

# 回归本源，发力下沉

## 2019年上半年电商行业发展趋势专题报告

证券分析师：

王立平 A0230511040052

黄倩 A0230517010002

研究支持：

陈泽人 A0230117090003

2019.06.18



**2018年是电商平台的瓶颈年，规模成长需要寻求新的突破：**（1）**获客角度来看**，定位中高端客群的京东、唯品会已实现了较全面的覆盖，用户规模增长趋于停滞；阿里平台长尾低价SKU流量展示有限，全网获客成本不断提升。（2）**货币化率角度来看**，2017-2018年平台变现能力整体持续提升的同时，商家引流支出不断增长，线上营销费用率优势较线下逐步减少，影响了供给层面的积极性；（3）**品类渗透角度来看**，线上最具赚钱效应的服装、家电两个品类的龙头品牌线上渗透率达到较高水平，拓展空间缩窄。

**阿里为代表，线上平台回归零售本源，2019年有望在多个方面获得增量。**（1）**强化推送流量提升转化**。2019年阿里提升推送流量重视程度，借助精细标签千人千面算法，通过首页展位、连带推送等方式提升流量转化率，流量规则由“人找货”向“货找人”转变。（2）**把握下沉市场抓住客群增量**。三线及以下的下沉市场成为客群增量的主要来源，2019年“618”阿里以聚划算为战略核心、京东推出“疯狂66销售”活动，电商节重头戏在吸纳下沉市场客群。2019财年阿里活跃买家数量较上年增加1.02亿，80%的年度活跃消费者增长来自下沉市场。（3）**直播电商激发用户粘性**。直播电商有效带动用户停留市场，淘宝直播2018年平台带货达千亿，规划未来三年带货规模达到5000亿元。（4）**社交电商降低获客成本**。社交电商模式不断创新，云集为代表的新兴平台简化完善了传统社交电商的诸多弊端，进一步挖掘了客群增量。

**电商平台发展迎来下半场，平台GMV中高速增长有望持续，看好优势大众品牌崛起。**19年4月份，天猫总裁蒋凡提出未来三年天猫平台的交易规模将翻一番。我们认为，**行业角度来看**，天猫GMV的增速中枢提升，有望带动全网销售规模进一步扩容；平台大力发掘下沉市场，带来高性价比品类的增量机会，我们看好线上品牌持续成长。**商家角度来看**，新兴规则下，丰富SKU与供应链资源、多品类覆盖、打法灵活的电商品牌有能力、有基础快速响应趋势变化，集中享受平台扩容红利。

**投资建议与相关标的：**A股标的方面，我们建议关注**南极电商**，公司是定位大众消费的线上品牌龙头，我们认为公司多品类、大SKU规模的前期积累有能力快速响应行业变化趋势，看好未来三年GMV增速领跑行业，19年PE仅19倍。美股标的方面，我们建议关注：**1) 阿里巴巴：**活跃用户数保持良性增长、下沉市场拓展积极，伴随推荐流量加强投入，平台商家的ROI和GMV增长有望表现良好。**2) 拼多多：**平台留存12个月以上的用户年消费额已经较成熟，看好用户年均消费提升空间广阔。

## ■ 关键假设点

- 流量转化方面，2019年电商平台更加强调GMV规模扩张，通过千人千面加大流量的精准推荐，商家引流效率有望优化，ROI提升下有进一步意愿推动线上渗透率的提升，同时平台转化率提升推动GMV超预期增长。
- 用户规模方面，2018年电商平台在现有市场中用户数量趋于饱和，2019年将进一步发力下沉市场，挖掘新增潜在客群。
- 用户粘性方面，电商平台将进一步通过直播电商等创新方式加强体验布局，提升用户停留时间，实现整体流量规模的进一步增长。

## ■ 有别于大众的认知

- 市场可能认为，阿里平台流量重心向推送流量转移，搜索流量规则下具备护城河的南极人等品牌既有优势会有所削减。我们认为，平台规则调整并非一刀切，搜索流量仍是非常重要的入口，马太效应优势会继续保持；同时，具备丰富品类与SKU、供应链资源的品牌有基础更好地满足推送流量需求，有望集中享受平台GMV扩容的红利。

## ■ 核心假设风险

- 电商平台下沉市场扩张不达预期。

# 主要内容

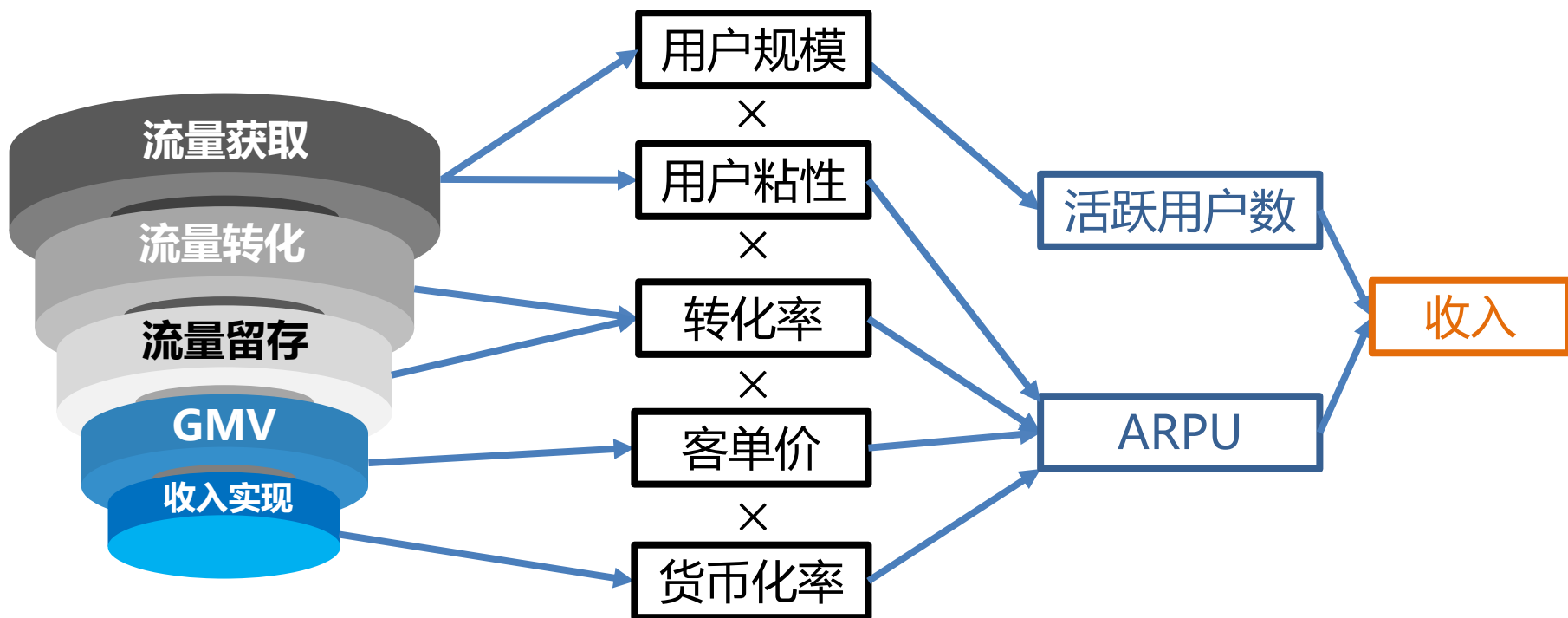
---

1. 研究框架：电商平台的发展模型
2. 上半场：2018年电商平台的增长瓶颈
3. 下半场：回归零售本源，2019年电商平台再发力GMV增长
4. 投资建议与相关标的

## 1.1 研究框架：电商平台的增长逻辑

- 电商平台的成长通常从两个维度分析，但本质有是一样的：
- **引流逻辑**：流量引入后，实现转化成为购买单量，量价结合形成全平台GMV。GMV规模提升，平台议价能力增强，获得更高的货币化变现能力。
- **获客逻辑**：用户引入后，提升用户粘性获得更高ARPU。

图1：电商平台收入规模扩张的要素



# 1.2 研究框架：电商平台的发展逻辑

- **成长阶段前期：**流量是根本，前期电商平台通过广告投放、打折优惠等多种方式快速吸引新增流量，通常初期获客成本较低，拼多多2017-2018年的低获客成本是典型例子。
- **成长阶段中期：**平台发展到一定阶段，流量规模基数较大、增长放缓，提升客单价、提高变现成为规模增长的新驱动力。
- **成长阶段后期：**形成用户粘性，单个活跃买家年消费额提升。

图2：电商平台发展阶段

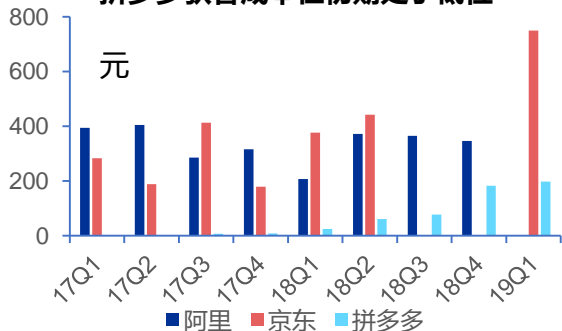
IV：进入成熟阶段后，流量再次成为主要驱动力：开拓下沉市场、海外市场、提升单用户访问时长等

I：成长初期

II：成长中期

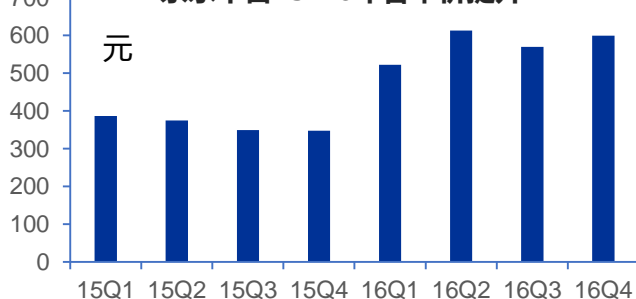
III：成熟阶段

拼多多获客成本在初期处于低位



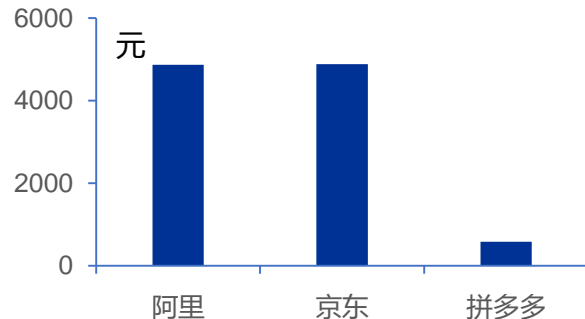
资料来源：公司公告、申万宏源研究

京东平台15-16年客单价提升



资料来源：公司公告、申万宏源研究

17年阿里、京东单消费者年消费额领先



资料来源：公司公告、申万宏源研究



# 主要内容

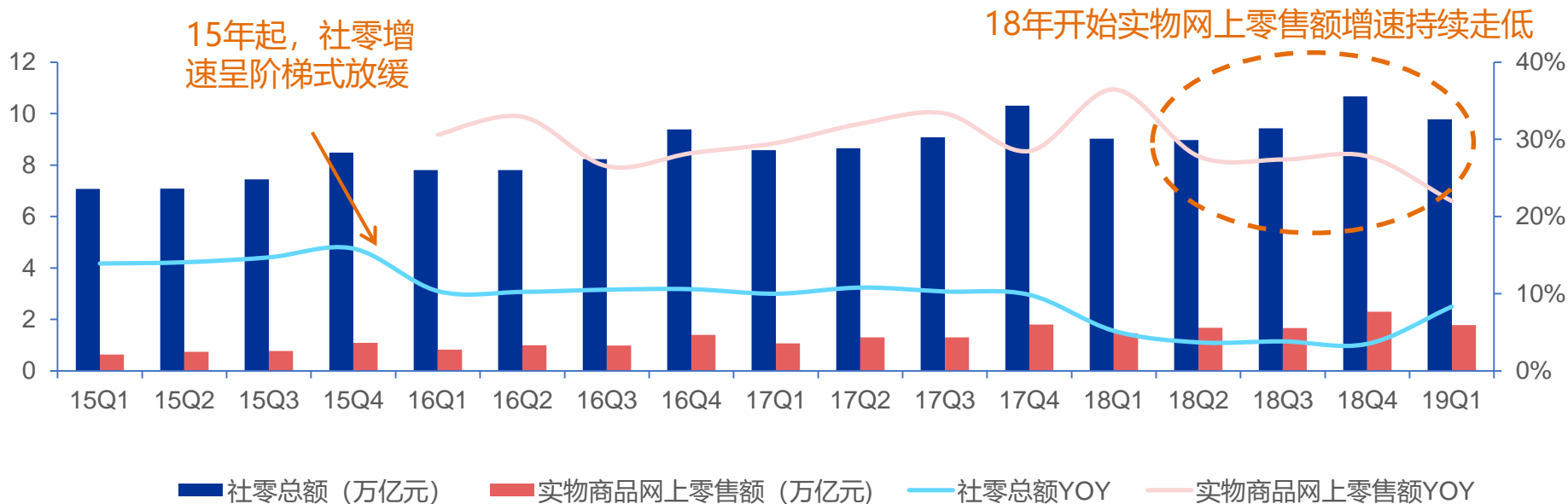
---

1. 研究框架：电商平台的发展模型
2. 上半场：2018年电商平台的增长瓶颈
3. 下半场：回归零售本源，2019年电商平台再发力GMV增长
4. 投资建议与相关标的

## 2.1 宏观表现：18年社零承压，网上零售增速放缓

- **社零总额增速整体承压。**自15年起，社零增速呈阶梯式下滑，15年增速保持在13%以上，16年增速保持在10%左右，17年开始跌破10%，18年增速则从Q1的5.2%下滑至Q4的3.5%。
- **实物网上零售额增速放缓。**16-17年，实物网上零售额增速保持在30%左右。18Q1开始，增速大幅放缓，从18Q1的36.5%下滑至Q4的27.8%，19Q1更是继续下滑至22%，增速创下历史新低。

图3：社零总额、实物网上零售额增速放缓





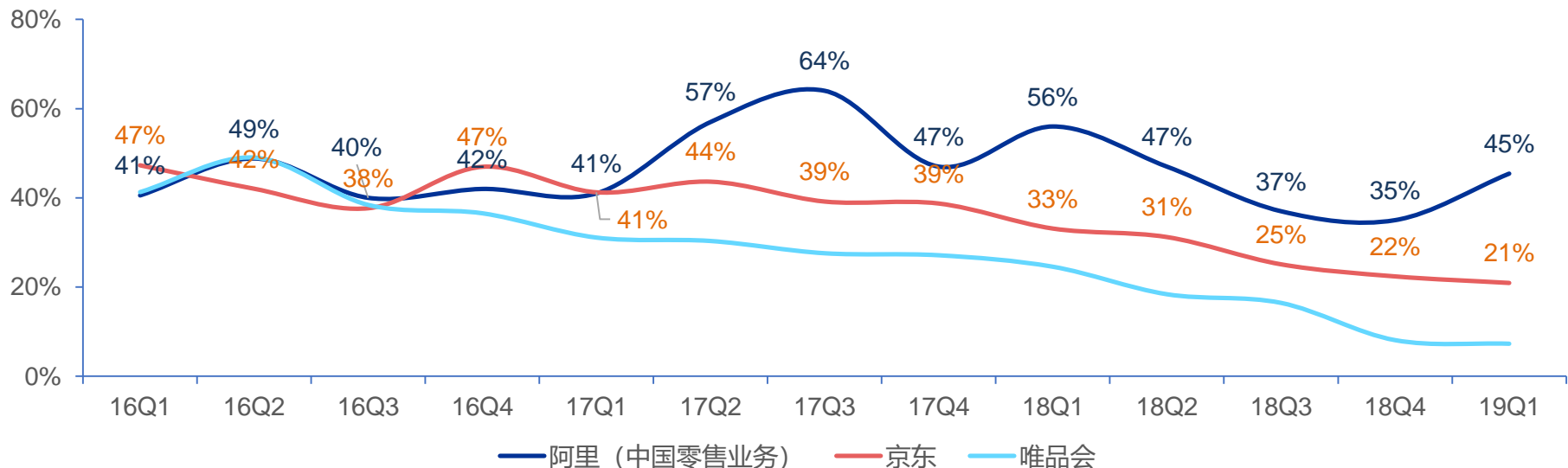
## 2.2 企业表现：电商平台收入规模扩张遇到瓶颈

### ■ 收入端来看，18年主要电商平台增速放缓。

- 阿里巴巴由18Q1的56%下行至Q3的37%。
- 京东16-17年营收增速保持在40%，18年开始持续走低，19年Q1增速放缓至21%。
- 唯品自16年开始营收增速不断下滑，19Q4增速为7.3%。

### ■ GMV增速下行，线上用户渗透率逐步饱和、获客成本提升。

图4：线上平台营收增速放缓



## 2.2 企业表现：电商平台GMV扩张遇到瓶颈

### ■ 阿里、京东、拼多多GMV增速持续下滑

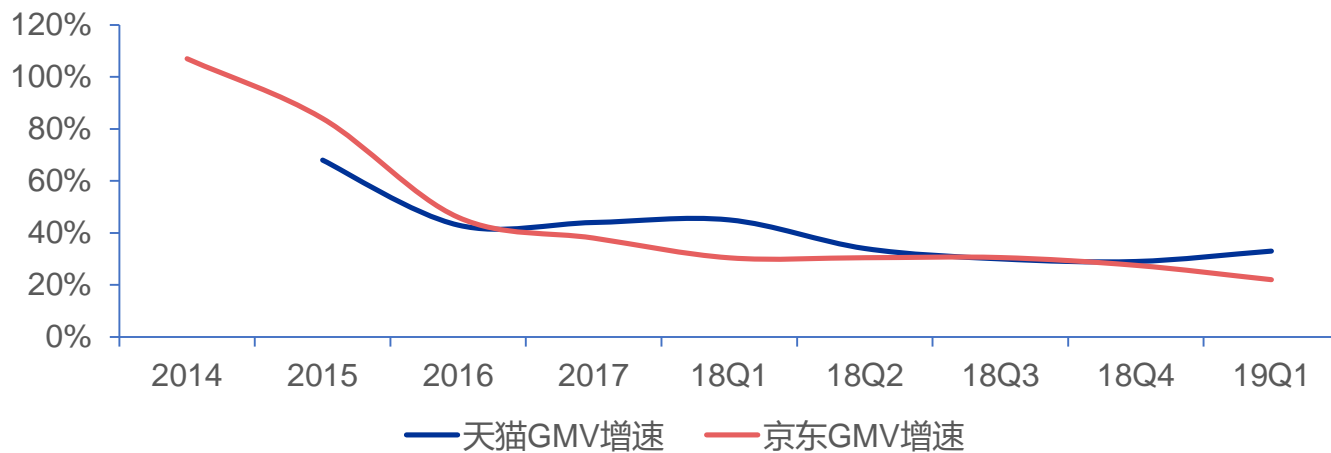
- 2015年来，天猫平台、京东平台整体GMV增速在高基数下放缓，进而影响收入增速。

表1：拼多多GMV增速情况

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018
GMV (滚动12个月, 亿元)	209	384	709	1,412	1,987	2,621	3,448	4,716
YOY					851%	583%	386%	234%

图5：阿里、京东GMV增速放缓

资料来源：公司公告、申万宏源研究

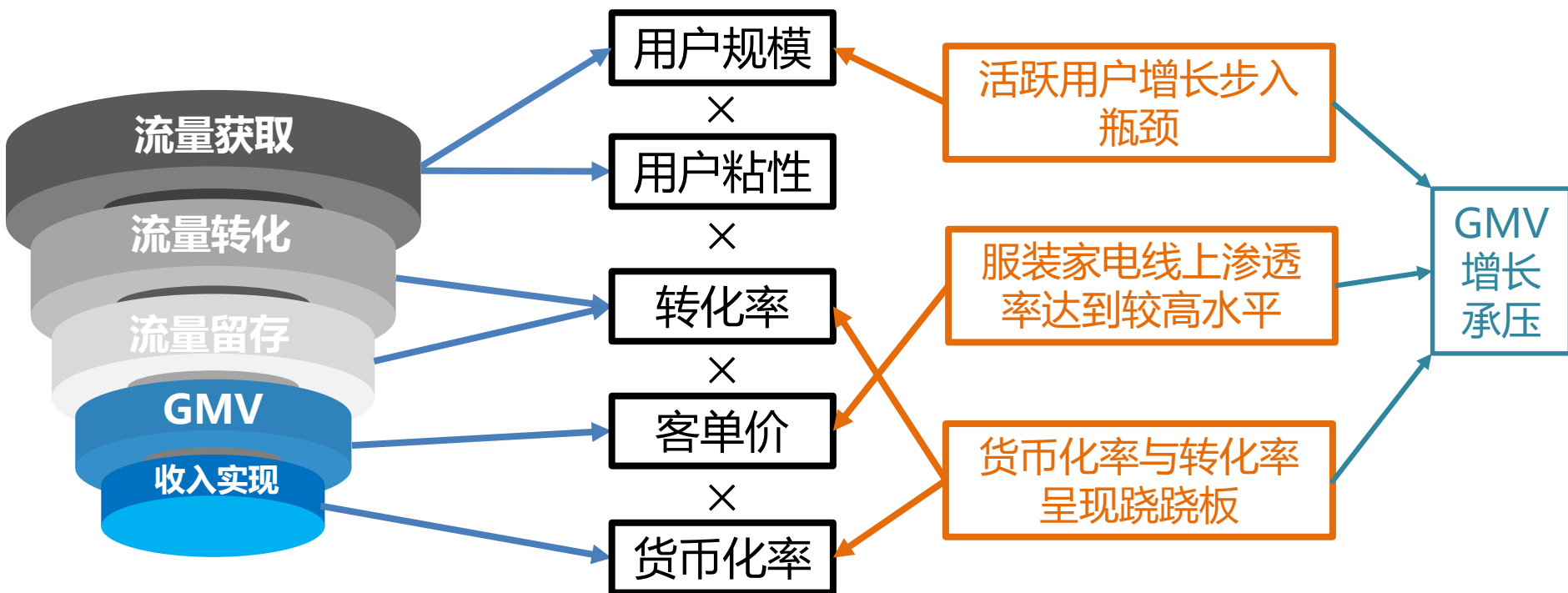


注：19Q1京东不再披露季度GMV，19Q1为申万宏源研究推算值。

## 2.2 三个角度看待GMV扩张瓶颈

- **获客角度**：定位中高端客群的京东、唯品会已实现了较全面的覆盖，用户规模增长趋于停滞；阿里平台长尾低价SKU流量展示有限，对下沉市场的拓展力度有待提升。全网获客成本不断提升。
- **货币化率角度**：平台变现能力整体持续提升的同时，商家引流费用过高，线上营销费用率较线下优势逐步减少，影响了供给层面的积极性；
- **品类渗透角度**：线上最具赚钱效应的服装、家电两个品类线上渗透率达到较高水平，拓展空间缩窄。

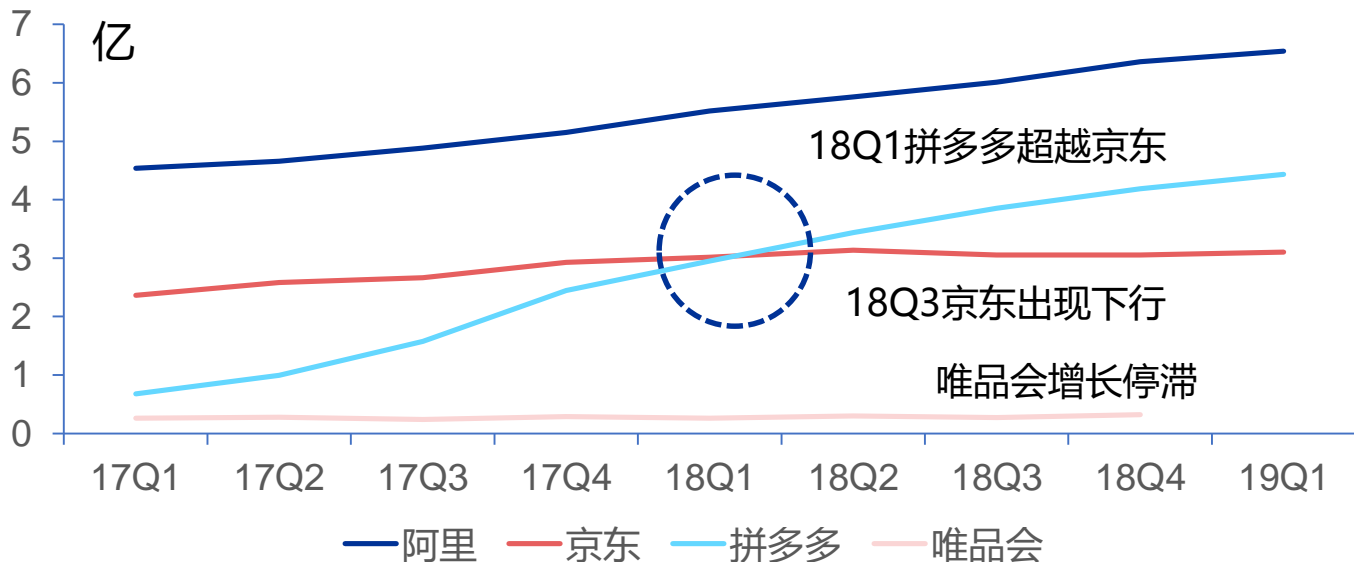
图6：2018年电商平台GMV扩张瓶颈



## 2.3 用户数量角度：高端用户渗透率趋于饱和

- **京东、唯品活跃用户增长趋于停滞。**唯品会年活跃买家自2017Q1起八个季度停滞不前，京东2018Q2表现承压，2018Q3年活跃买家数首次出现负增长。2018年一季度，拼多多年活完成了对京东的超越；2018年底，拼多多共计拥有4.2亿活跃买家，超过京东的3.1亿。
- **阿里巴巴、拼多多仍在扩容。**2019年一季度，阿里巴巴活跃用户增长2500万人至6.5亿人，拼多多增长2500万人至4.4亿人。

图7：高线城市活跃用户增长步入瓶颈

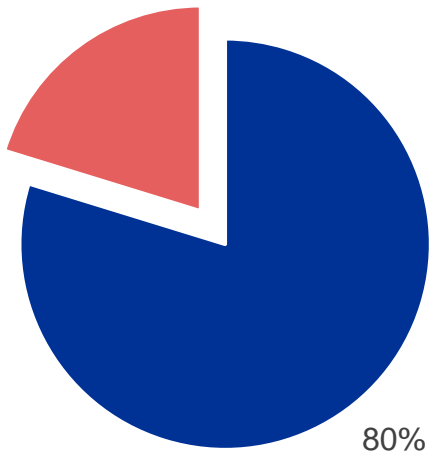


## 2.3 用户数量角度：头部平台渗透率趋于饱和

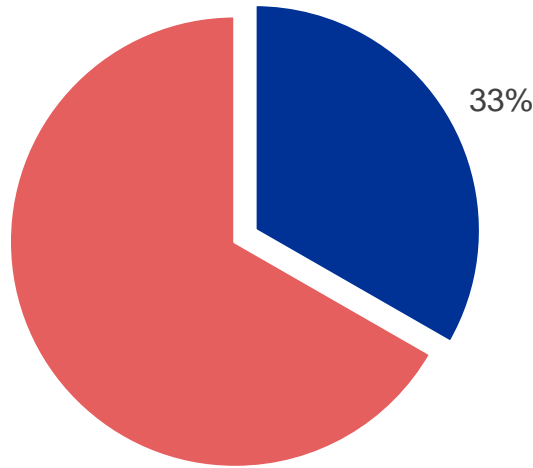
### ■ 阿里、拼多多网络渗透率达到较高水平。

- 根据中国互联网信息中心数据，2018年我国手机网民总数为8.2亿人，即阿里移动端月活占全国手机网民比重的80%，拼多多移动端占比约33%。
- 根据QuestMoblle数据，拼多多与淘宝有接近50%的重叠用户，即约1.36亿用户。除去重叠用户后，阿里与拼多多的移动端用户之和占全国网民的96%。

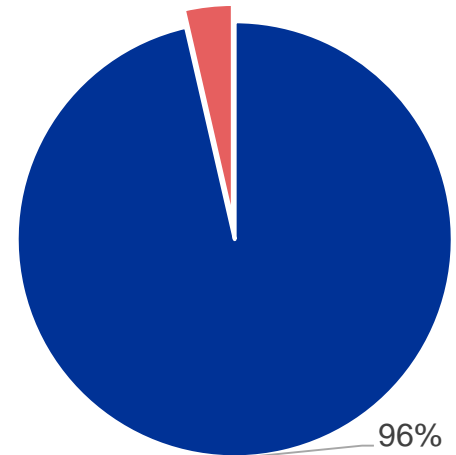
图8：阿里月活占全国手机网民80% 图9：拼多多月活占全国手机网民的33% 图10：两平台合计占手机网民的96%



资料来源：公司公告、中国互联网信息中心、QuestMoblle、申万宏源研究



资料来源：公司公告、中国互联网信息中心、QuestMoblle、申万宏源研究

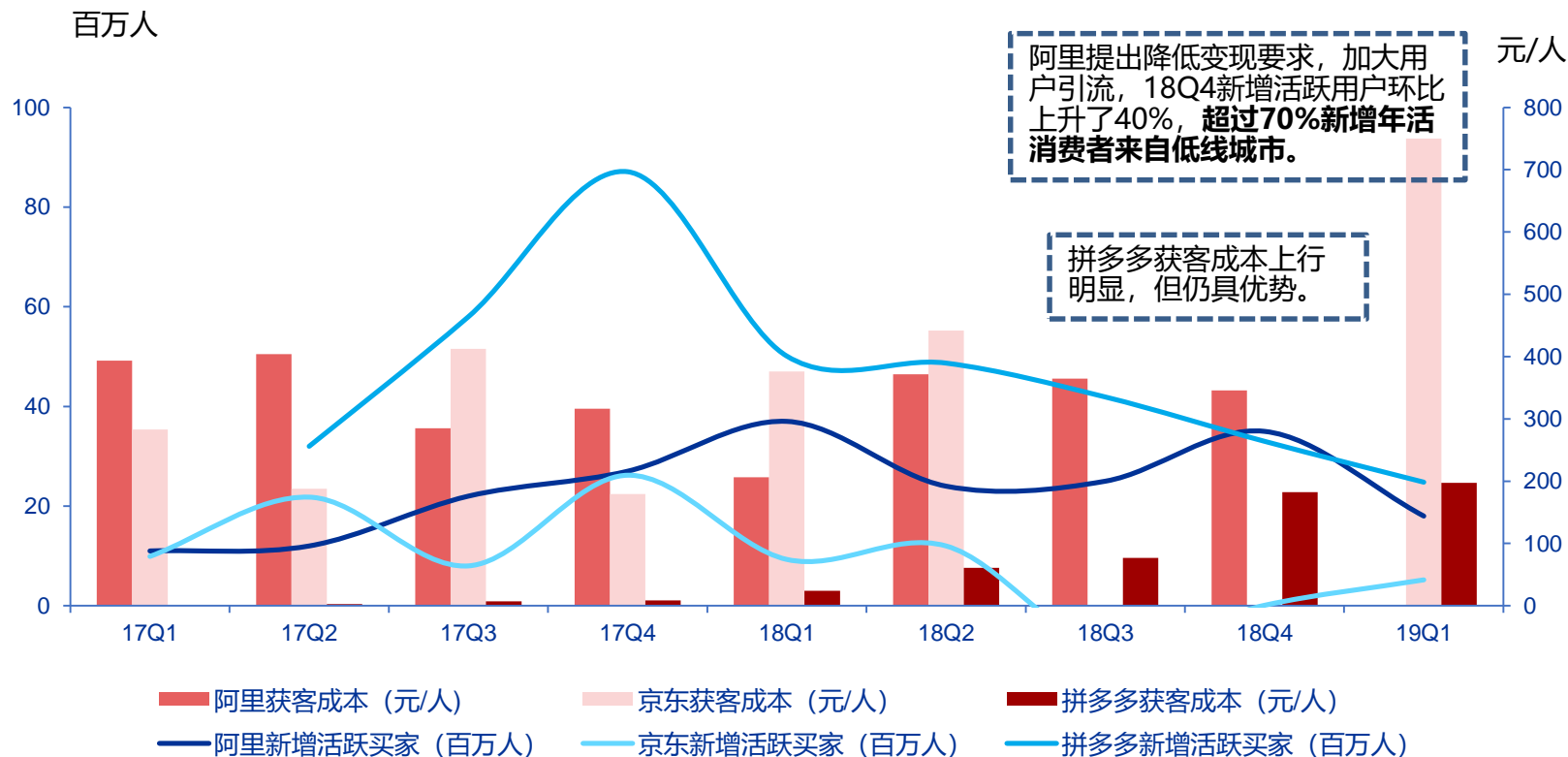


资料来源：公司公告、中国互联网信息中心、QuestMoblle、申万宏源研究

## 2.3 用户数量角度：获客成本持续提升

### ■ 平台获客成本不断上升

图11：新增活跃买家降幅明显，获客成本上升

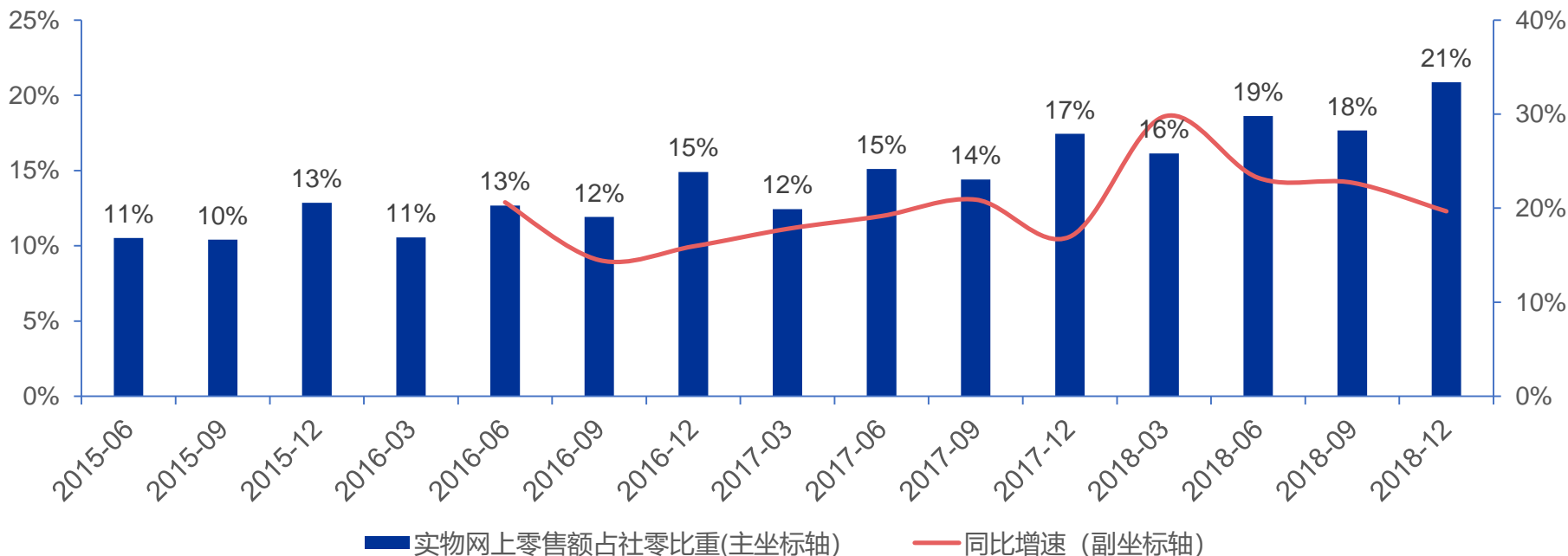


## 2.4 品类角度：网上零售渗透率已达较高水平

### ■ 我国网上零售渗透率已处高位

- 2018年四季度，实物商品网上零售占社零比例提升至21%，15年同期仅为13%，线上渗透率已处高位。
- 品类来看，适合线上销售的两大品类，服装（高毛利）、家电（高单价）渗透率较高，主流品牌2017-2018年渗透率变化不大。

图12：实物商品网上零售占社零比重



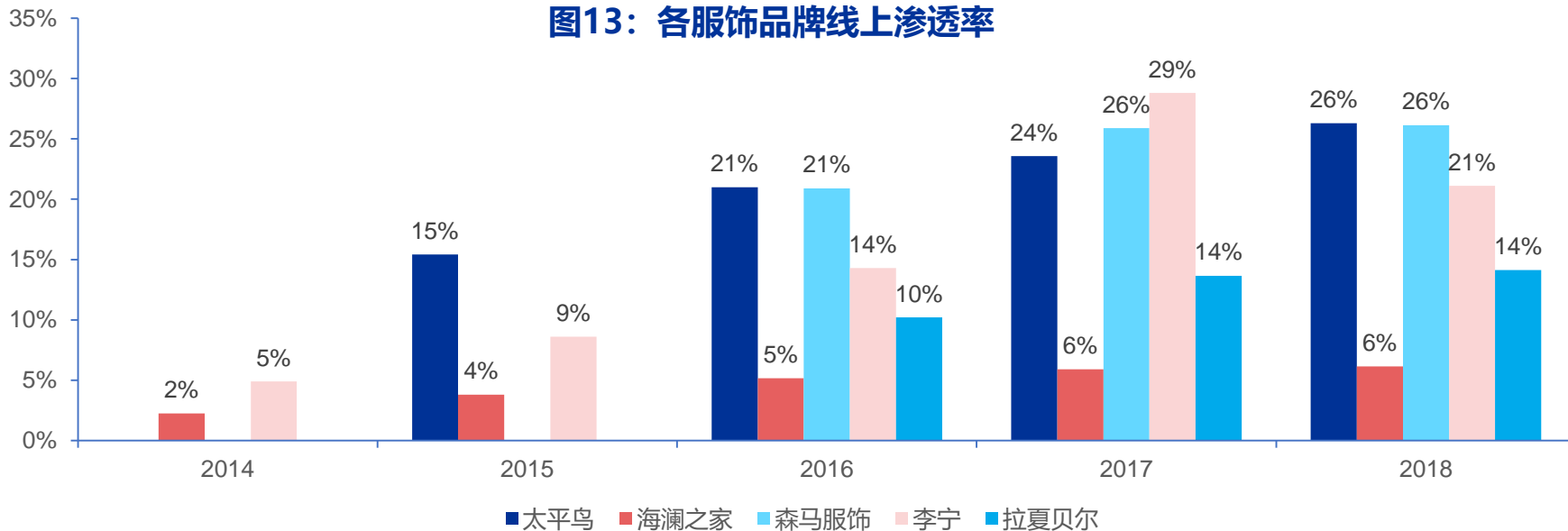


## 2.4 品类角度：服装家电品类主要品牌渗透率提升趋缓

### ■ 线上零售中服装与家电是核心品类。

- 服装品类具备高毛利属性，家电品类货值高，都能够在保障物流成本的覆盖前提下实现较好的盈利，是线上销售规模最大的两个品类。
- 各品牌服饰线上渗透率自2014年起快速提升。以李宁为例，2014年线上渗透率仅为4.9%，2017年上升至28.8%。
- 增速来看，2018年线上渗透率增速下滑，增长遇到天花板。太平鸟、海澜之家、拉夏贝尔渗透率提升幅度趋缓，李宁线上销售占比出现下滑。

图13：各服饰品牌线上渗透率

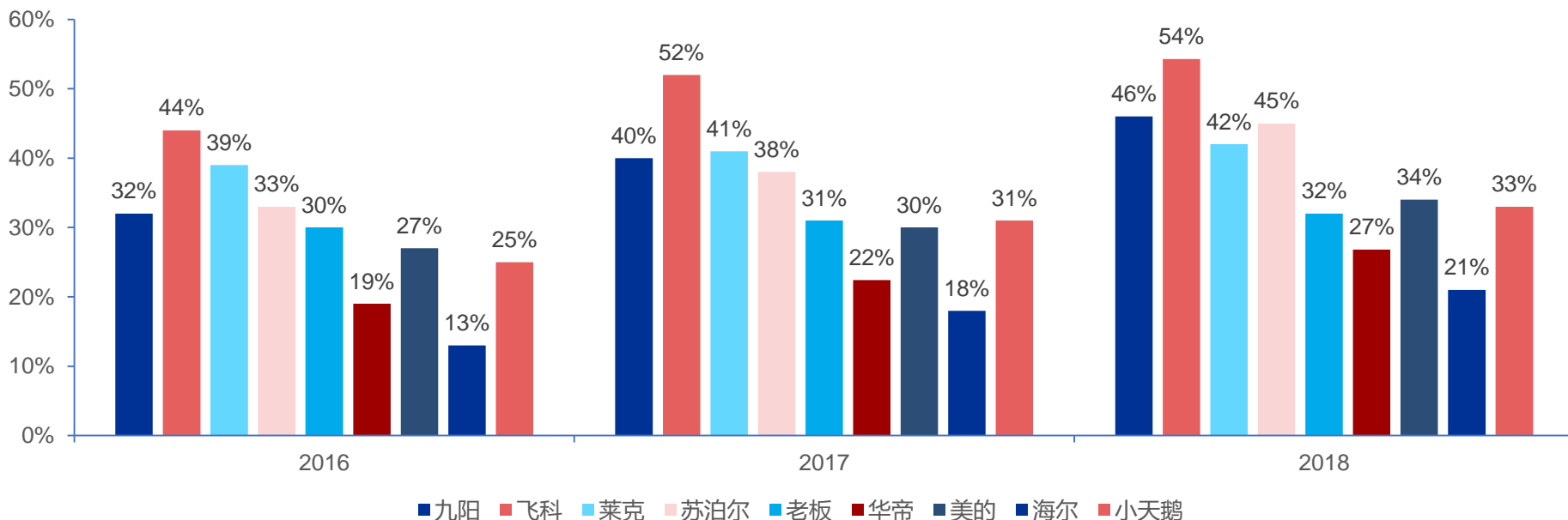


## 2.4 品类角度：服装家电品类主要品牌渗透率提升趋缓

### ■ 电器品类渗透率缓慢提升

- 家用小型电器方面，渗透率已经到达高位，以九阳和飞科为代表，线上渗透率都达到了50%左右。
- 大型黑电及白电方面，以美的、海尔为例，渗透率仍然在小幅提升。

图14：主要电器品牌线上渗透率



# 主要内容

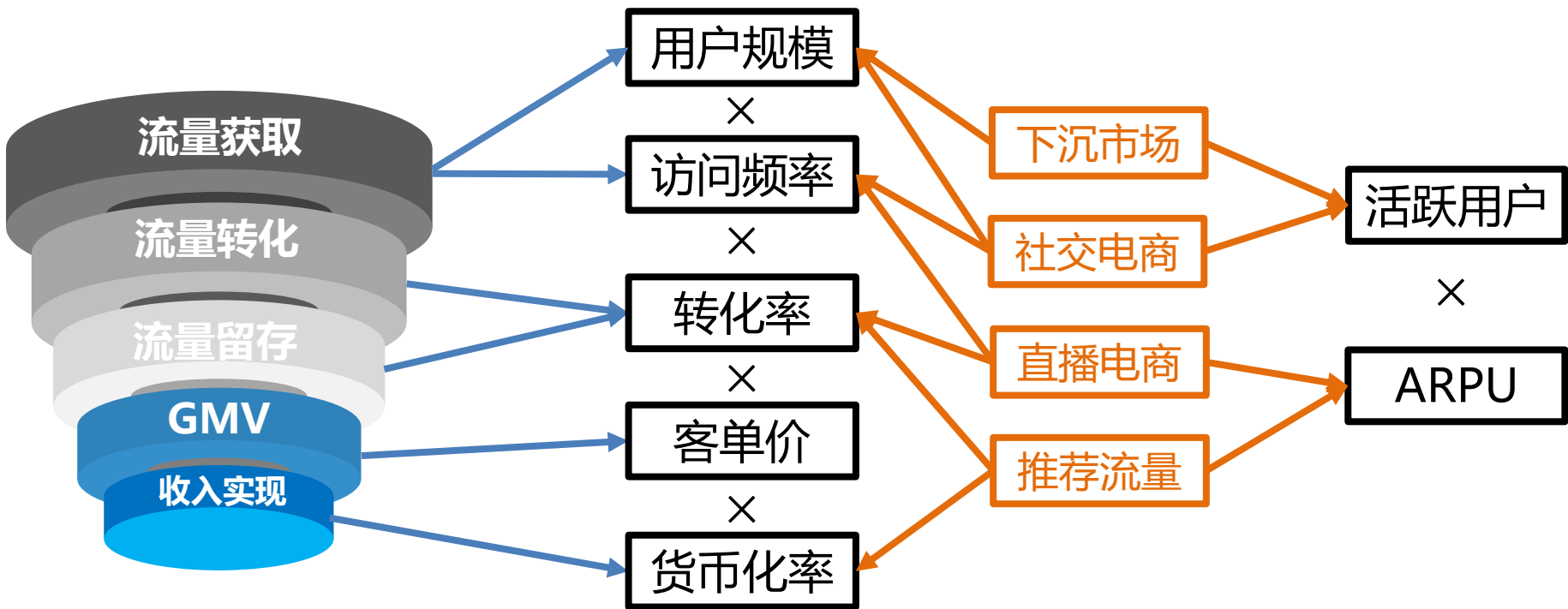
---

1. 研究框架：电商平台的发展模型
2. 上半场：2018年电商平台的增长瓶颈
3. 下半场：回归零售本源，2019年电商平台再发力GMV增长
4. 投资建议与相关标的

### 3.1 电商下半场的发展方向

- 2018是电商平台的瓶颈年，2019则是新方向的突破年：
- **用户角度**：新客从哪来？下沉市场是最后的获客空白区，社交电商铺好了下沉市场的方向性道路。
- **ARPU角度**：如何强化老客转化？直播电商加强互动、提升粘性；推荐流量强化连带购买，回归零售本质。

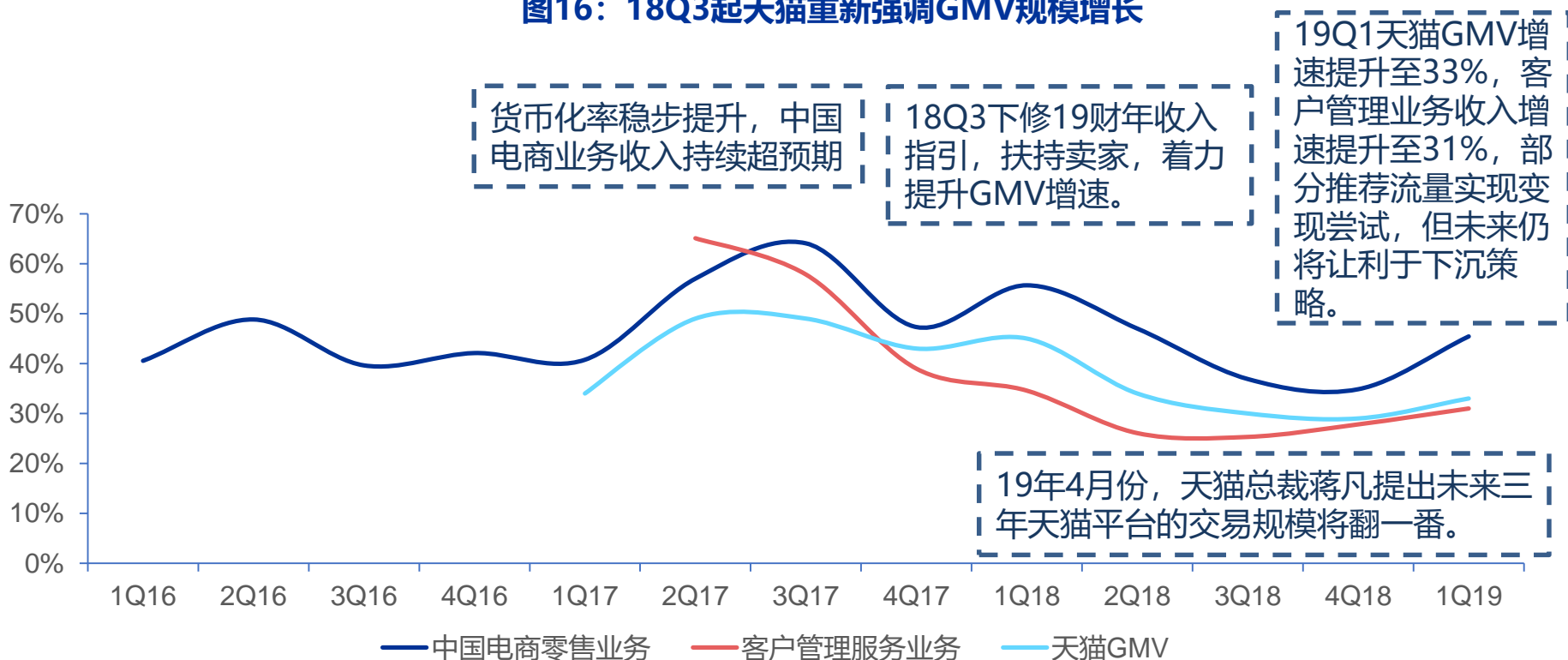
图15：2018年下半年起，电商平台发力新方向逐步明确



## 3.2 阿里巴巴强调GMV增长，行业回归零售竞争

- 2018三季度阿里下调全年指引，重心从提高变现向强化GMV增长转变：
- 19年3月，淘宝总裁蒋凡兼任天猫总裁；4月25日，天猫总裁蒋凡提出未来三年天猫平台的交易规模将翻一番。

图16：18Q3起天猫重新强调GMV规模增长



### 3.3 转化率角度：推荐流量主导，强调“货找人”

- **直通车千人千面应用更加深入，提升流量转化率。**从2018Q3开始，阿里开始实验Feed的流量的推送，不加收广告费，强化转化率。
- **推荐流量放送位置不断增多，激活买家购买频次。**手机淘宝首页核心位置加入“猜你喜欢”栏目、购买后会提升“你可能还喜欢”，强化连带销售。

图17：阿里直通车推送规则发生变化

#### 早期直通车

- 关键词少、标签维度低
- 覆盖面大、转化率低
- 商家营销费用高，阿里变现强

#### 直通车与千人千面结合

- 大量标签（价格区间、年龄、风格、城市等级）
- 持续推送
- 精准推送
- 核心转变为“货找人”

图18：手机淘宝大量加入了推荐流量展示



### 3.3 转化率角度：推荐流量主导，强调“货找人”

- 平台规则变化下，流量逻辑发生变化：
  - 1) “大爆款”向广泛种草、精细耕耘转变。直通车广覆盖打造大爆款效率降低，产品需要有独特标签，才能更高效地推送到消费者层面。
  - 2) 品牌方需具备：大用户群体（用户标签多）、多SKU。
  - 3) 旗舰店重要性提升：此前店铺只需通过直通车引流转化，现在必须同时做好直通车和钻展（超级推荐），以获得更高推荐流量权重。

图19：手机淘宝首页重要推荐位



图20：南极人品牌旗舰店扩充品类





### 3.4 访问频率角度：视频直播激发老客粘性

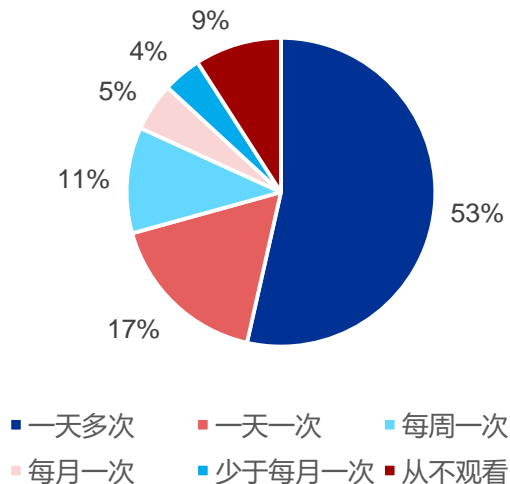
#### ■ 视频直播有望成为未来巨大的流量洼地

- 根据IAB数据，全球67%的消费者观看视频直播。就频次来看，全球有70%的消费者每天至少收看一次视频直播。消费者对视频直播有着强烈的意愿，视频直播能够带来大量的流量。

#### ■ 视频直播重要地位日益凸显

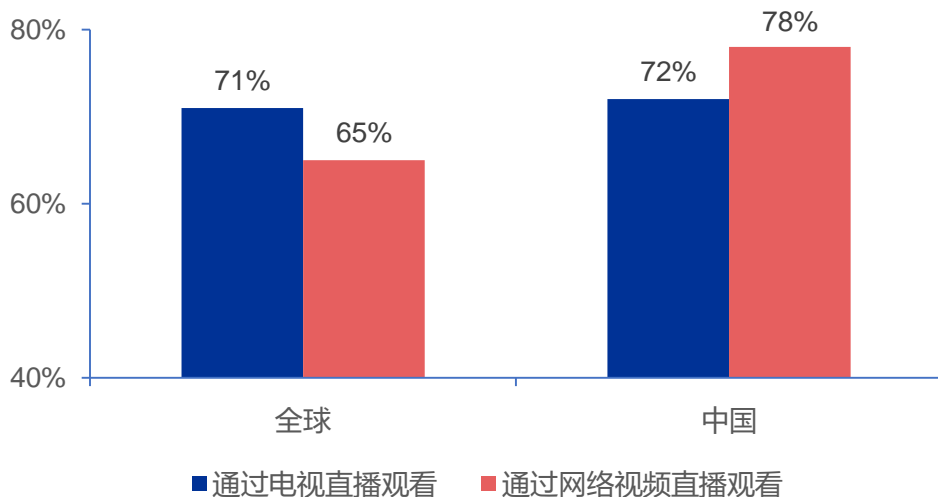
- 以2018年俄罗斯世界杯为例，在世界杯期间人们首选通过传统电视直播的方式观看世界杯，占比71%；其次通过网络视频直播的方式观看，占比达65%。

图21：全球消费者观看视频直播频次



资料来源：IAB、申万宏源研究

图22：世界杯期间中国人主要通过网络直播观看比赛



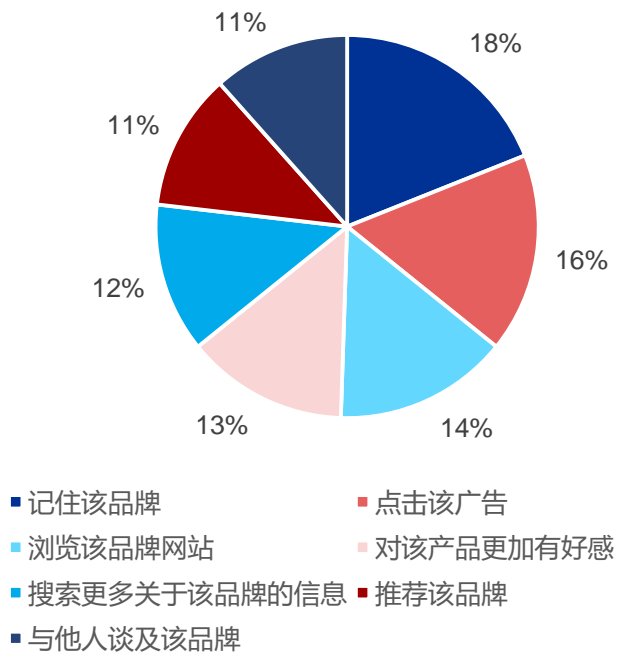
资料来源：IAB、申万宏源研究

### 3.4 访问频率角度：视频直播激发老客粘性

#### ■ 在视频直播中插入广告能够有效引起消费者行为

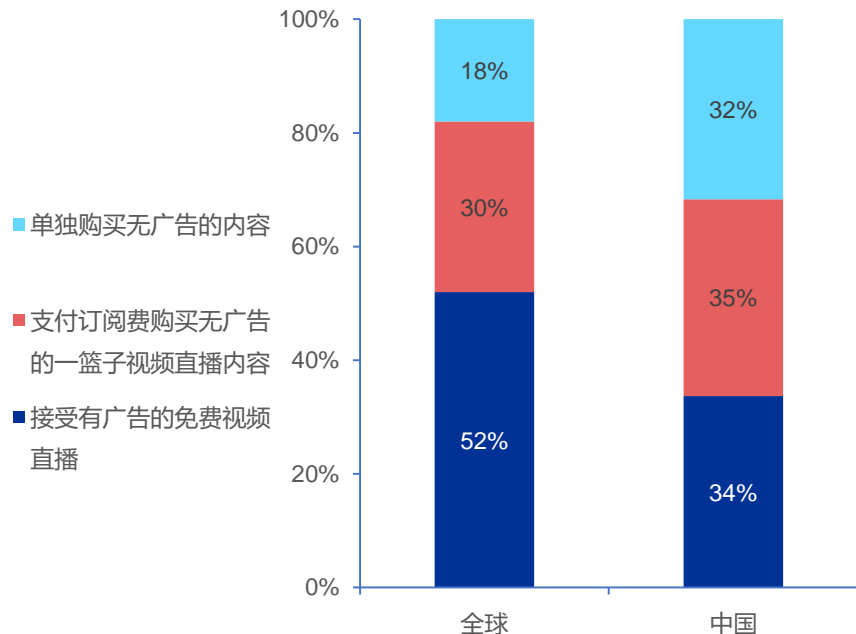
- 根据IAB的数据，有64%的消费者会在观看广告后采取行动。包括16%的消费点击广告、14%的消费者浏览网站、12%的消费者搜索更多信息、11%的消费者推荐和11%的消费者展开讨论。同时，也有64%视频直播用户愿意在自己的直播中使用广告。

图23：消费者观看视频直播广告后的不同反应



资料来源：IAB、申万宏源研究

图24：不同消费者对视频直播广告植入的态度

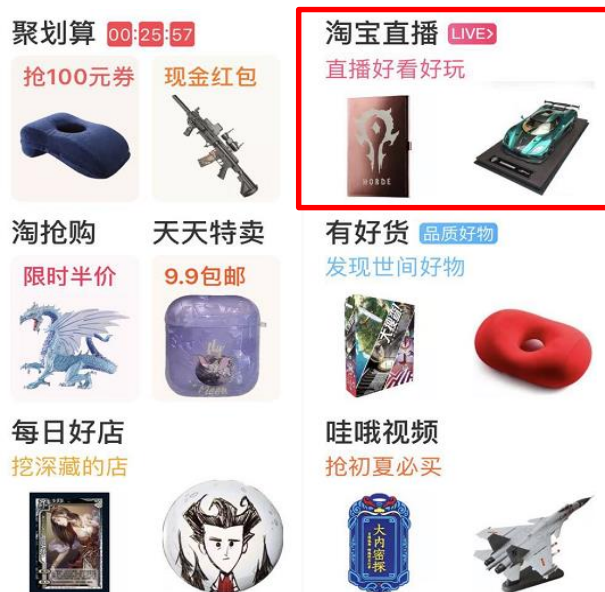


资料来源：IAB、申万宏源研究

### 3.4.1 案例：淘宝直播崛起，18年注册人数达160万

- 2016年5月淘宝正式推出淘宝直播，仅两个月有超过6000人在平台上直播；2016年“双11”总直播场数超过6万场。随后内容生态全面崛起，包括微淘、淘宝头条、有好货、清单等。
- 2017年，淘宝直播趋向成熟化，从以红人明星为主转向原生孵化自己的主播；直播的领域也从女装、美妆、海淘等逐步扩大各个类目各种行业。
- 2018年10月，手机淘宝全面改版升级，主打“简单”“清爽”的界面设计，增加了AI信息流推荐，也减少了一些内容频道，与此同时，淘宝直播有了更显著位置。

图25：直播入口在淘宝app中位置显著



资料来源：手机淘宝、申万宏源研究

图26：越来越多的明星通过通过淘宝直播运营粉丝

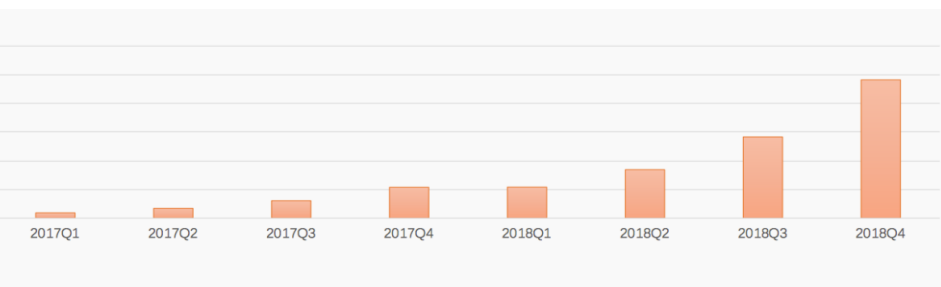


资料来源：淘宝直播、申万宏源研究

### 3.4.1 案例：淘宝直播2018年平台带货达千亿

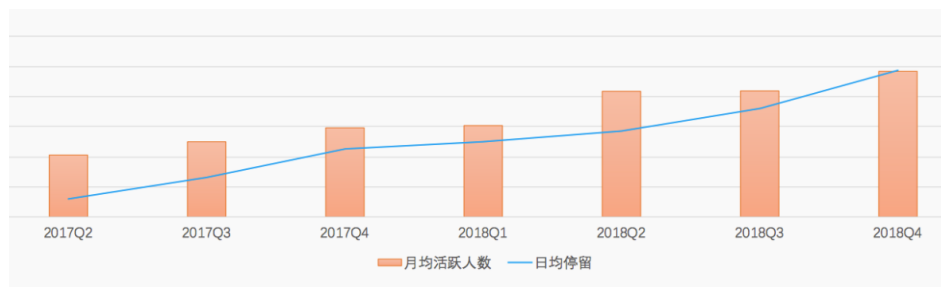
- **专业主播数量增长迅速，月带货规模超过100万的直播间超过400家。**
- **淘宝直播带货能力强大，2018年平台带货达千亿**
  - **淘宝直播业务爆发性极强，2018Q4带货同比增速近400%。**2018年“双12”，7万多场淘宝直播带动的GMV增长率是160%。**淘宝直播平台规划未来三年，淘宝直播将带动5000亿规模的成交。**
- **淘宝直播产品矩阵丰富，消费者可选择性强**
  - 直播内容丰富，消费者每天可观看直播内容达15万小时，可购买商品超60万款。

图27：淘宝直播带货规模增长迅速



资料来源：中文互联网数据咨询中心、申万宏源研究

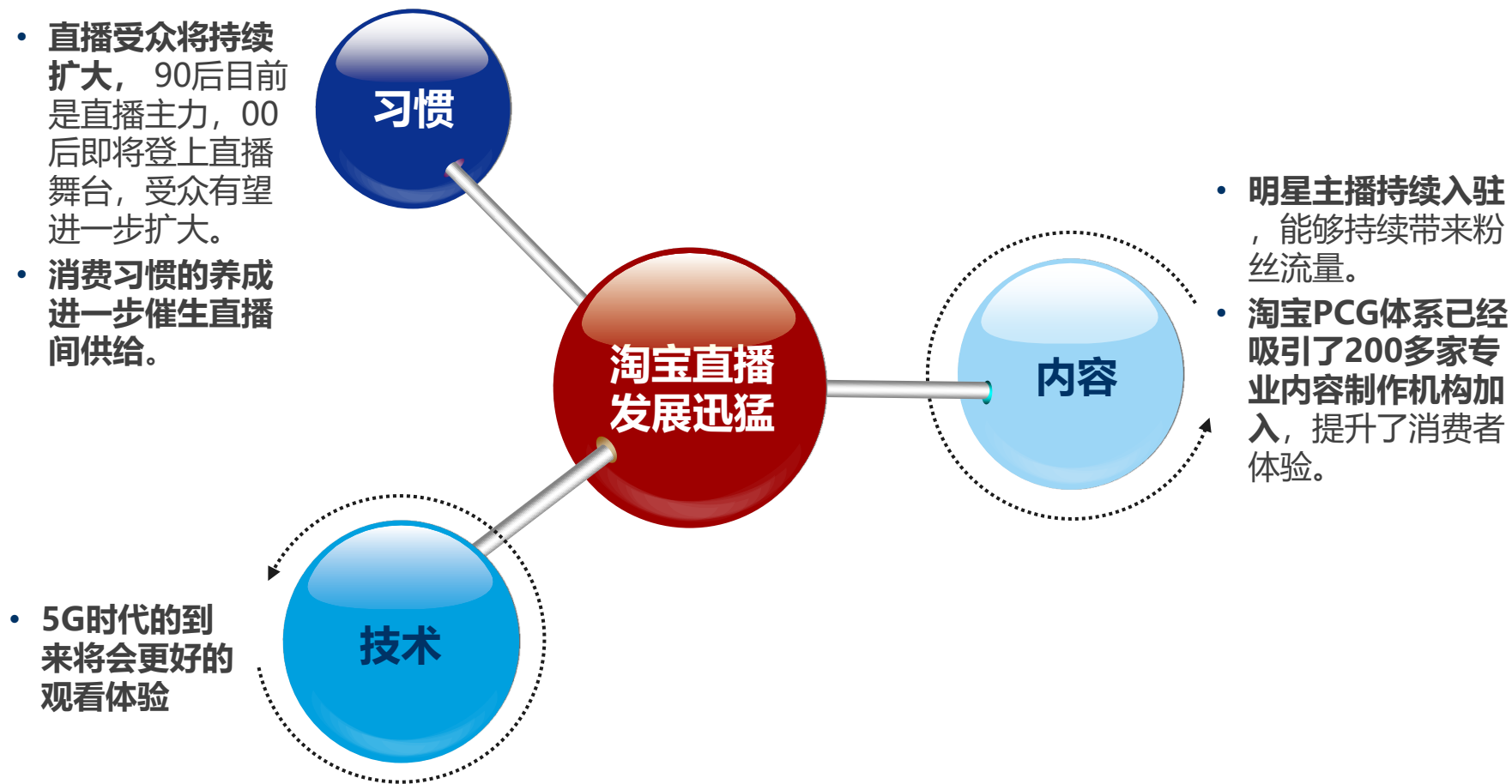
图28：淘宝直播内容矩阵日益丰富



资料来源：中文互联网数据咨询中心、申万宏源研究

### 3.4.1 案例：淘宝直播持续发展空间广阔

图29：内外部因素有望推动淘宝持续发展



资料来源：申万宏源研究

## 3.4.2 案例：抖音直播接入淘宝，流量变现路径打通

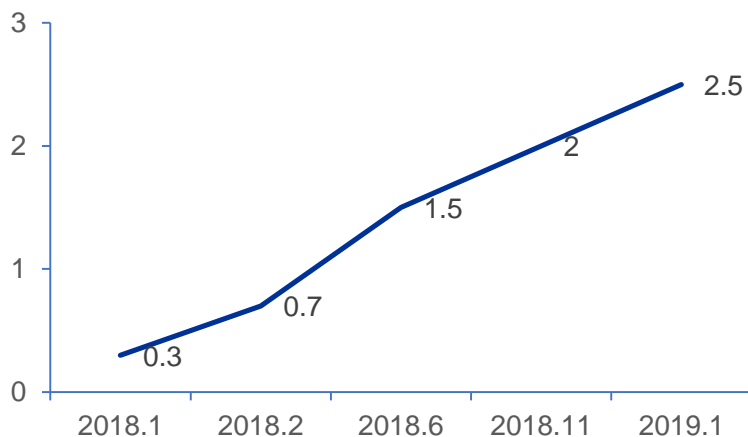
### ■ 抖音是巨型流量奶牛，引流能力强大

- 根据抖音发布的《2018抖音年度大数据报告》，2018年抖音国内日活跃用户（DAU）突破2.5亿，国内月活跃用户（MAU）突破5亿。
- 抖音流量下沉效果明显，播放量排名前十的县城中有四个贫困县，小城市也能找到大舞台。

### ■ 抖音接入淘宝，带货能力彰显

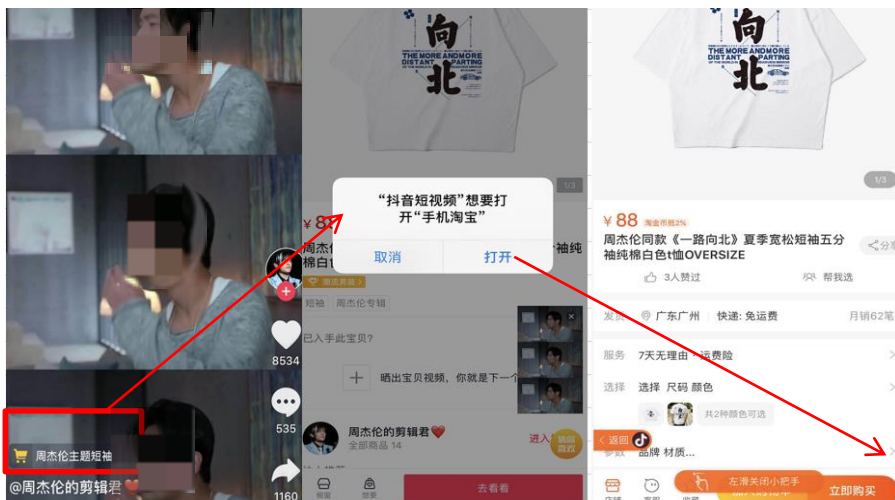
- 在部分抖音视频中，页面下方会有购物车图片，点开后会相应的视频商品信息，点击去看看，随后就会引流到手机淘宝。此类访客精准性较高，加以引导，有望提高转化率。

图30：抖音DAU快速增长



资料来源：抖音、申万宏源研究

图31：抖音接入淘宝入口



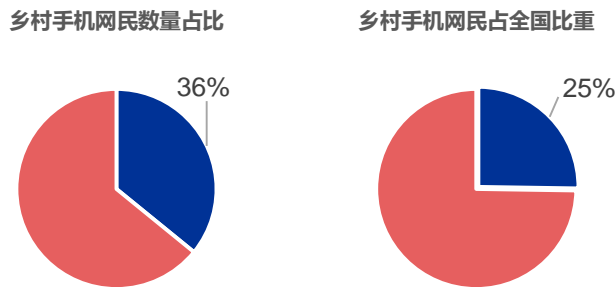
资料来源：抖音短视频、手机淘宝、申万宏源研究

# 3.5 用户规模角度：市场下沉，获得新客流量

## ■ 流量不饱和：乡村人群有巨大的开发空间

- 乡村开发空间巨大。2018年乡村手机网民仅占乡村总人数的36.5%。
- 乡村网购渗透率低。乡村手机网民占全国的25%，但移动购物人群连全国的10%都不到。

图32：乡村地区开发空间巨大



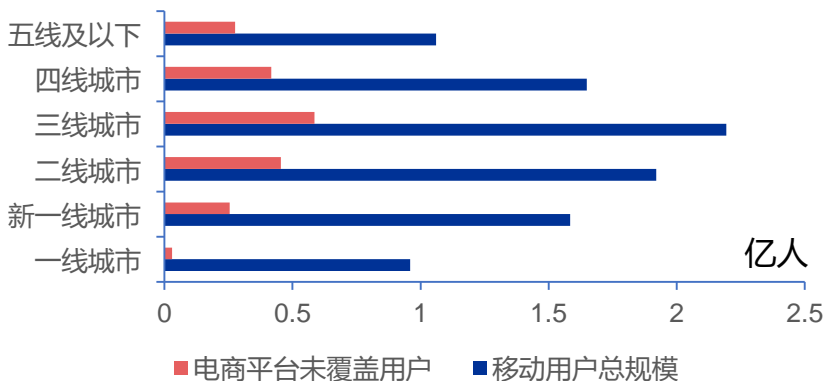
■ 手机网民数量 ■ 非手机网民数量 ■ 乡村手机网民 ■ 非乡村手机网民

资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

## ■ 时间不饱和：三四五线及乡镇可支配时间高

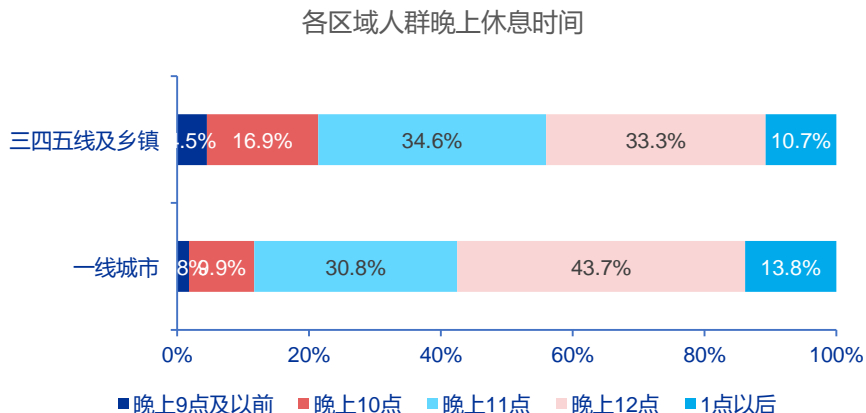
- 时间上仍具潜力，乡镇网民晚上12点以后睡觉的人群只比一线城市少10%，但可支配时间更多。

图33：低线城市移动购物渗透率低



资料来源：Questmobile、申万宏源研究

图34：乡村可支配消费时间更高



资料来源：企业智库、申万宏源研究



# 3.5 用户规模角度：人群上限不断拓宽

## ■ 行业未来有望向低幼、银发、低学历人群拓展

- 除传统互联网用户外，新型互联网用户正在涌现。我国10岁以下低幼人群共计1.4亿，有2800万手机上网者，占比仅为20.1%；在2.41亿60岁以上银发人群中，手机网民有0.4亿，占比16.7%；我国有超过8亿人学历为初中以下，其中有3.78亿手机网民，占45.7%。

## ■ 年龄段两端用户增长迅速

- 中国手机网民增速从20-29年龄段高点，开始向两端拓展。银发人群和低幼人群在2017.1-2018.6一年半的时间内分别增长了27.6%、44.6%。在过去被忽视的细分市场，新型消费者正在涌现。

图35：四大人群将成为未来拓展方向

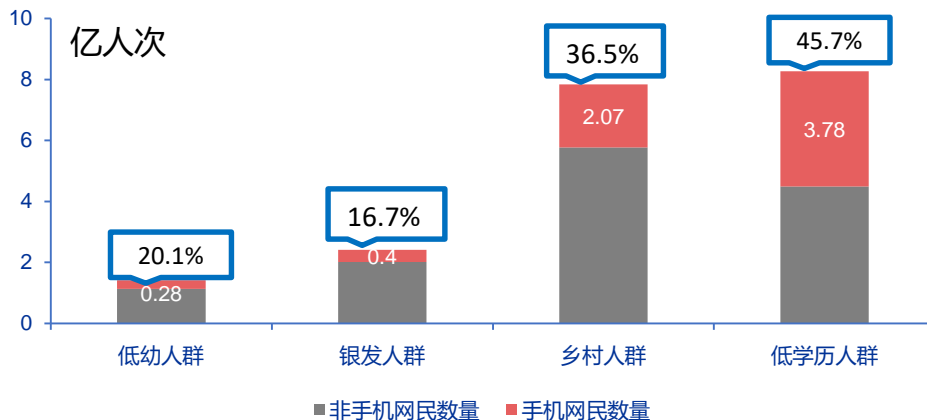
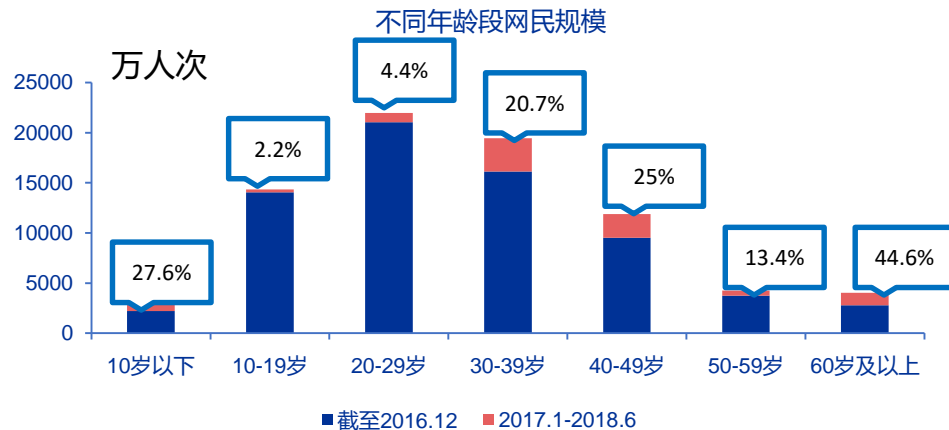


图36：网民规模增长向年龄两端迁移



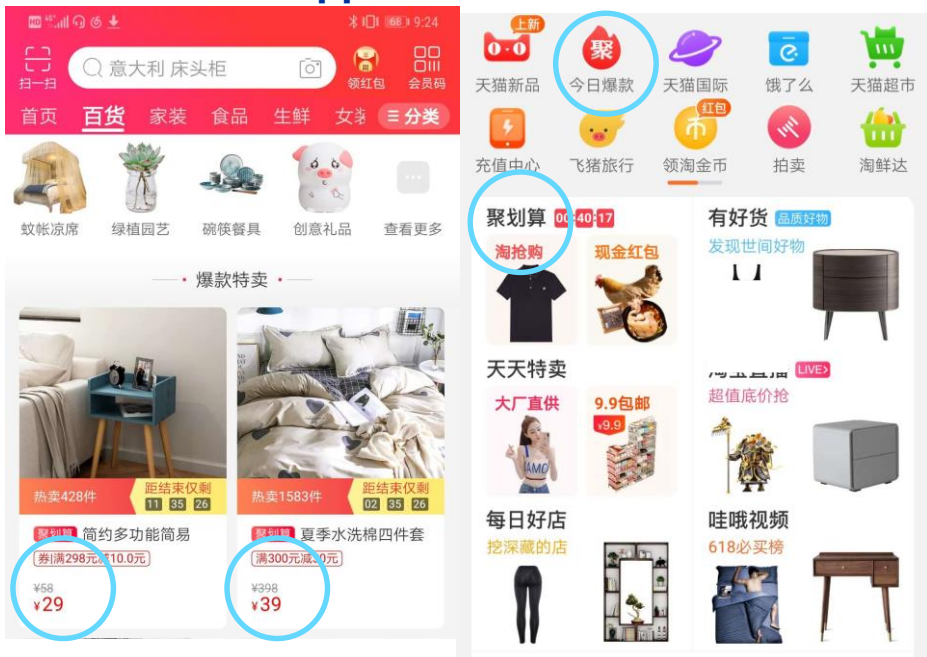
资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

### 3.5.1 案例：2019年618平台强化下沉市场布局

- **阿里：聚划算成为主引擎。**手机淘宝app主搜页面改版，聚划算商品打标突出显示，并强化活动价格的透出。阿里规划聚划算在天猫618期间为品牌商家带来超3亿新客，使得天猫618成为上半年更大规模的电商节。
- **京东：“疯狂66小时”活动向下渗透。**每天会陆续开启20个左右的城市，用户可通过京东APP定位在当地，为城市集赞平分红包。该活动覆盖国内360多个城市，主要是以三线以及三线以下城市。

图37：手淘app多个重要推荐位突出聚划算



资料来源：手机淘宝、申万宏源研究

图38：京东：“疯狂66小时”活动



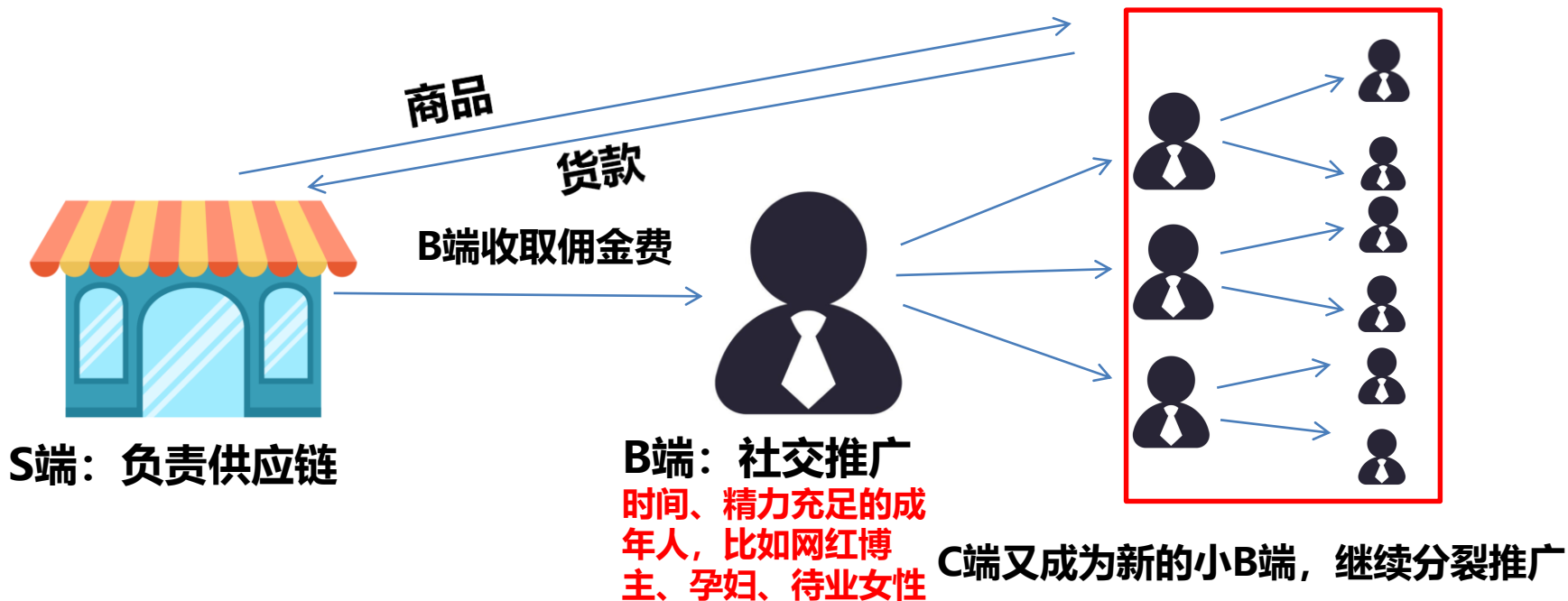
资料来源：企鹅智库、申万宏源研究

### 3.6 流量引入角度：加码社交电商布局

#### ■ B端赋能，S2B2C模式构成社交电商模型

- 传统电商：以电商平台为中心，连接商家（B端）和消费者（C端），商家需要通过平台向消费者推广产品，同时基础设施和供应链等由商家自行建立。
- 社交电商：去中心化的电商模式，以小商户（B端）为中心，通过社交推广，以社交信任背书，实现营销，S端（平台端）负责基础设施和供应链的建设。关键在于B端的拓展，从而实现大量引流，成本极低（只需要付出佣金费）。

图39：社交电商运行机制



## 3.6 流量引入角度：社交电商行业规模快速扩容

### ■ 具体来看，社交电商优势明显

- **商家获客渠道方面**，在传统电商平台中，平台通过浏览、点击等数量向商家支付费用，而社交电商主要通过用户之间相互传播；**获客成本营收占比方面**，传统电商为15%，社交电商只有3%；**净利率方面**，传统电商平均净利率为6%，社交电商则高达11%。

### ■ 2013-2017年复合增长率高达126.7%，社交电商行业规模将持续扩大

- 根据艾瑞咨询的数据，2018年社交电商商品成交总额为8984亿元，占零售电商比重为11.9%，预计2022年行业规模将扩大至27501亿元，占比也将上升至21.6%。**未来五年将保持高速增长，预计2018-2022年复合增长率为35.9%。**

图40：传统电商与社交电商对比

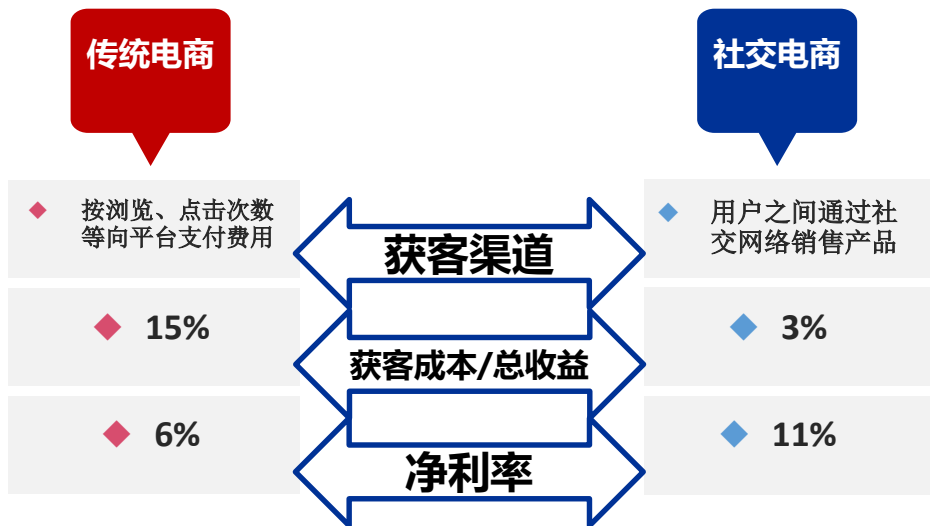
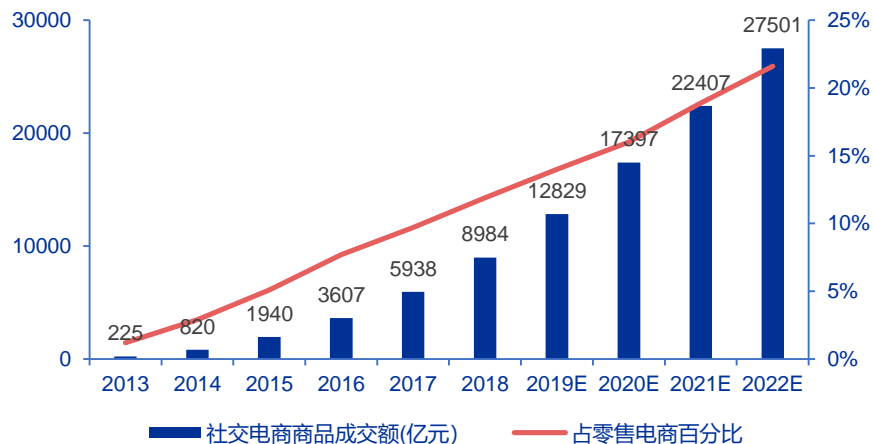


图41：社交电商规模高速增长



# 主要内容

---

1. 研究框架：电商平台的发展模型
2. 上半场：2018年电商平台的增长瓶颈
3. 下半场：回归零售本源，2019年电商平台再发力GMV增长
4. 投资建议与相关标的

## 4.1 投资建议与相关标的

### ■ 我们认为2019年电商发展的几大趋势值得关注：

- 转化率角度来看，推荐流量重要性提升，平台规模扩容将进一步依赖千人千面的推送精准性，拥有最领先技术储备的阿里有望引领电商市场规模的扩容。
- 电商品牌早期的“直通车大规模上量”引流方式发生改变，多标签、精细化成为产品引流的重要来源，连带推送则进一步考验品类丰富程度。SKU的规模、对细分需求的满足程度重要性提升，对平台趋势把握更好的品牌有望进一步脱颖而出。
- 获客角度来看，剩余市场的潜力发掘将是新增需求的重要来源，下沉市场有望贡献线上规模的重要增量。从2019年“618”的经营重点来看，平台将全力拓展下沉市场，我们强调重视高性价比大众品牌的投资机会。

### ■ 推荐标的方面，我们建议重点关注：

- A股标的方面，我们建议关注**南极电商**，公司是定位大众消费的线上品牌龙头，我们认为公司多品类、大SKU规模的前期积累有能力快速响应行业变化趋势，看好未来三年GMV增速领跑行业，19年PE仅19倍。
- 美股标的方面，我们建议关注：**1) 阿里巴巴**：活跃用户数保持良性增长、下沉市场拓展积极，伴随推荐流量加强投入，平台商家的ROI和GMV增长有望表现良好。**2) 拼多多**：平台留存12个月以上的用户年消费额已经较成熟，看好用户年均消费提升空间广阔。

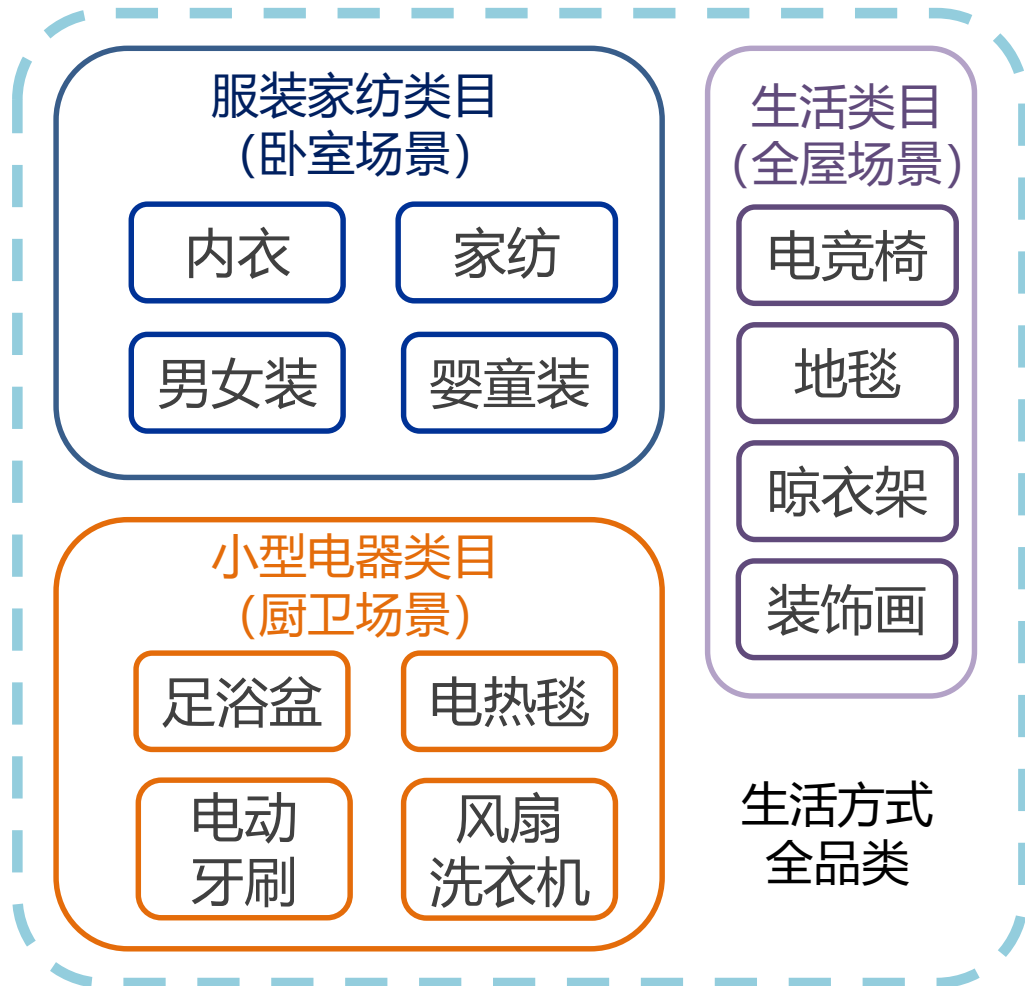
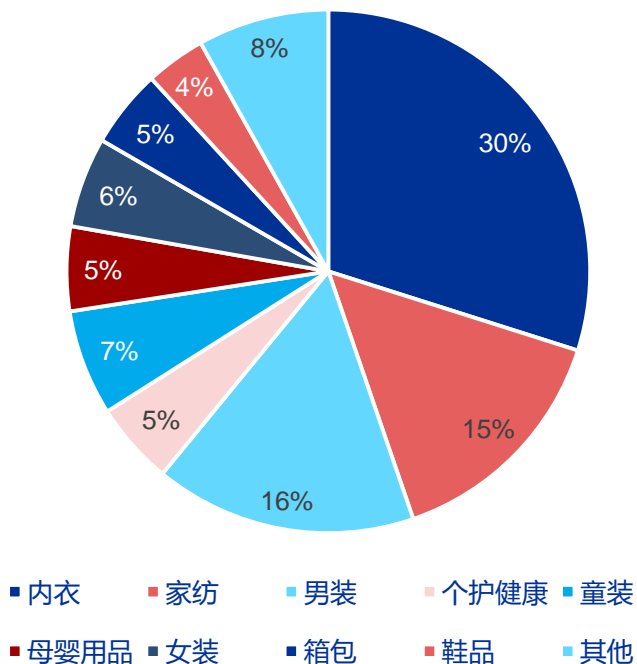


## 4.2 南极电商（002127）：全品类生活方式公司

- **大众消费生活方式公司**：定位生活方式公司，提供的产品从早先的卧室需求向全体生活品类发展，场景覆盖了厨房、餐厅等，不断拓展新的可消耗生活用品品类，面向大众消费。

图43：南极电商品类覆盖场景

图42：南极电商品类分布（2018年）



## 4.2 南极电商：公司有望快速响应19年平台规则变化

### ■ 头部规模、高转化率，搜索流量中公司马太效应不断强化：

- 2018年公司旗下品牌产生GMV205亿元，在阿里平台产生GMV146亿元，销售规模、访问规模、购买人次、产生的广告营销费用均位于平台内头部水平。
- 品牌主打高频消费、大量访问流量提供基础，复购行为提升了总体转化率，品牌转化率远高于行业平均水平。
- 转化率是平台GMV增长的重要驱动，搜索算法下高转化率品牌马太效应优势明显。

### ■ 多品类SKU规模领先、用户标签丰富，有望快速响应推荐流量趋势：

- 快速响应趋势变化，2019年重点打造大店战略，头部店铺SKU数量快速提升。
- 供应链资源丰富，品牌SKU全面满足各类需求，2019年积极整合。

图44：搜索流量下南极人品牌优势显著



图45：南极人品类丰富有望快速响应变化趋势

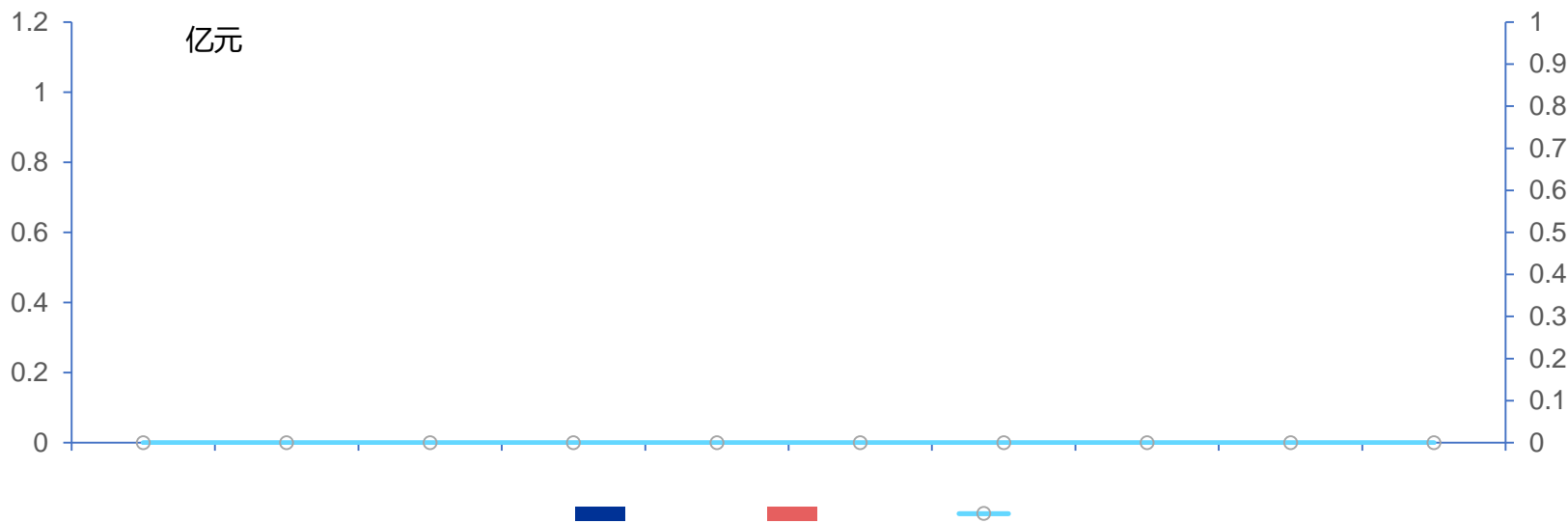




## 4.2 南极电商：看好未来三年GMV保持稳健增长

- **我们看好公司集中受益线上平台趋势变化。**未来三年天猫平台的交易规模有望翻一番，保持约26%的年复合增速。我们认为公司在线上市场具备优势护城河，有能力快速响应行业变化趋势，看好GMV增速领跑行业。
- **预计公司未来三年GMV保持中高速增长。**我们预计公司2018-2021年GMV复合增速有望达到44%，GMV规模增长至约612亿元。其中，优势品类内衣、家纺、男装贡献较大部分增量，新兴品类形成有力补充。

图46：南极电商2018-2021年各品类增长预测



注：2021年各品类GMV规模为申万宏源研究预测值。

## 4.2 南极电商：短期低估明显，三年看一倍以上空间

### ■ 站在3年的投资角度，我们预计：

- 未来三年GMV有望保持44%复合增速；
- 货币化率小幅下行；
- 2021年GMV规模达到612亿元，主业净利润规模19亿元。
- 考虑到品牌规模不断扩大，马太效应持续增强，给予2021年30倍估值，对应市值571亿元，对应0.9x P/GMV。
- 站在3年的投资角度，较当前价格有1倍以上空间。
- 我们维持盈利预测，预计19-21年EPS分别为 0.51/0.65/0.82元，19-21年对应PE分别为19/15/12倍，维持“买入”评级。

表2：公司盈利预测（亿元）

公司整体	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5	10	34	41	50	57
YOY	34%	89%	240%	22%	20%	15%
净利润	3	5	9	12	16	20
YOY	75%	77%	66%	40%	29%	26%
<b>南极电商本部业务</b>						
GMV	72	124	205	302	437	612
YOY	77%	72%	65%	47%	45%	40%
货币化率	6.5%	5.2%	4.6%	4.3%	4.0%	3.7%
Δ货币化率	-0.2%	-1.3%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
品牌综合服务收入	5	6	9	13	17	23
YOY	70%	37%	46%	39%	35%	30%
本部业务净利润	3.0	5.1	7.6	11	15	19
YOY		68.5%	49.1%	46%	33%	29%
<b>时间互联</b>						
营业收入	5	7	23	25	27	27
YOY	337%	28%	229%	10%	5%	0%

注：本表2019-2021年均均为申万宏源研究预测值。

## 4.3 阿里巴巴：让利商家，GMV有望进入新一轮扩容

### ■ 阿里不断完善生态圈

- 阿里以平台起家，流量是电商平台的核心。目前阿里已经发展了云计算、数媒及娱乐、创新及其他多个业务板块，客户管理服务业务仍然是主要的收入来源。

图47：阿里巴巴业务生态圈

核心商务	云计算	数媒及娱乐	创新及其他
<p>国内零售市场业务</p> <p><b>淘宝网</b> Taobao.com <b>天猫</b> Tmall.com</p> <p><b>聚划算</b> jhuasuan.com <b>农村淘宝</b> cun.taobao.com <b>天猫超市</b> chaoshi.tmall.com</p> <p><b>阿里妈妈</b> Alimama.com <b>国际</b> <b>天猫国际</b></p> <p>国际零售市场业务</p> <p><b>AliExpress</b> LAZADA Effortless Shopping</p> <p>国内市场批发业务</p> <p><b>阿里巴巴</b> Alibaba.com.cn</p> <p>国际市场批发业务</p> <p><b>Alibaba.com</b></p> <p>物流服务</p> <p><b>菜鸟</b> CAI NIAO 菜鸟</p> <p>本地生活服务</p> <p><b>口碑</b> koubei <b>饿了么</b></p>	<p><b>阿里云</b> aliyun.com</p>	<p><b>UC浏览器</b> UC Browser</p> <p><b>UC头条</b> 从兴趣 发现乐趣</p> <p><b>优酷</b> YOUKU <b>土豆</b></p> <p>· 这世界很酷 ·</p> <p><b>阿里体育</b> Alisports.com</p> <p><b>阿里音乐</b> Alibaba Music</p> <p><b>阿里游戏</b> Alibaba Games</p> <p><b>大麦</b> 去现场 为所爱</p>	<p><b>高德</b> AutoNavi</p> <p><b>YUNOS</b></p> <p><b>钉钉</b></p>
<p><b>主要参股、控股企业：阿里健康（控股）、阿里影业（控股）、蚂蚁金服（参股33%）</b></p>			

## 4.3 阿里巴巴：让利商家，GMV有望进入新一轮扩容

### ■ 活跃用户数回归良性增长

- 18Q3前拼多多新增年活跃买家数量增长长期位于阿里和京东之上；阿里2018年Q4新增年活跃用户重新实现了对拼多多的超越，19Q1新增用户稳健提升。

### ■ 主动降低变现要求，积极扶持商家竞争

- 阿里在2018Q3下调了收入预期，随后天猫GMV增速与营收差距进一步收窄，货币化率增速明显下滑。阿里放缓货币化率提升要求，再回GMV规模竞争。

图48：阿里活跃买家稳定增长

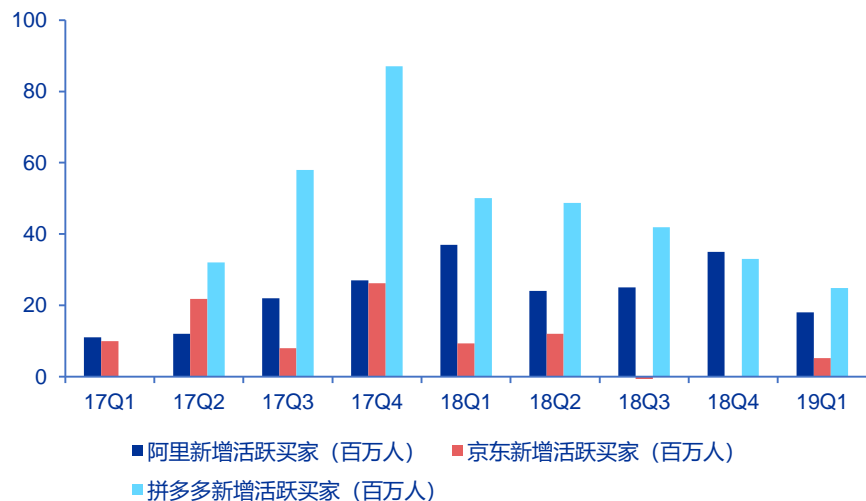
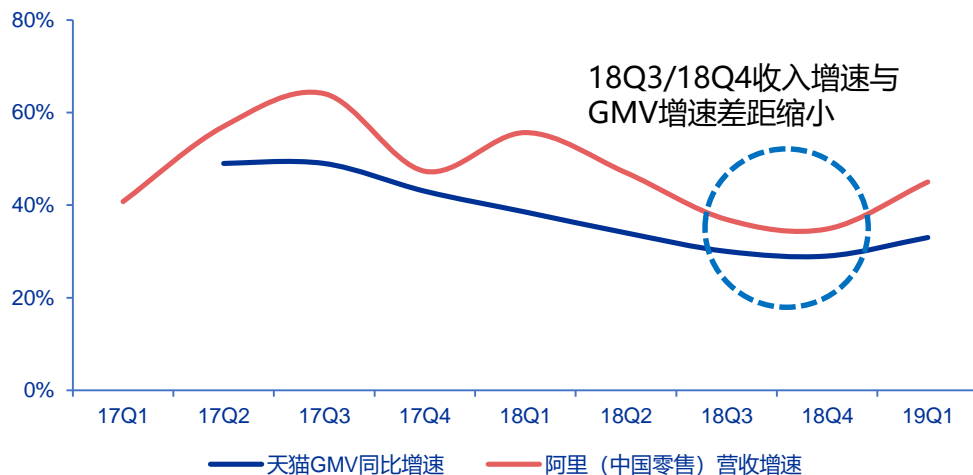


图49：货币化率增速放缓



## 4.3 阿里巴巴：让利商家，GMV有望进入新一轮扩容

### ■ 核心电商业务为主导，各板块多样化发展

- 核心电商仍占主导地位，占营业收入的80%以上。其他业务如数字娱乐、云计算等等则保持结构稳定，是公司未来业务的发展方向。

### ■ 核心业务是利润奶牛，SOTP目标价238美元

- 我们维持摊薄后的每股收益预期20财年为人民币47.3元，维持目标价238美元，股价仍有50.5%上升空间，维持“买入”评级。

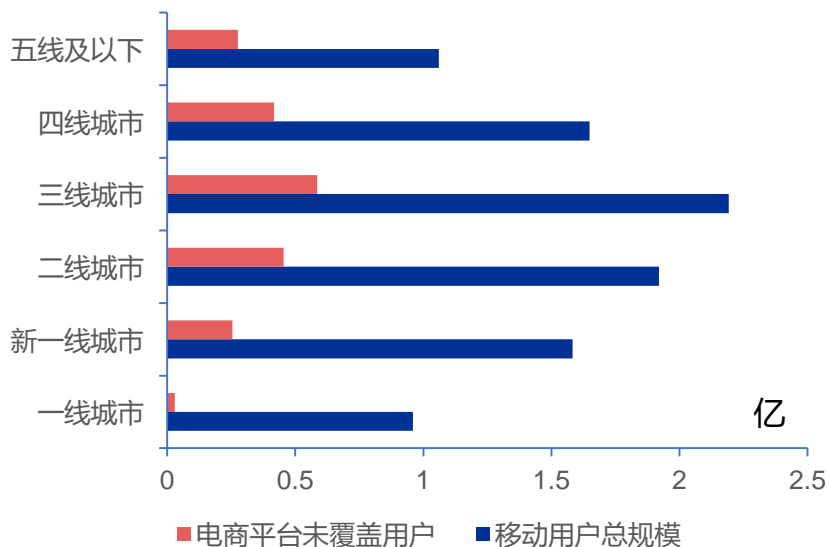
表3：阿里巴巴分部估值表

业务板块	分部估值	每股价格(US\$)
核心电商业务	20年20倍EV/EBITDA	174
云计算	2021年10倍PS并折现至18财年	25
媒体与娱乐	2021年10倍PS并折现至18财年	4
蚂蚁金服	按融资估值价格	19
创新业务	2020年2倍PS并折现至18财年	1
其他投资	加总合并	7
现金	现金-负债	8
合计		238

## 4.4 拼多多：基因独特，空间广阔

- **基因独特**：拼多多对低线城市用户进行网上购物和销售商品实现了成功引流，高频高折扣的拼团商业模式促成独特基因。平台在农产品品类形成独特壁垒，2018年PDD农产品订单金额已达653亿元人民币，占2018年总GMV的14%，成为中国最大的在线农产品销售渠道。
- **空间广阔**：公司2018年活跃用户达到4.2亿，我们认为长期来看空间约为6.3亿。

图50：全网移动用户未覆盖规模



资料来源：Questmobile, 申万宏源研究

图51：拼多多年活用户增长情况



资料来源：公司公告, 申万宏源研究

表4：拼多多长期用户渗透空间预测

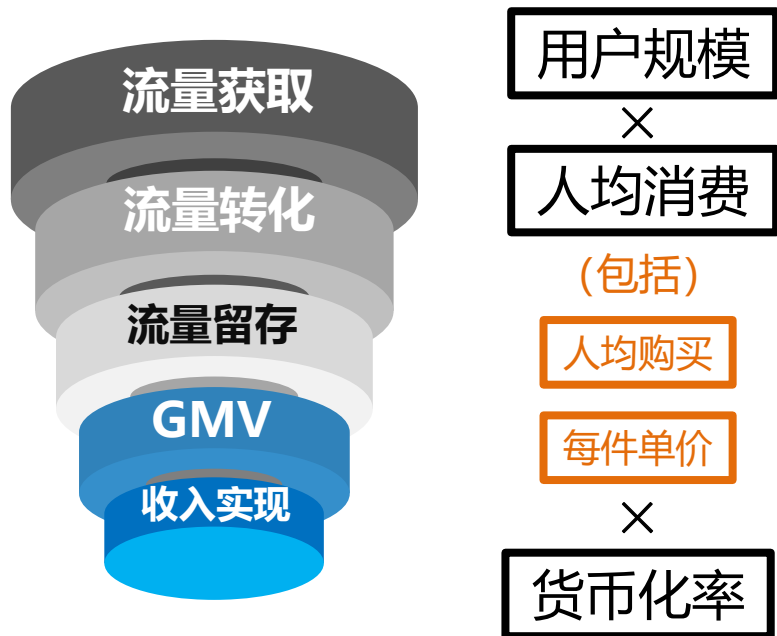
城市	移动用户 (百万)	渗透率假设	潜在用户 (百万)
一线城市	73.6	20%	15
二线城市	222.9	60%	134
三线及以下城市	533.5	90%	480
合计			629

资料来源：Questmobile, 申万宏源研究 43

## 4.4 拼多多：短期看购买频次，长期看单价提升

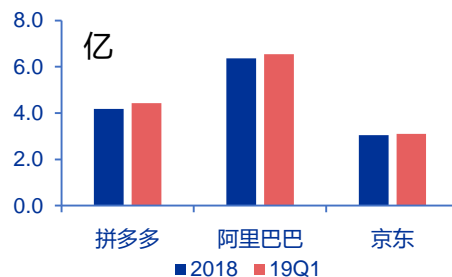
- 按照之前所述研究框架，我们将拼多多收入按照活跃用户规模、活跃用户人均购买次数、单件价格、货币化率进行拆分。拼多多货币化率提升空间相对有限，GMV是收入增长的主要驱动因素。
- 短期来看，平台购买次数具备较大提升空间，长期来看单件价格有较大红利。

图52：拼多多收入拆分框架



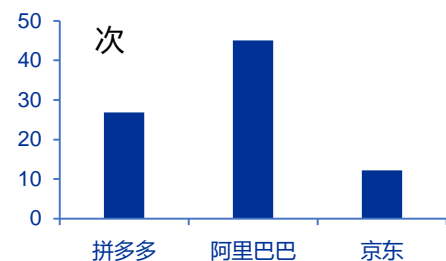
资料来源：申万宏源研究

图53：电商平台用户规模对比情况



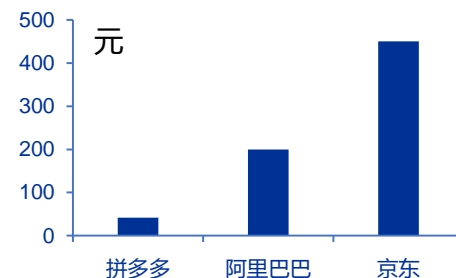
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图55：电商平台活跃用户人均购买次数



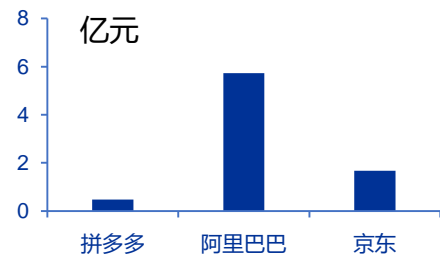
资料来源：公司公告、申万宏源研究

图54：电商平台2018年每件单价对比



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图56：电商平台2018年GMV规模



资料来源：公司公告、申万宏源研究



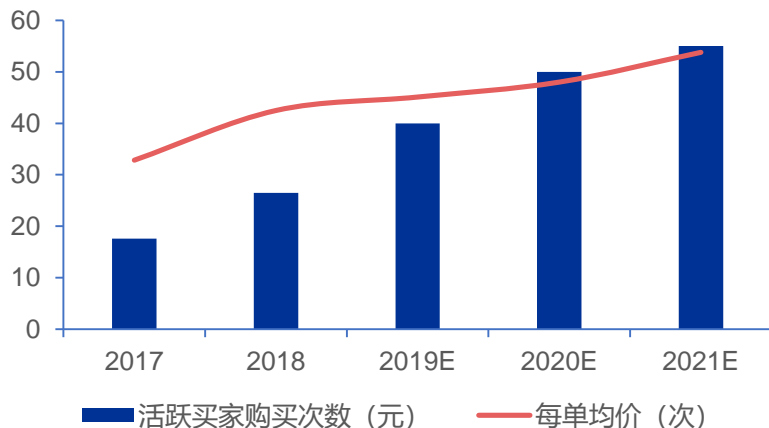
## 4.4 拼多多：短期看购买频次，长期看单价提升

- **活跃用户购买频次：**拼多多平台12个月以上的老用户的平均支出与其他平台类似，18年平均购买频次在客单价较低的情况下仍低于阿里，我们预计短期内有持续提升的空间。
- **客单价：**公司的C2M和品牌合作战略有望长期推动件单价的提升，但短期仍待验证。**1) C2M：**使制造商（尤其是小型企业）直面消费者。公司目标到2019年底完成与100-200家C2M制造商合作，到2020年实现1000家C2M制造商合作。**2) 品牌化。**目前约800多个品牌入驻拼多多，而天猫的品牌数超过10万个。
- **预计未来三年GMV复合增速51%。**我们预计2021年公司GMV规模有望达到1.6万亿元。

图57：拼多多收入拆分框架

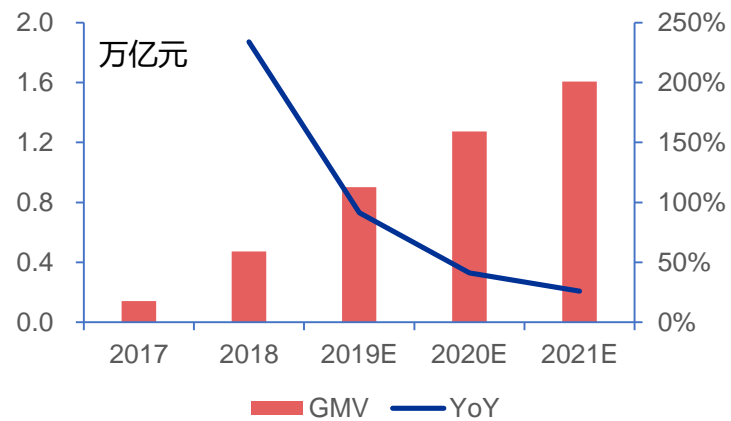


图58：拼多多单用户GMV提升驱动力



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图59：预计拼多多GMV复合增速51%



资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

## 4.4 拼多多：短期内销售费用仍高居不下

- **销售及营销费用：**2018年拼多多销售及营销费用达营收的102%，侵蚀了所有收入。
- **短期内仍需持续投入：**2016Q3起，阿里移动端月度活跃用户就开始超过了年度活跃买家，且差距不断拉大，阿里在实现引流的同时也保留了较高的留存率，这才使得月度活跃用户始终超过年度活跃卖家,相对来看拼多多仍在用户“快速引入、高流失、低留存”阶段。
- 我们预计长期而言拼多多的Ebitda利润率将逐步攀升，接近阿里巴巴超过60%的水平。
- 我们预测调整后EP ADS在19-21年为人民币-3.96/0.09 (转为正值)/4.31元，维持目标价格32美元，较当前价格有56%的上涨空间，维持“买入”评级。

图60：阿里月活持续大于年活

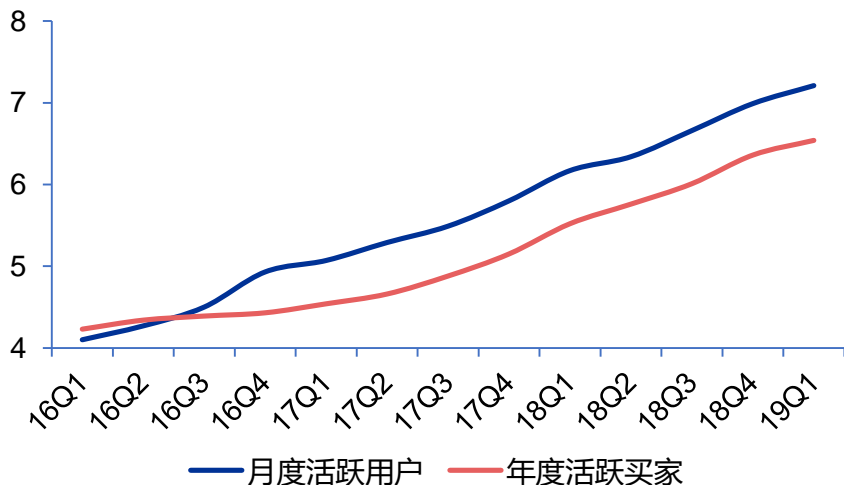
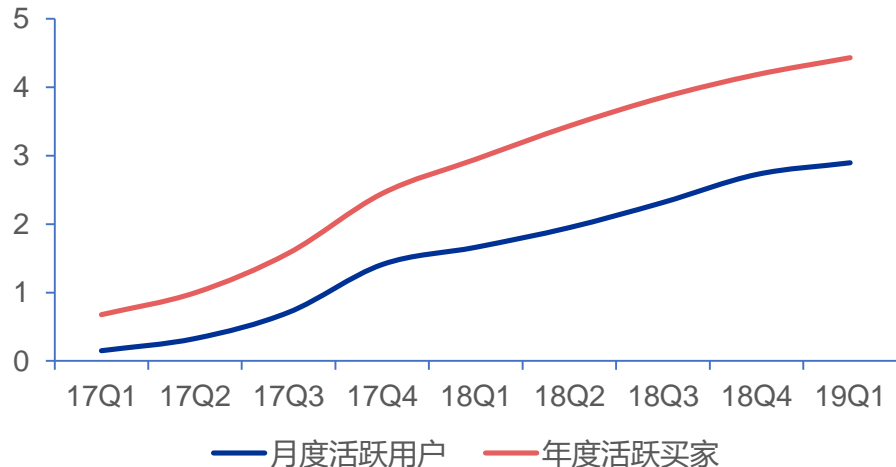


图61：拼多多年活持续小于月活



## 4.5 电商行业相关重点公司估值表

- 我国国内电商行业重点相关公司包括：
- 美股的电商平台企业阿里巴巴、京东、拼多多；
- A股纺织服装领域电商企业、及电商渠道占比较高的南极电商、森马服饰、水星家纺、太平鸟。

表5：行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2019/6/17		PB	申万预测EPS (元)				PE		
			收盘价 (美元)	总市值 (亿美元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
BABA	阿里巴巴	买入	159.91	4137	5.6	38.4	47.3	61.7	74.3	23	18	15
JD	京东	增持	27.33	396	4.0	2.4	4.6	8.6	12.0	41	22	16
PDD	拼多多	买入	20.59	229	6.2	-4.6	-4	0.1	4.3	-	1421	33
证券代码	证券简称	投资评级	2019/6/17		PB	申万预测EPS (元)				PE		
			收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002127.SZ	南极电商	买入	9.71	238	6.4	0.36	0.51	0.65	0.82	19	15	12
002563.SZ	森马服饰	买入	9.93	268	2.4	0.63	0.7	0.84	0.98	14	12	10
603365.SH	水星家纺	增持	18.6	50	2.3	1.07	1.25	1.46	1.71	15	13	11
603877.SH	太平鸟	增持	15.18	73	2.1	1.19	1.44	1.65	1.87	11	9	8

注：阿里巴巴（BABA）的财务年度与日历年度有所不同，本表中与阿里巴巴有关的年度中，2018A为“FY2019”、2019-2021为“FY2020-2022”。

本表中人民币兑美元汇率按照6.9计算。

## 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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	<a href="mailto:chenxuehong@swhysc.com">chenxuehong@swhysc.com</a>
华北	李丹	010-66500631	13681212498	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	<a href="mailto:huxinwen@swhysc.com">huxinwen@swhysc.com</a>

## 投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (outperform)：相对强于市场表现5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；

减持 (underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

### 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。申银万国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：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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，本公司并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或向人作出邀请。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。

# 简单金融 · 成就梦想

## A Virtue of Simple Finance

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)

王立平  
wanglp@swsresearch.com  
黄倩  
huangqian@swsresearch.com  
陈泽人  
chenzr@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号