

互联网行业 2021 年度投资策略

变现边界逐渐模糊，用户价值面临重估

推荐（维持）

- 回顾 2020 年，互联网行业线上流量全面暴涨，头部互联网高歌猛进。一季度的疫情对国内及海外互联网整体行业格局产生深远影响。互联网行业在疫情的冲击中，也展现出了巨大的分化。互联网行业赛道切换合并频繁，用户的价值面临着重估。展望 2021 年，随着字节、快手等标的上市，百度、B 站、拼多多等在港股的二次上市，沪港通/深港通的不断深入，恒指结构有望重塑。我们从线上广告、传统电商、直播电商以及本地生活的大变局进行展望。
- 互联网广告：**（1）电商及短视频广告成为核心增长引擎。中国网络广告市场季度规模同比始终保持正增速，短视频逐渐成为广告越来越受欢迎的渠道。广告始终是电商平台的核心收入来源之一，广告收入的持续提升是导致变现率提升的核心原因之一。（2）互联网巨头内部的广告切蛋糕效应将持续加剧。头部互联网公司寻求内容与形式的双向升级。字节、快手、哔哩哔哩通过短视频平台获得流量的爆发，同时也将持续强化广告商业化平台搭建。
- 传统电商：**（1）后疫情时代电商整体渗透率加速，赛道呈现高景气。中性预测 2020 年线上化率将持续增长，未来 2 年实物电商 GMV 交易额保持 20% 复合增速，2021 年社零线上化率提升至 30%。其中阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会、苏宁、快手+抖音 CR6 市占将达到 97%。（2）电商行业下沉市场点亮高光时刻。电商行业 2019-2020 年活跃买家、MAU 均表现亮眼，主要来自于下沉市场战略的初见成效。（3）2020 年电商行业 ARPU 值驱动因素不断减弱带来整体 GMV 量价切换。2020 年电商行业 GMV 驱动速度减弱，未来料将追求更高效、经营利润率更高的货币化率手段。（4）电商下沉市场转向从 C 转向 B 端、供应链和物流争夺。
- 直播电商：**（1）直播电商规模与增速远远跑赢整体电商行业。直播+短视频风头正盛，头部玩家显现。2020 年快手+抖音+淘宝三家头部平台直播带货的 GMV 预计将超过 5000 亿。（2）直播电商平台的两股力量：“直播电商化” VS “电商直播化” 之间的彻底对抗逐渐明朗。
- 本地生活：**（1）巨大的蓝海市场，数字化水平仍处于初级阶段，餐饮及服务市场发展空间和潜力巨大。（2）疫情催化了本地生活服务线上化进程的全面提速，万物到家时代开启。（3）餐饮外卖行业进一步向头部集中，随着规模效应的扩大，单均盈利能力持续提升。餐饮外卖属于重资产行业，产业链条长，运营精细化，进入壁垒较高。（4）未来生活圈内电商料将会逐步替代传统的中心化电商。近场电商以用户为中心，满足 3~5km 半径内消费者生活相关高频需求，正在快速发展，孵化出新的电商巨头，并逐步完成了一张全国范围“前置仓/店+即时配送”的末端服务网络布局，对传统全国范围广域电商形成冲击。
- 风险提示：**疫情反复风险，宏观经济承压，电商行业竞争加剧、互联网增速下滑、用户增长不及预期、餐饮外卖竞争加剧、新业务持续亏损，疫情反复等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
腾讯控股	448 港元	12.22	15.82	19.21	26	22	24	推荐
哔哩哔哩	38 美元	-2.38	-1	0.98	-48	-114	253	推荐
爱奇艺	19 美元	-0.37	0.26	-0.68	/	/	/	推荐
阿里巴巴	213 港元	6.96	8.69	10.64	33.78	26.30	19.92	推荐
美团点评	172 港元	0.72	2.46	4.56	-133	66	48	推荐
拼多多	77 美元	-1.72	-0.82	-0.16	/	/	/	推荐
心动公司	29 港元	1.30	1.83	2.36	22.5	15.9	12.4	推荐

资料来源：Wind，Bloomberg，华创证券预测 注：股价为 2020 年 12 月 9 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：靳相宜

电话：010-66500831

邮箱：jinxiangyi@hcyjs.com

执业编号：S0360520080001

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	59	1.44
总市值(亿元)	7,512.53	0.89
流通市值(亿元)	5,810.78	0.94

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.6	2.95	20.06
相对表现	-6.76	-19.94	-6.6



相关研究报告

- 《百度（BIDU）2Q20 业绩梳理及发布会纪要》
2020-08-17
- 《互联网行业深度研究报告：从蚂蚁集团、腾讯金融到京东数科，互联网巨头的金融战略落子》
2020-09-17
- 《2020 电商“双 11”前瞻：“猫狗拼”传统巨头分化，“快抖微”新平台入局》
2020-10-21

投资主题

报告亮点

回顾 2020 年，互联网行业线上流量全面暴涨，头部互联网高歌猛进。一季度的疫情对国内及海外互联网整体行业格局产生深远影响。互联网行业在疫情的冲击中，也展现出了巨大的分化。互联网行业赛道切换合并频繁，用户的价值面临着重估。展望 2021 年，随着字节、快手等标的上市，百度、B 站、拼多多等在港股的二次上市，沪港通/深港通的不断深入，恒指结构有望重塑。我们从线上广告、传统电商、直播电商以及本地生活的大变局进行展望。

线上广告：电商及短视频广告成为核心增长引擎，广告始终是电商平台的核心收入来源之一，互联网巨头内部的广告切蛋糕效应将持续加剧。**传统电商：**疫情时代电商整体渗透率加速，两年内整体线上渗透率有望达到 30%，赛道呈现高景气；电商行业下沉市场有望点亮高光时刻，电商下沉市场将从 C 转向 B 端、供应链和物流的全面争夺；2020 年电商行业 ARPU 值驱动因素不断减弱带来整体 GMV 量价切换；未来电商平台将追求更高效、经营利润率更高的货币化率手段。**直播电商：**直播电商规模与增速远远跑赢整体电商行业；来自直播电商平台的两股力量：以抖音快手为主的短视频平台、以淘宝拼多多京东为主的电商平台之间的对抗逐渐明朗。**本地生活：**本地生活作为巨大的蓝海市场，数字化水平仍处于初级阶段，餐饮及服务市场发展空间和潜力巨大；疫情催化了本地生活服务线上化进程的全面提速，万物到家时代开启；餐饮外卖行业进一步向头部集中，随着规模效应的扩大，单均盈利能力持续提升；配套设施“本地配送”的市场前景广阔；未来生活圈内电商将会逐步替代传统的中心化电商。**社区团购：**2 万亿市场初具规模；核心能力是来自选品能力、供应链能力、精细化运营能力；未来的市场格局或将形成美团和拼多多不相上下的局面。

投资逻辑

展望 2021 年，随着字节、快手等标的上市，百度、B 站、拼多多等在港股的二次上市，沪港通/深港通的不断深入，恒指结构有望重塑。我们坚定看好线上娱乐及电商两条主线。本地生活赛道仍旧是我们看好的长期赛道，社区团购带来生鲜电商及日百行业线上渗透率的极大提升，移动互联网线上内容领域，我们推荐移动互联网内容及社交王者，绝对龙头腾讯控股，同时，建议关注即将登陆港股的短视频平台快手。看好拥有独特的年轻用户属性、深耕内容，构成了优质社区氛围，具备变现潜力的哔哩哔哩。手游出海领域看好绝对头部腾讯控股，以及具备研发和独特社交平台的心动公司。长视频领域，推荐行业第一爱奇艺，上下游议价能力转移，长视频成本侧竞争格局持续向好。电商领域，我们认为阿里巴巴作为绝对龙头生态具备极高的竞争壁垒，拼多多具备极强增长潜力，依靠挖掘微信活跃用户，活跃买家有潜力突破 10 亿，突破阿里淘系天花板，将电商平台用户带上新台阶。京东物流将发挥经营杠杆，净利润持续释放。同时，建议关注中心化电商向私域流量转化过程中的第三方服务商。**建议关注：**美团、阿里巴巴、腾讯控股、哔哩哔哩、拼多多、京东、微盟集团、中国有赞、心动公司。

目 录

一、2020 复盘：线上流量全面暴涨，头部互联网高歌猛进.....	6
（一）线上流量全面暴涨，疫情带来库存供给的爆发.....	6
（二）头部互联网高歌猛进.....	6
二、互联网广告.....	8
（一）电商及短视频广告成为核心增长引擎，广告始终是电商平台的核心收入来源之一.....	8
（二）互联网巨头内部的广告切蛋糕效应将持续加剧.....	9
三、传媒电商.....	10
（一）后疫情时代电商整体渗透率加速，两年内整体线上渗透率有望达到 30%，赛道呈现高景气.....	10
（二）电商行业下沉市场点亮高光时刻.....	12
（三）2020 年电商行业 ARPU 值驱动因素不断减弱带来整体 GMV 量价切换.....	13
（四）货币化率持续走高.....	14
（五）电商下沉市场转向从 C 转向 B 端全面争夺.....	15
四、直播电商.....	16
（一）直播电商规模与增速远远跑赢整体电商行业.....	16
（二）直播电商基本逻辑：流量池与商品池的高效配适.....	17
（三）“电商直播化” VS “直播电商化”.....	17
五、本地生活大变局.....	18
（一）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段.....	18
（二）疫情催化，本地生活服务线上化进程全面提速，万物到家时代开启.....	19
（三）餐饮及服务市场规模超过 9 万亿，发展空间和潜力巨大.....	20
（四）餐饮外卖行业进一步向头部集中，随着规模效应的扩大，单均盈利能力持续提升.....	21
（五）本地配送的市场规模，2019 年用户超过 4 亿.....	22
（六）生活圈内电商逐步替代了传统中心化电商.....	23
六、社区团购.....	24
七、投资建议.....	25
八、风险提示.....	25

图表目录

图表 1	线上内容领域 MAU 增长强劲	6
图表 2	Q1 线上内容领域时长增长强劲	6
图表 3	2020 年市值：港股头部互联网公司对比恒生指数（亿港元）	7
图表 4	中概互联网指数走势对比 NASDAQ 指数	7
图表 5	头部公司互联网 PE 对比	7
图表 6	中概股纳入恒指后的成分股占比情况	8
图表 7	纳入中概股前后恒生综指成分股行业情况对比	8
图表 8	2018Q2-2020Q2 中国网络广告市场季度规模及同比增速	8
图表 9	2018-2022 年中国互联网典型媒介类型广告市场份额分布	8
图表 10	拼多多广告及佣金收入随总收入增长趋势	9
图表 11	阿里巴巴广告收入及增长率走势图	9
图表 12	2018-2020 年各互联网广告巨头市场份额	9
图表 13	字节、拼多多、微博、百度广告收入占比较高	9
图表 14	17Q1-20Q3 社零总额及线上实物零售额渗透率（亿元）	10
图表 15	社零渗透率及电商行业格局	10
图表 16	2020Q1 中国零售消费品中快消品占比提升明显	11
图表 17	三大电商 MAU 与活跃买家（百万）	12
图表 18	三大电商收入及增速（亿元）	12
图表 19	阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU	13
图表 20	阿里巴巴、拼多多、京东 GMV 增速	14
图表 21	拼多多货币化率变化趋势图	14
图表 22	天猫和淘宝货币化率	14
图表 23	京东货币化率	15
图表 24	阿里巴巴，京东，拼多多布局 B 端、供应链和物流	15
图表 25	中国直播经济市场收入（亿元）	16
图表 26	直播+短视频电商 GMV（亿元）	16
图表 27	流量池与商品池高效适配	17
图表 28	直播电商人货场关系	17
图表 29	红人与 MCN 机构关系梳理	17
图表 30	直播领域各平台对比	18
图表 31	信息娱乐在线渗透率	19
图表 32	社交网络在线渗透率	19
图表 33	零售业市场规模与线上渗透率	19

图表 34	生活服务行业市场规模与线上渗透率	19
图表 35	主要生鲜电商活跃用户数规模(万人)	20
图表 36	日均活跃用户数(万人)	20
图表 37	餐饮市场规模空间提升巨大	20
图表 38	在线外卖整体市场规模（亿元）	21
图表 39	美团外卖与饿了么相关数据对比	21
图表 40	美团外卖与饿了么市场占比情况	22
图表 41	2020Q1 美团外卖 VS 饿了么单量市场份额	22
图表 42	中国商超即时零售规模及增速	22
图表 43	中国本地配送日均单量（百万）及增速	22
图表 44	即时物流主要企业投融资情况	23
图表 45	即时配送平台对比	23
图表 46	兴盛优选 UE 模型	24

一、2020 复盘：线上流量全面暴涨，头部互联网高歌猛进

回顾 2020 年，Q1 疫情对国内及海外互联网整体行业格局产生深远影响。互联网行业在疫情的冲击中，也展现出了巨大的分化。互联网行业赛道切换合并频繁，用户的价值面临着重估。展望 2021 年，随着字节、快手等标的上市，百度、B 站、拼多多等在港股的二次上市，沪港通/深港通的不断深入，恒指结构有望重塑。我们从线上广告、传统电商、直播电商以及本地生活的大变局进行展望。

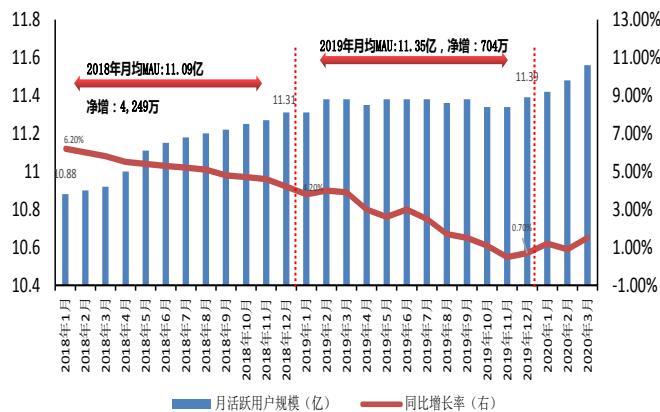
（一）线上流量全面暴涨，疫情带来库存供给的爆发

疫情期间人们居家时间超过往常，通过互联网线上完成日常生活、学习、办公需求，实现了对宅经济的催化作用。其中社交、短视频、阅读、办公、教育等线上内容迎来爆发性增长。根据 Qestmobile 数据显示，2020 年 Q1 移动互联网同比增速反弹至 1.5%，月活跃用户规模较 2019 年年末增长 1700 万，时长比去年同期大增 28.6%。从全网月活跃用户规模来看，2020 年上半年移动互联网平均 MAU 规模达到 11.55 亿，全网净新增用户规模达到 847 万，已超过去年全年 704 万的增量。

短视频行业增长醒目。从具体线上内容领域来看，春节营销效应明显，头部互联网公司下平台多推出通过短视频的方式进行全民参与互动，其中字节、快手、腾讯、百度决战短视频，由此造成短视频行业增长醒目。据 Qestmobile 数据显示，短视频行业时长 2020 年 3 月较去年同期增长 80%。

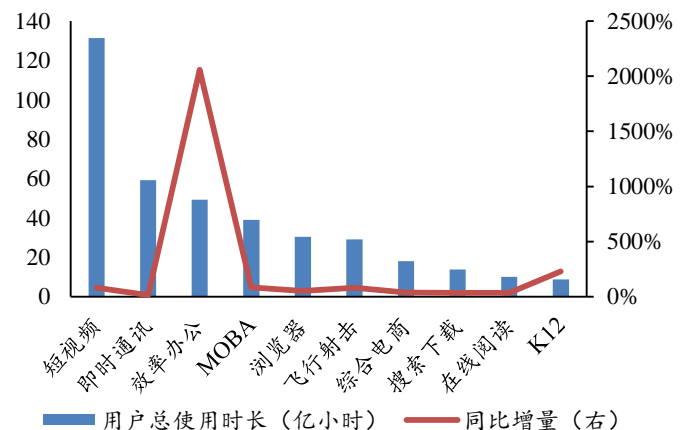
远程办公、到家、在线教育成为场景重塑的典型行业。居家时间增加改变了消费者既往的消费习惯和生活习惯，完成了消费者教育，极大地催化了行业的线上渗透率。据 Qestmobile 数据显示，Q1 远程办公用户规模增长排名第一，同比增长 242.2%，净增 MAU 3.1 亿。

图表 1 线上内容领域 MAU 增长强劲



资料来源：Qestmobile，华创证券

图表 2 Q1 线上内容领域时长增长强劲



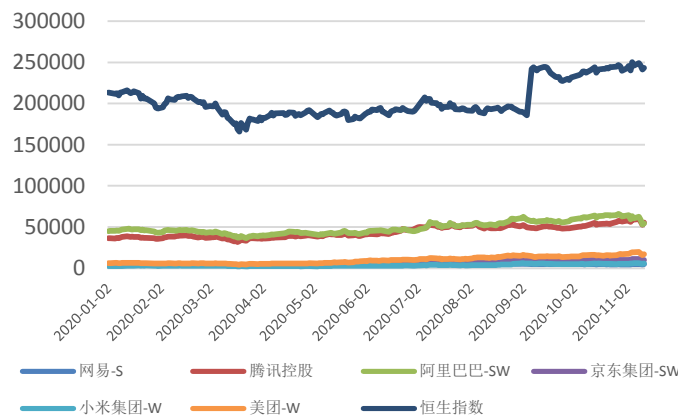
资料来源：Qestmobile，华创证券

（二）头部互联网高歌猛进

2020 年港股头部互联网公司和中概互联网指数涨幅迅猛。回顾 2020 年港股互联网公司市值走势，以阿里、腾讯、美团为首的港股互联网巨头市值稳固上升。特别的，在 2020Q1 恒生指数大幅下挫，Q2 相对低迷期间，港股头部互联网公司市值始终保持稳中有升的态势。2020 年，中概互联网指数领先 NASDAQ 指数，且不断扩大领先趋势。纳斯达克指数从年初的 9092 点涨至 11161 点，同期中国互联网 50 指数从 9535 点大幅提升至 13886 点，中概互联网

指数较大盘的领先幅度从 500 个点涨至 2700 个点，涨势迅猛。

图表 3 2020 年市值：港股头部互联网公司对比恒生指数（亿港元）



资料来源：Choice，华创证券

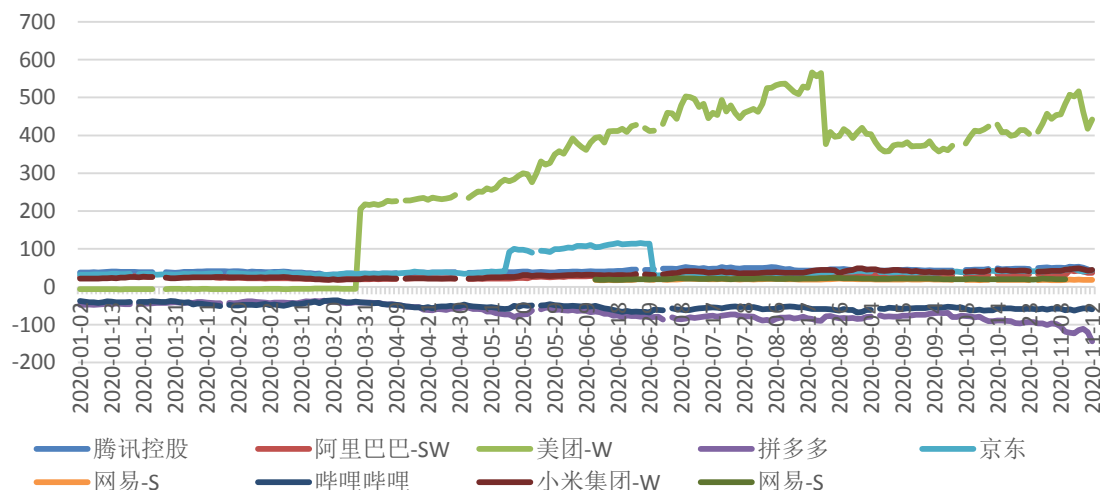
图表 4 中概互联网指数走势对比 NASDAQ 指数



资料来源：Choice，华创证券

后疫情促使线上化进程全面提速。以本地生活领域为例，后疫情时代呈现出巨大的蓝海市场。美团作为本地生活的龙头企业，从 Q3 开始彻底走出疫情影响，餐饮外卖、到店酒旅以及新业务各板块迎来全面正增长，同时交易用户与商户数增长创新高，供需两端进入快速增长通道。营收增长、经营利润与经调利润皆转正。社区团购+买菜+闪购构成美团生鲜零售赛道的立体化网络，有望再造下一个外卖市场。随着线上化进程的全面提速，美团在市占格局上的不断占优，以及其展现出的强劲盈利能力，我们认为美团作为本地生活领域的巨头，未来的发展动力和能量不可限量。

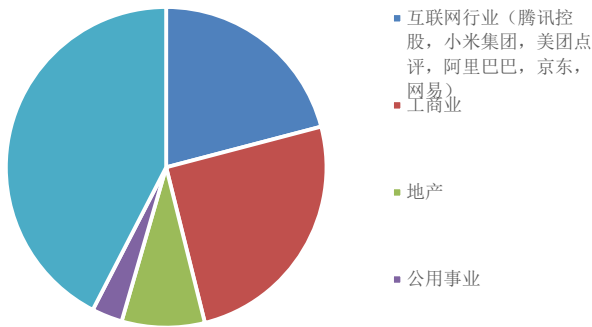
图表 5 头部公司互联网 PE 对比



资料来源：Choice，华创证券

中概纳入恒生指数+快手抖音上市，恒指结构发生改变。中概股纳入恒生指数，成分股占比出现结构性改变。互联网行业迅速占领份额，互联网零售业务总市值占比从 2.5% 迅速提升至 12.5%，对 80% 的行业市值占比造成冲击，可见互联网行业“来势汹汹、高歌猛进”。

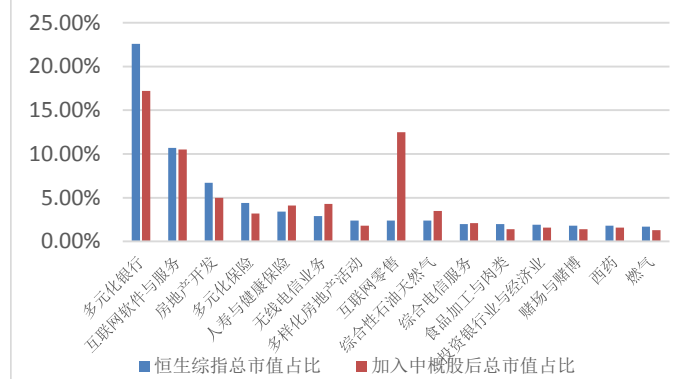
图表 6 中概股纳入恒指后的成分股占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

注: 第二上市公司只计算香港股本, 同股不同权公司只考虑同权部分, 且这两类公司个股权重不超过 5%; 单一公司不超过 10%

图表 7 纳入中概股前后恒生综指成分股行业情况对比



资料来源: Wind, 华创证券

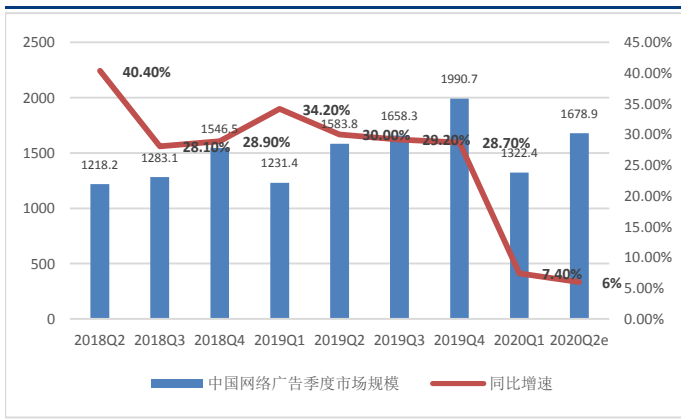
二、互联网广告

(一) 电商及短视频广告成为核心增长引擎, 广告始终是电商平台的核心收入来源之一

线上营销服务主要包括广告, 广告是基于短视频和直播的社交平台变现的天然方式, 因为广泛的用户触达以及平台上通过用户参与自然产生的多元化的内容、兴趣和需求。

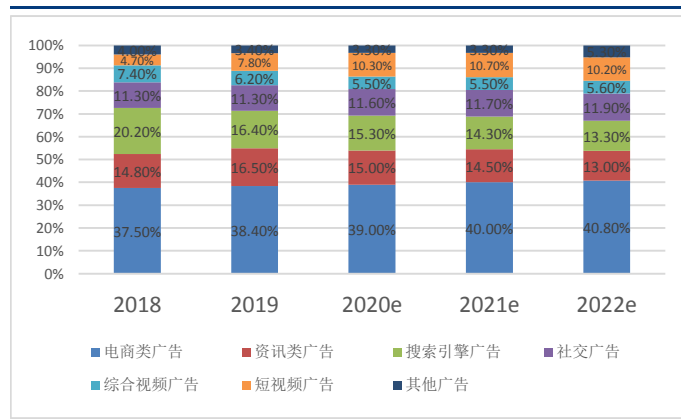
根据 iResearch, 中国网络广告市场季度规模同比始终保持着正增速。由移动网络的普及持续推动, 中国网络广告市场规模从 2018Q2 的 1218 亿元增至 2020Q2 的 1679 亿元。根据 Questmobile 统计, 中国互联网典型媒介类型广告主要集中在电商类、资讯类、搜索引擎类、社交类和短视频类。在市场份额的分布中, 电商类广告占据绝对的份额, 预计 2022 年将保持在 40% 左右; 资讯类和搜索引擎类广告的市场份额均呈现不同程度下降; 相比之下, 短视频逐渐成为广告越来越受欢迎的渠道, 2019 年市占率仅为 7.8%, 预计 2022 年将达到 10.2%。

图表 8 2018Q2-2020Q2 中国网络广告市场季度规模及同比增速



资料来源: iResearch, 华创证券

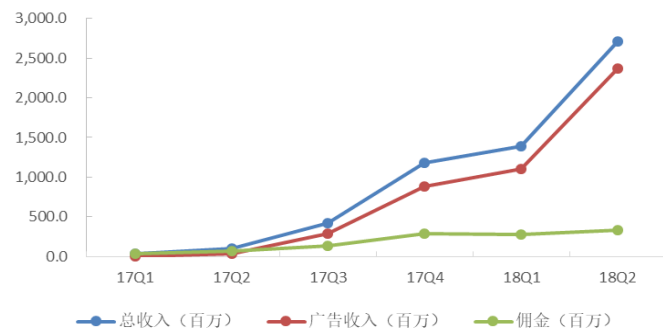
图表 9 2018-2022 年中国互联网典型媒介类型广告市场份额分布



资料来源: Questmobile, 华创证券

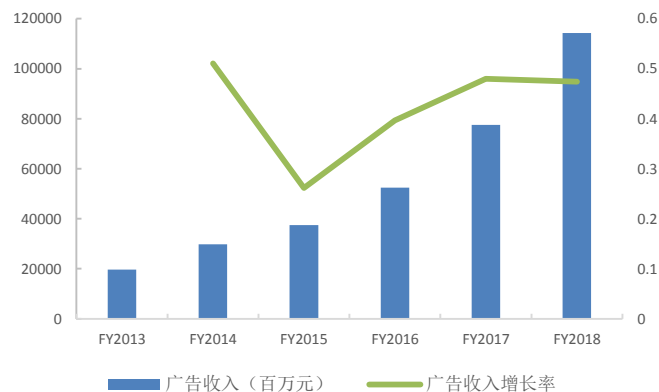
广告始终是电商平台的核心收入来源之一，广告收入的持续提升是导致变现率提升的核心原因之一。阿里巴巴广告收入占比始终保持在 60% 以上。阿里 FY2018 广告收入为 114,285 万元，同比增长约 47%，预测未来广告收入将持续增长。

图表 10 拼多多广告及佣金收入随总收入增长趋势



资料来源：拼多多招股说明书、华创证券

图表 11 阿里巴巴广告收入及增长率走势图



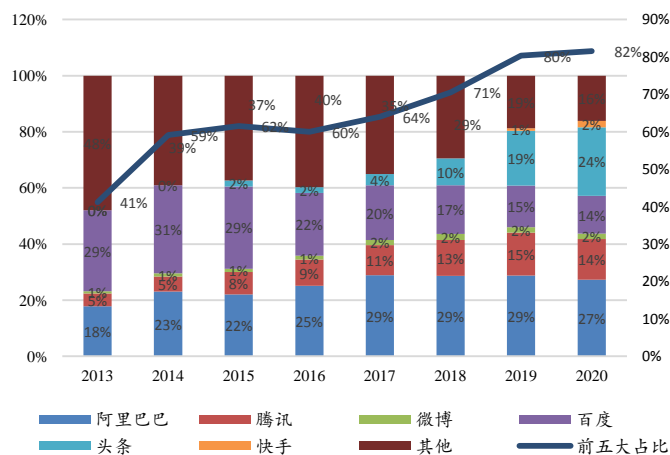
资料来源：阿里巴巴公司财报、华创证券

(二) 互联网巨头内部的广告切蛋糕效应料将持续加剧

2020 年互联网广告全行业增速明显放缓，互联网巨头内部的广告切蛋糕效应预计将持续加剧。企业广告支出的减少使得互联网公司库存过量，单价持续走低。根据公司财报及 Bloomberg 预测，2020 年国内互联网广告前五大企业将占据超过 80% 的市场份额。

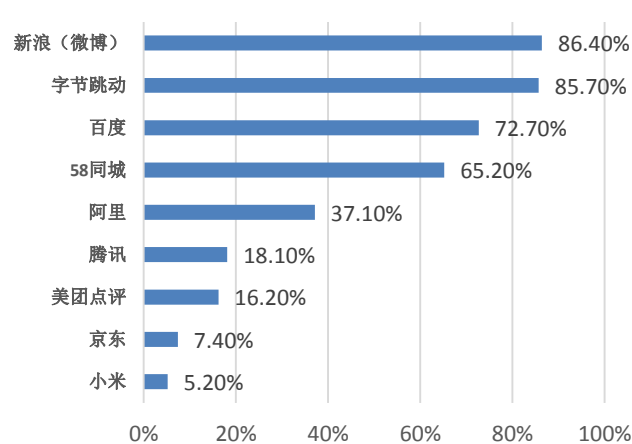
在行业增速放缓及内部竞争激烈的情况下，头部互联网公司寻求内容与形式的双向升级。其中字节、快手、哔哩哔哩等通过短视频平台获得流量的爆发，同时也将持续强化广告商业化平台搭建。字节跳动推出巨量引擎广告平台，快手加强广告商业化进程，哔哩哔哩在 Q1 业绩指引中强调以信息流为主的广告变现的推动。

图表 12 2018-2020 年各互联网广告巨头市场份额



资料来源：相关公司财报、Bloomberg、华创证券

图表 13 字节、拼多多、微博、百度广告收入占比较高



资料来源：Questmobile、华创证券

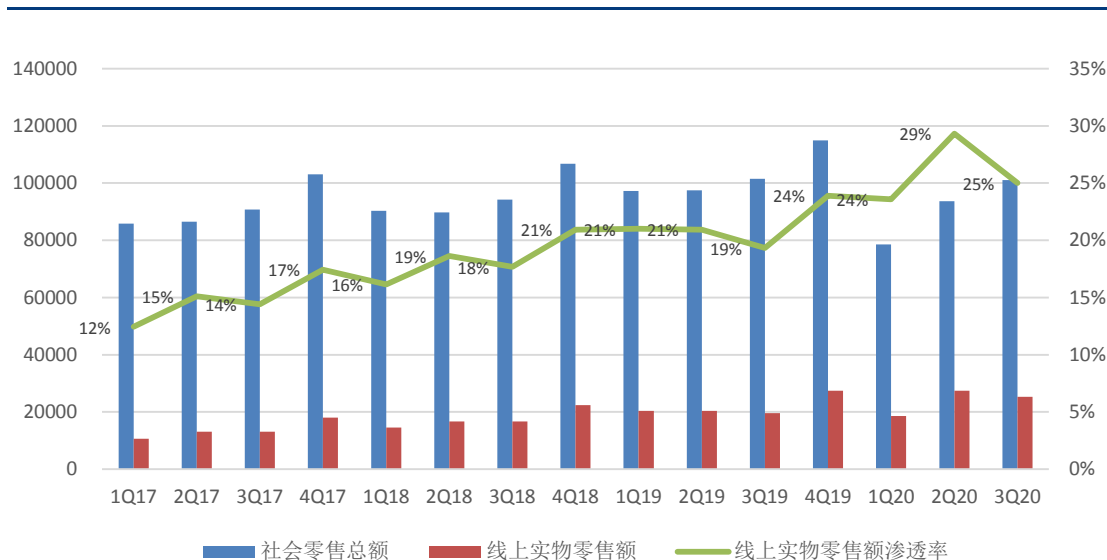
三、传统电商

(一) 后疫情时代电商整体渗透率加速，两年内整体线上渗透率有望达到 30%，赛道呈现高景气

疫情加速了电商行业整体的渗透率，使整体渗透率提升。根据国家统计局公布的数据计算，2017-2019 年线上实物零售额渗透率不断提高。在 2020 年疫情期间，我国社会零售总额下降，然而线上实物零售额在各季度同比普遍实现逆势增长，线上实物零售额渗透率从 2019Q4 的 24% 提高到 2020Q2 的 29%。虽然，随着国内疫情的稳定控制，我们看到线上购买的增长态势有所回落，但消费者的消费习惯已经养成，线上化渗透率仍较去年同期提高 6 个百分点。

传统电商形成三足鼎立格局，新电商入局。电商直播等新业态持续提升线上渗透率，线上交易增速大幅领先中国零售市场增速。我们中性预测 2020 年线上化率将持续增长，未来 2 年实物电商 GMV 交易额保持 20% 复合增速，2021 年社零线上化率预计提升至 30%。其中阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会、苏宁、快手+抖音 CR6 市占料将达到 97%。

图表 14 17Q1-20Q3 社零总额及线上实物零售额渗透率（亿元）



资料来源：国家统计局，华创证券

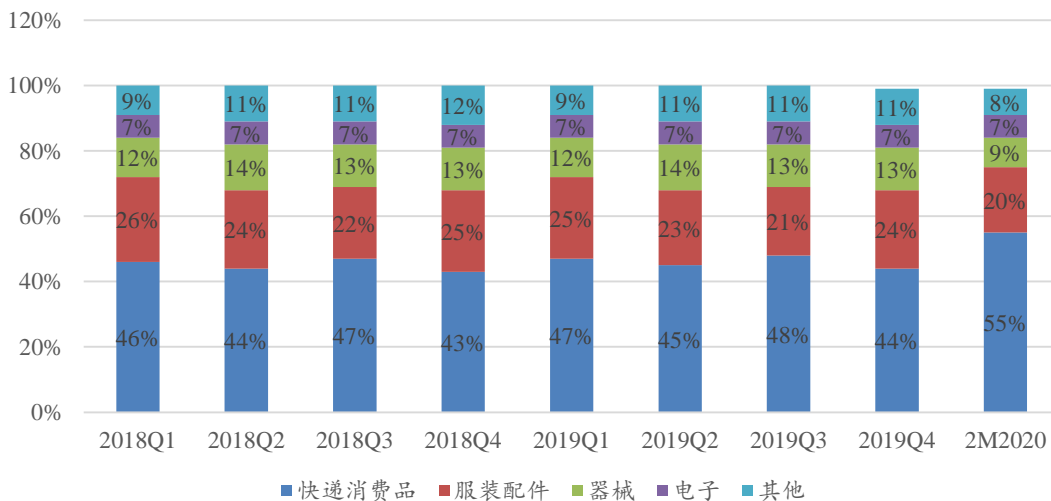
图表 15 社零渗透率及电商行业格局

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
社零总额 (亿元)	332315	366262	402888	439148	472084	509851
同比	10.40%	10.20%	9.00%	8.50%	7.50%	8.00%
全社会线上零售额 (亿元)	51556	71751	89148	107802	129362	153941
同比		39%	24%	22%	20%	19%
电商渗透率	16%	20%	22%	25%	27%	30%

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
阿里巴巴国内零售 GMV	30922	37674	48200	57272	65890	75774
<u>阿里巴巴 GMV 份额</u>	<u>60%</u>	<u>53%</u>	<u>54%</u>	<u>53%</u>	<u>51%</u>	<u>49%</u>
京东 GMV	9391	12944	16768	20854	27110	32883
<u>京东 GMV 份额</u>		<u>18%</u>	<u>19%</u>	<u>19%</u>	<u>21%</u>	<u>21%</u>
拼多多 GMV		1412	4716	10066	22649	26045
<u>拼多多 GMV 份额</u>		<u>2%</u>	<u>5%</u>	<u>9%</u>	<u>18%</u>	<u>17%</u>
唯品会 GMV		883	1100	1343	1558	1680
<u>唯品会 GMV 份额</u>		<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>
苏宁线上实物 GMV (亿元)		805	1267	1496	1840	1900
<u>苏宁 GMV 份额</u>		<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>	<u>1.00%</u>
快手+抖音				1000	4000	6000
<u>快手+抖音份额</u>				<u>1.00%</u>	<u>3.00%</u>	<u>4.00%</u>
CR6		75%	81%	84%	95%	97%

资料来源：相关公司财报、国家统计局、华创证券

图表 16 2020Q1 中国零售消费品中快消品占比提升明显



资料来源：国家统计局，华创证券

(二) 电商行业下沉市场点亮高光时刻

电商行业 2019-2020 年活跃买家、MAU 均表现亮眼，主要来自于下沉市场战略的初见成效。在 19 年对电商行业的研究中，我们预判随着一二线市场渗透率见顶，以及拼多多趣头条和微信支付对下沉市场的入门教育，今年电商下沉市场的争夺将愈发激烈。目前财报答卷来看，巨头的策略确实印证了我们的判断，阿里巴巴、京东、拼多多的主要增长点皆来自于下沉市场，季度新增活跃买家皆为 70% 左右来自于欠发达地区。低线城市的“后来者”成为互联网最后的新增红利。

图表 17 三大电商 MAU 与活跃买家（百万）

时间		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
拼多多	年度活跃消费者	68	100	158	245	295	344	386	419	443	483	536.3	585.2	628
	环比		47.3%	58.2%	55.2%	20.5%	16.5%	-7.9%	8.6%	5.9%	-9.9%	-8.4%	-6.8%	
	APP MAU	15	33	71	141	166	195	232	273	290	366	430	482	487
	环比		-53.5%	-49.6%	-15.1%	-14.9%	-15.9%	-15.0%	-5.9%	-20.8%	-14.9%	-10.8%	-1.0%	
	活跃买家/MAU	453.3%	303.0%	222.5%	173.8%	177.7%	176.4%	166.4%	153.5%	152.8%	132.0%	124.7%	121.4%	129.0%
阿里巴巴	年度活跃消费者	454	466	488	515	552	576	601	636	654	674	693	711	726
	环比	2.5%	-4.5%	-5.2%	-6.7%	-4.2%	-4.2%	-5.5%	-2.8%	-3.0%	-2.7%	-2.5%	-2.1%	
	APP MAU	507	529	549	580	617	634	666	699	721	755	785	824	846
	环比		-3.6%	-5.3%	-6.0%	-2.7%	-4.8%	-4.7%	-3.1%	-4.5%	-3.8%	-4.7%	-2.6%	
	活跃买家/MAU	89.5%	88.1%	88.9%	88.8%	89.5%	90.9%	90.2%	91.0%	90.7%	89.3%	88.3%	86.3%	85.8%
京东	年度活跃消费者	237	258	266	293	302	314	305	305	311	321	334.4	362	387.4
	环比		9.2%	-9.2%	9.8%	3.2%	3.0%	-2.7%	-1.9%	1.7%	3.4%	-7.6%	-6.6%	-7.2%

资料来源：相关公司财报，华创证券

图表 18 三大电商收入及增速（亿元）

（亿元）	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
阿里巴巴（中	258.2	367.1	395.6	601.1	401.9	539.7	543.6	812.5	473.7	756.0	757.9	1104.6	709.1

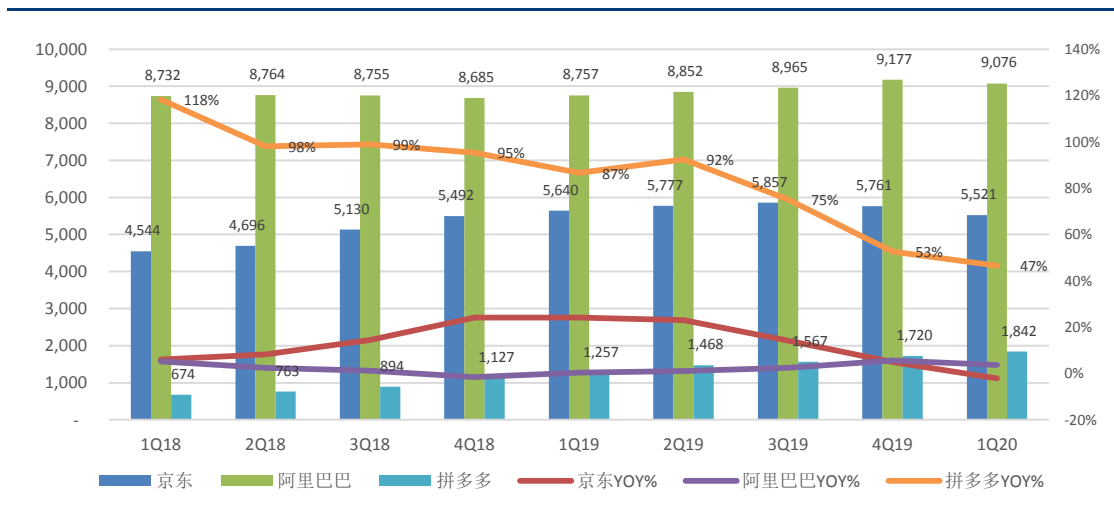
国零售市场)													
同比	40.76%	57.00%	64.08%	47.31%	55.67%	47.00%	37.41%	35.17%	17.87%	40.09%	39.42%	35.96%	49.69%
拼多多营业总收入	0.37	1.05	4.23	11.79	13.85	27.09	33.72	56.54	45.45	72.90	75.14	107.93	65.41
同比					3640%	2489%	697%	379%	228%	169%	123%	91%	44%
京东净营收	752	932	837	1102	1001	1223	1048	1348	1211	1503	1348	1707	1462
同比	40%	44%	39%	39%	33%	31%	25%	22%	21%	23%	29%	27%	21%

资料来源：相关公司财报，华创证券

(三) 2020 年电商行业 ARPU 值驱动因素不断减弱带来整体 GMV 量价切换

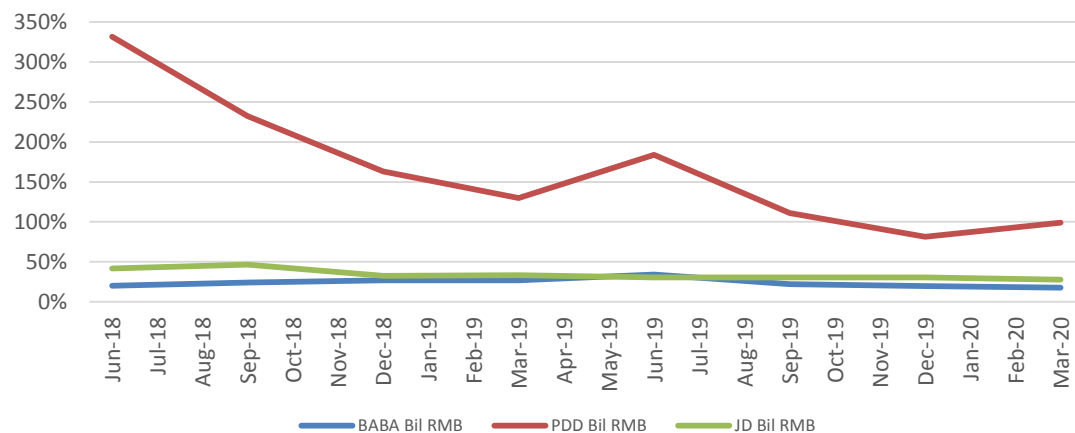
2020 年电商行业 GMV 驱动速度减弱，追求更高效转化是大趋势。随着下沉市场占比的不断提升，ARPU 值驱动因素不断减弱带来整体 GMV 量价切换。电商行业格局相对稳定，已经度过了极端销售费用换份额的阶段。阿里巴巴、京东销售费用占 GMV 比例逐渐趋稳，拼多多销售费用占 GMV 比率呈现下降趋势，表明电商行业格局相对稳定，已经度过了极端销售费用换份额的阶段。阿里巴巴销售费用占 GMV 比率 2018 年 0.6%，2019 年 0.7%，销售费用率 2019 年为 10.3%，京东销售费用占 GMV 比率 2019 年 1.8%，销售费用率 2019 年 3.3%。未来电商平台将追求更高效、经营利润率更高的货币化率手段。

图表 19 阿里巴巴、拼多多、京东 ARPU



资料来源：各公司财报，华创证券

图表 20 阿里巴巴、拼多多、京东 GMV 增速



资料来源：各公司财报、华创证券

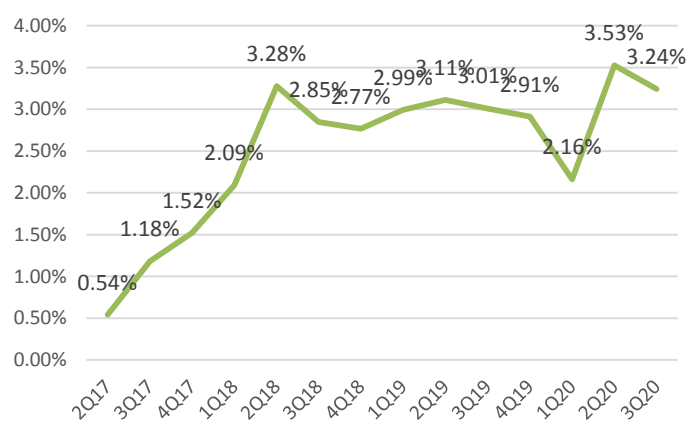
(四) 货币化率持续走高

5G 发展与直播浪潮下，电商平台流量货币化从图文向更高效的视频迈进。拼多多百亿补贴入口加入短视频和直播内容，货币化率维持在 3 个百分点以上，展现出较强的广告流量效应和提升潜力。2020Q3 单季度货币化率为 3.24%，在线营销货币化率为 2.94%，广告货币化率的提升主要源于用户数和活跃度的增加导致平台转化率的向好，反映在广告变现势头强劲。

阿里巴巴佣金率稳中有升，淘宝和天猫整体过去几年货币化率提升明显，主要依靠淘宝货币化率提升的驱动，根本上来自于淘宝的内容生态的建设。整体货币化率从 FY2014 年时的 2.55% 提升至 FY2019 年时的 3.62%，FY2019 实现佣金收入货币化率 1.08%、顾客管理客户化率 2.54%。阿里向天猫商户收取一定的佣金，并向淘宝和天猫商户提供直通车、钻石展位等营销工具，按照 CPC/CPM 收取一定的广告费用。伴随天猫 GMV 占比提高，阿里货币化能力快速提升。

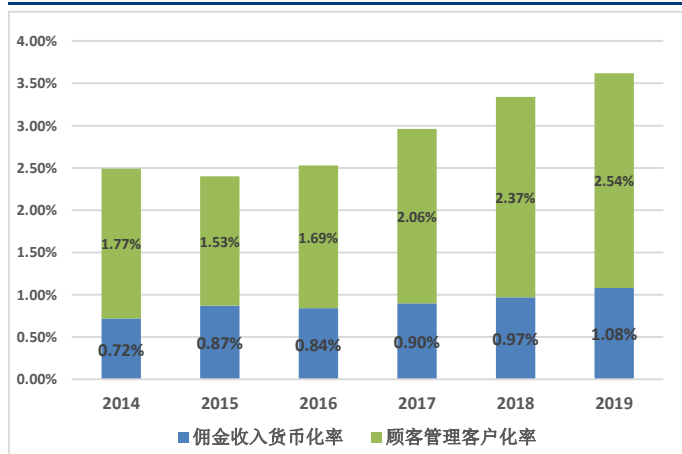
京东联合抖音、值得买等平台，获取外部短视频流量，1P 货币化率接近 50%，3P 货币化率稳定上升。

图表 21 拼多多货币化率变化趋势图



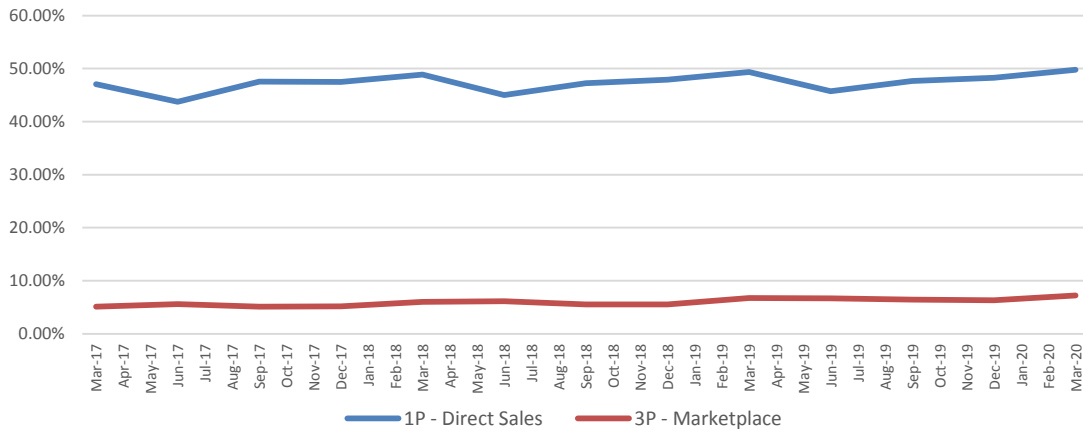
资料来源：公司财报、华创证券

图表 22 天猫和淘宝货币化率



资料来源：公司财报、华创证券

图表 23 京东货币化率



资料来源：公司财报、华创证券

(五) 电商下沉市场转向从 C 转向 B 端全面争夺

2020 年电商行业增长的主要驱动力依旧来自于下沉市场。C 端用户争夺将在今年见顶。我们预测，短期来看，支付宝与微信支付用户与目前网购用户之间的差值，大约 2 亿到 3 亿，对这部分用户的争夺在今年下半年将达到顶峰。

2020 年下半年电商的争夺将从 C 端转向 B 端、供应链和物流争夺。拼多多专注于产业集群的建设，以及农村 B 端合作；阿里巴巴推出淘宝特价版、超级工厂、双百目标三项构筑产业带布局，同时入股“四通一达”，完成物流基础投资；京东进一步强化自建物流，疫情期间良好的履约能力进一步产生经营杠杆。

图表 24 阿里巴巴，京东，拼多多布局 B 端、供应链和物流

	商户数	物流	渠道合作	产业带布局
阿里巴巴		菜鸟物流+入股四通一达：中通（持股 10%）、申通（持股 14.65%）、圆通（持股 11.6%）、百世（持股 27%）、韵达（持股 2%）。	2013 年阿里和海尔达成战略合作；2015 年 8 月入股苏宁易购，苏宁第二大股东；2020 年战略投资爱施德。	淘宝特价版 APP+“超级工厂计划”+“双百目标”，一起构成淘宝“C2M 战略三大支柱”，其战略目标——“帮助 1000 个产业带工厂升级为产值过亿的‘超级工厂’，为产业带企业创造 100 亿新订单，在全国范围内重点打造 10 个产值过百亿的数字化产业带集群”。
京东		截止 2019 年京东物流在全国运营超过 700 个仓库，运营管理的仓储总面积约 1690 万平方米。	2019 年 7 月战略投资迪信通。	采取 C2M 模式推出产业带厂直优品计划，未来要聚焦中国 1000 个产业带和源产地的 100 万家优质工厂型及农场型商家，赋能 10 万个工厂型商家具备 C2M 能力
拼多多	360 万	采用轻资产、开放的模式。但与国美合作将导入安迅物流的中大件物流、仓储	2020 年 3 月购买可转债的形式与国美进行战略合作。	专注于产业集群的建设，与出口贸易集中地方政府合作，以出口转内需将产业集群集中吸引至平台，品类方面，农产品上行仍然是重中之重，采取了流量和快

	商户数	物流	渠道合作	产业带布局
		及交付服务。		递补贴（每单 3-5 元），2020 年第一季度，农村网店在拼多多上卖出的农产品订单数超过 10 亿笔，同比增长达 184%。

资料来源：各公司官网、36 氪、华创证券

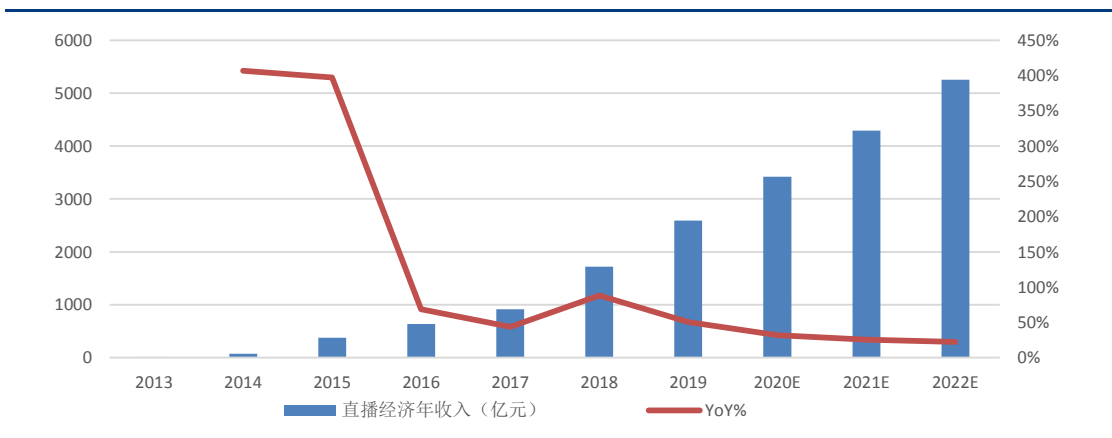
四、直播电商

（一）直播电商规模与增速远远跑赢整体电商行业

中国直播经济市场规模发展迅速。根据弗若斯特沙利文报告，中国直播经济市场收入由 2013 年的人民币 15 亿元增至 2019 年的人民币 2594 亿元，复合年增长率高达 136%，并预计进一步增长至 2022 年的人民币 5253 亿元。

直播+短视频风头正盛，头部玩家显现。2018 年直播电商玩家较少；2019 年整体市场规模在 3000 亿左右；2020 年快手+抖音+淘宝三家头部平台直播带货的 GMV 将超过 5000 亿。大量品牌主寻求新的流量聚集渠道销售货品，直播带货就是这个处于风口的渠道。行业格局分散，市场同时具备增长及整合空间。

图表 25 中国直播经济市场收入（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、华创证券

图表 26 直播+短视频电商 GMV（亿元）

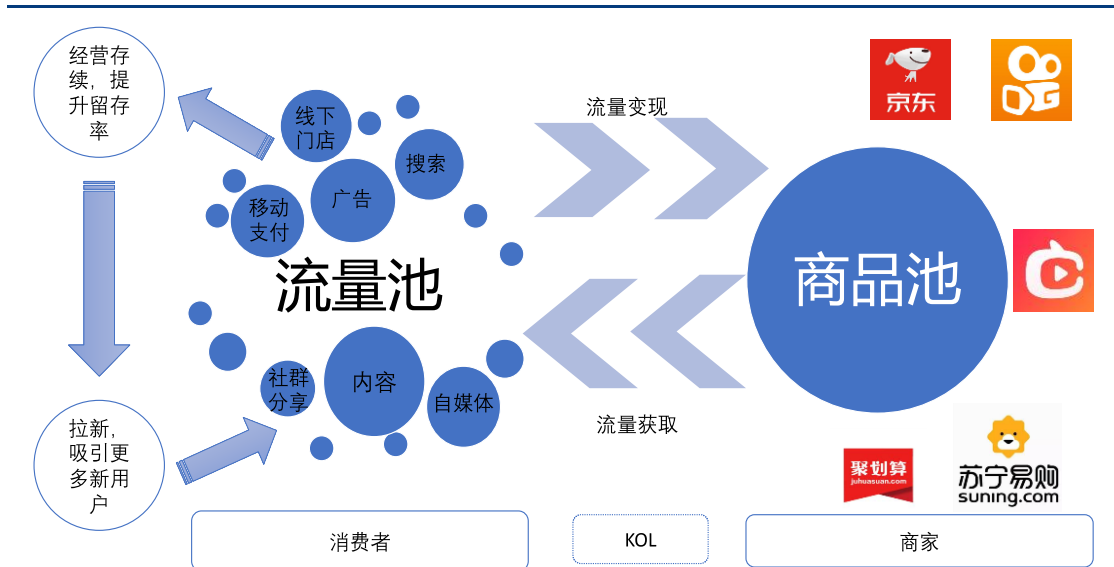
	2019	2020（估算）	费用率
淘宝	2000	3500	6%平台服务费
快手	700	2400	5%月流水费率
抖音	300	1000	低于 3%

资料来源：国家统计局、各公司公告、华创证券

（二）直播电商基本逻辑：流量池与商品池的高效适配

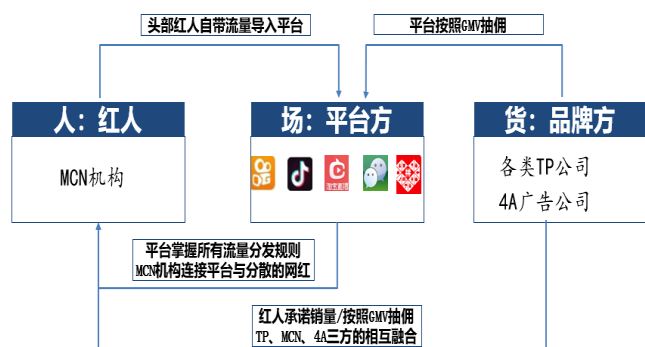
网红实际上是对传统快消品广告+渠道的瓦解，本质上是流量池与商品池的高效适配。从产业链机会来看，主要呈现两大趋势：一是从流量切入，站在流量池角度整合供应链，去进行商品的整合；二是从商品切入，站在商品池的角度整合流量端，对接 MCN 机构，给他们做供应链的赋能。

图表 27 流量池与商品池高效适配



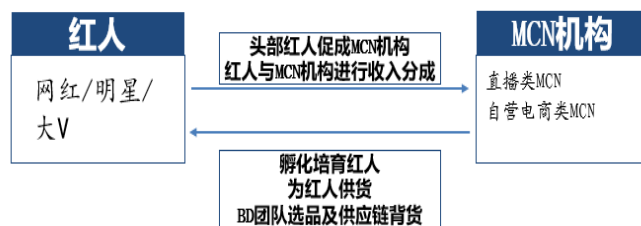
资料来源：华创证券整理

图表 28 直播电商人货场关系



资料来源：华创证券整理

图表 29 红人与 MCN 机构关系梳理



资料来源：华创证券整理

（三）“电商直播化” VS “直播电商化”

直播电商平台的两大力量：以抖音快手为主的短视频平台、以淘宝拼多多京东为主的电商平台。“直播电商化”生态位是在流量侧，代表是两大短视频平台快手、抖音；“电商直播化”生态位处在商品侧，代表是淘宝、京东、拼多多、唯品会。两大类平台又隶属于不同的互联网头部阵营，两大阵营从合作转为逐渐脱钩，6月18日抖音宣布

自建电商，标志着直播平台之间的彻底对抗逐渐明朗。

电商平台的营销模式从图文向视频迁移，货币化形式逐渐转变，直播成为提升转化效率的最优工具。短视频平台和电商平台积极探索除广告外的其他变现方式。抖音、快手、B 站纷纷加码直播，通过直播获取流量，以求其他变现模式。淘宝直播成为阿里巴巴最有效的营销模式之一，根据优大人数据显示，20Q1 淘宝直播共播放 175 万场，历史观看人次 34 亿。拼多多与微信小程序合作，强调以货为核心，注重品类耕耘，开启农产品品类“市长直播”、家电品类“国美合作直播”等模式。京东着力二次元虚拟偶像带货，凭借微信流量入口再创新高。

图表 30 直播领域各平台对比

	淘宝	快手	抖音	拼多多	微信
商品价格区间		30-80 元	价格较快手贵一点		
竞争特色	卖货速度快：10 个/时；顾客消费认知成熟，多来源于一二线城市。	成本低，价格低，新货为主，并不是尾单；短视频稳定，不会爆；直播转换好于抖音；目前淘宝链接占快手 15% 以下，依赖较弱。	流量偏重公域；对淘宝依赖较弱。	团队年轻，萌芽阶段；产品价格优势明显，易通过直播出货；同时在线营业主播数量少。	与遥望网络合作腾讯直播预计今年落地。
目前存在的问题	粉丝集中头部 MCN top 2，拿粉丝难以实现；平台内部拉新成本高：对于头部过于依赖；品牌商冲量只能依靠头部 top2，其他平台可通过小头部和腰部出货。	淘宝部分链接上快手有障碍，且 20% 至 30% 的快手用户无支付宝，在主播提供双链接的条件下，淘宝链接转化率不高	直播比快手难；短视频容易爆，不稳定；电商系统呈现弱势。	完成度低；仿照淘宝，缺乏独特的竞争优势。	多依靠线下用户；价格敏感度；无独立平台，无法捕捉服务私域的机会。
分成模式	坑位费+佣金	佣金 5%，后台返点（评分高的话 100% 返点）	广告	-	-

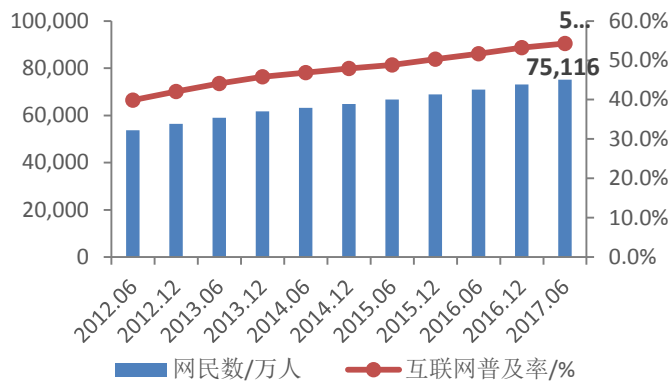
资料来源：华创证券整理

五、本地生活大变局

（一）本地生活行业市场规模巨大，但总体数字化水平较低，仍处于初级阶段

行业总体数字化水平仍处于初级阶段。2012-2018 年，中国生活服务业在线交易规模从 4295 亿元增长至 36291 亿元，年均增速约 53%，交易规模在生活服务总体市场的渗透率仍不足 18%。

图表 31 信息娱乐在线渗透率



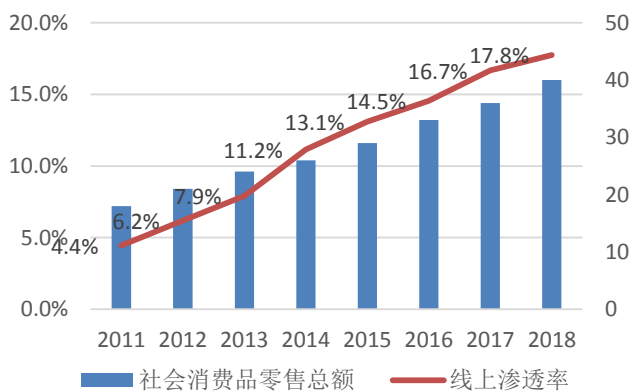
资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 32 社交网络在线渗透率



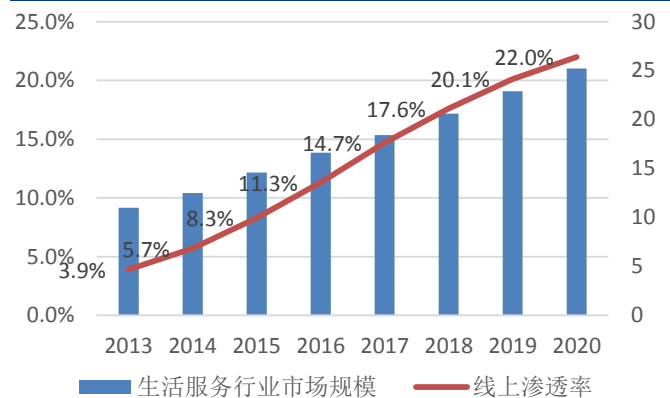
资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 33 零售业市场规模与线上渗透率



资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

图表 34 生活服务行业市场规模与线上渗透率

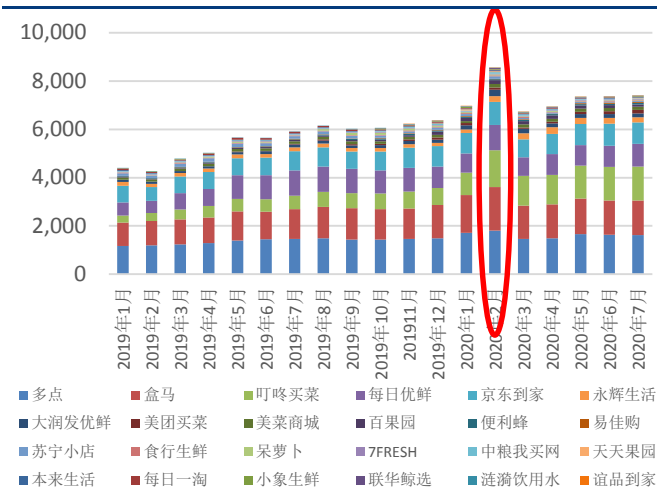


资料来源：国家统计局、中国互联网信息中心、艾瑞咨询、华创证券

(二) 疫情催化，本地生活服务线上化进程全面提速，万物到家时代开启

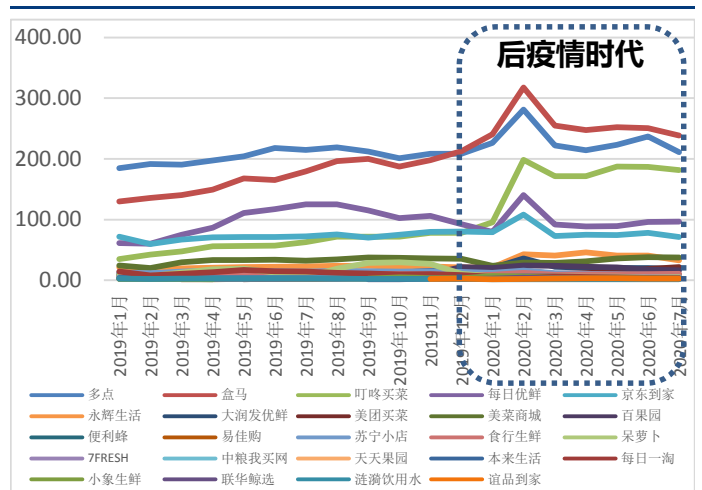
本地生活行业作为互联网最后一条腾飞的赛道，疫情催化线上化进程提速。餐饮外卖、本地商超、同城配送等业务，消费场景得到极大扩展，开启了万物到家的时代。疫情创造的刚需环境快速完成了消费者教育，疫情结束后到家电商活跃水平回落，但仍旧高于疫情之前。

图表 35 主要生鲜电商活跃用户数规模(万人)



资料来源: QuestMobile、华创证券

图表 36 日均活跃用户数(万人)



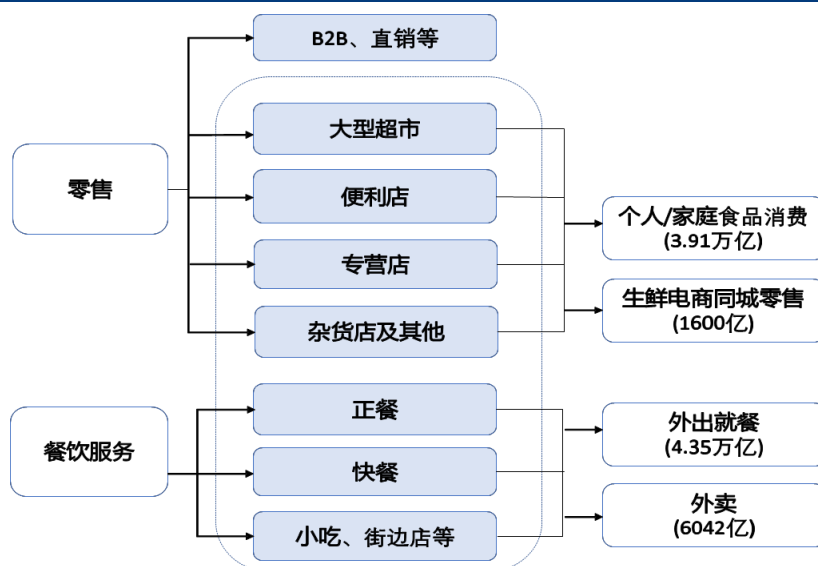
资料来源: QuestMobile、华创证券

(三) 餐饮及服务市场规模超过 9 万亿, 发展空间和潜力巨大

中国餐饮市场 C 端消费约 9 万亿规模; 其中外卖行业市场规模约 6042 亿, 线上化率约为 12%; 生鲜电商市场规模约为 1600 亿, 线上化率仅约为 4%, 发展空间和潜力巨大。

生鲜和包装食品以零售和餐饮服务为依托, 实现线上化销售。其中, 零售行业包括 B2B、直销、大型超市、便利店、专营店、杂货店及其他, 个人/家庭食品消费为 3.91 万亿元, 生鲜电商同城零售为 1600 亿元; 餐饮服务包括正餐、快餐、小吃及街边店等, 外出就餐市场规模为 4.35 万亿元, 外卖为 6042 亿元。

图表 37 餐饮市场规模空间提升巨大



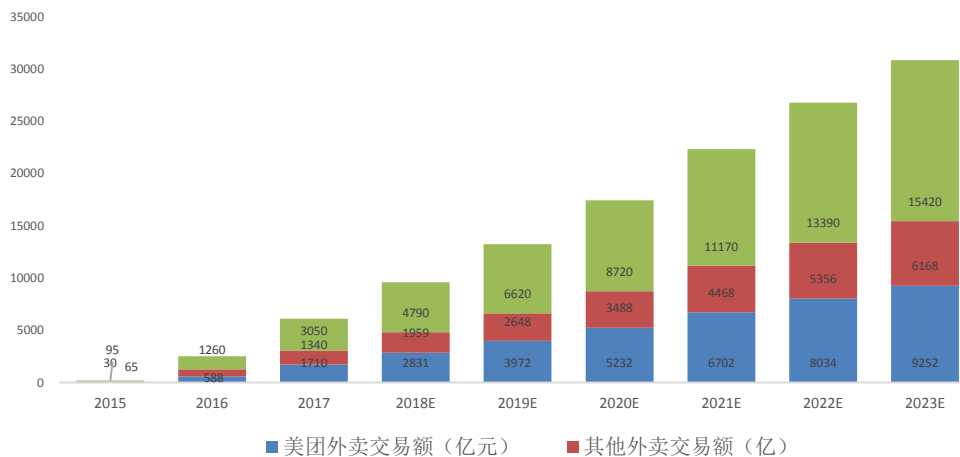
资料来源: 商务部、国家统计局、中商产业研究院、华创证券

（四）餐饮外卖行业进一步向头部集中，随着规模效应的扩大，单均盈利能力持续提升

我国在线外卖整体市场规模广阔，并继续不断增长，伴随外卖行业整体规模的扩大，马太效应也越发明显。据艾瑞咨询预测，预计 2023 年我国在线外卖整体市场规模将达到 15420 亿元，市场空间广阔。此外，从行业的竞争格局角度，随着外卖行业整体规模的扩大与线上化率的提升，美团与饿了么两大头部企业将进一步掌握更多资源，单均盈利能力也将会持续提升。

餐饮外卖属于重资产行业，产业链条长，运营精细化，进入壁垒较高。美团在 C 端的用户流量和粘性具备先发优势，早期以团购方式打入低线市场，迎合低线市场价格敏感度较高的特性，用户多为二三四线城市居民和学生群体，拉新成本较低，随着三四线城市消费升级和用户消费能力的提升，美团在此基础上开展外卖、旅游等业务，进一步提升用户粘性。从 B 端的商户覆盖来看，美团较早进入下沉市场，平台对商家的抽成较低，搜索排名也靠前，后来的进入者即使以较低的价格来吸引商户，但如果不能在 C 端有所突破，为商户带来足够的订单量，难以撼动美团的市场份额。

图表 38 在线外卖整体市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询、华创证券

图表 39 美团外卖与饿了么相关数据对比

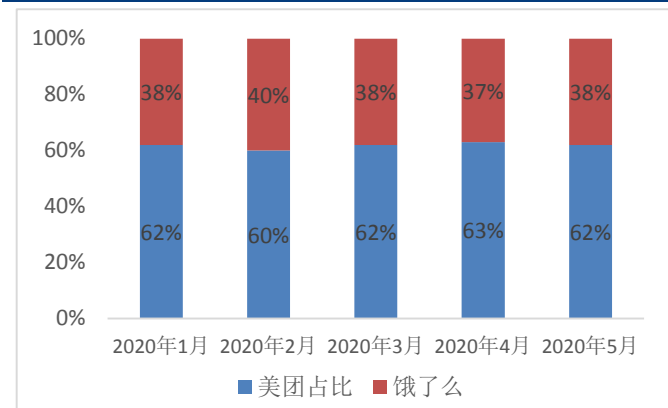
	美团外卖	饿了么
2020H1 营收/亿元	415	71
年度交易用户数/亿人	4.7	3-3.5
活跃商户数/百万	6.1	3.5（和口碑商户之和）
覆盖城市	2800（美团全部业务覆盖）	700+

资料来源：公司公告、华创证券

在与饿了么的“较量”中，美团市场份额牢固。在 C 端用户流量、B 端商家覆盖、独家签约商户占比以及骑手

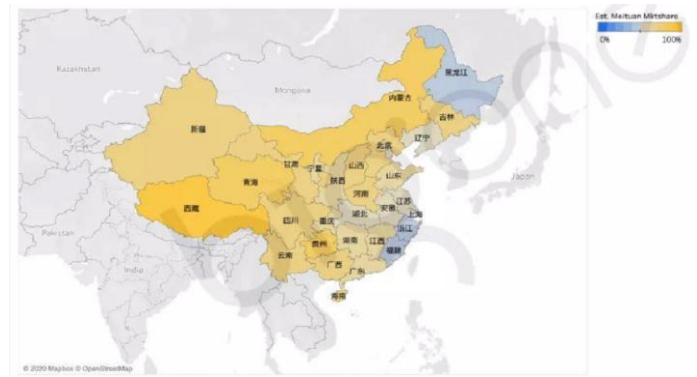
运力等方面已积累了足够强的竞争壁垒，预计将继续在与饿了么的拉锯战中扩大领先优势。C 端补贴大量获客的模型只存在于市场的培育阶段，当外卖市场达到成熟阶段时，用于初期用户习惯教育的补贴效用将不断衰减，随着市场规模的持续增加，补贴的边际效用将逐渐递减。在饿了么加大对三线城市的补贴力度下，美团市占率仍保持稳定，预计未来领先优势将继续扩大。

图表 40 美团外卖与饿了么市场占比情况



资料来源：百观科技、华创证券

图表 41 2020Q1 美团外卖 VS 饿了么单量市场份额



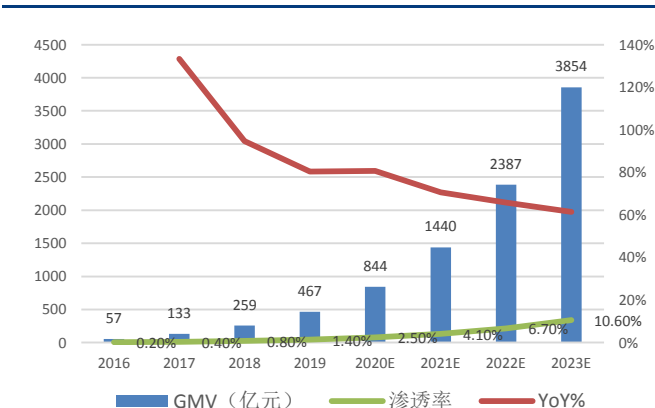
资料来源：百观科技、华创证券（注：仅统计中国大陆地区）

（五）本地配送的市场规模，2019 年用户超过 4 亿

本地配送作为本地生活服务的“配套基础设施”，借助东风开始迅猛发展。点我达、达达集团、闪送等即时物流企业在 2017-2020 年间迅速开展融资活动，谋求更快的发展，以匹配当前本地生活的蓝海先机。2020 年 6 月，作为中国领先的本地即时零售和配送平台的达达集团成功顺利 IPO 上市。达达快送是达达集团旗下中国领先的本地即时配送平台，通过众包模式，为即时配送中订单的频繁波动合理匹配运力，高效应对全年中订单量峰值时期。

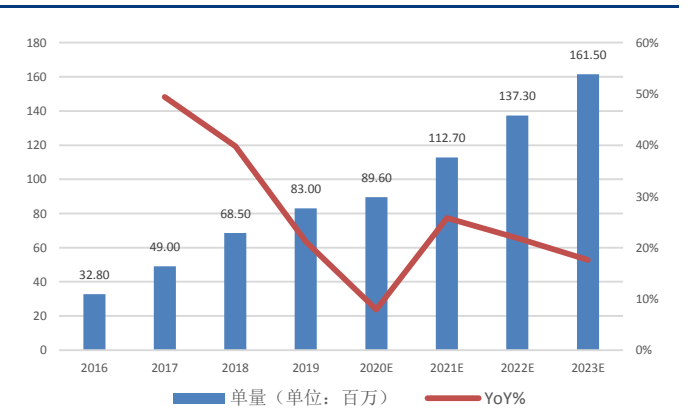
根据达达集团招股书，2019 年中国商超即时零售规模 467 亿元，渗透率仅为 0.8%。伴随着本地生活的线上化率不断提升，预计 2023 年中国商超即时零售规模将达到 3854 亿元，渗透率也将大幅增长至 6.70%。在单量上，目前中国本地配送日均单量 0.83 亿单，增速约为 21%，预计 2023 年日均单量将达到 1.62 亿单，具有较大的市场前景和发展空间。

图表 42 中国商超即时零售规模及增速



资料来源：达达集团招股说明书、华创证券

图表 43 中国本地配送日均单量（百万）及增速



资料来源：达达集团招股说明书、华创证券

图表 44 即时物流主要企业投融资情况

日期	主要企业	融资轮次	融资金额	投资方	成立时间
11/07/2018	点我达	战略投资	2.9 亿美元	菜鸟网络、腾达资本	2015.06
05/06/2020	达达集团	IPO 上市	3.03 亿美元	京东	2014.07
06/08/2018	UU 跑腿	B 轮	2 亿人民币	东方汇富领投，汇德丰资本、因诺资产跟投	2014.07
28/08/2018	闪送	D 轮	6000 万美元	五岳资本、海松资本、源星资本联合领投，SIG 海纳亚洲创投、顺为资本、华联长山兴、顺亮投资、赫斯特资本、光源资本跟投	2013.08
21/04/2017	快牛配送	A 轮	数千万人民币	贵格天使、心元资本	2004.12
06/08/2017	顺丰同城急送（由北京顺丰同城科技有限公司开发并运营）	IPO 上市	78.22 亿元		2017.12

资料来源：IT 桔子，华创证券

（六）生活圈内电商逐步替代了传统中心化电商

从消费到物流，疫情推动“即时”的产业链优化升级；进入疫情后时代，即时物流需求侧改变显著、供给侧加速迭代，入局者增加，同时用户粘性持续提升。

闪送、顺丰同城急送、美团配送、UU 跑腿、蜂鸟即配等即时配送平台推出的跑腿服务，能够帮助商家和消费者解决日常工作与生活中出现的一切忙、宅、懒、急的需求。帮送服务可替客户给同城亲友、合作伙伴递送食品、文件、鲜花、蛋糕、服饰、数码等物品；帮买服务可让骑手帮忙购买周边小吃、咖啡、奶茶、药品、日用品等商品。

近场电商以用户为中心，满足 3~5km 半径内消费者生活相关高频需求，正在快速发展，孵化出新的电商巨头，并逐步完成了一张全国范围“前置仓/店+即时配送”的末端服务网络布局，对传统全国范围的广域电商形成冲击。

图表 45 即时配送平台对比

	美团配送	蜂鸟配送	顺丰同城急送	闪送	达达
相关公司	美团点评	阿里巴巴	顺丰		京东
骑手数量	506 万（日均活跃骑手逾 70 万人）	300 万	数万名骑士	100 万+	63.4 万+
服务范围	物品递送	物品递送	物品递送、帮买	物品递送	物品递送、帮买
开通城市数量	2800 多个县市	2000 个大中小城市和县區		222 个	2400 多个县市区

资料来源：前瞻产业研究院，华创证券整理

六、社区团购

社区团购的主要商业模式是“预售制+团长制”，属于轻资产模式，主干运输+社区解决了原先最后一公里配送问题。核心能力是选品能力、供应链能力、精细化运营能力。社区团购主要针对下沉市场，采用团购模式。“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，为社区家庭用户精选高性价比的蔬果、肉禽蛋、乳制品、酒水饮料、家居厨卫等品类商品。用户当天线上下单，次日门店自提。

根据目前较为成熟的模式兴盛优选来大致测算社区团购的市场空间，可得社区团购 2020 年全年 GMV 全国规模 2 万亿左右。根据兴盛优选官方披露，全国市场 2020 年预计 GMV 400-500 亿，目前日均单量 8000 万。假设其中 50% 由湖南的 12 万个自提点产生，推算湖南单个自提点产生的 GMV 为 $4000w \div 12w = 333$ 元，兴盛优选在全国自提点日均 GMV 总和为 $333 \times 600w = 20$ 亿元。假设兴盛优选的市占率约为 30%，推算行业日均 GMV 为 $20 \div 30\% \approx 60$ 亿元，全年 GMV 预计达到 $60 \times 365 \approx 2$ 万亿。

图表 46 兴盛优选 UE 模型

	兴盛优选
客单价（元）	30
单品价格	13
总计日均单量（万）	1000
GMV	（目标）300-400 亿
自提点（门店）	24 万
毛利	2.8
毛利率	22%
团长抽佣	9%
履约	9%
净利	0.4
净利率	3%

资料来源：华创证券推测

社区团购作为互联网领域的新鲜血液，在后疫情时代正式进入人们的生活。各家互联网企业纷纷有意探索和布局这一新型团购模式。目前市场上的玩家主要有拼多多、美团、滴滴和兴盛。

未来竞争格局的判断：美团和拼多多不相上下，拼多多有长久的流量，美团有下沉的运营能力。长远来看，SKU 非常的重要，主要是生鲜和 FMCG 以及一些面膜，实际最后就是用户运营能力，精细化运营能力。阿里巴巴、滴滴、字节跳动扩大规模难度较大。

七、投资建议

展望 2021 年，随着字节、快手等标的上市，百度、B 站、拼多多等在港股的二次上市，沪港通/深港通的不断深入，恒指结构有望重塑。我们坚定看好线上娱乐及电商两条主线。本地生活赛道仍旧是我们看好的长期赛道，社区团购带来生鲜电商及日百行业线上渗透率的极大提升，移动互联网线上内容领域，我们推荐移动互联网内容及社交王者，绝对龙头腾讯控股，同时，建议关注即将登陆港股的短视频平台快手。看好拥有独特的年轻用户属性、深耕内容，构成了优质社区氛围，具备变现潜力的哔哩哔哩。手游出海领域看好绝对头部腾讯控股，以及具备研发和独特社交平台的心动公司。长视频领域，推荐行业第一爱奇艺，上下游议价能力转移，长视频成本侧竞争格局持续向好。电商领域，我们认为阿里巴巴作为绝对龙头生态具备极高的竞争壁垒，拼多多具备极强增长潜力，依靠挖掘微信活跃用户，活跃买家有潜力突破 10 亿，突破阿里淘系天花板，将电商平台用户带上新台阶。京东物流将发挥经营杠杆，净利润持续释放。同时，建议关注中心化电商向私域流量转化过程中的第三方服务商。**建议关注：美团、阿里巴巴、腾讯控股、哔哩哔哩、拼多多、京东、微盟集团、中国有赞、心动公司。**

八、风险提示

疫情反复，宏观经济承压。

电商行业竞争加剧、平台面临假货、电商法趋严。

互联网增速下滑、信息流广告竞争、用户增长不及预期等。

餐饮外卖业务竞争加剧、新业务持续亏损。

互联网研究团队介绍

分析师：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

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
	车一哲	销售经理		cheyizhe@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	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@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