东兴证券 DONGXING SECURITIES

电商行业一季报总结：

——如何看三大平台的用户、物流与直播

2020 年 06 月 03 日

看好/维持

商贸零售 | 行业报告

分析师 | 姓名 王习 电话：010-66554034 邮箱 wangxi@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480518010001

投资摘要：

各大电商平台相继公布 2020 年 Q1 季度财报，我们现就三大电商平台阿里巴巴、拼多多和京东的一季报进行总结，主要尝试回答三大问题：第一，怎么看待拼多多用户数与阿里用户数的不断接近？第二，疫情是否让各大电商意识到掌控物流的重要性？第三，抖音和快手（内容平台）是否在未来会成为电商行业的最大威胁？

1.用户：拼多多活跃买家或在明年超阿里，比用户增长更亮眼的是 ARPU 增长。拼多多以补贴换用户的战略仍奏效，活跃买家数或在明年超越阿里。**如果按照单季度拼多多净增 4000 万，阿里净增 1500 万来测算，拼多多活跃买家数超过阿里或在明年一季度出现。**在战略上，不同于阿里和京东继续向下沉市场进军，拼多多则从“五环外”向“五环内”疯狂进军。**人均年消费额（ARPU）大幅增长，或意味着拼多多用户在某些品类平台喜好的变迁。**我们认为，拼多多的 ARPU 更多的是由老用户 ARPU 提升所带动的，与百亿补贴并不存在较大的关联性。拼多多 ARPU 大幅增长或表明，拼多多用户对于某些品类商品的消费习惯正在进行平台间的转移（比如农产品）。

2.物流：京东“自营模式+自建仓配”保证疫情下强履约能力，阿里菜鸟地位无法撼动，拼多多在补短板。疫情让各大平台认识到，只有把物流牢牢掌握在自己的手中才是硬道理。京东“自营模式+自建仓配”打造闭环供应链，令消费者获得更好的用户体验，有望提升复购率。阿里菜鸟“线上运营+第三方配送”模式，地位无法撼动，四通一达股东中全部出现阿里的身影。拼多多与国美合作，国美旗下安迅物流、国美管家两大服务平台，将分别为拼多多平台商家提供覆盖全国的中大件物流、仓储及交付服务，旨在拓展供应链网络。

3.内容：内容型平台正在重塑流量分发原则，三大平台在内容平台的构建方面发力点不同。内容型平台正在重塑流量分发原则，过去的流量池更侧重于社交平台和电商平台，而现在融合了文字、语音和视频的内容型平台正在成为新的流量池。**短期来看内容型平台对电商冲击可控，长期需要警惕内容平台用户的高速增长和对于品牌商营销预算的分流。**而电商平台内容化方面，淘宝直播凭借其直播基础设施最完善、淘宝直播生态土壤最肥沃和涉猎产品范畴最广的特点，仍处于王者地位。不同于淘宝，**京东直播更加注重品牌展示和直播品质，注重用户沉淀而非带货。多多直播的定位是低门槛、丰富营销玩法，同时发挥农产品带货优势。**

4.投资策略：我们维持电商行业“看好”评级，主要基于，**第一，疫情对于电商的行业的不利影响已经完全消除且强劲复苏，疫情也加速了购买日用品的消费习惯向线上转移。**根据阿里业绩说明会资料，4 月份，天猫线上实物商品支付 GMV 出现强劲复苏，且于 5 月持续改善；**第二。618 大促的折扣力度与活动力度都有望达到较高水平，“可选消费强劲复苏+电商直播带货强劲”或带动电商整体成交额快速增长。**

5.风险提示：消费复苏进度低于预期；疫情冲击大于预期；宏观政策风险。

目 录

1.用户：拼多多活跃买家或在明年超阿里，比用户增长更亮眼的是 ARPU 增长 3
2.物流：京东“自营模式+自建仓配”保证疫情下强履约能力，阿里菜鸟地位无法撼动，拼多多在补短板 4
3.内容：内容型平台正在重塑流量分发原则，三大平台在内容平台的构建方面发力点不同 7
4.投资策略： 11
5.风险提示： 11
相关报告汇总 12

插图目录

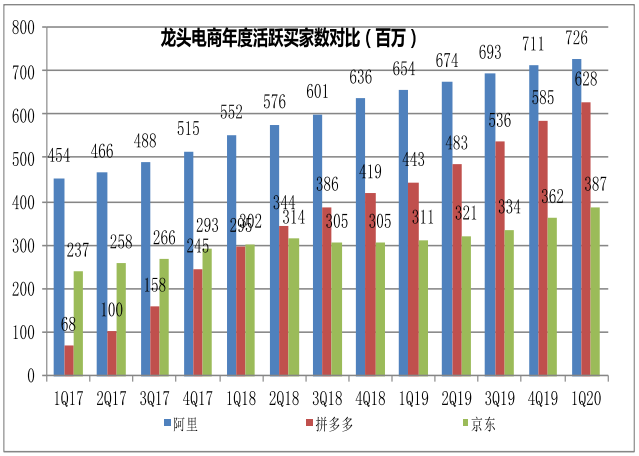
图 1：三大平台年度活跃买家数对比 3
图 2：阿里巴巴与拼多多的移动端 MAU 及增速 3
图 3：拼多多 ARPU 不断攀升 4
图 4：拼多多 GMV 及货币化率 4
图 5：零售电商企业物流实力盘点 4
图 6：菜鸟网络生态图 5
图 7：拼多多国美官方旗舰店 6
图 8：电商内容化与内容电商化 7
图 9：两大顶流主播薇娅与李佳琦 7
图 10：传统电商与内容电商带货方式对比 8
图 11：直播对于提升用户粘性作用巨大 8
图 12：典型视频 APP 直播流量占比变化 9
图 13：手淘直播用户支付率更高 9
图 14：淘宝直播业务发展时间线 10
图 15：疫情加速了直播与商业业务场景的结合 10
图 16：京东直播界面 10
图 17：拼多多携手县长带货农产品 10

1.用户：拼多多活跃买家或在明年超阿里，比用户增长更亮眼的是 ARPU 增长

拼多多以补贴换用户的战略仍奏效，活跃买家数或在明年超越阿里。20Q1 拼多多年度活跃买家数为 6.28 亿（同比+41.7%），FY20Q4 阿里的中国零售市场年度活跃买家数为 7.26 亿（+11.01%），两者的差距从上一个季度的 1.26 个亿缩小到 0.98 亿。而从单季增长来看，拼多多 Q1 新增用户 4290 万，单季净增超过阿里巴巴的 1500 万和京东的 2500 万，去年第四季度拼多多、阿里和京东的单季净增用户分别为 4890 万、1800 万和 2760 万。**如果按照单季度拼多多净增 4000 万，阿里净增 1500 万来测算，拼多多活跃买家数超过阿里或在明年一季度出现。**

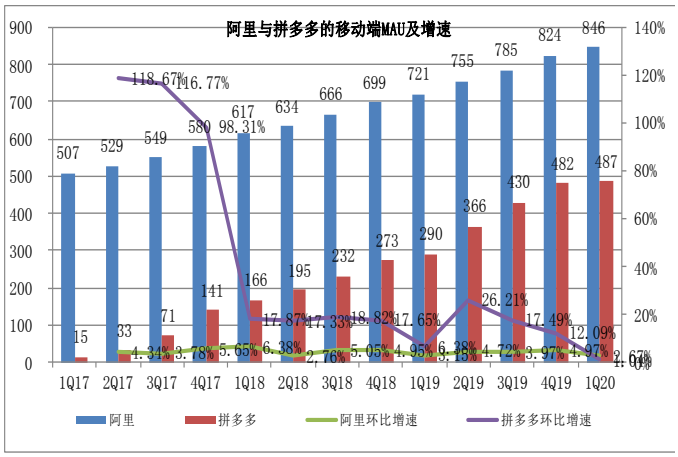
阿里和京东继续向下沉市场进军，拼多多则从“五环外”向“五环内”疯狂进军。下沉市场引流的本质在于具备更旺盛的消费意愿（闲暇娱乐属性），以及互联网普及率和移动设备渗透率的提高，下沉市场是目前新增用户增长的最重要引擎。阿里和京东在财报中均披露接近 70%新增用户来自于下沉市场，整合升级聚划算、推出淘宝特价版都可被视为阿里出击下沉市场的重要战略，而京喜则是京东开拓下沉市场的重要砝码。拼多多则是在夯实原有下沉市场的基础下，向“五环内”进军。**一方面，通过解决所谓“隐形贫困人口”对于性价比需求的痛点，培育一二线优质客户基础，另一方面，通过补贴消费频次高、单价低的产品，满足一二线客户消费需求的分化。**

图 1：三大平台年度活跃买家数对比



资料来源：各大电商财报，Wind

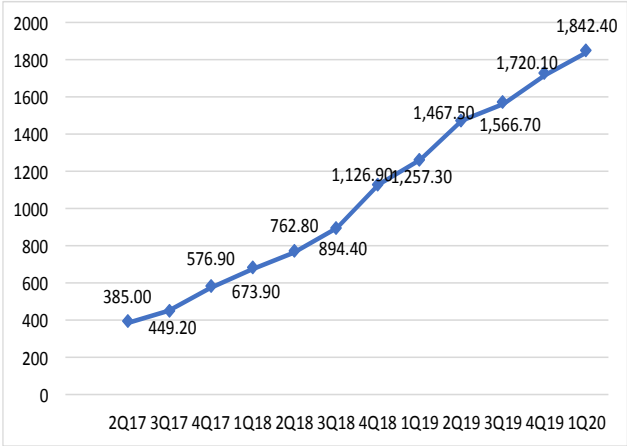
图 2：阿里巴巴与拼多多的移动端 MAU 及增速



资料来源：各大电商财报，Wind

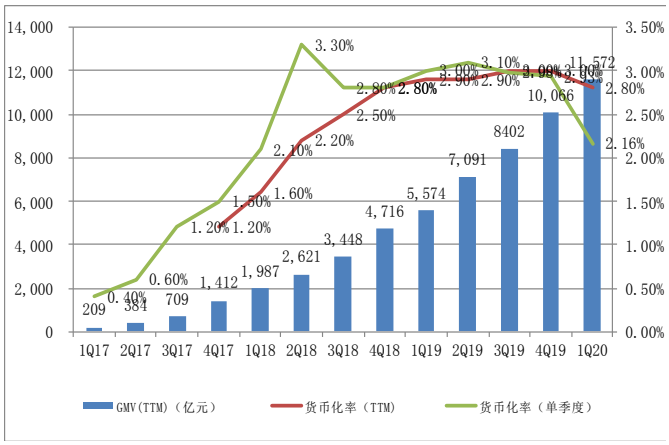
人均年消费额（ARPU）大幅增长，或意味着拼多多用户在某些品类平台喜好的变迁。拼多多 20Q1 每用户平均消费额增长至 1842.4 元，同比大增长 46.5%，环比也增长 7.1%。**我们认为，考虑到新增用户中人均消费额并不高，拼多多的 ARPU 更多的是由老用户 ARPU 提升所带动的，且老用户的 ARPU 增速或同比高于财报披露的 46.5%。**与此同时，我们并不认为拼多多 ARPU 的提升与拼多多所实施的百亿补贴存在较大的关联性，根据超对称团队的统计数据，拼多多百亿补贴产品中超过 100 元的日均交易次数为 253 万，占比 18%，而超过 500 元的日均交易次数为 128 万次，占比 9%，**百亿补贴相关商品总量贡献了 10%左右的总 GMV（还有其他说法是 7-8%）**。我们认为，在人均可支配收入没有大幅增长的背景下，拼多多 ARPU 大幅增长或表明，拼多多用户对于某些品类商品的消费习惯正在进行平台间的转移（比如农产品）。

图 3：拼多多 ARPU 不断攀升



资料来源：各大电商财报，Wind

图 4：拼多多 GMV 及货币化率



资料来源：各大电商财报，Wind

2.物流：京东“自营模式+自建仓配”保证疫情下强履约能力，阿里菜鸟地位无法撼动，拼多多在补短板

疫情让各大平台认识到，只有把物流牢牢掌握在自己的手中才是硬道理。

京东“自营模式+自建仓配”令消费者获得更好的用户体验，有望提升复购率。20Q1 京东总收入为 1462.1 亿元（同比+20.7%），大幅好于市场预期，其中自营电商收入为 1300.9 亿元（同比+19.7%），**而物流及其它服务收入为 65.85 亿元，同比增长 53.64%，是各细分业务中增长最为突出的一项。**一方面，自营模式为京东在疫情期间提供了充足的产品物资储备，同时，在调度上更具一定的灵活性。另一方面，消费者可以在京东获得更为优质的物流和配送体验。京东是典型的自建仓配，一方面通过垂直一体化服务，打造闭环供应链，另一方面自建物流基础设施保障了京东的包裹在速度、服务体验上更佳。此外我们认为，**疫情或强化消费者对于京东快消品类商品（生鲜、日用品等）的认可，用户体验好有望推升复购率的提升。**

图 5：零售电商企业物流实力盘点



资料来源：易观《中国智慧零售专题分析 2018》，东兴证券研究所

阿里菜鸟“线上运营+第三方配送”模式，地位无法撼动。4 月底，阿里巴巴入股韵达快递，至此四通一达股东中全部出现阿里的身影。马云曾经表示，电子商务环节中唯一出问题的环节可能就是物流。与京东不同，**阿里选择的是平台整合改造、网络化思维的道路。**菜鸟打造的是一个面向零售范畴的共生物流生态，天猫仅负责线上平台运营，仓库大部分以租赁为主，物流体系则由阿里旗下菜鸟+第三方配送联合实现。即将商品、商家、消费者、库存和物流方式等要素数字化，提前备货（货物先行），依托菜鸟覆盖全国的仓配网络集约化配送。轻资产模式令菜鸟发展迅速。虽然菜鸟的定位是只做数据不做物流，然而在过去的 7 年时间，菜鸟在快递收派件、中转、干线运输各个环节都深度参与。

图 6：菜鸟网络生态图



资料来源：极客公园、东兴证券研究所

拼多多与国美合作，旨在拓展供应链网络。4月，拼多多宣布将认购国美发行的2亿美元可转换债券以作为战略合作伙伴关系的一部分，我们看到，**国美旗下安迅物流、国美管家两大服务平台，将分别为拼多多平台商家提供覆盖全国的中大件物流、仓储及交付服务，**以及包含家电维修-清洗保养-以旧换新在内的消费者服务方案。拼多多则会向国美注入消费趋势性大数据、平台流量等优势数字零售资源，双方还将在市场推广等方面展开积极合作。

图 7：拼多多国美官方旗舰店



资料来源：互联网、东兴证券研究所

3.内容：内容型平台正在重塑流量分发原则，三大平台在内容平台的构建方面发力点不同

内容型平台正在重塑流量分发原则。无论是抖音、快手还是淘宝直播，本质都是内容型平台。内容型平台（电商）的特征是以消费者为中心，围绕 KOL、IP、直播、热点事件等进行内容创造，由内容驱动成交。**我们认为，包括抖音和快手在内的内容型平台，正在改变上游流量分发原则，**过去的流量池更侧重于社交平台（腾讯）和电商平台（阿里和拼多多），而融合了文字、语音和视频的内容型平台，正在成为新的流量池。

图 8：电商内容化与内容电商化

图 9：两大顶流主播薇娅与李佳琦



资料来源：QuestMobile 研究院、东兴证券研究所



资料来源：互联网，东兴证券研究所

短视频行业对电商冲击短期可控，长期需重视。第一，短期来看内容型平台对于电商平台的冲击有限。内容电商存在两大方向，即内容平台电商化（抖音橱窗展示、快手小站）和电商平台内容化（淘宝直播）。目前电商龙头无论是从商品丰富度、品控和履约能力都是最好的，同时直播电商占电商总体 GMV 的比重还相对较低（2019 年直播电商市场规模约为 4338 亿元），内容平台带货尚构不成实质威胁；**第二，需要警惕内容平台用户的高速增长和对于品牌商营销预算的分流。**此前据 36 氪报道，快手直播电商业务将 2020 年 GMV 目标调高至 2500 亿，而抖音直播电商的 GMV 目标也高达 2000 亿，而从用户角度看，抖音的 DAU 从 2018 年的 2.5 亿到了 2019 年涨到了 4 亿，快手的 DAU 从 2018 年的 1.6 亿涨到了 3 亿，无论从 GMV 增速还是用户增速来看，短视频行业的近几年都呈爆发式增长，**未来也存在自建电商平台进行带货的可能性。此外，以淘系电商为例，很多商家原本的营销费用会用在购买直通车或者钻石展位，而现在很多品牌商都把将部分营销费用拿去购买直播的坑位费或用于佣金抽成，内容平台分流品牌商营销预算的现象值得注意。**

图 10：传统电商与内容电商带货方式对比

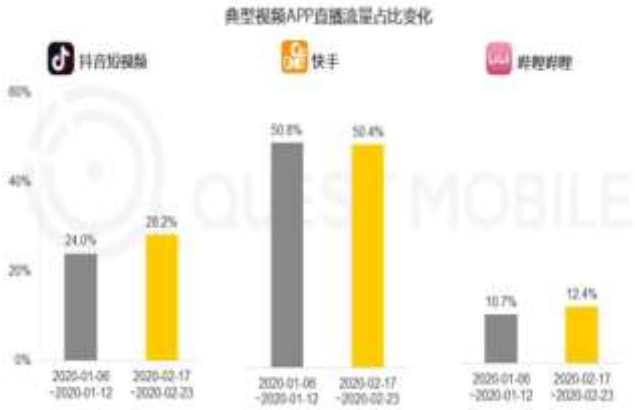


图 11：直播对于提升用户粘性作用巨大



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图 12：典型视频 APP 直播流量占比变化



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图 13：手淘直播用户支付率更高



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

电商平台内容化方面，淘宝直播仍是王者。根据阿里巴巴季报说明会，FY4Q20 淘宝直播上使用直播的日活跃商家数同比增长 88%，截止至 3 月底，淘宝直播带来的 GMV 同比增长超 100%。比较淘宝、京东和拼多多的直播带货，**淘宝直播的特点是电商直播基础设施最完善、淘宝直播生态土壤最肥沃和涉猎产品范畴最广。**复盘历史我们认为，淘系电商天然存在与直播相关的商品、支付和物流的电商直播的基础设施，淘系生态抗风险能力更强，生态孵化效率更高，包括李佳琦、薇娅都都是在淘宝直播成名，进而被推向外部，从抖音、快手等平台导入淘系产生 GMV。同时，淘系电商涉猎的产品范畴是最大的，能够渗透不同产业和孵化新的产业。2016 年淘宝直播上更多的是卖衣服的、卖美妆的、或者卖珠宝的，但是到了 2019 年，美妆、零食、教育行业，旅游、住宿、电子商务、金融、科技等等行业商家相继加入直播，淘宝直播在不断渗透进不同的产业。同时，淘宝直播也在孵化新的产业，比如店铺直播代运营。目前淘宝直播在直播领域的市场份额超过 60%，此前淘宝直播运营负责人赵圆圆预计，2021 淘宝直播 GMV 将达 5000 亿（2019 年淘宝直播 GMV 为 2500 亿）。

京东直播更加注重用户沉淀而非带货。京东方面，京东直播某种程度上更加注重品牌展示和直播品质，京东直播业务负责人张国伟此前曾经表示，京东直播十分看重长期效益，希望每场直播都能在塑造人格化品牌方面取得成效，而不仅仅是粗放的卖货，消耗用户宝贵的注意力和留存机会；同时京东也希望商家在发展直播时，更关注用户沉淀，多注重私域流量运营。如自 2019 年四季度以来，京东直播场次规模连续两个季度实现 300%以上增长，用户渗透实现近 10 倍增长。

多多直播侧重低门槛、丰富营销玩法，同时发挥农产品带货优势。此前市场诟病比较多的是，拼多多上的商家多是低客单价的白牌商品，因此拼多多天然缺乏直播的商家基础，同时拼多多的商业模式在于薄利多销，没有多余利润给 MCN 机构瓜分。不过，拼多多直播（多多直播 1 月正式上线）今年以来也取得了较为亮眼的成绩，3 月 15 日，拼多多商家“戴代好珠宝官方旗舰店”，店铺直播单日 GMV 逼近 200 万，创下珠宝直播

单日最高交易额记录。**拼多多对多多直播的定位是低门槛、丰富的裂变玩法和高转化率工具等。**其中，店铺仅需满足 DSR 达标、缴纳保证金并绑卡、无违规这三个条件；裂变玩法包括红包裂变、粉丝群裂变等等；而高转化率工具的意思是直播这种形式的流量转化率是图文的 2~3 倍。此外，拼多多也在充分发挥农产品带货方面的优势，5 月 9 日，拼多多市县长直播间迎来“最强助农扶贫天团”，黔西南州州长杨永英及下辖九县（市、新区）的市县长及新区主任悉数到齐，接力推荐黔西南地方优质特色农产品，在 10 位“带货主播”的推介下，拼多多平台消费者深入了解了红茶、薏仁米、刺梨液、矮脚鸡蛋、食用菌、板栗、茶叶、山茶油、红糖、藕粉、盐菜、糯米蕉、粽子、花椒等 30 余种黔西南州地方特色农、特产品，并踊跃拼单。

图 14：淘宝直播业务发展时间线



资料来源：艾媒咨询，东兴证券研究所

图 15：疫情加速了直播与商业业务场景的结合



资料来源：QuestMobile，东兴证券研究所

图 16：京东直播界面



图 17：拼多多携手县长带货农产品



资料来源：京东 app，东兴证券研究所

资料来源：互联网，东兴证券研究所

4.投资策略：

我们维持电商行业“看好”评级，主要基于，**第一，疫情对于电商的行业的不利影响已经完全消除且强劲复苏，疫情也加速了购买日用品的消费习惯向线上转移。**根据阿里业绩说明会资料，4 月份，天猫线上实物商品支付 GMV 出现强劲复苏，且于 5 月持续改善；**第二。618 大促的折扣力度与活动力度都有望达到较高水平，“可选消费强劲复苏+电商直播带货强劲”或带动电商整体成交额快速增长。**

5.风险提示：

消费复苏进度低于预期；疫情冲击大于预期；宏观政策风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	【东兴零售】电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季报：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差	2019-11-26
行业	【东兴零售】电商行业“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报：电商巨头欣欣向荣，新经济收获稳稳的幸福	2019-09-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学注会学学士，香港理工大学金融学硕士，六年证券从业经验，曾就职于长城证券，2017 年 12 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上;

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％～15％之间;

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间;

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上;

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间;

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526