

商业贸易行业深度研究报告

薅羊毛的内在逻辑：从营销方式看电商平台差异

推荐（维持）

- **618 战况：全网 GMV4573 亿元，同比增长 44%，阿里龙头地位稳固。**根据星图数据，2020 年 618 大促期间全网 GMV 达 4573.3 亿元，同比增长 43.78%，增速较去年上升+31.98pct。2020.6.1-6.18 天猫累计下单金额 6982 亿元，京东累计下单金额 2692 亿元，同比增长 33.6%。拼多多 618 期间订单量同比增长+119%， “百亿补贴”商品超 1.3 亿件，农（副）产品 3.8 亿单。根据数据披露，淘宝直播带来销售额同比增长+250%，开播商家数量同比+160%，商家直播成交金额占总直播成交金额 70%。
- **消费者角度：面对羊毛形式众多，“如何薅羊毛”，对应平台逻辑“为什么能这样薅羊毛”。**电商诞生之初即主打廉价方便，各平台羊毛形式多样，但主推方式存在差异，对应的是各电商平台定位存在差异；消费者在公域参与平台活动，在泛娱乐平台被引导跳转至电商平台，私域则依赖 CPS/CPA 分享码，优惠券、会员卡，流量红利殆尽下深挖时长与复购，均吻合平台运营逻辑。
- **品牌与渠道商的角度：1) 线上增速放缓后，何以维系增长——线上营销。**过去的时代，线下品牌面临的是媒体集中、渠道分散。传统品牌在线下消费者触达路径单一，往往依靠媒体投放来增加品牌露出。电商崛起后，线上品牌现状是媒体分散、渠道集中。2) **线上营销上限何在——线下加价率、“重置成本”。**本篇报告通过详细拆分护肤大单品各渠道加价率，得出线下渠道刚性成本比重高，线上渠道柔性“买流量”的营销费用成本比重高；纯线上品牌以自营模式走向线下难度极大，“重置成本”高。3) **不同平台线上营销费用率差异是否影响品牌铺货策略，**本篇报告通过对两大电商平台技术服务费+佣金+营销费用，进行敏感性分析得出：处于“非敏感域”品类/品牌，线上渠道费用率上限由营销费用决定。随着流量红利进入下半段增长，有效形成购买（带货），高 ROI 渠道成为线上营销的首选；处于“敏感域”品类/品牌，在各平台的铺货策略与营销费用存在差异，大促对价盘的冲击决定线上渠道费用率的上限。
- **电商平台角度：公域佣金与营销费用率接近上限，私域依靠 CPS 淘宝客引流。**2019 年网购渗透率约为 76.2%，网购用户 7.1 亿人，城镇网民 6.5 亿人，农村网民 2.55 亿，新增用户来自下沉市场。老客全生命周期价值增长来源于复购增加、更广生态的附加值提升，用户使用时长、短视频与直播平台用户粘性高，交互性强，信息传达效率高，高转化率赋能电商平台 GMV 增长。
- **阿里是线上超大型 shopping mall，京东是“店、仓、配”一体零售商，拼多多是“平行进口”奥特莱斯。**阿里的实际客户是 B 端商家，与购物中心一样，做促销是为了吸引 C 端顾客来做大 B 端销售额，从而收取更多租金与服务费。对京东而言，品牌商进入京东平台必须入驻京东自营，同时京东自备完全物流系统，有效提高全流程掌控力。拼多多绕过品牌方，向大经销商/代理商或者其他授权第三方渠道商要货，优点是终端价盘自控，通过补贴，以不伤商品表面价盘的方式完成“货找人”的促销。
- **风险提示：直播政策监管风险；疫情影响下消费者消费信心恢复缓慢；线上大促频繁透支消费预期等。**

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993
邮箱：wangweina@hcyjs.com
执业编号：S0360517040002

证券分析师：胡琼方

电话：010-66500993
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com
执业编号：S0360519090004

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	96	2.46
总市值(亿元)	10,558.02	1.31
流通市值(亿元)	8,097.29	1.38

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	14.74	36.07	28.41
相对表现	0.41	18.37	4.07



相关研究报告

《【华创商社】1-2 月社零数据点评：社零跌幅超非典，静待消费回暖》

2020-03-17

《潮玩行业深度研究报告：从泡泡玛特看潮玩零售发展》

2020-06-11

《商贸社服行业 2020 年中期策略：飞轮效应坚守长期价值，景气度两级灵活选股》

2020-06-19

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。。



投资主题

报告亮点

从促销角度出发，重点分析几大电商平台用户价值与营收结构差异；通过对线上营销费用敏感性分析，测算对于不同品类，不同电商平台佣金与营销费用率差异；通过对线下渠道与线上渠道加价率对比分析，总结线上营销费用率上限。总结现有线上站内、站外“买流量”计费方式，探讨直播作为新晋流量高地对电商平台的赋能。

投资逻辑

网络零售拉动社零增长，网购渗透率逐步提升，阿里、京东、拼多多三大电商平台用户规模错位提升，苏宁全渠道发力，用户价值与生命周期有效提升。线上电商平台相对刚性成本是品牌线上渠道费用的“底”，“去中心化”趋势下，随着品牌数量提升、流量中心阵地转移，线上营销费用逐步提升。故利好电商平台营收稳步增长。

目 录

引言.....	6
一、各电商平台“不同风格”的“羊毛”：电商的营收结构和当前定位差异.....	7
（一）电商平台从流量挖掘期进入流量竞争期：单用户多平台消费，平台接入多流量入口	8
1、阿里：高 GMV 规模效应，商家与用户的双边规模效应明显	10
2、京东：JD Mall 自营占据主力，物流“线下基建”为变现渠道，ARPU 稳定电商市场地位	12
3、拼多多：商品版奥特莱斯，渠道商线上促销集成平台	14
（二）线上渗透率仍将持续提升，流量中心不断迁移	16
1、线上渠道建设周期远远短于线下，营销费用与流量（媒体+渠道）相关	16
2、对于品牌而言：线上渠道刚性成本远低于线下	17
3、线上转线下的难点，线上存在流量困局	20
二、买流量的学问：线上营销的方式与流量阵地的切换.....	21
（一）站内流量的学问	21
（二）站外流量导入.....	24
1、淘宝客——淘宝联盟总 MCN 机构在各大平台集合达人	24
2、直播——用户使用时长与粘性强于其他平台	25
（三）站外流量购买——有赞、头条产品	28
三、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	电商平台“货物羊毛”人货场逻辑	6
图表 2	电商平台站内“羊毛”形式	7
图表 3	移动互联网 MAU 规模	8
图表 4	各大电商平台 MAU 规模与增速	8
图表 5	2020 年 4 月移动购物用户体量 (MAU)	8
图表 6	京东与京喜 4 月活跃用户构成	8
图表 7	各电商平台年活跃用户规模	9
图表 8	各电商平台用户净增	9
图表 9	各电商平台年活跃用户人均购买力 (元)	9
图表 10	各电商平台年活跃用户收入 ARPU (元)	9
图表 11	各线上平台 GMV 走势	10
图表 12	阿里中国零售营收构成	11
图表 13	阿里营收结构	11
图表 14	阿里货币化率	11
图表 15	2019 年底各大电商平台品牌商家数量	12
图表 16	天猫品牌商家数量变化	12
图表 17	京东营收增速	12
图表 18	自营在 GMV 中占比	12
图表 19	2020 年天猫京东佣金率对比	13
图表 20	四大电商平台 MAU 与增速	13
图表 21	京东开放平台 GMV 增速	14
图表 22	2019 年京东自营仓库分布	14
图表 23	京东佣金与营销服务收入	14
图表 24	电商平台获客成本	15
图表 25	三大区间品牌交易规模	15
图表 26	拼多多各价格段商品数与对应销量	16
图表 27	拼多多各价格段商品数与预估销售额	16
图表 28	美妆个护品类线上平台费与佣金	17
图表 29	家电与 3C 品类线上平台费与佣金	17
图表 30	2019 年主要品牌在天猫与京东 GMV 对比 (亿元)	18
图表 31	美妆个护类线上销售费率敏感性分析	18
图表 32	美妆个护类线上销售费率敏感性分析	19

图表 33	50ml 小棕瓶各大渠道成本构成（免税渠道利润包含运营方和收租者）	20
图表 34	淘宝推广方式	21
图表 35	CPM 展示位	22
图表 36	直通车 CPC 计费展示页	22
图表 37	CPC 计算体系	22
图表 38	淘数据后台关键词追踪	23
图表 39	淘宝客推广形式与“一淘”页面	23
图表 40	淘宝联盟“淘客新规”	23
图表 41	淘系线上营销产品	24
图表 42	淘客模式总结	25
图表 43	直播渗透率高速提升	25
图表 44	618 期间观看直播并下单用户占比	25
图表 45	各领域平台涉足直播模式	26
图表 46	淘宝直播提高转化率	26
图表 47	京东与快手用户重合规模与 618 期间短视频 APP 对京东引流影响	27
图表 48	苏宁与抖音用户重合规模与 618 期间短视频 APP 对苏宁引流影响	27

引言

自阿里天猫将光棍节培育成“双十一”电商狂欢节后，双十一作为“中国版黑色星期五”的地位稳固。目前双十一的影响力随着逐年增长的 GMV，开始反向影响国际市场。阿里旗下国际电商平台 Lazada、速卖通带动 Amazon、theHutGroup（英）等平台同步参与到对年末市场的争夺中：双十一、黑色星期五&Cyber Monday，叠加双十二返场，持续两个月的密集促销使得线上销售占比较高的商品种类的销售旺季都集中在下半年。根据统计局数据，2019 年整个四季度线上销售占比全年 31.1%，同比+21.1%。而上半年的营销节点聚集到了年中，京东一手打造的 618 购物狂欢，已经成为国内线上销售影响力仅次于双十一的第二大“电商战场”。

受疫情影响，商品零售进一步向线上聚集，营销活动几乎全部转往线上，“3.8 女王节”等常规促销级别提升，预售期拉长+营销频次增加；拼多多携去年 9 月以来“百亿补贴”的浩荡声势，与上海本地商家联合举办 5.5 购物节；京东自建庞大的物流体系，在疫情限制跨省人员流动造成运力紧缺的情况下，迅速获得青睐，取得了超越其他大基数同行的增长，“618”是京东原生物种，又是阿里高层事件后的第一场大考，重要性不可谓不高。

根据星图数据，2020 年 618 大促期间全网 GMV 达 4573.3 亿元，同比增长 43.78%，增速较去年上升+31.98pct。2020.6.1-6.18 天猫累计下单金额 6982 亿元，京东累计下单金额 2692 亿元，同比增长 33.6%。拼多多 618 期间订单量同比增长+119%， “百亿补贴”商品超 1.3 亿件，农（副）产品 3.8 亿单。根据数据威披露，淘宝直播带来销售额同比增长+250%，开播商家数量同比+160%，商家直播成交金额占总直播成交金额 70%，达人直播占比 30%。

透过现象看本质，三大电商平台，阿里——线上超大型 shopping mall 地位稳固，京东——“店、仓、配”一体零售商依托物流能力，在疫情之中发力明显，拼多多——“平行进口”奥特莱斯更通过与授权经销商做持续百亿补贴打开一二线城市市场。

尽管线上营销方式纷繁复杂，但电商诞生之初就被打上“省钱”标签，故本篇报告回归初心，从“如何薅羊毛”以及“为什么能这样薅羊毛”的角度来看电商平台之间差异。

图表 1 电商平台“货物羊毛”人货场逻辑



资料来源：华创证券整理

本篇报告将着重从以下几方面梳理电商平台“薅羊毛”行为：

1，从定位与发展路径回答为什么不同电商平台主推不同“薅羊毛”方式；

2, 作为品牌商选择线上营销渠道:

- 1) 怎样控制线上营销费用 (对比线下渠道, 线上的费用率还有多少上升空间);
- 2) 流量中心地的转移过程中, 结合 tp 代运营模式总结现行线上营销投放组合及 ROI。

3, 直播电商成为新流量中心地后, 对线上营销方式的变革;

一、各电商平台“不同风格”的“羊毛”: 电商的营收结构和当前定位差异

各电商平台羊毛形式全面多样, 但主推方式不同。阿里的羊毛以“规则复杂”、“玩法多样”为特点, 多样的生态系统+大数据+云计算支持下, “千人千面”越来越细化, 需求匹配度极高; 京东的羊毛以“plus 会员”为核心, 给“羊毛”得先种“草原”, 即以京东物流支撑, 扩大自营端商家体量, 精耕慢做的路子不变; 拼多多的羊毛以“简单粗暴”“低价”为特点, 用户匹配度来源于朋友圈与亲友圈的购买偏好, 不需要“满减”、不需要买会员, “参与拼团”即为最低价。除此之外, 百亿补贴计划联合渠道商推出低价品牌单品。

图表 2 电商平台站内“羊毛”形式

电商平台	会员体系	满减折扣/优惠券	平台“货币”	互动式/游戏型	主场大促
羊毛意义	提升高净值用户占比 提高老客复购率	提高 GMV	以每日签到方式 提升用户使用频次	提升用户使用时长 增加购买转化	
阿里	88vip; 红包省钱卡	618 满 300 减 40; 双 11 满 400 减 50 (天猫)	淘金币 (淘金币: 现金=100: 1)	天猫活力中心; 芭芭农场 (原天猫农场); 省钱消消消/大促期间的“盖楼”活动/直播互动抢红包	双十一 (99 划算节等)
京东	PLUS 会员	618 满 300 减 40	京豆 (京豆: 现金=100: 1, 账户中京豆大于 1000 时可用)	东东农场; 天天加速; 宠汪汪; 东东萌宠; 京喜工厂; 种豆得豆; 摇钱树; 京奇世界; 家乡荣耀	618 大促
拼多多	省钱月卡	3.8 满 79 减 15 618 扩大百亿补贴优惠力度、无门槛红包	平台现金	多多果园; 多多牧场; 多多爱消除; 好友助力领现金红包	-
苏宁	Super 会员	618 品类券, 满 300 减 40	云钻 (云钻: 现金=100: 1)	小苏的农庄; 狮狮联萌	818 发烧节

资料来源: 各电商平台, 华创证券整理

各平台主推的形式存在差异, 对应的是各大平台分别建立不同核心竞争力以变现。对于电商平台, 营收与 GMV 强绑定, GMV 与用户体量、商家规模两边规模、体量强关联。

用户体量维度: 网民规模稳定, 网购渗透率稳步提升, 线上购物加速下沉。根据中国电子商务协会数据, 2019 年网购渗透率约为 76.2%, 根据 CNNIC 数据, 截至 2020Q1 中国共有 9.04 亿网民 (即截至统计日期半年内使用互联网用户), 其中网购用户 7.1 亿人, 城镇网民 6.5 亿人, 农村网民 2.55 亿, 从数据上看我们认为网购用户与网民的差值主要体现在下沉市场。

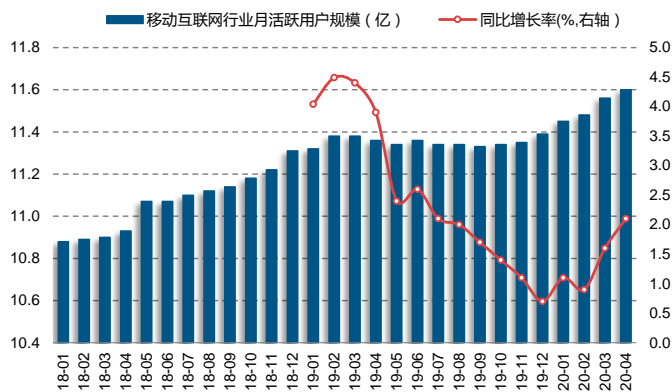
商家规模维度: 国内 B2C 商家数稳定于 28W 左右, C2C、渠道店打造新增长点。对比各大电商平台商家规模, 我们认为 B2C 品牌数量差异小, 主要差异在于 C2C 模式引致庞大的渠道商与个人商铺。阿里 (品牌直营 B2C+C2C 为主, 渠道小 B 相对弱化), 京东 (自营+B2C+渠道店), 拼多多 (渠道商中小 B 店为主)。阿里与京东差异主要在自营模式, 尤其京东在 3C 产品凭借自营+线下物流, 销售优势明显, 但京东相对弱化 C2C 业务, 在产品多样性上不及阿里。拼多多与阿里的差异则主要来源于 B2C 板块, 拼多多崛起于下沉市场, 低价包裹数量较多, 而涉及品牌的

平台店铺以渠道店居多，“品牌店”缺位，故拼多多“不保（品牌终端零售）价”，可以放手主打廉价，ARPU 值不及阿里和京东。

（一）电商平台从流量挖掘期进入流量竞争期：单用户多平台消费，平台接入多流量入口

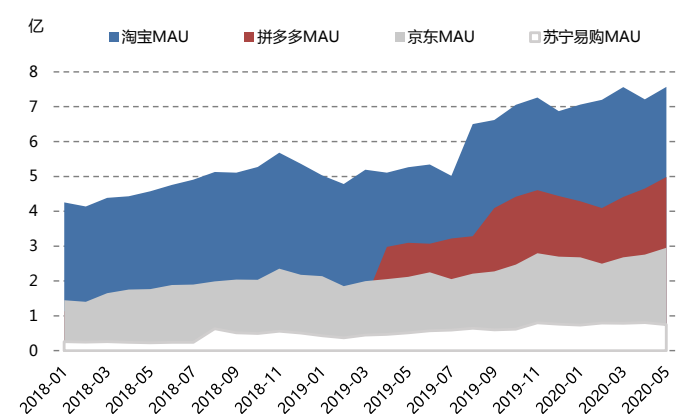
移动互联网用户增速下滑，规模几近峰值。根据 QuestMobile 数据，2020 年 4 月中国移动互联网月活用户（存在设备重复统计）约为 11.6 亿人，2019 年全年移动互联网 MAU 保持在 11.3 亿人左右，环比无明显增减变化，同比增速持续下滑，2020Q1 疫情催化下增速小幅回升至 2%，整体规模几近峰值。

图表 3 移动互联网 MAU 规模



资料来源：QuestMobile, 华创证券

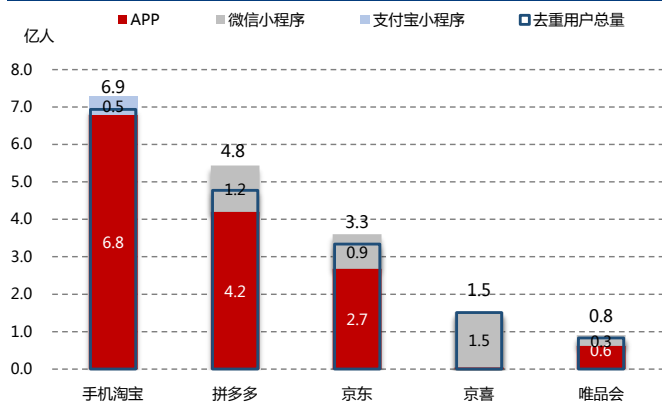
图表 4 各大电商平台 MAU 规模与增速



资料来源：Wind, 华创证券

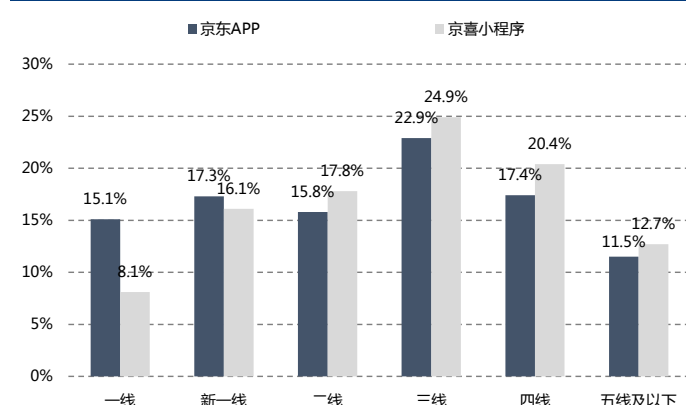
手淘用户体量最高，拼多多与京东、京喜受益于微信导流，受下沉市场青睐。根据 QuestMobile 数据，2020 年 4 月移动购物全景用户规模中阿里系的手淘以 6.9 亿用户占据第一，其次是拥有 4.2 亿 APP 用户与 1.24 亿微信小程序用户的拼多多，去重后用户规模达 4.8 亿人。京东拥有 2.7 亿 APP 用户、0.9 亿微信小程序用户，去重后用户规模 3.3 亿人；京喜小程序接入了 1.5 亿微信用户，京东系用户规模与拼多多接近。京东 APP 用户中 51.8% 来自低线城市，京喜 58% 用户来自低线城市。相比于高线城市，低线城市用户更偏好拼购与小程序方式。

图表 5 2020 年 4 月移动购物用户体量 (MAU)



资料来源：QuestMobile, 华创证券

图表 6 京东与京喜 4 月活跃用户构成

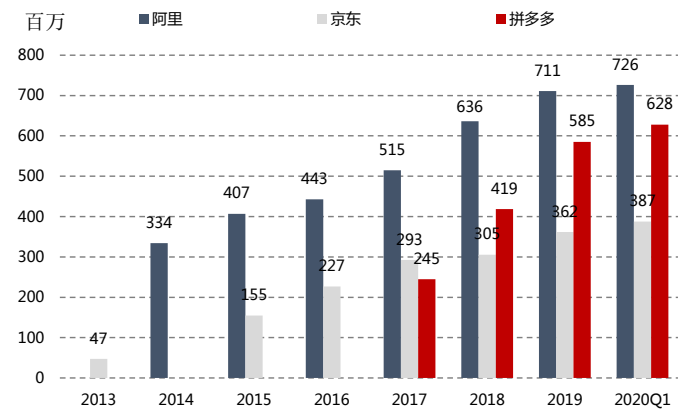


资料来源：QuestMobile, 华创证券

电商平台年活跃用户增长遇瓶颈，单个用户多平台注册比价参与大促。根据相关企业财报，阿里 FY2020 年活跃用户 7.11 亿人，新增 0.75 亿人，增速 11.8%（较 2018 年下降-11.7pct）；京东 2019 年活跃用户 3.62 亿人，新增 0.57 亿人，增速 18.6%；拼多多 2019 年活跃用户 5.85 亿人，新增 1.67 亿人，增速 39.8%。各大电商平台流量格局已基本

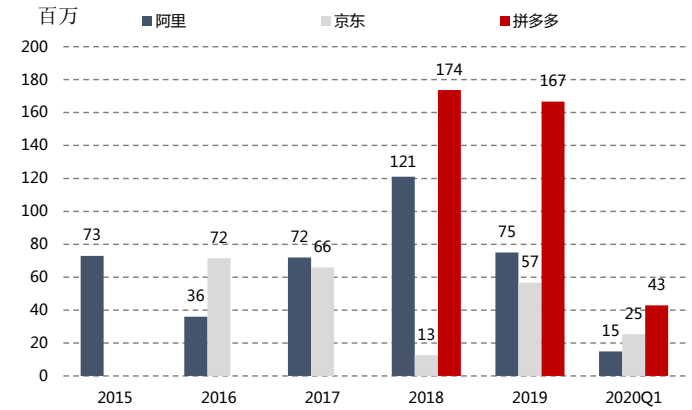
形成，电商“低价”属性决定用户粘性低，单个用户注册多平台，消费决策在多平台比价后完成。根据 QuestMobile 数据，相比 2019 年 618 期间（5.20-6.18），2020 年人均打开电商 APP 个数从 2.14 个提升至 2.43 个。618 促销期间人均使用电商 APP 次数 153.4 次，相比去年同期人均使用次数增长 43%。我们认为，疫情影响消费方式、电商平台促销力度提升以及单用户使用多平台比价，共同带动 2020 年 618 期间人均使用电商 APP 次数高增长。

图表 7 各电商平台年活跃用户规模



资料来源：各企业财报，华创证券

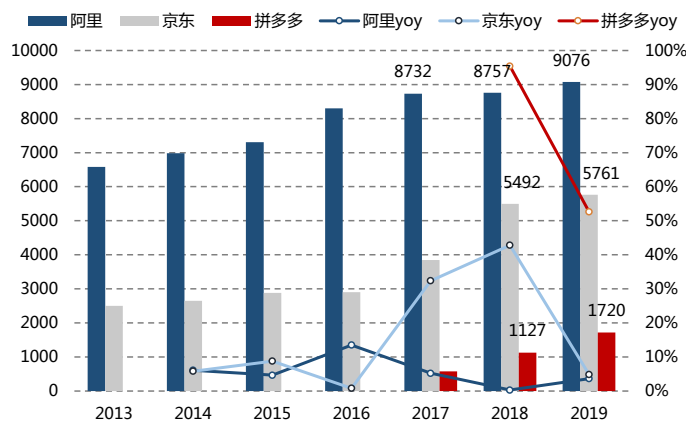
图表 8 各电商平台用户净增



资料来源：各企业财报，华创证券

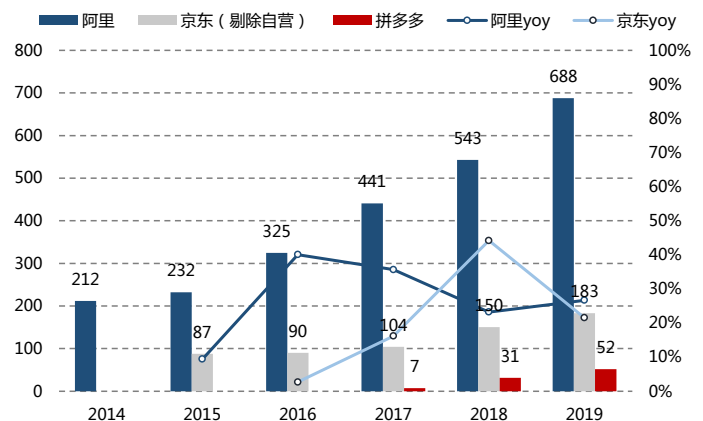
平台用户人均购买力增长乏力，去中心化趋势明显；ARPU 增速高于单用户贡献 GMV，B 端加大线上营销费用投入。根据各企业财报数据，阿里 FY2018、FY2019、FY2020 活跃用户人均购买金额分别为 8732 元/8757 元/9076 元；京东 2018 年与 2019 年人均购买金额分别为 5492 元/5761 元；拼多多人均购买金额为 1127 元/1720 元。2019 年拼多多受益于“百亿补贴”策略加大对品牌单品销售补贴，单用户贡献 GMV 增速达 53%，阿里与京东人均购买金额增速均低于 5%（其中，阿里 2020 财年时间范围为 2019Q2-2020Q1，Q1 略受疫情影响）。相比之下，各电商平台单用户贡献营收（ARPU）保持相对高增长，阿里与京东 ARPU 增速分别为 27%/22%，拼多多 ARPU 增速 64%。ARPU 增长快于人均购买金额，ARPU 的分子端基本由佣金与平台营销收入构成，佣金基本与 GMV 同比率变动，B 端商家线上营销费用投入提升，共同带动 ARPU 增长。

图表 9 各电商平台年活跃用户人均购买力（元）



资料来源：各企业财报，华创证券

图表 10 各电商平台年活跃用户收入 ARPU（元）



资料来源：各企业财报，华创证券

B 端商家线上营销费用投入提升，商家多平台铺货，但资源存在平台的划分差异，主要来源于平台定位差异：

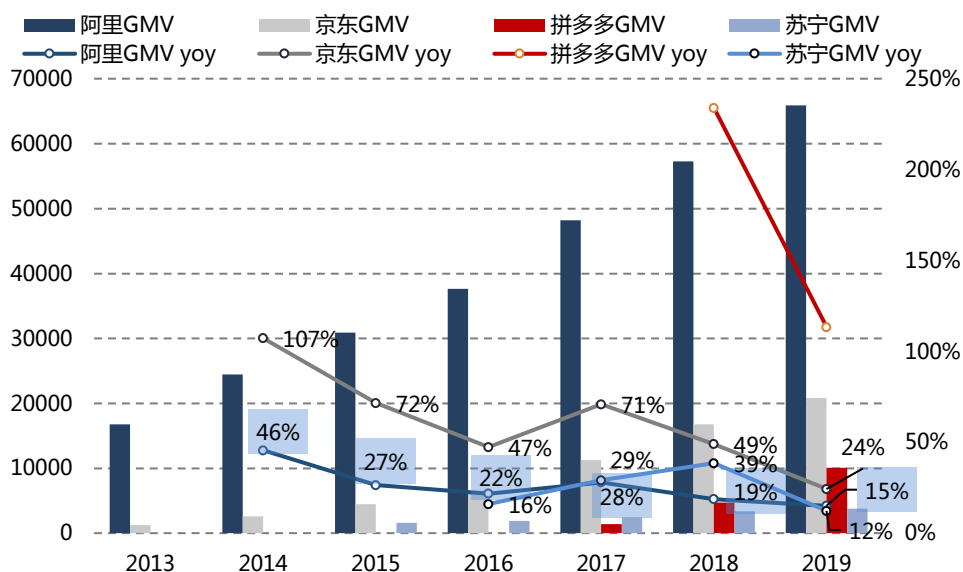
1、阿里：高 GMV 规模效应，商家与用户的双边规模效应明显

阿里“平台”型电商，线上 shopping mall 定位不改，实际客户是 B 端商家（租线上柜台，收成交佣金，同时收取淘系公域流量分配费用）。与购物中心一样，做促销是为了吸引 C 端顾客来做大 B 端销售额，从而收取更多租金与服务费（B 端买流量营销服务）。

平台型电商追求双边规模效应，提供更丰富的 B 端来获取更多 C 端购买，同时用更多的 C 端需求来吸引更多 B 端进驻；在 MAU 天花板明显、增速下行时，近看附加服务带来的 take rate 提升能力，远看用户全生命周期综合价值提升。

实物零售中阿里龙头地位显著，阿里的核心竞争力在庞大的 GMV。根据 Euromonitor 数据，2019 年中国整体零售市场中，阿里以 12% 市占率稳居第一，在 B2C 线上零售中市占率 42.7%。从各平台线上 GMV 对比看，阿里系 GMV 是京东 3 倍以上，也超过京东、拼多多与苏宁 GMV 总和，龙头地位稳固。根据统计局数据，2019 年我国网上商品与服务零售额共计 10.6 万亿元，其中实物商品网上零售额 8.5 万亿元。2019 年主要电商平台 GMV 总和 10.06 亿元（其中阿里计算 FY2020 数据，其中 Q1 数据在不同日历年），各平台 GMV 均存在一定退货、下单未付款等不纳入零售额的部分，此部分用统计局与 Top4 电商平台 GMV 计算约为 15%-20% 左右。以市场平均“退货率”计算，阿里 FY2020 实际成交额约为 5.3-5.6 亿元，仍占据线上零售市场半壁江山。

图表 11 各线上平台 GMV 走势

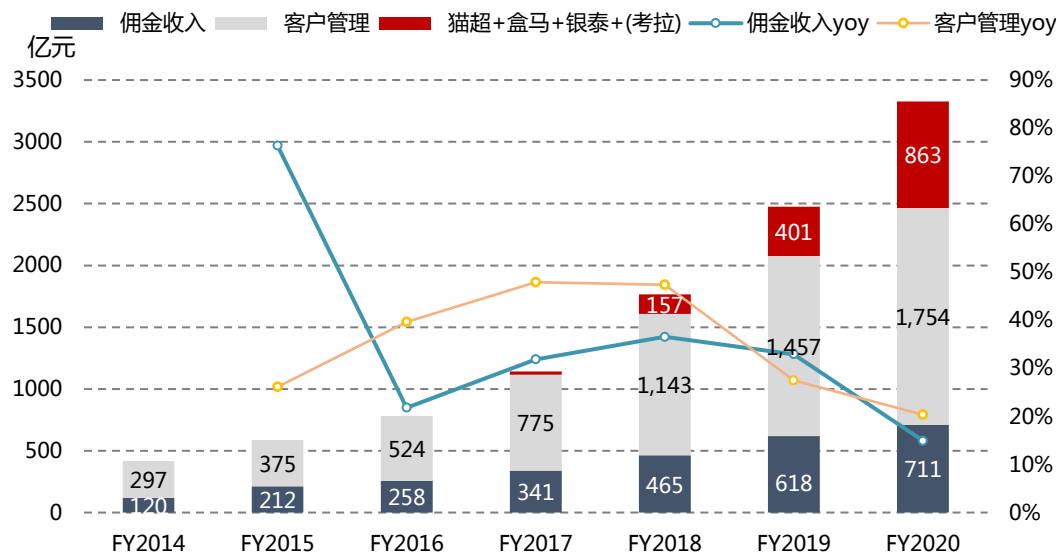


资料来源：各企业财报，华创证券

注：阿里为财年数据，即 2019 自然年对应至 2020 财年，但因为财年始于 Q1，有一个季度错位

GMV 受高基数影响增长承压，B 端品牌商数量带动营销服务收入增长，定位本地生活的盒马等新零售业态，受益于需求高增长，支撑营收改善。2015 年后，受益于 take rate 提升，阿里的佣金收入和在线营销（客户管理）收入全面高于 GMV 增长。2015-2018 年阿里客户管理收入的年复合增长率高达 50%，快于佣金收入增速。2020 财年阿里客户管理收入同比增长 23%，受限于淘系公域流量总量有限，日益昂贵，电商平台向 B 端收取的在线营销服务收入不断攀升。品牌公司花钱买流量的意愿更强，且资金实力更雄厚；相对于渠道商，品牌商销售成本更低，可接受营销费用率上限更高。

图表 12 阿里中国零售营收构成



资料来源：阿里财报，华创证券

图表 13 阿里营收结构

项目	CY2014	CY2015	CY2016	CY2017	CY2018	CY2019
佣金收入 (亿元)	194	236	319	434	584	714
佣金占比总营收	27%	25%	22%	19%	17%	15%
佣金yoy		22%	35%	36%	35%	22%
营销服务收入 (亿元)	367	511	747	1084	1386	1746
营销服务收入占比总营收	52%	54%	52%	48%	40%	36%
营销服务收入yoy		39%	46%	45%	60%	26%

资料来源：阿里财报，华创证券

图表 14 阿里货币化率

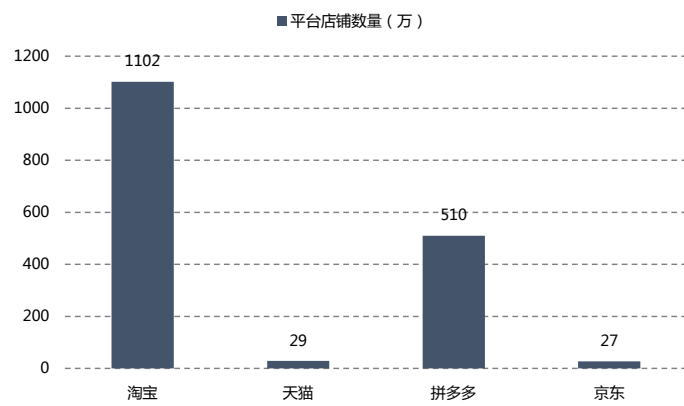
项目	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
平台货币化率	2.5%	3.0%	3.3%	3.6%	3.7%
其中：佣金	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%
其中：在线营销	1.7%	2.1%	2.4%	2.5%	2.7%
以天猫 GMV 算佣金 take rate		2.2%	2.2%	2.4%	2.2%

资料来源：阿里财报，华创证券

平台受益于品牌商数量提升，公域流量竞争加剧，营销服务收入保持高增长。根据阿里 2019 年财报，营销服务收入 1746 亿元，占比总营收 36%，同比+26%，贡献 2.7% 货币化率。根据“豆瓣老袁”爬虫数据，截至 2019 年末天猫商家数同比+33%，2020 年受疫情影响线上渗透率加速提升，2020H1 天猫商家店铺数同比+34%。阿里平台有明确的佣金规则与阿里妈妈平台提供的多样化营销方式（详见下文），随着算法与流量运营不断优化，阿里对公域与私域流量皆拥有强大的挖掘能力（公域获客以 CPM+CPC 收费为主；私域获客则更多使用 CPS+CPA）。我们认为，下一轮

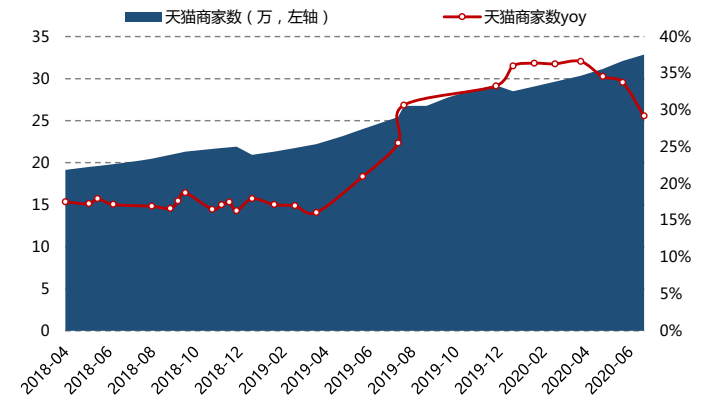
阿里中国零售部分营收的增长将主要由深挖营销服务变现能力驱动。

图表 15 2019 年底各大电商平台品牌商家数量



资料来源：京东、拼多多财报，“豆瓣老袁”数据爬虫，华创证券整理

图表 16 天猫品牌商家数量变化



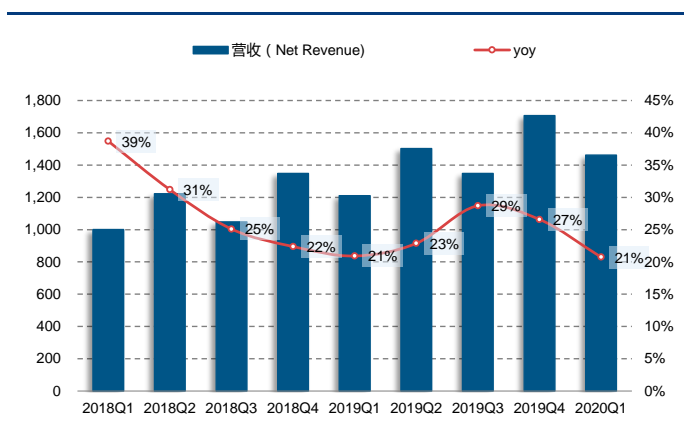
资料来源：“豆瓣老袁”数据爬虫，华创证券整理

2、京东：JD Mall 自营占据主力，物流“线下基建”为变现渠道，ARPU 稳定电商市场地位

京东是仓、店、配一体零售商，GMV 中自营体系占比大（自营收入以系统销售额进入 GMV），B 端商家进驻京东，品牌商进入京东平台必须入驻京东自营。“京东自营店”（京东为自营，品牌方为入仓）与“品牌京东旗舰店”（品牌方自营，京东抽佣）并行，同时京东自备完全物流系统，有效提高全流程掌控力。年初疫情以来，京东以自有物流体系保障配送，赢得更多新客增长，2020Q1 财报披露，截至 3 月年活用户同比新增 25%，净增 0.25 亿人。

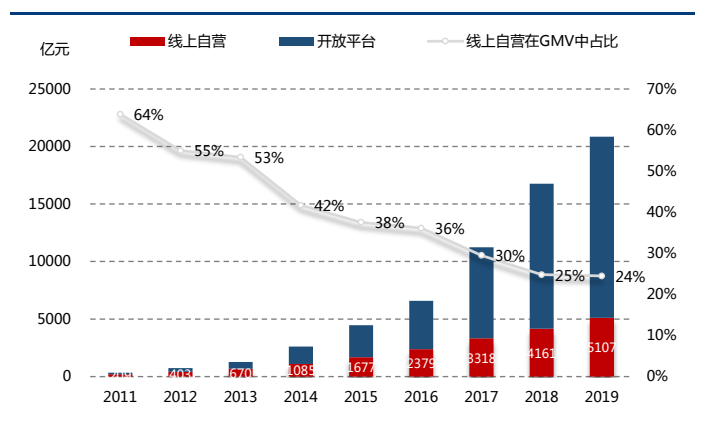
京东 JD Mall 自营支撑 GMV，品牌店与渠道店差异小，品牌产品销售中自营占比大。与阿里不同，京东与苏宁对品牌方“抽佣”主要通过调节自营产品“进销差”影响营收，模式偏重带来更强掌控力。自营产品在大促中参与度更高，平台话语权更强。所以，对比京东和天猫官方公布佣金率，从商品大类上看，普遍京东 SOP 佣金率（更多为京东开放平台）> FBP 入仓模式佣金率（更多为京东自营）> 天猫佣金率，但将阿里客户管理费纳入考量，则品牌方登陆天猫售卖的整体费用率更高，对终端价格的自控能力也更强，如何取舍取决于品牌方重心。（SOP 指京东仅提供操作后台，类似商城模式；FBP 指京东提供操作后台，且从仓储到配送以及客服均由京东提供，类似入仓模式）

图表 17 京东营收增速



资料来源：公司财报，华创证券

图表 18 自营在 GMV 中占比



资料来源：公司财报，华创证券

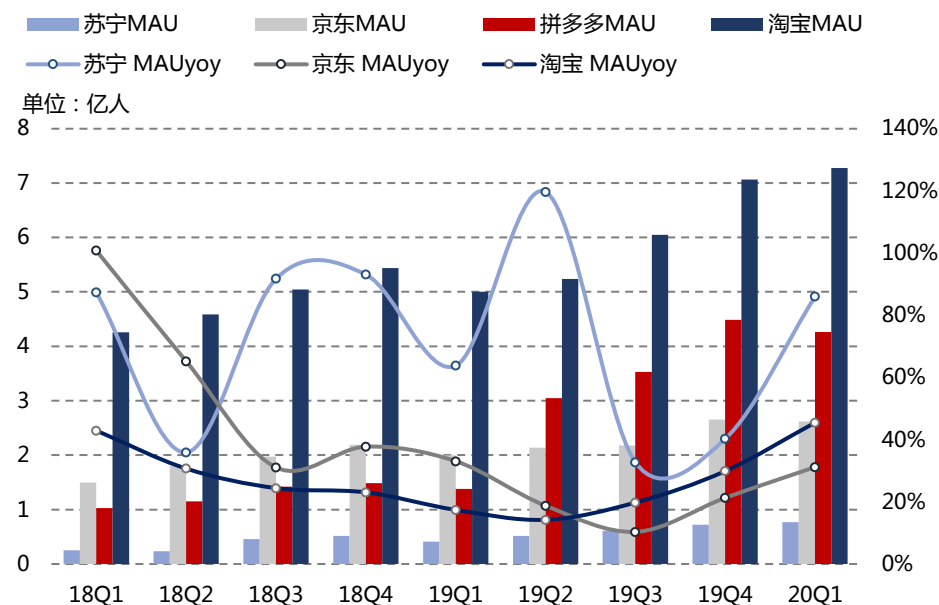
图表 19 2020 年天猫京东佣金率对比

类目	京东 SOP	京东 FBP	天猫佣金率
鞋服箱包	5%-8%	5%-7%	5%
珠宝	3%-10%	3%-10%	5%
化妆品	4%-6%	4%-6%	4%-5%
家装/家具/家纺	6%-8%	5%-7%	2%-5%
图书/音像/乐器	6%	-	2%
汽车及配件	3%-8%	3%-7%	2%-3%
母婴	2%-8%	2%-8%	2%-5%
食品/保健品	3%-8%	3%-8%	2%-3%
3C 数码	2%-10%	2%-10%	2%
家用电器	5%-10%	5%-11%	2%-5%
服务大类	0.5%-6%	0.5%-6%	0.5%-3%

资料来源：天猫规则中心，京东规则中心，华创证券

但对于品牌而言，SOP 模式对产品价盘与用户数据的把控力度更强，出于控制整体线上销售价格盘的目的，品牌方会加强品牌店线上销售占比，在包销渠道中：降低最终售价被“平台自营”大促低位锁定的风险，加强对线上促销力度的把控力；在代销渠道中，强化对代销渠道利润率把控力度。京东财报中自营 GMV 在整体 GMV 中占比呈现出逐年降低的趋势，近三年占比稳定在 24-30% 左右。

图表 20 四大电商平台 MAU 与增速

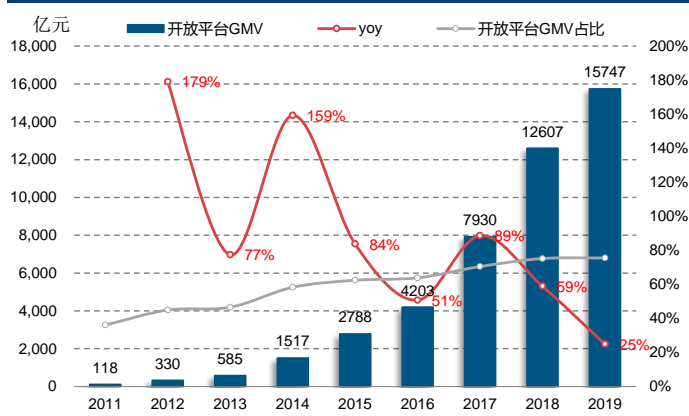


资料来源：各企业财报，华创证券

京喜上线，定位低线城市+拼购；高用户增量提速 MAU 增长，自营带来高用户价值（ARPU）。京东上线京喜接入微信一级入口新增用户 0.57 亿人。2020 年 4 月京喜 MAU 已达 1.5 亿人。从各平台用户体量、活跃度与单用户价值

上看,虽然京东用户体量、MAU 与增量上不及阿里与拼多多,但京东年活跃用户贡献营收远高于其他电商平台。2019 年京东单用户贡献收入 1594 元,由于自营部分系统销售额即为收入,阿里与京东的差值主要体现在自营,京东自营收入占比 89%, 自营电子产品占比营收 57%, 剔除自营部份单用户贡献营收 184 元; 阿里 FY2020 单中国零售板块单用户贡献营收 450 元, 剔除新零售等业务后, 单用户贡献营收 346 元。则假设京东自营板块(确认系统销售额为收入)转为开放平台(收佣), 按现有体量, 整体 take rate 需达到 12%, 才可在开放平台中达到与阿里相同的 ARPU, 远高于当前佣金率水平。

图表 21 京东开放平台 GMV 增速



资料来源: 公司财报, 华创证券

图表 22 2019 年京东自营仓库分布



资料来源: 公司财报

图表 23 京东佣金与营销服务收入

企业	项目	2017	2018	2019
平台相关营收	物流等平台服务收入(亿元)	51	124	235
	物流等平台服务占比总营收	1%	3%	4%
	物流等平台服务 yoy		90%	90%
	广告展位收入(亿元)	254	335	427
	广告展位占比总营收	7.0%	7.3%	7.4%
	广告展位 yoy		32%	27%
货币化率	综合货币化率	2.71%	2.74%	3.17%
	物流等平台服务收入	0.5%	0.7%	1.1%
	广告展位收入	2.3%	2.0%	2.0%

资料来源: 京东财报, 华创证券

3、拼多多: 商品版奥特莱斯, 渠道商线上促销集成平台

拼多多是商品“平行进口”奥特莱斯, 指绕过品牌方, 向大经销商/代理商或者其他授权第三方渠道商要货, 优点是终端价盘自控, 通过补贴, 以不伤商品表面价盘的方式完成“货找人”的促销。

国内零售市场环节多、加价高, 电商的出现是缩环节、砍加价过程; 阿里以 C2C 淘宝交易起家, 逐渐选择 B2C 品牌化, “天猫”做大的过程是商品价盘重新与线下调整一致的过程, “电商专供”渠道货特殊定价(常见于半标品或者非标品, 如鞋服)、大促补贴、更高买赠力度和统一平台积分等会员福利会部分对冲“正品终端零售价”的高企, 但整体而言, 选择拥抱品牌商的阿里不会伤害表现价盘, 即品牌方的统一零售价。

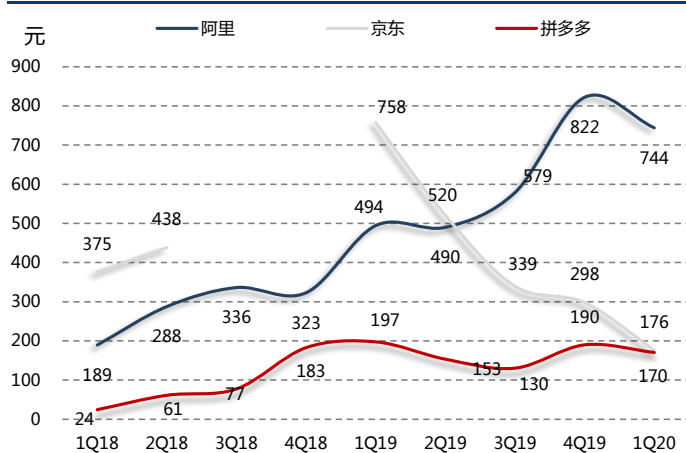
消费需求分化+传统流通结构下加价率高, 拼多多有足够大的差异化空间与阿里错位竞争, 但需要找到补贴低价标品之外的新驱动, 因为持续亏损带来的低价一旦停止, 平台可能不再具备客户粘性。天猫与京东等品牌店树立商品

“标价”，品牌参与电商活动满减优惠，其他淘宝频道利用高精准度消费者画像完成对消费者的“三级价格歧视”，京东则通过调整自营“进销差”与售价把控大促力度，而拼多多等折扣型电商则用“货找人”+用户 SEO 商品的模式，通过完成商品低价促销。

折扣类商品 GMV 体量小，故“类佣金”营收占比小。根据拼多多财报与京喜拼多多与京喜的综合佣金率保持在 1% 以下，根据草根调研数据，拼多多对商家端并无明确佣金率，仅在账户提现环节存在 0.6% 左右的软件服务费率。类似拼多多的京东拼购平台“京喜”，根据京东平台规则，其拼购店铺业务费率也在 0.6% 左右（部分产品品类 1%）。所以我们认为拼购类平台因产品单价偏低，且以渠道商为主，非品牌方，已经有层层分销渠道剥离利润，故平台对 GMV 难以设立高佣金率。定位拼购类型的平台营收的主要构成并非佣金，而是线上营销服务收入。

但由于折扣类平台定位促销，渠道商走量意愿强于走价，故渠道商线上营销投入意愿更强。根据草根调研数据，拼多多营销服务平台“多多客”平均营销费用率在 10% 左右，而阿里“淘宝客”平均营销费用率在 8% 左右。大促期间，拼多多平台促销手段中用户返券与部分满减活动需要商家充值到营销账户中；“淘宝客”则是根据成交，以 CPS 方式，商家自设推广佣金率，由平台根据推广者等级，返现给推广者/用户。拼多多平台中竞价排名与广告展位收费模式与淘宝类似，但促销叠加拼购，对成交量的推动更强劲；且阿里流量近年来更多向以品牌方代表的 B 端倾斜，腰部 C 店与渠道商在“买流量”环节稍显弱势，所以拼多多线上营销费用率即使到达 10%，对于腰部与长尾品牌来说，unit 流量仍低于淘宝平台。

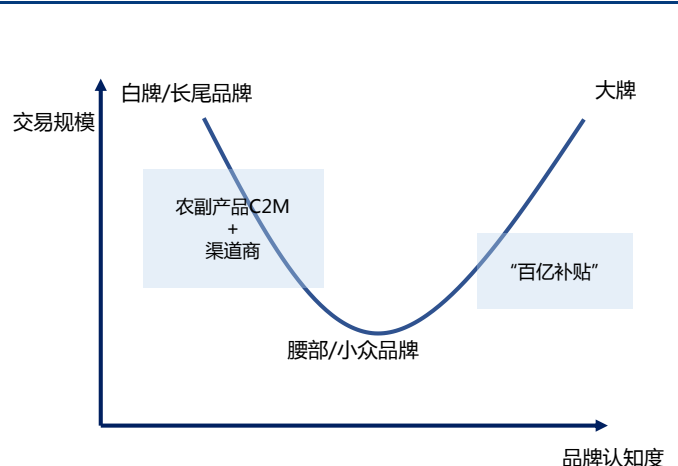
图表 24 电商平台获客成本



资料来源：各企业财报，华创证券

注：京东 2018 年 Q3-Q4 获客成本为异常值，予以剔除

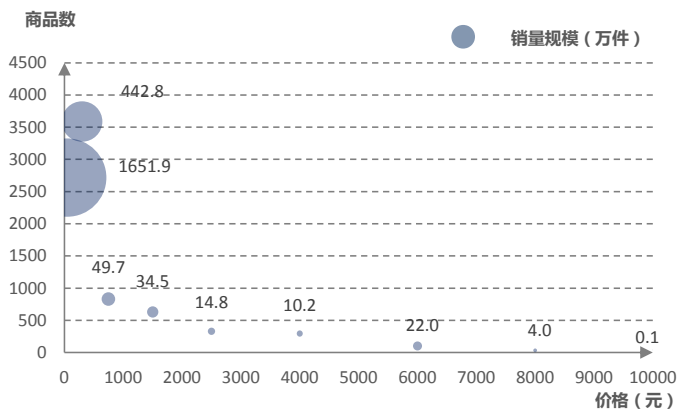
图表 25 三大区间品牌交易规模



资料来源：华创证券整理

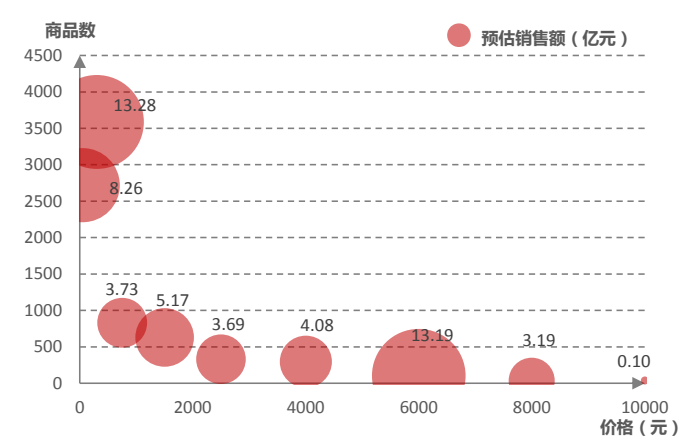
用户规模高速增长，伴随用百亿补贴提高 GMV，加速培养平台用户消费习惯。2019 年阿里受益于渗透率基数较低，且较快挖掘下沉市场，2019 年新增 0.75 亿人；而拼多多在“百亿补贴”活动中利用品牌单品，加大一、二线市场的渗透率，产品针对性强，2019 年新增用户 1.67 亿人，相对获客成本更低。根据拼多多 618 数据，订单量同比增长+119%，农（副）产品 3.8 亿单，农副产品同比+136%，其中来自一、二线城市的订单量占比 72%。2020 年拼多多 618 “百亿补贴”商品超 1.3 亿件，根据超对称技术公众号公布数据，拼多多在 2019 年 12 月 11 日销售产品数量与销售额主要分部在微笑曲线两边，且低价产品的体量更大，销售额占比更高；其次，位于 6000-8000 的产品受益于“百亿补贴”的带动，预估销售额占比也较高。拼多多平台总商品数在 2019Q4 大约为 200W 件，百亿补贴商品数大约日均 9000 件，贡献平台 GMV 总量的 10%。从销售数据的分布上看，符合拼多多的平台定位与策略，且“百亿补贴”对 GMV 与客单价的提升效果明显。

图表 26 拼多多各价格段商品数与对应销量



资料来源：超对称技术，华创证券

图表 27 拼多多各价格段商品数与预估销售额



资料来源：超对称技术，华创证券

国内流通结构复杂，高加价率、多渠道层级、销售终端分散，使电商在“原单/仿品 C2C 乱价”和“品牌方终端零售价直营”之外有足够的价格差异化空间，我们看好拼多多楔入这个空间，利用高端补贴单品（高客单价、低频）+中低端农产品（平台用户渗透率高、高频、刚需、相对低客单价）的两极矩阵，充分契合消费者调性。短看上市后融资带来的造血能力与补贴获客的效率，长看成熟期用户粘性带来的交易量和货币化水平能否支撑模型跑通。

（二）线上渗透率仍将持续提升，流量中心不断迁移

1、线上渠道建设周期远远短于线下，营销费用与流量（媒体+渠道）相关

线上品牌流通结构更扁平，低价高质产品成交率高。电商品牌的销售渠道多分为 B2C 直营（天猫旗舰店）、B2B 入仓模式（天猫超市、京东自营、唯品会）和 B2B 代销/分销。对品牌方而言，B2C 直营确认系统销售额，毛利率高，同时付佣金和服务费，费用率也较高；B2B 入仓多为反向定价合同，约定毛利率，参加平台方活动，反向结算，售价有波动，但毛利率相对稳定；B2B 代销、分销则相当于找线上经销商，低毛利+低费用模式。

崛起于线上的品牌，拥有更扁平的流通结构，更短的链条，更广泛的地域覆盖，更高效的撮合成交，使得低价优质成为可能。主打性价比的休闲零食三只松鼠的线上自营收入占比 67%，护肤品御泥坊线上自营渠道占比营收 50%，对比以线下为重、价格水平稍高的休闲食品，来伊份线上自营占比 13%，康师傅线上销售占比 1%，两类品牌的成本构成不同。

过去的时代，线下品牌面临的是媒体集中、渠道分散。传统品牌在线下消费者触达路径单一，往往依靠媒体投放来增加品牌露出。分销渠道环节多，通过经销商向 KA 渠道铺货，控制销售，打造护城河。

电商崛起后，线上品牌现状是媒体分散、渠道集中。淘品牌的黄金岁月里，电商品牌面对的是媒体集中（流量来自淘系）、渠道集中（成交在淘系）；2018 之后，互联网用户时常几无增长，头条系崛起，流量增量来自站外。媒体变得分散——流媒体平台 DAU 与平均使用时长高于电商平台，根据极光大数据，2019 年初抖音 DAU 超 4 亿，快手 DAU 超 3 亿，淘宝 DAU 约 2.9 亿。

对于电商平台而言，渠道集中，则佣金提升速度快；媒体集中，则客户管理费率（买流量）提升快。2015 年后，受益于 take rate 提升，阿里的佣金收入和客户管理收入全面高于 GMV 增长。2015-2018 年阿里客户管理收入的年复合增长率高达 50%，而后逐渐下行；根据阿里 2019Q4 财报，客户管理收入同比增长为 23%，买流量日益昂贵，电商平台的客户管理费用攀升。

2、对品牌：线上渠道刚性成本远低于线下

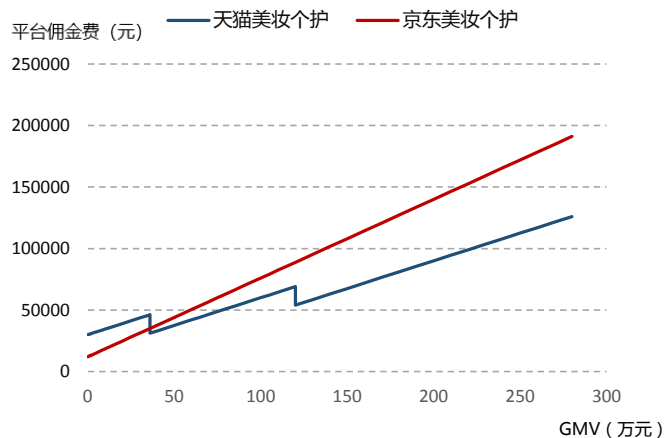
线下存在租金与人力的刚性支付成本，扣率高，规模效应差。2020H1 疫情冲击下，线下客流恢复缓慢，制约线下单元盈利能力。2020H1 与线下客流强相关零售业态中百货店、专业店与专卖店同比下降-23.6%、-14.1%与-14.4%；而网上零售额同比+7.3%。线下渠道刚性成本高，百货与 CS 渠道扣率平均为 20%+，存在租金、水电、物业管理费与销售员工等刚性支出，难以缩减。可以简单认为，尽管品牌选择做线上与线下的成本在趋同，但线上电商 ebitda 率较高，实际可调整的弹性空间更大。

线上渠道费用主要由三部分构成：平台技术服务费+佣金费+客服与物流费用+营销费用；

- 平台技术服务费：平台技术服务费相对固定，天猫 3W/6W，京东 1.2W；
- 佣金费：与 GMV 同比例变动，不同品类存在差异；
- 客服与物流费用：相对刚性，但与 GMV 相关；
- 线上营销费用：可选性成本，买流量的费用，与 GMV 体量挂钩，存在品牌效应与规模效应，越腰部、小众品牌买流量费用更高。

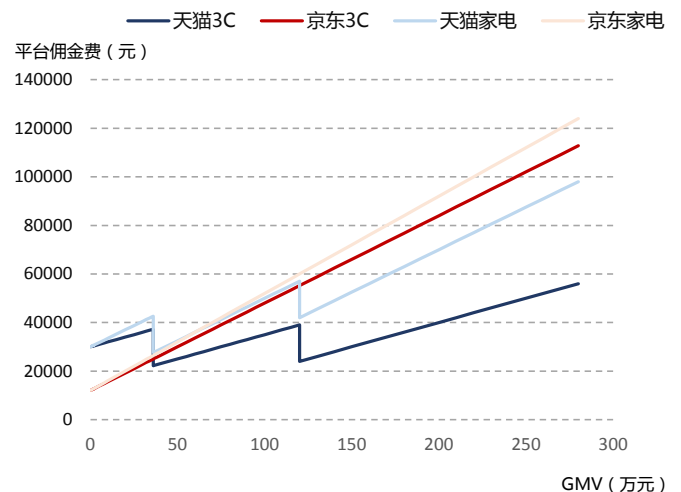
(1) 若假设天猫与京东平台客服与物流费用率相同，不考虑线上营销费用，因天猫平台技术服务费高，初始成本较高，佣金率相对低，而京东平台技术服务费低，佣金率相对高；综合三种主要销售品类，两大平台的线上费用交点大约在 36 万 GMV（美妆个护）、50-100 万 GMV（家电等品类）。即对于品牌来说，不买流量，年 GMV 在 100W 以内天猫平台的相对刚性成本更高，年 GMV 超过 100W 则在京东平台的相对刚性成本更高。

图表 28 美妆个护品类线上平台费与佣金



资料来源：天猫规则中心，京东规则中心，华创证券

图表 29 家电与 3C 品类线上平台费与佣金



资料来源：天猫规则中心，京东规则中心，华创证券

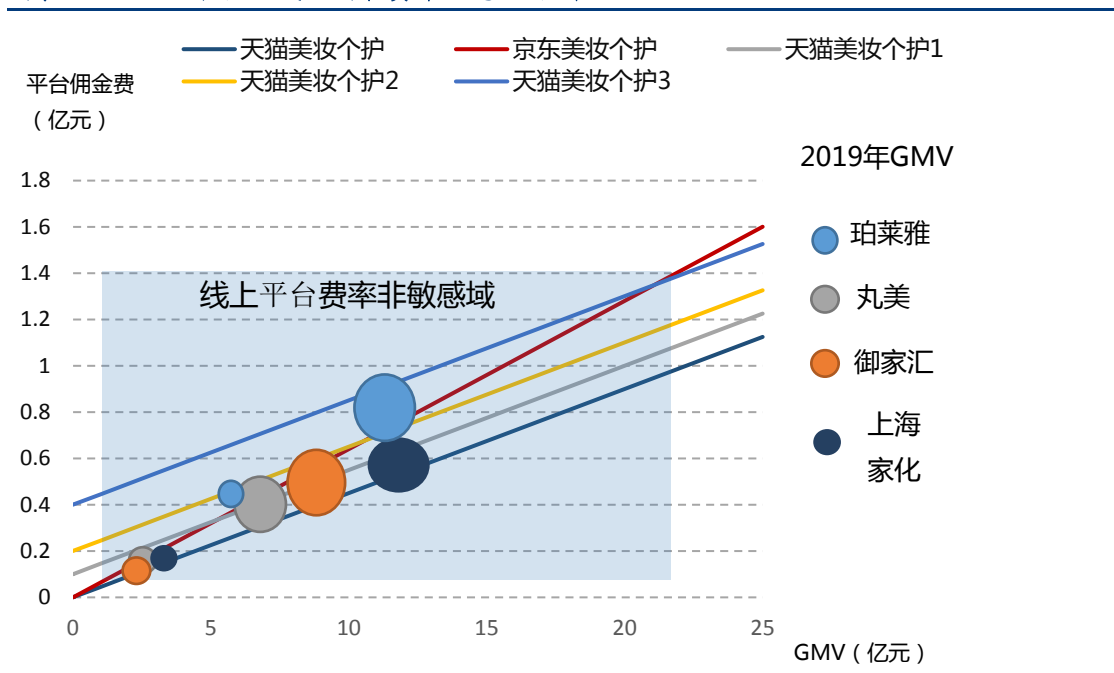
(2) 如上文所述，品牌方对线上营销费用的投入加速提升，所以将线上营销费用考虑入内。且天猫以营销费用为主体，京东以调节自营占比为主，故重点分析品牌加大天猫平台营销投入。假设品牌方将线上运营外包给 TP 代运营机构。我们在《电商代运营：驱动传统变革，机遇挑战并存》曾对比主要美妆个护品类代运营 take rate，发现代运营成本（平台服务+客服+线上营销）相对刚性，与 GMV 关联度不高，则对于外包给 TP 的部分，我们根据几大代运营商报价设立敏感性分析值，分别设置为 1000 万元；2000 万元；4000 万元。根据敏感性分析结果，目前美妆个护主要品牌均处于线上营销非敏感域。而 3C 与家电产品客单价高，全年 GMV20-200 亿元，对平台选择敏感性更高，处于线上营销敏感域。

图表 30 2019 年主要品牌在天猫与京东 GMV 对比（亿元）

2019 年	天猫	京东
御家汇	9,142	2,220
上海家化	12,487	4,081
相宜本草	3,442	1,056
丸美	6,776	2,441
拜尔斯道夫	6,300	3,094
小米	200,767	338,722
海尔	169,513	200,394
格力	63,164	100,513
苏泊尔	56,921	48,120
TCL	37,929	57,777
飞科	19,744	8,584

资料来源：Wind，华创证券

图表 31 美妆个护类线上销售费率敏感性分析

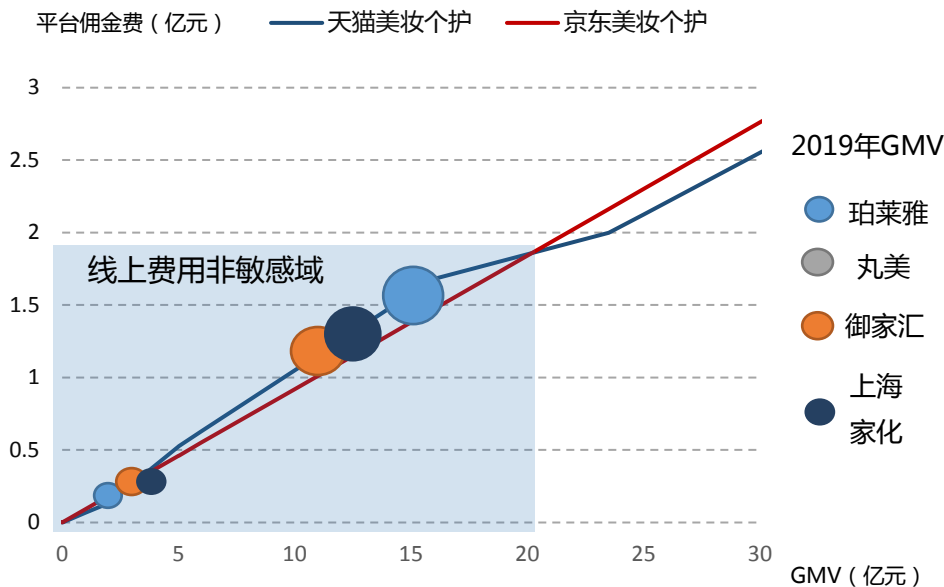


资料来源：Wind，京东规则中心，天猫规则中心，华创证券整理

注：天猫美妆个护 1-3 为设立敏感性分析变动截距项结果

(3) 品牌在适应线上化趋势后倾向于成立自有线上销售部门，研究线上投放策略。根据阿里妈妈的流量公式，由于购买量、点击率、评价数未上量，故初始阶段流量曝光成本相对高。对线上 GMV 假设 2 个改变投放节点：对于美妆个护品牌，1 亿 GMV 之前对应平台平均营销费用率 2.2%；1 亿-15 亿 GMV 处于竞争激烈赛段，加大营销费用率投放至 6%；15 亿以上品牌影响力稳定，站内投放恢复至 2.2%，加大开展站外投放或高 ROI 渠道投放。

图表 32 美妆个护类线上销售费率敏感性分析



资料来源: Wind, 京东规则中心, 天猫规则中心, 华创证券

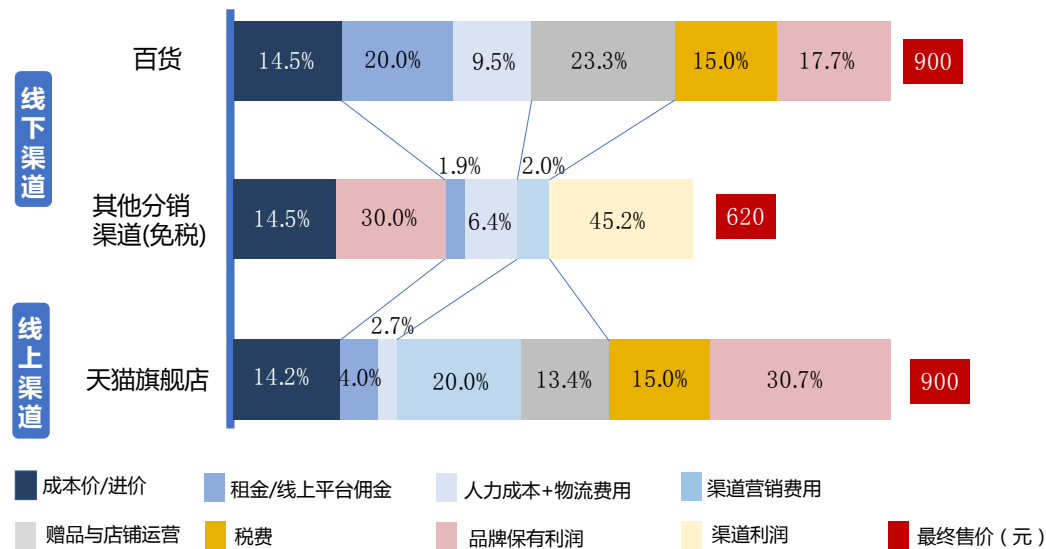
通过对美妆个护、家电、3C 等品类在各大平台的佣金率对比,我们认为,目前美妆个护品类中 B 端商家处于平台佣金“非敏感域”,即美妆产品当前在天猫、京东仍然都处在对佣金率敏感度较低的体量上,而 3C 与家电已经进入对不同平台差异化的“敏感域”,即不同平台佣金率、平台服务费、营销成本对品牌存在较高影响。

- 处于“非敏感域”品类/品牌,线上渠道费用率上限由营销费用决定。随着流量红利进入下半段增长,高 ROI 渠道成为线上营销的首选。
- 处于“敏感域”品类/品牌,在各平台的铺货策略与营销费用存在差异,大促对价盘的冲击决定线上渠道费用率的上限。

线上渠道品牌自主性强,可进行阶段性调整。线上渠道中虽然流量需要持续的营销活动支撑,但刚性支付低,线上费用率的“底”: 1) 对于品牌来说,即为平台每年收取的技术服务费与佣金+客服成本; 2) 对于渠道店(淘宝 C 店),由于不存在佣金,线上刚性成本仅包含每年 3W/6W 的平台服务费+客服成本。将客服与基础运营外包给 TP (代运营商),参考各平台货币化率(2-3%),线上“必选”费用率普遍不超过 8%。经测算,佣金+买流量+客服费用,平均到全年综合费率在 18-26%左右,即品牌在线上所支付的整体费用率。

以 1 瓶 50ml 的雅诗兰黛小棕瓶在非大促期间各线上与线下渠道的成本构成来看:对于线下渠道,租金与人力等刚性支付占比高,在百货渠道综合占比 22%左右,但营销费用相对低,一方面线下业态自带流量,另一方面营销费用包含赠品与线下营销费用,线下营销费用可以有效被线下多个业态摊薄;对于线上渠道,平台租金与人力等刚性支付占比低,天猫旗舰店线上刚性成本仅占比 6.7%左右,而“买流量”+赠品+店铺运营等费用则占比 33.4% (美妆护肤品类流量费用相对高于其他品类,因品牌众多,线上竞争更激烈)。

图表 33 50ml 小棕瓶各大渠道成本构成（免税渠道利润包含运营方和收租者）



资料来源：天猫旗舰店，日上免税店，草根调研，华创证券整理

3、线上转线下“重置成本”过高，线上存在流量困局

一般来说，只要控住价格和货，线下品牌转线上相对容易。

- 线下地租（5-25%）转为线上佣金（4-10%）。广告费全渠道投放，广告形式更高比例挪向线上（线上媒体和渠道都更集中，投放 ROI 更易于考量）。
- 线上 B2C 自营对于传统线下品牌而言，往往是毛利提升、费用率提升的过程。如选择将售前售后等客服人员、物流、仓储、网络投放外包给专业 TP 服务公司，则可以有效控制费用，对于线上起步初期的公司非常有利。

但反过来，纯线上品牌转线下，难度非常大，经销商模式相当于把缩减的环节加回来，层级增加，不牺牲毛利则很难做到和线上同价；自营终端门店更是重资产、费力且分散，人力和租金成本剧烈抬升；即使是看似最轻省的品牌方直接进驻大型连锁超市，组织结构的变更与渠道的磨合也十分困难：

- 维持终端售价不变情况下，超市进销差价+货返，大概率高于线上佣金；如果要参加 KA 促销活动（如在 KA 做大促、上堆头、做海报等，相当于获取线下流量），成本不会比线上低，而辐射范围比线上小。
- 促销人员、柜姐/BA 放置在不同渠道里，人力成本骤增。网店可以 200 人管全国，但线下一个品牌的大型连锁超市 800 家，放 800 个地面促销人员将带来的明显的人力成本抬升。
- 线上品牌对于线下人群（相对大龄、低线、传统）而言，多是知名度较低的小众品牌，而线下渠道对线上品牌而言又是小渠道，在品牌内部很难得到足够的预算支持。加上线上品牌往往创业基因在线上营销，大量淘品牌都是营销公司出身，与线下相比，营销模式存在较大差异，更凸显难度。
- 综上，纯线上品牌转线下、以自营形式铺传统渠道，难度极大，“重置成本”较高。即使克服以上全部问题，也会发现，线上挤压线下增长，商超的增速远比线上低，疫情下更为明显。2020H1 包含民生商品、生鲜商超增速 3.8%，而线上实物商品零售增速 14.3%。

所以对于纯线上品牌来说铺设线下渠道，对管理能力和执行度都有考验，线下细分渠道多，对经销商的管理不善也会对品牌造成负面影响。类比在美国市场发展快速的 DTC 品牌（Direct-to-Consumer）通过全自营渠道销售，去除中

间商，用更扁平化的销售模式压缩成本，定价中等，维持盈利的可能。但国内电商平台集中，除了少数拒绝电商的奢侈品之外，brand.com 几乎失去意义，为了在淘系争取曝光，初期定价往往较低，且被淘系掣肘，难以建立自有渠道，难以分析客群并获得规模增长。在单一渠道的成功难以保证品牌的延续性，面临的不确定性相对线下品牌更强。

线上的困局在于店铺“自然曝光率”低，无论公域、私域流量都需要买。随着线上流量竞争越加激烈，B 端购买流量的意愿也更强。

二、买流量的学问：线上营销的方式与流量阵地的切换

阿里编织了电商平台最初的流量公式，由于计算方式过于复杂，间接衍生了 TP/代运营这个行业（Taobao Partner）——除了售前、售后、分仓、物流等基础工作，TP 的一大重要职责就是掌握站内流量的计算方式，从而合理利用费用投放，帮助品牌方获得更多的站内流量支持。随着流量中心阵地的切换，主流信息传递方式的变化，站外流量成为品牌线上运营的另一大增长点。短视频与直播平台开始外接电商平台或者内生电商属性，开始涉足“带货直播”。

（一）站内流量的学问

站内流量怎么买？有什么工具？阿里是流量体系最丰富、玩法最多样、变现最成熟的公司，以阿里为例，打开淘数据，你会看到以下几种常见标识：

图表 34 淘宝推广方式

销售商品数（种）	收藏数	营销推广
直通车、站外活动		
96	19273754	 
106	19258916	  
97	19240020	  
钻石展位、站内活动		
102	19220746	  
109	11215392	  
聚划算		
114	11187848	  

资料来源：淘数据，华创证券整理

目前几种流量购买基础计费逻辑：

1）CPM——钻石展位

品牌广告出现在首页与各类目 banner 位置，比如聚划算里的品牌展示、钻石展位、甚至在其他网页上浏览时可以跳转到淘宝进行购买的展示都是按照 CPM 的模式计费，即“每千次浏览的单价”*浏览量收费。投放区域包含站内广告与站外广告两部分，仅与展示、浏览量相关，与点击成交不挂钩。

图表 35 CPM 展示位



资料来源：阿里妈妈，华创证券整理

2) CPC——直通车

直通车：品牌购买关键词，通过搜索带有产品或者品牌联想的关键词，跳出广告位（左上角“HOT”，右下角“广告”，每隔6个产品会出现一个广告位，越靠前的越贵；淘宝“猜你喜欢”等栏目中也存在CPC推送）。仅根据点击收费，与展示次数无关。CPC价格=下一位出价×（下一名质量得分/自身质量得分）+0.01元，质量得分由三个指标组成：创意质量+相关性+买家体验，单次点击、浏览价格大概在3-10元之间，一定时段内重复点击会查重扣除，大促日期直通车费率会提升（成交转化更高），一线护肤品的CPC大概是5-20元。各品牌购买的关键词可以快速变化，每个关键词出价也可以随时更改，且每个关键词的价格由于计算公式与竞价排名的下一位相关，所以CPC的定价是完全灵活且需要及时响应。

图表 36 直通车 CPC 计费展示页



资料来源：手机淘宝，阿里妈妈，华创证券

图表 37 CPC 计算体系



资料来源：阿里妈妈，华创证券

图表 38 淘数据后台关键词追踪

关键词	展现指数	点击指数	点击率	转化率	市场均价	竞争度	搜索趋势
油皮亲妈	2,667	187	6.67%	0.00%	¥2.37	27	<div></div>
1. 油皮亲妈	2,667	187	6.67%	0.00%	¥2.37	55	<div></div>
2. 粉底液油皮亲妈	19,771	403	1.89%	2.19%	¥2.03	535	<div></div>
3. 控油粉底液油皮亲妈	106	5	5.13%	0.00%	¥0.28	4	<div></div>
4. 欧莱雅油皮亲妈粉底液	76	3	3.57%	0.00%	¥0.52	8	<div></div>

资料来源：淘数据，华创证券

通过淘数据后台追踪“油皮亲妈”词条市场均价在 2.37 元/次点击，而与品牌相关度更高的词条出价更低，不到通用搜索关键词的 20%。所以基于降低 CPC 单价的目的，品牌方往往倾向于利用站外广告将有效词条与品牌名绑定。其次，点击率与转化率的关联度不强，主要也是因为线上购物存在多平台、多品牌比价，所以虽然 CPC 直通车一度成为线上最有效、最快响应营销渠道，但是由于算法复杂，品牌对词条的可控性不强。

3) CPS——淘宝客、一淘

根据成交订单返还推广者（淘宝客）与购买用户（一淘）佣金。品牌在淘宝联盟中发布促销产品，设立佣金率，阿里妈妈根据推广者等级派发佣金。一淘则是利用“集分宝”对用户返现，集分宝可用于支付宝任意支付场景；且一淘 APP 相关促销活动不会在手机淘宝上显示，适用于清货、非品牌方的经销商买流量促销等，利用隐藏券的模式完成不伤“表面价盘”的促销。

图表 39 淘宝客推广形式与“一淘”页面



资料来源：一淘 APP，华创证券

图表 40 淘宝联盟“淘客新规”



资料来源：阿里妈妈，华创证券

阿里 2020 年 5 月 6 日对淘宝客出台新规，利用分等级抽佣方式，在品牌设立的基础佣金率上，根据推广者等级，平台扣点，形成不同等级淘宝客的最终佣金率。淘宝客在淘宝联盟后台生成个人推广码，再通过微信群、微博等多种形式传递优惠信息，最终通过推广码成交的交易金额*推广者佣金率为推广者佣金。

4) 超级品牌日/天猫小黑盒/天猫 U 先——增店铺会员，降 CPC 单价

超级品牌日是给品牌的常规活动，天猫小黑盒更具新品属性，天猫 U 先品牌试用装，除了以赠品促销外，对于品牌商而言主要目的在于积累会员。会员的触达窗口更多，比如短信、站内私信等，这些触达窗口不存在向平台方再次支付的线上营销费用，所以可以有效提升线上营销 ROI，降低会员群体店铺入口的成本。

图表 41 淘系线上营销产品

付费方式	产品	扣费逻辑
CPM	智钻	按照 $CPM = CPC * \text{预估 CTR} * 1000$ 将“点击出价”折算成“千次展现的价格”。按照折算后的 CPM 出价高低进行排名，价高者优先展现。
	品销宝	店铺词的出价=词的起拍价*平均价指数，如产生竞价状况，可操纵出价指数设定以得到第一优先展现，如有多家店铺相互购买相同词包时，扣价=下一位平均价+0.1 元。如无店铺相互选购相同词包，则依照成本价开展扣钱。
	超级推荐	以 CPM 为基础，增加 CPC 结算模式。 $CPM = CPC * CTR * 1000$ ，其中 CPC 为商家在后台设置的出价，CTR 为预估的点击率。
CPC	淘宝直通车	单次点击扣费=（下一名出价*下一名质量得分）/自身店铺质量分+0.01 元
	超级推荐	以 CPM 为基础，竞价成功后，按照 CPM 价格=下一名的 CPM 结算价格+0.1 元作为实际扣费 CPM 价格，再根据公式 $CPC = CPM / 100 / CTR$ 换算成 CPC 点击扣费。
CPS	淘宝客	交易成功后抽取佣金。

资料来源：阿里妈妈，华创证券整理

（二）站外流量导入

站内流量总量不足，寻求站外优质流量的导入。站外导入的流量有助于提升商品/店铺在阿里算法系统中的权重，因此很多品牌会通过淘客在站外获取流量（早期做法多为返利网推荐，现在典型代表为单品券。品牌店通过淘客在私域分发隐形的大额单品优惠券实现货找人，或品牌店通过分享换取大额券）来引入站外流量，提升店铺的积分和权重，从而获得更多站内流量的支持。

通过站外流量提升阿里体系内的店铺/商品信用、评分、销量、评价，帮助获得淘宝搜索界面中关键字的排名，从而获得淘宝站内免费流量；以这类成交作为基础，购买更多站内广告，提升购买转化，并以此为基础报名更多阿里站内活动。

1、淘宝客——淘宝联盟总 MCN 机构在各大平台集合达人

阿里在各大站外平台的推广渠道是淘宝联盟中的淘宝客，2019 年淘宝客引流综合 GMV 已达 6000 亿元，综合佣金已达 500 亿，体量庞大到衍生出综合返利券平台与 APP，如返利网、花生日记等。利用私域流量促成成交收取佣金，“快钱”模式简单粗暴，甚至衍生出一批淘客培训机构/淘客工具服务商，协助初级淘客通过微信群与微博等账号，定位“白菜”商品集合/隐藏优惠券集合阵地，运营私域流量。

图表 42 淘客模式总结

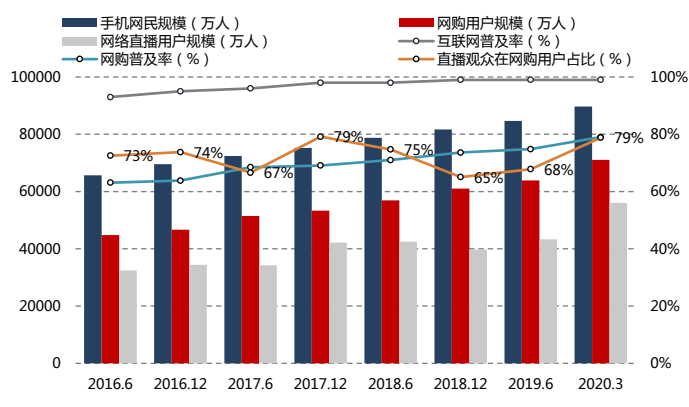
主流模式	简介	主要形式
返利/代理淘客模式	给用户购物拿返利的服务（包括返利 APP、代理 APP、微信返利机器人等），即用户通过某个 APP 搜索淘宝的商品可以查找到隐藏优惠券和返利佣金，其主要目的就是自购省钱、分享赚钱	返利网、返利机器人等
纯优惠券导购淘客模式	通过 APP 或者微信群、QQ、H5 网页等形式为用户提供淘宝优惠券查找和社群导购服务，用户领取优惠券并在淘宝购买后，推广者可以获得对应的淘宝客推广佣金	优惠券微信群等
短视频/直播淘客模式	通过短视频或者直播形式进行商品的推介，用户购买后，短视频/直播达人可以获得对应的淘宝客推广佣金	抖音直播等
招商淘客模式	淘宝卖家和各个淘宝客之间的中介，通过帮助卖家筛选适合淘宝客推广的爆款商品，设定优惠券和佣金比例，分发给各个淘宝客推广渠道，招商淘客主要依靠抽取销售额的服务费赚钱，一般在 5%-10% 之间，相对高于普通淘客利用佣金的盈利模式	招商团长
微博淘宝客模式	通过在微博体系内建设这种导购微博账号，提供各种优惠福利商品，引导用户下单购买，从而获得交易佣金	微博“白菜菌”等 KOL

资料来源：阿里妈妈，微信公众号“老胡地盘”，华创证券

2、直播——用户使用时长与粘性强于其他平台

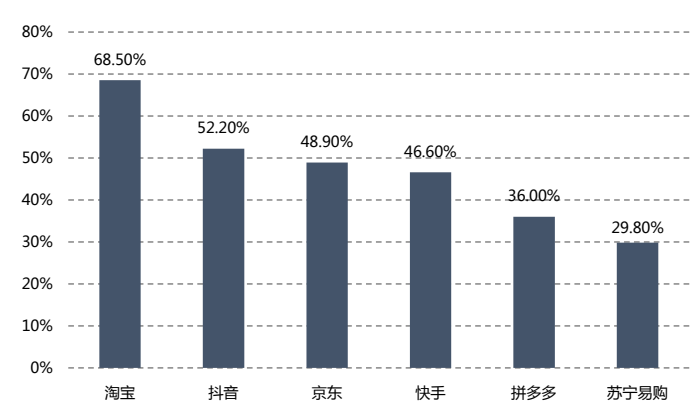
直播形式高成交转化率场景，分为达人直播（飞轮效应明显，流量进一步向头部聚集，偏销售费用）和品牌自播（偏渠道）。2019 年淘宝直播促成 1800 亿 GMV，疫情的催化下 2020Q1 观看直播用户占比网购用户 79%，相较于 2019H1 提升 11%。且根据 QuestMobile 数据，淘宝平台 618 期间观看直播并下单的用户高达 69%，对于成交的转化率远高于平均在 10% 左右的 CPM 与 CPC 模式。直播信息传达效率高，形式多元，具有互动性；在疫情期间，综艺停止现场录制，剧集拍摄停机情况下，品牌方将代言人请到直播间参与和头部主播互动，使直播带货具有了“追星/综艺”属性，强化明星的“粉丝经济”效应。

图表 43 直播渗透率高速提升



资料来源：CNNIC，中商产业研究院，华创证券

图表 44 618 期间观看直播并下单用户占比



资料来源：QuestMobile，华创证券

当前阿里站内流量已经不足以满足增长需求，更多品牌需要去新的流量高地获取站外流量，在阿里站内成交转化，从而获得淘系更多匹配的流量支撑。新的流量高地包括“两微一抖一红书”，信息承载方式各异，承载能力也有所不同。

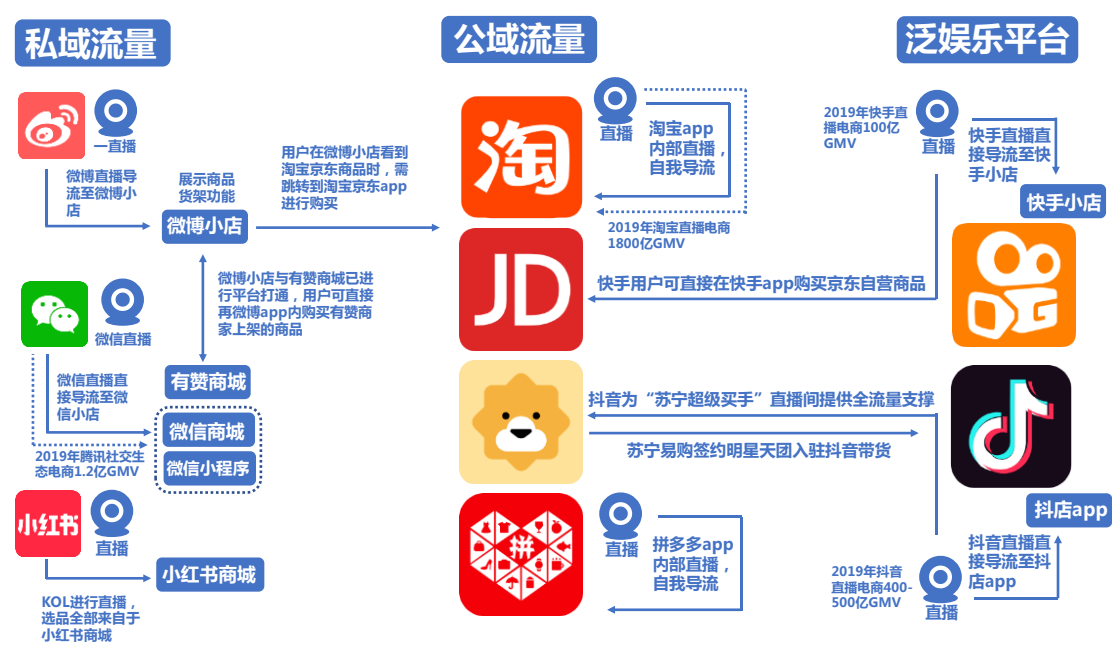
➤ 微信是私域流量聚集地，更曾有虎赞等微信生态位上第三方辅助完成私域流量管理，现有有赞、微盟等 SaaS 服

务提供商；

- 微博以达人的长图文笔记广告为主，内容承载能力较强，主力商品为 150-300 元生活方式用品，现用视频号计划重点发力短视频业务；微博小店开放电商平台跳转，抽取 5%技术服务费；
- 抖音、小红书以信息流广告为主；快手的带货则具有较强的熟人社交情感属性。2019 年抖音与快手直播电商 GMV 分别为 400-500 亿/100 亿左右，抖音从抖音小店中抽佣 5%，除阿里外其他电商平台抽佣 10%。根据卡思学院数据，2019 年抖音头部主播带货的商品中 88%仍来源于淘宝。

目前各平台均开始涉足直播领域，部分社交平台与泛娱乐平台也通过自建电商平台（如快手小店等）将直播高 ROI 带来的佣金收入留在站内，小红书的直播选品也限定在小红书商城中，微博直播导流至微博小店，符合上文提及“去中心化”的逻辑。

图表 45 各领域平台涉足直播模式



资料来源：华创证券整理

由于电商与泛娱乐平台、社交平台头部集中，故用户重叠度都相对高，且随着用户增长，用户重叠度会越来越高。流量的下半场则是用户使用时长争夺，我们看好短视频与直播平台的流量粘性与转化率。根据 QuestMobile 数据，2020 年 618 期间淘宝直播的日均流量占比淘宝 APP 的 7.7%，同比提升 4.9pct。观看直播用户在人均单日使用次数与支付率也远高于不观看直播用户，直播对用户粘性与成交率的提升作用明显。

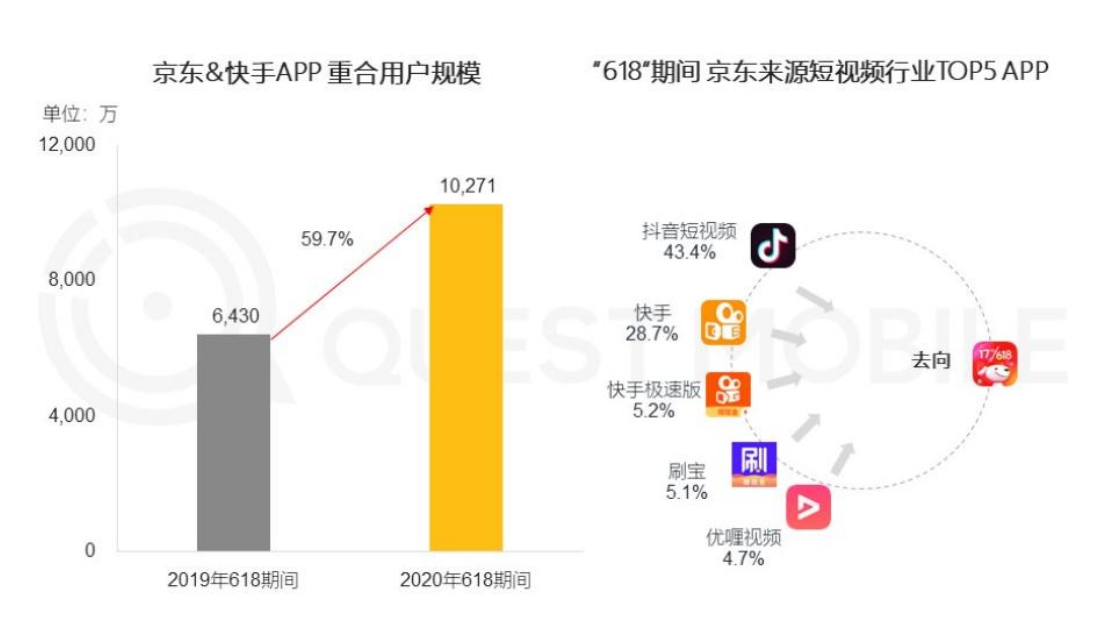
图表 46 淘宝直播提高转化率

		2019 年 618 期间	2020 年 4 月	2020 年 618 期间
观看直播流量日均占比		2.8%	5.3%	7.7%
人均单日使用次数 (次)	观看直播用户	9.8	9.5	10.3
	不观看直播用户	7.1	6.7	7.0
日均支付率	观看直播用户	24.8%	18.2%	27.8%
	不观看直播用户	20.4%	16.2%	22.2%

资料来源：QuestMobile，华创证券

短视频平台与电商平台用户重叠度高，引流效果明显。根据 QuestMobile 数据，抖音与快手是用户切入电商 APP 之前经常使用的 APP，在京东的流量中分别占比 43%、28%，属于高频使用 APP。根据 QuestMobile 数据，618 期间京东与快手重合用户 1.03 亿人，占比京东 MAU35%左右。

图表 47 京东与快手用户重合规模与 618 期间短视频 APP 对京东引流

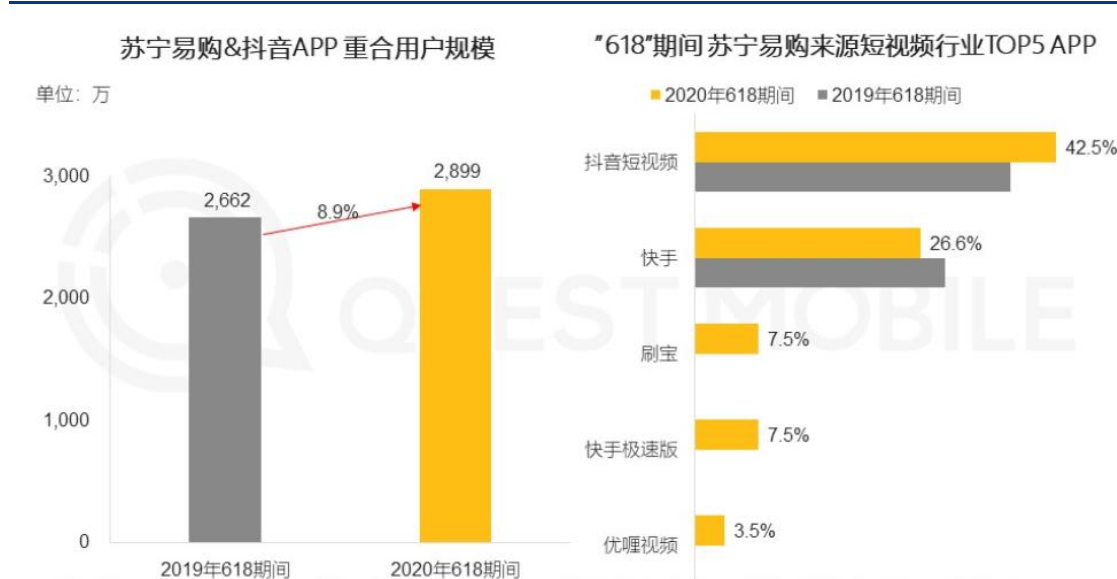


资料来源: QuestMobile

注: 流量来源指当天在使用目标APP (京东) 的上一个目标种类APP (抖音/快手) 的总次数/使用目标APP (京东) 之前使用所有目标种类APP (短视频种类) 的总次数, 下同

2019H1 苏宁入股字节跳动, 进一步加快与短视频平台的流量运营融合, 618 期间苏宁易购 APP 跳转来源中抖音占比 42.5%, 根据 QuestMobile 数据, 618 期间苏宁与抖音 APP 重合用户规模达 0.29 亿人, 占比苏宁易购 MAU39%左右。

图表 48 苏宁与抖音用户重合规模与 618 期间短视频 APP 对苏宁引流



资料来源: QuestMobile

（三）站外流量购买——有赞、头条产品

对比基于微信生态的有赞广告收费方式与基于抖音、今日头条 APP 的字节跳动系营销推广产品，基础的流量购买逻辑是根据地域、城市等级、人群标签针对性投放，收费方式有 CPM、CPC、CPA 等。

- 朋友圈广告中视频报价略高于图文，于中心城市/重点城市/普通城市，视频投放（180/120/60 元/千次），图文投放（150/100/50 元/千次）；公众号广告则以 CPC 模式为主。
- 字节跳动系主要广告形式为主，分为开屏、信息流广告，以 CPM 计费方式为主，投放成本大约在 240 元/千次浏览量。
- 直播类渠道营销费用主要有两种形式：1）坑位费+带货佣金；MCN 机构头部主播坑位费与美妆个护品类佣金率大致为 10W+30%*带货额；2）纯佣金模式。有赞等其他直播渠道纯佣模式下，美妆个护品类佣金率大致在 40% 左右。

从流量中心阵地的切换和主要营销形式的变化上看，随着交互性不断加强，信息传递效率提升，营销费用率和渠道佣金率也在不断提升。我们认为站外流量运营以推广品牌形象的“营销”作用为主，站内流量运营则以促进转化成交的“促销”作用为主。看好“去中心化”趋势下直播业态的兴起，淘宝直播等直播相关 APP 有望成为新一轮的流量高地。

三、风险提示

直播政策监管风险；疫情影响下消费者消费信心恢复缓慢；线上大促频繁透支消费预期等。

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名。

分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告