

本报告的主要看点：

1. 探讨亚马逊盈利模式、财报数据、估值，看美国消费模式变迁

新科技、新零售：从亚马逊发展看美国消费模式变迁

主要结论

- 在电商时代，互联网技术将传统零售搬到线上，形成了一种新的生活方式，但现阶段电商模式已经在流量成长、存量用户转化等方面面临一系列痛点和问题。亚马逊等电商龙头企业率先做出改变，开启了新零售时代，通过新技术改造传统电商及零售业，计划形成另一种全新的生活方式，其背后蕴含的是消费者消费模式的改变。
- 亚马逊公司是美国最大的网络电子商务公司、全球商品品种最多的网上零售商，其发展历程大致可以划分为三个阶段：重资产投物流，打造高效供应链；创新科技，大力发展云服务；进军线下，引领新零售整合变革。在不同发展阶段，亚马逊公司对应的主营业务、盈利模式、资本支出情况等各方面因素也有所不同。
- 近几年亚马逊大力进军线下，“新零售”概念兴起，诞生了无人实体零售店等一系列新业态门店，同时新科技加深了线上线下的深度融合。该阶段的主要特征是传统零售业与电商数据相结合，优化资产配置，创造高效企业，引领消费升级。
- 亚马逊在业务模式等方面的一系列转变背后反映的是消费者消费模式的变化。消费者消费模式的变化主要体现在三方面：1) 消费情况改善，高收入客户占比提升，追求更高的消费水平。随着美国经济的回暖，美国消费者信心持续增强，个人消费占比稳健提升，高收入客户占比最高且比例稳定增长，消费者越来越多地追求更高水平的消费。2) 消费需求更加个性化，存量用户的深度挖掘成为主流。电商对线下零售的分流仍在持续，但亚马逊已进入互联网流量红利尾声，电商的发展接近天花板，规模进一步扩张的核心已从新用户的开拓转向存量用户的深度挖掘。3) 更加重视消费体验，推动人工智能、移动支付等新技术广泛应用。未来，传统互联网的硬件存在被AR/VR设备替代的可能性，“新零售”作为O2O的升级版，不仅仅将线上线下全渠道的融合，而且融入了人工智能以及移动支付的相关技术，从而达到从购买、支付、全场景等多方位的细节化的帮助。
- 中国一直对新零售高度关注，博鳌亚洲论坛2018年年会开设“新零售：新概念，还是新趋势？”分论坛，就“新零售，需要解决电商购物的哪些痛点？在技术应用、商业逻辑、用户体验等方面新在哪里？如何有别于传统零售？”等话题展开讨论。结合数据来看，中国同样存在电子商务增速放缓，新零售稳步推进的大趋势。1) 电子商务增速放缓，看中存量用户深度挖掘：商品与服务网上零售额增速降低，网上零售额占零售总额比例下降，存量用户的深度挖掘日益重要。2) 新零售稳步推进：中国的新零售布局主要体现在电商企业收购/参股线下零售商、投资新业态门店两大方面。
- 中国政府层面，2016年11月国务院颁布《关于推动实体零售创新转型的意见》，提出要调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持，促进线上线下融合，拓展智能化、网络化的全渠道布局。企业层面，阿里巴巴马云指出要推动线上线下与现代物流结合，新零售的核心是从向消费者销售商品转向服务消费者，京东刘强东则强调零售业将迎来第四次零售革命，零售终极为“无界零售”。
- 风险提示：中美贸易摩擦再度升温、海外黑天鹅事件（政治风险、主权评级下调等）、政策监管（金融去杠杆等）

李立峰 分析师 SAC 执业编号：S1130515040001
(8621)60230231
lilifeng@gjzq.com.cn

魏雪 联系人
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、亚马逊公司概况：高估值的电商巨头	5
二、第一阶段：重资产投物流，打造高效供应链.....	8
三、第二阶段：创新科技，云服务衍生新商机	10
四、第三阶段：进军线下，引领新零售整合变革.....	11
五、亚马逊背后的美国消费模式变迁	13
5.1 趋势一：消费改善，高收入客户占比提升，追求更高的消费水平	13
5.2 趋势二：消费需求更加个性化，存量用户的深度挖掘成为主流.....	14
5.3 趋势三：更加重视消费体验，推动人工智能、移动支付等新技术应用 ..	16
六、中国视角下的结论再验证.....	18
6.1 中国数据：电子商务增速放缓，新零售稳步推进.....	18
6.2 政府声音	19
6.3 企业家观点.....	19

图表目录

图表 1: 全球上市公司市值 TOP10.....	5
图表 2: 亚马逊及主要指数市场收益率走势.....	5
图表 3: 近两年亚马逊及主要指数市场收益情况对比.....	5
图表 4: 亚马逊 P/E 显著高于其他科技巨头.....	6
图表 5: 亚马逊 P/B 高于其他科技巨头.....	6
图表 6: 亚马逊 P/E 远高于沃尔玛.....	6
图表 7: 整体上亚马逊 P/E 增速高于沃尔玛.....	6
图表 8: 亚马逊经营现金流稳健向好.....	7
图表 9: 2017 年实体商店营业收入占比提升较快.....	7
图表 10: 线上商店业务收入占比持续负增长 (同比).....	7
图表 11: 亚马逊毛利率及净利润率历史数据.....	8
图表 12: 亚马逊毛利率及净利润率增速.....	8
图表 13: 亚马逊三大主要发展阶段特征.....	8
图表 14: 主营业务收入及增速历史数据.....	9
图表 15: 毛利率及净利润率增速.....	9
图表 16: 2003-2008 年年均资本支出增速高达 49.73%.....	9
图表 17: 资本支出占主营业务收入比重阶段性上涨.....	9
图表 18: 亚马逊零售及物流模式.....	10
图表 19: 亚马逊美国分销网络.....	10
图表 20: 2002 年起订单履约成本占净营收的比重显著下降.....	10
图表 21: 主营业务收入增速放缓, 年均 28.10%.....	11
图表 22: 毛利率 2011 年-2015 年间提升 47.23%.....	11
图表 23: 资本支出占主营业务收入比重大幅上涨.....	11
图表 24: 研究与开发收入占比大幅上涨.....	11
图表 25: 主营业务收入及增速历史数据.....	12
图表 26: 毛利率及净利润率增速.....	12
图表 27: 食品&饮料商店在美国线下零售中表现突出.....	12
图表 28: 食品&饮料商店销售收入增长稳健.....	12
图表 29: 近年中、美主要零售龙头线上线下融合事件.....	13
图表 30: 近期美国消费者消费情绪较高.....	14
图表 31: 2017 年以来美国个人消费占比稳健提升.....	14
图表 32: 高收入户占比稳健提升.....	14
图表 33: 最高收入户占比提升较快.....	14
图表 34: 互联网用户数排名前五国家 (百万).....	15
图表 35: 互联网渗透率排名前五国家 (%).....	15
图表 36: 电子商务销售额及占比.....	15
图表 37: 电子商务占比增速放缓.....	15

图表 38: 各类平台访客数量增长空间不大.....	16
图表 39: 用户浏览网站花费时间增多.....	16
图表 40: PC 端交易数量增速大于买家数量增速.....	16
图表 41: 单位买家花费及平均订单价值上升.....	16
图表 42: 移动端电子商务销售额占比持续提升.....	17
图表 43: 移动端电子商务销售额占比 2015 年快速增长.....	17
图表 44: 新消费模式下亚马逊的应对措施.....	17
图表 45: 商品与服务网上零售额增速稳定.....	18
图表 46: 网上零售额占比下降.....	18
图表 47: 前十位在线购物网站访问量及页面浏览量.....	18
图表 48: 前十位在线购物网站访客花费时间.....	18

一、亚马逊公司概况：高估值的电商巨头

- 亚马逊公司是美国最大的网络电子商务公司，成立于1995年，并于1997年5月上市，现已成为全球商品品种最多的网上零售商。亚马逊确立了**高效零售经营+提供领先的综合服务**的业务模式，成为提供商品销售、内容销售、供应链服务以及IT互联网技术服务的多元互联网龙头企业。2018年3月亚马逊市值一度超越谷歌母公司Alphabet，成为世界第二大最有价值公司，但随后受到特朗普数次在社交平台上指责亚马逊“没有缴纳足够的税款”、“占美国邮政便宜”等因素的影响，市值有所回落，目前排名世界第4位。

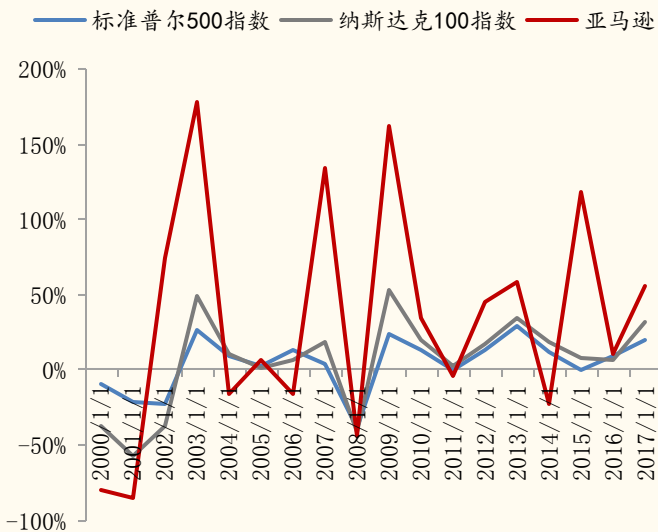
图表 1：全球上市公司市值 TOP10

排名	简称	总市值 (亿美元)	D-1 价格 (美元)	P/E	年初至今总回报 (%)
1	APPLE INC	8790.73	173.25	18.01	2.79
2	ALPHABET INC-A	7188.62	1036.50	28.77	-1.60
3	MICROSOFT CORP	7151.57	92.88	26.86	9.08
4	AMAZON.COM INC	6952.84	1436.22	315.01	22.81
5	TENCENT	5050.81	53.15	44.37	2.27
6	BERKSHIRE HATH-A	4879.62	296556.00	34.86	-0.35
7	FACEBOOK INC-A	4794.41	165.04	26.80	-6.47
8	ALIBABA GRP-ADR	4535.80	177.10	49.91	2.71
9	JPMORGAN CHASE	3837.06	112.51	16.13	6.28
10	JOHNSON&JOHNSON	3494.14	130.25	20.25	-6.18

来源：Bloomberg，国金证券研究所（美国时间2018年4月10日收盘）

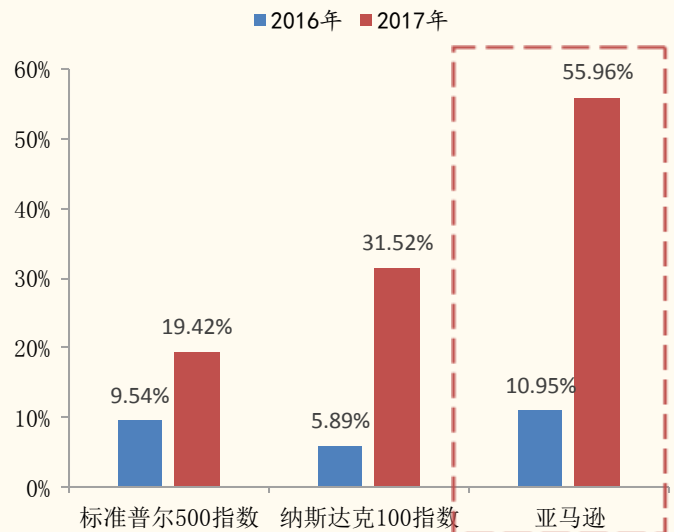
- **亚马逊公司股票市场收益表现突出。**与标普500、纳斯达克100等主要市场指数相比，近20年来亚马逊股票的收益表现更优，2000年至今的平均年度市场收益率达到33.94%，远高于标普500（4.47%）和纳斯达克100（5.76%）。从近两年数据来看，结论同样成立，2017年亚马逊股票市场收益率高达55.96%。

图表 2：亚马逊及主要指数市场收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

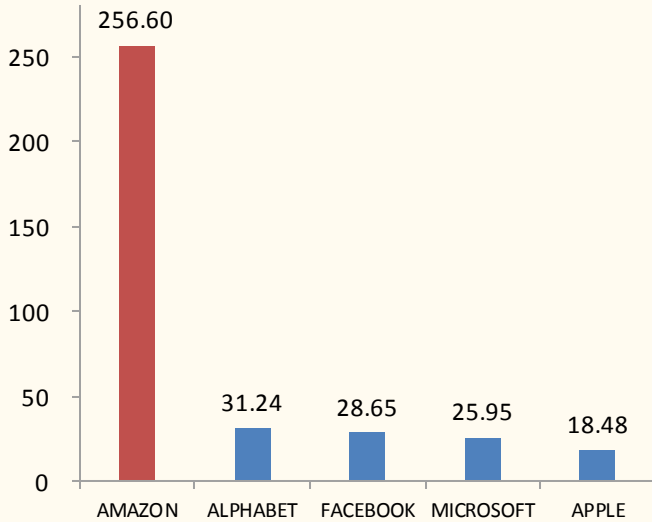
图表 3：近两年亚马逊及主要指数市场收益情况对比



来源：Bloomberg，国金证券研究所

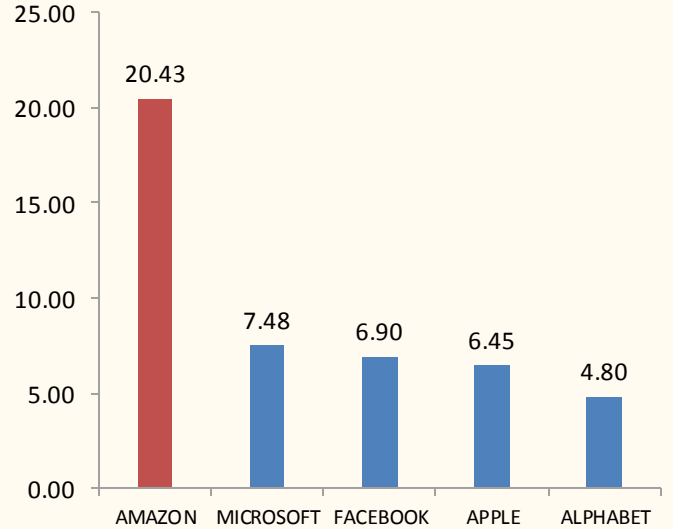
- **估值水平较高。**估值方面，无论是与苹果、谷歌、微软、Facebook 等高市值科技公司相比，还是与亚马逊在传统零售领域的主要竞争对手沃尔玛相比，亚马逊的 P/E 和 P/B 水平都遥遥领先。公司业务规模的快速增长及市场对公司未来业绩的乐观预期，支撑着公司的高估值。

图表 4：亚马逊 P/E 显著高于其他科技巨头



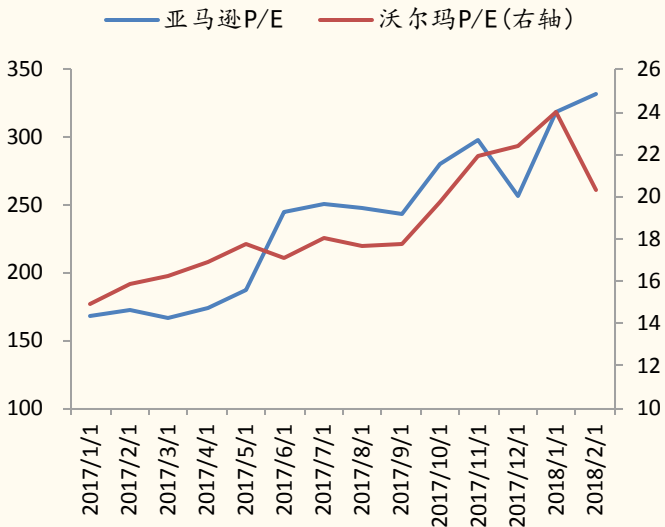
来源：Bloomberg、国金证券研究所（2017 年）

图表 5：亚马逊 P/B 高于其他科技巨头



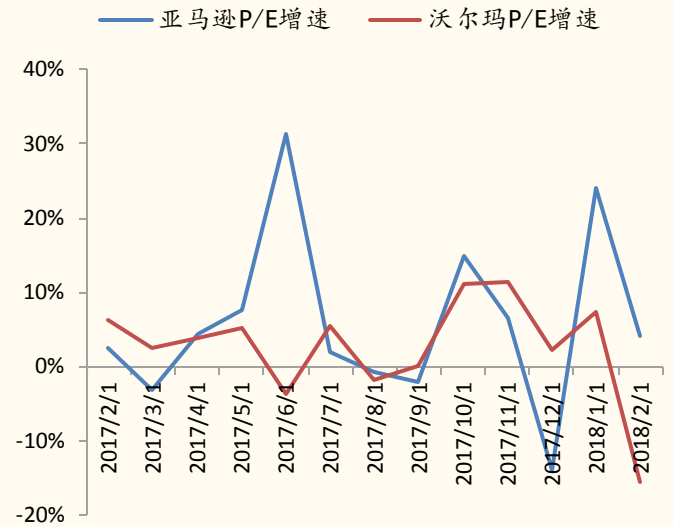
来源：Bloomberg、国金证券研究所（2017 年）

图表 6：亚马逊 P/E 远高于沃尔玛



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 7：整体上亚马逊 P/E 增速高于沃尔玛

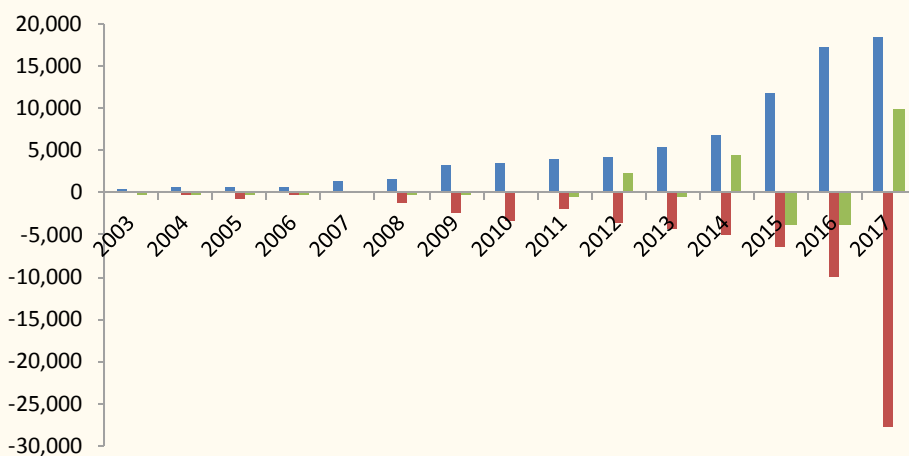


来源：Bloomberg、国金证券研究所

- **经营现金流稳健向好。**从现金流情况来看，亚马逊经营活动现金流近年来稳健向好，融资需求逐渐减弱，投资活动现金流有扩大趋势。

图表 8：亚马逊经营现金流稳健向好

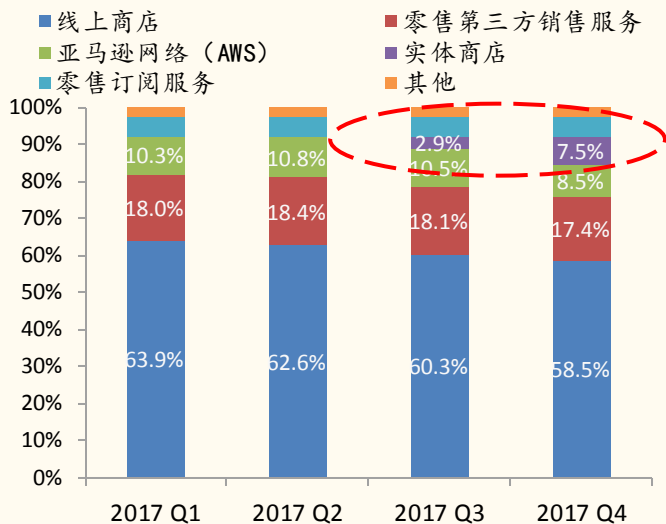
■ 经营活动所得现金(百万美元) ■ 投资活动现金流量(百万美元) ■ 融资所得现金(百万美元)



来源：Wind，国金证券研究所

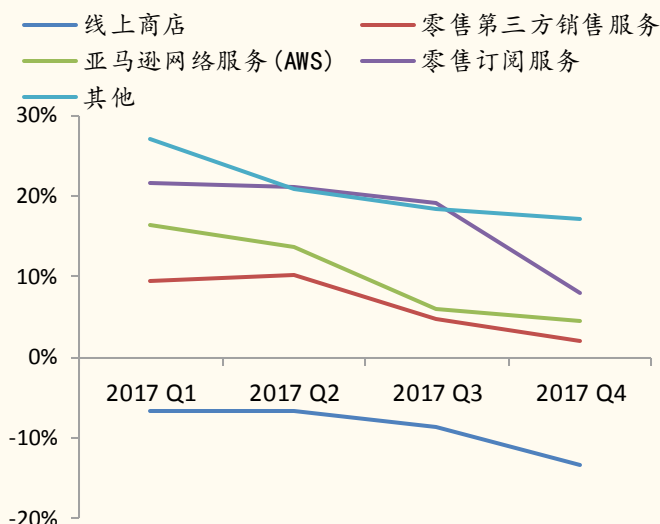
■ 在业务收入方面，主要由亚马逊的 B2C 业务贡献流量，第三方平台佣金、云服务、广告收入、物流服务是真正的盈利来源。2017 年亚马逊线上商店业务收入占比 60.92%，零售第三方销售服务业务收入占比 17.92%，亚马逊网络服务（AWS）业务收入占比 9.82%，零售订购服务收入占比 5.47%，实体商店收入占比 3.26%，实体商店营业收入占比提升较快。

图表 9：2017 年实体商店营业收入占比提升较快



来源：公司年报、国金证券研究所

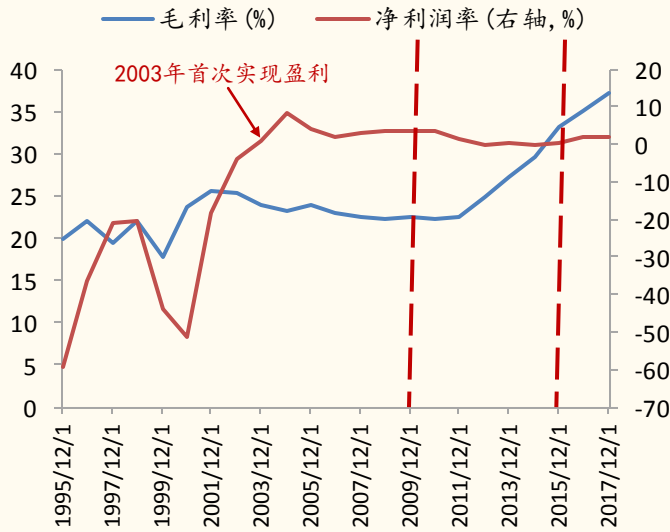
图表 10：线上商店业务收入占比持续负增长（同比）



来源：公司年报、国金证券研究所

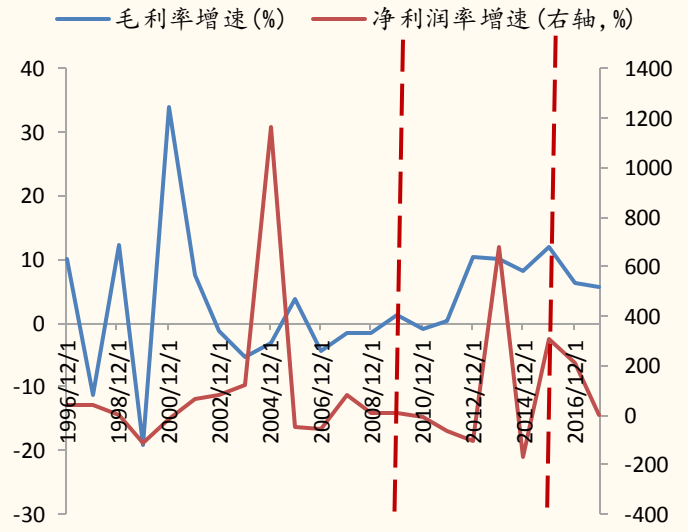
■ 在盈利情况方面，亚马逊的发展历程大致可以划分为三个阶段：第一阶段（2002 年-2009 年）毛利率保持平稳但净利率上升明显；第二阶段（2010 年-2015 年）毛利率改善明显，净利率的改善滞后于毛利率；第三阶段（2016 年至今）毛利率及净利率增速略有回落，但总体仍保持平稳。

图表 11：亚马逊毛利率及净利润率历史数据



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 12：亚马逊毛利率及净利润率增速



来源：公司年报、国金证券研究所

- 在亚马逊公司的不同发展阶段，对应的主营业务、盈利模式、资本支出情况等各方面因素也都不同。

图表 13：亚马逊三大主要发展阶段特征

第一阶段（2002年-2009年）

- 主营业务：以线上零售为主，包括自营和第三方销售平台
- 盈利模式：做大规模、靠规模效益盈利
- 资本支出：打造现代化物流体系

第二阶段（2010年-2015年）

- 主营业务：AWS 业务规模快速扩张
- 盈利模式：前期流量积累通过 AWS 等服务转变为盈利
- 资本支出：AWS+物流体系后续完善

第三阶段（2016年至今）

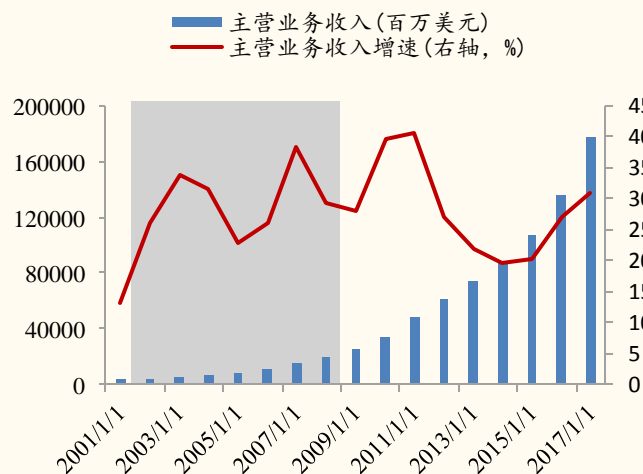
- 主营业务：AWS+线上线下融合
- 盈利模式：通过前期投入，亚马逊在技术、物流两方面日益完善，盈利能力改善
- 资本支出：AWS+线下，新业态门店

来源：Wind，国金证券研究所

二、第一阶段：重资产投物流，打造高效供应链

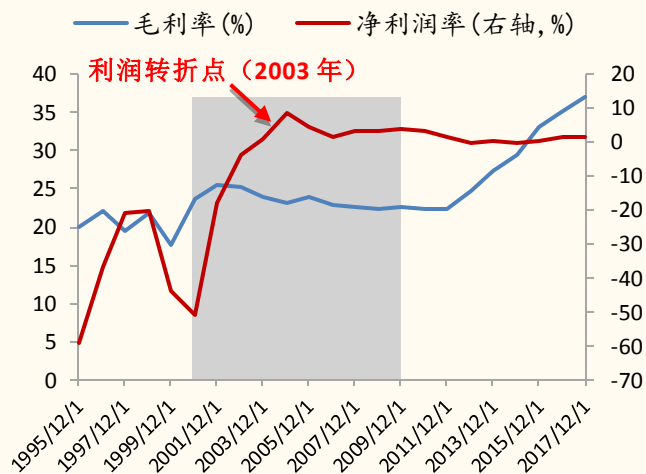
- 第一阶段（2002年-2009年）：主营业务收入增速均值为 29.5%，主营业务增长稳健，毛利率在 23.33%左右波动，由于采用低价战略抢占市场，该阶段毛利率稳中略降。净利润率指标完成了由负到正的转变，2003 年公司首度实现盈利，2004年-2009年的净利润率均值为 4.13%。

图表 14: 主营业务收入及增速历史数据



来源: 公司年报、国金证券研究所

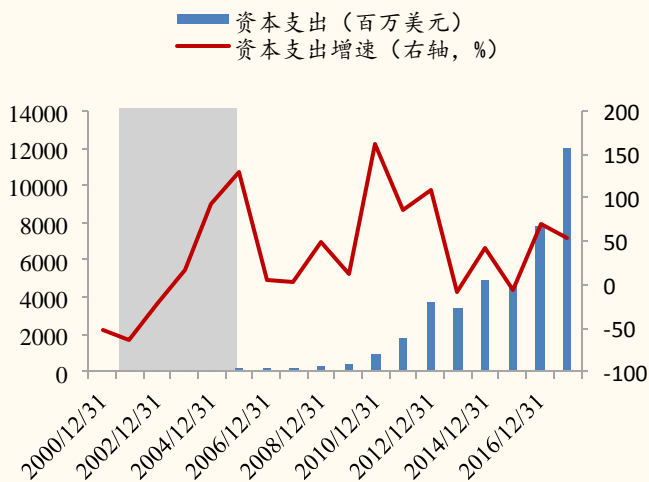
图表 15: 毛利率及净利润率增速



来源: 公司年报、国金证券研究所

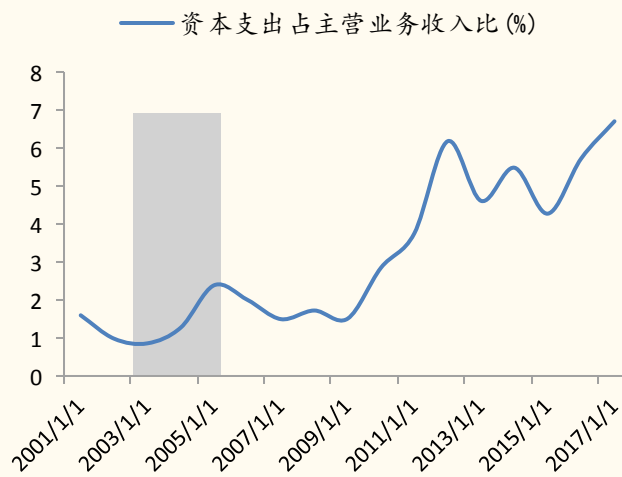
- 为了给消费者提供更为便捷的线上购物体验，这一阶段亚马逊的资本性支出主要用于打造遍布全球的现代物流体系以及网站的研究上。亚马逊资本支出在 2003 年-2008 年的年均增速高达 49.73%，主要用于全球物流中心的建设，包括软件、硬件的购置。

图表 16: 2003-2008 年年均资本支出增速高达 49.73%



来源: 公司年报、国金证券研究所

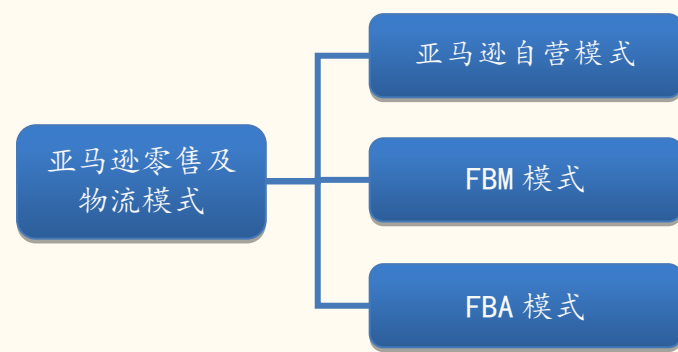
图表 17: 资本支出占主营业务收入比重阶段性上涨



来源: 公司年报、国金证券研究所

- 该阶段亚马逊主要业务集中在线上零售，做大规模是其主要经营目标，灵活高效的现代物流体系是其扩大市场份额的关键因素。通过大数据用户管理、智能分仓与智能调拨、随机存储、全球云仓库库存共享等途径，压缩上游成本、提高效率、让利消费者是亚马逊这一阶段的主要盈利模式。
- 截至 2018 年 3 月，亚马逊全球活跃分销基础设施共 707 个（美国 328 个），总面积高达 18987 万平方英尺（美国 12211 万平方英尺），随着亚马逊全球性业务扩张的需要，美国以外地区的分销基础设施面积占比逐步提升，2018 年 3 月占比达到 35.69%。

图表 18: 亚马逊零售及物流模式



配送速度快，便利性

图表 19: 亚马逊美国分销网络

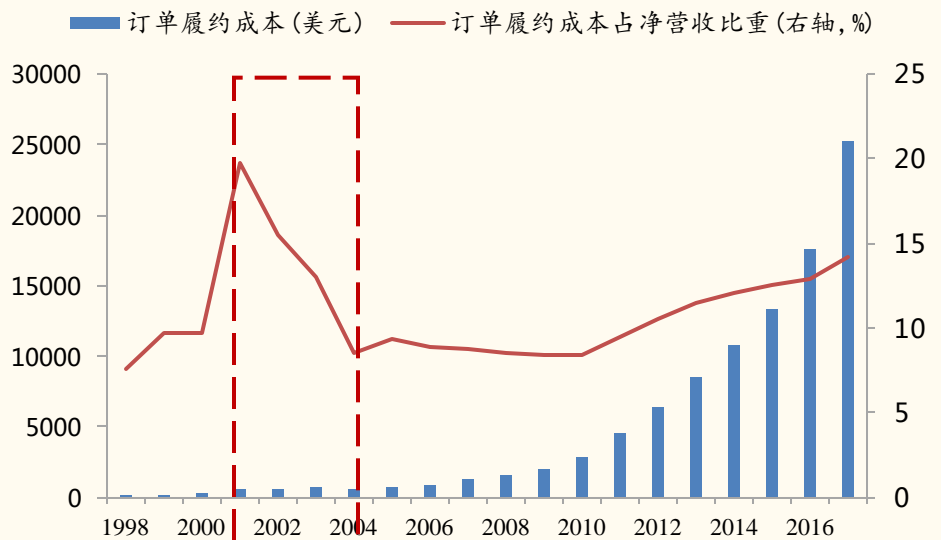


来源: MWPVL、国金证券研究所 (2018 年 3 月)

来源: 国金证券研究所

- 亚马逊遍布全球的现代物流体系极大地降低了订单履约成本，是该阶段公司盈利扭亏为盈的关键因素。其中，2002 年起订单履约成本占净营收的比重显著下降，2002 年至 2004 年的降幅高达 44.83%，此后订单履约成本占净营收的比重基本维持在 10.12% 的水平。

图表 20: 2002 年起订单履约成本占净营收的比重显著下降

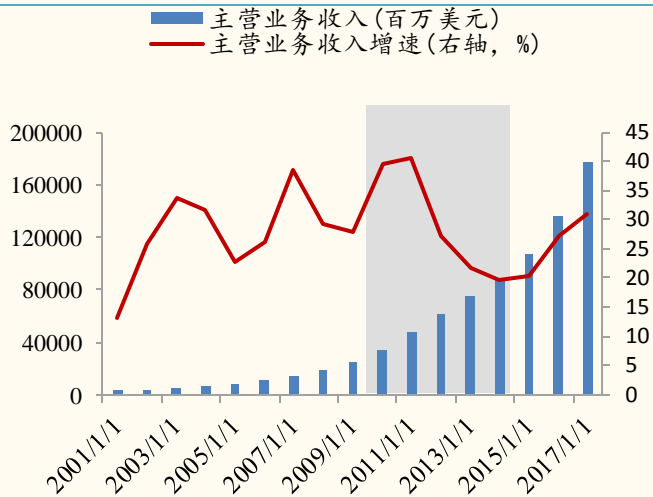


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、第二阶段：创新科技，云服务衍生新商机

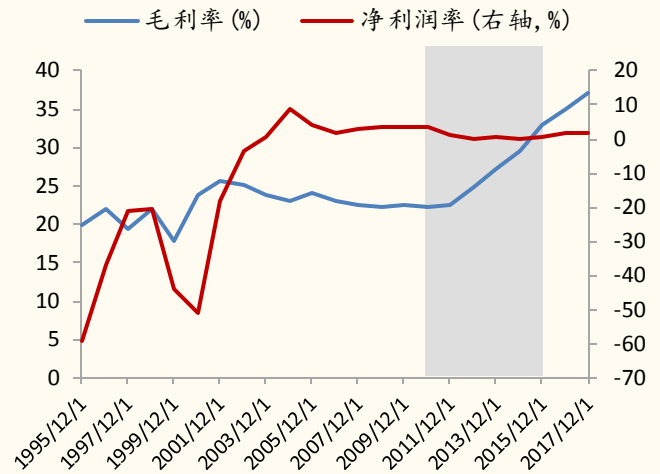
- 第二阶段（2010 年-2015 年）：亚马逊由传统的线上零售公司向科技公司转型。2010 年以来亚马逊网络服务（AWS）收入增长迅速，云计算业务成长为支柱业务。受益于 AWS 收入快速增长，亚马逊毛利率实现跨越式提升，但 AWS 仍需大量后续投入，净利率的改善滞后于毛利率。

图表 21: 主营业务收入增速放缓, 年均 28.10%



来源: 公司年报、国金证券研究所

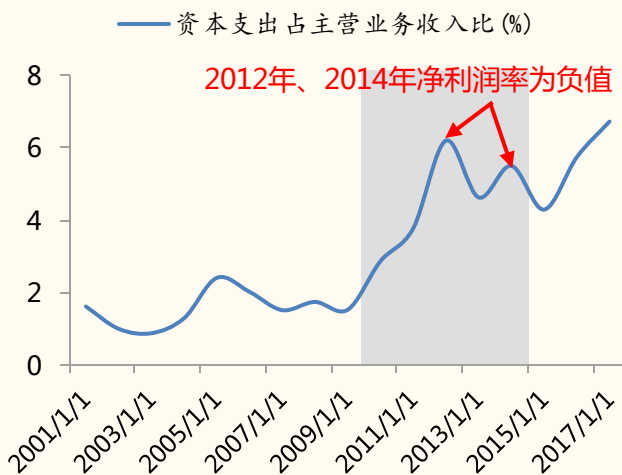
图表 22: 毛利率 2011 年-2015 年间提升 47.23%



来源: 公司年报、国金证券研究所

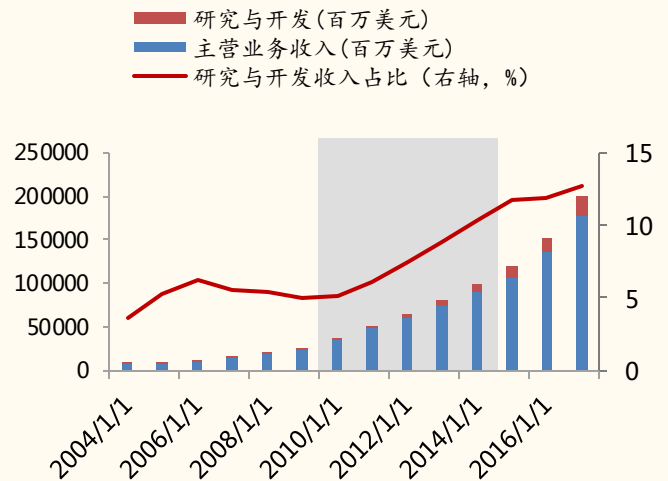
- 该阶段资本支出占比大幅提升, 资本性支出占收入比重在 2012 年达到 6.20%, 远远超过之前 3.78% 左右的年平均水平。此阶段资本支出主要用于 **AWS** 的投入, 包括购买大型服务器设备。同时, 用于新产品研发等的技术费用也大幅上涨, 从 2010 年 5.07% 上涨至 2016 年的 11.83%。
- 亚马逊云计算服务秉承低价、以客户为中心、靠规模效应盈利的竞争战略, 精准切中中小企业有数据存储分析的需求却没有能力购置大型服务器的痛点, 迅速获得市场份额。目前 **AWS** 提供超过 70 项服务涵盖存储、分析、计算、数据库、企业应用等领域, 2017 年 **AWS** 收入 174.58 亿美元。

图表 23: 资本支出占主营业务收入比重大幅上涨



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 24: 研究与开发收入占比大幅上涨

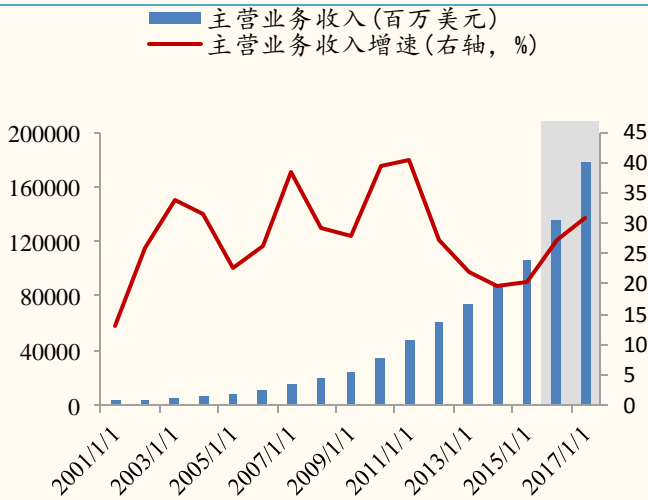


来源: 公司年报、国金证券研究所

四、第三阶段: 进军线下, 引领新零售整合变革

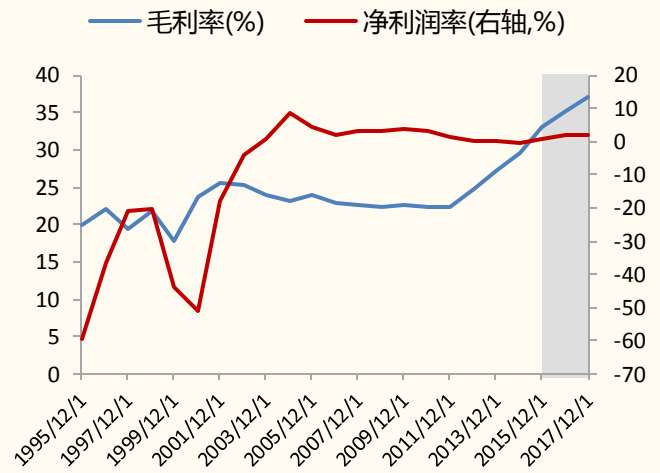
- **第三阶段 (2016 年至今):** 毛利率及净利率增速略有回落, 但总体仍保持平稳。“新零售”概念兴起, 诞生了无人实体零售店等一系列新业态门店, 同时新科技加深了线上线下高度融合。该阶段的主要特征是传统零售业与电商数据相结合, 优化资产配置, 创造高效企业, 引领消费升级。

图表 25: 主营业务收入及增速历史数据



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 26: 毛利率及净利润率增速

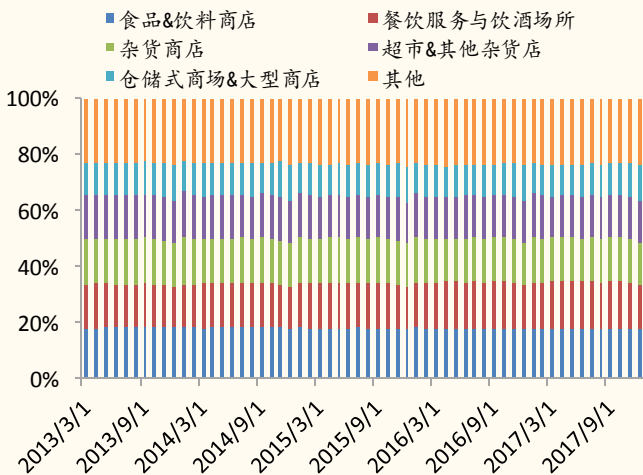


来源: 公司年报、国金证券研究所

- 1) 打造新业态门店: 2016 年亚马逊推出无需排队结账的智能无人实体零售店“Amazon Go”, 借助 AR/VR 等人工智能技术及传感器、摄像头、计算机视觉技术等的应用, 帮助消费者扫码支付自动完成结账流程, 节省了排队支付时间; 对于亚马逊公司来说, 有助于其开辟线下消费场景, 丰富数据采集渠道、完善用户画像、优化服务体验。
- 2) 开启从线上到线下的布局: 2017 年 6 月亚马逊以 137 亿美元收购全食超市 (Whole Foods Market), 拓展线下实体零售渠道, 在过去两年美国实体零售商陷入关店潮之下逆势布局线下。

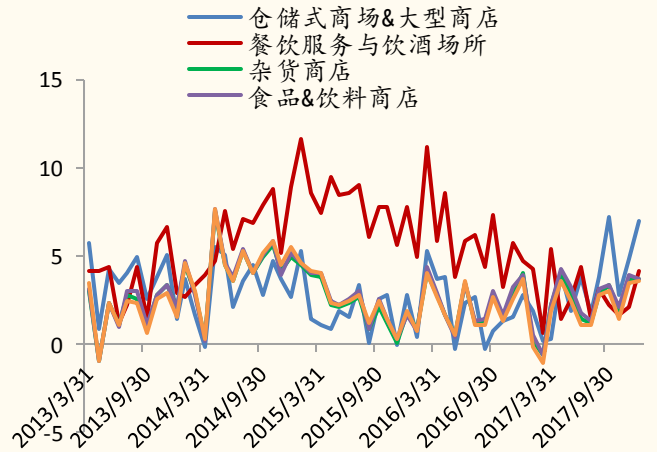
食品饮料商店类零售收入在美国线下零售中占比较大, 且增速稳定, 全食超市是全美最大的天然食品和有机食品零售商, 此次亚马逊收购全食超市实现了对电商一直较难进入的食品生鲜领域的重大突破。生鲜品类具有高频、低价的特性, 有利于线下消费场景和用户习惯的快速建立; 同时生鲜品类对供应链和物流配送及时性的需求极高, 纯电商运营管理难度较大, 线上线下融合的全渠道模式更具可行性。

图表 27: 食品&饮料商店在美国线下零售中表现突出



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 28: 食品&饮料商店销售收入增长稳健



来源: 公司年报、国金证券研究所

- 各大电商巨头近期频繁收购线下实体主要有三方面原因：**1) 丰富消费场景，采集用户数据。**网购用户的数量增长红利逐渐褪去，电商的成长逻辑从新用户开拓转向存量用户的需求挖掘，进军线下有助于丰富用户消费场景，持续获得用户全渠道的消费数据，完善用户画像，提升品牌营销的精准度和用户流量价值，降低物流成本。**2) 应对传统零售巨头的竞争。**亚马逊凭借电商红利实现对传统零售巨头的追赶，但沃尔玛仍然是全渠道最大的零售公司，2016年沃尔玛33亿美元收购电商初创企业 Jet.com 以及男装电商网站 Bonobos，意在打通线上线下的。**3) 抢占线下零售网点，数据和技术输出是关键。**线下实体零售具有地理位置的稀缺性，优质物业资源早已被占据，直接收购成为快速抢占线下零售网点的捷径。通过数据和技术输出，亚马逊可以在线下打造 Amazon Go 等新业态门店，提升实体零售的竞争力，挖掘新的盈利点。
- 美国零售市场线上巨头对线下实体的改造和变革进入加速期。除亚马逊外，近年来中、美主要零售龙头也加速线上线下布局，全渠道融合是大势所趋。

图表 29：近年中、美主要零售龙头线上线下融合事件

	时间	事件
中国	2015年8月	1) 阿里与苏宁达成战略合作，苏宁云商认购阿里巴巴 1.09% 股份，阿里投资约 283 亿元参与苏宁非公开发行，占苏宁总股本 19.99%；2) 京东入股永辉 10%
	2016年6月	京东与沃尔玛达成深度战略合作
	2016年11月	1) 阿里入股三江 32%；2) 易果受让联华 21.17%
	2017年1月	阿里溢价收购银泰
	2017年2月	阿里与百联集团达成战略合作
	2017年5月	1) 阿里受让易果转让的联华超市 18% 股权；2) 沃尔玛官方旗舰店正式入驻京东
	2017年6月	京东将在北京开设线下生鲜店
	2017年9月	阿里成都及其一致行动人杭州瀚云入股新华都，合计持有新华都总股本 10%
	2017年11月	阿里投入约 28.8 亿美元，直接和间接持有高鑫零售 36.16% 股份
	2018年4月	阿里联合蚂蚁金服对饿了么完成全资收购，收购金额为 95 亿美元
美国	2015年8月	沃尔玛实现对 1 号店全资控股
	2016年6月	沃尔玛将 1 号店出售给京东，获得京东 5% 股权，后续增持至 10%
	2016年8月	沃尔玛收购电商公司 Jet.com
	2016年12月	亚马逊拟开设无人超市 Amazon Go
	2017年1月	沃尔玛相继收购电商 Shoebuy、Moosejaw、Modcloth
	2017年6月	1) 亚马逊收购全食超市；2) 沃尔玛收购男装电商 Bonobos
	2017年10月	沃尔玛收购“最后一公里”的物流平台 Parcel
	2018年3月	亚马逊或收购玩具反斗城部分门店，扩展线下实体店零售业务

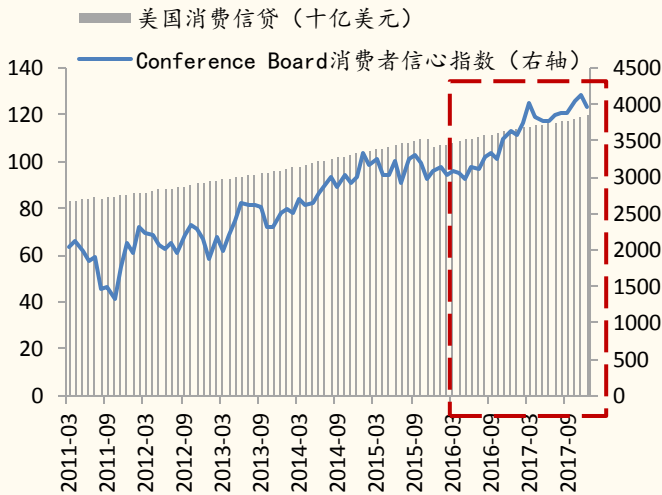
来源：国金证券研究所

五、亚马逊背后的美国消费模式变迁

5.1 趋势一：消费改善，高收入客户占比提升，追求更高的消费水平

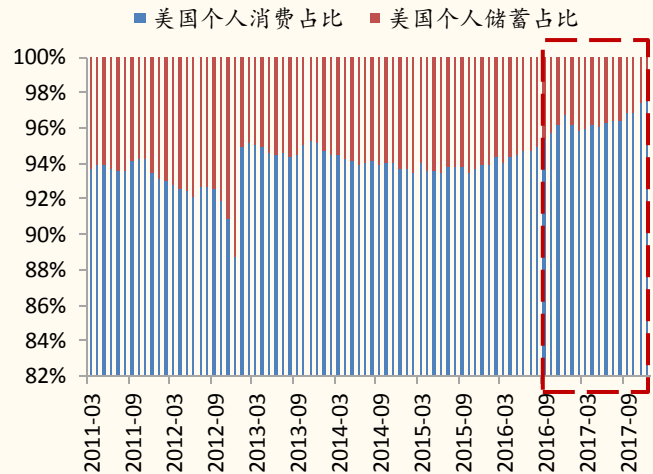
- 近两年随着美国经济的回暖，美国消费者信心持续增强，个人消费占比稳健提升，2017年美国平均个人消费占比高达 96.50%。此外，从收入结构来看，高收入客户占比最高，且比例稳定增长，消费者越来越多地追求更高水平的消费体验。因此，应更多地聚焦高端群体，研究消费者的消费习惯，实行精细化管理，深度挖掘高收入客户的消费潜能。

图表 30: 近期美国消费者消费情绪较高



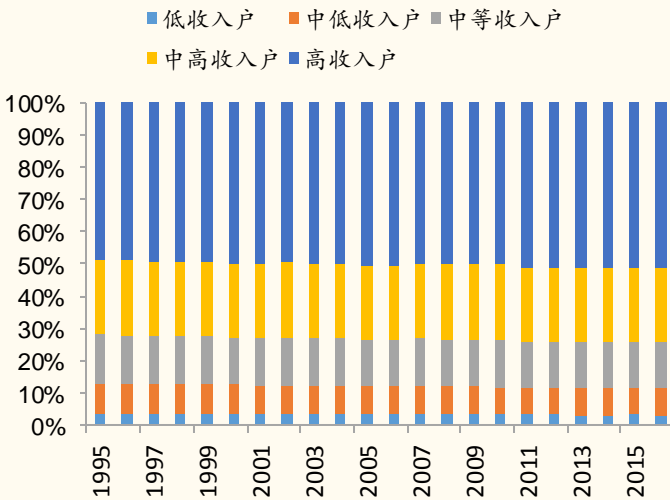
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 31: 2017 年以来美国个人消费占比稳健提升



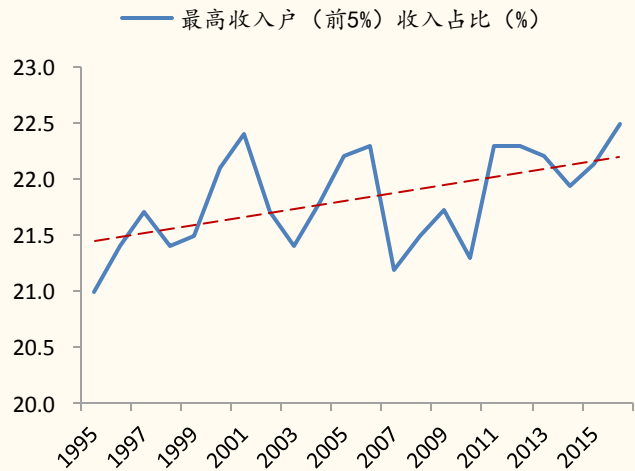
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 32: 高收入户占比稳健提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 最高收入户占比提升较快

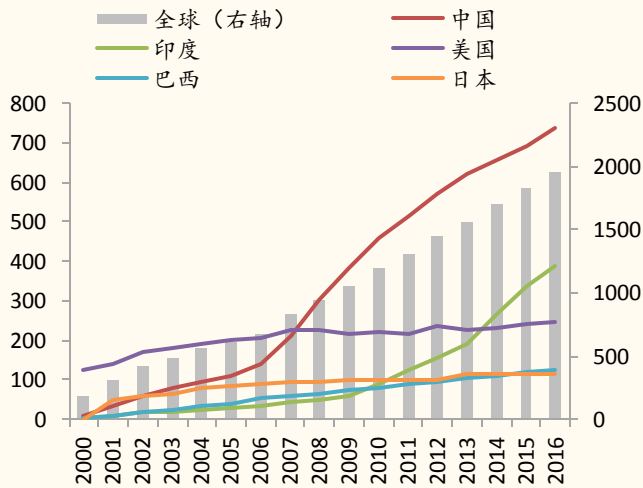


来源: Wind, 国金证券研究所

5.2 趋势二: 消费需求更加个性化, 存量用户的深度挖掘成为主流

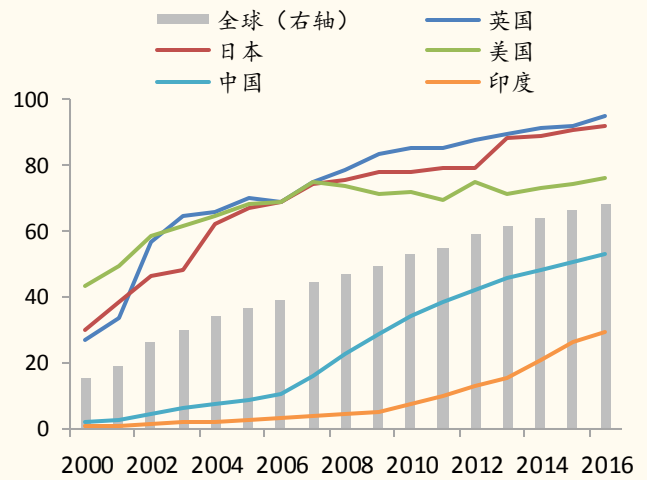
- 美国的互联网用户数量 (第三名) 及互联网渗透率 (第三名) 均维持在较高水平, 且保持稳定增长。截至 2016 年底, 美国互联网用户数量达到 2.46 亿, 互联网渗透率达到 76.18%, 为前期电子商务业务的发展提供了广阔的市场空间。
- 美国电子商务销售额增长稳定, 但截至 2017 年四季度, 在零售总额中的占比仅为 9.1%, 且占比同比增速放缓, 电商同业需差异化竞争。

图表 34: 互联网用户数排名前五国家 (百万)



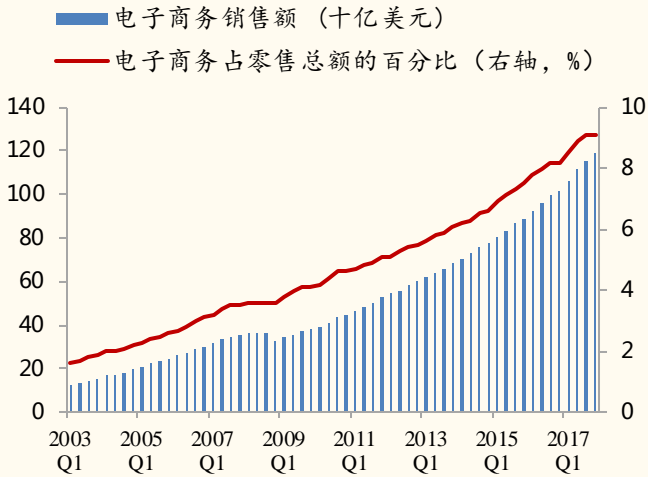
来源: ITU, Ovum & BI、国金证券研究所

图表 35: 互联网渗透率排名前五国家 (%)



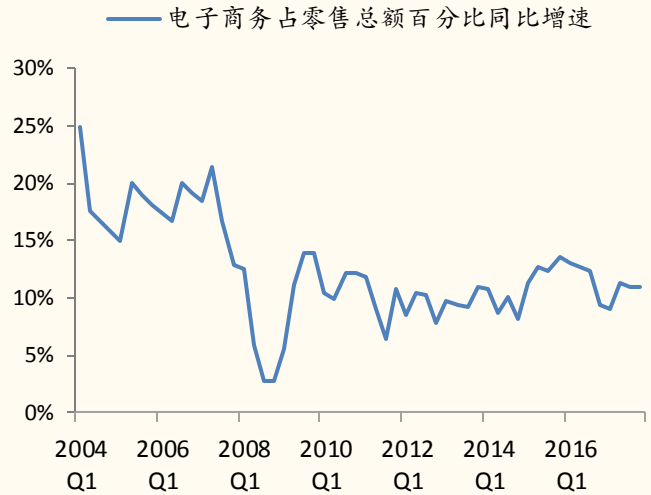
来源: ITU, Ovum & BI、国金证券研究所

图表 36: 电子商务销售额及占比



来源: 美国人口普查局、国金证券研究所

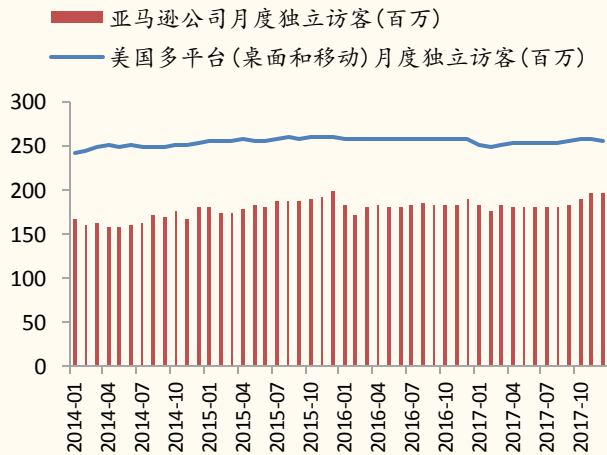
图表 37: 电子商务占比增速放缓



来源: 美国人口普查局、国金证券研究所

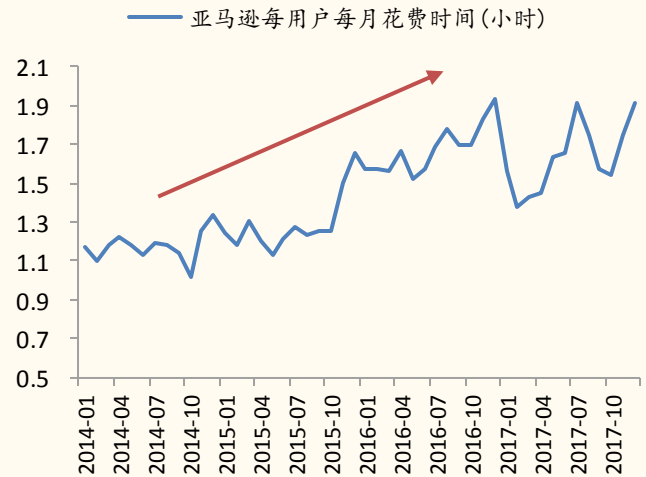
- 电商对线下零售的分流仍在持续, 但亚马逊已进入互联网流量红利尾声, 电商的发展接近天花板。近年来 PC 端、移动端访客数量增长十分缓慢, 但单位用户浏览网站花费时间增多, 交易数量的增速大于买家数量增速, 单位买家花费及平均订单价值上升, 表明现阶段规模进一步扩张的核心已从新用户的开拓转向存量用户的深度挖掘。
- 个性化的消费需求使得选择复杂化, 通过对消费习惯的海量数据提炼, 才能最为客观且准确地了解消费者需求。

图表 38: 各类平台访客数量增长空间不大



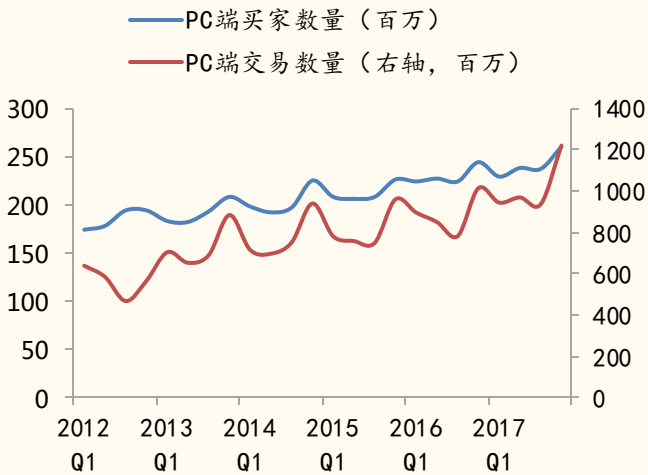
来源: ComScore、国金证券研究所

图表 39: 用户浏览网站花费时间增多



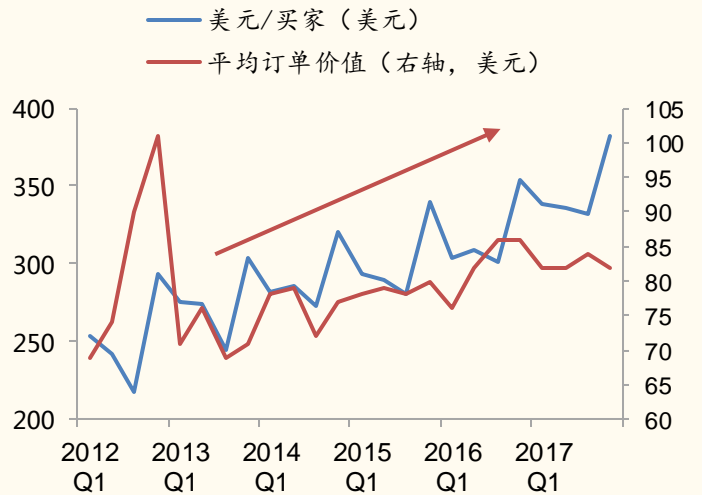
来源: ComScore、国金证券研究所

图表 40: PC 端交易数量增速大于买家数量增速



来源: 美国人口普查局、国金证券研究所

图表 41: 单位买家花费及平均订单价值上升

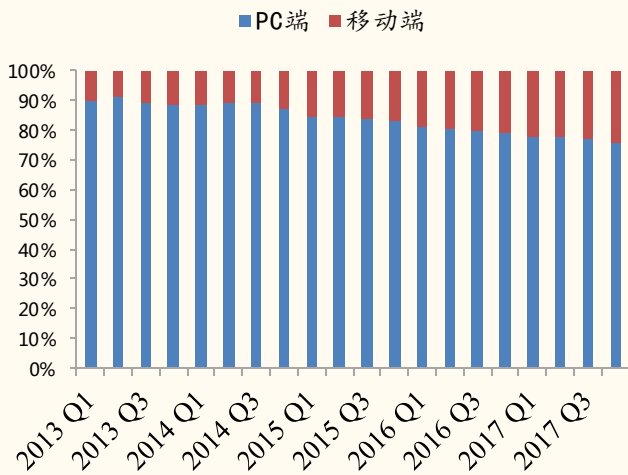


来源: 美国人口普查局、国金证券研究所

5.3 趋势三: 更加重视消费体验, 推动人工智能、移动支付等新技术应用

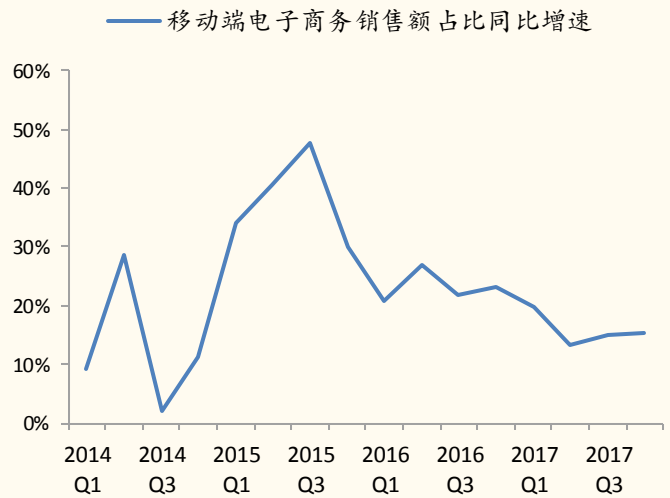
- 自 2014 年末, 移动端电子商务销售额占比有了快速增长, 为人工智能、移动支付等新技术的更广泛应用创造了条件。未来, 传统互联网的硬件存在被 AR/VR 设备替代的可能性, “新零售”作为 O2O 的升级版, 不仅仅将线上线下全渠道的融合, 而且融入了人工智能以及移动支付的相关技术, 从而达到从购买、支付、全场景等多方位的细节化的帮助。

图表 42：移动端电子商务销售额占比持续提升



来源：美国人口普查局、国金证券研究所

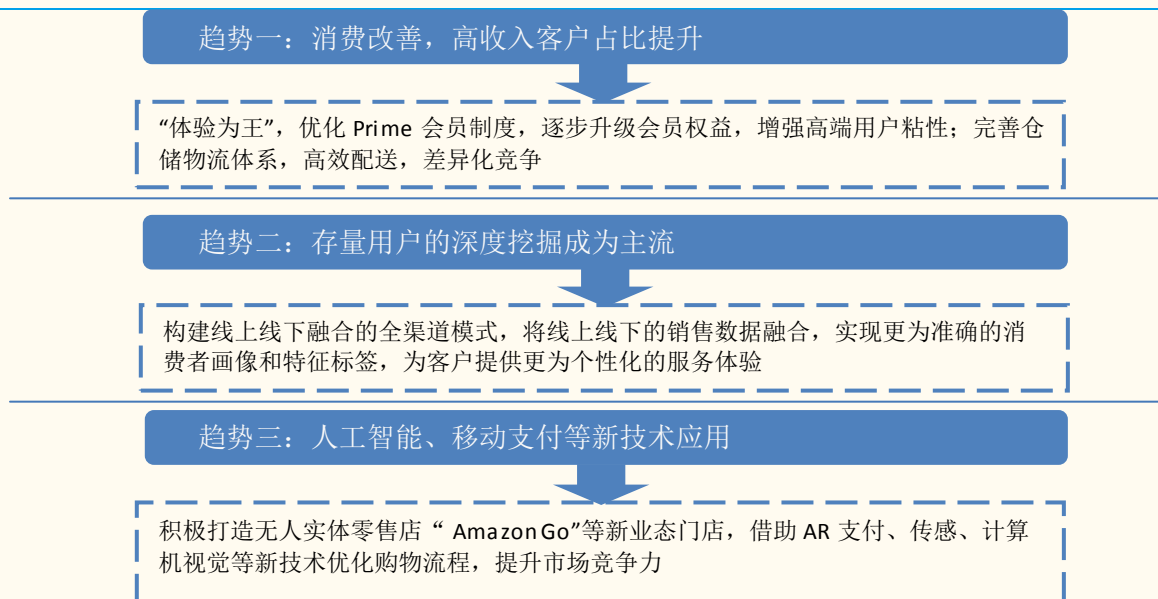
图表 43：移动端电子商务销售额占比 2015 年快速增长



来源：美国人口普查局、国金证券研究所

- 针对美国消费者消费模式的变迁，亚马逊采取了一系列应对之道，逐步形成了线上线下相互融合的全渠道模式。线上方面：主要负责完善 IT 技术 / 网购技术，提供便利快捷的购物条件；进行用户数据分析，实现差异化的商品服务筛选与推荐；供应链体系信息化管理，提高经营效率等。线下方面：实体店可作为线上渠道的补充，提高消费体验；实体店还可作为线上购物、线下取货的站点，为重复购买的消费者提供方便；实体店也可成为物流网络的组成部分，协调库存，加速快递周转；实体店更会是观察消费者喜好、收集消费者数据的重要来源。
- 亚马逊始终秉承以消费者体验为中心的理念，实现了线上、线下、物流的全面打通，包括支付、库存、服务等全渠道数据的互联互通。线上线下各司其职，相互配合，不断提升用户购物过程中的体验感和满足感。

图表 44：新消费模式下亚马逊的应对措施



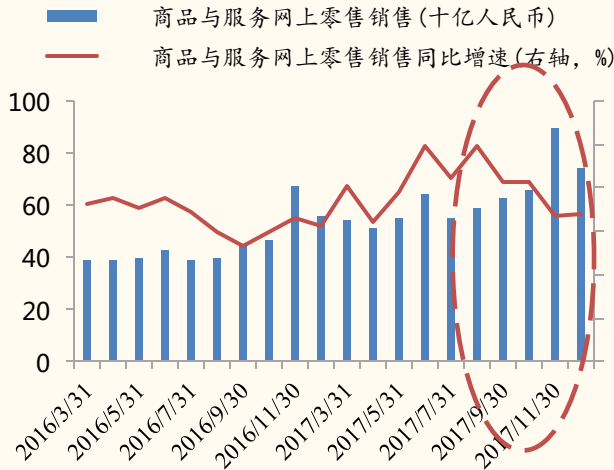
来源：国金证券研究所

六、中国视角下的结论再验证

6.1 中国数据：电子商务增速放缓，新零售稳步推进

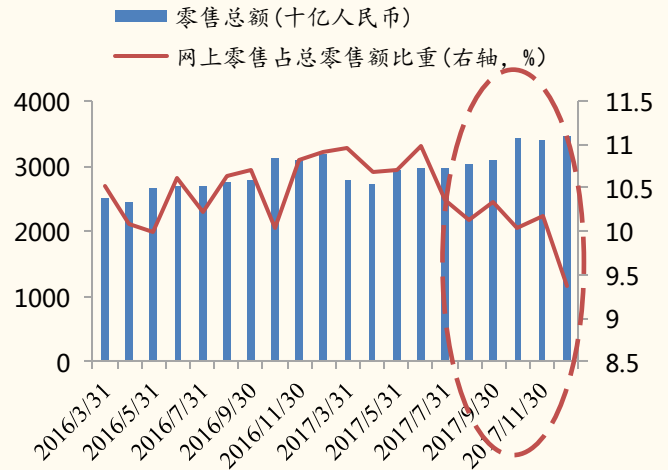
- 1) 电子商务增速放缓，看中存量用户深度挖掘。截至 2017 年 12 月底，中国商品与服务网上零售额达到 337.6 亿人民币，整体上维持稳定增长，但增速略降，2017 年下半年开始，网上零售额占零售总额比例呈下降趋势。在线购物网站访问量增长缓慢，但页面浏览量及网站访客花费时间稳定增长，存量用户深度挖掘的重要性日益凸显。

图表 45：商品与服务网上零售额增速稳定



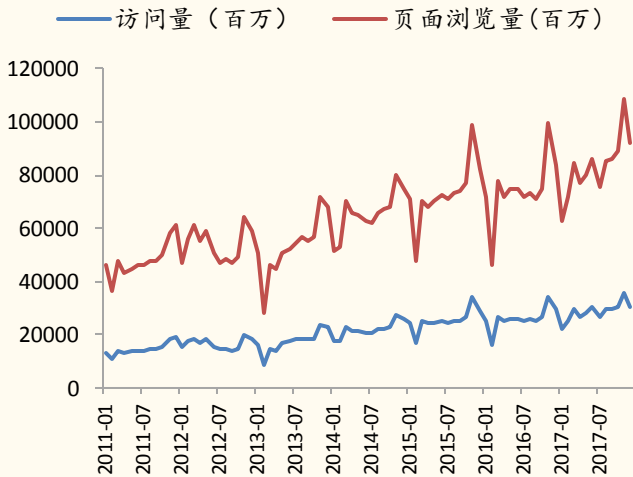
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 46：网上零售额占比下降



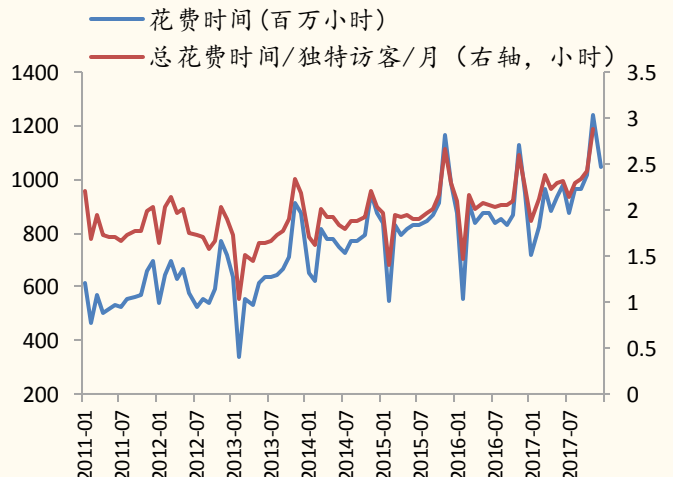
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 47：前十位在线购物网站访问量及页面浏览量



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 48：前十位在线购物网站访客花费时间



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

- 2) 新零售稳步推进。现阶段中国的新零售布局主要体现在电商企业收购/参股线下零售商、投资新业态门店两大方面。在收购/参股线下零售商方面，阿里巴巴先后入股了苏宁、三江、联华超市等，私有化银泰，与百联签署合作协议；京东入股了永辉，并借收购一号店与沃尔玛展开合作。在投资新业态门店方面，阿里巴巴推出盒马鲜生、“淘咖啡”，永辉超市推出超级物种，步步高推出鲜食演义等，纷纷通过开发新业态吸引顾客，优化顾客消费体验。

6.2 政府声音

- **2016年11月，国务院颁布《关于推动实体零售创新转型的意见》（以下简称《意见》）：**从总体要求、调整商业结构、创新发展方式、促进跨界融合、优化发展环境、强化政策支持等六方面进行了具体的说明。
- **在调整业态结构方面，《意见》指出要坚持盘活存量与优化增量、淘汰落后与培育新动能并举，**引导业态雷同、功能重叠、市场饱和度较高的购物中心、百货店、家居市场等业态有序退出城市核心商圈，**支持具备条件的及时调整经营结构，丰富体验业态，**由传统销售场所向社交体验、家庭消费、时尚消费、文化消费中心等转变。推动连锁化、品牌化企业进入社区设立便利店和社区超市，加强与电商、物流、金融、电信、市政等对接，发挥终端网点优势，拓展便民增值服务，打造一刻钟便民生活服务圈。
- **在调整商品结构方面，《意见》指出要引导企业不断调整和优化商品品类，**在兼顾低收入消费群体的同时，**适应中高端消费群体需求，着力增加智能、时尚、健康、绿色商品品种。**积极培育世界级消费城市和国际化商圈，引导企业树立质量为先、信誉至上的经营理念，加强商品质量查验把关，用高标准引导生产环节品质提升，着力提升商品品质。
- **《意见》强调要促进线上线下融合，**建立适应融合发展的标准规范、竞争规则，引导实体零售企业逐步提高信息化水平，将线下物流、服务、体验等优势与线上商流、资金流、信息流融合，拓展智能化、网络化的全渠道布局。鼓励线上线下优势企业通过战略合作、交叉持股、并购重组等多种形式整合市场资源，培育线上线下融合发展的新型市场主体。建立社会化、市场化的数据应用机制，鼓励电子商务平台向实体零售企业有条件地开放数据资源，提高资源配置效率和经营决策水平。
- **《意见》强调要推动零售改革升级，提出要优化发展环境，强化政策支持。**以市场化方式盘活现有商业设施资源，减少公有产权商铺转租行为，有效降低商铺租金；放宽对临街店铺装潢装修限制，取消不必要的店内装修改造审批程序；同时，营造线上线下企业公平竞争的税收环境。

6.3 企业家观点

1) 马云：线上线下与现代物流结合，新零售的核心是从向消费者销售商品转向服务消费者

- 阿里巴巴集团董事局主席马云在 2016 年云栖大会演讲中指出：未来的 10 年、20 年没有电子商务这一说，只有新零售一说，**线上线下和物流必须结合在一起，才能诞生真正的新零售。**线下的企业必须走到线上去，线上的企业必须走到线下来，线上线下加上现代的物流在一起，才能真正创造出新的零售。物流公司的本质不仅仅是要做到谁比谁做得快，而未来的本质是真正去消灭库存，让库存管理得更好，让企业的库存降到零，只有达到这个目的才能真正达到所有物流的真正本质。
- 马云在 2017 年阿里巴巴投资者日大会上表示：“**新零售的核心是从向消费者销售商品转向服务消费者。**阿里巴巴与传统零售合作越好，对消费者越有利，这是一件皆大欢喜的事。”阿里巴巴集团 CEO 张勇表示，**阿里巴巴坚定线上线下要全面融合，**阿里巴巴在线下的投资布局，包括苏宁、三江等，都是希望用互联网、大数据、物流和支付等能力，帮助零售业合作伙伴实现数字化转型，完成商业重构。**新零售在数据驱动下会快速增长，改变中国消费者的生活方式。**

2) 刘强东：零售业将迎来第四次零售革命，零售终极为“无界零售”

- 京东集团董事局主席兼执行官刘强东认为，继百货商店、连锁商店、超级市场之后，在下一个 10 年到 20 年，**零售业将迎来第四次零售革命，其根本驱动力是消费的变化和技术的更新。**消费者要求不仅仅是“低价”、“便

捷”，而是呈现出需求个性化、场景多元化、价值参与化的趋势，**无界零售**是刘强东对零售终极的判断。

- **无界零售是指场景无限、货物无边、人企无间。**1) **场景无限意味着：**未来零售的场景会逐渐消除时间和空间的边界，代表了去中心化的趋势。未来客流/流量中心的作用会被淡化，取而代之的是碎片化的零售场景。2) **货物无边意味着：**未来的商品将不拘泥于固有的形态，商品、内容、数据、服务等彼此渗透——商品即内容，内容即数据，数据即服务，产业边界也会逐渐模糊。3) **企无间代表的是：**人与企业之间的关系被重新定义，无界零售时代，生产与消费之间不再有泾渭分明的角色和利益区隔，从而拉近距离，形成更有温度、彼此信任的关系。

3) 何阳青：要回归零售的根本，充分满足顾客的极致需求

- 国美零售控股有限公司执委会主席、国美零售服务总裁何阳青在博鳌亚洲论坛 2018 年年会“新零售：新概念，还是新趋势？”分论坛上，就“关于新零售的思考”这一问题指出：1) 要回归零售的根本，即充分满足顾客的极致需求。2) 随着中国消费水平的提升，个性化的需求、差异化的需求是越来越明显，现在消费者是第一，第二才是渠道、制造。3) 新零售、新模式根本的问题就是满足顾客的需求，要充分利用物联网，包括 VR、AR 等科学技术的发展，研究如何满足顾客未来的需求。
- **风险提示：**中美贸易摩擦再度升温、海外黑天鹅事件（政治风险、主权评级下调等）、政策监管（金融去杠杆等）

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH