

基于“人货场”逻辑视角的电商行业核心变量

——电商行业专题系列报告（一）

核心观点

- 电商是“人-货-场”三要素构成的商业体系，核心作用在于交易与变现。“人”即是购买者；“货”即是商品和服务，背后的提供者包括商家、品牌及供应链；“场”即是平台构建的交易场所，包括交易场景及交易服务。随着中国电商行业的不断发展，综合型电商所能承载的作用已经能覆盖品牌推广、新品测试、数据积累等更多方面，但是不论是基于电商内生的商业体系，还是外部视角下的电商角色，达成交易始终是最核心的功能。我们认为，电商产业链各环节均在通过不同的手段增强三要素的交互，最终实现更多交易的达成。
- “人”的视角下，行业核心变量有二。1) “流量”：流量的直接意义是为电商平台创造收入，通过点击、展示、时间等不同计费模式，电商获得流量导入后即可获得服务收入。流量的深层意义是为电商平台积累潜在用户，通过留存与付费转化，“流量”存在向“用户”转化的可能。2) “用户”：这是电商从内部出发可量化的核心指标，MAU、AAC 均有其实际意义和指标缺陷，同时，关注 MAU/AAC 可以获得复购、付费转化等隐含信息。除此之外，“用户”画像具有重要的跟踪意义。
- “货”的视角下，行业核心变量有三。1) 品牌的偏好：品牌由于其原有积累的用户群体和品牌壁垒，能够为电商平台创造更高的收入，提升电商平台的用户吸引力和黏性。现阶段品牌商家更偏好天猫渠道，但是京东与拼多多均在品牌侧进行持续投入，需要关注品牌偏好的变化。2) 去品牌商品的成长：中国消费群体存在着非常鲜明的分化，除了品牌、优质产品可以对消费者产生足够吸引力外，去品牌化的、低价的、高性价比的产品也拥有极为庞大的消费群体。在去品牌商品存在清晰的盈利路径的情况下，未来需要关注该类商品需求侧的变化带来的增长红利。3) 品类的渗透：电商在多个品类中的渗透率仍有巨大提升空间，其提升过程与“场”在多个层面的变化（新的场景、物流效率）存在密切的关联。
- “场”的视角下，行业核心变量有三。1) 场景的创新：直播电商是近两年中电商场景创新的典型案例。随着 5G 技术、AR 和 VR 技术、供应链数字化技术、算法技术的不断发展，电商的线上场景在实现对线下场景功能替代、实现自身独特功能的两个方向上存在持续创新的空间。2) 商家的 ROI：商家的广告投放策略反映了市场对于电商广告价值的定位，ROI 是决定电商广告价值的重要指标，可以通过电商平台的货币化率和商家的渠道推广费用率对商家 ROI 进行跟踪分析。3) 物流的效率：电商行业对物流行业具备更强的议价权，物流行业通过规模效应降低的成本使得电商行业可以支出更低的物流费用，进而使得电商可以向更低价、更低毛利率品类渗透。

投资建议与投资标的

- 推荐现阶段在用户、品牌、场景等多个核心变量上占据优势且深度布局的电商行业龙头阿里巴巴-SW(09988, 买入)，看好在流量、物流等核心变量上基础扎实的京东集团-SW(09618, 买入)。

风险提示

- 疫情影响持续，行业竞争加剧，行业监管趋严，宏观经济形势波动



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

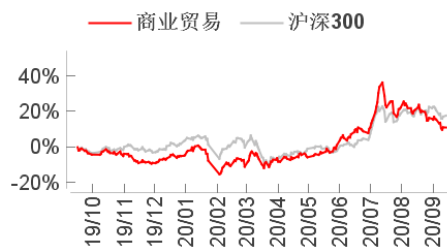
行业

商业贸易行业

报告发布日期

2020 年 09 月 15 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

崔凡平

021-63325888*6065

cuifanping@orientsec.com.cn

每日免费获取报告

- 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、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



目 录

1 电商是什么：变现为核心的商业体系	5
2 电商从哪里来：人货场的变迁	6
2.1 电商发展历史	6
2.2 “人”的增长	7
2.3 “货”的进化	8
2.4 “场”的进阶	11
3 电商向哪里去：寻找行业核心变量	14
3.1 “人”的视角：获取流量，沉淀用户	14
3.2 “货”的视角：品牌与品类	17
3.3 “场”的视角：新的场景，高的效率	22
投资建议	26
风险提示	26

图表目录

图 1: 电商的“人-货-场”体系.....	6
图 2: 电商行业发展历史.....	7
图 3: 中国网民规模.....	8
图 4: 中国手机网民规模.....	8
图 5: 中国网民网络购物用户规模	8
图 6: 国内三大电商年度活跃用户数（百万人）	8
图 7: 线上渗透率较低消费品类	9
图 8: 线上渗透率较高消费品类	9
图 9: “货”的品类线上渗透趋势	9
图 10: 品牌入驻天猫时间线	10
图 11: 京喜高性价比产品	11
图 12: 拼多多高性价比产品	11
图 13: 阿里巴巴的“场”内内容.....	12
图 14: 京东的“场”内内容.....	12
图 15: 拼多多的“场”内内容	12
图 16: 壹网壹创营收及增速	13
图 17: 宝尊电商营收及增速	13
图 18: 快递业业务量.....	13
图 19: 三通一达历年订单数量（亿件）	13
图 20: 从“流量”到“用户”	14
图 21: 中国网民规模.....	15
图 22: 中国网民网络购物用户规模	15
图 23: 中国的流量流通路径	15
图 24: 阿里巴巴用户数量（百万人）	16
图 25: 拼多多用户数量（百万人）	16
图 26: 京东用户性别比例（2019Q3）	17
图 27: 淘宝用户性别比例（2019Q3）	17
图 28: 京东用户年龄结构（2019Q3）	17
图 29: 淘宝用户年龄结构（2019Q3）	17
图 30: 拼多多部分合作品牌	18
图 31: 三只松鼠营收规模.....	19
图 32: 百雀羚历年双十一销售额	19
图 33: 城镇居民消费水平.....	20

图 34：农村居民消费水平.....	20
图 35：拼多多部分合作品牌.....	20
图 36：2018-2019 电商相对渗透率变化.....	21
图 37：淘宝直播日均观看用户增长迅速.....	22
图 38：淘宝直播 GMV.....	22
图 39：中国不同形式网络广告市场份额.....	23
图 40：良品铺子电商渠道推广费用率.....	24
图 41：三只松鼠电商渠道推广费用率.....	24
图 42：三大电商广告货币化率.....	24
图 43：三大电商佣金货币化率.....	24
图 44：快递行业业务量（亿件）.....	25
图 45：快递行业企业单票收入（元）.....	25
图 46：快递行业企业单票成本（元）.....	25
图 47：快递行业企业毛利率.....	25
表 1：平台电商营销服务方式.....	14
表 2：天猫部分入驻品牌.....	18

电子商务在中国历经三十年发展，已经成长为国民经济运行体系的重要环节，横跨三大产业，渗透进入人民生活的各个角落。行业中业已成长出多家规模巨大的优质龙头，在全产业链上也不断涌现出新兴的企业。我们认为，需要构建起一个成熟完备的核心研究框架，研判未来的行业发展走向，发现优质标的的内在价值，以及挖掘具备成长潜力的新兴标的。本篇报告是我们团队发布的电商行业专题系列报告第一篇，基于“人-货-场”的框架视角对电商行业进行拆解，探讨在未来决定行业发展及公司价值的核心变量。

1 电商是什么：变现为核心的商业体系

电商是“人-货-场”三大核心要素构成的商业体系。不论是最早期的 B2B，还是发展过程中不断涌现的 B2C、C2C、O2O 等等，电商扮演的最核心的作用从未改变，即搭建具有置信度的平台，链接供给侧与需求侧，最终达成交易。在实现这一基础作用的过程中，电商的商业体系包含三大核心要素，即“人”、“货”、“场”。具体来讲：

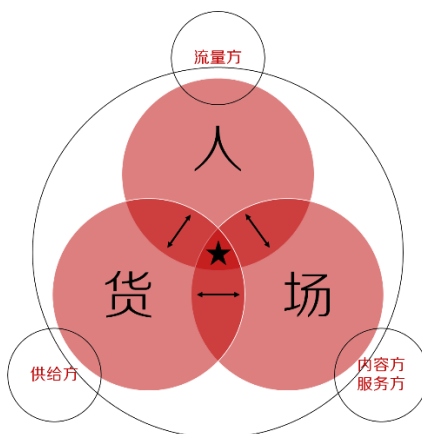
- “人”：购买者
- “货”：商品和服务，背后的提供者包括商家、品牌及供应链
- “场”：平台构建的交易场所，包括交易场景及交易服务

电商的核心作用在于达成交易，三要素的交互利于交易的达成。诚然，随着中国电商发展至现阶段，综合型电商所能承载的作用已经能覆盖品牌推广、新品测试、数据积累等更多方面，但是其核心的作用依然是达成交易。这一方面是由于作为一种销售渠道所必要的功能，另一方面是扩展性的功能均需要交易达成甚至是反复多次交易达成后才能实现。当三要素同时齐备时，交易可达成，即“人”在“场”内获得相匹配的“货”。我们认为，三要素间的两两互动则有利于最终实现三要素的齐备。“人”在“场”内的活跃度的提升会增大“人”与“货”匹配的几率；“人”与“货”在不同场景、平台中完成匹配后一定概率在电商“场”内完成交易；优质的“货”与合适的“场”相辅相成，对于“人”具有更高的吸引能力。

从“人”、“货”、“场”的外部视角看，电商是核心变现渠道。跳出电商自身体系内的“人-货-场”，从外部视角进一步审视电商所扮演的角色。“人”：能够为电商体系带来消费用户的外部参与者，我们将它们定义为流量方。流量方的典型特征为，拥有社交、娱乐、搜索、生活服务等功能从而吸引一定规模用户长期使用流量方产品。流量方产品在发展初期战略重心放在增加用户数量以及用户黏性上，形成一定规模后才会开始寻找不同的变现方式，在将用户积累向商业变现的转化过程中，电商往往是其重要的变现渠道之一。“货”：能够为电商体系提供商品的外部参与者，我们将它们定义为供给方。所有供给方的最终目标是将自己的商品销售向市场，其可以选择的渠道包括超市、百货、经销商、直营店、电商等等，在这其中，电商已经逐步成为最为重要的一条渠道。“场”：能够为电商体系提供额外场景，基础服务的外部参与者，我们将它们定义为内容方和服务方。内容方中的长短视频、直播等，依赖电商完成变现的关键一环，服务方的代运营、物流则直接需要在电商完成交易后才可实现收入。

总结来说，不论是基于电商内生的商业体系，还是外部视角下的电商角色，达成交易始终是最核心的功能。电商产业链各环节均在通过不同的手段增强三要素的交互，最终实现更多交易的达成。

图 1：电商的“人-货-场”体系



资料来源：东方证券研究所

2 电商从哪里来：人货场的变迁

2.1 电商发展历史

萌芽初生阶段（1991-1999 年）。EDI 电子商务是电商行业的最初雏形。1997 年，我国最早的两家电子商务公司：中国商品交易中心和中国化工网分别上线，B2B 业务开始逐步得到发展。1999 年，国内第一家 C2C 电商 8848 正式成立。同年 8 月，易趣网成立。11 月，当当网成立。1999 年 9 月，招商银行率先在国内全面启动“一网通”网上银行服务，成为国内首先实现全国联通“网上银行”的商业银行。这一时期的中国电商行业仍处于萌芽引入阶段，真正的互联网应用市场还没有形成雏形，电子商务环境远未成熟，网络零售也才刚刚起步。

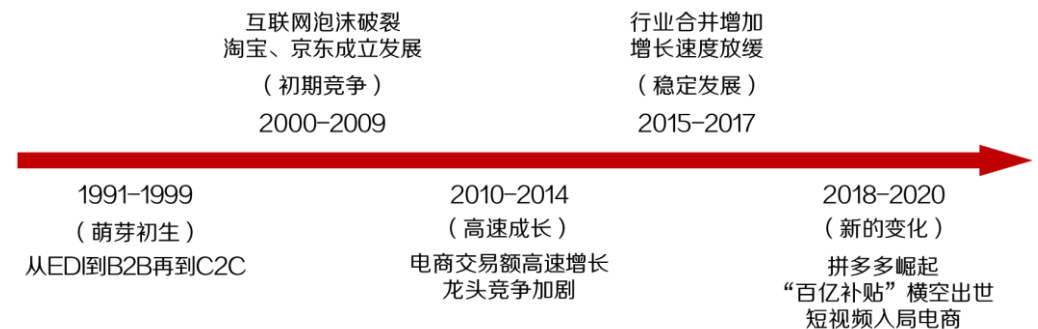
初期竞争阶段（2000-2009 年）。2000 年国际范围内的互联网泡沫破灭导致了我国电子商务也受到巨大的影响，8848 逐步没落，易趣被 eBay 收购，一大批新兴的电商网站关闭。但是机遇与挑战并存，2003 年，中国电商发展史上最为重要的两家企业淘宝网、京东相继成立。易趣与淘宝之争是电商发展史上第一次激烈的同业竞争，淘宝网以免费策略与行业老大易趣开展竞争，在 3 年的时间里，淘宝在这次竞争中大获全胜。在这一阶段中，C2C 也逐步成为当时我国网络购物市场（包括 B2C 和 C2C）的主流商业模式。2008 年我国成为全球网民最多的国家，电子商务交易额突破 3 万亿元，2009 年网购人数突破 1 亿。

高速成长阶段（2010-2014 年）。2010 年，淘宝迎来第二个双十一购物节，GMV 规模从 2009 年的 0.5 亿元猛增至 9.36 亿元，双十一当天共有 2100 万用户参与了这次历史级别的购物节，全天诞生了 181 家百万级店铺。2011-2014 年电商交易额继续高速增长，其中网络购物市场依然火爆，占社会商品零售总额的比例大幅度提高，双十一已经成为行业独有的网络购物节。在这一时期，苏宁易购、京东、国美等电商巨头发起了最为激烈的电商价格战，行业在竞争中高速成长。截止 2014 年年底，中国电商行业已经全面超越欧盟、日本等经济体，部分领域甚至超越了美国。

稳定发展阶段（2015-2017 年）。以腾讯和京东的战略合作达成成为标志，2015 年起，资本推动下的激烈竞争正式结束，多领域的电商平台纷纷走向合作。2015 年出现的从美团大众点评、携程去哪儿、滴滴快的、58 与赶集等生活服务电商均实现了合并。2015-2017 年网购人数、电商交易总额、网络零售交易额与 2010-2014 年相比规模明显增大，但增长速度放缓。电商市场由蓝海逐渐变为红海，发展进入相对稳定的阶段。

新的变化阶段（2018-2020 年）。这一阶段之前，淘系与腾讯系京东已经基本坐稳了行业的前两位座次，随着行业发展逐步成熟，两家巨头的规模逐渐扩大，整体增长速度慢慢放缓。进入 2018 年，拼多多的迅速崛起打破了这一平衡，2018 年，成立仅 2 年的拼多多的用户数突破 3 亿，GMV 突破 4700 亿。2019 年，拼多多推出“百亿补贴”这一在电商发展历史上具有重要意义的营销活动，也拉开了新一轮电商行业的激烈竞争。也是在 2018-2020 年，短视频领域迎来爆发，两大巨头纷纷入局电商领域，成为行业在几年内少有的新进大型玩家。电商行业在经历短暂几年的平稳后，持续迎来新的变化。

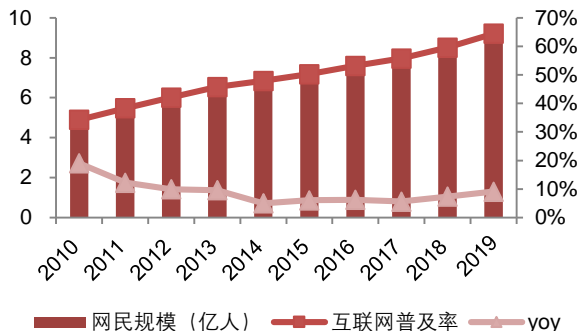
图 2：电商行业发展历史



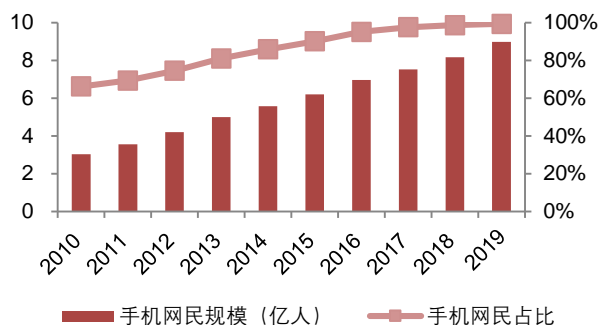
资料来源：中国知网，东方证券研究所

2.2 “人”的增长

从互联网到移动互联网，“触网”人口基数不断增长为电商创造充足的成长空间。从网民整体数量上来看，截止 2020 年 3 月，中国网民规模达到 9.04 亿人。从 2010 年到 2020 年 3 月，中国的互联网普及率从 34.3%提升至 64.5%，伴随这一提升的是国内互联网基础设施的逐步完善，入网门槛降低，在国内庞大的人口基数下，每年约有超过五千万的新增互联网人口产生。从手机网民规模上来看，截止 2020 年 3 月，手机网民总规模 8.97 亿人，对于网民的整体渗透率达到 99.3%，在互联网逐步普及的过程中，移动互联网在高速发展的基础设施支撑之上，以其便携性迅速完成了对互联网整体发展的追赶。这一巨大的互联网人口基数之上，电商的成长具备广阔而长期的空间。广大电商从业者不断努力的方向，即是上网转变为上网购物，稍加改变用户心智，创造消费行为。

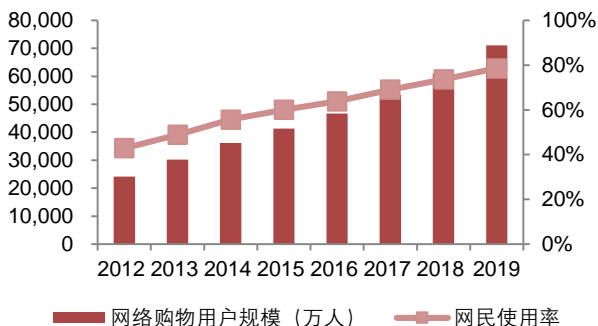
图 3：中国网民规模


资料来源：CNNIC，东方证券研究所

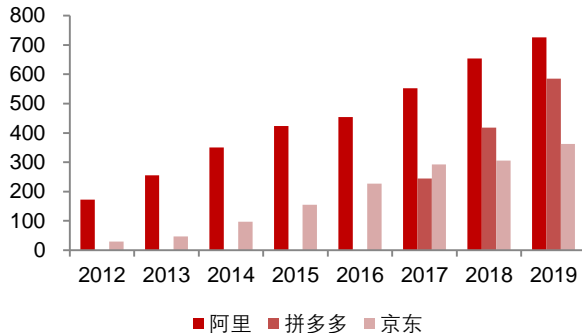
图 4：中国手机网民规模


资料来源：CNNIC，东方证券研究所

网络购物用户规模渗透率提升，“人”的消费行为被不断激活。根据中国互联网络信息中心的统计数据，截止 2020 年 3 月，中国网络购物用户规模达到 7.1 亿人，从 2012 年到 2020 年 3 月，网络购物用户渗透率从 42.9% 提升至 78.6%。从国内三大电商中发展历史相对较长的阿里巴巴和京东来看，阿里的用户增长与行业保持着相当高的一致性。

图 5：中国网民网络购物用户规模


资料来源：CNNIC，东方证券研究所

图 6：国内三大电商年度活跃用户数（百万人）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 “货”的进化

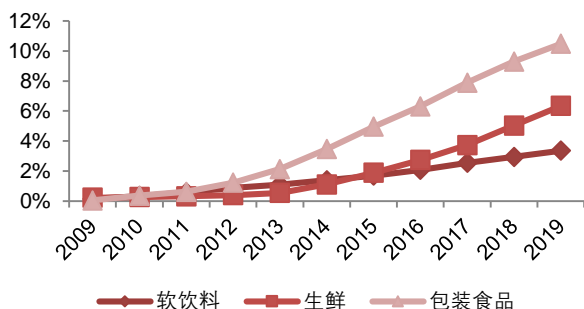
电商在“货”这一层面的进化有两条发展脉络

➢ 广品类的逐步渗透

整体渗透率提升，渗透品类分化。截至 2020 年 6 月，国内实物商品网上零售额 2020 年 H1 占社会消费品零售总额比重达到 25.2%，6 月较 5 月进一步上升 0.9 个 pct，比例继续大幅提升。分品类来看，截至 2019 年，服饰鞋类、家电、宠物用品、消费电子线上渗透率分别为 34.26%、44.53%、

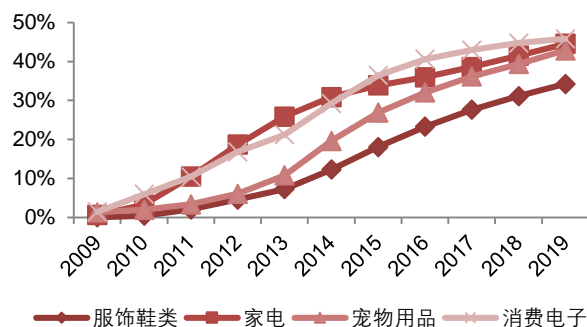
42.85%、45.83%，已经达到一定规模，但是另一方面软饮料、生鲜、包装食品线上渗透率分别为3.37%、6.34%、10.47%。

图 7：线上渗透率较低消费品类



资料来源：wind，东方证券研究所

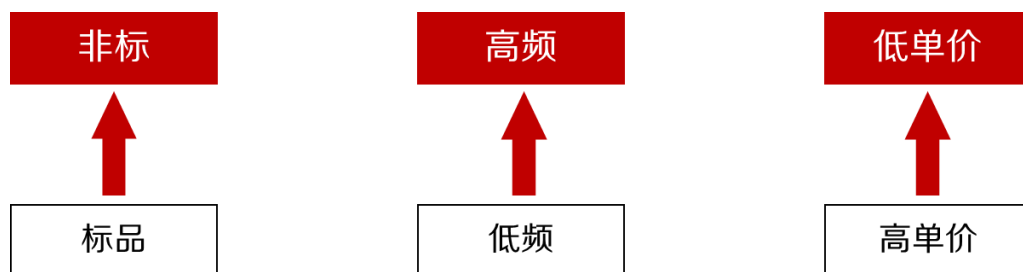
图 8：线上渗透率较高消费品类



资料来源：wind，东方证券研究所

从标品到非标，从低频到高频，从高单价到低单价。从“货”的商品属性出发，可以理解电商在不同品类的渗透进程上差异的原因。我们认为，弱体验、便运输、易盈利特征的“货”品类在电商发展初期就得到了非常充分的线上渗透，其特征有效规避了电商在无实物体验、运输成本较高且运力有限、低价获客等方面遇到的问题。但是随着电商场景技术手段的升级，物流行业规模效应的提升，电商整体运营效率的优化，线上化渗透品类从标品到非标，从低频到高频，从高单价到低单价的趋势日渐显著。

图 9：“货”的品类线上渗透趋势



资料来源：东方证券研究所

➤ 第二、从“消费升级”到“消费分级”

“货”的进化始终走在“消费升级”的道路上。以国内电商的龙头阿里巴巴为例，其成长路径中，“货”的品类、数量不断增加，其背后是大量个体商家在阿里平台内实现了全新模式下的创业。从淘宝网到淘宝商城（天猫前身），从 C2C 到 B2C，从个体商户到品牌卖家，阿里在原有淘宝网海量的商户卖家基础之上，打开了传统品牌的电商之路。在过去的 10 多年时间中，阿里的成长伴随

的是越来越多入驻的品牌。我们以运动品牌为例，最早入驻的是大众运动品牌李宁、安踏，随后跟进的是全球大众运动品牌阿迪达斯、耐克，2014 年之后，小众的篮球、网球品牌 wison，专业跑鞋品牌 skechers 入驻，2015 年后，专业瑜伽品牌 lululemon、专业羽毛球品牌 Victor、Yonex 入驻，运动品牌的入驻整体呈现的趋势是从普通到高端，从大众到专业。再对比目前已入驻的奢侈品牌，整体时间线对比运动品牌明显滞后，除 BURBERRY 以外均是 2017 年以后开始入驻，多个品牌于 2020 年后开始正式入驻，Dior 作为知名度极高的老牌奢侈品品牌，在 2020 年 4 月才正式入驻天猫。

图 10：品牌入驻天猫时间线

运动品牌入驻天猫时间线		奢侈品牌入驻天猫时间线	
李宁	2008	BURBERRY	2014
特步	2009	EMPORIO ARMANI	2017
安踏	2010	MARNI	2017
阿迪达斯	2010	MOSCHINO	2018
耐克	2012	BOTTEGA VENETA	2018
The North Face	2012	ALEXANDER MCQUEEN	2019
Wilson	2014	Acne Studio	2019
Skechers	2014	KENZO	2019
Lululemon	2015	MIU MIU	2020
Victor	2016	Alexander Wang	2020
Yonex	2018	DIOR	2020

资料来源：天猫 APP，东方证券研究所

拼多多的崛起路径，为高性价比产品带来的“消费分级”指明了方向。2017 年，当阿里、京东仍将重心放在消费升级时，拼多多开始通过拼团优惠、二级分销、帮忙砍价、邀请助力等方式，在微信流量体系中快速扩大它的影响力。拼多多的早期发展阶段，产品的最显著特征就是高性价比，在剔除了品牌、渠道、经销的溢价后，往往能够以超越常识的低价出售商品。低价+社交裂变帮助拼多多在 2017-2019 年从用户数量到 GMV 水平同时得到跨越式的发展。拼多多崛起的背后逻辑，是中国巨大人口基数之上，已然出现多维度的分化，包括学历、区域、年龄、代际、信息对称性、城乡多元等等，这种分化直接导致了鲜明的“消费分级”。不同圈层的消费群体，对于商品的需求和购买力差距拉大。不同维度的市场中，需要不同的营销策略、产品策略、价格策略。时间来到 2019 年，阿里、京东也已经意识到了来自拼多多的威胁，看到了下沉市场的广阔空间和一线市场的消费分级需求，阿里重启聚划算，京东推出了京喜，于是在随后的 2019Q4-2020Q2，两家电商巨头均从下沉市场获得丰硕的战果。我们认为，高性价比产品带来的“消费分级”，已经成为电商的“货”的重要进化方向。

图 11: 京喜高性价比产品



资料来源: 京喜 APP, 东方证券研究所

图 12: 拼多多高性价比产品



资料来源: 拼多多 APP, 东方证券研究所

2.4 “场”的进阶

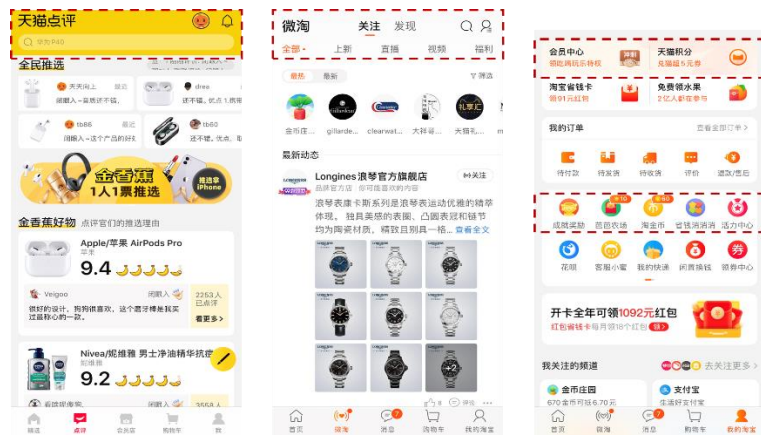
➤ 从满减、秒杀到社交、游戏、直播——“场”致力于增强自身内容的吸引力

“场”在电商发展早期普遍采用低价刺激模式，策略单一性弊端明显。上文我们已经详细阐述过电商的价值在于促成交易。在电商早期发展阶段，价格端的刺激是最有效的方法，通过秒杀、满减、买赠、折扣、拼团、砍价等各种方式，“场”内的交易活跃度能够得到大幅增强。但是这种单一性的策略不可避免会产生弊端，从用户角度看会有价格波动较大消费信心降低、比价习惯养成降低黏性、促销依赖降低购买力，从商家角度看会有盈利水平不足、销售稳定性差。

增强“场”的内容属性，突破原有功能的单一性。通过内容去吸引消费者的方式存在两个核心优势，第一，不直接的卖货，而是基于有需求价值的内容去影响消费者的购买行为和消费逻辑，对于供需两侧的负面影响很小；第二，内容本身是具备流量黏性的，可以占用用户时长，很大程度丰富电商的“场”的功能性。基于“场”在这一层面获得突破的需求，“内容电商”已经成为整个电商行业重要的衍生行业，包括主打 UGC 的小红书、北美省钱快报；主打直播的波罗蜜全球购；主打 PGC 导购的清单、优集品等。

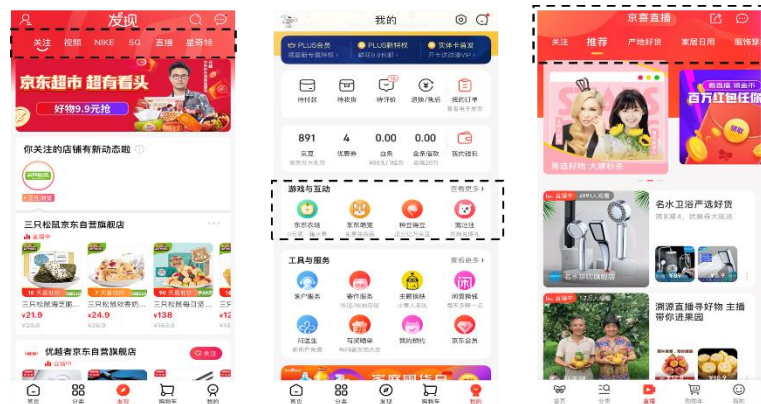
三大电商巨头对于“场”内内容的增加给予足够的重视。淘宝、天猫、京东、拼多多这几个主流平台正在逐步从纯“交易电商”向“综合性内容电商”转型。淘宝的微淘从 2013 年上线，从最初的引入商家和达人，到推出上新、福利板块，后又陆续加入视频、直播，对于内容端不断进行完善。天猫有非常独特的“天猫点评”一级入口，用以激活用户活跃度和商品的自推广。京东在内容侧布局的一级入口是“发现”，内含直播、视频等多种内容推广模式。拼多多的独特模式是“拼小圈”，增强“场”的社交属性的同时也是一种商品的自推广。同时，我们可以看到这几个主要的平台中，“个人中心”中均有游戏娱乐类型的模块。另外值得一提的是，直播已经成为当下“场”内内容的最核心形式。

图 13：阿里巴巴的“场”内内容



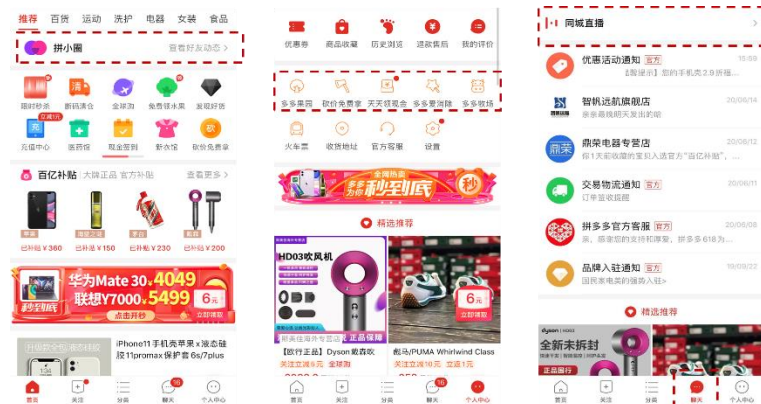
资料来源：淘宝 APP，东方证券研究所

图 14：京东的“场”内内容



资料来源：京东 APP，东方证券研究所

图 15：拼多多的“场”内内容



资料来源：拼多多 APP，东方证券研究所

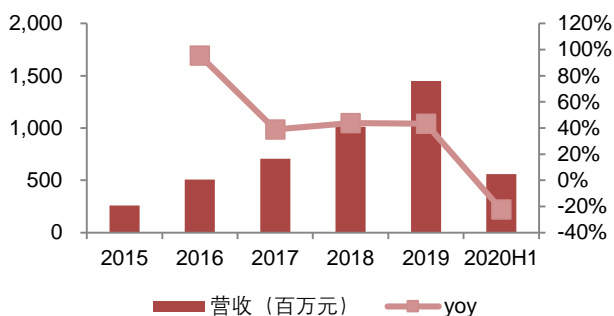
➤ 代运营、物流——“场”的外部衍生业务应运成长

代运营行业发展迅猛，空间广阔。根据艾媒数据预测，即使考虑到新冠疫情的影响，2020年国内品牌电商服务的市场规模仍将达到2407亿人民币，同比增长14%。过去十年代运营行业的高速发展中有三条最重要的驱动因素分别为：1）以天猫为首的B2C电商平台的高速发展；2）品牌方与代运营合作意愿提升；3）直播/社交电商的兴起带来的行业变革。从行业内部看，以宝尊电商为典型的传统重资产型代运营企业依然保持着稳定的发展，壹网壹创等新兴崛起的轻资产型代运营企业也正处于高速发展时期。

电商带动下的物流行业成长迅猛。根据国家邮政局披露的数据，2015-2019年，我国快递业务量和业务收入均处于逐年增长的态势。2019年，我国快递业务量达到635亿件，同比增长25.3%，业务收入实现7498亿元，较2018年增长24.2%。从行业内部看，顺丰、三通一达等头部企业充分受益了行业的高速增长红利，在过去几年中业务数量迅速增加。

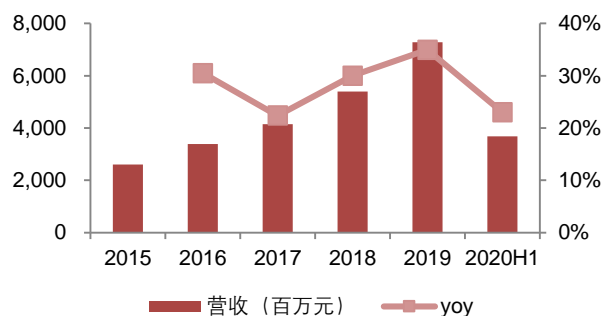
我们认为，外部衍生业务的进一步发展、成熟，有利于自外而内地增强“场”的服务能力，为构建更加成熟的电商综合性“场”生态提供正向推动作用。

图 16：壹网壹创营收及增速



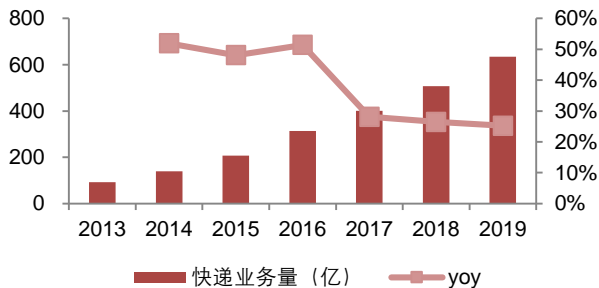
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：宝尊电商营收及增速



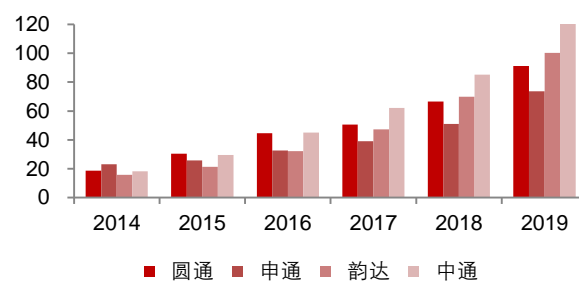
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：快递业业务量



资料来源：国家邮政局，东方证券研究所

图 19：三通一达历年订单数量（亿件）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 电商向哪里去：寻找行业核心变量

3.1 “人”的视角：获取流量，沉淀用户

我们认为，基于“人”的视角，存在两大核心变量。

➤ 第一、“流量”

“流量”的直接意义是为电商平台创造收入。电商行业在经历多年发展之后已经形成了“服务收入+佣金收入”的成熟商业模式，“流量”的直接意义是为电商平台带来大量的服务收入。以目前主流的营销服务为例，其主要采用四种计费模式：CPS（按销售计费）、CPC（按点击计费）、CPM（按展示计费）、CPT（按时间计费）。可以发现，除CPS模式外，其余三种最为主要的计费方式中无需实现交易电商平台即可获得收入。也就是说，只要能够将“流量”通过不同的方式导入，电商平台即可实现收入。

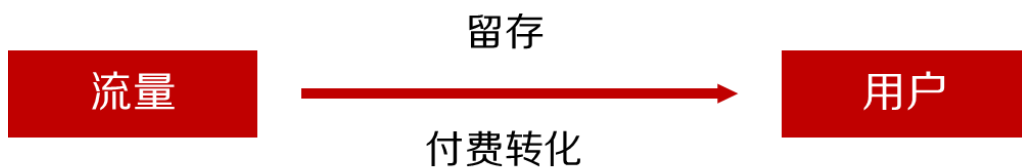
表 1：平台电商营销服务方式

序号	类型	操作方式
1	CPS（按销售计费）	商家设置佣金比例，卖家负责推广，完成销售后佣金支付予卖家
2	CPC（按点击计费）	商家购买关键词，用户搜索后点击商品广告位后商家向平台支付费用
3	CPM（按展示计费）	商家设计广告创意，投放后按平台用户展示次数向平台支付费用
4	CPT（按时间计费）	商家设计广告创意于首页等固定场景投放，按照投放时间向平台支付费用

资料来源：阿里妈妈，多多大学，东方证券研究所

“流量”的深层意义是为电商平台积累潜在用户。在互联网行业中，留存率是一个非常关键的指标，这一指标的含义是：用户在某段时间内开始使用应用，经过一段时间后，仍然继续使用该应用的用户，被认作是留存用户，这部分用户占新增用户的比例即是留存率。在互联网行业中，另一个关键指标是付费转化率，这一指标的含义是：付费用户占整个活跃用户的比例，付费转化率代表的是用户群体的消费意愿、消费观念和消费能力。我们认为，从“流量”到“用户”的转化，其中需要包括的两个重要因素是留存与付费转化，而最为基础的，就是“流量”。“流量”的深层意义是为电商平台积累潜在用户，为实现从“流量”到“用户”的转化创造可能性。

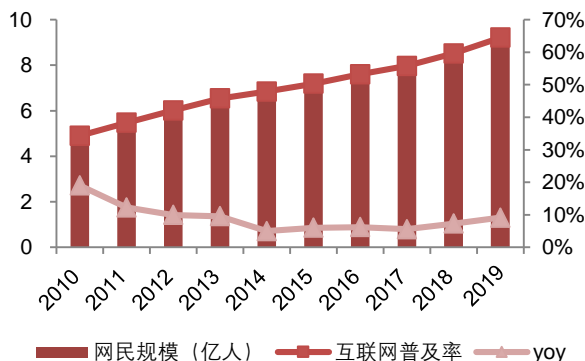
图 20：从“流量”到“用户”



资料来源：东方证券研究所

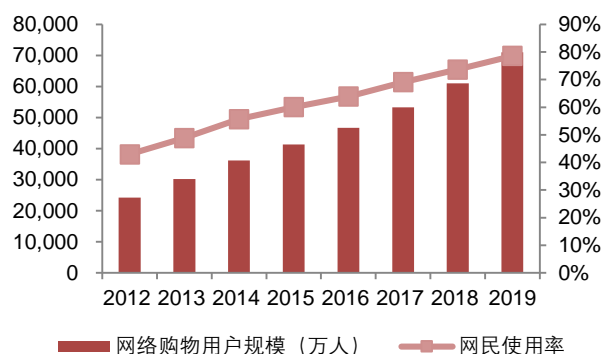
“流量”是一项偏外部性的指标。互联网“流量”以用户数量和用户使用时长为核心。我们认为，在讨论电商行业的“流量”问题时，单独讨论电商平台的用户数量和用户使用时长是过于片面的（仅仅关注了同步性或后验性），需要关注的重点在于其对于外部流量导入的能力（具备更强的先验性），因此对于电商行业来说，“流量”是一项偏外部性的指标。从电商行业宏观的视角来看，“流量”的供给侧源头是中国网民的整体，网购用户规模与网民规模的差值即为公域流量的潜在新增。

图 21：中国网民规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

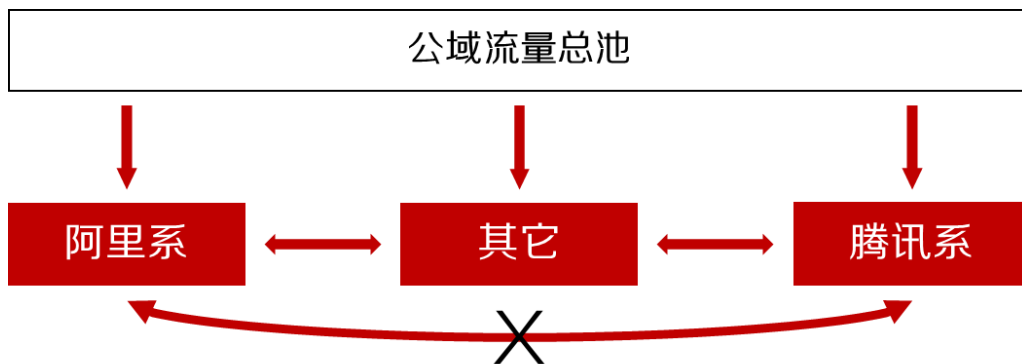
图 22：中国网民网络购物用户规模



资料来源：CNNIC，东方证券研究所

中国的“流量”格局鲜明的派系特色导致特殊的传导路径。由于互联网行业发展过程中具有典型的马太效应，经历过多轮的筛选和淘汰后，国内的“流量”格局形成了鲜明的“阿里系+腾讯系+其它”的特征。阿里系与腾讯系在多个重要的业务板块存在竞争关系导致两方难以进行深度的合作，导致的结果就是国内的“流量”传导路径具有特殊性。从电商行业微观的视角来看，“流量”从公域流量完成转化的途径按派系分类为三条，关注的核心在于三大派系的流量分配情况以及阿里系和腾讯系电商与第三派系的合作情况。

图 23：中国的流量流通路径



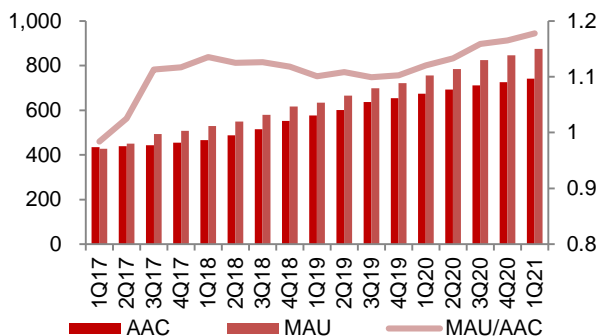
资料来源：东方证券研究所

➤ 第二、“用户”

“用户”是一项综合性的内部性指标。目前主流三大电商均会按季度披露其年度活跃用户数量（AAC），其中阿里巴巴和拼多多还会披露其当季平均月度活跃用户数量（MAU）。基于上文的分析，“用户”是从“流量”端完成留存和付费转化后的群体。对于在电商平台进行销售和广告投放的商家来说，“用户”是实现 ROI 的关键，也是其与电商平台继续合作的保证。对于电商平台而言，“用户”数量是从内部出发可量化的核心指标。同时，年度活跃用户数量（AAC）衡量的是过去一年中在平台内完成购物的用户，其时间跨度较长，月度活跃用户数量（MAU）衡量的是当月使用电商平台 APP 的用户，其不考虑是否付费。我们认为，“用户”是一项综合性的指标，应当同时考虑 AAC 与 MAU 以及其比例关系。

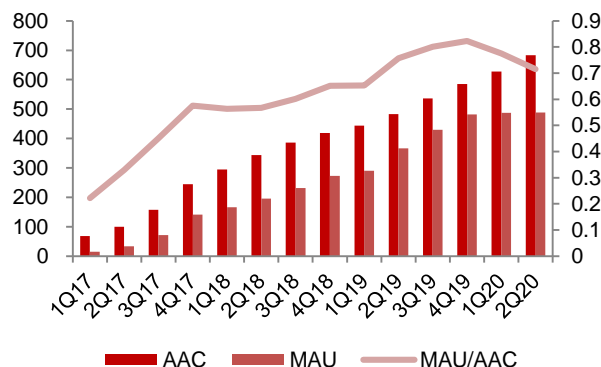
MAU/AAC 是一项内含多种信息的关键性指标。若一个的电商平台用户群体始终不变，且所有用户均能实现复购，则 MAU/AAC 为 1。假设一种极端情况，A 公司过去 4 个季度中，单季度 MAU 均为 1 亿，且所有 MAU 均完成购物，但是每个季度的 MAU 人群被完全替换，那么在 Q1-Q4 中，A 公司在四季度末的 AAC 为 4 亿，而 MAU 仅为 1 亿，MAU/AAC 为 0.25，小于 1，这一结果表明的是，MAU/AAC 隐含复购的信息，小于 1 的情况下存在无复购的用户。假设一种极端情况，A 公司过去 4 个季度中，单季度 MAU 均为 1 亿，其中 50% 的 MAU 完成购物，每个季度的 MAU 人群不变，那么在 Q1-Q4 中，A 公司在四季度末的 AAC 为 0.5 亿，而 MAU 仅为 1 亿，MAU/AAC 为 2，这一结果表明的是，MAU/AAC 隐含付费转化的信息，大于 1 的情况下存在未实现付费转化的用户。我们在应用这项指标的时候应该采用动态的视角，当 MAU/AAC 发生变动，我们结合 GMV 及营收的增长情况可以判断电商平台的用户复购情况与用户付费转化的情况变化。

图 24：阿里巴巴用户数量（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所，注：横轴时间为 FY

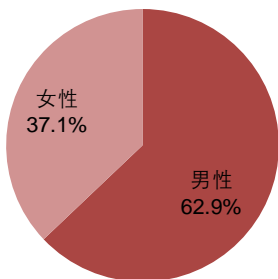
图 25：拼多多用户数量（百万人）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

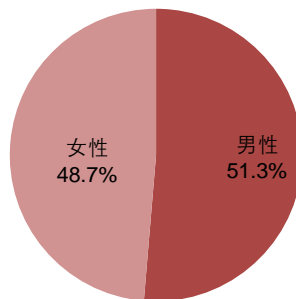
“用户”画像具有重要的跟踪意义。用户画像作为一种勾画目标用户、联系用户诉求与设计方向的有效工具，在各领域都有广泛的应用。电商行业中，最为重要的用户画像数据包括性别结构、年龄结构、城市分级结构。用户画像的变动，对于电商平台的品类、SKU、价格会造成长期且难以逆转的影响，也对于电商平台的营销策略、运营思路等提出新的要求。我们认为，用户画像的变动往往是缓慢的，但是趋势性的变动对于电商平台而言具备非常重大的影响。

图 26：京东用户性别比例（2019Q3）



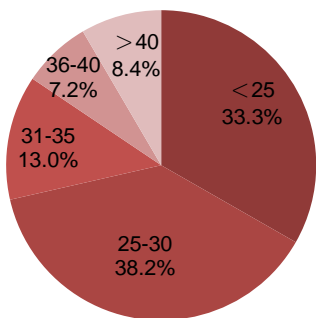
资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 27：淘宝用户性别比例（2019Q3）



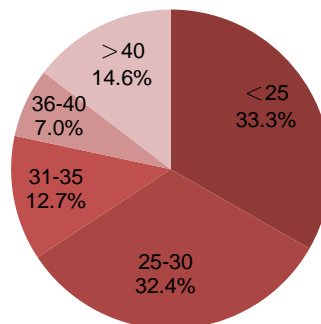
资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 28：京东用户年龄结构（2019Q3）



资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

图 29：淘宝用户年龄结构（2019Q3）



资料来源：艾媒咨询，东方证券研究所

3.2 “货”的视角：品牌与品类

我们认为，基于“货”的视角，存在三大核心变量。

➤ 第一、品牌的偏好

品牌能够为电商平台创造更高的收入。品牌商家是所有供“货”商家中对于平台电商最具直接价值的合作对象。由于品牌商家已经在过去的发展历史中构建起了自身的品牌壁垒和核心用户群体，因此其具备一定的销售规模基础。在进行线上化的过程中，电商平台作为一种新的渠道，一方面能够吸引原有部分的线下消费群体，另一方面能够激活一定数量的线上消费群体，因此能够为电商平台创造更高的 GMV，以佣金费用的形式产生收入。同时，基于品牌商家更高的销售数量之上，其对

于营销的需求也较一般 C 端商家更高，投入的规模也相应更大，因此对于电商平台而言，能够通过更加个性、优质、全面的服务从品牌商家处赚取服务收入。

品牌能够为电商平台提升用户吸引力和黏性。品牌之所以能够被称为品牌，是因为其都通过自身不同的优势构建起一定程度的壁垒，拥有长期稳定的核心消费群体。对于每个品牌的核心消费群体而言，不论是线上还是线下，均是购物的一种方式，因此拥有品牌的电商平台天然存在对于此类消费群体的吸引力。每个电商平台实质上都有自己的品牌力，而平台内的品牌商家的品牌力与平台自身的品牌力能够实现良性的互补，品牌商家可以提供优质的产品，平台可以提供人性化的服务和一定程度的品质保证，从而最终提高消费者对于品牌的黏性和电商平台的黏性。

表 2：天猫部分入驻品牌

奢品	入驻时间	运动	入驻时间	数码	入驻时间	美妆	入驻时间
BURBERRY	2014	李宁	2008	三星	2010	百雀羚	2010
EMPORIO ARMANI	2017	特步	2009	索尼	2011	巴黎欧莱雅	2010
MARNI	2017	安踏	2010	尼康	2012	OLAY	2011
MOSCHINO	2018	阿迪达斯	2010	vivo	2012	SK-II	2012
BOTTEGA VENETA	2018	耐克	2012	oppo	2012	NIVEA	2013
ALEXANDER MCQUEEN	2019	The North Face	2012	小米	2013	自然堂	2013
Acne Studio	2019	Wilson	2014	apple	2013	兰蔻	2014
KENZO	2019	Skechers	2014	佳能	2014	科颜氏	2017
DIOR	2020	Lululemon	2015	华为	2016	MAC	2017

资料来源：天猫，东方证券研究所

图 30：拼多多部分合作品牌



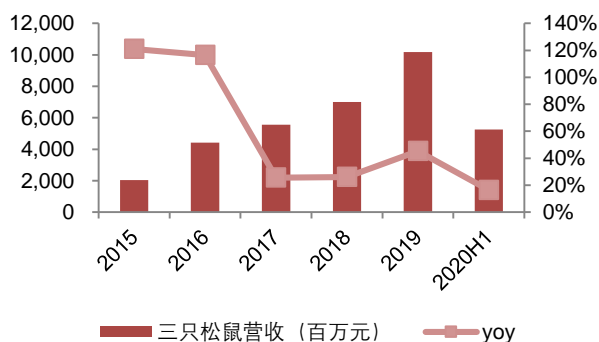
资料来源：拼多多，东方证券研究所

现阶段品牌商家更偏好天猫渠道。天猫商城自成立以来，始终对于品牌引入保持着高度的重视，在过去的十多年时间中，已经实现了对于国内外较高比例优质品牌的覆盖。对比天猫各个品类的品牌入驻时间线，除了奢侈品以外，其它大部分知名品牌的人驻时间均早于 2017 年。我们认为，天猫已经在行业发展早期建立起了较高品牌合作壁垒。作为电商行业新晋的巨头，拼多多目前在品牌方面存在较大的劣势，其合作品牌的数量以及知名度依然存在较大的提升空间。目前，高端品牌对于入驻拼多多的主要顾虑在于过低的客单价会影响品牌自身的价格体系，普通品牌在拼多多的 SKU 布局较阿里系更少，且很多为特价款。

关注品牌偏好的变化。拼多多在过去的几年中通过社交裂变、百亿补贴等方式为其平台吸引了大规模的流量，其在现阶段的战略是通过向优质商户进行流量倾斜从而吸引品牌方入驻，进而丰富 SKU。京东的自营模式中，品牌方产品进入平台采用的是“京东自营旗舰店”的模式，其质量背书由品牌方和京东方共同承担。现阶段京东在 3C 带电产品方面已经具备充足的品牌壁垒，随着其在日用百货品类中的持续扩张，对于该品类下的商家吸引力也将逐步增强。未来，不论是拼多多改变其平台内消费者心智后优化其流量质量，还是京东品类扩张带来的品牌吸引力提升，都可能导致品牌偏好的变化。

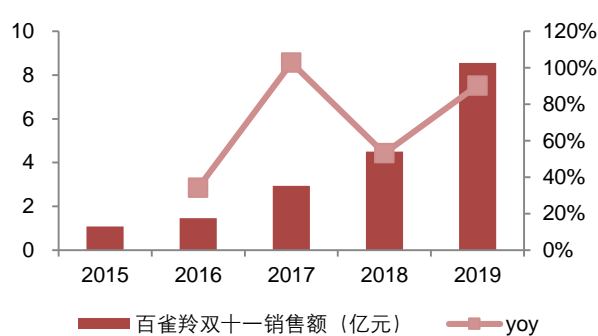
关注新兴品牌的成长。在电商高速发展过程中，已经有新兴品牌通过电商渠道实现了跨越式的发展，例如三只松鼠和百雀羚。对于各大电商平台来说，品牌产品的来源既可以来自原有的线下品牌，也可以是平台内自身的孵化培养。2018 年开始，天猫成立了专门的新锐品牌和网红品牌孵化团队，针对中小品牌给出定向的运营和扶持。2019 年，这项“美妆品牌的扶持计划”将进一步升级，重点面向进口和新锐网红品牌，计划在一年中加速扶持 1000 个品牌上天猫开店，打造超过 50 个年销售额过亿元的单品。2020 年 9 月，天猫新品牌发布会上，天猫总裁蒋凡表示，将持续帮助新品牌的快速发展，预计未来 3 年，平台上将有 1000 个新品牌年销售过亿，100 个新品牌实现年销售过 10 亿。我们认为，未来电商平台内新兴品牌的成长速度是需要重点关注的行业变量，这一方面是电商平台自身品牌 SKU 实力的增强，另一方面更加是电商平台自身品牌培养孵化能力的展现，对于电商行业的长期发展具有重要的先验作用。

图 31：三只松鼠营收规模



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：百雀羚历年双十一销售额

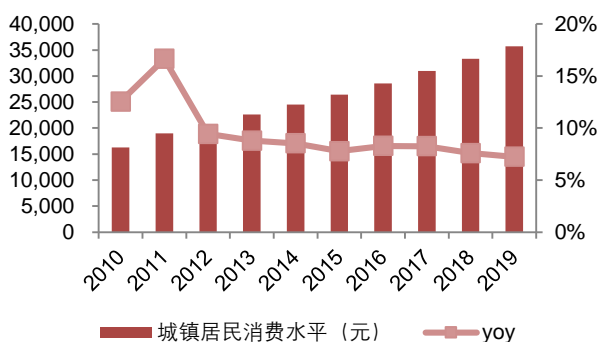


资料来源：天猫，东方证券研究所

➤ 第二、去品牌商品的成长

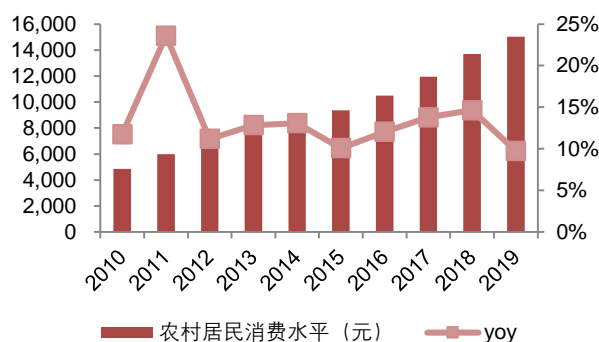
不同类型的消费群体具有不同的消费需求。中国消费群体存在着非常鲜明的分化现象，由于其收入水平、消费水平、受教育水平的差异，对应着迥然不同的消费需求。在今年全国两会的记者会上，李克强总理曾明确表示“我们国家的人均年收入是 3 万元人民币，但是有 6 亿人每个月的收入也就 1000 元”。对比我国城镇和农村居民消费水平，虽然从比例上在缓慢接近，但是绝对数额持续扩大。因此，除了知名品牌、优质产品可以对消费者产生足够吸引力外，去品牌化的、低价的、高性价比的产品也拥有极为庞大的消费群体。

图 33：城镇居民消费水平



资料来源：wind，东方证券研究所

图 34：农村居民消费水平



资料来源：wind，东方证券研究所

去品牌商品存在清晰的盈利路径。我们需要了解的是：第一，去品牌产品的毛利率水平没有我们想象的低，纸巾等日用品、农产品、服装等品类的消费品，其生产成本可以被压缩到极低的水平，在保持极低价格的同时仍然可以拥有可观的毛利率，甚至有些情况下可以超过高单价的商品。第二，去品牌商品的发展依赖的是国内物流行业的迅速发展从而实现履约费用绝对值的大幅压缩。第三，去品牌商品依赖廉价流量从而压缩销售费用等其它费用。第四，在极低的净利润率水平下，通过极大的销售量以弥补整体的利润水平。

图 35：拼多多部分合作品牌

	价格	毛利率	履约费用率	其它费用率	利润	销量	总利润
高客单产品	500	25%	2%	20%	15	100	1500
低客单产品	20	22%	20%	1.5%	0.1	15000	1500

资料来源：天猫，拼多多，东方证券研究所

去品牌商品的成长，核心在于对需求的不断挖掘，关注新增需求的变化。从盈利路径中即可以发现，极高的单品销量是去品牌商品创造利润规模的重要基础之一，因此挖掘足够的需求是不断创造可盈利品类、品种的核心。过去几年中，在拼多多的启发带领下，电商行业已经对下沉市场的需求进行了很大程度的挖掘。未来，下沉市场的剩余空间带来的新增需求以及原有电商消费群体的消费分级带来的新增需求，将直接影响电商行业去品牌商品的成长。

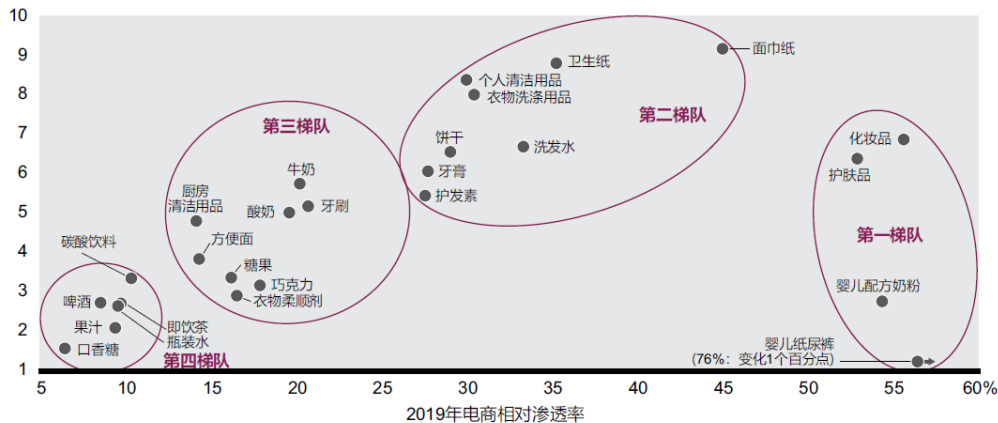
➤ 第三、品类的渗透

我们在章节 2.2 中对于“货”的进化展开过详细的分析，其在各个品类中的渗透率提升是大势所趋。根据凯度和贝恩对于国内快消品电商渗透率的分析，主要可以分为四个梯队。第一梯队中的品类电商渗透率较高，渗透率增速则降低。其中很多品类（如婴儿纸尿裤、婴儿配方奶粉、护肤品、化妆品等）线上增长已趋饱和，正向全渠道转型。部分原因包括：随着渗透率的提高，线上拉新成本不断增高；全渠道可充分利用数字解决方案和 D2C 触点，让线下门店最大限度发挥余力。二三梯队中包含纸制品、衣物洗涤用品、巧克力和饼干等品类，电商渗透率稳步提升。其中一大推动因素就是高端化抵消了配送成本。第四梯队包含了口香糖、糖果和饮料等冲动消费型品类，由于配送成本较高，电商渗透率增长主要集中在高端线产品。

我们认为，未来“货”在品类端的渗透与“场”在多个层面的变化（新的场景、物流效率）存在密切的关联。

图 36：2018-2019 电商相对渗透率变化

2018-19年电商相对渗透率变化（百分点）



注：渗透率是指在过去一年购买过该品类的消费者占总体消费者基数的百分比；电商相对渗透率是指电商渠道购物者总数占该品类购物者总数的百分比；对于冲动型购买品类，例如牛奶，巧克力和饼干，消费者在电商渠道更多购买大包装或是礼盒形式，因此电商渗透率相对较高且呈上升趋势；凯度将烟草品类从快速消费品品类中移除，并对2017年所有品类的数据进行了微调；凯度还在2019年调整了纸品的线上渠道权重，以反映新的市场现实；因此本报告前几年的数据与往年报告相比会存在些许出入

资料来源：凯度，贝恩，东方证券研究所

3.3 “场”的视角：新的场景，高的效率

我们认为，基于“场”的视角，存在三大核心变量。

第一、场景的创新

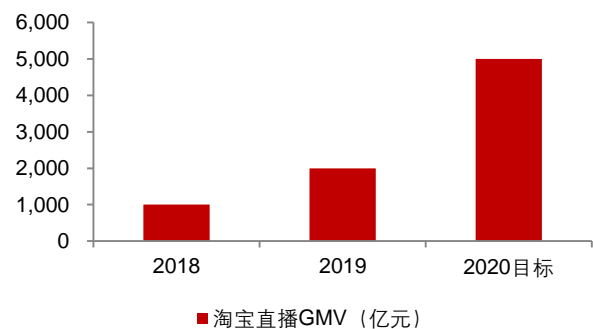
在内容电商、社交电商之后，近两年中最具价值的场景创新是直播电商。将用户在平台内的行为从“搜”转化到“逛”一直是电商的“场”所追求的目标。早在 2011 年，蘑菇街的出现定义了导购型内容电商。2013 年，小红书成立，种草式的社交型内容电商开始逐步发展。作为平台电商的绝对龙头，淘宝在随后不久就将这些内容型的功能集成在了自身平台之内，增强场景的创新。2016 年，淘宝直播正式上线，经过短短两年的发展，2018 年淘宝直播 GMV 已突破 1000 亿元，增速达 350%，2019 年 GMV 突破 2000 亿元。直播电商的出现，是“场”在过去两年中最具价值的创新。一方面它激活了一条全新的卖货通道，另一方面更重要的是，基于直播电商的发展，电商平台承载的商品展示、品牌宣传、供需侧链接的功能被进一步放大，电商平台在由“搜”到“逛”的转变中向前又迈进了一大步。

图 37：淘宝直播日均观看用户增长迅速



资料来源：淘榜单，东方证券研究所

图 38：淘宝直播 GMV



资料来源：联商网，东方证券研究所

如果线上场景不能实现对于线下场景全部功能的替代，那么它就依然存在创新的可能。我们在上文中已经提到，“货”在品类端的渗透与“场”在多个层面的变化存在密切的关联，其中场景创新是核心要素之一。在过去电商高速发展的十多年中，有一部分品类渗透率实现了大幅提升但是提升进入瓶颈，也有一部分品类的渗透率始终难以提高。产生这种现象的重要原因之一是，线下场景依然提供目前线上场景所不能实现的功能，可以满足消费者在线上得不到满足的需求。我们认为，未来线上场景的核心创新方向之一，就是模拟线下场景的功能，进一步对线下场景完成替代从而打破渗透率提升的瓶颈。

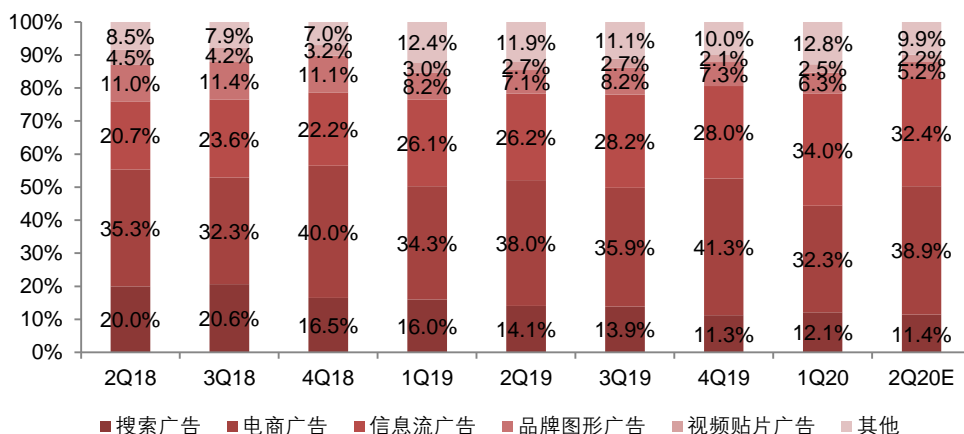
线上场景具备区别于线下场景的独特功能，它的创新存在很大的空间。大数量的 SKU、便捷的比价、碎片化的购物方式、可参考的海量购物评价等等都是过去线上场景就已经具备的相较于线下场景所独有的功能。未来，随着电商大数据的进一步积累，同城零售的大规模推进，电商的独特线上场景功能依然存在很大的创新空间。

我们认为，随着 5G 技术、AR 和 VR 技术、供应链数字化技术、算法技术的不断发展，线上场景的功能创新将会呈现长期的、可持续的趋势。

第二、商家的 ROI

商家的广告投放策略反映了市场对于电商广告价值的定位。在过去两年中中国的网络广告市场始终保持着约 30% 的增长速度，通过网络营销手段提升品牌影响力和增加产品销量已经成为商家普遍采用的方式。中国的网络广告市场已经形成了较为成熟的体系，市场份额最高的三种分别是电商广告、信息流广告和搜索广告。我们认为，电商广告的市场份额反应的是商家对于电商广告价值的定位。在过去两年中，电商广告份额总体趋于上升，增长较为迅速的是信息流广告。

图 39：中国不同形式网络广告市场份额

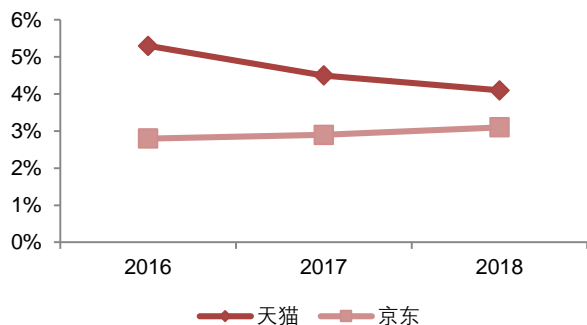


资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

ROI 是决定电商广告价值的重要指标。广告作为一种历史极为悠久的商品推销手段，经过多年的发展承载了越来越丰富的作用，其中最为核心的就是增加商品的销量。投资回报率（ROI）是指通过投资而应返回的价值，即企业从一项投资活动中得到的经济回报。我们认为，在电商平台中，商家的 ROI 包含两个层面的含义，第一是投入与销量增长的关系，第二是投入与最终盈利增长的关系。不同的商家，商家对于不同的产品，在 ROI 层面会有不同的考量，但是它对于电商的广告价值来说是一项最为关键的指标。

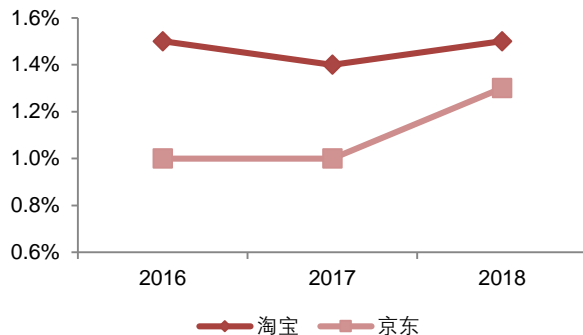
电商平台的货币化率和商家的渠道推广费用率是对于商品 ROI 的两条验证路径。电商平台的货币化率=服务&佣金收入/GMV，商家的渠道推广费用率=渠道推广费/销售额。其中，电商平台的 GMV 近似等于品牌方的销售额，商家投入的渠道推广费也近似等于电商平台所获得的服务&佣金收入。对于商家来说，在电商平台的广告投入 ROI=利润/渠道推广费。可以发现，电商平台对于货币化率提升的需求与商家的降低渠道推广费用率需求是存在矛盾性的。此时，ROI 包含的销量增长与盈利增长两个层面含义就会体现作用。我们认为，只有当电商平台能够为商家带来足够高的销量增速以及盈利增长速度，通过量的方式帮助商家摊薄其他费用成本，才能够实现货币化率提升，同时使得商家在渠道推广费用率提升的情况下保持利润率。电商平台的货币化率与商家的渠道推广费用率是对于商品 ROI 的后验性指标。

图 40：良品铺子电商渠道推广费用率



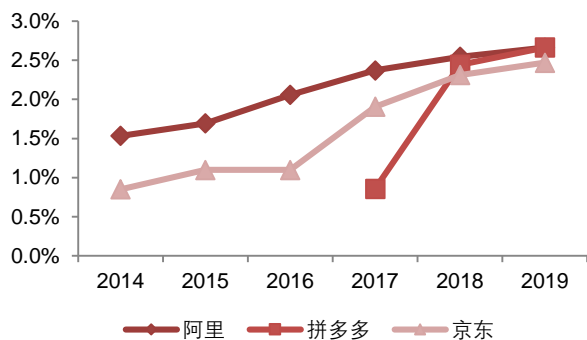
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 41：三只松鼠电商渠道推广费用率



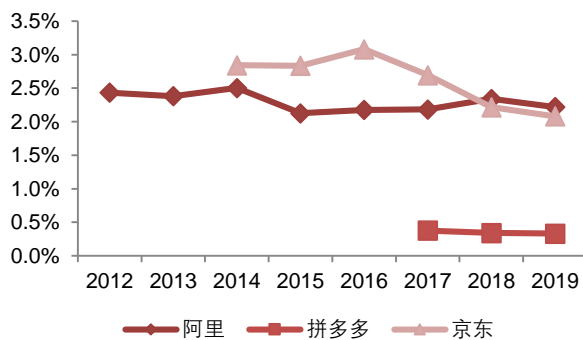
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 42：三大电商广告货币化率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：三大电商佣金货币化率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

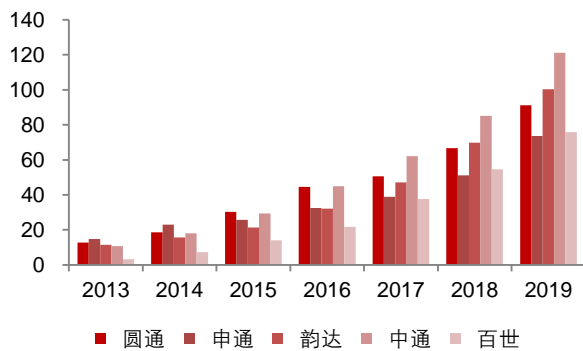
第三、物流的效率

物流行业具备显著的规模效应。多种因素有利于物流行业企业在规模扩大过程中摊薄单位成本。第一，运输成本业务规模的扩大的过程中将伴随装载率的提升，从而单票成本下降；第二、中转、仓储过程中仓库及设备的使用率随着规模扩大而提升，降低单票成本；第三、扫描装卸费用在 AI 技术、机器视觉技术等不断成熟的情况下将不断降低；第四、折旧摊销、租赁成本等典型的固定成本在单位物业业务量的规模提升过程中会不断被摊薄。根据我们对于中国物流行业企业总业务量及对应单票成本的统计，快递行业成本曲线与业务量呈现显著的负相关。过去 6 年中，五家行业内主要企业总业务量从 83 亿件增长至 462 亿件，增长 5.6 倍。圆通、中通、百世在未改变统计口径的单票成本分别从 2014 年的 3.58、1.32、3.50 降低至 2019 年的 2.60、1.18、2.74。物流行业具备显著的规模效应，未来，在电商行业进一步发展的情况下，随着订单数量的进一步提升，单票成本的继续下降是仍可持续的。

电商行业对物流行业具备更强的议价权。物流行业企业在通过规模效应不断摊薄成本实现单票成本持续降低的过程中，他们的单票收入和毛利率水平也呈现出下降的趋势。我们认为，由于物流行业企业对于电商件业务存在高度的依赖性，同时物流业务很难做差异化服务，服务同质的情况下通过降低价格抢占市场份额成为物流行业的主要竞争手段，这使得电商行业对于物流行业具备更强的议价权。

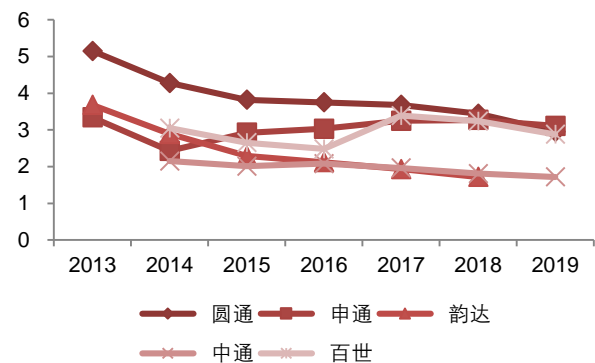
物流行业的效率提升与电商“货”的线上化渗透密切相关。我们在 3.2 中对于电商的去品牌商品盈利模式展开了详细的分析，其中关键在于通过量的方式弥补单位商品的低盈利问题。但是，随着未来物流行业效率的进一步提升，当占比极高的履约费用率可以得到再次压缩后，电商“货”的线上化渗透将具备更多的可能性，包括向更低价品类、更低毛利率品类渗透。

图 44：快递行业业务量（亿件）



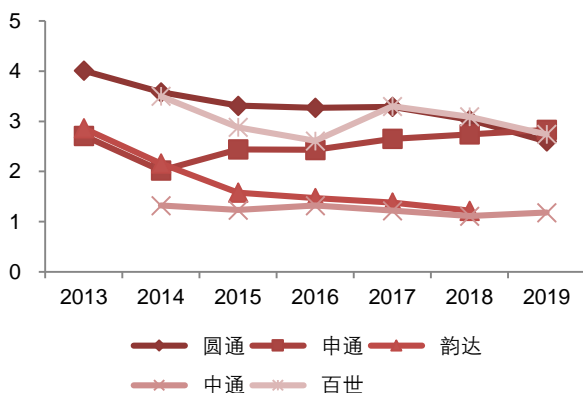
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：快递行业企业单票收入（元）



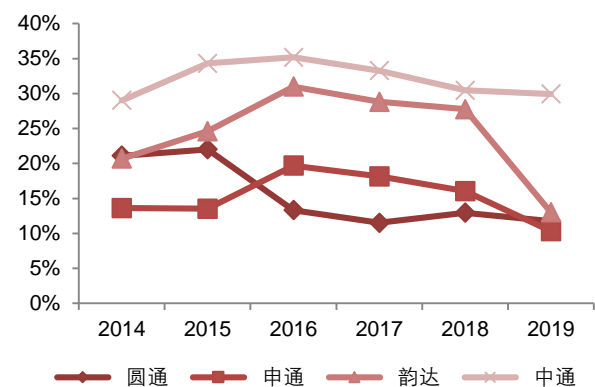
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 46：快递行业企业单票成本（元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 47：快递行业企业毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

本文基于“人-货-场”的框架视角对电商行业进行拆解，明确了流量、用户、品牌、白牌、品类渗透、场景创新、商家 ROI、物流效率这 8 个未来电商行业发展过程中具备重大影响的核心变量。基于对以上核心变量的分析，可以研判未来的行业发展走向，发现优质标的的内在价值，以及挖掘具备成长潜力的新兴标的。

推荐现阶段在用户、品牌、场景等多个核心变量上占据优势且深度布局的电商行业龙头阿里巴巴，推荐在流量、物流等方面基础扎实的京东集团。

风险提示

- **疫情影响持续**

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对行业营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多发展较快，京东、阿里对巩固自身市场地位存在需求，对于用户的争夺或导致竞争加剧，可能对行业整体的盈利造成影响。

- **行业监管趋严**

2020 年 5-6 月部分电商企业开始接到来自税务部门的通知，警示存在少计销售收入的风险，要求商家结合实际情况进行全面自查。行业税务监管趋严或导致行业整体营收及盈利产生波动。

- **宏观经济形势变动**

受中美关系局势紧张、疫情的巨大不确定性等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告