

电商发展周期分析及驱动力探究

—— 消费+互联网双属性带来的优势机遇

证券分析师:

黄倩 A0230517010002

王立平 A0230511040052

2019.10.14



17-18年电商行业逆周期成长得益于新的大品类发力和下沉市场渗透率提升。过去10年，电商行业增速大致呈现逐年递减趋势，只有在2017-18年经历了两年逆周期的增速反弹，17年同比增速达到31%，18年达到28%，均都高于16年26%的同比增速。17年主要原因在于物流环境的成熟下，FMCG和餐饮渗透率翻倍增长，大品类高成长促成了17年整体电商增速的超预期。18年受益于棚改带来的下沉市场购买能力成熟，同时下沉市场在17年买家增量得到沉淀，18年电商获得了下沉市场量和ARPU值双重提升的效应，拉升了多个品类渗透率。19年初至今，FMCG、餐饮和下沉市场ARPU提升仍然是最主要的驱动因素。

新品类和新趋势推动，预计未来三年电商行业规模CAGR有望达到17%。电商行业是否还会有逆周期表现仍要回归品类渗透率。从品类角度来看，汽车是最有可能给电商带来周期性质变的品类，电商平台一直在努力解决该品类线上渗透率的问题，但尚未找到合适的创新方案；FMCG和餐饮仍是现在主要增长动力之一；直播短视频和社交电商的兴起解决的是非标品的线上渗透率问题，我们认为直播电商、短视频电商和社交电商的趋势会给第四大品类服装的渗透率和FMCG下如珠宝子品类的渗透率的提升带来第二个春天。鉴于对未来渗透率空间的判断，我们给予未来电商GMV未来三年17%CAGR的基本预测。

电商广告有望一枝独秀、逆势上行。从互联网角度出发需要从广告大盘看电商变现，鉴于电商的消费属性，我们认为未来3年电商广告是唯一一个可以占比持续增加的广告品类，其他广告品类面临冲击，同时信息流巨头也会在2020E之后也会受到挑战。我们根据电商广告因子推导，得到三个仍可以有提升空间的因子：**流量结构、流量时间和货币化率**。1) **流量结构**：高转化率的推荐流量取代低转化率的搜索和展示流量，促进了转化率和GMV的提升。2) **流量时间**：短视频和直播还有图文内容的增加都是增加时长的有效方式，同时短视频和直播的转化率也高于电商平台平均水平，促进了转化率的提升。3) **货币化率**：我们基于保守假设，认为未来三年有提升空间但比较缓慢，真实广告货币化率从4%提升到4.5%水平。未来三年GMV 60%的空间和货币化率13%的空间构成了电商广告72%的上升空间，在广告大盘受到宏观影响难以高增的情况下，电商广告一枝独秀。

投资建议与推荐标的：我们重点推荐**阿里巴巴**和**美团点评**。阿里巴巴：我们看好公司未来3年约千亿元规模的信息流变现空间，19E被低估的近千亿GMV短视频增量，和被低估的不盈利业务价值；美团点评：外卖行业高增长以及行业龙头效应驱动，美团外卖单均变现能力仍被低估。我们同时也推荐**京东**和**拼多多**。京东：股价估值仍有反弹空间且利润率弹性较大；拼多多：短期各项运营指标均有提升，2020E切换估值后横向比较估值仍有空间，但长期破局问题仍然存在。

主要内容

1. 寻找下一个行业周期驱动力
2. 电商广告逆势上行
3. 推荐标的和逻辑

1.1 不寻常的小周期

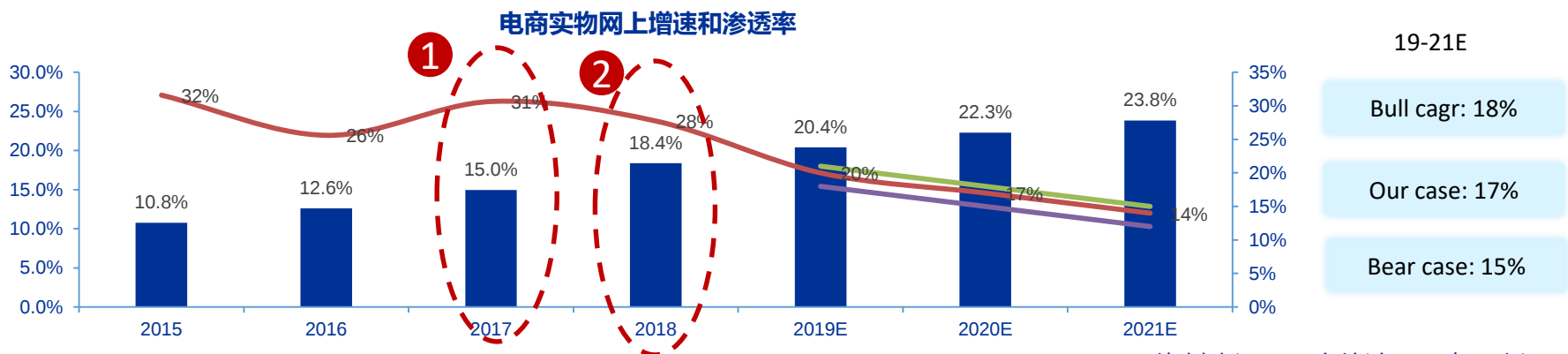
社会消费品零售数据

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
社会消费品零售总额 (万亿)	30.1	33.2	36.6	38.1	41.1	44.1	47.0
% 消费年增速*	11%	10.4%	10.1%	9.0%	8.0%	7.2%	6.5%
网上消费	3.9	5.2	7.2	9.0	10.5	12.0	13.4
% 网上消费年增速*	33%	26%	39%	25%	17%	13%	11%
实物网上消费	3.2	4.2	5.5	7.0	8.4	9.8	11.2
% 实物网上消费年增速*	32%	26%	31%	28%	20%	17%	14%
虚拟网上消费	0.6	1.0	1.7	2.0	2.1	2.2	2.2
% 虚拟网上消费年增速*	42%	51%	76%	18%	5%	3%	3%
%线上渗透率**	10.8%	12.6%	15.0%	18.4%	20.4%	22.3%	23.8%

*注：没有重述历史数据得到的年增速

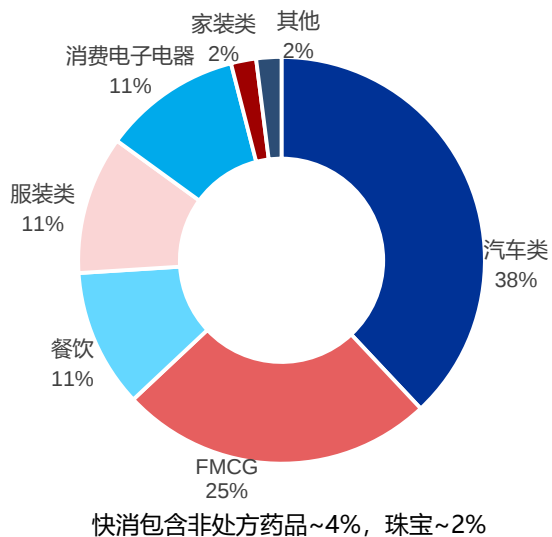
**线上渗透率根绝实物商品网上渗透比社会消费品零售总额来计算

资料来源：国家统计局，申万宏源研究



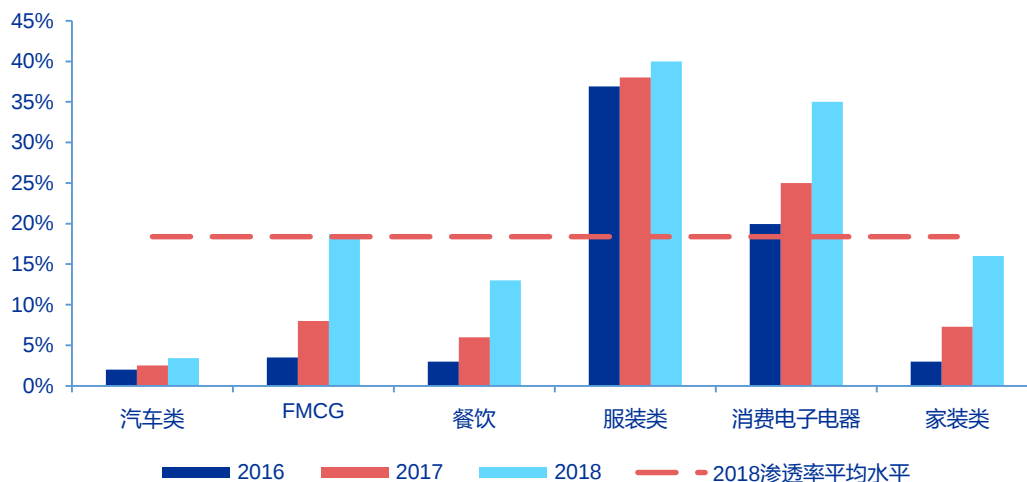
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

社会消费品零售总额分布图



资料来源：阿里巴巴，国家统计局，申万宏源研究

各品类网上渗透率



资料来源：阿里巴巴，中国产业信息网，电子商务研究中心，青铜资本，易观，极光数据，中国建材家居产业发展大会，土巴兔，申万宏源研究

大品类

高成长

解决了物流的问题

快消，餐饮

资料来源：申万宏源研究

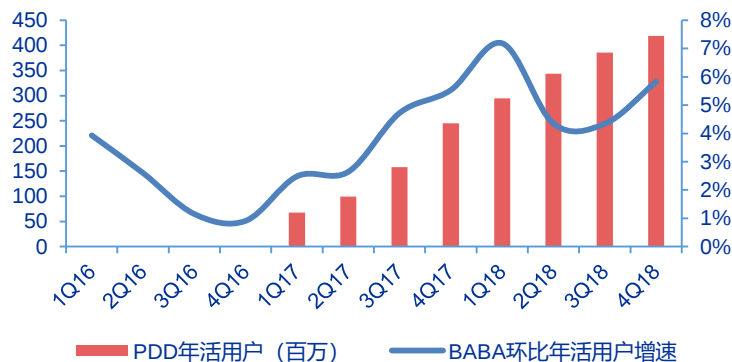
1.3 棚改拉动下沉需求

2

- “棚改货币化”促使大量资金进入三四线城市，带动了当地的购买力。

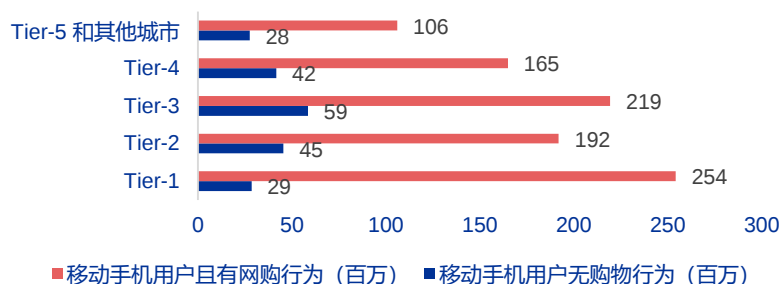
■ 2017下沉买家市场打开

阿里拼多多2017年收益于下沉市场用户打开



资料来源：阿里财报，拼多多财报，申万宏源研究

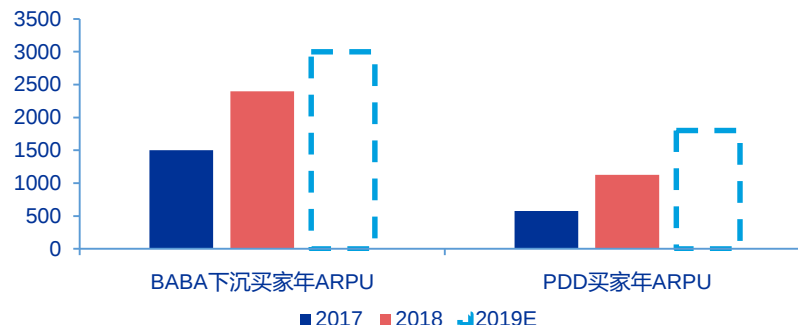
■ 下沉流量还有1.28亿空间



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

■ 2018下沉市场买家ARPU提升

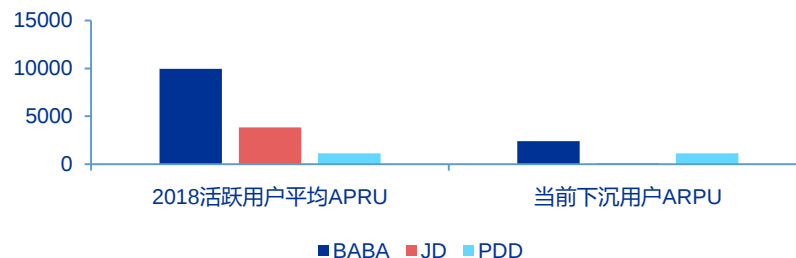
阿里和拼多多2018年同时受益于下沉市场ARPU增长



注：BABA 2017&2018平均值根据官方披露相关数据推算得出

资料来源：阿里财报和PPT资料，拼多多财报，申万宏源研究

■ 下沉ARPU仍有空间

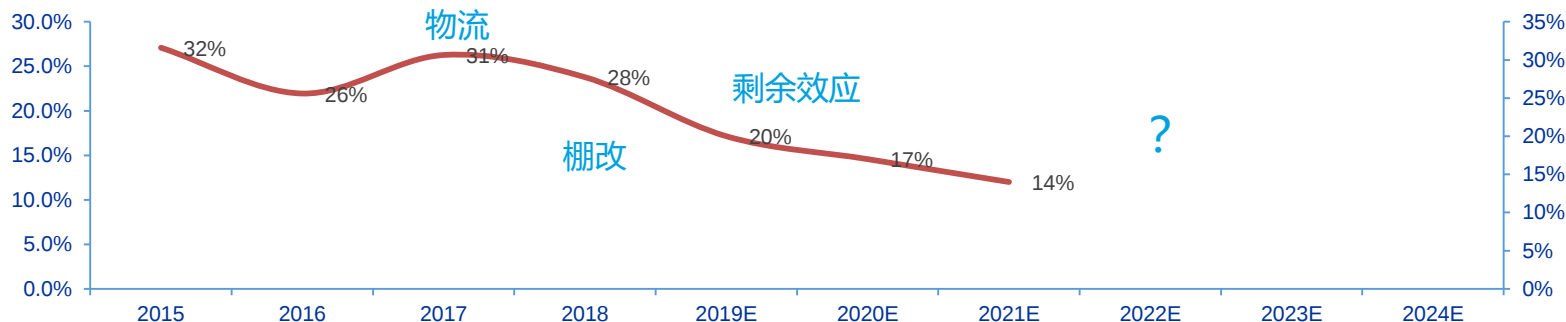


资料来源：公司年报和PPT，申万宏源研究

1.4 未来空间，回归品类

寻找下一个行业周期驱动力

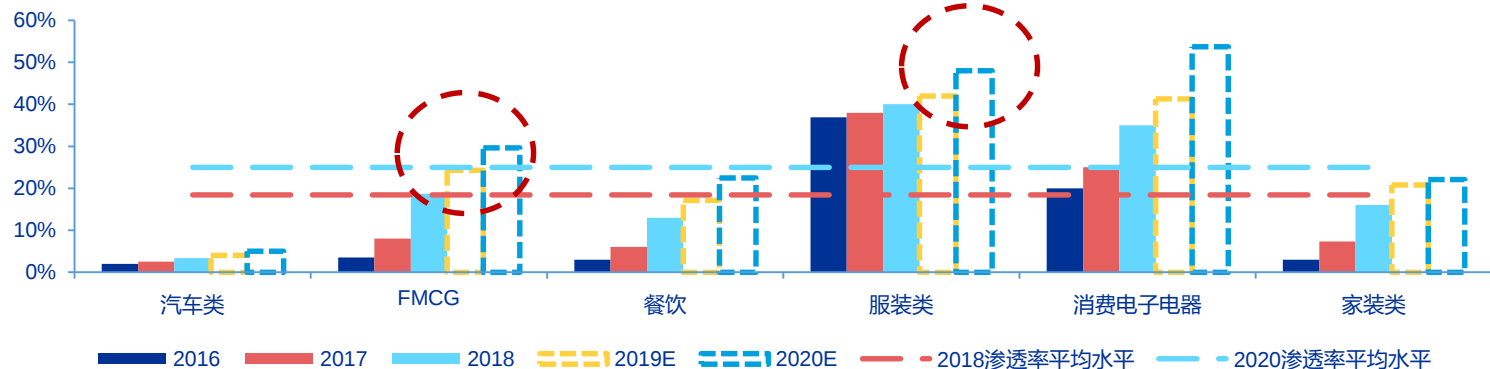
电商实物网上增速



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

回归品类，还没有渗透的如何提升？直播短视频电商？社交电商？

各品类网上渗透率



资料来源：阿里，中国产业信息网，电子商务研究中心，青铜资本，易观，极光数据，中国建材家居产业发展大会，土巴兔，申万宏源研究

1.5 线上渗透率的瓶颈问题



- 大型电商平台一直在努力解决的汽车板块所遇到问题，如果解决，将是再一次电商增速高增的开始
 - 期待新的创新性的商业模式的出现来解决当前的瓶颈
- FMCG&餐饮依然是当前电商平台线上增速最快的板块，拉动总体渗透率和电商增长的主要驱动力
 - 药品子品类：占比~4%，渗透率当前不到10%
 - 珠宝子品类：占比~2%，跟服装品类逻辑一样
- 服装类这几年看到渗透率增长滞缓后，或在直播短视频电商的模式带动下带来更多线上的渗透，**直播短视频电商的兴起或成为服装品类或者非标品线上渗透提升的第二个春天**
- 同时低线城市的这两个成熟品类的渗透率并不成熟，**下沉的过程也会进一步促进两个品类的渗透率的提升**

资料来源：申万宏源研究

主要内容

1. 寻找下一个行业周期驱动力
2. 电商广告逆势上行
3. 推荐标的和逻辑

2.1 电商广告占比持续上升

2013-2018 广告及细分子行业规模及增速

(亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
广告大盘	5020	5606	5973	6489	6896	7991
		11.7%	6.5%	8.6%	6.3%	15.9%
传统广告	1762	1685	1512	1388	1293	1228
		-4.4%	-10.3%	-8.2%	-6.8%	-5.0%
电视广告	1119	1116	1060	1005	968	959
yoy		-0.3%	-5.0%	-5.2%	-3.7%	-0.9%
广播广告	140	159	158	146	156	140
yoy		13.6%	-0.6%	-7.6%	6.8%	-10.3%
报纸广告	425	360	252	202	136	99
yoy		-15.3%	-30.0%	-19.8%	-32.7%	-27.2%
杂志广告	78	50	41	36	33	30
yoy		-35.9%	-18.0%	-12.2%	-8.3%	-9.1%
网络广告	1105	1546	2185	2885	3750	4844
yoy		39.9%	41.3%	32.0%	30.0%	29.2%
搜索广告 (含联盟)	345	516	682	764	851	959
yoy		49.6%	32.2%	12.0%	11.4%	12.7%
电商广告	298	400	588	814	1193	1628
yoy		34.2%	47.0%	38.4%	46.6%	36.5%
信息流广告	24	56	173	361	690	1090
yoy		133.3%	208.9%	108.7%	91.1%	58.0%
视频贴片广告	78	124	181	242	210	208
yoy		59.0%	46.0%	33.7%	-13.2%	-1.0%
其他广告	359	450	561	704	806	959
yoy		25.3%	24.7%	25.5%	14.5%	19.0%
户外广告	212	238	276	331	393	456
yoy		12.3%	16.0%	19.9%	18.7%	16.0%

资料来源: 艾瑞, 广电蓝皮书, 工商局, 申万宏源研究

2013-2018 电商广告和信息流广告占比提升显著

(亿元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
广告大盘	5020	5606	5973	6489	6896	7991
		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
传统广告	1762	1685	1512	1388	1293	1228
		30.1%	25.3%	21.4%	18.8%	15.4%
电视广告	1119	1116	1060	1005	968	959
yoy		19.9%	17.7%	15.5%	14.0%	12.0%
广播广告	140	159	158	146	156	140
yoy		2.8%	2.6%	2.2%	2.3%	1.8%
报纸广告	425	360	252	202	136	99
yoy		6.4%	4.2%	3.1%	2.0%	1.2%
杂志广告	78	50	41	36	33	30
yoy		0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
网络广告	1105	1546	2185	2885	3750	4844
yoy		27.6%	36.6%	44.5%	54.4%	60.6%
搜索广告 (含联盟)	345	516	682	764	851	959
yoy		9.2%	11.4%	11.8%	12.3%	12.0%
电商广告	298	400	588	814	1193	1628
yoy		7.1%	9.8%	12.5%	17.3%	20.4%
信息流广告	24	56	173	361	690	1090
yoy		1.0%	2.9%	5.6%	10.0%	13.6%
视频贴片广告	78	124	181	242	210	208
yoy		2.2%	3.0%	3.7%	3.0%	2.6%
其他广告	359	450	561	704	806	959
yoy		8.0%	9.4%	10.8%	11.7%	12.0%
户外广告	212	238	276	331	393	456
yoy		4.2%	4.6%	5.1%	5.7%	5.7%

资料来源: 艾瑞, 广电蓝皮书, 工商局, 申万宏源研究

2.2 电商广告因子推导

- 广告收入=流量（曝光）*转化率*客单价*广告货币化率



资料来源：申万宏源研究

2.3 电商广告驱动因子拆分

■ 三因子空间：流量结构，流量时间（内容）和货币化率

2018				未来空间	
	阿里	京东	拼多多		
流量规模(亿)	7	5.3	5.9	有一定空间	流量空间：流量规模/流量结构/流量时间；流量数量上的空间已经有限，但流量时间上的空间还有空间，流量结构上也可以从低转化率的向高转化率转型
假设	1-4线所有手机购物用户，5线以下一半	1-3线用手机购物的用户	3线以下，+2线一半		
当前年活跃用户数 (亿)	6	3	4.2		
红利剩余空间	86%	57%	71%	空间有限	流量规模上的转化空间有限
单用户年平均购买频次	48	14	32	有一定空间	流量时间和流量结构上的空间会促进购买频次的提升
购买频次(亿)	286	42	135		
客单价-假设值	200	400	35	空间有限	
GMV (亿)	57270	16768	4716		
货币化率	2.50%	2.30%	2.40%	有一定空间	除了本身货币化率平均水平较低还有行业提升空间外，流量时间上促进的频次提升也会促进货币化率的上升空间
广告收入(亿)	1457	167	131		
资料来源：阿里年报，京东年报，拼多多年报，申万宏源研究					

2.4 流量结构的转变

1

推荐流量货币化

信息流广告，当前显示HOT的为在测试的广告位，只有3-4个



资料来源：淘宝APP

搜索广告货币化

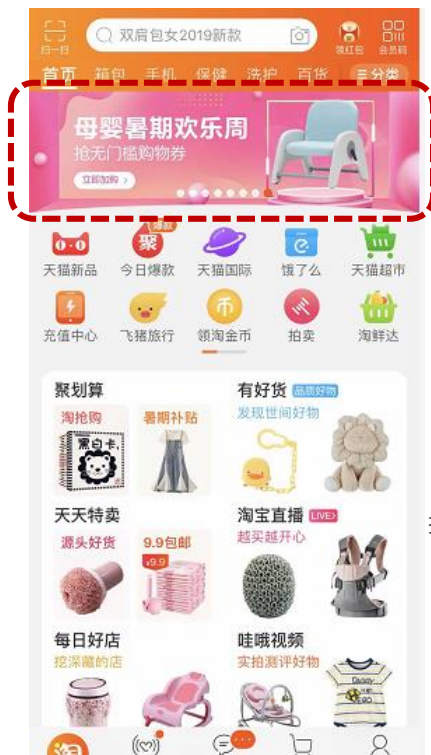
搜索CPC广告，每6个产品会有一个广告位，基本已经饱和



资料来源：淘宝APP

展示广告货币化

Banner部分的广告位，展示位，根据供需已经基本货币化



资料来源：淘宝APP

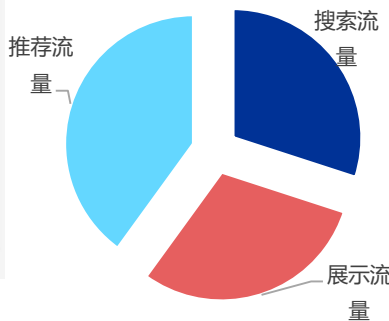
低转化率向高转化率的流量切换

原有流量分布



资料来源：申万宏源研究

改版后流量分布



资料来源：申万宏源研究

2.5 流量内容的转变

2

- 内容的补充——图文形式，短视频和直播——都是提升流量时长的有效方式
- 内容增加有助于用户时间的拉长
- 短视频和直播的转化率要明显高于其他形式

■ 直播流量当前有限，高转化率

- 淘宝直播进店转化率65%（2018年）
- 蘑菇街直播下单进店转化率20-25%（1H19）

■ 短视频高流量，转化率高一点

- 抖音总裁：2020年短视频DAU10亿
- 抖音平均CTR在2.3%-2.5%，CVR一些品牌3~10%

■ 直播视频比重加大



资料来源：淘宝APP

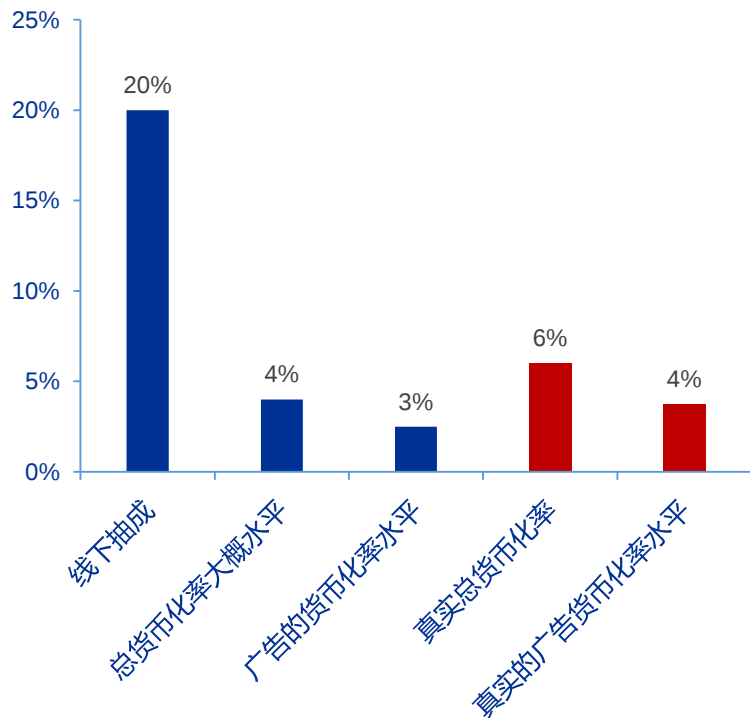
■ 短视频内容合作变多



资料来源：淘宝APP



货币化率平均约数



■ 虽然线下抽成看似天花板很高，但线上的货币化率水平也很难达到天花板

- 电商平台层出不穷，竞争激烈，行业仍然处于中期成长期，格局没有特别稳定，行业竞争会抑制整体的货币化率水平增长
- 真实的货币化率水平要高于看到的货币化率水平，因为还有很多退货、刷单和增值税的比例需要去除
- 真实的货币化率只反应平均水平，高于行业水平的货币化率有些已经达到10%左右的水平

资料来源：阿里年季报，京东年季报，拼多多年季报，申万宏源研究

货币化率有提升空间，但空间没有看起来的差距那么多，我们认为总货币化率平均极限值可能达到10%左右的水平，我们假设未来三年广告真实货币化率从4%提升到4.5%

2.7 未来电商广告收入增速预测

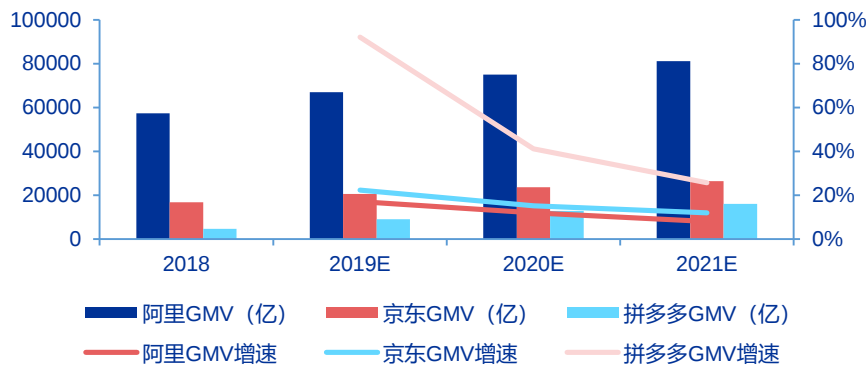
电商广告行业空间测算

	三年CAGR	三年空间
GMV	17%	60%
广告货币化率空间	从4%到4.5%	13%
广告收入空间		72%

资料来源：申万宏源研究

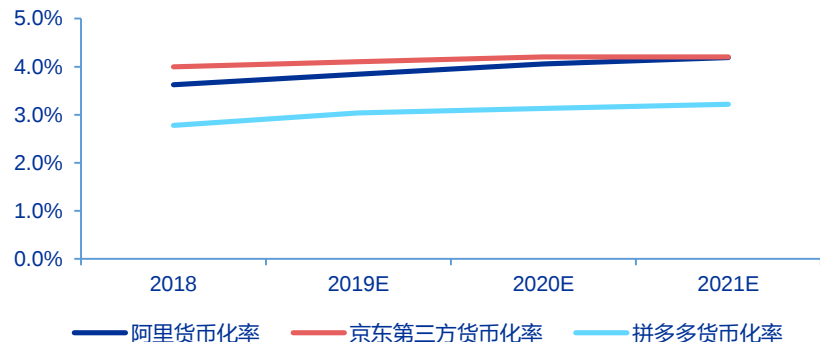
- 从bottom up的角度测算，我们对电商广告的空间相对乐观，GMV有60%的三年空间，货币化率有13%的空间，落到广告收入未来三年仍有70%+的空间。

电商龙头GMV增长



资料来源：阿里年报，京东年报，拼多多年报，申万宏源研究

电商龙头货币化率增长



资料来源：阿里年报，京东年报，拼多多年报，申万宏源研究

主要电商龙头未来三年广告空间测算

	三年GMV空间	三年货币化率空间	广告收入上升空间
阿里	42%	16%	64%
京东	58%	5%	65%
拼多多	241%	16%	295%

资料来源：申万宏源研究

- 个体的广告空间预测也基本和我们的行业空间水平预期保持一致

2.8 对其他广告行业的冲击

上市互联网巨头按广告收入排行

排列	公司	1Q19广告 营收 (亿)	同比增速	移动端流量 (MAU)
1	阿里巴巴	419	27%	6.4亿左右
2	百度	192	-9%	5亿左右
3	腾讯	164	16%	11亿左右
4	京东	111	24%	2.5亿左右
5	新浪	\$4.30	-5%	1.6亿
6	微博	\$3.70	0%	6亿左右
7	美团	36	73%	1.2亿

资料来源：艾瑞，公司公告，申万宏源研究

上市互联网广告巨头中百度、新浪和微博受冲击最大

阿里巴巴广告变现主要通过电商平台，有搜索流量变现，有推荐流量变现（信息流），GMV增速本身非常健康在B2C端抢占份额，且推荐流量（信息流）占比高，尚未变现，空间还很大

百度广告变现主要通过搜索广告，信息流2017年开始起步，2018年变现加速，但受制于公司移动战略失败，信息流变现空间非常有限

1) 腾讯社交广告属于信息流还受益于信息流整体流量和时间长度的盘子增加，
2) 腾讯媒体广告和其他广告品类一样受到了明显的冲击和挤压

京东也属于电商变现，虽然GMV增长有压力不在扩大在电商类的市场份额，但由于电商广告特殊性，不会在budget下行或者广告行业受冲击时收到负面影响

新浪富媒体和品牌图形广告都有，移动端流量有限，壁垒不足

微博里流量时长见顶，广告负载率也在较高水平

美团处在加速变现的阶段，外卖、酒旅、大众点评提高抽佣或者增加ads load

2.9 信息流长期也会面临一定冲击

广告品类划分

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
其他形式广告	5.9%	6.8%	4.2%	7.4%	4.7%	4.9%	3.7%	2.6%
分类广告	1.5%	2.4%	3.2%	3.3%	3.1%	2.7%	2.6%	2.6%
信息流广告	2.1%	2.6%	7.9%	7.9%	14.5%	18.4%	22.9%	25.6%
富媒体广告	4.2%	3.2%	3.6%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%	2.8%
视频贴片广告	7.1%	8.0%	8.3%	8.3%	7.7%	7.1%	6.4%	5.9%
品牌图形广告	21.0%	17.7%	14.7%	13.6%	12.3%	11.3%	10.5%	9.7%
电商广告	27.0%	25.9%	26.9%	29.5%	29.8%	30.5%	31.0%	33.0%
搜索广告	31.2%	33.4%	31.2%	26.4%	24.5%	21.8%	19.7%	17.8%

资料来源：艾瑞，申万宏源研究

2015-2018 电商广告加强搜索变现

搜索广告巨头和搜索广告份额受到了大幅度的冲击



2020E-以后 电商广告加强信息流变现

信息流巨头的份额也会面临巨大挑战



主要内容

1. 寻找下一个行业周期驱动力
2. 电商广告逆势上行
3. 推荐标的和逻辑

3.1 推荐标的

■ 重点推荐阿里巴巴

- 主要基于千亿信息流变现空间，被低估的千亿GMV短视频增量，和被低估的不盈利业务价值

■ 重点推荐美团点评

- 主要基于外卖行业高增长特性和行业龙头效应，以及被低估的美团外卖单均变现能力

■ 京东有结构性机会

- 基于控费状况，股价PE仍有反弹空间，利润率弹性大

■ 拼多多短期模式验证估值反弹

- 拼多多的短期商业模式逐步验证，各运营指标均有提升，费用合理控制，2020E切换估值后估值仍低，长期破局问题仍然存在

■ 宝尊电商短期调整

- 3C业务部分停止后对GMV有一定冲击，利润率19E持续承压，20E开始好转

电商覆盖标的

公司名称	股票代码	评级	目标价	股价 (2019年10月11日)	19E P/GMV	20E P/GMV	19E PE	20E PE
阿里巴巴	BABA US	买入	US\$238	US\$173	0.45	0.41	25	19
美团点评	03690 HK	增持	HK\$ 88	HK\$ 88	0.56	0.47	600	62
京东集团	JD US	增持	US\$35.5	US\$30	0.29	0.25	33	21
拼多多	PDD US	买入	US\$36.4	US\$33	0.29	0.20	n.a.	1617
宝尊电商	BZUN US	增持	US\$56.8	US\$45	1.26	0.96	40	27

资料来源：申万宏源研究

■ 空间测算：

- **广告空间：**极限值1000亿人民币左右，我们假设7-8折，700-800亿增量；2018年广告收入大约在1500亿，相当于50%左右的空间增量，且确定性较高，未来3年左右释放期
- **佣金空间：**极限值600亿左右，我们假设7-8折，400-500亿增量；2018年佣金收入大约在600亿左右，相当于75%左右的空间增量，确定性也较高，未来3年左右释放器

■ 广告逻辑推算：

- **广告：**1Q19广告增长一致预期在26%左右，实际是31%的增长，多出的5%对应人民币20亿，20亿对应推荐信息流3-4个测试广告位开放给商家。人均单用户推荐产品每人300个，如果按照10%的ads load测算，对应30个信息流广告位，相当于现在在测试的10倍空间。1Q1910倍对应200亿。淡季200亿，旺季300亿，全年测算大概空间在1000亿。2019年到目前还没有进一步变现
- **折价因素：**1) 广告位增多会拖累广告位价格；2) 推荐变现会对原有的搜索广告有所蚕食

- **佣金逻辑：**广告的增长也意味着GMV也要有增量，天猫给到商家的指引是预计三年GMV翻一番，2018年佣金收入600亿左右，三年预计还有600亿左右空间增量（较激进）

■ 淘宝联盟被显著低估：

- 36氪报道淘宝全年20%-30%的交易额都来自淘宝客的分销，而阿里妈妈数据显示淘宝客1H19 GMV 同比增长55%，淘宝客GMV增速被低估

淘宝在抖音上的GMV测算

	Bull	Base	Bear
DAU (亿)	3.2	3.2	3.2
人日均浏览短视频数 (基于DAU)	100	100	100
单日短视频数 (亿)	320	320	320
电商链接占比	15%	10%	8%
单日电商短视频数 (亿)	48	32	25.6
淘宝天猫电商占比	90%	90%	90%
CTR (点击率)	3.0%	2.5%	2.0%
点击数 (亿)	1.3	0.7	0.5
CVR (转化率)	4.5%	4.0%	3.5%
交易数量(亿)	0.058	0.029	0.016
单价假设	75	75	75
日GMV (亿)	4.4	2.2	1.2
年GMV (亿)	1575	778	435

资料来源：Keybanc,抖音，短视频之家，申万宏源研究

- 天猫在6月25日宣布了“旗舰店2.0升级计划”，双11之前升级完成，2.0面向全部天猫商家开放
- **微信生态的私域流量崛起迅速，微商万亿GMV体量吃掉其他电商平台的份额，天猫2.0打通私域流量，或能更好锁定流量池**



■ 线上线下链接升级

- 统一运营和触达

■ 开放能力升级

- 小程序

■ 数据应用升级

- 会员运营
- 粉丝运营
- 千人千面

资料来源：电商早知道

3.5 阿里财务预测

EBITA业务线利润率											
(人民币百万)	实际	实际	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	
开始日期	2018/4/1	2018/7/1	2018/10/1	2019/1/1	2018/4/1	2019/4/1	2019/7/1	2019/10/1	2020/1/1	2019/4/1	
结束日期	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/3/31	
财年	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	FY19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	FY20E	
电商核心业务	36,956	35,642	54,303	34,688	161,589	46,800	44,992	66,464	42,918	201,174	
核心商务中拖累部分	-4,159	-5,835	-8,224	-7,204	-25,422	5,775	6,500	8,000	6,500	26,775	
核心商务	32,797	29,807	46,079	27,484	136,167	41,025	38,492	58,464	36,418	174,399	
云计算	-488	-232	-274	-164	-1,158	-358	-200	-200	-200	-958	
大文娱	-3,132	-3,802	-6,034	-2,828	-15,796	-2,233	-2,500	-2,500	-2,500	-9,733	
创新及其他	-1,202	-1,241	-1,596	-1,932	-5,971	-1,965	-2,065	-2,165	-2,265	-8,460	
未分配	-1,473	-1,377	-1,608	-1,803	-6,261	-1,913	-2,000	-2,000	-2,000	-7,913	
EBITA 利润	26,502	23,155	36,567	20,757	106,981	34,556	30,452	49,989	30,398	146,542	
调整后EBITA margin											
电商核心业务	66%	63%	66%	62%		65%	63%	65%	63%		
核心商务	47%	41%	45%	35%		41%	39%	43%	35%		
云计算	-10%	-4%	-4%	-2%		-5%	-2%	-2%	-2%		
大文娱	-52%	-64%	-93%	-50%		-35%	-39%	-37%	-38%		
创新及其他	-114%	-116%	-120%	-160%		-153%	-157%	-159%	-163%		
总调整后EBITA margin	33%	27%	31%	22%	28%	30%	27%	33%	25%	29%	
调整后利润预测											
Non-GAAP权益股东盈利	21,133	25,233	31,869	22,496	100,731	33,068	26,786	41,969	25,965	127,788	
%年增速	2%	13%	15%	50%	17%	56%	6%	32%	15%	27%	
%利润率	26%	30%	27%	24%	27%	29%	23%	27%	21%	25%	
Non-GAAP稀释后EPS	8.0	9.6	12.2	8.6	38.4	12.6	10.2	15.9	9.9	48.5	
%年增速	1%	12%	15%	50%	17%	56%	6%	31%	15%	26%	

资料来源：阿里年季报，申万宏源研究

3.6 阿里估值

PE 估值

US\$175 对应估值水平	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
PE (non-GAAP diluted EPS)	36.7	31.4	24.9	19.4	16.1
PB	8.6	7.0	5.9	4.8	4.0
PEG (non-GAAP diluted EPS)	0.9	1.9	0.9	0.0	0.0
EV/EBITDA	29.1	24.3	18.0	13.6	10.7
P/GMV	0.64	0.54	0.47	0.42	0.39

资料来源：申万宏源研究

SOTP 估值

FY20E				美元
		方式	持股比例	股价
核心商务	Marketplace	15X EV/EBITA	100%	167
	盒马	PS 2倍 直营 600亿	100%	4
	生活服务（饿了么+口碑）	300亿美元折价40%	100%	7
	LAZADA	17年中估值30亿美元，先按照2.5X PS给，行业平均4X PS	100%	2
云计算		未来三年 P/S 10X，按10%的WACC折现三年回来	100%	25
文娱		未来三年 P/S 3X，按10%的WACC折现三年回来	100%	4
蚂蚁金服		一级市场估值，折价30%，33%的股权	33%	15
控股收入其他项		未来三年 P/S 2X，按10%的WACC折现三年回来	100%	1
非控股投资		按市值和投资比例加总，折价50%	n.a.	5
现金		现金-债务		9
综合				238

资料来源：申万宏源研究

2C+2B估值法

	2C	2B	战略投资	总估值
现状	8.6亿用户，单用户EBITA利润20美元	68亿美元收入（阿里云+alibaba.com+1688.com）	公允价值830亿美元	
假设	假设单用户价值500美金	假设10倍PS		
估值	4300亿美元	680亿美元	830亿美元	5810亿美元

资料来源：申万宏源研究

3.7 美团外卖变现空间充足

外卖业务单均测算										
(人民币)	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
开始日期	2019/1/1	2019/4/1	2019/7/1	2019/10/1	2019/1/1	2020/1/1	2020/4/1	2020/7/1	2020/10/1	2020/1/1
结束日期	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2020/12/31
财年	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
交易量										
季度外卖交易量 (百万)	1,663	2,075	2,342	2,382	8,461	2,195	2,552	2,927	2,977	10,652
% 年增速	36%	34%	31%	30%	32%	32%	23%	25%	25%	26%
日均交易量 (百万)	18.3	22.8	25.7	26.2	23.2	24.1	28.0	32.2	32.7	29.2
1P占比	66%	65%	66%	65%	66%	66%	65%	66%	65%	66%
单均测算										
单价	45.5	44.9	45.0	45.0	45.1	46.0	45.4	45.5	45.5	45.6
佣金	6.0	5.6	5.9	5.7	5.8	6.0	5.7	5.9	5.7	5.8
营销服务	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入	6.4	6.2	6.4	6.2	6.3	6.7	6.5	6.8	6.7	6.7
1P骑手成本										
% 环比		-11%	10%	-8%		4%	-5%	4%	-5%	
3P成本	-1.2	-1.0	-1.1	-1.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
% 环比		-20%	10%	-5%		10%	-5%	5%	-5%	
毛利	0.9	1.4	1.1	1.3	1.2	1.5	1.6	1.7	1.9	1.7
补贴	1.4	1.3	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3	1.5	1.3	1.4
%GTV	3.1%	2.9%	3.5%	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%	3.3%	2.9%	3.0%
计入费用补贴	0.6	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
其他运营费用	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总运营费用	1.1	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
运营利润	-0.1	0.4	-0.0	0.3	0.1	0.5	0.6	0.6	0.9	0.7

资料来源：美团年季报，申万宏源研究

3.8 京东利润率仍有空间

京东利润预测

(人民币百万)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测
开始日期	2018/1/1	2019/1/1	2019/4/1	2019/7/1	2019/10/1	2019/1/1	2020/1/1	2021/1/1
结束日期	2018/12/31	2019/13/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
财年	FY18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	FY19E	FY20E	FY21E
Non-GAAP权益股东盈利	3,460	3293	3559	1776	897	9525	14824	20427
%年增速	-30%	229%	644%	50%	20%	175%	56%	38%
%利润率	0.75%	2.70%	2.37%	1.39%	0.56%	1.70%	2.31%	2.86%
Non-GAAP稀释后EPS	2.35	2.23	2.30	1.20	0.61	6.33	10.00	13.78
%年增速	-31%	226%	607%	49%	19%	170%	58%	38%

资料来源：京东年报，申万宏源研究

- 京东在规模效应上之前每年0.5%的毛利提升释放出来，但在过去几年全部被履约成本和研发费用的上升抵消了。1H19开始公司注重ROI和费用控制，由于研发扩招减缓，营销费用控制，加上仓储卖出回租利用率上升，使得毛利的规模效应可以尽多的在利润中释放出来
- **未来可能走出的战略发展之路——自主品牌进一步扩大毛利空间**

PE 估值水平表

US\$40 对应估值水平	2,017	2,018	2019E	2020E	2021E
PE (non-GAAP diluted EPS)	82.1	119.1	44.2	28.0	20.3
PS	1.4	1.1	0.8	1.0	1.0
PB	15.7	13.5	10.0	9.2	8.1
PEG (non-GAAP diluted EPS)	0.2	-3.8	0.3	0.5	0.5
EV/EBITDA	149.9	138.1	63.5	36.2	26.7
P/GMV	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3

资料来源：申万宏源研究

3.9 拼多多短期仍可拉动行业增速

■ **Driver: 购买频次+单价+用户数提升**

- 短期单价从30 到50（3C品类或进一步拉动单价空间）， 年次数从35到60， 年用户从4到5.5亿
- 长期driver: 品牌升级、C2M升级----进一步提升单价
- 当前留存不高 annual buyer/MAU 1.4倍，老用户的占比提升至关重要

■ **货币化率变现上提升空间不大，3.0%后再调升空间有限**

- 预计很难超过 淘宝和天猫的水平3.3%
- 搜索广告位每六个产品一个广告，跟阿里京东渗透率已经一样，短期难提量

■ **S&M 费用高，3Q19E预计占比收入90%+，主要用于留住新客户，去年新增2亿多用户，用户留存2018年只有约50%左右**

- 一半是coupon promotion,一半是branding online channel

■ **2020E P/GMV只有0.2，电商平台五家中最低；问题在于长期稳定增长假设的可行性，如果补贴减少，平台效应是否能维持**

3.10 宝尊电商调整期

■ 品类变化：

- 服装是宝尊最主要的品类，占GMV的50%以上，3C是第二大品类，其次是家电、快消品、化妆品以及母婴品类。3C产品扩张较快，但货币化率较低，是商业模式转型外主要拖累整体货币化水平的因素。为了保证GMV的质量和稳定的货币化水平，公司最近停止了与部分3C品牌的合作，可能会对2H19E和9M20E的GMV整体增长产生一定负面影响。品类的调节对公司的健康和可持续发展非常重要，我们预计未来三年货币化率可以稳定在10%左右。

■ 利润率稳定，增量给技术研发

- 2018年公司研发人员增加了近一倍，导致19年的研发费用增高。公司今年可能会在研发方面进行更多的调整，而不重于新增。从前端到后端，轻资产宝尊云、ROSS运营自动化、SAAS等，技术创新已经是公司最主要的战略投入重点。从长期发展来看，技术是劳动密集型公司的关键，但可能牺牲短期利润率的上升空间。我们预计公司经营利润率（比GMV）将从18年的1.5%下降到19年的1.3%，并在21年逐渐回升到1.5%。

PE估值水平

40美元估值水平	2,017	2,018	2019E	2020E	2021E
PE (non-GAAP diluted EPS)	61.5	48.4	36.0	24.6	18.4
PB	9.1	7.7	6.5	5.3	4.2
PEG (non-GAAP diluted EPS)	0.6	1.8	1.0	0.5	0.5
EV/EBITDA	41.5	32.3	25.8	18.4	13.9
P/GMV	2.4	1.6	1.1	0.9	0.7

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄倩
huangqian@swsresearch.com