台性姿势 3 部
 - 5、365 性姿势 6 部
 - 6、泰国性爱密经 17 式
 - 7、花花公子性技巧 6 部
 - 8、阁楼艳星性技巧 7 部
 - 9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
 - 10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
 - 11、古代宫廷性保健系列 14 部
 - 12、汉唐宋元明清春宫图真人
 - 13、柔软性爱宝典 日本 9800 课
 - 14、李熙墨 3999 全套课
 - 15、妖精性爱课 2888
 - 16、李银河全套性课
 - 17、领统统性课
 - 18、德勇男性篇
 - 19、德勇男性篇
 - 20、缓慢性爱
 - 21、亚当多体位搭配篇
 - 22、亚当多体位结合篇
 - 23、德勇克服早泄讲座练习
 - 24、德勇以女性为中心得爱抚
 - 25、加藤鹰接吻爱抚舌技
 - 26、加藤鹰指技
 - 27、加藤鹰四十八手入门
 - 28、佐藤潮吹教学
 - 29、佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
 - 30、佐藤男人早泄对抗训练
 - 31、阿拉伯延时训练
 32. 田渊正浩秘籍
 33. 异性性快感集中训练教学
 34. 自我愉悦锻炼密宗
 35. 铁牛全套延时训练课
 36. Pc 机锻炼真人视频教学
 37. 印度性经全集 8 部
 38. 21 世纪性爱指南
 39. 香蕉大叔男女训练馆全套
 40. 中美真人性治疗教学+理论
 41. 女性闺房秘术
 42. 幸福玛利亚性课
 43. 陈见如何释放性魅力征服
 44. 性爱技巧讲座全套
 45. 性爱秘籍全套
 46. 性爱误区讲座
 47. 性病讲解大全
 48. 性博士讲座合集
 49. 性健康和性高潮合集
 50. 性教育讲座合集
 51. 性能力课堂合集
 52. 性生活问题解析合集
 53. 意外怀孕和避孕处理课堂
 54. 性感地带探索
 55. 性技巧讲座
 56. 性健康与性卫生讲座
 57. 性生活专家答疑
 58. 性心理与性道德合集
 59. 性爱宝典合集
 60. 性爱技巧合集
 61. 完美性爱演示
 62. 完美性爱技术讲解
- 更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

1. 中国电商 20 年，世界 No.1 的中国消费核心变量	6
1.1 基本盘：中国位居全球电商交易规模 TOP1，电商是社零增长的引擎.....	6
1.2 竞争格局：我国流量高度集中，电商兴起时线下零售业和品牌尚不成熟.....	7
1.3 盈利模式本质：电商平台≈购物中心/小商品城，自营电商≈百货商场	8
2. 阿里：以流量为核心的数字经济体，现金牛广告业务筑就强大根基.....	11
2.1 阿里的整体业务版图由何构成？	11
2.2 纷繁复杂的业务版图中，什么是阿里的现金牛业务？	12
2.3 未来阿里中国零售商业板块的核心变量有哪些？	14
3. 拼多多：五环外微信流量筑就的行业黑马，广告为主要变现途径	19
3.1 行业格局既定之时，拼多多的电商机遇从何而来？	19
3.2 目前拼多多的盈利模式和变现工具有哪些？	21
3.3 拼多多以何增强用户信任，未来什么是其差异化看点？	24
4. 京东：亚马逊模式的践行者，中国最大的零售商.....	27
4.1 与阿里、拼多多相比，京东成长模式的最大不同是什么？	27
4.2 平台电商包围下，京东自营模式电商的竞争力有哪些？	28
4.3 什么是京东电商业务的当务之急？	31
5. 合纵连横：阿里、拼多多、京东商品品类和消费者有何不同？	34
5.1 从品类分布和成交单价看三家公司的销售品类有何不同？	34
5.2 从城市分布和性别比例看三家公司的核心消费群体有何不同？	36
5.3 从月活、使用时长和客单价看三家公司的消费者行为有何不同？	38
6. 品牌零售公司电商渠道的发展启示.....	40
7. 投资建议	41
8. 风险提示	41

图表目录

图表 1：2019E 各国网上零售交易额（亿美元）	6
图表 2：2019E 各国网上零售占总零售交易额比例.....	6
图表 3：我国社零总额及实物商品网络零售额（万亿元）	6
图表 4：我国不同品类商品的电商渗透率.....	6
图表 5：我国社零总额增速及实物商品电商增速.....	7
图表 6：我国头部电商 2018 年 GMV 增速	7
图表 7：2018 年美国电商市场份额.....	7
图表 8：2018 年英国电商市场份额.....	7
图表 9：2018 年中国电商市场份额.....	8
图表 10：2017 TOP10 购物中心及年营业额（亿元）	8
图表 11：2017 TOP10 百货及年营业额（亿元）	8
图表 12：两种电商模式及其线下映射.....	9

图表 13: 平台电商盈利驱动因素分析框架.....	9
图表 14: 自营电商盈利驱动因素分析框架.....	10
图表 15: 阿里业务板块及盈利模式.....	11
图表 16: 阿里各业务板块营收占比.....	12
图表 17: FY2019 阿里各细分板块营收占比.....	12
图表 18: 中国零售商业板块中各细分业务构成.....	12
图表 19: 中国零售商业中的现金牛—客户管理&佣金.....	12
图表 20: 阿里中国零售商业: 客户管理服务的主要变现工具.....	13
图表 21: 阿里中国零售商业: 天猫 2020 年度经营类目佣金费率及年费.....	13
图表 22: 2019 财年各业务板块经调整 EBITA (亿元)	14
图表 23: 2019 财年各业务板块经调整 EBITA 利润率.....	14
图表 24: 阿里流量获取核心策略的时代变迁及年活跃用户数变化.....	15
图表 25: 国内各线城市电商渗透率.....	15
图表 26: 阿里的获客成本变化.....	15
图表 27: 阿里活跃用户平均年客单价 (元)	16
图表 28: 阿里活跃用户平均年消费订单数 (个)	16
图表 29: 盘活存量策略: 被动“类目搜索”到主动“信息流广告&直播”.....	16
图表 30: 盘活存量策略: 推出 88VIP 计划	17
图表 31: FY2018 阿里不同注册年限用户消费数据.....	17
图表 32: FY2019 欠发达地区用户平均年消费额 (元)	17
图表 33: 阿里历史货币化率变动.....	18
图表 34: 微信 vs.阿里的月活跃用户数 (亿)	19
图表 35: 1Q2018 拼多多 vs.阿里的获客成本 (元)	19
图表 36: 淘宝天猫、京东、拼多多 APP 通过外部链接跳转进入的流量占比	19
图表 37: 拼多多招商宣传.....	20
图表 38: 拼多多“接地气”的优秀商家宣传.....	20
图表 39: 拼多多平台的“拼单”模式.....	20
图表 40: 拼多多互动游戏展示.....	21
图表 41: 拼多多业务板块及盈利模式.....	21
图表 42: 拼多多变现工具一览.....	22
图表 43: 拼多多关键词搜索推广展示效果.....	22
图表 44: 拼多多明星店铺推广展示效果.....	23
图表 45: 拼多多 Banner 广告推广展示效果.....	23
图表 46: 拼多多历史货币化率.....	24
图表 47: 拼多多过去 12 个月年活跃用户数 (亿)	24
图表 48: 拼多多单个活跃用户年支出 (元)	24
图表 49: 拼多多 Non-GAAP 毛利率、费用率、净利率	25
图表 50: 部分仿造鞋在质量测试中表现甚至好于正品鞋.....	25
图表 51: 给网店供货、无固定品牌的工厂店布满整条街.....	25

图表 52: 拼多多“新品牌”计划.....	26
图表 53: 京东盈利模式及收入来源.....	27
图表 54: 京东历史营收（亿元）.....	27
图表 55: 京东历史各业务营收占比.....	27
图表 56: 京东毛利润（亿元）及毛利率.....	28
图表 57: 京东营运周转天数.....	28
图表 58: 京东物流的历史.....	28
图表 59: 京东配送服务体系.....	28
图表 60: 京东物流目前的能力.....	29
图表 61: 满足“211 时效”的区县比例.....	29
图表 62: 京东仓储物流费用（亿元）及物流费率.....	29
图表 63: 京东京享值会员体系.....	30
图表 64: 京东 PLUS 付费会员体系.....	30
图表 65: 京东客单价变化.....	31
图表 66: 2008 年活跃用户之后每年的平均订单量.....	31
图表 67: 京东历史年活跃用户数（亿）.....	31
图表 68: 阿里、拼多多、京东年活跃用户增量（亿）.....	31
图表 69: 京东平台服务营销推广工具.....	32
图表 70: 京东自营和平台 GMV 占比.....	32
图表 71: 京东 3C&家电和日用品类 GMV 占比.....	32
图表 72: 京东的历史毛利率与费用率.....	33
图表 73: 京东的近期 Non-GAAP 营业利润率及净利率.....	33
图表 74: 淘宝 GMV（亿元）及增速.....	34
图表 75: 天猫 GMV（亿元）及增速.....	34
图表 76: 京东 GMV（亿元）.....	34
图表 77: 拼多多滚动 12 个月 GMV（亿元）.....	34
图表 78: 2019 年 1-11 月淘宝天猫 TOP10 品类份额.....	35
图表 79: 2019 年 1-6 月拼多多 TOP10 品类份额.....	35
图表 80: 京东 2017 年上半年品类份额占比.....	35
图表 81: 阿里、拼多多女装类目成交件单价（元）.....	36
图表 82: 阿里、拼多多手机类目成交件单价（元）.....	36
图表 83: 阿里、拼多多美妆类目成交件单价（元）.....	36
图表 84: 阿里、拼多多食品类目成交件单价（元）.....	36
图表 85: 过去 12 个月的活跃用户数（亿）.....	36
图表 86: 淘宝天猫用户各线城市占比.....	37
图表 87: 京东用户各线城市占比.....	37
图表 88: 拼多多用户各线城市占比.....	37
图表 89: 各 APP 用户男女比例（2019.5）.....	38
图表 90: 各 APP 月活跃用户数（亿）.....	38

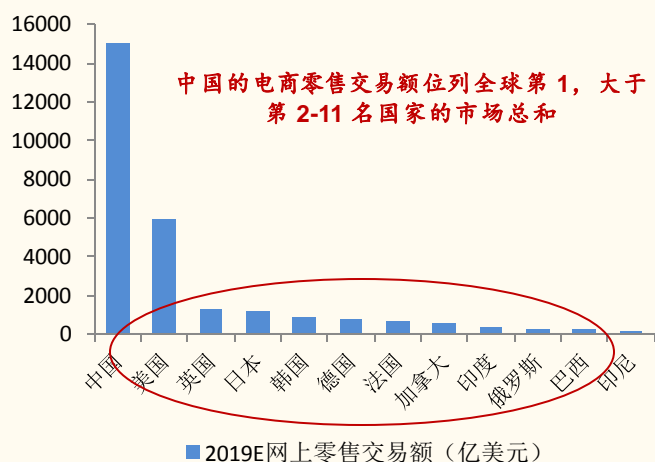
图表 91：各 APP 人均单日使用时长（分钟）	39
图表 92：三家公司最新披露的年活跃用户平均客单价（元）	39
图表 93：化妆品及服装品牌公司 2018 年线上营收占比	40

1. 中国电商 20 年，世界 No.1 的中国消费核心变量

1.1 基本盘：中国位居全球电商交易规模 TOP1，电商是社零增长的引擎

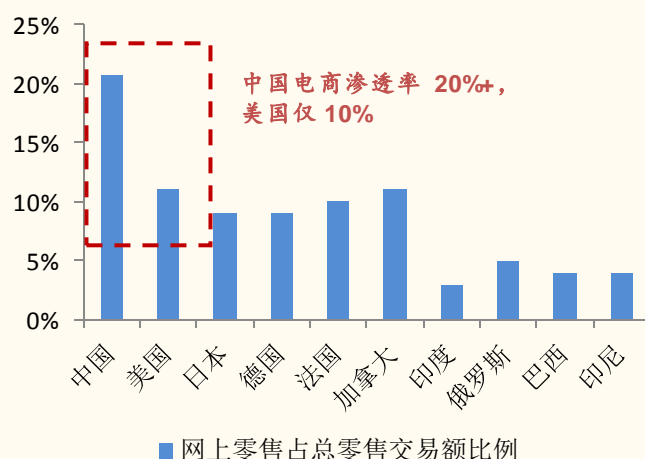
- 中国已成为全球电商行业的领军者：短短 20 年来，中国已崛起成为全球电商行业零售交易额排名第 1 的国家。emarketer 数据显示，2019 年中国网上零售交易额预计将达到 1.5 万亿美元，不仅位列全球首位，亦超越了第 2-11 名国家的网上零售交易额总和。我国的电商创造了一个庞大的商业生态，带动了移动支付、快递物流、数字服务等多个产业的发展，也重塑了多个品牌消费品行业的运营模式。

图表 1：2019E 各国网上零售交易额（亿美元）



来源：Mickensy, eMarketer, 国金证券研究所

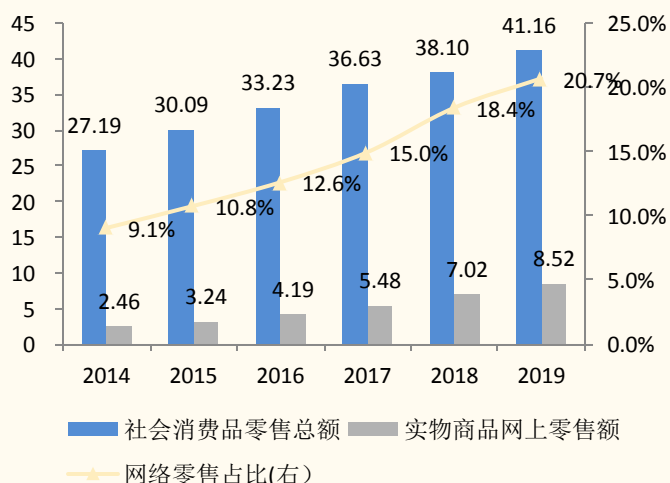
图表 2：2019E 各国网上零售占总零售交易额比例



来源：Mickensy, eMarketer, 国家统计局, 国金证券研究所

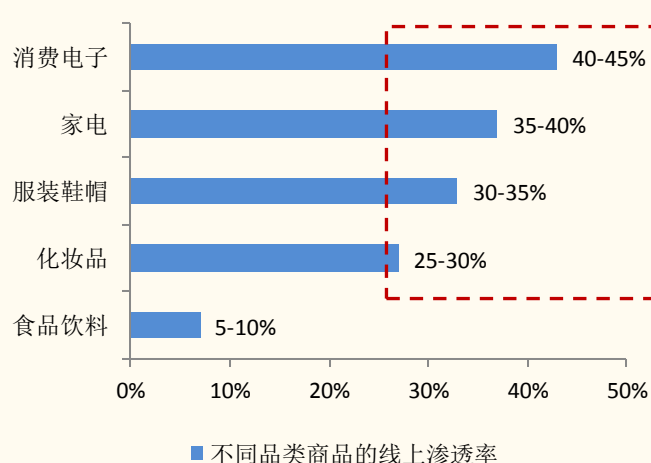
- 从渗透率来看，电商已成为占据我国标品&快消品市场 1/3-1/2 的主力渠道：2014 年至 2019 年，我国实物商品网上零售额从 2.46 万亿元增长至 8.52 万亿元，网络零售占比由 9.1% 上升至 20.7%，渗透率持续提升。对于消费品中标品如消费电子和家电，以及快消品如服装鞋帽和化妆品，电商渗透率已达 30%-50%。

图表 3：我国社零总额及实物商品网络零售额（万亿元）



来源：国家统计局, 国金证券研究所

图表 4：我国不同品类商品的电商渗透率

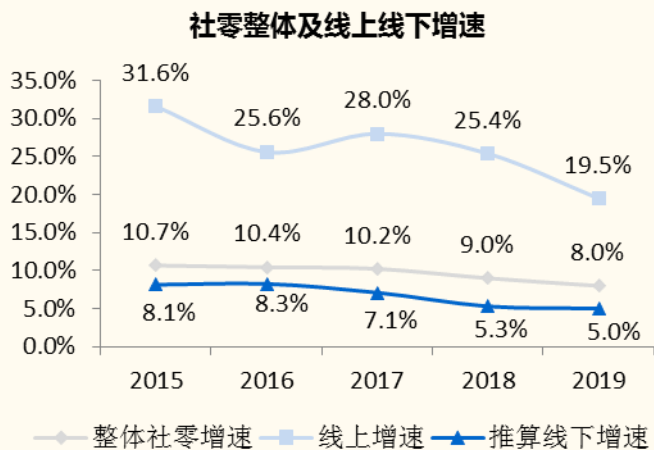


来源：科尔尼, 国金证券研究所

- 从增速来看，电商是中国社零增长的重要引擎，TOP3 头部电商的市场份额仍在提升：2015 年至 2018 年，我国实物商品网上零售额增速在 25% 以上，同期社零总额增速仅为 10% 左右；2019 年，实物商品网上零售额增速为 19.5%，同期社零总额增速仅 8%。可以看出，虽然近 2 年实物商品

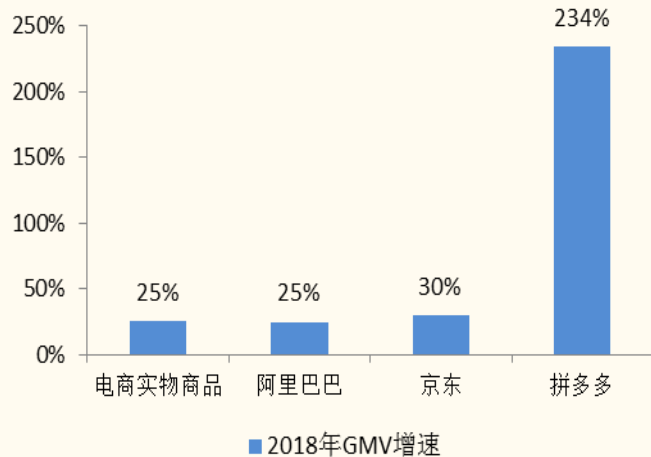
电商增速有所放缓，但线上依旧是拉动社零增长的重要引擎，也是品牌商增长的重要基本盘。而头部电商又整个电商赛道中的优选，2018 年行业前三中，阿里中国零售市场实物商品 GMV 增速与行业增速基本持平，京东增速略跑赢行业，拼多多作为黑马大幅跑赢行业，TOP3 头部电商的市场份额整体仍在提升，非头部公司的市场机遇趋少。

图表 5：我国社零总额增速及实物商品电商增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 6：我国头部电商2018年GMV增速

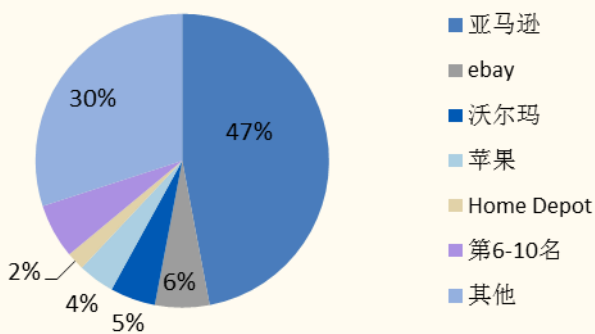


来源：公司公告，国金证券研究所；备注：阿里巴巴数据为 FY19 的中国零售市场剔除未支付订单的实物商品 GMV 增速

1.2 竞争格局：我国流量高度集中，电商兴起时线下零售业和品牌尚不成熟

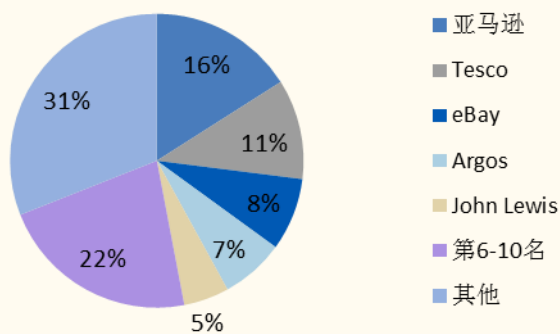
- 我国电商的一个突出特点是：流量高度集中于少数电商平台。2018 年，阿里、京东、拼多多合计占有我国电商市场接近 80% 的市场份额，品牌自营电商和传统零售商自营电商在行业中很难占据一席之地。但美国和英国的电商格局则相对分散，传统零售商如沃尔玛、Tesco、Argos 的自营电商，以及品牌商如苹果的自营电商，均能在行业中占据 4%-10% 的份额。

图表 7：2018 年美国电商市场份额



来源：eMarketer，国金证券研究所

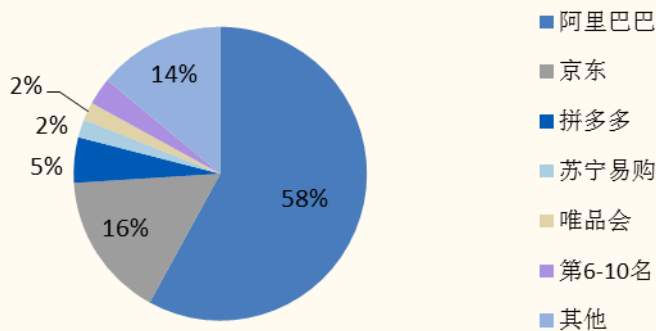
图表 8：2018 年英国电商市场份额



来源：eMarketer，国金证券研究所

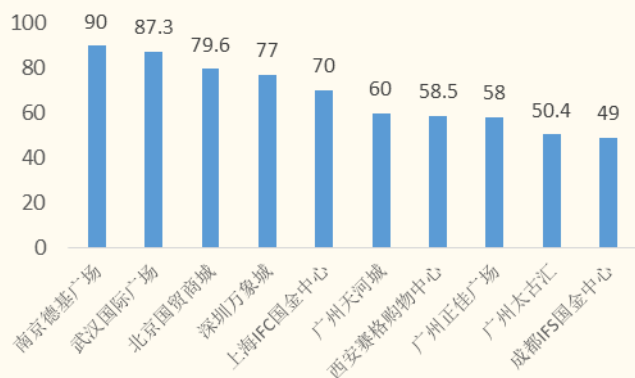
- 造成这一差距的主要原因为：电商业态兴起时线下零售商和品牌商的发展成熟度。在电商出现之前，美国和英国的线下零售业和品牌业已经历了超过半个世纪的沉淀，拥有强大的运营效率和消费者影响力，因此能够在线上渠道出现时发展出自有渠道。而在中国，线下零售业和品牌业在发展了 20 年就遇到了电商的兴起，使得本就具有马太效应的线上渠道在中国产生了更强的马太效应。

图表 9：2018 年中国电商市场份额



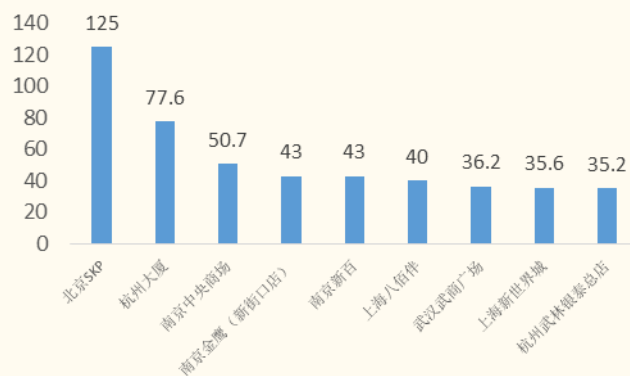
来源：eMarketer，国金证券研究所

图表 10：2017TOP10 购物中心及年营业额（亿元）



来源：联商网，国金证券研究所

图表 11：2017TOP10 百货及年营业额（亿元）



来源：联商网，国金证券研究所

- 在品牌和渠道的博弈之中，我们预计未来我国线上渠道方仍将处于强势地位：一方面，流量高度集中，导致了大范围、跨品类的大量消费者行为数据集中于头部电商平台，使得头部平台能够快速推进迭代创新。另一方面，由于品牌方很难实现渠道和数据自主，品牌商与平台的博弈始终存在，对于品牌商来讲，研究在电商平台获取、转化和留存流量的能力至关重要。

1.3 盈利模式本质：电商平台≈购物中心/小商品城，自营电商≈百货商场

- 与线下类似，电商本质可分为两种不同的商业模式：平台模式和自营模式。阿里和拼多多是平台模式的典型代表，主要为商家提供线上销售场景和流量，自身并不买卖商品；京东是自营模式的典型代表，从商家进货，面向消费者直接销售。这两种模式其实在电商尚未出现的传统实体零售阶段就已经存在，例如万达商业广场和义乌小商品城分别为品牌商家和非品牌/个人商家提供销售场所；而王府井百货则是自己买断商品并向消费者销售。

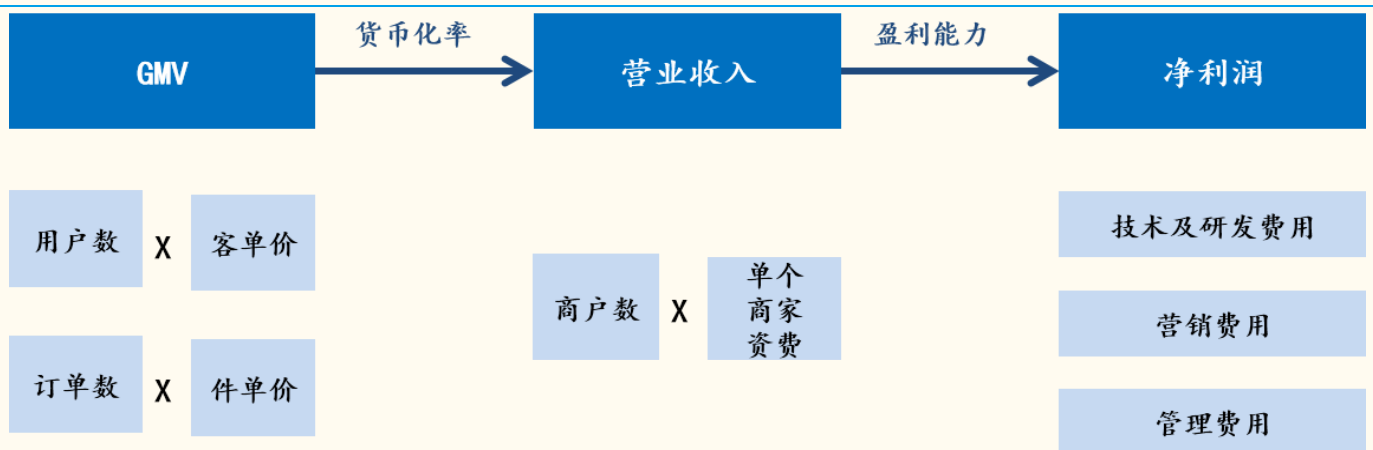
图表 12：两种电商模式及其线下映射

	平台模式	自营模式
商业模式	为买卖双方搭建交易平台，聚集和贩卖流量，不参与商品的组织、挑选和定价	挑选和采购品牌方商品，在自有渠道销售，通过买卖价格之间的差距获得毛利
盈利来源	向 B/C 端商家收取广告费、交易佣金、店铺租金	向 C 端消费者销售品牌方商品
运营重点	流量为王，抢占流量，形成马太效应	提供种类丰富的正品，体验较好的仓储配送服务
商业本质	场所租赁的流量生意	零售生意
线上典例	淘宝、天猫、拼多多	京东、苏宁易购
线下映射	购物中心、小商品城	百货、商超

来源：公司公告，国金证券研究所

- **电商平台盈利模式类似于线下购物中心/小商品城：**商业逻辑是为商家提供销售场景和吸引消费者，向 B 端或 C 端商家收费。平台电商收入主要来自店铺租金、交易佣金和广告营销收费，收入天花板取决于平台能为商家带来多少购物流量，故平台的首要任务是提高其自有流量和人气。其中，天猫更类似于万达广场，入驻门槛高，吸引入驻的多为品牌商家；淘宝和拼多多更类似于义乌小商品城，入驻门槛相对较低，品牌商家、非品牌商家和个人商家均可入驻。
- **电商平台本质是流量生意，应该更关注 GMV 和货币化率：**GMV 指用户拍下订单的总金额，是电商平台聚集流量、将流量转化为订单的能力，是电商平台的水之源、木之本，一般有用用户数*客单价及订单数*件单价两种拆分方式。电商平台收入主要来源于流量变现，即商家资费（广告费、店铺租金、交易佣金等服务费）。货币化率为电商平台 GMV 转化为广告费、服务费等变现方式的比例，是衡量电商平台流量变现能力的指标。流量变现的运营模式相对较轻，收入向净利润的转化过程中主要关注技术研发、营销获客和管理费用率。

图表 13：平台电商盈利驱动因素分析框架

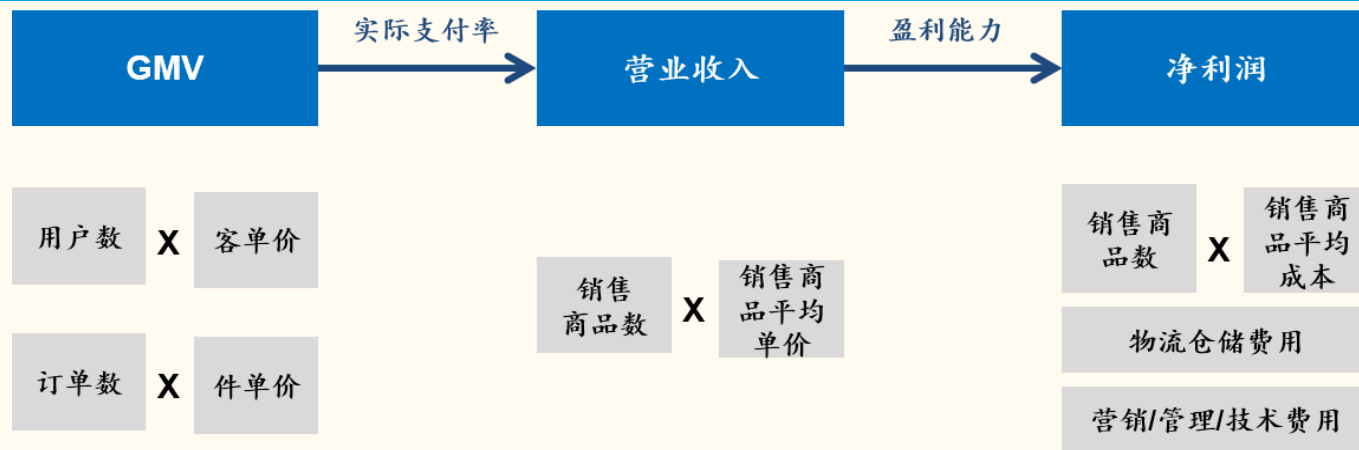


来源：国金证券研究所

- **自营电商盈利模式类似于线下百货商场：**商业逻辑是以较低的进价向商家购买商品，然后以较高的售价出售商品，向 C 端消费者收费。自营电商盈利主要来自商品的进销差价，收入天花板取决于能为消费者提供多少种类满意的商品，故自营模式的核心能力是向消费者提供质量有保证、种类丰富、体验好的商品和服务。例如，京东类似于王府井百货，负责商品的流通环节，本质是零售商，需要自有的客服或商场导购团队来保证销售体验。

- 自营电商本质是零售生意，应该更关注营收、成本、效率指标：GMV 是用户拍下订单的总金额，包含付款和未付款两部分，对于自营电商而言实际支付的部分才能确认为收入，因此分析营业收入更为重要，收入拆解为销售商品数*销售商品平均单价，是商品变现能力的体现。商品变现的运营模式相对较重，需要重点关注规模化采购后进货成本能否有所降低以及规模化运营后物流仓储成本能否有效降低，以及关注技术研发、营销获客和管理费用率。此外，营运类指标例如存货周转率、应收账款周转率和应付账款周转率也是分析自营电商运营效率的核心指标。

图表 14：自营电商盈利驱动因素分析框架



来源：国金证券研究所

- 自营模式会衍生出“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，实现服务性收入。逻辑类似于线下百货公司除自营外，也会出租部分店铺和广告展位给商家。

2. 阿里：以流量为核心的数字经济体，现金牛广告业务筑就强大根基

- 本质上，阿里是一家以广告+佣金业务为主要收入的“商业地产”公司，而非零售公司。阿里自己不卖货，只是提供卖货的地方，通过卖搜索排名&展示位置等方式，向商家收取广告费和佣金。阿里巴巴天猫的 B2C，也不是阿里自己卖货，这个“B”指的是品牌商，而不是阿里本身。

2.1 阿里的整体业务版图由何构成？

- 目前阿里的业务版图，围绕流量，构建了三个圈层：① 核心流量与交易层：淘宝搭建 C2C 交易平台依靠广告变现实现盈利，天猫引入品牌商打造 B2C 平台后流量变现能力快速提升；B2B 业务 1688 搭建中小企业信息交互生态，沉淀中小商家资源，依靠会员费+增值服务实现盈利；此外打造菜鸟物流体系优化用户体验。② 外围流量与技术层：持续投入数媒和娱乐强化流量入口建设，加码云计算等前沿科技，实现金融、物流等深层次生态数据变现。③ 生态流量与线下零售层：投资布局新零售、跨境出口，将阿里商业生态圈的覆盖范围由线上扩展到线下，从国内扩张到全球。

图表 15：阿里业务板块及盈利模式

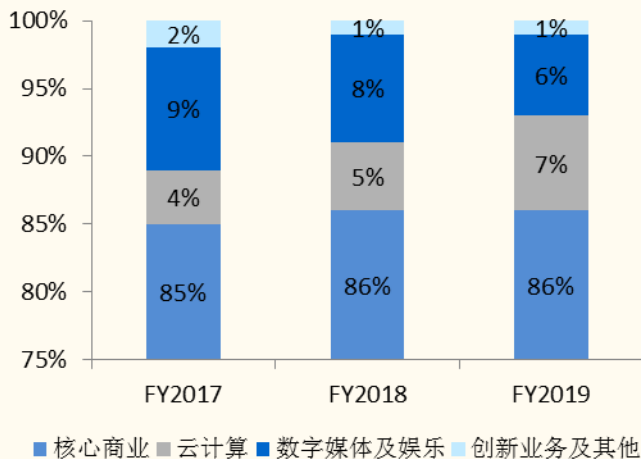
业务板块			盈利模式		2019 财年营收概览
核心商业	国内零售	淘宝网、天猫、聚划算、农村淘宝、天猫超市、阿里妈妈、天猫全球购、盒马生鲜、银泰商业、考拉	商家管理服务	淘宝直通车：淘宝搜索竞价 CPC 收费 广告展示费：按照固定价或竞价 CPM 收取广告费 淘宝客：淘宝天猫卖家按交易额一定比例佣金 聚划算位置费：促销页面收费	营收 1456.84 亿元，营收占比 39%，yoy27%
			佣金	天猫和聚划算卖家，每笔支付宝交易，一般收取 0.3-5%佣金	营收 618.47 亿元，营收占比 16%，yoy33%
			其他	新零售业务和直营商品销售，大部分来自盒马、银泰、天猫国际和天猫超市	营收 400.84 亿元，营收占比 11%，yoy155%
	国内批发	1688	阿里巴巴诚信通会员年费及增值服务费 P4P 广告收费		营收 99.88 亿元，营收占比 3%，yoy39%
	国际零售	Lazada、AliExpress	5-8%交易佣金+广告费+商品销售收入		营收 195.58 亿元，营收占比 5%，yoy38%
	国际批发	阿里巴巴国际交易市场	广告费+会员年费+进出口相关增值服务费		营收 81.67 亿元，营收占比 2%，yoy23%
	菜鸟物流	菜鸟网	仓储配送费		营收 148.85 亿元，营收占比 4%，yoy120%
	生活服务	饿了么、口碑、飞猪	饿了么佣金+及时配送服务费		营收 180.58 亿元，营收占比 5%
云计算		阿里云	云服务收费：数据库，存储和内容分发网络，安全管理和应用，大数据分析和机器学习		营收 247.02 亿元，营收占比 7%，yoy84%
数字传媒及娱乐		UC 浏览器、优酷土豆、阿里体育、阿里音乐、阿里游戏、天猫 tv、大麦网、阿里影业	UC 浏览器移动营销系统：神马关键字竞价 CPC 收费。优酷土豆广告系统：在线广告业务，包括 1) 视频广告（贴片/视频/静态）2) 显示广告（图形横幅/文本超链接）3) 其他广告（产品内置/赞助等）。付费用户会员订阅费。		营收 240.77 亿元，营收占比 6%，yoy23%
创新举措&其他业务		高德、yunos、钉钉、阿里健康、天猫精灵	高德地图：基于位置的服务收费。 YUNOS：基于云数据和服务的操作系统收费。 钉钉：企业通信与协作平台。 天猫精灵：产品销售收入		营收 46.65 亿元，营收占比 1%，yoy42%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 纷繁复杂的业务版图中，什么是阿里的现金牛业务？

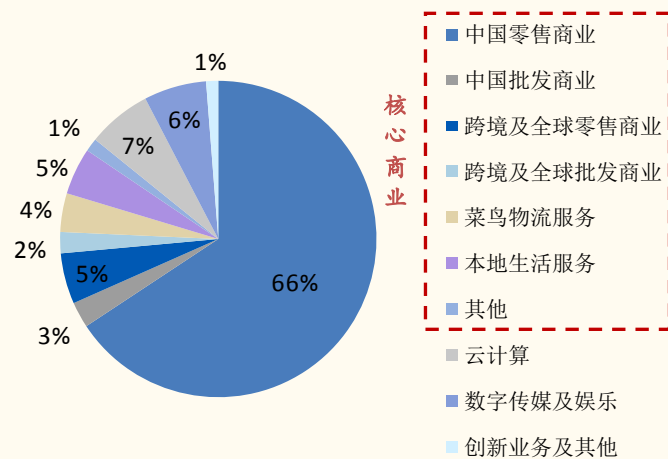
- **核心商业营收占比 86%**，其中**中国零售商业营收占比 66%**，为阿里主要收入来源：尽管阿里从表面来看业务纷繁复杂，但是其大部分营收仍主要来源于中国零售商业这一细分板块。FY2019，阿里实现 3768.44 亿元总收入，同比+51%；其中核心商业板块实现收入 3234 亿元，占比 86%，同比+51%；中国零售商业实现收入 2476.15 亿元，占比 66%，同比+40%，占据着阿里商业生态中的基本盘地位。中国零售商业的收入主要由基于效果付费的客户管理服务费和交易产生的佣金所构成，其中客户管理收入主要由付费点击量和单次点击单价所驱动，佣金收入则主要与天猫 GMV 相关。

图表 16：阿里各业务板块营收占比



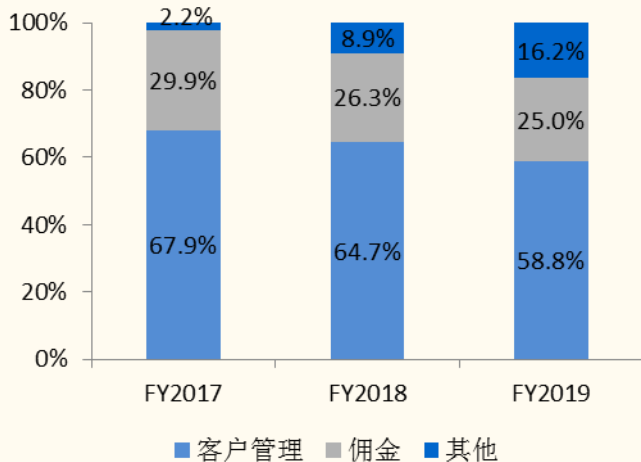
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：FY2019 阿里各细分板块营收占比



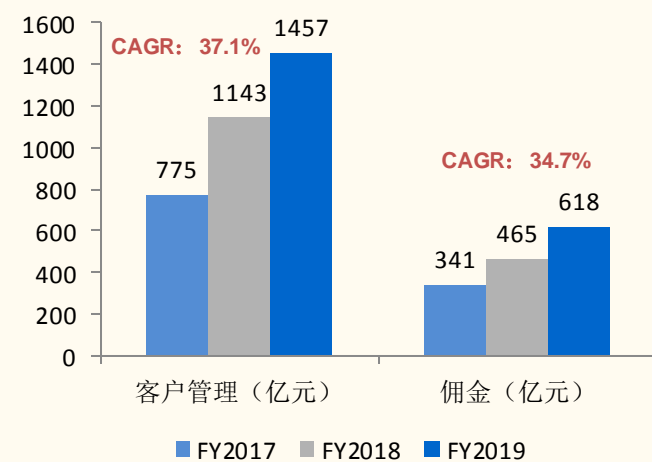
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：中国零售商业板块中各细分业务构成



来源：公司公告，国金证券研究所；备注：其他包括天猫国际直营及盒马直营

图表 19：中国零售商业中的现金牛——客户管理&佣金



来源：公司公告，国金证券研究所

- **FY2019，阿里中国零售商业中 58.8%的收入来自客户管理，近 2 年 CAGR 在 37.1%**，客户管理服务主要包括：①P4P 营销服务，即商家通过阿里的线上竞价系统，对关键词单价进行出价，并给予点击次数付费；②展示营销服务，即商家可按固定价格或基于千次展示计价竞标展示位置；③第三方营销联盟，即商家在阿里合作的第三方线上媒体（如搜索引擎、资讯和视频娱乐网站及 APP）上的 P4P 营销和展示营销服务；④淘宝客服务，即淘宝客将商家的推广信息投放在其媒体资源上，帮助商家推广并促进商品成交，商家基于淘宝客引入的交易额的百分比向其支付推广佣金。

图表 20：阿里中国零售商业：客户管理服务的主要变现工具

营销工具	细分工具	服务内容	展示位置	付费方式
淘宝直通车	标准推广	买家搜索关键词展现匹配宝贝	PC端：搜索结果页左侧 1-3 个、右侧 16 个、底部 5 个“掌柜热卖”推广位 移动端：搜索结果页每隔 5 个宝贝“HOT”展示位	按单次点击付费 (cpc)
	智能推广	买家设置预算、出价限额、营销场景和推广宝贝进行推广		按预算限额和单词出价限额付费
智钻	展示广告	面向全网精准流量实时竞价的展示推广平台	淘宝、天猫、新浪微博、网易、优酷土豆等媒体展示位	按展示付费 (cpm) 和按点击付费 (cpc)
	移动广告	根据用户的属性和访问环境，将广告直接推送至用户的手机	网络视频前后插播视频贴片	按展示付费 (cpm) 和按点击付费 (cpc)
	视频广告	获取精准视频流量	PPS, 爱奇艺, 优酷等大型视频媒体视频播放前和暂停时的广告	按展示付费 (cpm) 和按点击付费 (cpc)
超级推荐	超级推荐	面向用户精准推送图片、文字、视频等内容	猜你喜欢, 有好货, 今日头条等站内外媒体	按展示付费 (cpm) 和按点击付费 (cpc)
淘宝客	淘宝客	淘客发起活动, 卖家挑选商品报名参与推广	淘客选择的渠道	阿里收取支出佣金 10%服务费
品销宝	明星店铺	用户搜索关键词, 在搜索结果页最上方优先展示店铺	淘宝、UC 浏览器搜索结果首屏 XXL 号展示广告位	按展示付费 (cpm)
Unidesk	Unidesk	为品牌实现“全链路”、“全媒体”、“全数据”、“全渠道”的大数据营销	阿里全网	整体方案服务费
达摩盘	达摩盘	帮助需求方实现各类人群的洞察与分析, 潜力客户的挖掘; 通过标签市场快速圈定目标人群, 建立个性化的用户细分和精准营销; 通过第三方服务应用市场, 解决个性化营销需求		针对每月使用 5000 元以上的智钻商家免费开放

来源：公司官网，国金证券研究所

- FY2019，阿里中国零售商业中 25%的收入来自交易佣金，近 2 年 CAGR 在 34.7%：除购买客户管理服务外，在交易环节，淘宝平台上商家免佣金，但是天猫平台的商家需要向阿里支付年费和占成交额一定比例的佣金，不同类目佣金率有所不同，佣金率通常介于 0.3%-5%之间。

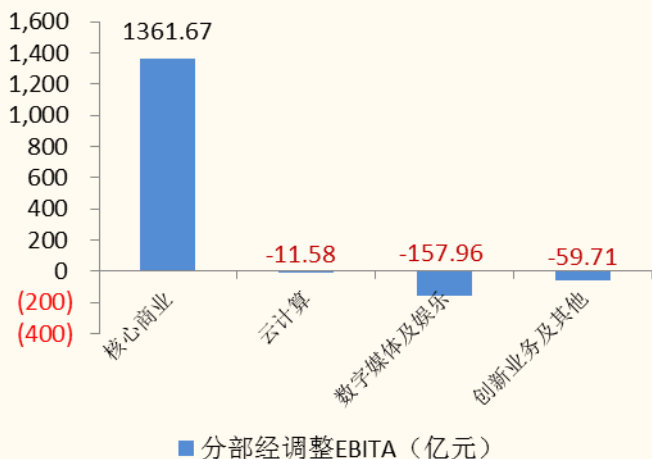
图表 21：阿里中国零售商业：天猫 2020 年度经营类目佣金费率及年费

天猫经营大类	佣金费率	年费 (万元)	享受 50%年费折扣优惠 对应年销售额 (万元)	享受 100%年费折扣优惠 对应年销售额 (万元)
服饰	5%	3~6	18~36	60~120
鞋类箱包	5%	6	18	60
运动户外	2%-5%	6	18~36	60~120
珠宝配饰	0.5%-5%	6	18	60
化妆品	4%-5%	3	36	120
家装家具家纺	2%-5%	3~6	18	36~60
图书音像	0.5%-10%	3	18	60
乐器	0.5%-2%	3	18	0
服务大类	0.5%-3%	3	18	36~60
汽车及配件	1%-3%	3	18	60
居家日用	2.5%-5%	3~6	18	36
母婴	2%-5%	3~6	18	60
食品	1%-2%	3	18	60
保健品及医药	3%-4%	3	18	60
3C 数码	2%	3	18~36	60~120
家用电器	2%-5%	3	36	120
网游及 QQ	0.5%-30%	1~5	36~100	120~200
话费通信	0.3%-3%	1	18~36	60~120

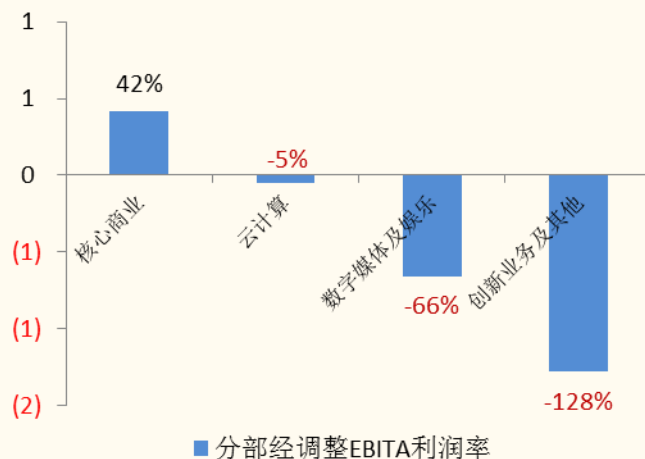
来源：公司官网，国金证券研究所

- **核心商业是阿里整个数字经济体可持续发展的根基，也是支持公司面向未来持续投资的源泉：**FY2019，阿里核心商业业务为公司创造 1362 亿元的经调整 EBITA，是阿里四大板块业务中 EBITA 唯一为正的的业务。而从经调整 EBITA 利润率来看，核心商业经调整 EBITA 利润率为 42%，而云计算、数字媒体及娱乐、创新业务及其他的经调整 EBITA 利润率则分别为-5%、-66%和-128%，凭借强大的规模和盈利能力，核心商业业务成为支持公司面向未来持续投资的强大根基。

图表 22：2019 财年各业务板块经调整 EBITA（亿元）



图表 23：2019 财年各业务板块经调整 EBITA 利润率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 未来阿里中国零售商业板块的核心变量有哪些？

- **（1）年活跃用户数从 0 到 7 亿，阿里的流量获取有着深深的时代烙印，未来下沉市场是用户增量的主战场，而盘活存量是可持续增长的关键：**
 - **① 门户时代：**2000 年是新浪、搜狐等门户网站的时代，2003 年淘宝网上线当年市场份额仅 7.8%，而易趣凭借与各大门户网站签订排他广告协议，占据 90%以上的份额。为了获取流量，淘宝出奇招，大量采购个人站长碎片化流量，同时实行对卖家免费的策略，保障淘宝的持续流量，终于在 05 年淘宝实现对易趣网的反超。
 - **② 搜索时代：**2006 年开始百度日均 IP 量排名联系占据榜首，08 年上线自有电商平台“有啊”，不过百度并未及时构筑商家工具、物流标准、评价体系、仓储等电商配套设施。但阿里却开始在电商流量的争夺中掌握主动权，07 年上线类似百度的广告联盟产品阿里妈妈，08 年正式屏蔽百度搜索，通过阿里妈妈手中的中小站点进行流量补血，09 年上线淘宝客平台，帮助淘宝卖家对接个人推广商品。不到 3 年，百度的“有啊”就在和阿里的竞争中落败。
 - **③ 社交时代：**2009 年微博出现，2011 年微信出现，阿里一直有个社交梦，虽然和微信竞争的“来往”没有做起来，但是阿里在 12 年投资了陌陌，13 年投资了新浪微博。对于商家来说，微博不但可以实现产品曝光，并且能够和用户直接对话、了解用户声音，还可以吸粉，最终在电商平台变现。微博对阿里在社交时代的流量持续获取功不可没。
 - **④ 新零售时代：**2016 年线上流量增速趋缓，马云在云栖大会提出“新零售”概念。2016 年盒马鲜生开业、阿里入股苏宁形成战略联盟，2017 年投资高鑫、入股联华超市，2018 年收购开元百货、加大对银泰百货的投资。一连串线下投资使阿里开始对线下流量进行充分挖掘。
 - **⑤ 内容时代：**2017-18 年，线上流量市场的主导者由社交产品转向了内容产品，抖音、快手、小红书、微信公众号等内容渠道快速增长。在流量趋势向头部内容产品集中的同时，阿里连续投资小红书、宝宝树、B 站等垂直社区，并且和抖音合作，在其短视频中直接插入淘宝商品链接，实现将内容平台的精准流量向自身电商平台导流和变现。

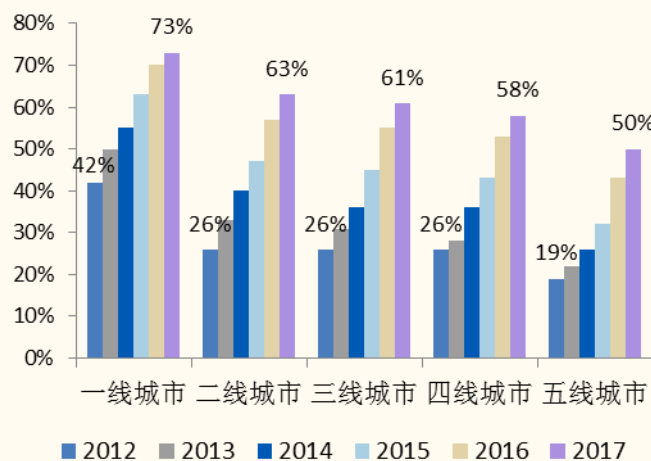
图表 24：阿里流量获取核心策略的时代变迁及年活跃用户数变化



来源：公司公告，36kr，国金证券研究所

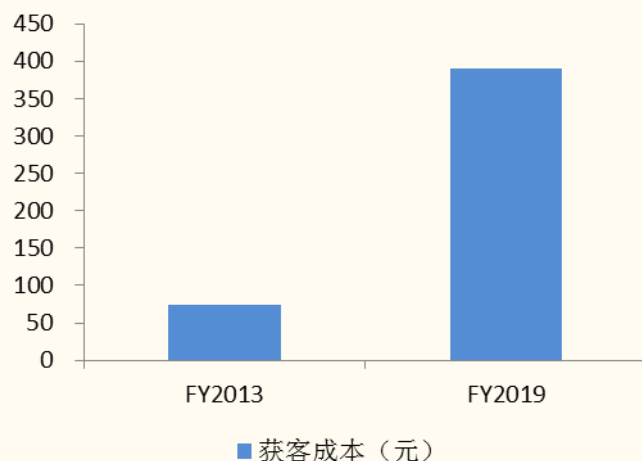
- 下沉市场是阿里用户增量的主战场，而伴随获取用户的边际成本增加，盘活存量是可持续增长的关键：目前阿里的年活跃用户数已达 6.93 亿，移动月活数达 7.85 亿，在国内电商领域，阿里拥有最为庞大的消费用户基数。未来 5 年，阿里的战略目标是服务超过 10 亿中国消费者，从目前我国各线城市的电商渗透率来看，下沉市场是用户增量的核心来源。但不可否认的是，从 FY2013 到 FY2019，阿里的新客户获客成本已从不到 100 元上升到了接近 400 元，伴随用户基数渐进天花板和获客成本的水涨船高，盘活存量用户成为阿里 GMV 可持续增长的关键点。

图表 25：国内各线城市电商渗透率



来源：Bain，国金证券研究所

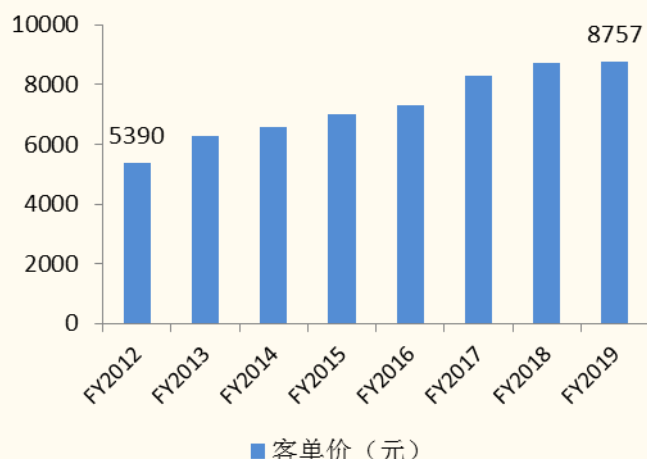
图表 26：阿里的获客成本变化



来源：公司公告，国金证券研究所；备注：获客成本=营销费用/新增活跃用户数

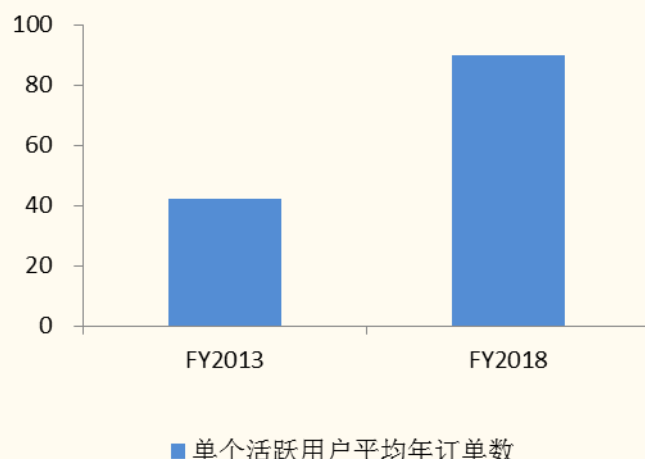
- (2) 盘活存量的核心是用户客单价的提升和全生命周期的管理：我们认为，在用户基数渐进天花板背景下，阿里流量运营的核心在于用户全生命周期的价值最大化，用户留存率、复购率等指标对于阿里至关重要。FY2012-FY2019，阿里活跃用户年平均客单价从 5390 元提升至 8757 元；FY2013-FY2018，阿里活跃用户年平均消费订单数从 42 个提升至 90 个。近年来，阿里推出的猜你喜欢、有好货、哇哦视频、淘宝直播，以及付费会员制产品 88VIP 会员，都是为最大化用户全生命周期价值所作出的探索。

图表 27：阿里活跃用户平均年客单价（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：阿里活跃用户平均年消费订单数（个）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 盘活存量、提升客单价的一大典型策略为：从被动“类目搜索”到主动的“信息流广告&直播带货”。在传统的“类目搜索”模式下，电商相对消费者是被动的，消费者一般知道“自己要买什么”，通过搜索来找到自己要买的商品，这种消费的行为因素占据主导，阿里的页面功能类似于传统线下商场的楼层索引。而在“信息流推送”和“直播带货模式下”，电商自身更为主动，消费者在电商平台不一定知道“自己要买什么”，信息流和直播类似“商场导购”的功能，为用户营造出了“线上逛街”的氛围，通过推送和讲解，延长了用户停留时间，从而提高转化和成交。

图表 29：盘活存量策略：被动“类目搜索”到主动“信息流广告&直播”



来源：公司公告，国金证券研究所

- 盘活存量、提升客单价的另一大典型策略为：推出 88VIP 计划。由于能有效提高用户粘度和营收，会员服务非常受电商零售企业的欢迎。亚马逊作为电商行业的会员服务鼻祖，其 Prime 会员已经达到 1 亿多人，Prime 收入已经成为亚马逊重要的营收和利润来源。2018 年 8 月 8 日，天猫也推出

了自己的会员服务，以期牢牢抓紧核心优势用户。目前 88VIP 用户每月产生的优质评价超过 1 亿，客单价是普通用户的 2 倍，且购买的品类个数是后者的 6 倍以上。

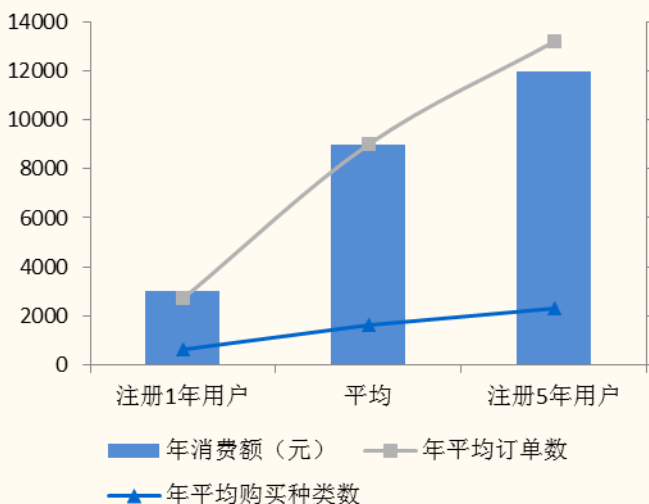
图表 30：盘活存量策略：推出 88VIP 计划

	88VIP
推出时间	2018.8.8
推出背景	新流量获取更加困难，需要盘活存量。主要是留存高活跃度、高购买力的用户，挖掘其消费潜能。
获得条件	淘气值 1000 以上用户 88 元开通 淘气值 1000 以下用户 888 元开通
享受优惠	5 大购物权益：天猫超市 9.5 折、精选品牌 9.5 折、天猫国际直营 9.5 折、淘宝心选 9.5 折 4 大会员身份：优酷 VIP、淘票票全国卡、饿了么超级会员、虾米超级 VIP 88VIP 专享爆款
推出效果	目前 88VIP 用户每月产生的优质评价超过 1 亿，客单价是普通用户的 2 倍，且购买的品类个数是后者的 6 倍以上。

来源：公司公告，国金证券研究所

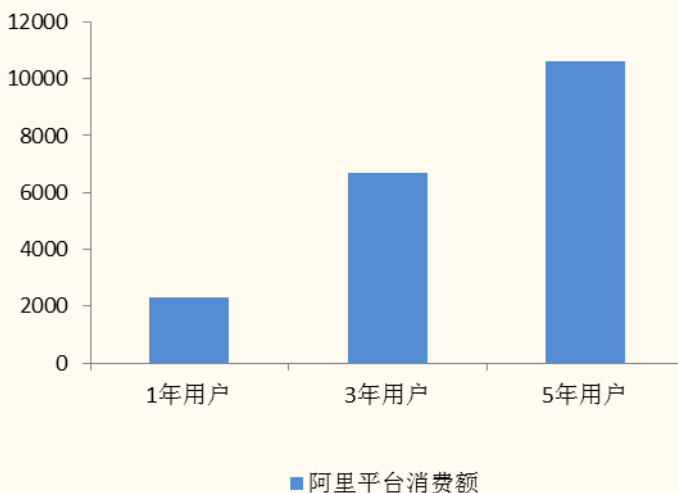
- 目前来看，阿里用户的年花费随着注册年限的增加而提高，未来用户全生命周期的价值提升既值得长期跟踪，也是阿里中国零售商业的核心看点：FY2018 阿里平台注册 1 年的用户年平均订单数为 27 单，购买 6 种商品，消费额在 3000 元左右；而注册 5 年的用户年平均订单数为 132 单，购买 23 种商品，消费额在 12000 元左右。而 FY2019，在欠发达地区，阿里注册 1 年、3 年和 5 年的用户的年均消费额分别在 2300 元、6700 元和 10600 元。我们可以明显看到，随着用户注册年限的增加，其在阿里平台的消费水平、订单量、购买种类也在显著提高。

图表 31：FY2018 阿里不同注册年限用户消费数据



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：FY2019 欠发达地区用户平均年消费额 (元)

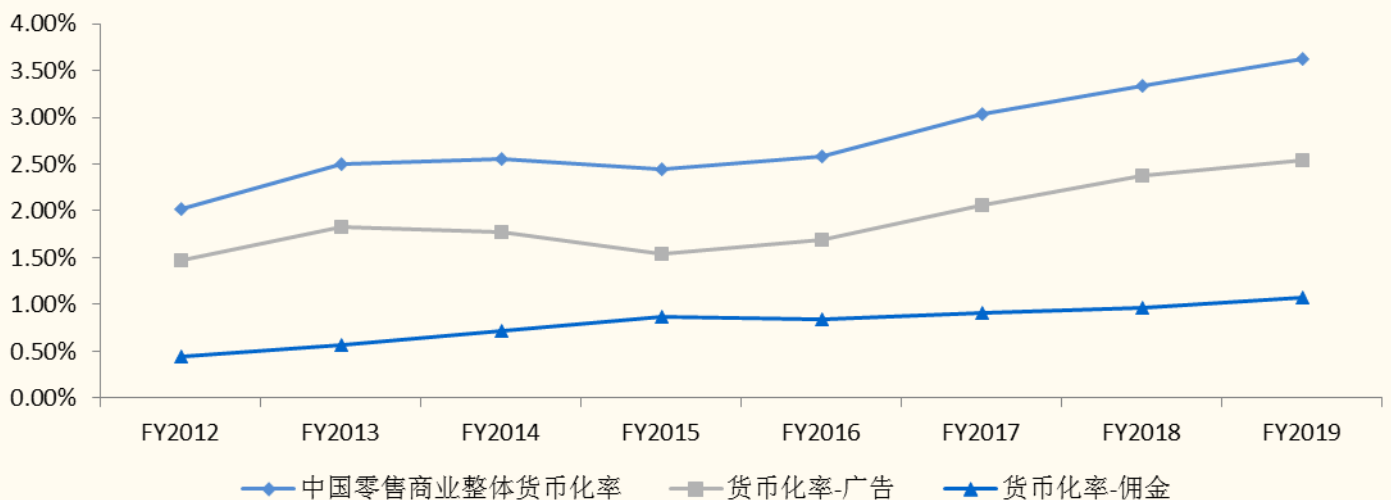


来源：公司公告，国金证券研究所

- (3) 从 GMV 向收入的转化，阿里的货币化率提升经历了三个阶段：成立之初，淘宝对卖家实行免费策略，在昔日劲敌 ebay 退出中国、而淘宝的用户数量和黏性逐渐提升后，阿里才开始了自己的收费变现。此后，阿里又通过推出 B2C 平台天猫、增加移动端广告库存以及上线“千人千面”，实现自身货币化率的稳步提升。

- ① **推出 B2C 平台天猫**：2012 年 1 月，淘宝商城正式宣布更名为天猫，天猫不光是大卖家和大品牌的集合，同时也提供比普通店铺更加周到的服务，例如七天无理由退货、正品保障、信用评价等，更高质量的商家门槛和服务门槛也意味着向商家端收取比淘宝更多的费用。
- ② **增加移动端广告库存**：在整个 PC 端向移动端过渡的时期，阿里的移动端的货币化率并不高，但阿里从 2013 年开始在移动端界面（手机淘宝、手机天猫）引入在线营销服务，带来了更多样化的广告库存和广告形式，包括关键词竞价、推荐位或广告位，还有淘宝客推广服务，其移动端的货币化率开始随之发展。
- ③ **上线“千人千面”**：2016 年 9 月，阿里巴巴对算法进行了更新，切换为基于用户行为数据的个性化算法，形成了如今“千人千面”的推荐形式。精准营销提升了购买的转化率，提升了用户规模及粘性，货币化率进一步提升。

图表 33：阿里历史货币化率变动



来源：公司公告，国金证券研究所

- **从中长期来看，我们认为阿里的货币化率仍有提升空间**：短期来看，可能由于拼多多的出现，阿里货币化率的提升步伐在近期不会迈得很大。但从中长期来看，①伴随电商渠道越来越成为品牌营销和新品首发的主战场，预计商家未来可能仍然有非常强烈的加大在阿里营销投放和销售占比的诉求；②阿里自身包括用户留存和变现的技术也在不断迭代更新，未来有望为商家提供更多样化的服务，也可能出现更多元化的变现手段。因此，我们认为从中长期来看，阿里作为电商平台的基础设施提供者和交易规则制定者，货币化率仍有提升空间。

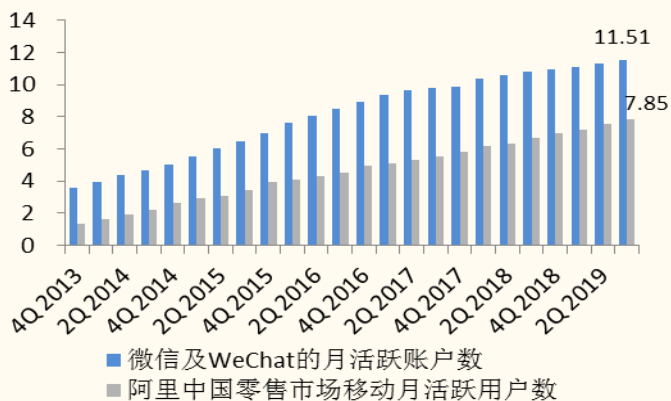
3. 拼多多：五环外微信流量筑就的行业黑马，广告为主要变现途径

- 本质上，拼多多和阿里是类似的商业模式，即搭建平台，通过售卖展示位等来收取广告费。或许在模式上，拼多多有更多社交化的推荐，但拼多多和阿里，最大的差别，在于其背靠腾讯，有一些阿里难以触及到的流量池。在盈利模式和形态上，拼多多，也是个广告收入为主的公司而非零售公司。

3.1 行业格局既定之时，拼多多的电商机遇从何而来？

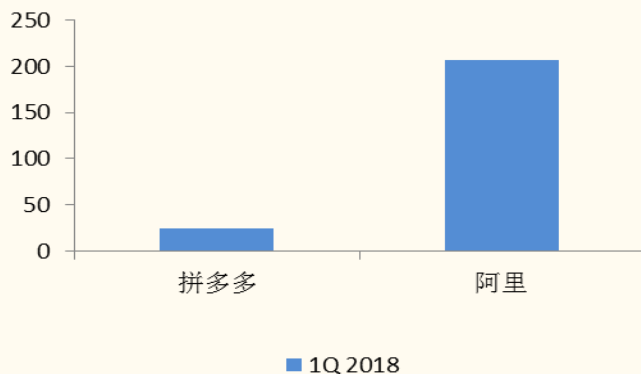
- 行业黑马，在格局基本已定的电商行业杀出一条流量裂变之路：在移动流量红利逐渐消失、阿里和京东在电商领域垄断流量之时，拼多多从 2015 年 9 月正式成立的微信公众号，利用“拼单”的社交电商模式，在巨头林立、格局基本已定的电商领域撕开一条流量裂变的口子，成为电商行业近年来的一匹黑马。我们认为，拼多多的崛起主要得益于以下四个方面。
- ① 依靠微信切入“电商边缘人群”，避开流量争夺的核心战场，大大降低获客成本：在中国，淘宝天猫的月活跃用户在 7 亿左右，这些是较成熟的电商用户，兵家必争；而微信的月活跃用户超过 10 亿，其中覆盖了 3-4 亿平时不用淘宝的人。腾讯 2016 年首次投资拼多多，目前是其第二大股东，为拼多多提供了包括微信支付页面入口、微信分享等在内的各类流量支持。拼多多依靠微信平台以及自身的性价比定位，以社交化的形式成功触达并激活了下沉市场的“电商边缘人群”。2017-2018 年，得益于微信的流量支持，拼多多 APP 通过外部链接跳转进入的流量占比在 50% 以上，同期京东在 30% 左右，而淘宝天猫仅为 15%。

图表 34：微信 vs. 阿里的月活跃用户数（亿）



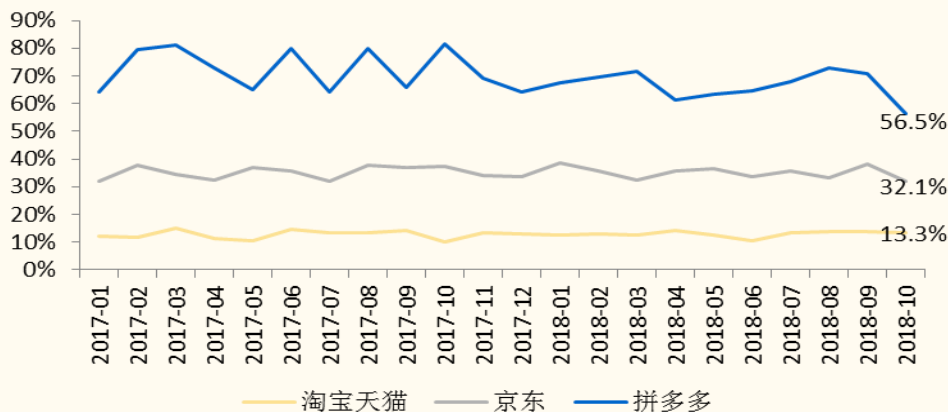
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：1Q2018 拼多多 vs. 阿里的获客成本（元）



来源：公司公告，国金证券研究所

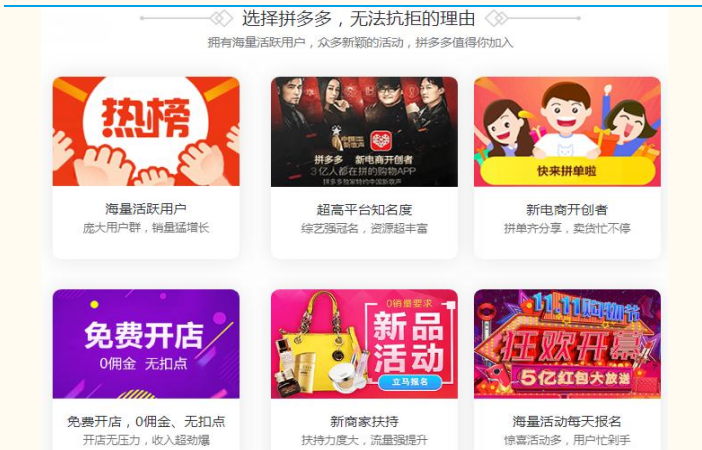
图表 36：淘宝天猫、京东、拼多多 APP 通过外部链接跳转进入的流量占比



来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

- ② 发展初期迅速承接淘宝成熟的中小商家资源，并对其给予相当可观的流量支持：在拼多多迅速发展的时期，也正是阿里加大对天猫大品牌商流量扶持的时期，拼多多承接了大量淘宝成熟的中小商家资源，并对其给予了相当可观的流量支持。拼多多对商家免入驻费，开店时涉及费用的情况只有下列两种：一、报名活动时，需要支付保证金；二、代微信、支付宝第三方支付平台收取 0.6% 交易手续费。开店远难度小于淘宝、天猫和京东。

图表 37：拼多多招商宣传



来源：公司官网，国金证券研究所

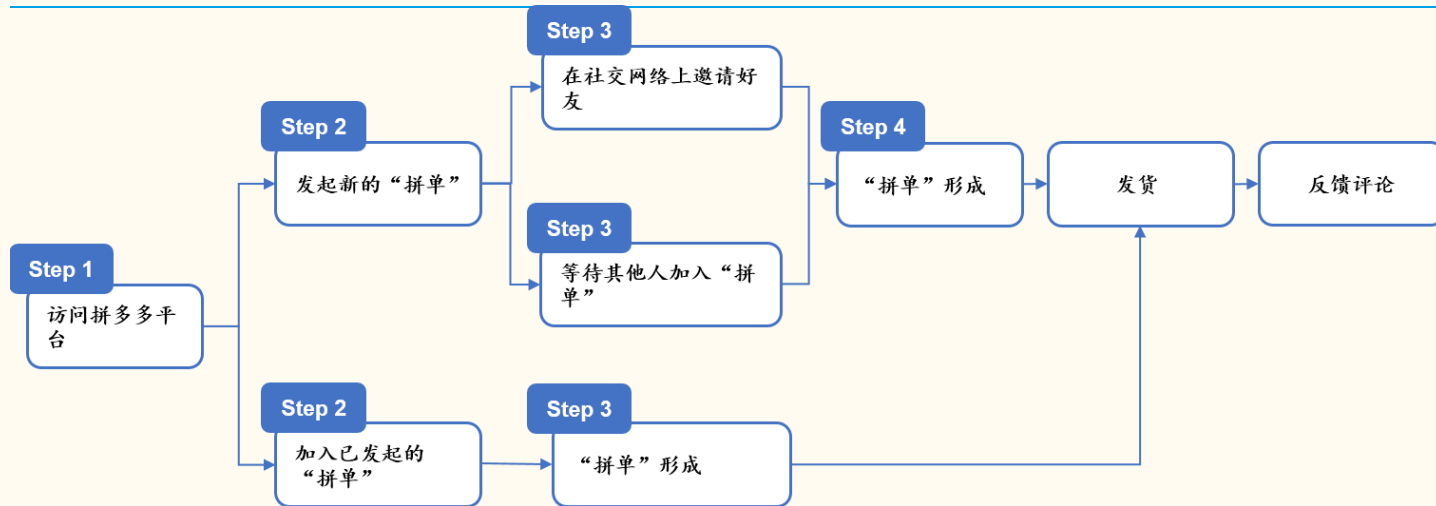
图表 38：拼多多“接地气”的优秀商家宣传



来源：公司官网，国金证券研究所

- ③ 通过社交裂变，放大单次获客的价值：在流量昂贵的年代，很多垂直电商烧钱至死，很重要的一个原因是无法实现留存，即高昂的成本引来一个用户，交易一次之后就流失了。拼多多模式下，一个用户通过社交分享，可以引来更多用户，这样一次获客可能带来数倍的价值。而在社交关系的信用背书下，用户对新平台的不信任感被大幅降低，“拼单”用户在购买到质优价廉的产品后，信任度可能进一步提升，成为下次“拼单”的发起者，吸引更多用户，放大获客的“滚雪球”效应。

图表 39：拼多多平台的“拼单”模式



来源：公司公告，国金证券研究所

- ④ 游戏化互动契合下沉市场用户“价格敏感、时间不敏感”的消费特性：拼多多以“砍价”和“找便宜”作为契合用户的核心痛点，消费者最终炫耀的是自己能够以多么低的成本买到商品，购物过程非常适合对价格敏感、时间不敏感的下沉市场用户。除此之外，拼多多还主推 8 个互动活动，按照玩法可以分成三类：养成类（增加粘性和裂变）如多多果园、金猪储蓄罐、多多爱消除；抽奖砍价类（赋能商家&裂变）如一分抽大奖、大奖必中、砍价免费拿；直接利益类（直接拉新&裂变）如助力享免单、天天领

现金。总体而言裂变贯穿所有互动，并将增强用户粘性、赋能商家、直接拉新为次要目标。

图表 40：拼多多互动游戏展示



来源：公司官网，国金证券研究所

3.2 目前拼多多的盈利模式和变现工具有哪些？

- 从盈利本质来看，拼多多是一家和淘宝天猫类似的平台电商，通过商家营销服务和佣金变现：拼多多本质是平台模式的电商，盈利主要靠向商家收取营销服务费和佣金。2018 年公司实现营收 131.20 亿元，其中在线营销服务实现收入 115.16 亿元，占比 88%，同比+852%，主要变现工具包括 CPS 多多进宝、CPC 竞价推广、CPM 竞价推广和 CPT 展示广告等；佣金业务实现收入 16.04 亿元，占比 12%，同比+202%。

图表 41：拼多多业务板块及盈利模式

业务板块		盈利模式		2018、2019Q3 营收概览
在线市场服务	在线营销服务	搜索推广	提供关键词竞价排名，按点击收费	2018 年营收 115.16 亿元，营收占比 88%，yoy852%；2019Q3 营收 67.11 亿元，营收占比 89%，yoy126%。
		明星店铺	提供明星店铺推广服务，按千次展现计算付费（CPM 模式）	
		Banner 广告	提供 Banner 资源位店铺推广，按展现付费（CPM 模式），	
		场景推广	定位与资源位组合场景推广，按点击收费	
	佣金	商家交易佣金（销售商品价值的 0.6%）		2018 年营收 16.04 亿元，营收占比 12%，yoy202%；2019Q3 营收 8.03 亿元，占比 101%。
商品销售		“拼好货”在线商品直销（2017 年 Q1 后不再产生营收）		2017 年营收 338.5 万元，营收占比 0.20%，yoy-99.26%。

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：拼多多变现工具一览

目标客户	营销工具	服务内容	展示位置	付费方式
小型卖家 C2C 个人 利益群体	多多进宝	商家自主设置优惠券和佣金比例，激励多多进宝推手分享商品链接，买家获得优惠券完成购买后，推手获取佣金	多多进宝网站、多多进宝公众号、多多团长 APP 及推手分享的渠道	收取支出佣金一定比例的服务费
拼品牌中 小型电商	搜索推广	商家可以通过搜索推广使自己商品排名靠前，获得在用户面前优先展示机会	拼多多关键词搜索页面的第 1、7、13、19 等位置，每隔 6 个商品的推广广告位	按点击收费（cpc）
	场景推广	商家通过定向条件与资源位的不同组合方案进行推广展示	拼多多类目商品页、商品详情页和营销活动页	按点击收费（cpc）
拼品牌 Top C2C 中型电商	聚焦展位	凭借优势资源位，以图片展示为基础，精准定向为核心，帮助商家实现店铺和单品的推广	APP 首页 Banner 轮播图的第 2-7 帧	按展示付费（cpm）
	明星店铺	商家申请明星店铺，在品牌词和相关关键词的搜索结果页获得展示机会	搜索结果页	按展示付费（cpm）
传统品牌 拼品牌	CPT 展示 广告	商家向全景人群进行推广展示	首页 banner 中 2-5 帧、多多果园 NPC、现金签到页招财猫	按时间段收费（cpt）

来源：公司官网，国金证券研究所

- **搜索推广**：商家可以通过搜索推广使自己商品排名靠前，获得在用户面前优先展示机会，为商品店铺引流。一般关键词搜索页面的第 1、7、13、19 等位置，每隔 6 个商品有一个推广广告位。商家通过关键词竞价获得排名，综合排名=关键词质量分×关键词出价，其中质量分是衡量关键词与商家推广信息及用户搜索意向相关性的指标，代表着推广效果好坏。与阿里类似，平台按点击进行服务收费，单次点击收费=（下一名出价×下一名质量分）/自己的质量分+0.01 元。

图表 43：拼多多关键词搜索推广展示效果



来源：公司官网，国金证券研究所

- **明星店铺**：商家成功申请品牌词、提交创意，在审核通过之后，可以创建明星店铺推广计划。通过系统的计算，店铺将会在所申请的品牌词和相关关键词的搜索结果页获得展示机会。考虑到店铺资质的影响，该功能仅针对旗舰店、专营店和专卖店开放。不同于搜索推广的按点击付费，明星店铺按千次展示出价计算费用（CPM 付费模式），每千次展现出价一般为 20-300 元。

图表 44：拼多多明星店铺推广展示效果



来源：公司官网，国金证券研究所

- **Banner 广告：**凭借优势资源位，以图片展示为基础，精准定向为核心，帮助商家实现店铺和单品的推广，主要推广位置是 APP 首页 Banner 轮播图的第二帧、第三帧。针对店铺和单品，广告主可以制定个性化推广创意，通过创意展示吸引流量。该服务按千次展示出价计算费用（CPM 付费模式），按展现付费，点击不扣费，每千次展现出价一般为 10-300 元。

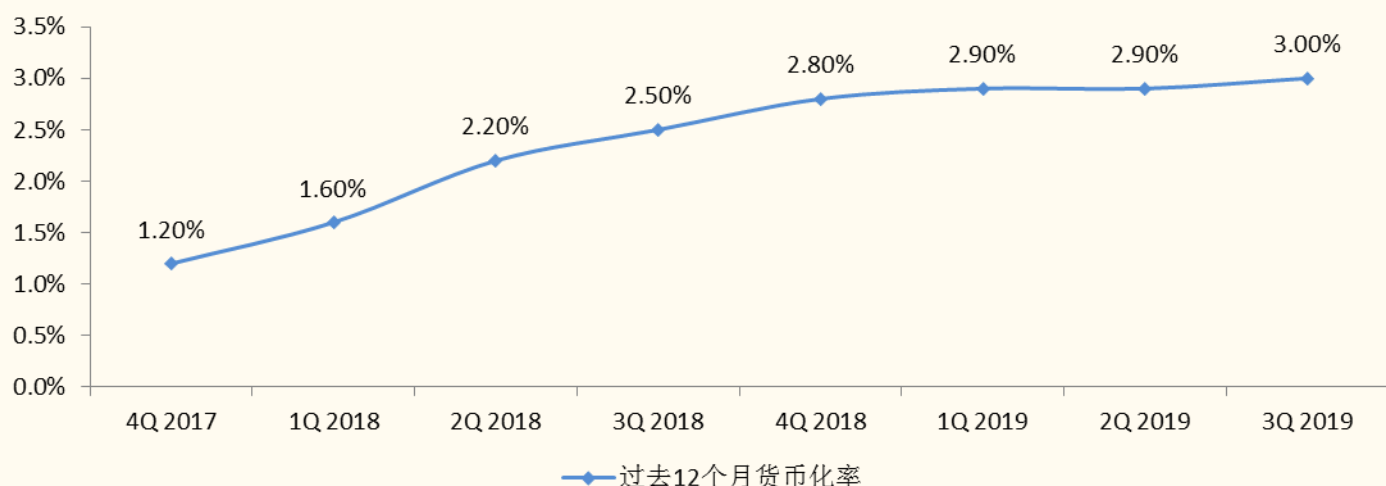
图表 45：拼多多 Banner 广告推广展示效果



来源：公司官网，国金证券研究所

- **货币化率自 18 年以来已经显著提升，未来可持续增长的关键是存量用户客单价的提升和上线城市用户增量的获取：**从 2017Q4 到 2019Q3，在变现工具 CPS 多多进宝、CPC 竞价推广、CPM 竞价推广和 CPT 展示广告不断推进，以及高毛利品类和中大型品牌的多元化扩充下，拼多多的货币化率从 1.2% 大幅提升至 3%，已经接近阿里 2017 年的货币化率水平。我们认为，中长期来看，阿里的货币化率都将是拼多多货币化率的天花板。因此，我们认为，未来拼多多收入可持续增长的关键在于非下沉市场的用户增量获取和存量用户消费额、订单量、购买商品种类的有效提升。

图表 46：拼多多历史货币化率

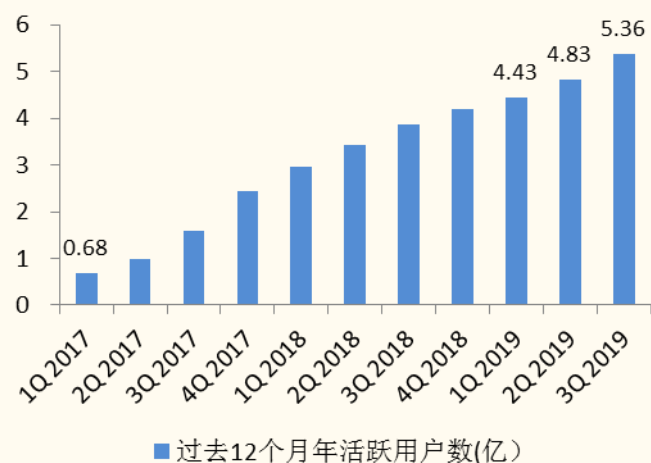


来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 拼多多以何增强用户信任，未来什么是其差异化看点？

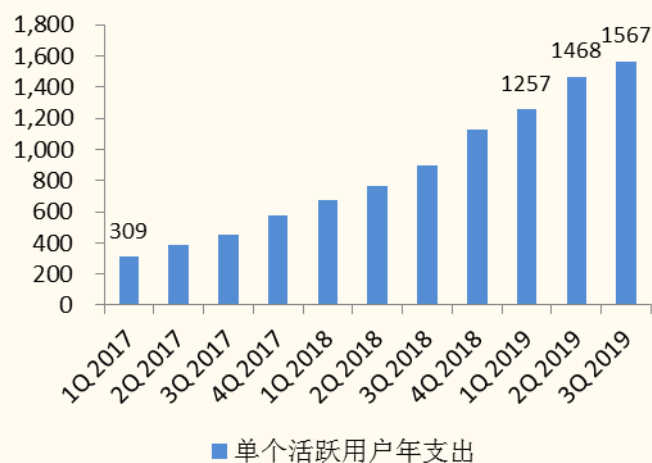
- 我们认为，拼多多的中期核心看点是存量用户客单价的提升和上线城市用户增量的获取；而从长期来看，拼多多走出有别于淘宝的差异化发展之路，才能长久屹立于市场，而 C2M 可能是其长期差异化发展的主要看点。
- (1) “百亿补贴”打响信任战，旨在提升存量用户客单价&获取上线城市用户：截至 2019 Q1，拼多多已经拥有超过 4 亿用户量，用户数超过京东，但是人均消费仍然很低，仅有 1200 元左右，为淘宝天猫的 1/6-1/7。拼多多希望可以改变在用户心中“低价低质”的印象，让消费者敢于在平台上购买更高单价的商品，同时也希望能够更多吸引一二线城市的中高端用户，而中高端市场消费人群的最大特点就是极为讲究“正品”，而且对于品牌和售后方面都有很高的要求。而“百亿补贴”计划就是拼多多自 2019 Q2 起增强用户信任、提升客单价、进攻一二线城市的重要策略。

图表 47：拼多多过去 12 个月年活跃用户数（亿）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：拼多多单个活跃用户年支出（元）



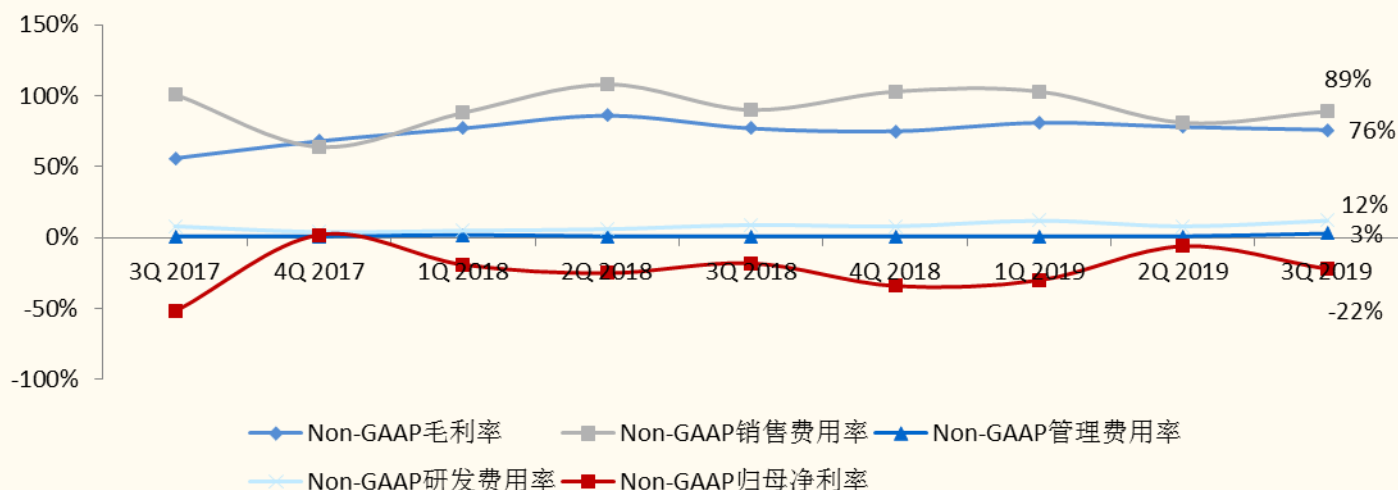
来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年 6 月 1 日，拼多多正式启动“百亿补贴计划”：在京东主场 618 购物节期间，数码、母婴、美妆这些高客单价的品类，成为拼多多百亿补贴的重点。平台联合品牌商共同补贴 100 亿现金，针对全网热度最高的 1 万款商品进行大幅让利，确保覆盖商品呈现全渠道历史最低价。“百亿补贴”大促包含了“每日专场”、“今日必买”、“精选大牌”等多个专区。“今日必买”每天推出 3 款超低价品牌标品，在对比其他渠道最低价的基础上，实

行 200 元至 1000 元不等的再降幅，每款产品限量 2000 至 10000 件。

- “百亿补贴”短期对报表端带来一定压力，但是中长期利好“拼多多”形象：“百亿补贴”为拼多多的信任塑造、用户增长和客单价提升都立下了汗马功劳。截至 2019 Q3，拼多多的年活跃用户数达 5.36 亿，单个活跃用户的支出提升至 1567 元，并且吸引了大批一二线城市新用户。但是，“百亿补贴”也对拼多多的报表端产生一定压力，2019 Q3 公司 Non-GAAP 销售费用率提升至 89%，单季亏损率随之扩大。我们认为，未来拼多多的盈利主要关键点就是销售费用率的下降，“百亿补贴”虽然短期对盈利产生压力，但是长期利好平台形象塑造，有望为中长期期的销售费用率下降奠定基础。

图表 49：拼多多 Non-GAAP 毛利率、费用率、净利率



来源：公司公告，国金证券研究所

- (2) “中国制造”闻名于世，但缺少“中国品牌”发挥价值，供应链的整合或许是拼多多更为长期的机会：“中国制造”闻名世界，但中国大量的优质生产供应商，没有良好的“中国品牌”让其发挥出其应有的价值。很多中国制造的产品，产品质量很好，但只能给外国品牌做代工或者做一些所谓山寨产品。以著名的“莆田鞋”为例，在中国仿造的鞋，在质量测试中，在翻折、磨损等各项指标中，有一部分仿造鞋质量指标甚至好于正品鞋。中国还有大量类似这样的优质产能，但因没有合适的品牌和渠道，期间演化出了“山寨”这种畸形模式，这种模式长期来看，是没有长久生命力的。这些白牌工厂，是很好的“中国制造”代表，而现在，需要“中国品牌”，来整合这个特殊的市场，在整合过程中，有巨大的机会。

图表 50：部分仿造鞋在质量测试中表现甚至好于正品鞋



来源：BING，国金证券研究所

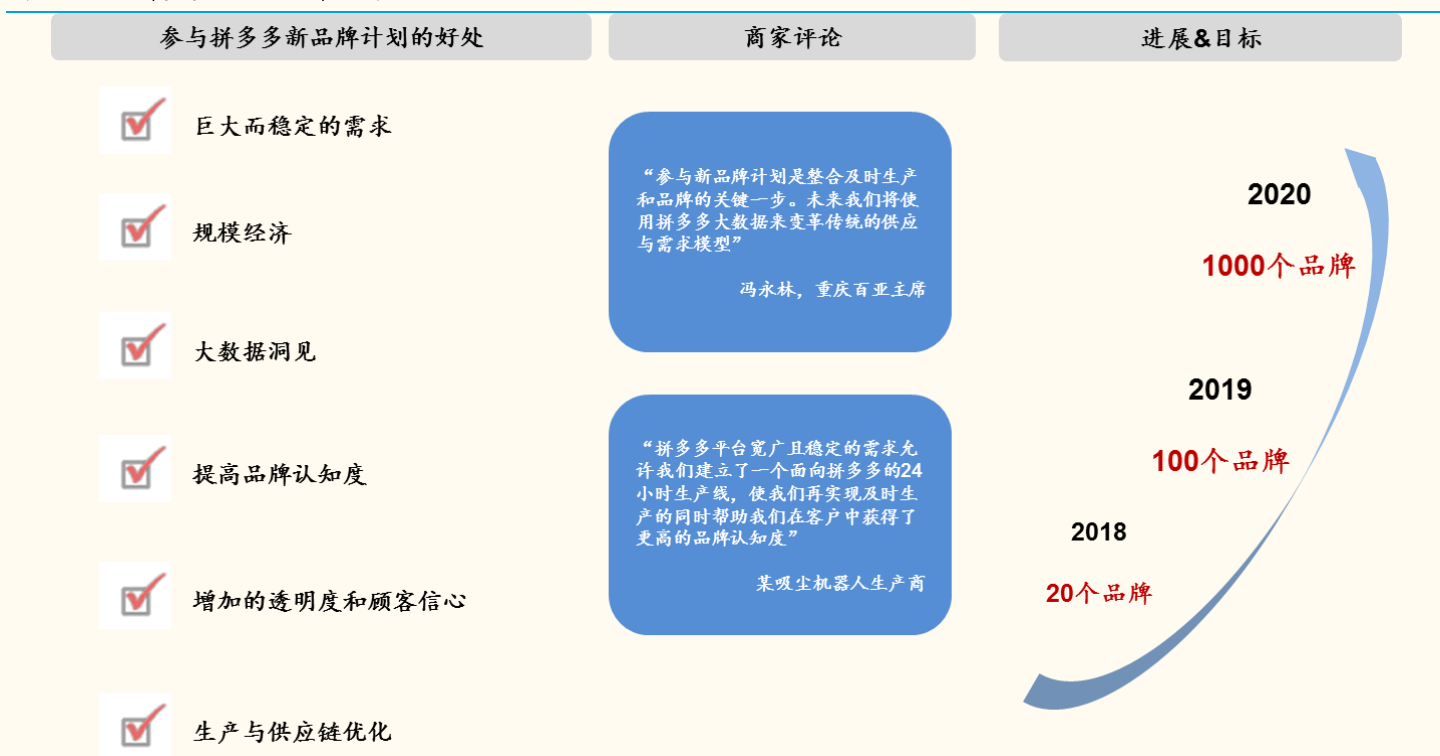
图表 51：给网店供货、无固定品牌的工厂店布满整条街



来源：国金证券研究所

- 我们认为，拼多多的长期差异化看点在于 **C2M 和新品牌计划**：淘宝以搜索为核心、推送为辅助，侧重于满足长尾个性化需求。而拼多多主要走“爆款推送”模式，有望更加高效地聚集用户需求，通过集合的形式反馈给商家，重塑商供给模式和供给周期。“新品牌计划”就是拼多多于 2018 年 12 月推出的致力于为优质制造企业提供系统性成长平台。拼多多为这些品牌提供包括大数据支持、专家诊断、研发建议等帮助，并在一定范围内倾斜流量、推荐位资源，以增加商品曝光度、支持品牌化建设，帮助品牌更有效触达消费者。2020 年，“新品牌计划”有望扶持 1000 家覆盖各行业的工厂品牌，成为拼多多有别于其他竞争对手的长期差异化看点。

图表 52：拼多多“新品牌”计划



来源：公司公告，国金证券研究所

4. 京东：亚马逊模式的践行者，中国最大的零售商

- 京东和阿里巴巴&拼多多是完全不同的盈利模式，京东是一个需要自己采购吃货并销售的零售公司。零售公司模式更重，需要足够规模才能有集采和分销优势，也需要更多的仓储物流等基础设施来构筑壁垒。

4.1 与阿里、拼多多相比，京东成长模式的最大的不同是什么？

- 与阿里和拼多多不同，京东是一家自营特色十分明显的线上零售公司：自1998年创立以来，京东以自营3C&家电类正品和自建物流体系在行业内树立了差异化的消费者认知和服务，目前已经成为国内最大的零售商。与阿里、拼多多这类平台电商不同，京东的自营模式直接从供货商手中采购产品，自有物流及仓储配送体系保证用户体验，而且打假力度较大，有利于构筑品牌效应。2018年从收入角度来看，靠赚取商品进销差价的京东自营的业务仍旧占京东整体收入的90%，是其最大的收入来源。

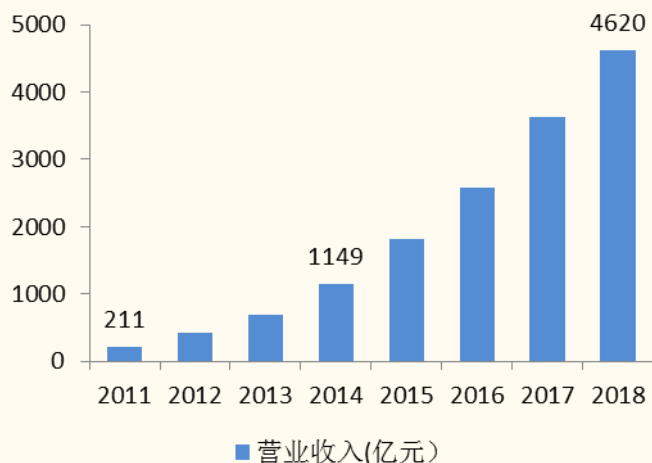
图表 53：京东盈利模式及收入来源

业务板块			盈利模式	2018 年营收概览
自营电商	京东商城	3C&家电类	商品进销差价	营收 2800.59 亿元，营收占比 61%，yoy19%
	京东商城	日用品类	商品进销差价	营收 1360.50 亿元，营收占比 30%，yoy42%
电商平台服务		京东快车、京东直投、京东展位、京挑客、京东物流	广告、店铺租金、佣金、物流服务	营收 459.11 亿元，营收占比 10%，yoy50%

来源：公司公告，国金证券研究所

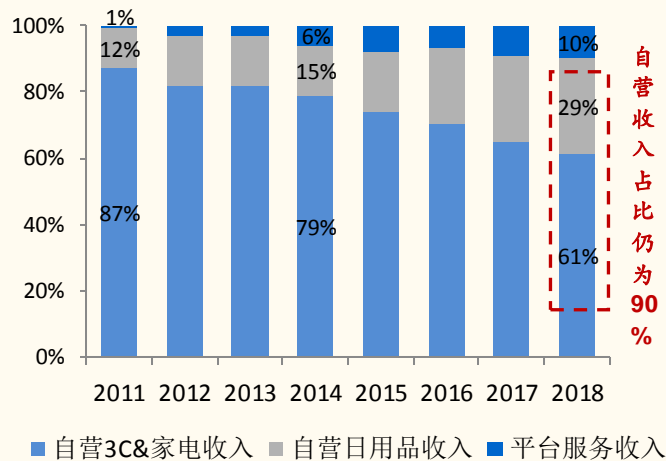
- 近年来逐渐拓展自营日用品及平台服务，但 3C&家电自营收入占比仍超过 61%：除强势的 3C&家电商品外，近年来京东也逐渐加大了对消费者购买频率较高的日用品类扩展，以吸引更广泛的用户和保持更高的用户黏性。此外，上市以来，公司逐渐开始对标阿里的平台化和生态化战略，亦开始发展电商平台业务，拓展更轻的广告、店铺租金、佣金等服务变现方式。但从收入结构的变化来看，2011-2018 年，虽然自营日用品占比从 12%提升至 29%，平台服务收入占比从 1%提升至 10%，但是京东自营 3C&家电收入目前的占比仍有 61%，京东仍然具有非常强的“自营电器城”烙印。

图表 54：京东历史营收（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

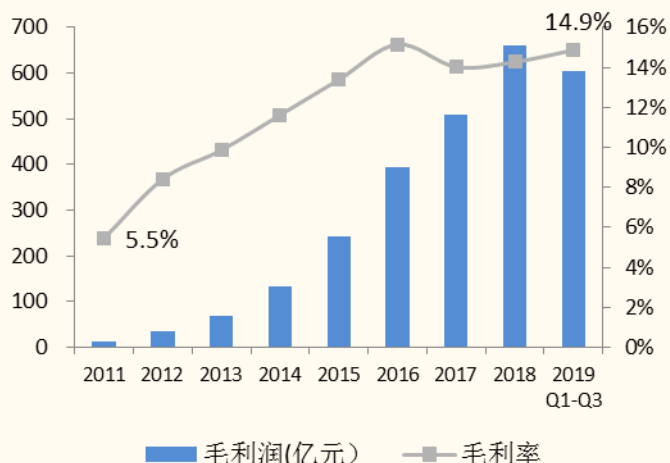
图表 55：京东历史各业务营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

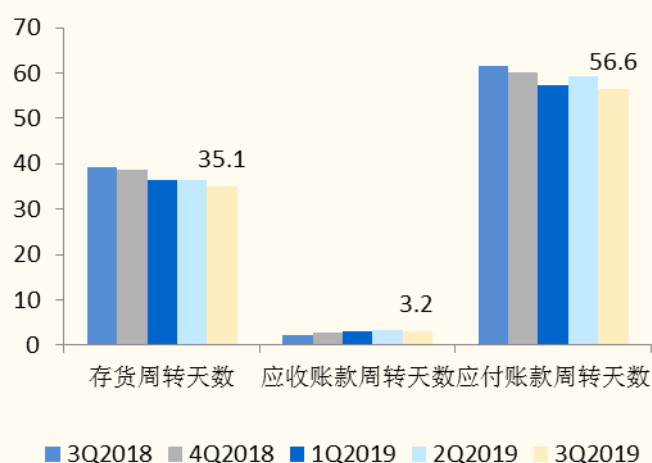
- 我们认为，京东业务本质是零售生意，因此成本管控和效率提升是核心：成本管控方面，京东的看点在于①能否在拥有大量流量后通过规模化采购压低进货成本；②能否通过正品要求高、但毛利率相对低的 3C&家电类产品建立起用户信任和使用习惯后，逐渐拓展到日用品、服饰、美妆等其他高毛利率的商品；③能否在自营模式的基础上，也将基础设施资源嫁接到平台服务业务，以此赚取更高毛利的广告、店铺租金、佣金等收入。在效率提升方面，京东的主要看点则在于，在大规模投资兴建自有物流体系之后，能否实现高效集采和规模效应。可以看到，2011 年至 2019 年前三季度，公司毛利率由 5.5% 上升至 14.9%，毛利率逐步提升；而在自有物流体系的保障下，公司亦实现了 35-40 天左右较快的存货周转天数。

图表 56：京东毛利润（亿元）及毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：京东营运周转天数

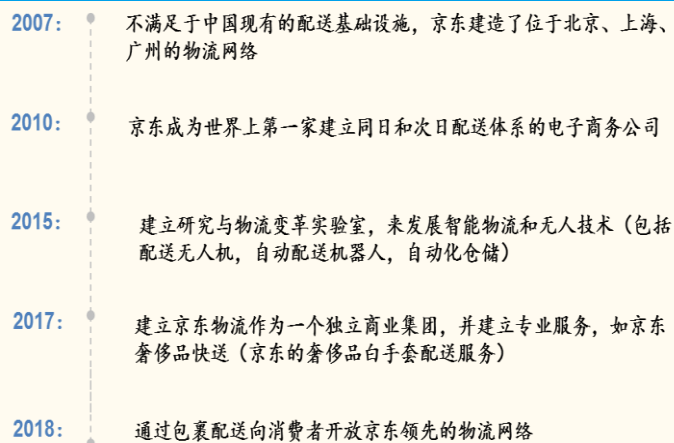


来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 平台电商包围下，京东自营模式电商的竞争力有哪些？

- （1）自建物流和自有配送体系的重投入构筑起用户体验价值：公司自有物流体系自 2007 年开始建设，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。目前京东物流拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境，以及达达网，整个京东的货品均可实现仓、配、客全链条服务。此外，京东已经构建起 211 限时达、极速达、京准达及夜间配的时效服务体系，全方位满足物流时效要求。截至 3Q 2019，公司拥有大型仓库 650 个，总面积约为 1600 万平方米，覆盖几乎所有中国的县和区，满足“211 时效”的区县比例达到 75.2%。

图表 58：京东物流的历史



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 59：京东配送服务体系

配送服务	含义
211 限时达	当日上午 11:00 前提交的现货订单（部分城市为上午 10 点前），以订单出库完成拣货时间点开始计算，当日送达；夜里 11:00 前提交的现货订单（以订单出库后完成拣货时间点开始计算），次日 15:00 前送达。
次日达	在一定时间点之前提交的现货订单（以订单出库后完成拣货的时间点开始计算），将于次日送达。
极速达	个性化付费增值服务，3 小时将商品送达
京准达	可以选择精确收货时间段的增值服务
夜间配	当日晚间 19:00-22:00 送货上门

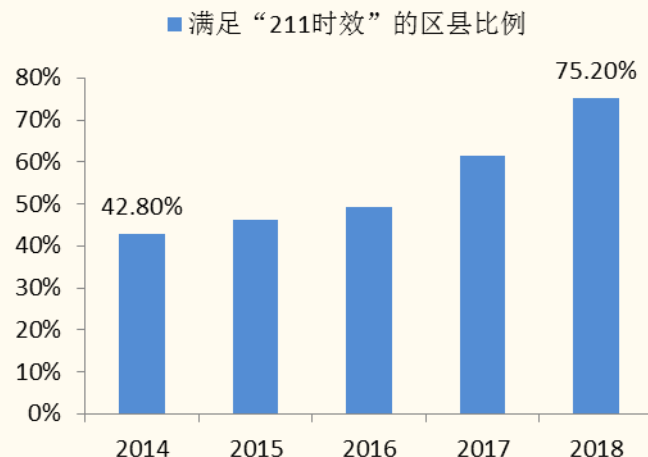
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 60：京东物流目前的能力

	截至 2019 3Q
物流中心 (城市数)	7
配送中心数量 (城市数)	29
仓库数量	650+
GFA	~ 1600 万平方米
自建大型仓库	15 个城市 25 个项目
地域范围	几乎所有中国的县和区

来源：公司公告，国金证券研究所

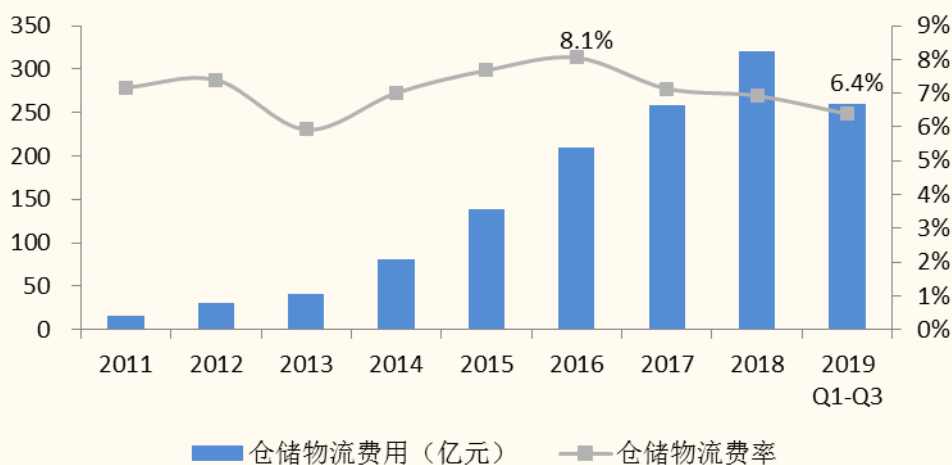
图表 61：满足“211 时效”的区县比例



来源：公司公告，国金证券研究所

- 近年来公司物流费率基本稳定在 6%~8% 之间，主要包括：①运营物流和客户服务中心的支出，包括因购买、接收、检验和入库存货而产生的人员成本和费用，挑选、包装以及为客户准备发货订单、处理付款和相关的交易成本；②第三方公司收取的配送费用；③租赁仓库、送货站、收货站的租金。我们认为，在大规模投资兴建自有物流体系之后，未来高效集采和规模效应的主要关注点。

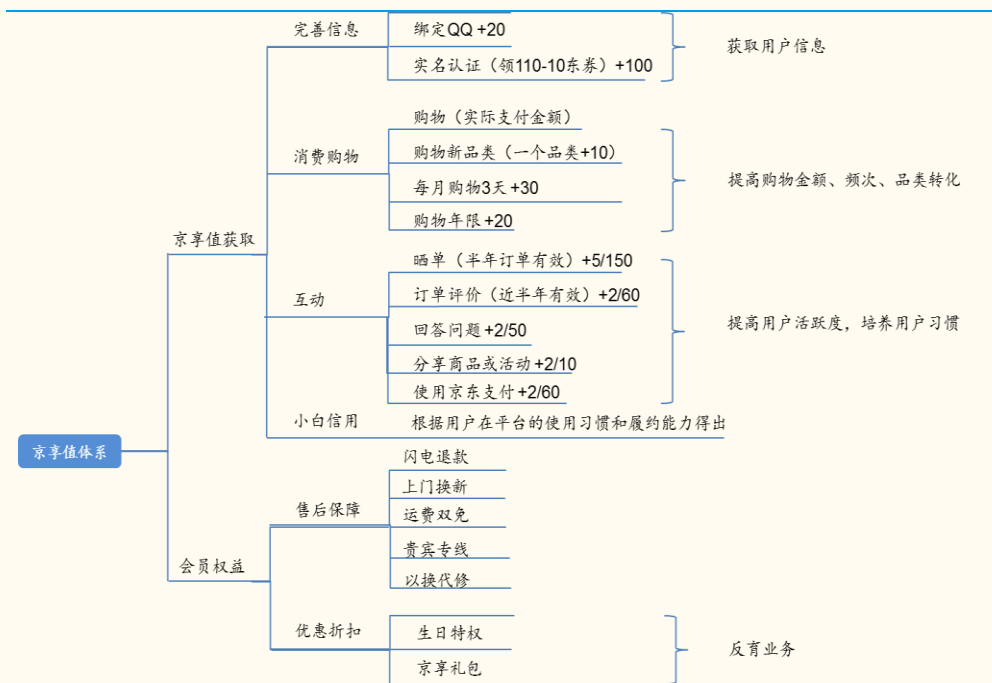
图表 62：京东仓储物流费用（亿元）及物流费率



来源：公司公告，国金证券研究所

- （2）绑定一二线核心消费群体，较早推行会员服务体系：试水付费会员的互联网企业在世界范围不多，亚马逊的 Prime 会员服务是业界较为成功的案例。为了绑定一二线核心消费群体，京东是国内较早推行会员服务体系 of 的电商，目前京东平台的会员体系有两条主轴：
- ①与购物行为正相关的京享值体系：京享值的数值与用户的消费、活跃度、信用分等京东平台的留存成正比关系，分别在达到 5000 分、10000 分、20000 分等不同等级时解锁特权。特权包括闪电退款、上门换新、以换代修等购物增值服务，也包括京享礼包等第三方权益。在京享值体系内，购物行为与会员权益形成正向增长闭环，购物越多，消费金额越多，返京豆便越多，京享值越高，对应可享受的会员权益也更多，对消费者的购物行为有直接明显的刺激作用。

图表 63：京东京享值会员体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- ② 付费的 PLUS 会员：刚性 198 元年费带来更有“设计感”的增值服务，共包含 10 倍购物返京豆、全年 360 元运费券大礼包、爱奇艺 VIP 会员、免费上门退换货等共计十项权益。

图表 64：京东 PLUS 付费会员体系

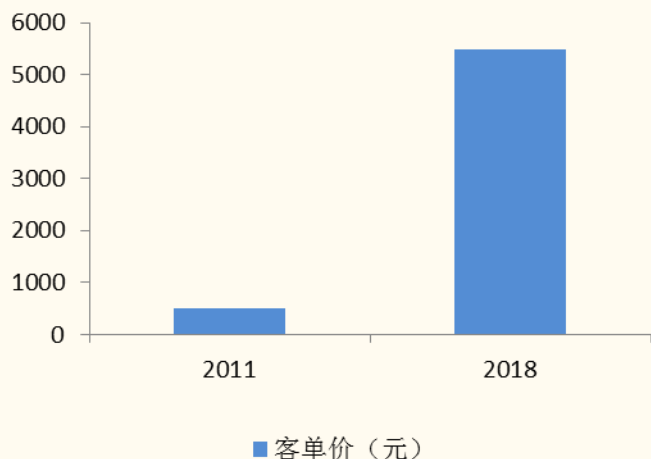
	京东 PLUS 会员
推出时间	2015
推出背景	试水付费会员的互联网企业在世界范围不多，同期只有亚马逊推出了 Prime 会员服务。京东希望能够创造和留存高活跃度、高购买力的用户。
获得条件	小白信用分 30 分以上可开通 当前年费 299 元
享受优惠	京豆：实付款价格 0.5%-2% 的购物回馈，回馈以京豆形式返还 VIP：知乎读书会员、京东读书 VIP、爱奇艺 VIP 券：每月优惠券、运费券（一年 60 张，共计 360 元） 折扣：品牌联盟 95 折、服饰 9 折、超低会员价商品 专属服务：专属购物节、免费上门退换货、京东健康免费问医生
推出效果	截至 2019 年 11 月，京东 PLUS 会员的规模超过了 1500 万。根据京东公布的 PLUS 会员用户画像，35 岁以下的年轻会员占 65%，近 60% 的会员居住在一二线城市，会员中 89% 是本科及以上学历人群，会员中的忠诚型用户占比达 98%。PLUS 群体中还存在 64% 的家庭型倾向用户，有固有的消费习惯，从而消费黏性也更高。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 截至 2019 年 11 月，京东 PLUS 会员的规模超过 1500 万：京东自 2015 年 10 月推出 Plus 会员产品，2016 年 5 月开始大力推广。根据京东公布的 PLUS 会员用户画像，35 岁以下的年轻会员占 65%，近 60% 的会员居住在一二线城市，会员中 89% 是本科及以上学历人群，会员中的忠诚型用户占比达 98%。PLUS 群体中还存在 64% 的家庭型倾向用户，有固有的消费习惯，从而消费黏性也更高。
- “会员”既是用户时间的驻留，也是购买力的驻留：会员模式是对现有用户价值深度挖掘的有效探索。在京东会员体系的推行下，京东的客单价和老活跃用户的年平均订单量均有显著提升。2011-2018 年，京东的年平均

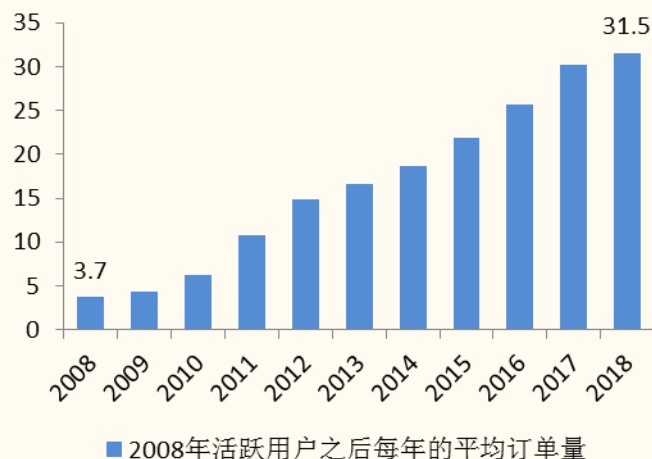
客单价提升了 10 倍左右，而 2008 年的活跃用户年平均订单量为 3.7 个，此后这批用户的年订单量持续上升，2018 年达到 31.5 个，这反映出京东的自营模式下服务体系和后续加持的会员体系对存量客户较为有效的绑定。目前京东 PLUS 会员在年活跃用户中的渗透率仅为 4.5%，目前在京东的增量用户获取难度不断增大背景下，提高存量客户的会员转化率有望成为公司战略的一大发力点。

图表 65：京东客单价变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 66：2008 年活跃用户之后每年的平均订单量

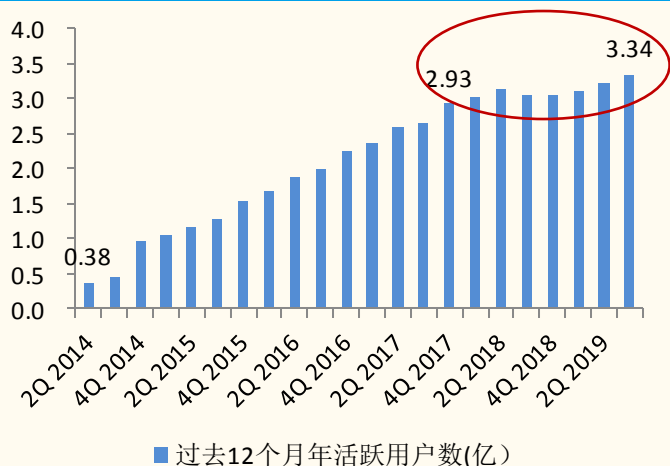


来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 什么是京东电商业务的当务之急？

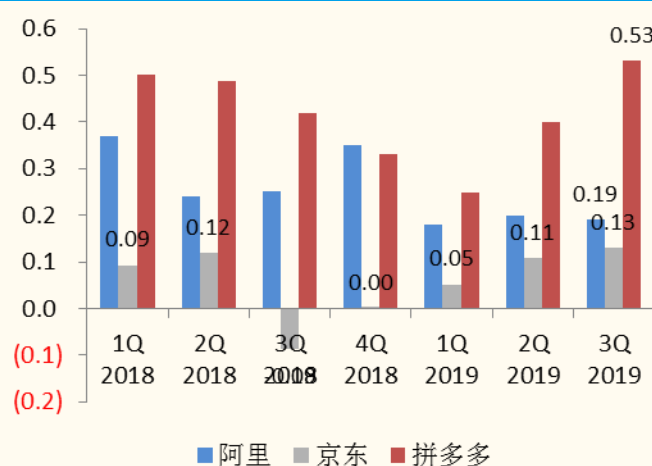
- (1) 用户增长遭遇瓶颈：从 2014 年到 2017 年，京东的年活跃用户数从不到 5000 万大幅增长至接近 3 亿，经历了用户规模快速扩张的 3 年。但自 2018 年起，京东的用户增长开始进入瓶颈，截至 3Q2019，年活跃用户数为 3.34 亿，相较 2017 年底仅增长了 4100 万。与阿里和拼多多对比来看，2018 年至今，拼多多的单季增量用户在 3000-5000 万，阿里的单季增量用户在 2000-3000 万；而京东的单季增量用户仅在 1000 万左右，并且在 2018 年 Q3 和 Q4 经历了用户数量的下滑和停滞。我们认为，相较于具有“流量基因”的阿里和拼多多，“零售基因”较重的京东在流量获取上存在短板，用户数量能否突破是京东的重要看点。

图表 67：京东历史年活跃用户数 (亿)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 68：阿里、拼多多、京东年活跃用户增量 (亿)



来源：公司公告，国金证券研究所

■ (2) 应该如何平衡自营和平台业务？

- 自京东上市以来，在规模增长和实现盈利的战略驱动下，逐渐加大了毛利率更高的平台服务业务：拓展了店铺租金、交易佣金、商家营销

广告费等与阿里平台业务类似的服务变现方式。京东的平台服务也推出了多种营销工具，有按点击付费的京东快车和京东直投，按展示付费得京选展位，按效果付费得京挑客和一站式营销工具 DMP 等。从产品原理来讲与阿里妈妈旗下的营销工具相似，也包含关键词竞价排名、出售广告位、成交后给推广者销售提成和定制化一体化的营销方案等。

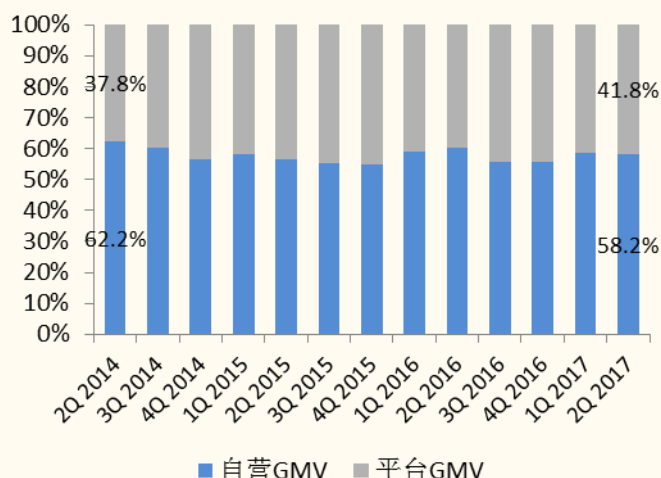
图表 69：京东平台服务营销推广工具

营销推广服务	营销工具介绍及计费方式
点击付费广告 (CPC)	按点击计费
京东快车	根据推广结果出价和质量分实时竞价，免费曝光，点击价格是由商户和竞价排序在商户下一位的客户推广结果的价格和质量度共同决定。
京东直投	精准定向付费引流，商家可获得百亿级腾讯流量。
展示付费广告 (CPM&CPD)	按广告千次展示或按天展示付费
京选展位 (CPD)	推广单元进行投放后，实时竞价展位资源，依据访问次数和报价进行收费，适合品牌曝光和活动推广。价格优惠：客户可以获得红包返还，并且红包和现金可以一起使用。
效果付费广告 (CPS)	按实际成交订单付给推广者销售提成费用
京挑客 (CPS)	汇聚购物分享、返利、娱乐、IT 等 15 种流量资源，按照实际成交额给推广者支付服务费的广告投放模式。
营销工具	一站式营销服务
DMP	圈定目标人群，精准营销，打造多款营销产品。

来源：公司官网，国金证券研究所

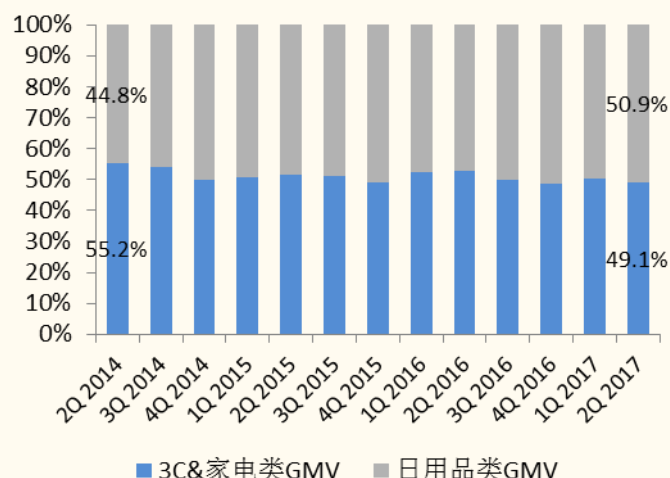
- 但“自营”与“平台”是两种经营思路，能否实现相得益彰的发展仍待观察：我们认为，电商自营和平台经营思路最大的区别就是自营的客户是终端消费者，因此满足消费者对产品、物流、服务的要求是第一要务；而平台模式的客户是商家，因此为商家提供流量、平台支撑是第一要务。京东的崛起源于前者，而在为商家引流提供支撑上存在明显不足，因此我们可以看到，2Q2014-2Q2017，公司的平台 GMV 占比从 37.8% 上升至 41.8%，提升较为缓慢。
- “自营电器城”烙印仍重，平台品类扩充能力仍需突破：3C&家电产品虽然能够建立起较强的品牌信任，但是产品较为低频，毛利率也较低。为了扩充流量和提高毛利率，京东也逐渐加大了对消费者购买频率高、毛利率高的日用品类的扩展。2015 年京东在服饰品类上发力，但在 2017 年遭遇到了阿里强势的“二选一”策略，不少服饰商家在当年退出，对京东平台业务的品类扩张产生较大影响。2Q2014-2Q2017，公司的日用品类 GMV 占比从 44.8% 上升至 50.9%，提升较为缓慢。

图表 70：京东自营和平台 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

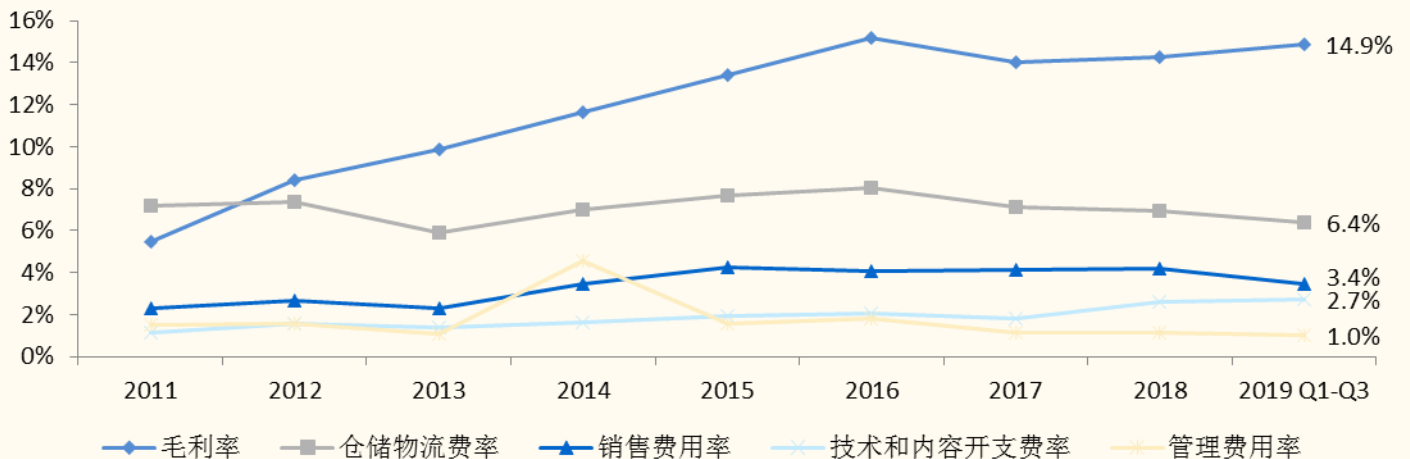
图表 71：京东 3C&家电和日用品类 GMV 占比



来源：公司公告，国金证券研究所

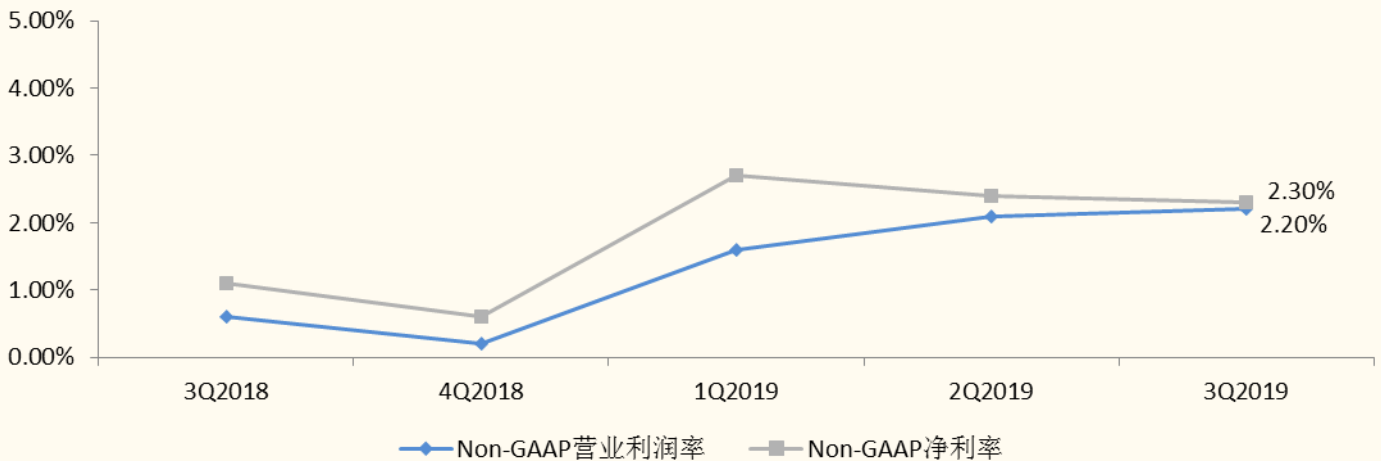
- **(3) 利润率的提升任重道远：**我们认为，京东实现提升利润率的关键在于两点，自营模式规模效应的发挥和平台模式占比的良性提升。从毛利率端来看，2019Q1-Q3 公司毛利率为 14.9%，较纯自营模式时已有较大提升，未来毛利率提升的主要看点在于自营品类的成本管控和平台服务收入的提升。从费用率端来看，仓储物流费是公司占比最大的费用，近年来收入占比一直在 7%-8%，2019Q1-Q3 下降至 6.4%，而随着公司物流基础设施的完善，在规模效应下仓储费用率下降是公司盈利弹性的另一大变量。而从最新的几个季度来看，公司的 Non-GAAP 营业利润率和净利率在 2% 左右，未来利润率的提升任重而道远。

图表 72：京东的历史毛利率与费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 73：京东的近期 Non-GAAP 营业利润率及净利率



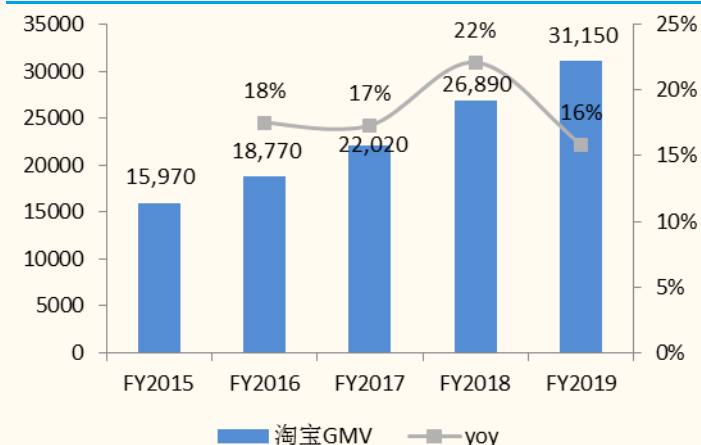
来源：公司公告，国金证券研究所

5. 合纵连横：阿里、拼多多、京东商品品类和消费者有何不同？

5.1 从品类分布和成交单价看三家公司的销售品类有何不同？

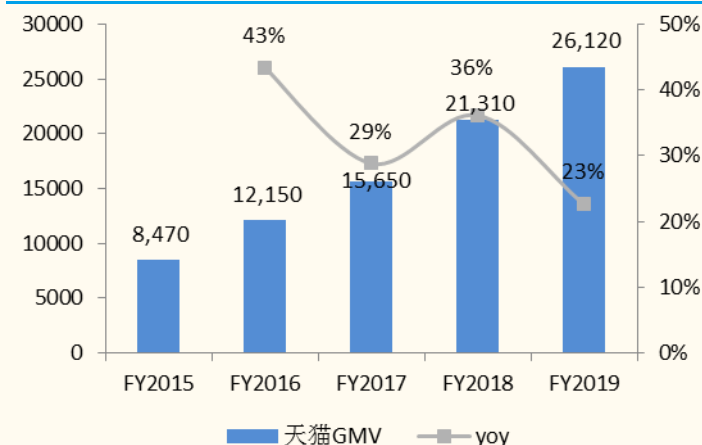
- 从电商交易规模来看，目前阿里≈3.4个京东≈6.8个拼多多：阿里的特点是基数最大、增长稳健，FY2019（对应自然年2018年）阿里在中国零售市场的GMV为5.72万亿元，同比+19%，其中淘宝GMV为3.12万亿元，同比+16%；天猫GMV为2.61万亿元，同比+23%。京东的交易规模位列第二，2018年实现GMV1.68万亿。拼多多的交易规模位列第三，但呈现高速增长态势，截至3Q2019的滚动12个月GMV为8402亿元。

图表 74：淘宝 GMV（亿元）及增速



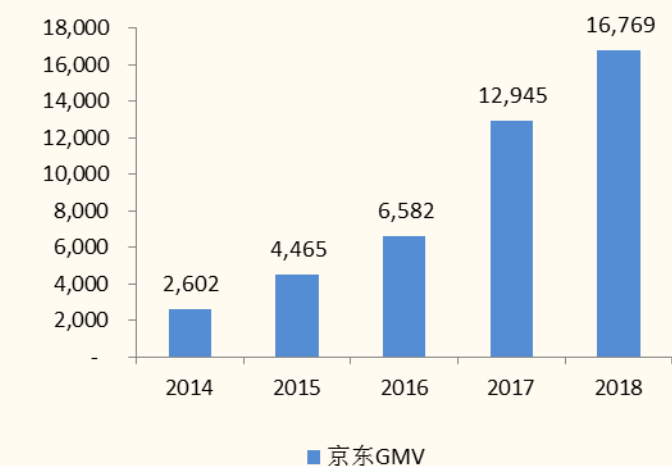
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 75：天猫 GMV（亿元）及增速



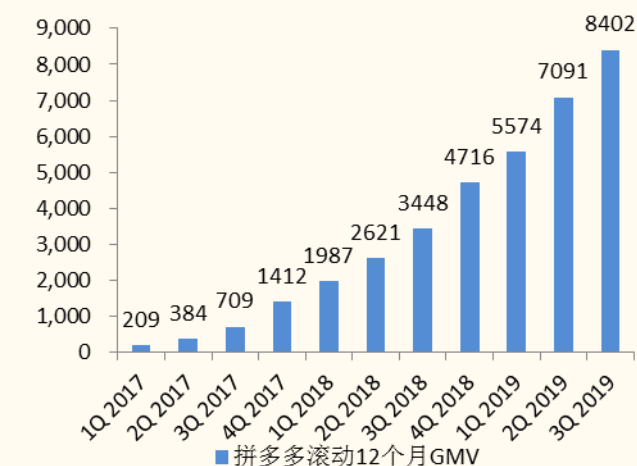
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 76：京东 GMV（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所；备注：京东历年来多次调整过 GMV 口径

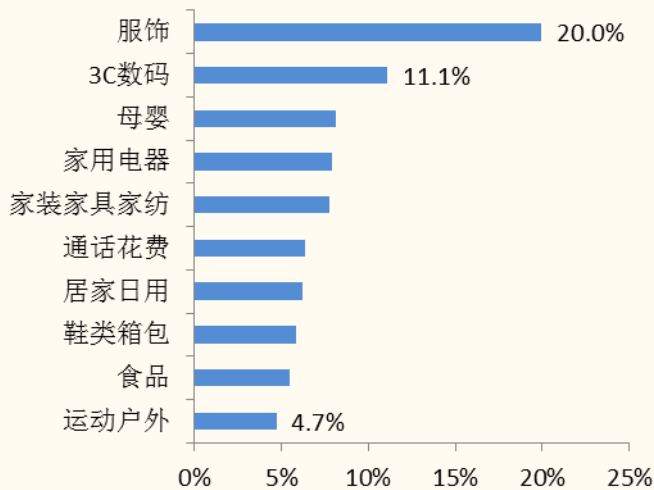
图表 77：拼多多滚动 12 个月 GMV（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

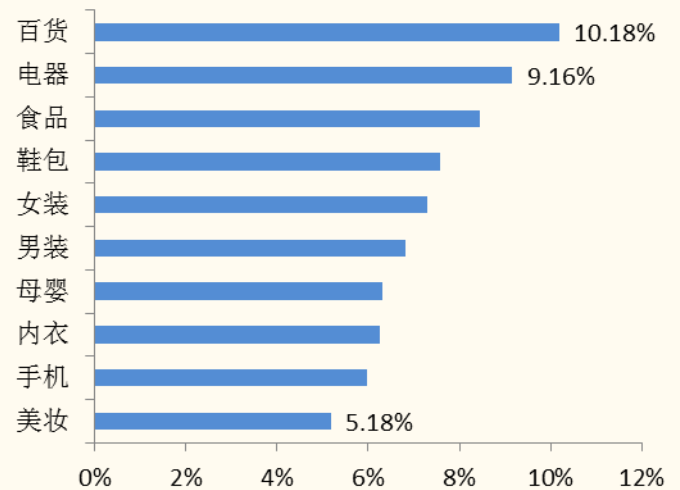
- 从销售品类来看，平台电商品类分散，自营电商品类集中：阿里和拼多多均呈现出较强的平台电商特色，根据国金证券第三方数据监测中心数据，两者的各品类销售占比较为均匀，第一大品类 GMV 占比不超过 20%，且前几大品类主要以高频、易耗、商家数量多的品类为主。而京东仍然有较强的“自营电器城”烙印，京东财报从 2017 年下半年开始不再分别披露品类 GMV 占比数据，1H2017，京东的 3C&家电类 GMV 占比仍为 49.6%，远高于以平台电商为特色的阿里和拼多多。

图表 78：2019 年 1-11 月淘宝天猫 TOP10 品类份额



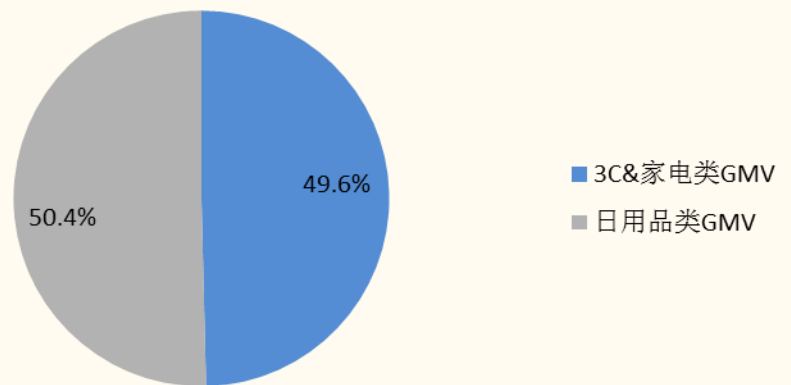
来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

图表 79：2019 年 1-6 月拼多多 TOP10 品类份额



来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

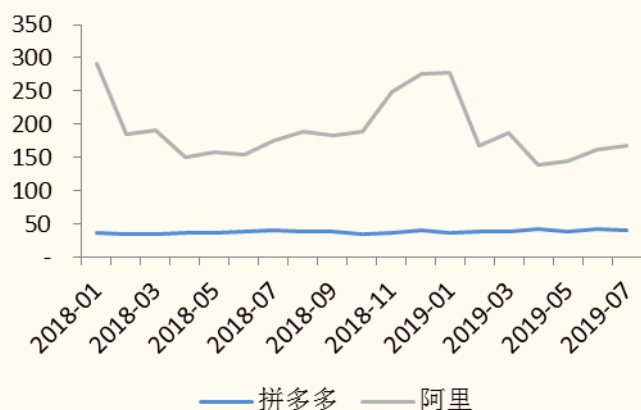
图表 80：京东 2017 年上半年品类份额占比



来源：公司公告，国金证券研究所

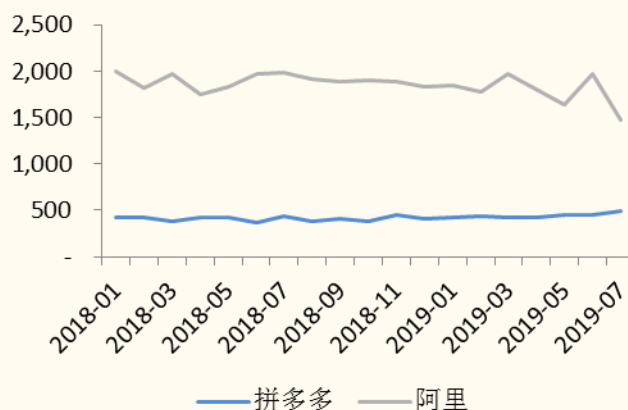
- 从各品类的成交件单价来看，虽然同为平台电商，但阿里和拼多多相同品类成交价有较大不同：根据国金证券第三方数据监测中心数据，2018.1-2019.7，女装类目阿里的成交件单价在 200 元左右，拼多多在 40 元左右；手机类目阿里的成交件单价在 2000 元左右，拼多多在 500 元左右；美妆类目中，阿里的美容护肤成交件单价在 120 元左右，彩妆成交件单价在 60 元左右，拼多多的美妆件单价在 20 元左右；食品类目中，阿里的零售坚果成交件单价在 50 元左右，拼多多的食品件单价在 30 元左右。我们认为，阿里和拼多多，除了分别满足不同人的需求，也承担着同一类人用自己手里资金分配去满足不同需求的功能。

图表 81：阿里、拼多多女装类目成交件单价（元）



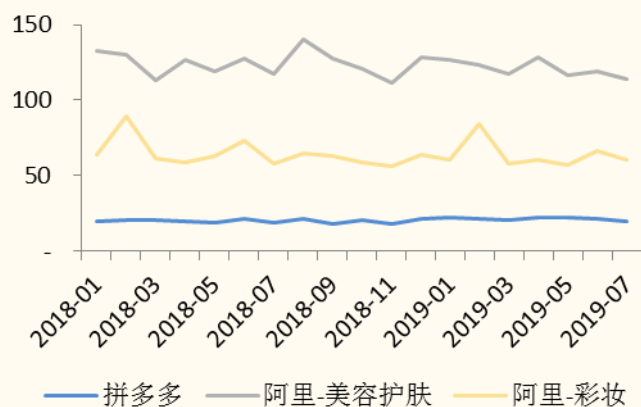
来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

图表 82：阿里、拼多多手机类目成交件单价（元）



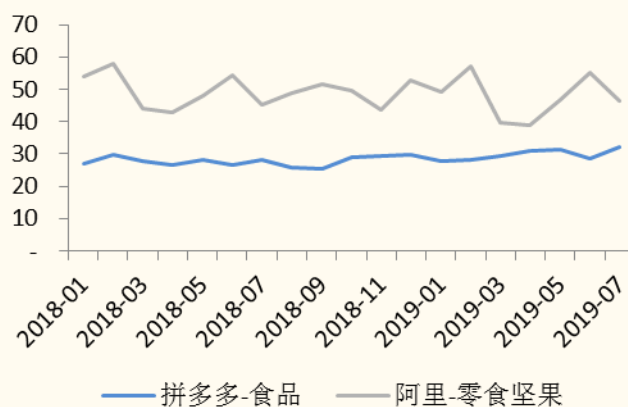
来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

图表 83：阿里、拼多多美妆类目成交件单价（元）



来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

图表 84：阿里、拼多多食品类目成交件单价（元）

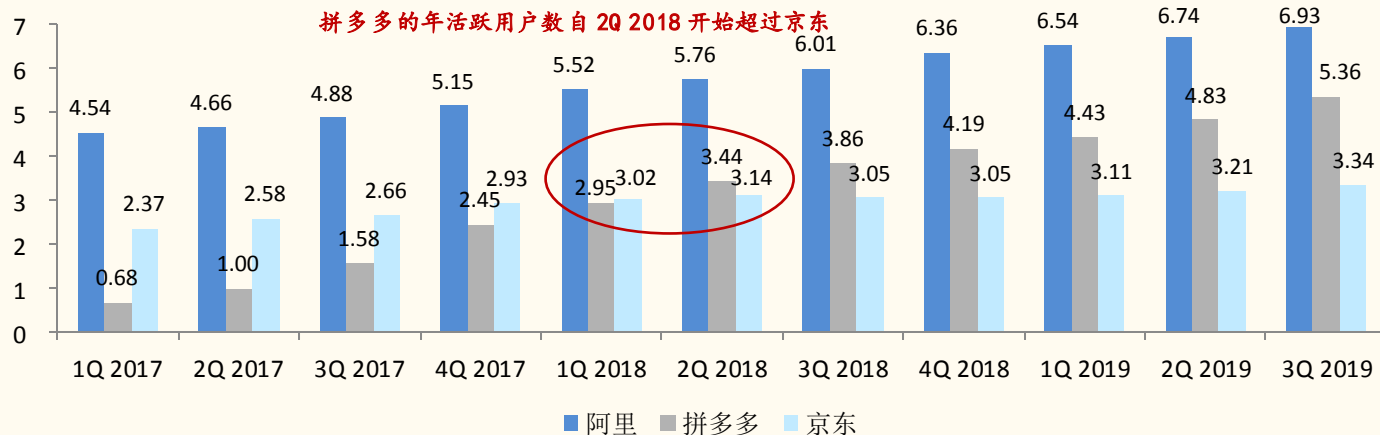


来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

5.2 从城市分布和性别比例看三家公司的核心消费群体有何不同？

- 从用户规模来看，阿里活跃用户规模最大，拼多多用户增长最快：目前阿里年活跃用户数最高为 6.93 亿，拼多多以 5.36 亿位居第二，京东以 3.34 亿位居第三，拼多多的年活跃用户数自 2Q 2018 开始超过京东。

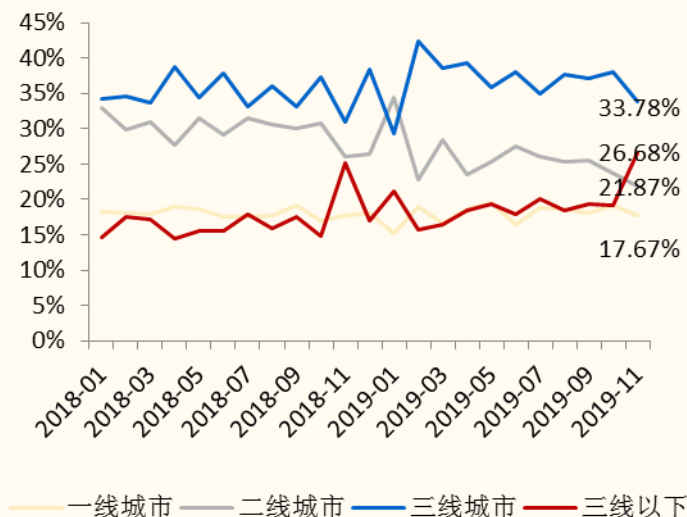
图表 85：过去 12 个月的活跃用户数（亿）



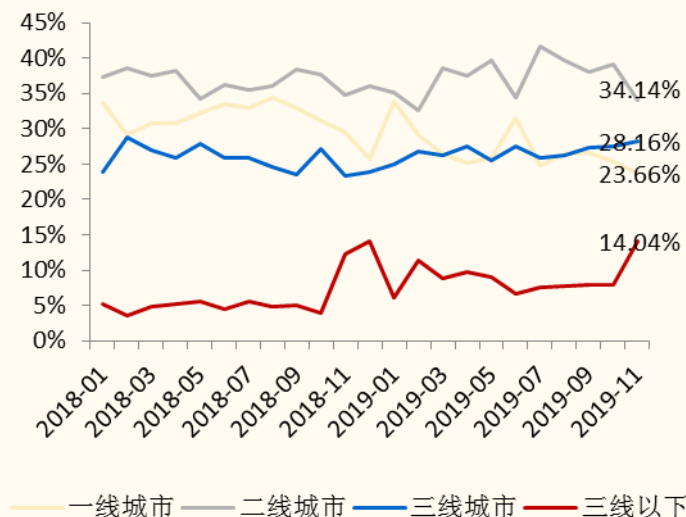
来源：公司公告，国金证券研究所

- 从用户的城市分布来看，目前三家公司都在立足自己大本营的基础上，不断试探攻入敌方的阶段：一线城市用户占比最高的为京东，三线以下城市占比最高的为拼多多。对于拼多多来说，一二线城市用户是其增量用户，因此推出“百亿补贴”去建立高线城市用户信任；对于阿里和京东来说，三四线是其增量用户，因此分别用“聚划算”和“京喜”在下沉市场和拼多多抢夺流量。

图表 86：淘宝天猫用户各线城市占比



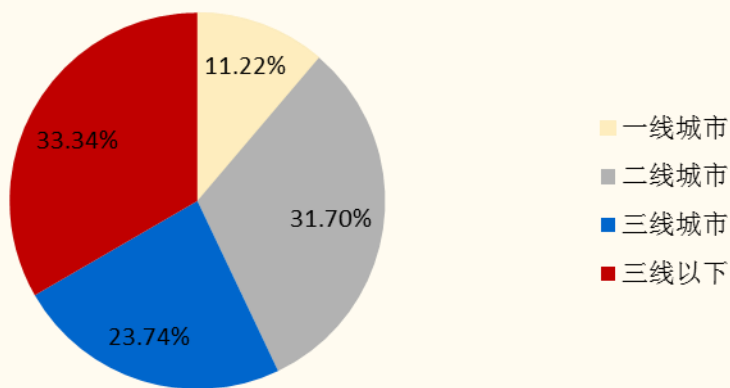
图表 87：京东用户各线城市占比



来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所

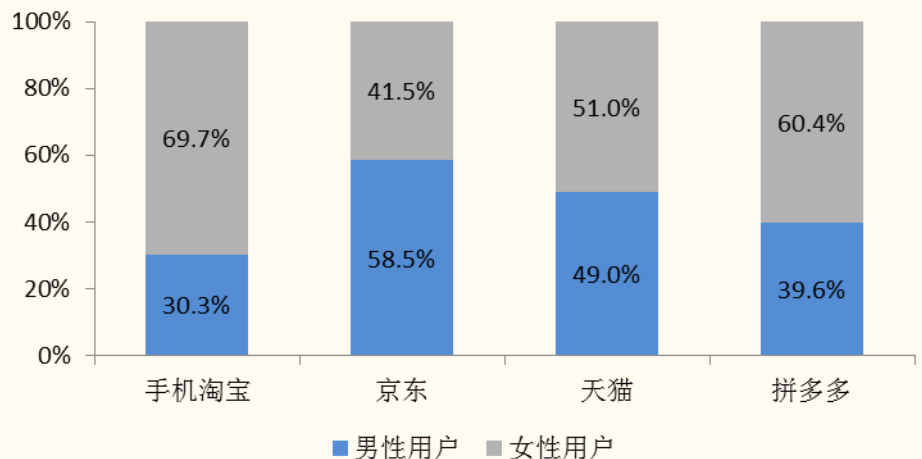
图表 88：拼多多用户各线城市占比



来源：国金证券第三方数据监测中心，国金证券研究所，数据日期为 2019 年 7 月

- 从用户性别比例来看，京东的“男性”标签更重，而淘宝和拼多多均有着较强的“女性”标签：根据易观数据，目前京东的男性用户占比最高，为 58.5%；而淘宝和拼多多都呈现出女性用户占比较高的特点，女性占比分别为 69.7%和 60.4%。我们认为，一方面京东品类中 3C 类产品占比较高，而淘宝和拼多多的服饰、美妆等品类占比较高，因此对不同性别用户有着不同的吸引力；另一方面，淘宝的直播、内容板块以及拼多多的信息流推送都为用户营造出了更浓厚的“逛街”氛围，更适合女性的消费惯性，因此具有较强的女性标签。

图表 89：各 APP 用户男女比例（2019.5）

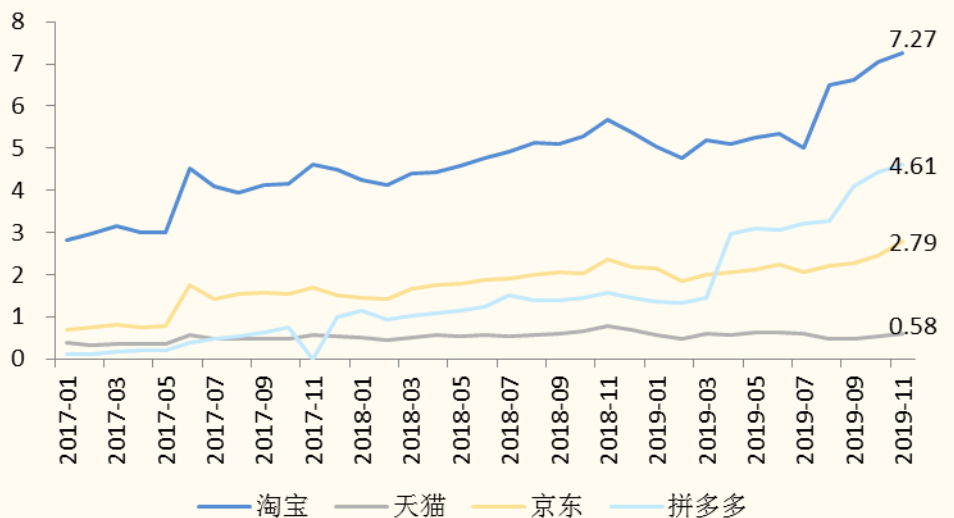


来源：易观，国金证券研究所

5.3 从月活、使用时长和客单价看三家公司的消费者行为有何不同？

- 从三家公司的移动端月活数来看，**淘宝>拼多多>京东>天猫**：2019 年 11 月，淘宝的移动端月活跃用户数达到 7.27 亿，在较高基数下仍然保持着较高的增长；拼多多的移动端月活数在 2019 年 4 月超过京东，目前在 4.61 亿，位居第二；京东的移动端月活为 2.79 亿，数量较为稳定，位居第三；天猫的移动端月活为 0.58 亿，数量也一直在较为稳定的水平。

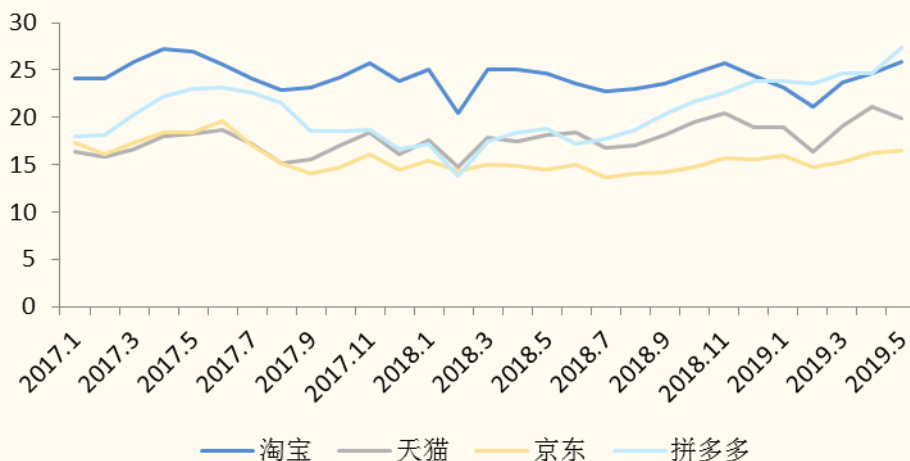
图表 90：各 APP 月活跃用户数（亿）



来源：Wind，国金证券研究所

- 从人均单日使用时长来看，**目前拼多多>淘宝>天猫>京东**：根据易观数据，目前淘宝和拼多多的人均单日使用时长达到 25 分钟左右，天猫的人均单日使用时长在 20 分钟左右，而京东的人均单日使用时长在 15 分钟左右。我们认为，京东的用户更具备“直男”标签，知道自己想要什么，而阿里和拼多多的用户更具备“喜欢逛街，对时间不敏感”的标签，因此能够在有着更浓厚的“逛街”氛围的淘宝和拼多多停留更多的时间。

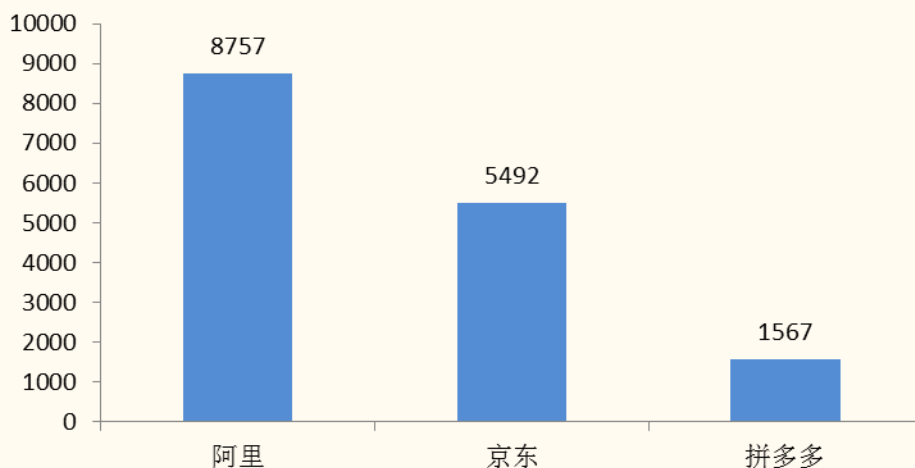
图表 91：各 APP 人均单日使用时长（分钟）



来源：易观，国金证券研究所

- 从客单价来看，目前年活跃用户在阿里的年花费≈京东的 1.6 倍≈拼多多的 5.6 倍：根据各公司最新财报披露数据，阿里的年活跃用户平均客单价为 8757 元，京东为 5492 元，拼多多为 1567 元。未来用户客单价的持续提升对三家公司而言都是至关重要的发力点。

图表 92：三家公司最新披露的年活跃用户平均客单价（元）



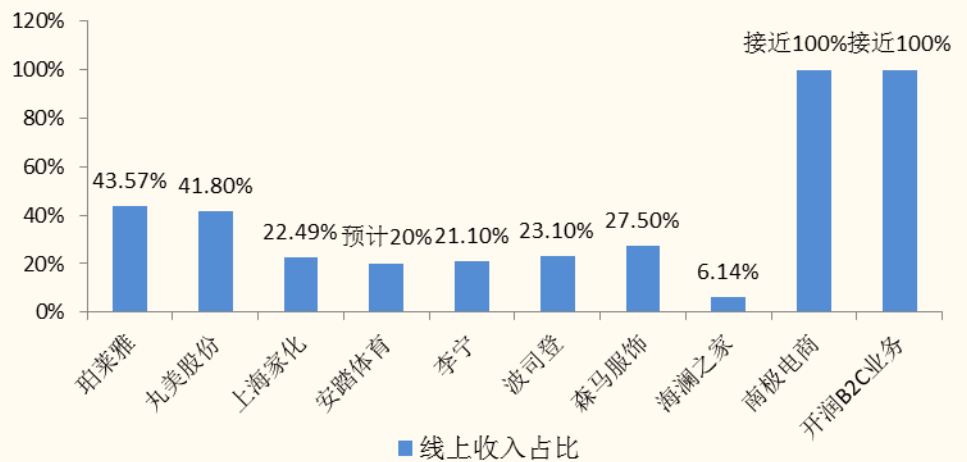
来源：公司公告，国金证券研究；备注：阿里为截至 2019/3/31 的滚动 12 个月，京东为截至 2018/12/31 的滚动 12 个月，拼多多为截至 2019/9/30 的滚动 12 个月

- 当下时点，在用户规模的竞争之外，电商三巨头的竞争已经越来越进入到对于现有用户时间和金钱的争夺之中：目前来看三大电商巨头中，阿里的活跃用户数最多，人均单日停留时间最长，全年客单价最高；京东活跃用户数偏少，人均单日停留时间相对较短，但客单价位于中等偏上；而拼多多活跃用户位居第二，增速迅猛，人均单日停留时间较长，但客单价偏低。
- 我们认为：阿里在流量获取和消费者运营端的强大优势具有深厚护城河，因此长期看好阿里的行业老大地位；此外，我们认为占据用户更长时间的公司更有潜力将“时间”转化为“金钱”，拼多多中期客单价的提升值得期待；对于京东而言，如何突破用户规模增长瓶颈、如何实现自营&平台业务相得益彰以及保持规模化的盈利值得持续跟踪。

6. 品牌零售公司电商渠道的发展启示

- 我们认为，线上和线下经营的品类特性有所区别，选择更适宜的渠道来推更适宜的品类，会让品牌商事半功倍。我们认为，线下场景适合标准化程度低、重体验感和即得性的商品销售；而线上场景尤其适合标准化程度高、低值、易耗的商品销售，并且该类商品的马太效应有望在线上场景中进一步放大。选择更适宜的渠道去推广品类，会让品牌商事半功倍。不同的线上渠道，也呈现出不同的盈利特征：
- 阿里是一家以广告业务为主要收入的商业房地产公司，而非零售公司。阿里自己不卖货，只是提供卖货的地方，通过卖搜索排名&展示位置等方式，向商家收取广告费和佣金。阿里巴巴天猫的 B2C，也不是阿里自己卖货，这个“B”指的是品牌商，而不是阿里本身。
- 拼多多和阿里是类似的商业模式，即搭建平台，通过售卖搜索排名和展示位等来收取佣金。或许在模式上，拼多多有更多社交化的推荐，但拼多多和阿里，最大的差别，在于其背靠腾讯，有一些阿里难以触及到的流量池。在盈利模式和形态上，拼多多，也是个广告收入为主的公司而非零售公司。
- 京东和阿里巴巴&拼多多是完全不同的盈利模式，京东是一个需要自己采购吃货并分销的零售公司。零售公司模式更重，需要足够规模才能有集采和分销优势，也需要更多的仓储物流等基础设施来构筑壁垒。
- 线上正成为品牌公司越来越重要的渠道：2018 年化妆品公司珀莱雅、丸美、上海家化的线上收入占比分别为 43.57%、41.80%和 22.49%。而安踏、李宁、波司登这些国产头部服装公司的线上占比也达到 20%以上。

图表 93：化妆品及服装品牌公司 2018 年线上营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 对品牌商、供应商和经销商而言，应该对不同电商的游戏规则和盈利模式有全面了解和比较后，选择最合适的电商或者在每个电商上用最合适方法进行运营：对于电商平台例如阿里和拼多多，商家应该更着重于权衡其在提供的在流量、物流、支付等方面的赋能和收取的入驻费、广告费和佣金之间是否具有更高的性价比。对于自营为主的电商例如京东，商家应该更关注其采购量、进货价、周转情况和退换货政策。熟悉并能熟练利用不同电商游戏规则的品牌商、供应商和经销商有望随着电商渗透率的提升收获巨大的成长机遇。

7. 投资建议

- **中国电商 20 年，规模达到全球 No.1，衍生出“卖流量”和“卖货”两种商业模式：**短短 20 年来，中国电商规模已达 1.5 万亿美金，交易规模超过 TOP 2-11 国家的网上零售总和，TOP3 电商公司（阿里、京东、拼多多）合计份额约 80%。从商业本质来看，阿里类似购物中心，做的是“卖流量”的商业地产生意，向商家收取广告费佣金；拼多多类似小商品城，商业模式和淘宝类似，不同在于借助腾讯攫取了阿里触及不到的下沉市场流量池；京东则为更类似商超的零售商，主要赚取商品进销差。
- **阿里是一家以广告+佣金业务为主要收入的“商业地产”公司，在消费者获取&商家运营端具有深厚护城河：**阿里业务涵盖核心商业、云计算、数字传媒&娱乐和创新等，淘宝天猫商家广告费&佣金占公司营收 66%，是绝对的现金牛业务。目前阿里用户规模和黏性优势突出，年活跃用户接近 7 亿，注册 5 年用户年订单数达 132 单，购买 23 种商品，年消费额在 12000 元。我们对阿里中国零售商业的增长充满信心，未来下沉市场是增量用户主要来源，直播带货、个性化推送和 88VIP 计划有望推动客单价持续提升，而作为电商行业最完善的基础设施提供者，公司中长期货币化率仍有提升空间。
- **拼多多凭借五环外微信流量成为行业黑马，商业模式本质和淘宝类似，即搭建平台，通过售卖展示位等收取广告费：**凭借微信 10 亿用户基础和社交裂变模式，拼多多一路狂奔进入行业 TOP3。从盈利本质来看，拼多多和淘宝类似，通过商家营销服务来变现。拼多多的短期看点是通过“百亿补贴”提升平台信任感，提升 5 亿存量用户的客单价（目前为 1500 元/年），并获取上线城市增量用户；长期来看，拼多多只有走出有别于淘宝的差异化路线，才能长久屹立于市场，C2M 和新品牌计划可能是差异化发展的主要看点。
- **京东本质具有更强的零售商基因，需要足够规模才能有集采和销售优势，亦需要更多的仓储物流等基础设施来构筑壁垒：**与阿里和拼多多不同，京东是自营特色十分明显的线上零售商，自营 GMV 和收入占比约为 50%和 90%，成本管控和效率提升是核心议题。目前京东已经在全国化物流体系和会员体系上塑造了差异化的竞争力，但是如何突破 3 亿左右的用户规模瓶颈，如何在自营业务（客户是消费者）和平台业务（客户是商家）之间找到平衡，以及如何提升利润率水平（目前为 2%左右）值得观察。
- **“爱逛街&肯花钱”是阿里的核心用户标签，“爱逛街&对价格敏感”是拼多多的核心用户标签，“不爱逛街&对品质有要求”是京东的核心用户标签：**通过对三家公司消费者行为的追踪，我们发现从人均单日使用时长来看，目前拼多多>淘宝>天猫>京东；从客单价来看，目前年活跃用户在阿里的年花费≈京东的 1.6 倍≈拼多多的 5.6 倍。我们认为，在用户规模的争夺之外，未来三家公司的主战场将存在于对现有用户时间和金钱的争夺之中。
- **我们长期看好中国电商行业及其背后所蕴含的强大消费潜力：**电商三巨头中，我们认为①阿里在消费者心智&商家运营端均具有深厚的护城河，长期看好阿里的行业老大地位；②拼多多将用户“时间”转化为“金钱”，提升客单价和孵化新品牌值得期待；③京东零售商特色明显，以物流和会员服务见长，如何突破用户增长瓶颈、平衡自营&平台业务以及提升利润率的能力值得持续观察。

8. 风险提示

- 线上消费增速不及预期
- 行业竞争加剧
- 电商法监管风险

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）

英语类：四六级万词班专四专八雅思等

财经类：初级会计、中级会计、注册会计师、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审

公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360

银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试

建筑：一建、二建、消防、造价

法考：主观题、客观题

多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容

精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI

课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...

押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计师、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。

资料领取微信：1131084518

行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格考试备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

上万 GB 教学资料 (均全套, 非杂乱) 免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等 (全套 1000 多 GB)

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等 (更新超 2000GB)

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料 (超过 2 万 GB)

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	慕泉	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课		泡妞撩汉性福合集

注: 太多了, 无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好:	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器:	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动:	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用:	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习:	英语				
电脑 IT:	办公 office	PS 美工教学			

暗号: 666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com



如果群里报告过期

请加**微信**联系我索取最新

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- 2、每日分享当日**华尔街日报、金融时报**
- 3、**如果看到群里报告过期了，请扫码联系**
- 4、研报报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

