

电商

证券研究报告

2020 年 10 月 20 日

20 年双 11 前瞻：从三国杀到群雄逐鹿，这次有何不同

双 11 作为电商行业年度盛会，重要性持续提升

2019 年在拼多多快速增长带动下，电商行业双 11 当天成交额达 4,101 亿元，同比增长 30.5%。双 11 作为一年一度电商“盛会”，在全网网络零售总额中占据越来越重要地位，2019 年双 11 成交额占全年成交额（网络零售总额）的比例达 3.9%，同比提升 0.4pct。各平台成交份额看，阿里巴巴作为缔造者，众敌环伺下霸主地位仍然稳固。2019 年阿里天猫双 11 全球狂欢节全天成交额 2,684 亿元，同比增长 25.7%，占据行业 65.5% 的成交额比例，虽然份额受到拼多多冲击小幅下滑，但整体来看，相对竞争对手优势仍然较大。此外，京东双 11 全球好物节（11 月 1 日-11 月 11 日）交易额为 2,044 亿元，同比增长 27.9%，增速较上一年有所回升，双 11 当天交易额为 731 亿元。

渗透率创新高，视频内容成为主流

2020 年初的新冠疫情使得线下经济从 2 月开始基本停滞，虽然部分物流也有短期停业，但 3 月中旬起，国内物流已基本恢复正常，使得电商渗透率加速提升，3 月网上零售额占社零总额比例达 32.0%，同比提升 5.5pct；6 月受“618”大促进一步推动，电商渗透率达 33.8%，创历史新高。**从商家端看**，线下商家积极向线上布局，中国有赞和微盟集团为国内电商 SaaS（帮助商家线上开店）服务商，2020 年上半年两家公司新增付费商户数均加速增长，其中，中国有赞 2020 年上半年新增付费商户数 3.24 万家，相比 2019 年同期的 2.05 万家增长 57.6%；微盟集团 2020 年上半年新增付费商户数 1.57 万家，相比 2019 年同期的 1.11 万家增长 41.8%。**从用户端看**，截止 2020 年 9 月末手机淘宝、京东和拼多多 MAU 分别为 7.70 亿、3.24 亿、5.19 亿，分别相对去年双十一前夕（2019 年 10 月末）净增 9983 万、7257 万和 1.04 亿，各家平台用户量均已上一个台阶。

电商平台及内容平台短兵相接，手淘视频化，快手抖音电商化

手淘于 9 月完成改版升级，改版后的手淘加速内容化、视频化与个性化升级，信息流成为消费者逛淘宝的核心方式之一，且突出商品短视频内容。平台规则也引导商家升级“短视频”，提高商品表达能力。而同时，短视频平台快手和抖音也在加速电商化，快手方面，推出“好物联盟”，降低达人的电商化门槛，为主播达人提供更多优质的商品供给，当前快手已基本建成品牌、工厂、农场、达人四方互相打通的供应链体系。抖音方面，6 月，宣布成立“电商”一级部门，10 月 9 日起，第三方来源商品将不再支持进入直播间购物车，直播电商渠道完成闭环。

投资建议：双 11 为电商行业年度盛会，在行业内占据重要地位。2020 年受疫情推动，电商渗透率创历史新高，同时，双 11 为今年最后一次大促，平台及商家均给予厚望。今年双十一预售将于 10 月 21 日开启，从星图数据来看，2017-2018 年全网预售交易额占双 11 当天交易额的比例达 33.2%-34.6%，2019 年天猫预售占比达 30.5%，预售数据可作为双 11 表现的前置指标。建议重点关注本周预售数据表现及电商领域高景气度带来的投资机会，具体标的包括中概股【阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会】、港股【中国有赞、微盟集团】、A 股【值得买、星期六、壹网壹创】及广告营销产业链受益公司等；此外电商平台竞争有利促销和订单提升，利好物流【顺丰控股、三通一达】等。

风险提示：宏观经济下行风险，电商行业增速不及预期，用户增长放缓风险，政策监管风险。

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

蓝全 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520090001
lantong@tfzq.com

内容目录

1. 数据回顾：双 11 迈入 4,000 亿时代，天猫龙头地位稳固	3
2. 行业变化：渗透率创新高，视频内容成为主流	5
2.1. 疫情推动渗透率创新高，冷冬将至服装销量值得期待	5
2.2. 短视频及直播共促电商成交成为趋势	6
3. 平台变化：手淘视频化，快手抖音电商化	8
3.1. 天猫：双十一前夕完成手淘改版，启动“黑马工厂”	8
3.2. 快手：直营电商服务平台上线，供应链体系加速自营	10
3.3. 抖音：直播带货屏蔽外链，电商闭环即将完成	11
3.4. 京东：全新服务保障体系，助力购物体验提升	12
4. 投资建议	13

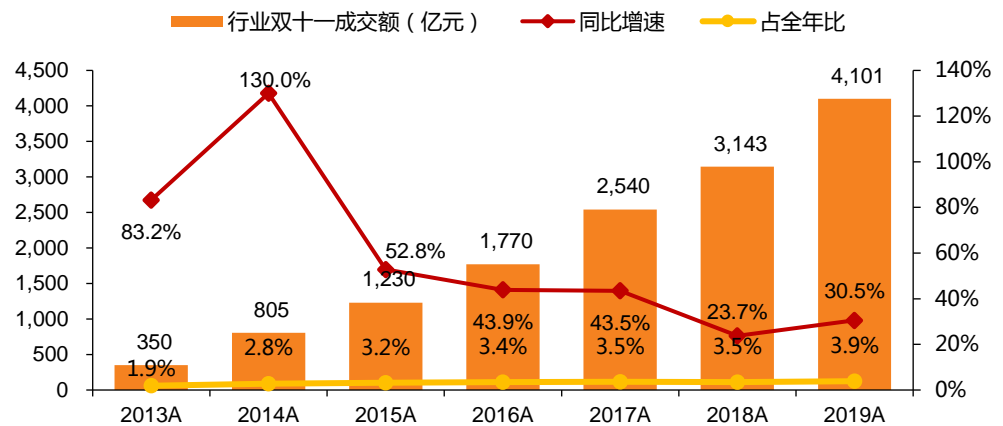
图表目录

图 1：历年电商行业双 11 当天成交额（2013A-2019A）	3
图 2：2018 年（内环）v.s. 2019 年（外环）各平台双 11 成交额份额对比	3
图 3：天猫双 11 成交额（2009A-2019A）	4
图 4：京东双 11 全球好物节成交额及同比增速（2017A-2019A）	4
图 5：2019 双 11 期间促销活动一览	4
图 6：疫情推动电商渗透率创新高	5
图 7：中国有赞新增付费商家数（家）	5
图 8：微盟集团新增付费商家数（家）	5
图 9：各电商平台 MAU 变化（亿）	6
图 10：淘宝直播截图	6
图 11：2020 年淘宝直播当日观看次数（亿）	7
图 12：2020 年淘宝直播当日观看人数（亿）	7
图 13：2020 年淘宝直播当日直播场次（万）	7
图 14：2020 年淘宝直播当日开播主播数（万）	7
图 15：电商平台 GMV 对比（亿元）	8
图 16：手机淘宝 app 版面更新展示	8
图 17：“猜你喜欢”背后的推荐方案	9
图 18：2020 双 11 天猫主体活动规则与短视频、直播渠道活动规则	10
图 19：快手好物联盟生态机制	11
图 20：2020 快手 116 购物狂欢节具体玩法	11
图 21：2020 抖音 11.11 抖音宠粉节玩法规则及节奏	12
图 22：2020 抖音 11.11 抖音宠粉节具体玩法	12
图 23：2020 京东 11.11 全球热爱季大促规则	12
图 23：可比公司估值表	13

1. 数据回顾：双 11 迈入 4,000 亿时代，天猫龙头地位稳固

2019 年在拼多多快速增长带动下，电商行业双 11 当天成交额从 3,000 亿迈入 4,000 亿。根据星图数据，2019 年双 11 当天成交额达 4,101 亿元，同比增长 30.5%，增速相较 2018 年提升，主要原因来自拼多多的增量，2019 年双 11 当天拼多多交易额市场份额达 6.1%，同比提升 3.1 个百分点，成交额同比增长 165.3%。双 11 作为一年一度电商“盛会”，在全年网络零售总额中占据越来越重要比重，2019 年双 11 成交额占全年成交额（网络零售总额）的比例达 3.9%，同比提升 0.4pct。

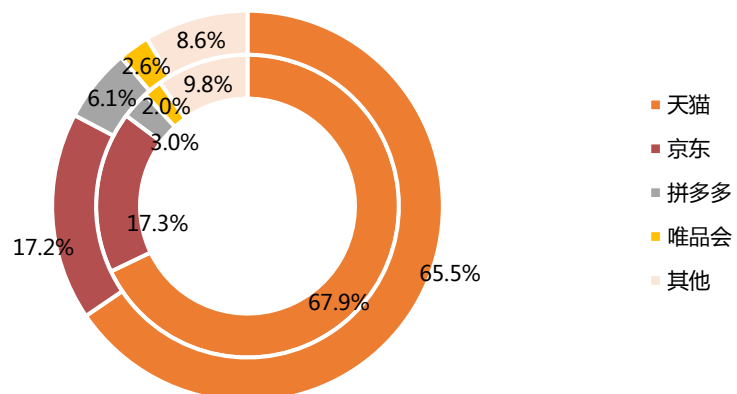
图 1：历年电商行业双 11 当天成交额（2013A-2019A）



资料来源：星图数据，国家统计局，天风证券研究所

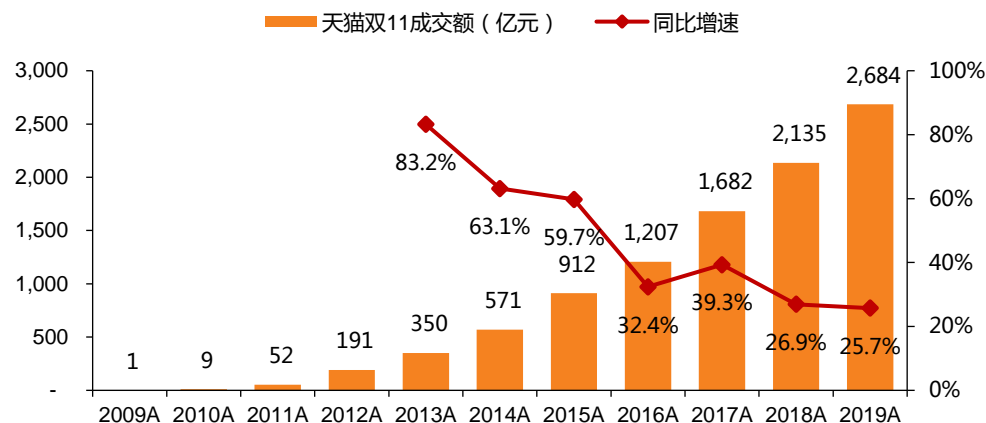
众敌环伺下，阿里系霸主地位仍然稳固。根据星图数据，2019 年阿里天猫双 11 全球狂欢节全天成交额 2,684 亿元，同比增长 25.7%，占据行业 65.5% 的成交额比例，纵向看，虽然份额受到拼多多冲击小幅下滑，但横向对比看，相对竞争对手优势仍然较大。此外，京东双 11 全球好物节（11 月 1 日-11 月 11 日）交易额为 2,044 亿元，同比增长 27.9%，增速较上一年有所回升，双 11 当天交易额为 731 亿元。

图 2：2018 年（内环）v.s. 2019 年（外环）各平台双 11 成交额份额对比



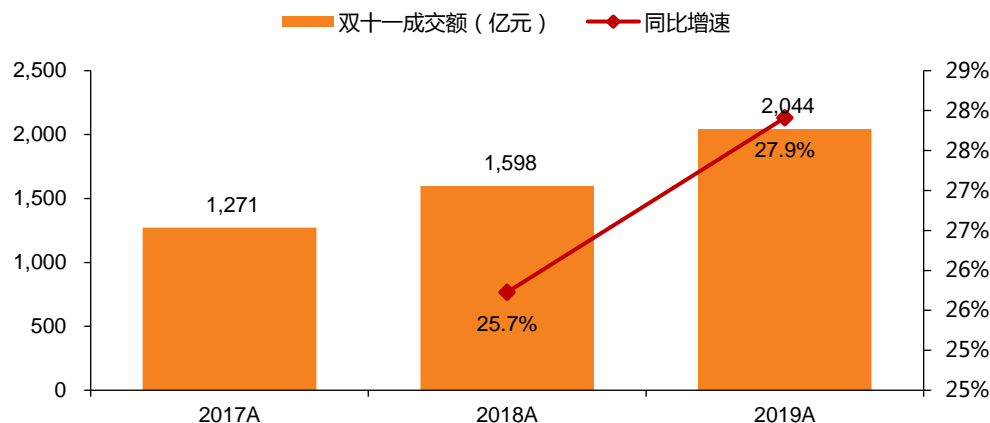
资料来源：星图数据，天风证券研究所

图 3：天猫双 11 成交额（2009A-2019A）



资料来源：海豚智库等，天风证券研究所

图 4：京东双 11 全球好物节成交额及同比增速（2017A-2019A）



资料来源：新浪财经，新浪科技，天风证券研究所

图 5：2019 双 11 期间促销活动一览

天猫	京东	苏宁	拼多多
双11合伙人 ：全民开喵铺，瓜分20亿红包；盖楼大挑战，组队领红包；心愿大奖 红包 ：超级红包；转发微博抽双11红包；密令红包；爆款清单红包；红包雨 满减 ：每满400减50元的购物津贴 限时优惠 ：在大促基础上新增限时优惠价格，拼手速下单 愿望清单+预售有礼 ：建立愿望清单，分享得红包，付定金返红包	全民养红包，抢1亿现金红包 ：养红包分奖金，红包升级至Lv5即可获得瓜分资格 红包 ：集十二玉首卡刮分千万红包 神券 ：签到分现金券：全品类券；赢锦鲤红包，每日30万，先到先得 超级百亿补贴 ：神券补贴、互动最高千元现金、爆品疯狂秒杀优惠、一元体验无忧服务 薅羊毛大全 ：使用京东支付单享优惠	天天发现鲸 ：全民养鲸鱼，赢百万大奖 红包雨 ：玩游戏得云钻、大额券 游戏赢红包 ：狮狮连萌，闯关赢4999免单；小苏的农庄，种农作物得金币兑换券/商品 红包召唤狮 ：签到领红包，连续签到瓜分大额云钻 免单/息福利 ：使用苏宁支付笔笔返现，最高享1888元免单；用任性付，爆款商品享6/12期免息	百亿补贴 ：百亿补贴狂欢加码，全场无预售/定金 红包雨 ：大促惊喜红包，双11当日全场通用可叠加 平台满返 ：每日全平台拼单成团后金额达到返现门槛即可领取现金券奖励 万券齐发 ：整点抢大额神券 秒杀万人团 ：参团拼单购品牌特价商品 幸运大转盘 ：活动期间每日可抽奖2次，有机会获得优惠券/品牌商品

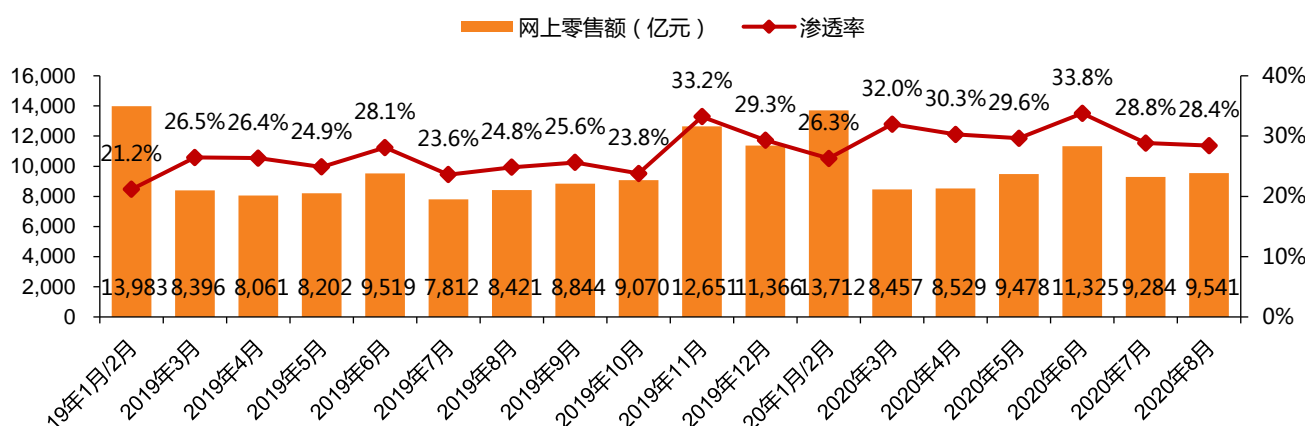
资料来源：星图数据，天风证券研究所

2. 行业变化：渗透率创新高，视频内容成为主流

2.1. 疫情推动渗透率创新高，冷冬将至服装销量值得期待

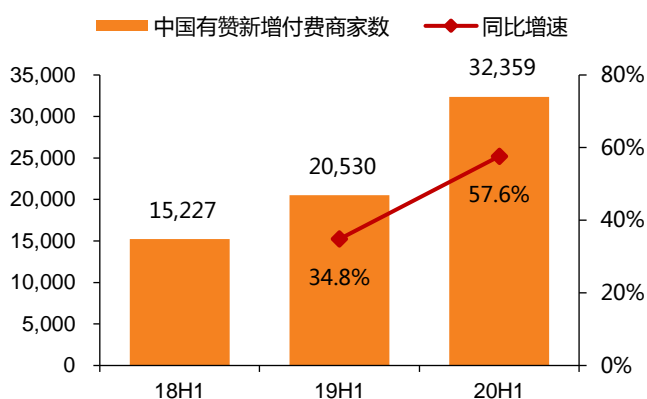
2020 年初疫情冲击线下经济，推动电商渗透率进一步提升。2020 年初的新冠疫情使得线下经济从 2 月开始基本停滞，虽然部分物流也有短期停业，但 3 月中旬起，国内物流已基本恢复正常，使得电商渗透率加速提升，3 月网上零售额占社零总额比例达 32.0%，同比提升 5.5pct；6 月受“618”大促进一步推动，电商渗透率达 33.8%，创历史新高。与此同时，线下商家也在积极向线上布局，中国有赞和微盟集团为国内电商 SaaS（帮助商家线上开店）服务商，2020 年上半年两家公司新增付费商户数均加速增长，其中，中国有赞 2020 年上半年新增付费商户数 3.24 万家，相比 2019 年同期的 2.05 万家增长 57.6%；微盟集团 2020 年上半年新增付费商户数 1.57 万家，相比 2019 年同期的 1.11 万家增长 41.8%。

图 6：疫情推动电商渗透率创新高



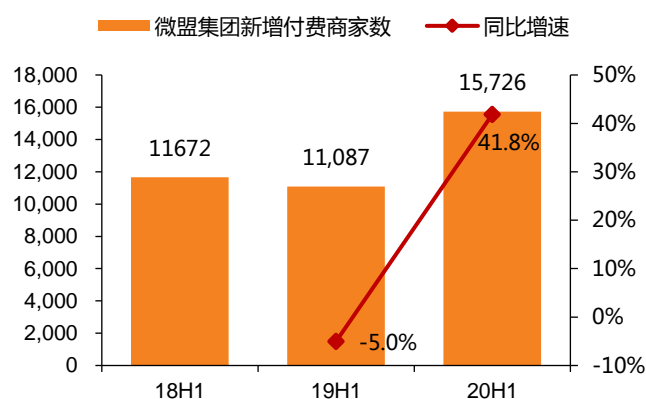
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 7：中国有赞新增付费商家数（家）



资料来源：中国有赞公告，天风证券研究所

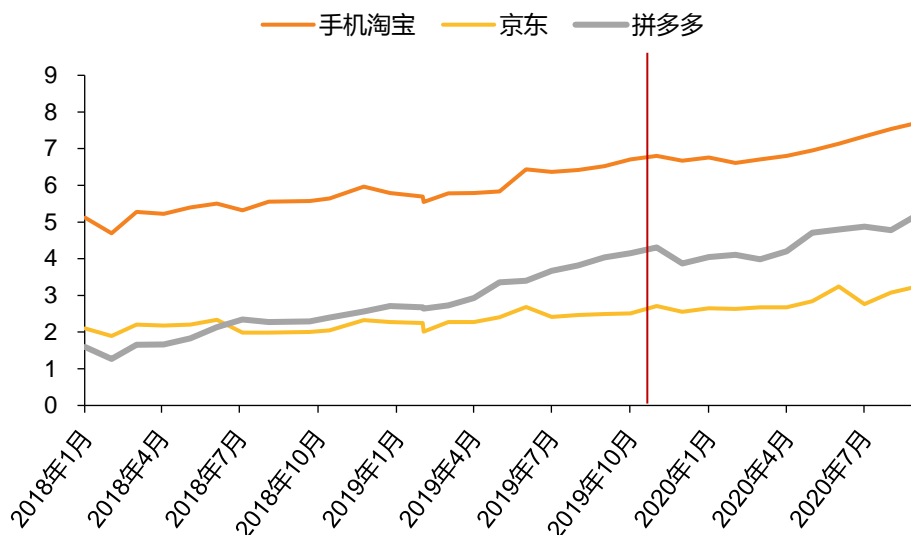
图 8：微盟集团新增付费商家数（家）



资料来源：微盟集团公告，天风证券研究所

同时，根据 Questmobile 检测数据，截止 2020 年 9 月末手机淘宝、京东和拼多多 MAU 分别为 7.70 亿、3.24 亿、5.19 亿，分别相对去年双十一前夕（2019 年 10 月末）净增 9983 万、7257 万和 1.04 亿，从用户数量看，各家平台均已又上一个台阶。

图 9：各电商平台 MAU 变化（亿）



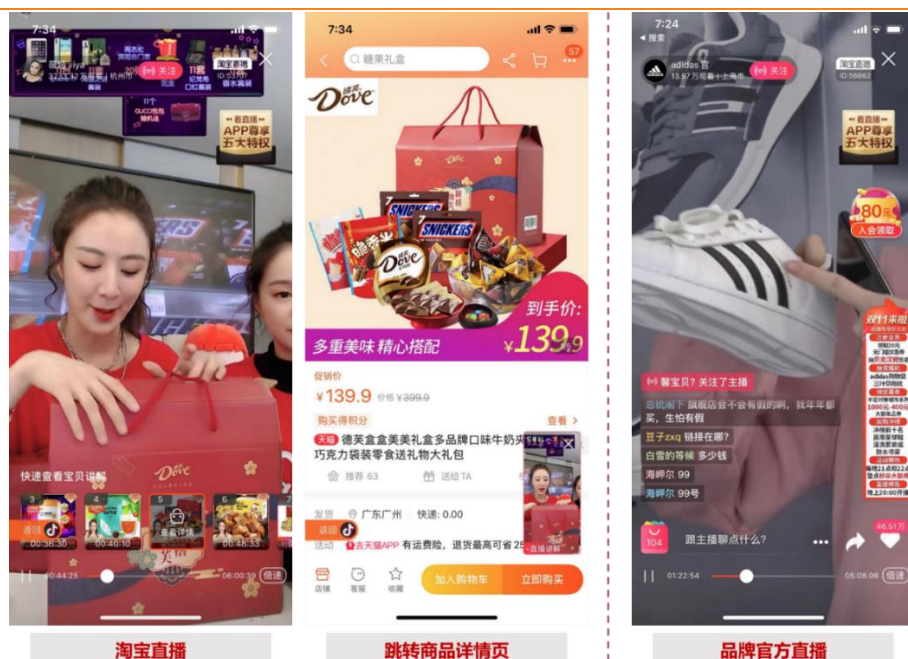
资料来源：Questmobile，天风证券研究所

此外，根据美国国家海洋局和大气管理局预测，目前拉尼娜在热带太平洋上持续加强，约有 85% 的机会持续北半球整个冬季，造成中国今年冬天可能会是 2008 年以来最冷的冬天。冷冬意味着消费者将更多购置保暖产品，包括冬装等。

2.2. 短视频及直播共促电商成交成为趋势

自 2019 年双十一，直播成为商家获取增长的新动力。淘宝直播方面，2019 年天猫双 11，超过 50% 的商家都通过直播获得新增长。1 小时 03 分淘宝直播引导成交超 2018 年全年，8 小时 55 分引导成交已破 100 亿。品类方面，在家装和消费电子等行业，直播引导的成交同比增长均超过 400%。淘宝直播之外，蘑菇街也在双 11 开始 1 小时 23 分就已经破 2018 年双 11 全天交易额。

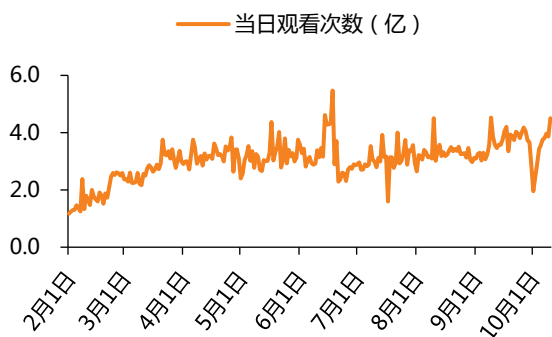
图 10：淘宝直播截图



资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所

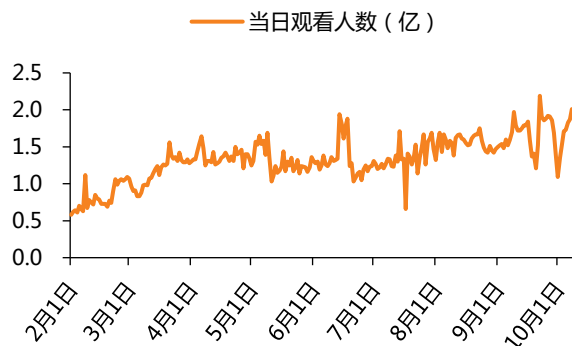
经过一年发展，淘宝直播已逐步常态化，根据我们跟踪的周维度数据看，淘宝平台直播流量趋于稳定。用户端，单日观看人数及观看次数波动缓慢上行，而主播开播场次及开播主播数均稳中有降，一定程度上说明淘宝生态内直播流量集中度呈现提升趋势。

图 11：2020 年淘宝直播当日观看次数（亿）



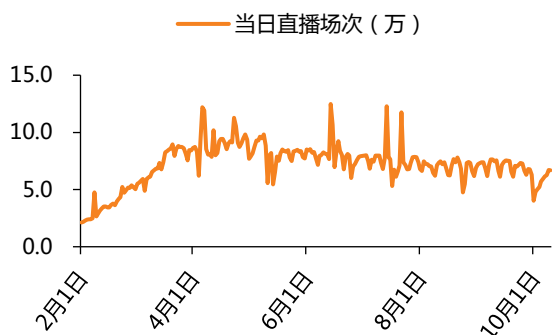
资料来源：知瓜数据，天风证券研究所

图 12：2020 年淘宝直播当日观看人数（亿）



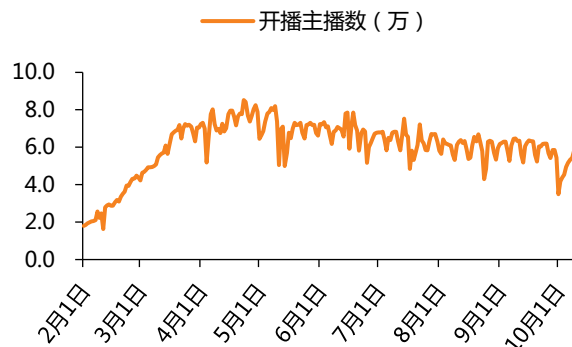
资料来源：知瓜数据，天风证券研究所

图 13：2020 年淘宝直播当日直播场次（万）



资料来源：知瓜数据，天风证券研究所

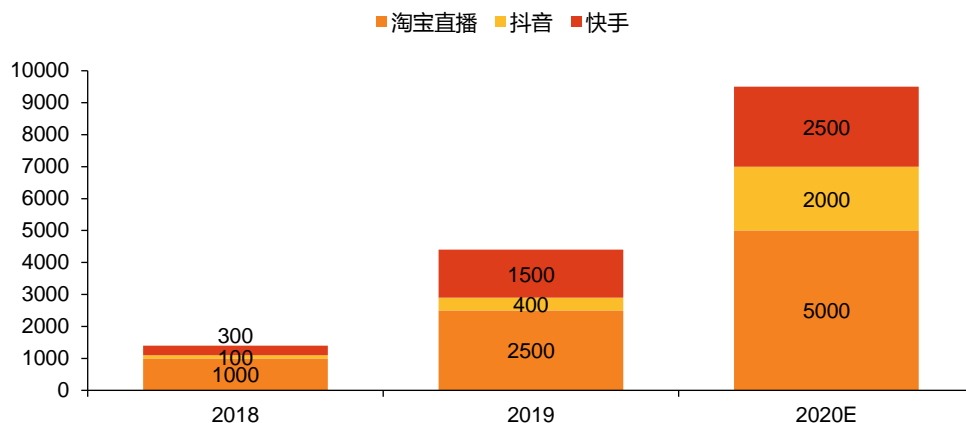
图 14：2020 年淘宝直播当日开播主播数（万）



资料来源：知瓜数据，天风证券研究所

但同时，短视频平台快手及抖音不断加码直播电商。抖音方面，2020 年 6 月，电商业务从其商业化部门中剥离成为独立事业部，进一步强化其运营能力。6 月上旬，公司正式成立以“电商”明确命名的一级业务部门，以统筹公司旗下抖音、今日头条、西瓜视频等多个内容平台的电商业务运营，部门由康泽宇负责，直接向张利东汇报。快手方面，9 月 16 日快手电商对外披露，快手电商日活已经突破 1 亿，8 月订单量超 5 亿单，过去 12 个月，快手电商累计订单总量仅次于淘宝天猫、京东、拼多多。

图 15：电商平台 GMV 对比（亿元）



资料来源：艾媒网，36 氪，电商宝等，天风证券研究所

3. 平台变化：手淘视频化，快手抖音电商化

3.1. 天猫：双十一前夕完成手淘改版，启动“黑马工厂”

手淘改版，短视频及“推荐”成趋势

9月17日，阿里妈妈宣布淘宝首页改版升级，目前，改版后的手淘APP已覆盖全部用户。新版首页最显著的变化包括三个方面：1）品牌特秀的位置上移到首屏，依据阿里旗下电商数字营销平台阿里妈妈所公开的资料，品牌特秀将借此获得三倍以上曝光增量；2）首页的钻展由横版变为竖版，置于功能按钮之下，不仅展示面积提高了10%，还支持短视频、动态创意、静态展示等多种展现形式；3）升级单品信息流推荐，新增品牌专属定制橱窗，提高品牌会员、粉丝运营能力与效率。

图 16：手机淘宝 app 版面更新展示



资料来源：手机淘宝APP，阿里妈妈官网，天风证券研究所

淘宝自2013年推出“千人千面”算法以来，不断加大手机淘宝APP中推荐算法的力度。2017年3月，淘宝增加“猜你喜欢”模块，促进手机淘宝的智能化与内容化。2018年天

猫双 11，淘宝总裁蒋凡表示个性化推荐带来的流量已经超过了搜索带来的流量，同年手淘改版后“猜你喜欢”从第七屏提升至第二屏。而本次手淘改版再一次突出了信息流“猜你喜欢”，使其直接跃至首屏。

本次改版加速了手淘内容化、视频化与个性化升级，信息流成为消费者逛淘宝的核心方式之一。相比直接搜索商品或品牌而言，通过分析消费者信息、购买习惯等产生的个性化内容推荐能让消费者接触更多相似或相关商品，挖掘用户潜在需求和帮助用户购买决策。从“搜索”到“推荐”，消费者除了购买目标商品之外，还能发掘潜在兴起商品，激发更多购买欲望，真正在手淘实现“逛一逛”。

图 17：“猜你喜欢”背后的推荐方案



资料来源：阿里云开发者社区，天风证券研究所

改版后淘宝将**高度内容化，可提高便利性，提升转化率**。本次改版后内容推荐比例明显增大。“猜你喜欢”跃升首屏，界面中下滑式无限商品流与“微详情页”的设置，使得用户能够更省时省力地逛淘宝，且无需点入详情页就可将商品加入购物车与直接购买，形成“逛”与“下单”的闭环。因此对“猜你喜欢”的大幅度改版能够通过加大内容推荐比例与便利程度更好地为双 11 服务，提高商家获客能力与转化率。同时，本次改版将**倒逼商家升级“短视频”，提高商品表达能力**。本次改版的重点之一落在“视频化”上，在一份淘宝发布的双 11 商家玩法说明中，介绍了短视频的节奏和玩法：8 月 20 日起，SKU 短视频 3-5 条覆盖，商家内容覆盖不少于 70%，倒逼商家为商品拍摄短视频。改版后微详情页内的商品排序根据商品关注度、用户浏览兴趣而定，且界面出现更多商品短视频的内容。商家通过制作精美的商品主图与优质短视频，能够提高商品表达能力，更好提升双 11 当天用户的消费体验。

黑马工厂助力新品孵化

7 月 15 日，天猫宣布要在 2 年内助推 5000 个品牌成为所在行业的“独角兽”。8 月 4 日，天猫新品创新中心（TMIC）协同淘宝大学启动以帮助品牌加速孵化新品的“TMIC 黑马工厂”项目，目标是**全年挖掘 20 个趋势产业，为超过 1000 个新锐品牌寻找下一个爆款**。

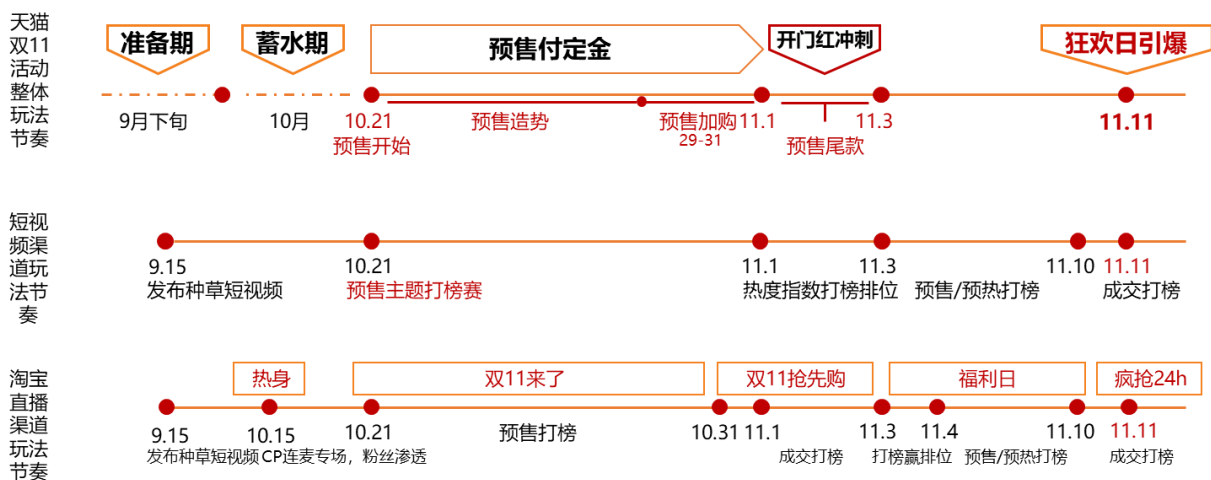
该项目为期数月，包括超级补丁、宝莹、摇滚动物园、Amiro 等 100 家入选品牌都将加入这个项目，一同孵化新品，天猫新品创新中心将联合淘宝大学从新品、消费者、品牌的运营层面，帮助品牌了解数字化孵化、运营新品的思路。以 2019 年 9 月上市的九阳小萌牛电热小火锅为例，上市前，九阳通过天猫新品创新中心的人群洞察，聚焦了 18-29 岁女性消费者“一人食”的场景，根据消费者反馈确定了萌宠的产品造型。5 个月内完成的新品，在上市第一周即达到 5 万台销量，也成为双 11 最热卖的产品之一。

而本届天猫双 11 活动的第一次大促阶段，便是以扶持新品牌、新产品为重点，TMIC 黑马工厂孵化出的产品销售表现值得关注。

天猫双 11 玩法

作为双 11 的开创者与行业龙头，今年天猫将于 10 月 21 日正式开始“开门红预售”；11 月 1-3 日开启第一次大促，并在这一阶段内重点扶持全网一年中的新品牌、新产品，以及产业带和全球独特供应的商品；11 月 4 日到 10 日为第二次大促阶段，最终在 11 月 11 日当天实现最终引爆。此外，直播电商与短视频电商已正式成为电商行业的主要赛道，天猫也在双十一活动期间重点发力短视频电商与直播电商，推出一系列与主要玩法相呼应又略有不同的新玩法。

图 18：2020 双 11 天猫主体活动规则与短视频、直播渠道活动规则



资料来源：淘宝大学，天风证券研究所

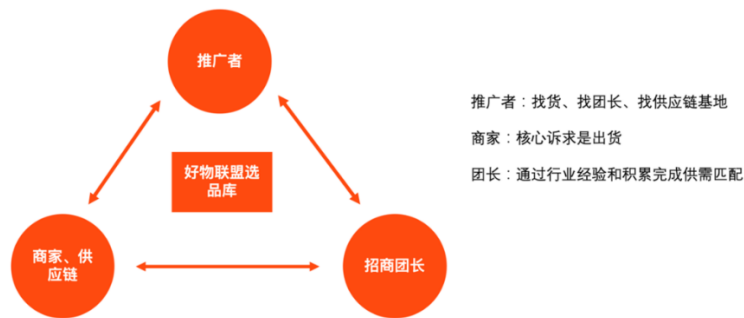
3.2. 快手：直营电商服务平台上线，供应链体系加速自营

快手自营电商步伐不断加快，去年双 11 前推出的“金牛电商”直营电商服务平台，于今年上半年正式上线，上线以来单客户日消耗已突破 500 万。金牛电商的主要服务对象为二类电商，依托快手顶级的流量规模与社交商业化价值，帮助商家进行基于信息流的商品推广。另外，在 9 月 22 日的快手“电商开放日”上，快手正式推出“好物联盟”，目的是降低达人的电商化门槛，为主播达人提供更多优质的商品供给。这是继快手建立产业带与自建分销库后，在供应链建设上的又一突破，自此，快手已基本建成品牌、工厂、农场、达人四方互相打通的供应链体系。

图 19：快手好物联盟生态机制

快手好物联盟生态

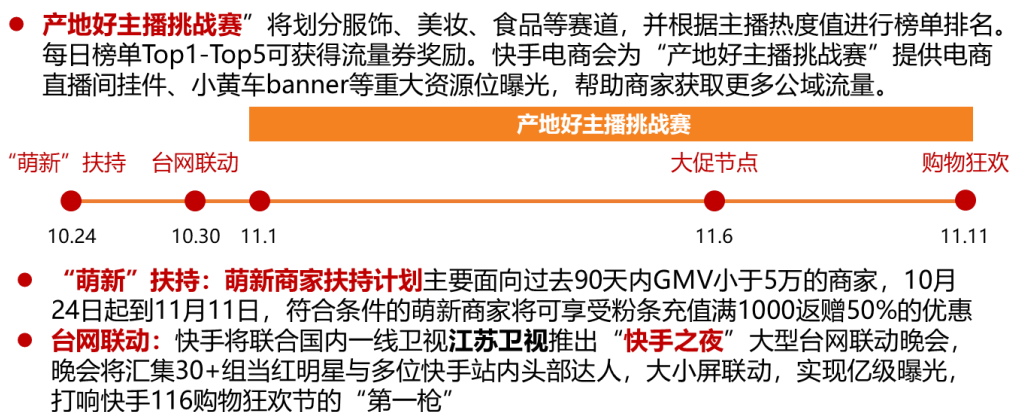
快手电商



资料来源：快手电商，天风证券研究所

今年5月，“618”启动前夕，快手与京东达成战略合作，京东为快手提供更优质的产品源，而快手则为京东提供更多流量。今年双11，快手将继续在10月30日到11月11日开展116购物狂欢节活动，通过流量推广、亿级现金补贴、明星达人多种抓手等方式进助力品牌双11营销。

图 20：2020 快手 116 购物狂欢节具体玩法



资料来源：快手日报，和讯网，天风证券研究所

3.3. 抖音：直播带货屏蔽外链，电商闭环即将完成

抖音在双11之前不断推进电商业务闭环。早在今年6月，抖音便宣布成立“电商”一级部门，并统筹旗下多个包括今日头条、西瓜视频在内的多个内容平台的电商业务；7月，抖音电商宣布与苏宁易购达成合作，苏宁易购的供应链体系将为抖音保驾护航；8月，抖音宣布9月6日起，第三方商家在直播电商上必须通过星图平台下单，10月9日起，第三方来源商品将不再支持进入直播间购物车，直播电商渠道完成闭环。目前，抖音仅允许在短视频渠道添加第三方商品链接。

短视频平台带货日渐成为电商购物的主流方式之一，而过去的2019年更是被称为“短视频电商元年”，抖音则是关注焦点。经过一年的发展，抖音已基本实现电商业务闭环，将以更成熟的姿态迎战本次双11。今年，抖音双11的活动主题为“11.11 抖音宠粉节”，其主题与去年的“抖音好物发现节”有明显差异，一定程度上表明其重心由种草带货，更多的转向为平台销售，今年双11的玩法也更加接近天猫、京东等传统电商平台。

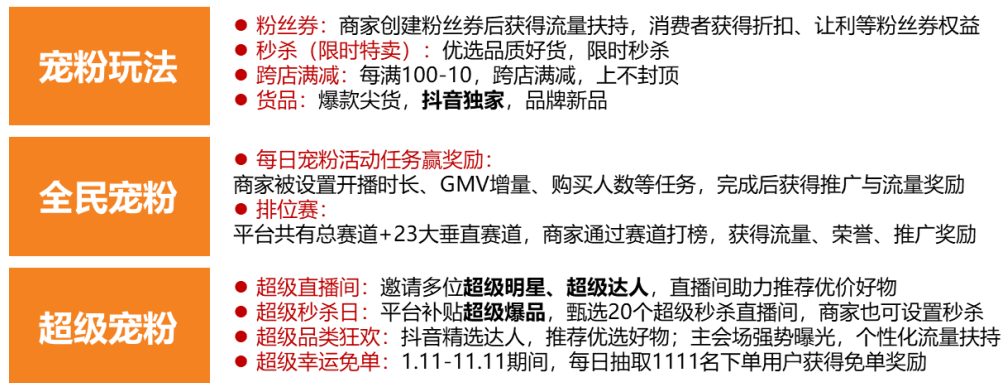
图 21：2020 抖音 11.11 抖音宠粉节玩法规则及节奏



资料来源：抖音电商商家助手，天风证券研究所

具体到详细玩法上，抖音结合自身在短视频与直播上的特色，以“宠粉”为主体设立了三大玩法，覆盖秒杀、满减、粉丝团营销、新品、打榜、免单等多个方面。

图 22：2020 抖音 11.11 抖音宠粉节具体玩法



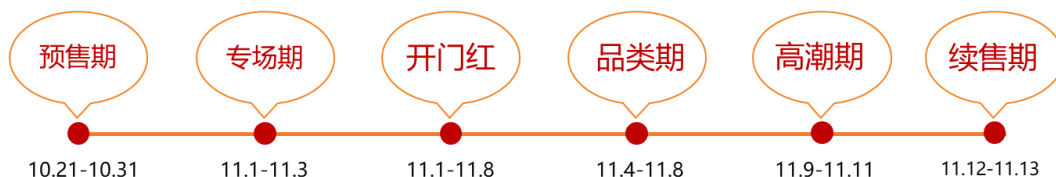
资料来源：抖音电商商家助手，天风证券研究所

3.4. 京东：全新服务保障体系，助力购物体验提升

今年京东双 11 期间将联合品牌商家为消费者提供贵必赔、晚必赔和免费上门取退三大全新服务保障，进一步提升购物体验。此外，京东于去年 618 活动前夕上线“护宝锤”系统，时至今日，已有超过 320 个亿元品牌加入，保护品牌方利益的同时，也保障了消费者的消费体验。全新保障机制与“护宝锤”系统，将共同促进用户购物体验提升。

本次双 11，京东将以“11.11 全球热爱季”为主题，展开一系列的规则与玩法。在玩法节奏上，京东继续保持 10 月 21 日起开始预售的节奏，并于 11 月 11 日开始“开门红”；预售期开始后，将分阶段依次或同步进行“专场期”、“品类期”、“高潮期”三档活动期；在 11 月 11 日的高潮结束后，将开展为期两天的续售期。

图 23：2020 京东 11.11 全球热爱季大促规则



资料来源：京东麦头条，天风证券研究所

4. 投资建议

双 11 为电商行业年度盛会，在行业内占据重要地位。2020 年受疫情推动，电商渗透率创历史新高，同时，双 11 为本年最后一次大促，平台及商家均给予厚望。今年双十一预售将于 10 月 21 日开启，从星图数据来看，2017-2018 年全网预售交易额占双 11 当天交易额的比例达 33.2%-34.6%，2019 年天猫预售占比达 30.5%，预售数据可作为双 11 表现的前置指标。建议重点关注本周预售数据表现及电商领域高景气度带来的投资机会，具体标的包括中概股【阿里巴巴、京东、拼多多、唯品会】、港股【中国有赞、微盟集团】、A 股【值得买、星期六、壹网壹创】及广告营销产业链受益公司等；此外电商平台竞争有利促销和订单提升，利好物流【顺丰控股、三通一达】等。

图 24：可比公司估值表

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
				FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21	FY19	FY20	FY21
阿里巴巴	USD	307.3	831,469	39.3	34.9	27.1	11.3	8.7	6.8	11.4	8.8	6.9	1.9	1.7	1.3
美团点评	HKD	265.8	201,702	729.2	274.4	83.6	13.9	12.0	7.9	14.1	12.1	8.2	4.6	1.7	0.5
拼多多	USD	84.0	100,625	n.a.	n.a.	324.0	20.6	13.1	8.2	22.0	13.8	8.9	n.a.	n.a.	n.a.
京东	USD	81.5	127,570	76.9	52.1	35.4	1.5	1.1	0.9	1.5	1.2	1.0	1.7	1.2	0.8
小米集团	HKD	23.2	72,084	43.0	40.7	30.0	2.2	1.9	1.4	2.4	2.0	1.5	1.6	1.5	1.1
唯品会	USD	19.4	13,114	19.8	15.7	13.0	0.9	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8	0.5	0.4	0.3
壹网壹创	CNY	169.4	3,648	n.a.	69.7	50.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14.6	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
微盟集团	HKD	10.9	3,177	131.1	377.5	118.0	n.a.	9.6	6.5	14.6	9.6	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
中国有赞	HKD	2.2	4,784	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	16.3	10.0	26.3	16.6	10.2	n.a.	n.a.	n.a.
星期六	CNY	22.4	2,468	90.2	65.2	32.1	n.a.	n.a.	n.a.	7.3	6.3	4.5	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	USD	33.6	2,568	35.6	24.9	17.6	2.3	1.9	1.5	2.4	1.9	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
值得买	CNY	115.1	1,385	n.a.	60.2	46.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	8.5	n.a.	n.a.	n.a.
云集	HKD	1.8	389	n.a.	n.a.	6.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	n.a.	n.a.	n.a.
中国电商				129.8	92.5	65.3	7.5	7.3	4.9	10.3	7.6	5.4	1.4	1.2	0.9

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com