电商产业链梳理　未来增长天花板在哪里?

今天，我们研究的产业链，是我国发展极为迅猛的一个行业，在全球范围内属于绝对的领先。并且，今年的卫生事件，还加速了线上渗透率的快速提升。我们先来看一下代表公司的画风：



图：巨头 A 走势图

来源：Wind



图：巨头 B 走势图

来源：Wind



图：龙头 C 走势图

来源：Wind

其中，龙头公司 A，2019 年收入增速 35.26%，净利润增速 70.03%；

龙头公司 B，2020 年一季度收入增速 20.75%，净利润增速-85.34%；

龙头公司 C，2020 年一季度收入增速为 90.41%，净利润增速 24.90%，且其股价自 2020 年 3 月的 5.99 低点，涨到近期 22.59 高点，3 个多月时间，其涨幅高达 277%。

上述几家代表公司，分别是**阿里巴巴、京东、Farfetch（英国奢侈品电商，美股上市）**，这条产业链，就是：电商平台。

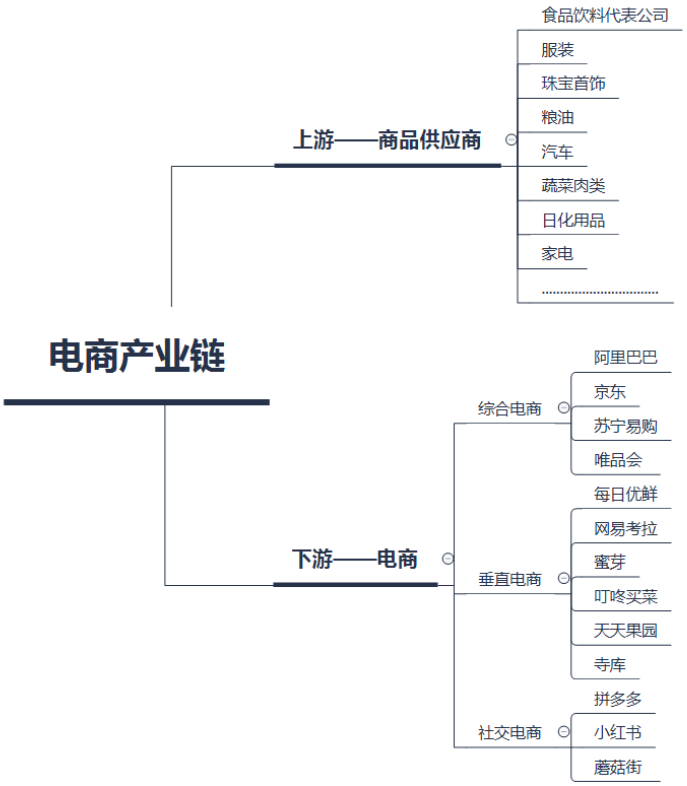
在卫生事件之后，非常有趣的一个现象是，奢侈品电商平台受到较为广泛的关注。一是英国奢侈品电商平台 Farfetch 暴涨，二是趣店大举入股国内奢侈品电商寺库。

所以，对于电商平台这条产业链，眼下我们需要解决的几个核心问题：

一是，电商行业的长期增长逻辑，到底看什么？未来增长的天花板在哪？

二是，目前电商平台的竞争格局如何？各大龙头公司，重点看什么核心指标？

(壹)



图：产业链

来源：塔坚研究

电商这条产业链，属于典型的漏斗式架构，上游是产品或服务的供应商。比如，宏观数据统计中，社零板块旗下的每一个子科目，都有产品可通过电商平台进

行交易。由于上游覆盖的领域较多，本次的研究报告我们重点在于**电商平台**。作为平台，它的商业模式，按照收入结构来划分，主要有两种：

一种，作为平台方赚取服务费和交易佣金，代表公司有**阿里巴巴、拼多多**，毛利率在 45%到 80%之间，净利率在 28%左右。

一种，作为自营平台方，线上兜售的产品主要为平台方采购后二次销售，赚取销售差价，代表公司有**京东、唯品会**，毛利率在 15%到 22%之间，净利率在 2%-4%之间。

因此，从财务数据上来看，赚取服务费和交易佣金的平台电商，可获得更高的毛利率和净利率。而赚取商品差价的电商，生意本质上和零售超市（永辉超市毛利率 21%，净利率 1.7%）接近，因此毛利率和净利率水平也近似。

（贰）

电商平台，无论是上述哪一种方式，其对应的都是整个消费品行业规模，因此与电商平台相关的宏观指标，就是代表销售额的**社零总额**、代表消费购买力的**人均可支配收入**。

电商这个行业的规模，如果用公式来表达，则可以表示为：

电商行业规模增速=社零总额增速*线上渗透率增速*货币转化率增速；

其中，社零总额*线上渗透率，代表整个消费品行业中，有多少商品可放到线上来交易。

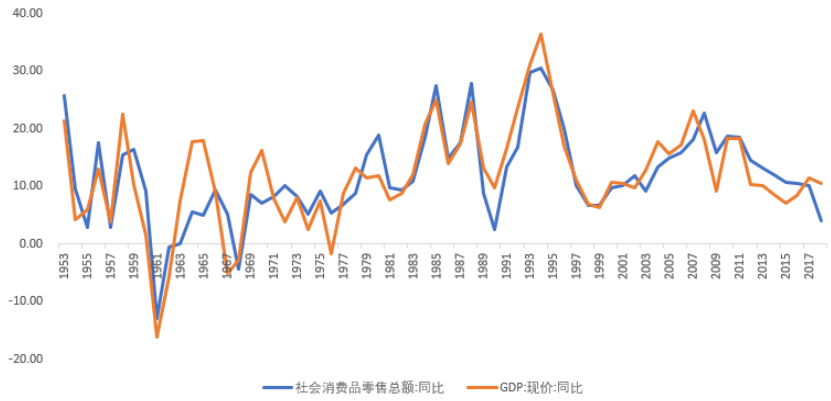
而货币转化率，则是用来描绘电商这个行业的客单价，它代表电商平台交易额（GMV）有多少比例可转换为平台收益，即佣金率。

好，既然电商行业规模可拆分为上述三个驱动因子，那么，接下来，我们就逐一分析这三个因子情况。

(叁)

先来看社会零售总额的情况。

社零的增长驱动，重点看一个国家的基本盘，也就是 GDP 和人均可支配收入情况。根据可查询数据来看，1953 年到 2019 年，我国社零总额同比增速与 GDP 增速，二者之间的相关性系数为 0.83%。



图：社零增速 VSGDP 增速

来源：Wind、塔坚研究

自 2010 年开始，我国的 GDP 增速从 19%下滑到 2019 年的 7.79%水平，经历过 GDP 的高速增长后，未来我国的 GDP 将步入缓慢增长水平。这样的经济规律在发达国家也较为常见。

比如，当美国人均 GDP 突破一万美元后，其 GDP 现价增速从 20%快速下跌到 5%，随后年均 GDP 增速在 2%到 5%之间波动；

当韩国人均 GDP 突破 1 万美元后，其 GDP 现价增速从 20%下滑到 5%，后续年均 GDP 增速维持在 1%到 5%水平。

当日本人均 GDP 突破 1 万美元后,其 GDP 现价增速从 16%一路下滑到 1%。

通过发达国家的经验可以发现，当人均 GDP 突破一个数值后，经济发展就会从高速增长阶段，换挡到稳步增长，这一点也和一家企业的成长周期接近，类似成长期像成熟期过度。

根据国际货币基金组织（IMF）预测，2020 年到 2024 年，我国的 GDP 实际增长率分别为 0.96%、8.20%、5.70%、5.60%、5.50%，逐年下降且增速趋向于 5%。

此处，我们暂且预测社零增速与 GDP 增速保持一致，未来 5 年我国的 GDP 增速参考 IMF 预测的结果，后续每年 GDP 增速下降 0.1 个百分点。

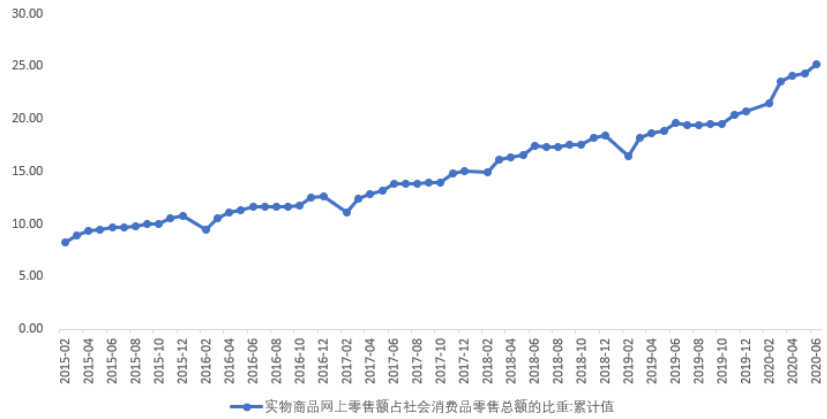
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
社零增速（瞄准GDP增速）	0.96%	8.20%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%	5.00%

图：预测社零增速

来源：塔坚研究

（肆）

接着，我们来看线上渗透率情况。整体来看，我们用实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重，来代替电商渗透率数据：



图：电商渗透率

来源：Wind、塔坚研究

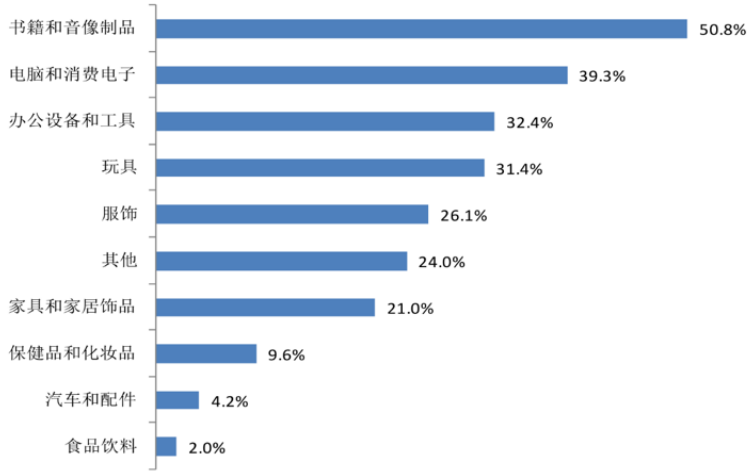
从数据上来看，我国的电商渗透率，从 2015 年的 8.3%水平，提高到 2020 年 6 月的 25.2%水平。尤其是在今年上半年，由于受到卫生事件的驱动影响，出门购物受阻，反向加速提升线上的渗透率。从月频的数据上来看，2020 年 2 月到 2020 年 6 月，电商渗透率提升了 5 个百分点。

我们再将网上细分品类的渗透率情况拆开来看：

电商渗透率	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3C	29.2%	36.4%	40.6%	42.9%	44.8%	45.8%
家电	30.5%	33.9%	36.4%	37.2%	39.2%	44.1%
服装鞋履	12.3%	18.1%	23.3%	27.7%	31.1%	34.3%
美妆日化	16.1%	19.0%	21.6%	24.4%	27.4%	-
酒	2.7%	4.4%	5.9%	7.6%	10.4%	-
包装食品	3.5%	5.0%	6.3%	7.9%	9.3%	10.5%
珠宝首饰	3.5%	4.9%	5.7%	6.6%	7.6%	-
软饮料	1.5%	1.9%	2.3%	2.8%	3.3%	3.7%

图：细分品类渗透率情况　来源：方正证券

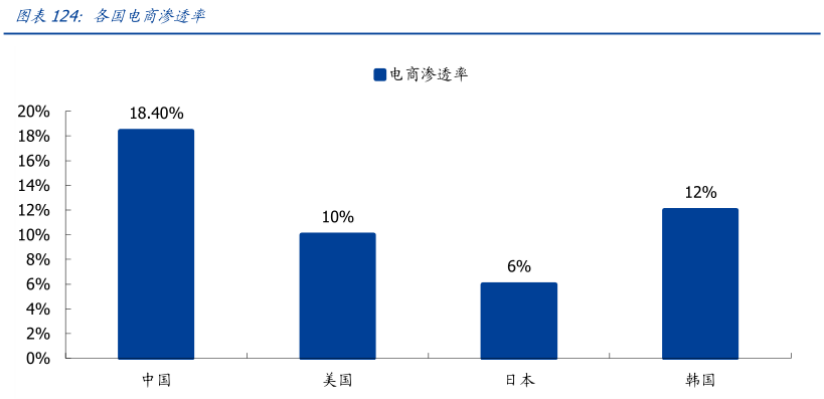
由于细分品类的数据还未更新，但根据以往的数据来看，3C、家电、服装鞋履这三大品类的电商渗透率高于整体水平。



图：美国细分品类电商渗透率

来源：Emarkerter

如果将我国电商行业细分品类的渗透率情况，与美国相比对，可以发现，几乎每一个品类我国的电商渗透率水平都高于美国。这一点，与人口稠密程度，快递价格、以及人力成本等因素相挂钩。在这方面，我国有比较明显的优势。



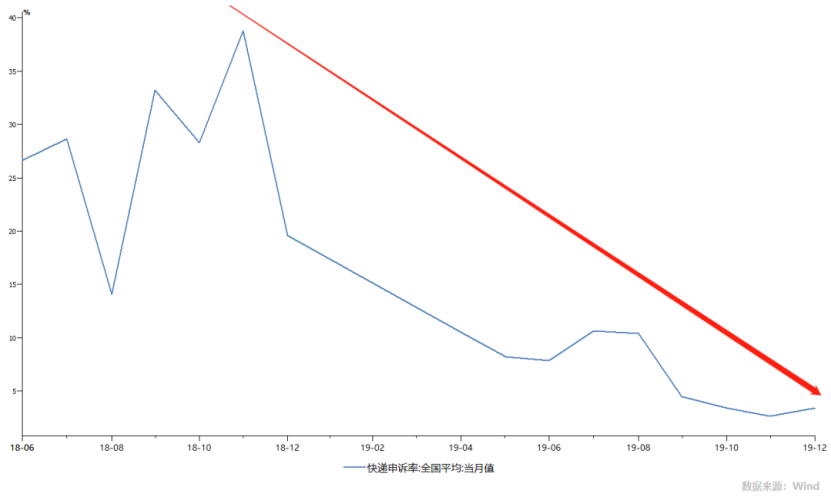
图：各国电商渗透率　　来源：国盛证券

根据国盛证券统计，目前我国整体电商渗透率已经处于全球领先水平，且新的数据为 25.20%，已经远高于上述 2018 年年底 18.40%水平。那么，作为全球领先的中国电商，其未来渗透率会如何发展？我们从需求端和供给端两方面来看：

需求端——看产品标准化程度和便捷度：

我们来看电商渗透率较高的品类主要是家电、电子行业，这些赛道的共同点是标准化程度高，理论上看，标准化程度较高的产品，电商的渗透率大概率能够向 3C 类的渗透率对标。

并且，从快递申诉率的数据上来，近年来快递被投诉的情况明显减少，说其在效率、准确度上有大幅提升，为网上购物提供了较强的便捷感。

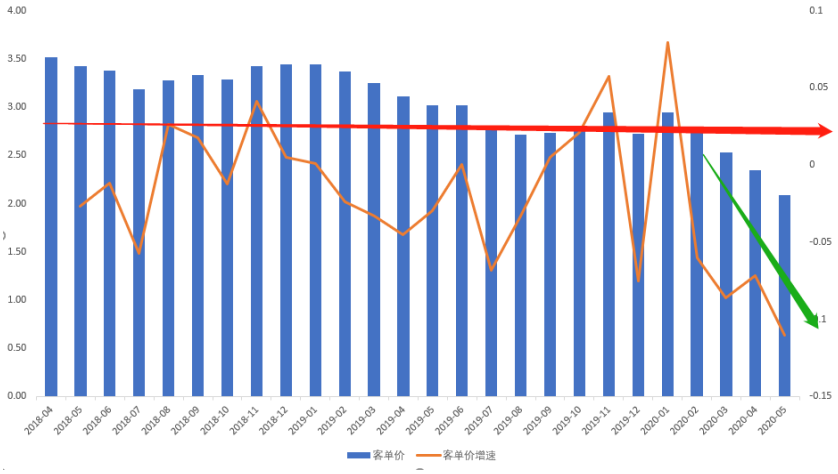


图：快递申诉率

来源：Wind

供给端——看快递费用。

电商渗透率能否持续提升的一个重要变量在于供给侧的成本，尤其是快递成本。我们以中端快递，即四通一达中的一家——圆通快递为例，来看快递费用的变化。观察圆通月频披露的快递业务量和快递服务收入，可以通过快递服务收入/快递业务量，这个指标来看，单个快递客单价如何波动：



图：快递客单价增速情况 （圆通速递）

来源：Wind、塔坚研究

注意，快递客单价增速，目前仍处于负增长中，并且还在快速下降，随着快递成本的下降，从消费者的角度，电商相对于传统线下渠道具备成本优势。

综上，我们从供给和需求两方面都能得出电商渗透率还会提升的结论，但至于提升到什么水平，其实仍然需要长期跟踪，因为目前没有海外成熟数据可供借鉴。

此处，我们预测我国电商渗透率，2020 年维持较新的数据 25.20%水平（卫生事件影响），后续未来 10 年，整个电商渗透率水平可以达到目前细分排名第三的服装鞋履的 34.3%水平。

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
社零增速（脑准GDP增速）	0.96%	8.20%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%	5.00%
电商渗透率	25.20%	26.21%	27.22%	28.23%	29.24%	30.26%	31.27%	32.28%	33.29%	34.30%
电商渗透率增速	21.74%	4.01%	3.86%	3.71%	3.58%	3.46%	3.34%	3.23%	3.13%	3.04%

图：电商渗透率增速预测

来源：塔坚研究

（伍）

接下来， 关于电商行业的情况，我们重点来研究货币化率。货币化率，一般作为电商平台流量变现能力的核心指标。

这里的货币化率，主要包含两部分：一是平台帮助商家做营销推广，收取广告费，一是针对平台上的不同商品，收取佣金，比如服饰箱包类产品的佣金率大概在 5%左右，3C 数码等产品的佣金率为 2%，家电板块的佣金率在 2%-5%之间。

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
阿里巴巴	2.50%	2.55%	2.44%	2.59%	3.03%	3.34%	3.62%	4.30%
京东					4.19%	4.17%	3.93%	
拼多多						1.17%	2.84%	3.00%
ebay								11%-13%
亚马逊								13%-15%
Farfetch					30.89%	32.53%	34.73%	36%

图：货币化率

来源：塔坚研究

通过梳理，比较有意思的是，虽然我国电商的 GMV 领先，但海外电商平台的货币化率远高于我国水平，那么，为什么会出现这种现象？

一是，海外线下商家往线上走时，能够承担的额外成本更高。

从根源上来看，电商平台，其实就是把线下卖场搬到线上，相比于线下开店来说，线上平台省去了场地费、人员工资等费用率科目的支出，因此电商平台对其的收费（货币化率），其实就是弥补这部分费用率。

而海外线下零售公司，员工成本较高（美国薪资水平为我国的 5 倍），比如，梅西百货、科尔士百货这些线下商贸公司，其毛利率在 40%以上，但净利率只有 4%，原因在于工资等费用率高达 30%以上。

因此，其天然能够接受更高的电商平台抽成。

二是，高额的快递成本使得海外电商平台门槛较高，优质平台更加稀缺，需要支付一定溢价。

UPS 和 Fedex 主要负责给亚马逊平台配送一些大件、客单价高的产品，而 USPS 在负责一般普通商品。其中，USPS 每单的收费标准是 6.95 美元，而京东的运费是 6 元人民币。由此可见，美国的运费标准远高于国内水平。这一点，抑制了美国电商平台渗透率的提升，同时也会调高平台费的货币化率（包含运费）。

快递公司	送达时间	收费标准（起）
UPS	次工作日早上 8:30/9/9:30 之前	$59.37
	次工作日早上 10:00~12:00	$29.37
	次工作日结束之前	$27.21
	第二个工作日 10/12 点之前	$20.29
	第二个工作日结束之前	$18.57
	第三个工作日结束之前	$11.69
	1-5 个工作日	$9.90
FedEx	次工作日早上 8:30/8:30 之前	$59.18
	次工作日早上 10:30 之前	$29.18
	次工作日下午 3 点之前	$27.18
	第二个工作日 10:30 之前	$19.71
	第二个工作日 16:30 之前	$18.22
	第三个工作日 16:30 之前	$16.07
	1-5 个工作日	$7.85
USPS 普通用户	1-3 个工作日	$25.60
	2-3 个工作日	$7.35
	5-7 个工作日	$7.35
USPS 商业用户	1-3 个工作日	$22.74
	2-3 个工作日	$6.95
	5-7 个工作日	$6.85
京东	当日或次日	￥6
苏宁	当日或次日	￥5
顺丰	次日	￥12

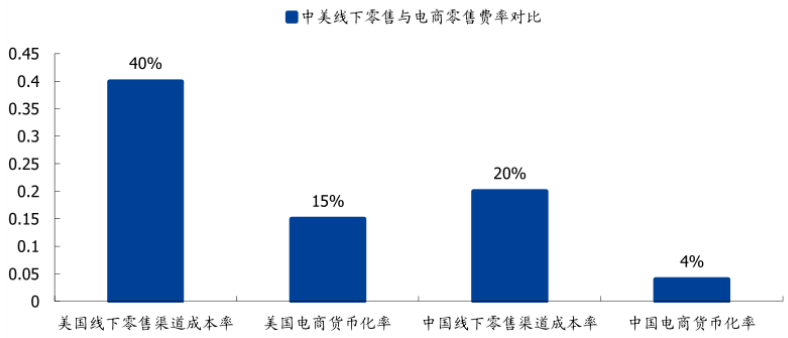
图：中美快递业代表公司收费标准

来源：方正证券

所以，亚马逊、ebay 等综合电商平台对用户收取 11%-15%的佣金率，其实对于海外开店的商家来说，并不是不能接受，因为，并没有击穿成本线，但国内，显然是不一样的情况。

不论在用人成本，还是在快递费用方面，国情其实非常不同，因此，对标美国的货币化率对我国的参考意义不大

图表 121：中美线下零售与电商零售成本对比



图：中美线下零售与电商零售费用率对比

来源：国盛证券

我们以线下商场的销售费用中员工工资（电商平台省去线下大部分销售人员的员工成本）来观察，上市的线下商超龙头为永辉超市，基本上可以代表一线的成本控制水平。根据永辉超市 2019 年年报，其销售人员工资占总收入的比例为 6.6%。因此，如果我国电商货币化率超过 6.6%，其实对于线下平台来说，就没有更大的成本优势了。

因此，我们将 6.60%作为我国电商平台货币化率的上限，未来 10 年，逐步提升到线下员工工资占比水平，如果高于这个数据，则线上店铺对于商家来说没有成本优势。

目前来看，近年来我国的货币化率水平维持在 3%-4%之间，其中阿里巴巴近年来货币化率逐步提升，主要在于扩展了高佣金率商品。但整体来看，国内几大互联网电商，货币化率水平相差不大。

考虑到货币化率，后续，具体电商平台的货币化率情况，则需要重点看品类，后续我们会进行详细对比。

我们按照趋谨慎的假设，测算出的增速情况，电商行业未来 5 年的增速，大概在 9%到 15%之间。

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
社零增速（瞄准GDP增速）	*0.96%*	*8.20%*	*5.70%*	*5.60%*	*5.50%*	*5.40%*	*5.30%*	*5.20%*	*5.10%*	*5.00%*
电商渗透率	25.20%	26.21%	27.22%	28.23%	29.24%	30.26%	31.27%	32.28%	33.29%	34.30%
电商渗透率增速	*21.74%*	*4.01%*	*3.86%*	*3.71%*	*3.58%*	*3.46%*	*3.34%*	*3.23%*	*3.13%*	*3.04%*
货币化率（乐观）	4.00%	4.29%	4.58%	4.87%	5.16%	5.44%	5.73%	6.02%	6.31%	6.60%
货币化率（保守）	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
货币化率增速（乐观）	*2.04%*	*7.22%*	*6.74%*	*6.31%*	*5.94%*	*5.60%*	*5.31%*	*5.04%*	*4.80%*	*4.58%*
货币化率增速（保守）	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*
电商行业增速（乐观）	25.42%	20.67%	17.17%	16.43%	15.77%	15.15%	14.59%	14.07%	13.59%	13.14%
电商行业增速（保守）	22.91%	12.54%	9.78%	9.52%	9.28%	9.04%	8.82%	8.60%	8.39%	8.19%

图：电商行业增速水平

来源：塔坚研究

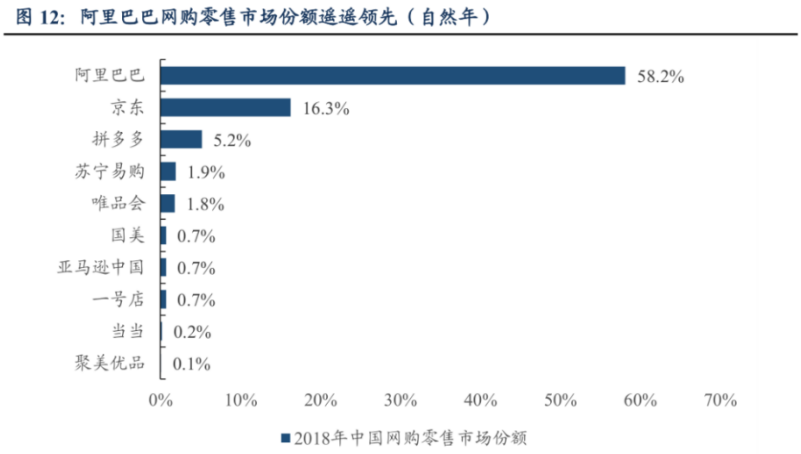
关于电商平台货币化率的预测，到这里结束了，但是关于货币化率的研究，给了我们一个深入的思考点，货币化率这个驱动力，本质上是对于所有 to C 公司销售费用这个科目的结构升级。

某个细分领域电商平台的货币化率极限，基本上就是上游供应商的销售人员工资占收入比重，比如，Booking 的货币化率为 20%，对应首旅酒店的销售人员工资占比为 16.68%，美团货币化率为 12.60%，对应九毛九职工薪酬占比为 25.94%。

沿着这个思路，那么还有什么 to C 的行业，其产品的销售费用率极高，产品的收入驱动在于销售人员的推销能力？答案：奢侈品、化妆品、保健品、理财产品……

因此，这几个领域与电商相关的细分产业，后续我们会重点关注，接下来，我们重点来看行业内的竞争格局，这个行业中，自下而上寻找标的的逻辑是什么。

（陆）



图：中国电商竞争格局

来源：中国产业信息网

从电商的竞争格局来看，前三位分别是阿里巴巴、京东和拼多多，CR3 为 79.7%，美国电商 CR3 为 48.2%。从竞争格局的角度来看，我国电商行业头部公司较为集中，而其中的阿里又具有绝对优势。那么，这个行业既然头部公司已经十分明显了，那未来关注什么呢？

答案：货币化率的变化。按照平台上商品属性，细分赛道的货币化率存在显著的差异，货币化率的变化，是中长期电商平台增速差异的主要原因。我们来看几家重点公司的货币化率，也就明白阿里作为电商领域的龙头，到底强在哪里。

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
阿里巴巴	2.50%	2.55%	2.44%	2.59%	3.03%	3.34%	3.62%	4.30%
京东					4.19%	4.17%	3.93%	
拼多多						1.17%	2.84%	3.00%
ebay								11%-13%
亚马逊								13%-15%
Farfetch					30.89%	32.53%	34.73%	36%

图：货币化率

来源：官网、塔坚研究

同时，我们此前提及到的细分电商领域，奢侈品电商，货币化率其实非常高，我们以两家奢侈品电商 Farfetch（京东入股），寺库（国内奢侈品电商龙头，趣店入股），和阿里进行对比，数据如下：

	2016	2017	2018	2019
Farfetch	30.89%	32.53%	34.73%	36%
寺库		15.22%	15.76%	21.40%
阿里巴巴	3.03%	3.34%	3.62%	4.30%
京东	4.19%	4.17%	3.93%	

图：代表公司货币化率水平

来源：塔坚研究

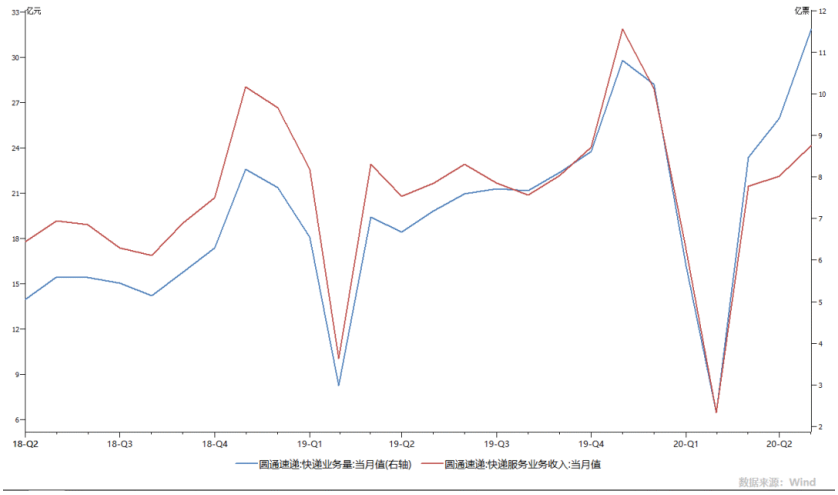
从货币化率这个指标可以看出，作为细分市场的奢侈品电商，其流量的变现能力更强。

总结一下：电商平台货币化率提升，看的是场景开拓，重点场景的特征，我们在上述总结过，即，传统销售人员工资较高的场景。

(柒)

梳理到这里，我们已经明确电商行业中长期的增长逻辑，接着来看一组行业内的高频跟踪数据。

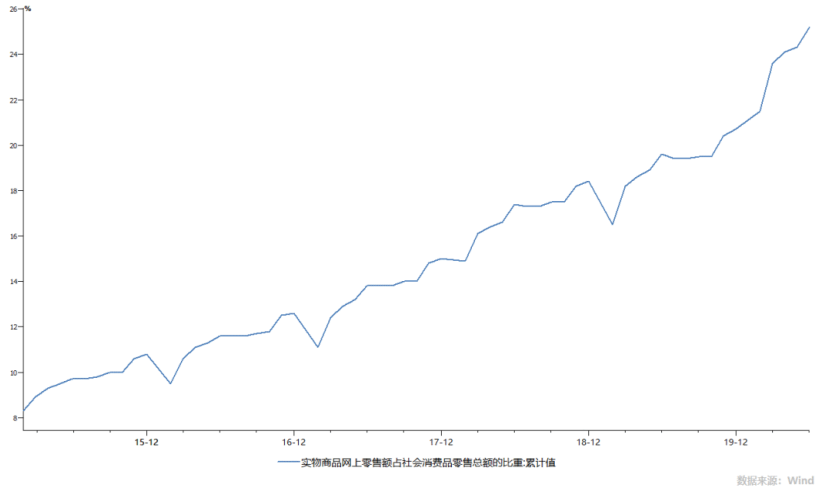
一、圆通速递，快递服务收入和快递业务量数据（月频），二者相除，可以观察快递客单价的波动情况，快递降价，有助于电商线上渗透率的提升。



图：快递收入和快速快件情况 （月频数据） 来源：Wind

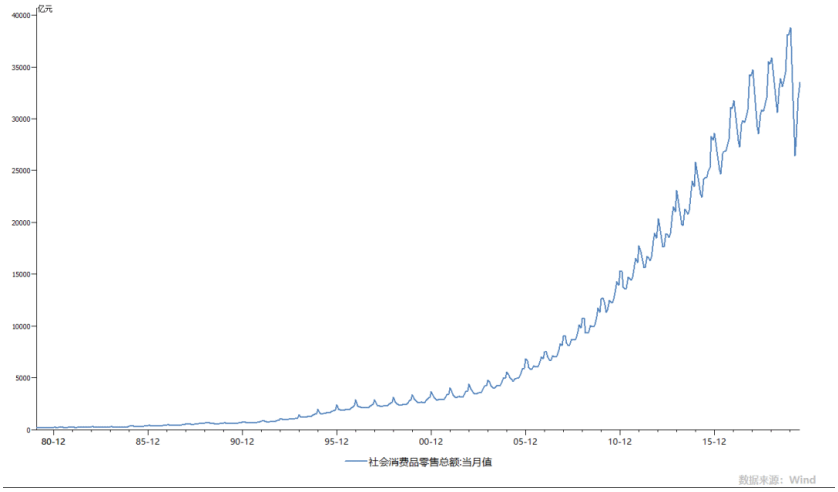
二、实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重（月频），这是一个比

较重要且直观的电商渗透率数据。



图：电商渗透率情况（月频） 来源: Wind

三、社零总额情况 （月频）



图：社零总额情况 来源：Wind

(捌)

接着，我们来看综合电商平台，几家代表公司情况：

收入结构：

拼多多——100%为平台服务费收入；

阿里巴巴——67.72%国内平台服务费收入、7.85%云服务收入、5.29%数字媒体收入，4.36%菜鸟物流；

京东——88.98%自营业务收入、11.02%服务费收入；

GMV、活跃用户、以及单用户价值:

活跃用户数（million）	2017	2018	2019
拼多多	244.8	418.5	585.2
阿里巴巴	576	654	726
京东	292.5	305.3	362

GMV （Billion）	2017	2018	2019
拼多多	141.2	471.6	1006.6
阿里巴巴	4820	5727	6589
京东	1294.5	1676.9	2085.4

单用户创造GMV	2017	2018	2019
拼多多	577	1127	1720
阿里巴巴	8368	8757	9076
京东	4426	5493	5761

图：可比公司数据情况　　来源：塔坚研究

从单用户贡献 GMV 角度来看，阿里和京东的用户质量较高。此外，阿里平台的业务延伸较为广泛，有线上淘宝天猫购物，有线下盒马生鲜以及饿了么外卖平台，未来 GMV 增长的驱动力较为广泛。

至于此前比较纠结的商业模式之争，平台 or 直营，发展到当下，其实矛盾也没有那么明显，我们能够发现，阿里也开始介入直营，比如医药保健品等品类，京东也开始介入平台，比如奢侈品等。

接着，我们重点来看垂直电商板块，我们选取的细分赛道是品牌（奢侈品）电商，代表公司有 Farfetch、寺库、唯品会（唯品会和前两家较为不同，暂且列在这里对比）。

收入结构：

Farfetch——100%为平台服务收入，是一家英国奢侈品电商平台，截止 2019 年，平台上包含全球 614 家知名奢侈品买手店和 375 个品牌商，其中 90%以上的商家与其签署了独家合作关系；

寺库——自营奢侈品电商，2020 年 6 月趣店入股寺库，成为第一大股东。趣店在 3 月推出了全球跨境电商平台万里目，开始万一补贴。

唯品会——自营折扣网站，36.10%来自服装、15.75%来自化妆品、15.75%来自鞋靴箱包。 **GMV、活跃用户、以及单用户价值:**

活跃用户数	2017	2018	2019
FARFETCH（千）	936	1382	2068
寺库(million)			36.5
唯品会(Thousands)	57800	60500	69000

GMV（million）	2017	2018	2019
FARFETCH（千美元）	909826	1407698	2139699
寺库(Million RMB)	4953.1	7729.5	13078.7
唯品会(Billion RMB)	108.4	131	148.2

单用户创造GMV	2017	2018	2019
FARFETCH(人民币)	6804	7130	7243
寺库(人民币)			358
唯品会(人民币)	1875	2165	2148

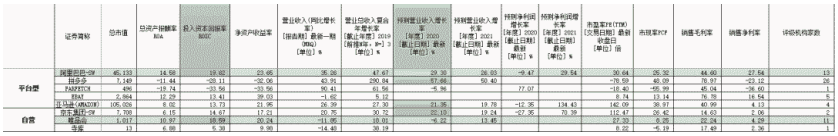
图：可比公司数据情况　来源：塔坚研究

从单个用户贡献的角度来看，英国奢侈品平台 Farfetch 具有绝对优势，远高于

其他垂直平台。

（玖）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱，由于上游较为分散，因此在产业链梳理中，我们只看电商平台的代表公司。



图：电商平台情况　来源：塔坚研究

从整电商平台来看，未来平台型公司的收入增速高于自营型，此外作为市占率较低的拼多多，其由于收入基数低，因此未来有较高的增速预期。 平台型公司的收入增速，高于自营型，其背后的主要原因在于平台型公司，更容易获得品类拓展，鼓励更多商家入驻，以此提升渗透率。而自营型公司，扩品类的效率，会较低。

（拾）

证券简称	ROE	ROA	ROIC	ROIC（剔除现金）
寺库	9.98	6.88	5.38	9.46
唯品会	20.24	10.97	18.59	26.85
京东集团-SW	17.21	6.15	14.67	9.30
亚马逊(AMAZON)	21.95	8.02	13.73	4.22
EBAY	39.03	12.29	13.41	3.28
FARFETCH	-33.56	-19.74	-33.56	-6.95
拼多多	-32.06	-11.44	-28.11	-34.17
阿里巴巴	23.65	14.58	19.62	16.43

图：回报情况　　来源：塔坚研究

从回报数据上来看，由于拼多多和 Farfetch 目前还处于亏损中，因此回报数据为负。对于已经盈利的电商平台来说，唯品会和阿里巴巴的回报水平较高，其中唯品会属于垂直自营电商、阿里属于平台型综合电商。那么，为何几家电商平台的回报率会有差异，接着，我们来细拆影响回报水平的核心数据：

证券简称	总营业收入	净利润	现金流	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
寺库	68.456	1.55	-2.44	17.49	2.36	7.02		1.60
唯品会	929.944	39.56	122.90	22.24	4.29	3.57		0.09
京东集团-SW	5,768.885	121.84	247.81	14.63	2.06	3.85		0.13
亚马逊(AMAZON)	19,569.776	808.40	2,686.81	40.99	4.13	6.73	1.85	0.57
EBAY	753.430	124.59	217.24	75.78	16.54	29.57	11.01	2.88
FARFETCH	71.230	-26.88	-8.83	45.04	-36.60	85.17		1.88
拼多多	301.419	-69.68	148.21	78.97	-23.12	90.15		0.48
阿里巴巴	5,097.110	1,494.33	1,806.07	44.60	27.54	9.94	5.53	1.02

图：经营数据　来源：塔坚研究

从经营数据上来看，有如下几个特点：

平台型公司的毛利率较高，原因在于成本端主要是软件、员工工资，而对于自营平台来说，成本端涵盖商品采购成本，因此毛利率较低。

费用端，由于拼多多、Farfetch 还处于大力引流，补贴用户，推广营销过程中，因此需要投入销售费用。而对于阿里巴巴来说，其销售费用率水平高于唯品会、京东等主要因为它的业务板块中盒马生鲜、饿了么等板块属于新兴业务，需要销售投入，拉高整体费用率水平。

证券简称	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产转率
寺库	1.56	2.57	56.39	97.44
唯品会	2.02	11.06	26.68	9.40
京东集团-SW	2.46	9.66	66.69	21.33
亚马逊(AMAZON)	1.45	8.79	14.96	4.17
EBAY	0.53		15.30	6.95
FARFETCH	0.57	5.94	7.08	19.35
拼多多	0.51			856.94
阿里巴巴	0.45	24.14	30.38	5.22

图：周转率情况　来源：塔坚研究

从周转率这个指标来看，平台型公司存货不多，因此有较高的周转率水平。对于自营型平台来说，奢侈品电商的周转率不高，主要还是因为产品客单价高，不及低客单价产品的周转率水平。

资产类	阿里巴巴-SW	拼多多	FARFETCH	EBAY	亚马逊(AMAZON)	京东集团-SW	唯品会	寺库
固定资产净值	1,033.87	0.41	4.74	105.34	5,072.05	264.60	112.57	0.84
现金及现金等价物	3,305.03	57.68	22.49	68.02	2,517.85	369.71	65.74	7.10
存货	148.59		8.94		1,429.91	579.32	77.08	26.80
应收款项	594.03	35.60	13.59	48.83	1,452.17	150.96	45.48	8.25
商誉	2,767.82			359.48	1,029.27	66.44	2.37	0.24
负债类	阿里巴巴-SW	拼多多	FARFETCH	EBAY	亚马逊(AMAZON)	京东集团-SW	唯品会	寺库
应付账款及票据			31.22	18.84			137.92	5.69
带息债务	1,254.30	61.05	0.00	575.68	1,633.41	100.52	11.58	13.75
资本性支出	453.86	0.27	7.85	38.65	885.21	90.00	42.78	0.35
单位效益	阿里巴巴-SW	拼多多	FARFETCH	EBAY	亚马逊(AMAZON)	京东集团-SW	唯品会	寺库
收入/CAPEX	11.23	1,098.47	9.08	19.49	22.11		21.74	
净利润/CAPEX	3.29	-253.92	-3.42	3.22	0.91	1.35	0.92	4.38
现金流/CAPEX	3.98	540.12	-1.13	5.62	3.04	2.75	2.87	-6.90

图：资产负债及单位效益情况　来源：塔坚研究

从资产负债表结构来看，电商这门生意的核心资产是现金、存货、固定资产和应付账款。从单位 CAPEX 贡献角度来看，京东、寺库两家自营平台表现较高。整体研究完之后，从风险角度，我们再来对比一下：

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面：

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。