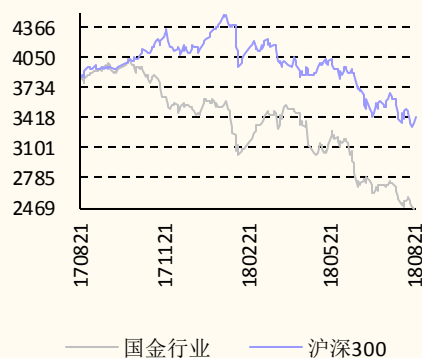


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2468.97
沪深300指数	3326.65
上证指数	2733.83
深证成指	8549.06
中小板综指	8767.40



相关报告

- 1.《纺服双周报数据谈第3期：男装2018年H1及M7阿里数据解读...》，2018.8.12
- 2.《女装2018年H1阿里数据解读，品牌表现分化需精选标的-《2...》，2018.7.29
- 3.《化妆品2018年H1线上数据解读，关注高速成长的国产品牌-纺...》，2018.7.14
- 4.《电商鲶鱼-社交电商拼多多，从哪里来，往哪里去？-电商鲶鱼-社...》，2018.7.3
- 5.《产品革命到效率革命，零售新物种-小米，究竟改变了什么？-产品...》，2018.5.17

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

如何选择适合品牌的线上渠道——阿里，京东，拼多多的规则&模式全解析

行业观点

- 电商可分为平台和自营两种模式。**1.阿里&拼多多等平台盈利模式类似线下购物中心/小商品城：**为商家提供销售场景，向B/C端商家收费，收入来自店铺租金、交易佣金和广告营销收费。**2.京东等自营电商盈利模式类似线下百货商场：**以较低的进价向商家购买商品，以较高的售价出售商品，向C端消费者收费，盈利主要来自商品的进销差价。虽然盈利模式有相似性，但**电商行业的马太效应远远大于实体零售行业**，呈现出赢者通吃的行业格局，主要原因为①打破空间限制，实现流量垄断；②重塑流通环节，具有规模优势；③沉淀消费数据，形成网络效应。**电商平台本质是场所租赁的流量生意，应该更关注GMV和货币化率；自营电商本质是零售生意，应该更关注营收、成本、效率。**
- **阿里——品牌商适配原则：流量聚集为主仍为一个主要战略。**阿里平台擅长的商品为“服饰及小件消耗日用品”，讲求一个“起量”逻辑，把量做起来，在阿里平台显得尤为重要，因为量起来以后，继续做直通车，钻展等活动，都有着相应的优势，阿里流量具有较强的头部效应。而因为阿里本身的品类特色就是“消耗品”，那么在品牌定位上，强调“提高使用频次”，也有重要的潜在作用。总而言之，在阿里平台经营的品牌商，**流量聚集是主要战略。阿里强势品类为“服饰及小件消耗日用品”。**
- **京东——品牌商适配原则：本质上品牌商是“To 京东”，保质是第一要务。**对于在京东上开店来说的品牌商，京东自营GMV仍超过一半，京东上销售的商品，超过一半为3C家电这类耐用品，故京东本身平台承担商品质量背书，品牌商销售商品若存在质量问题，后果会很严重。所以在京东平台上，**品牌商大部分模式其实是“To 京东”，品牌商“保质”是第一要务。京东强势品类为电子3C等“大件标准化耐用品”。**
- **拼多多——品牌商适配原则：本质上是长尾需求的整合，需要更多适合长尾的易耗品品牌。**拼多多的主力商品品类包括食品，母婴，女装等，都是非常高频的品类。而不论是所谓三四线城市占其消费主力也好，还是说所谓便宜的商品也好，拼多多以社交电商为矛，实现的本质上都是长尾流量的整合。经销商通过社交电商的模式，以低价销出大量的低值易耗商品，满足低线消费者对于价格的诉求，而长尾供应商也因此接到大量的订单。我们认为，**未来适合拼多多渠道的品牌商，是擅长低值易耗商品，本身适应于长尾消费者，却有能力整合品牌力，做出品控的品牌商。**如食品，内衣裤，床上用品，生活用纸等品类的品牌商，在维持低价的基础上，能够实现品控，积累口碑。
- **所谓“流量红利衰减”，正是品牌商的机会所在。**近年来有一种说法“流量红利衰减”，并非指线上本身增速衰减，而是在激烈的竞争环境中，获客成本和维持客户成本越来越高，体现为品牌商的线上销售费用越来越高。而这正是品牌商的机会所在，若能熟悉并能熟练利用不同电商游戏规则，选择合适的渠道去推合适的品类，发挥出品类的特性和势能，有效降低销售费用率，就能够有效通过线上渠道来提升业绩，完全享受线上销售迅猛增长的红利。这也是整个品牌零售行业在电商渠道由粗犷向精细的必经之路。

风险提示

- 电商交易额提升不达预期、行业内竞争加剧、新商业模式的冲击

www.767stock.com

内容目录

1.不同类型的线上渠道本质上有什么区别？	5
1.1 盈利模式思考：电商平台=购物中心/小商品城，自营电商=百货商场？	5
1.2 相似的盈利模式，为何造就电商不同的行业格局？	5
1.3 电商平台模式和自营模式盈利驱动因素拆解	7
2.阿里巴巴：电商流量王者，流量增长仍然迅猛，聚集效应明显，经营流量仍是品牌商的主要考虑	9
2.1 阿里盈利模式：搭建交易型流量生态，服务变现流量	9
2.2 当前主要流量变现工具：商家广告、店铺租金与交易佣金	11
2.3 品牌商阿里适配原则：GMV 仍迅速增长，流量聚集为主要战略	13
3.京东：自营平台 To C 模式，规模化盈利任重道远，保质是第一要务	15
3.1 京东盈利模式：自营商品导流，商品+服务变现	15
3.2 自营电商：强大商业配套体系构筑深护城河，实现质量保障，赚取差价	15
3.3 平台服务收入：店铺租金、交易佣金及商家营销广告为主要来源	17
3.4 GMV 持续迅速增长，规模化盈利任重道远，对于品牌商来说，保质是第一要务	19
4.拼多多：滚雪球的社交电商，长尾流量收集后的品牌该如何构筑？	20
4.1 拼多多盈利模式：滚雪球式运营，营销服务变现流量	20
4.2 主要变现工具：搜索推广、明星店铺、Banner 广告、场景推广	21
4.3 自营转平台，净亏损率收窄，由量到质是必经之路	24
4.4 拼多多品牌商适配策略：品牌商长尾流量收集后的品牌构筑将如何展开？	25
5.从核心指标展望阿里、京东和拼多多	26
5.1 拼多多的获客成本和用户维护成本约为阿里、京东的 1/10	26
5.2 阿里单个用户消费额约为京东的 2 倍、拼多多的 13 倍	26
5.3 京东单个订单价格约为阿里的 1.5 倍、拼多多的 4.5 倍	27
5.4 电商平台货币化率：京东最高，拼多多最低	27
6.服装及化妆品公司等品牌零售公司电商渠道发展的启示：电商增长仍迅猛，是品牌公司增长利器，而品牌公司需选择适宜自身的模式	28
7.行业观点总结：线上零售总额有望持续快速增长，所谓“电商红利衰减”正是品牌商的机遇，选择合适渠道推合适的品类，会让品牌商事半功倍	31
8.投资建议	33

图表目录

图表 1: 电商 vs 实体零售商业模式类比.....	5
图表 2: 2018 TOP10 电商及市场份额.....	6
图表 3: 2017 TOP10 购物中心及年营业额 (亿元)	7
图表 4: 2017 TOP10 百货及年营业额 (亿元)	7
图表 5: 电商平台盈利驱动因素分析框架.....	7
图表 6: 自营电商盈利驱动因素分析框架.....	8
图表 7: 阿里、京东、拼多多核心指标对比.....	8
图表 8: 阿里业务板块及盈利模式.....	9
图表 9: 阿里 2018 财年各业务营收占比.....	10
图表 10: 阿里的现金牛业务——用户管理&佣金增长仍较快	10
图表 11: 淘宝直通车效果展示.....	11
图表 12: 钻石展位效果展示.....	11
图表 13: 明星店铺效果展示.....	11
图表 14: 淘宝客交易流程.....	12
图表 15: 天猫店铺类型及资质要求.....	12
图表 16: 天猫 2018 年度各经营类目佣金费率及年费.....	13
图表 17: 阿里 GMV (亿元) 及增速.....	13
图表 18: 淘宝 GMV (亿元) 及增速.....	14
图表 19: 天猫 GMV (亿元) 及增速.....	14
图表 20: 京东业务板块及盈利模式.....	15
图表 21: 京东分业务收入占比.....	15
图表 22: 京东毛利润 (亿元) 及毛利率.....	16
图表 23: 京东仓储物流费用 (亿元) 及物流费率.....	16
图表 24: 京东物流覆盖范围.....	17
图表 25: 京东店铺类型及资质要求.....	17
图表 26: 京东 2018 年度各经营类目佣金费率及平台使用费 (租金)	18
图表 27: 京东平台服务营销推广工具.....	19
图表 28: 京东 GMV (亿元) 及增速.....	19
图表 29: 京东自营及平台 GMV 占比变化.....	19
图表 30: 拼多多业务板块及盈利模式.....	20
图表 31: 拼多多店铺类型.....	21
图表 32: 拼多多关键词搜索推广展示效果.....	21
图表 33: 拼多多明星店铺推广展示效果.....	22
图表 34: 拼多多 Banner 广告推广展示效果.....	22
图表 35: 拼多多场景推广举例 (类目商品页广告位、营销活动页广告位) ..	23
图表 36: 拼多多场景推广定向与资源位组合方案.....	23
图表 37: 拼多多场景推广组合方案选择.....	23

www.767stock.com

图表 38: 2016 -2018 Q1 营收 (亿元)	24
图表 39: 2016 -2018 Q1 分业务营收 (亿元)	24
图表 40: 2016 -2018 Q1 分业务毛利率.....	24
图表 41: 2016 -2018 Q1 营业成本 (亿元)	25
图表 42: 2016-2018Q1 营销投入.....	25
图表 43: 单个用户获客成本 (元) 比较.....	26
图表 44: 单个用户维护成本 (元) 比较.....	26
图表 45: 年活跃用户数 (亿) 比较.....	26
图表 46: 单个活跃买家年消费额 (元) 比较.....	26
图表 47: 年订单数 (亿件) 比较.....	27
图表 48: 单个订单价格对比 (元) 比较.....	27
图表 49: 电商平台业务货币化率比较.....	27
图表 50: 线上零售额占社零总额比重目前为 17.4%, 有望进一步提高.....	28
图表 51: 社零线上部分增速迅猛.....	29
图表 52: 社零增长中线上部分贡献比例持续提升.....	29
图表 53: 纺服及化妆品公司 2017 年线上营收占比及增速.....	29
图表 54: 中高端服装品牌线上营收占比.....	30
图表 55: 大众化服装品牌线上营收占比.....	30
图表 56: 化妆品品牌线上营收占比.....	30
图表 57: 家纺品牌线上营收占比.....	30
图表 58: 2017 天猫商城销售额前十品类及占比	31
图表 59: 2017 京东自营销售额前十品类及占比	31
图表 60: 2018 拼多多销售额前十品类及占比.....	31

1.不同类型的线上渠道本质上有什么区别？

1.1 盈利模式思考：电商平台=购物中心/小商品城，自营电商=百货商场？

- 当前的电商公司，本质可分为两种不同的商业模式：平台模式和自营模式。阿里和拼多多是平台模式的典型代表，目的是“让天下没有难做的生意”，主要为商家提供线上销售场景和流量，自身并不买卖商品；京东是自营模式的典型代表，从商家进货，面向消费者直接销售。这两种模式其实在电商尚未出现的传统实体零售阶段就已经存在，例如万达商业广场和义乌小商品城分别为品牌商家和非品牌/个人商家提供销售场所；而王府井百货公司则是自己买断商品并向消费者销售。
- 电商平台盈利模式类似于线下购物中心/小商品城：两者商业逻辑都是为商家提供销售场景和吸引消费者，向B端或C端商家收费。收入主要来自店铺租金、交易佣金和广告营销收费，收入天花板取决于平台能为商家带来多少购物流量，故平台的首要任务是提高其自有流量和人气。其中，天猫更类似于万达广场，入驻门槛高，吸引入驻的多为品牌商家；淘宝和拼多多更类似于义乌小商品城，入驻门槛相对较低，品牌商家、非品牌商家和个人商家均可入驻。
- 自营电商盈利模式类似于线下百货商场：两者商业逻辑都是以较低的进价向商家购买商品，然后以较高的售价出售商品，向C端消费者收费。盈利主要来自商品的进销差价，收入天花板取决于能为消费者提供多少种类满意的商品，故自营模式的核心能力是向消费者提供质量有保证、种类丰富、体验好的商品和服务。例如，京东类似于王府井百货，负责商品的流通环节，本质是零售商，需要自有的客服或商场导购团队来保证销售体验。

图表 1：电商 vs 实体零售商业模式类比

	电商平台	VS	购物中心/小商品城
商业模式	■ 线上场景，向B/C端商家收费 ■ 店铺租金、佣金、广告费		■ 线下场景，向B/C端商家收费 ■ 租金、提成、广告位收费
典型代表	  		 
	自营电商	VS	百货商场
商业模式	■ 线上场景，向C端消费者收费 ■ 商品进销差价		■ 线下场景，向C端消费者收费 ■ 商品进销差价
典型代表	  		 

来源：国金证券研究所

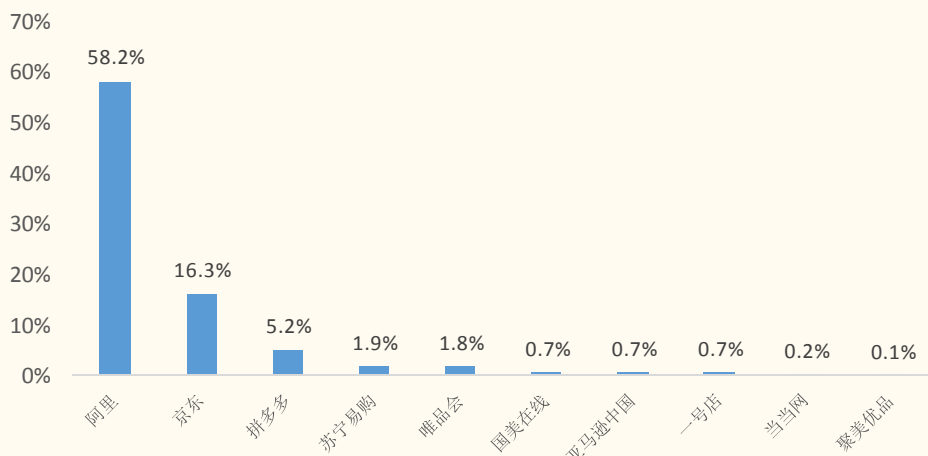
1.2 相似的盈利模式，为何造就电商不同的行业格局？

- 虽然盈利模式有相似性，但电商行业的马太效应远远大于实体零售行业，呈现出赢者通吃的行业格局，我们认为电商行业马太效应强的主要原因为：
- ① 打破空间限制，实现流量垄断：实体零售无论购物中心或百货商场都面临空间限制，无法垄断流量，一种空间限制为单个商城的面积有限，因而

售卖的品牌和商品种类也有限，其他商城可以较为容易地选择差异化的品牌和种类与之竞争；另一种空间限制为单个商城的地理辐射半径有限，跨地域复制需要当地资源及较大投入，每个地区容易形成“地头蛇”企业。电商打破了空间限制，网站理论上可以引进无数的品牌及商品种类，并且辐射全国各地的消费者及商家，实现较大程度地商品聚合和流量垄断。阿里、京东、拼多多虽然起家的生意品类不同，阿里在服装领域具有强势地位，京东 3C&家电类商品收入占比超过 60%，拼多多平台上 GMV 占比最多的品类为食品类，但是随着流量增长，三家公司目前都囊括几十种商品种类，年活跃用户数分别达到 5.52 亿、2.93 亿和 2.95 亿。

- ② 重塑流通环节，具有规模优势：电商压缩了传统零售中的层层代理环节，平台商家或者自营电商直接面向大量消费者，承接大量流量的商品需求，故平台商家或者自营电商可以进行集中式的规模采购和规模化的仓储物流，压缩供应链成本和物流成本，形成规模优势。例如京东自 07 年开始建设自有物流体系，至今整个京东的货品均可实现仓、配、客全链条服务，同时在全国 7 大城市建立了物流中心，自有 515 个仓库，构建起多种配送服务体系，在采购和物流环节构建起较大的规模化竞争优势。
- ③ 沉淀消费数据，形成网络效应：流量数据、会员数据、消费行为数据，这些数据 24 小时不停地在电商产生，而传统零售的数据主要集中在商品进销存的数据上。故电商会随着用户使用的增加而变得更有价值，即更多的消费流量吸引更多的商家，形成更多的消费数据维度；更多的商家和更多的数据沉淀反过来可以吸引更多的流量，形成强网络效应。
- 正是因为较强的马太效应，电商行业才呈现出如今巨头数量少、单一巨头市场份额极高、赢者通吃的行业格局。根据 eMarketer 数据，2018 年阿里和京东合计占有电商市场超过 70% 的市场份额，拼多多以 5% 的市场份额位列第三，而第四至十名公司的市场份额均在 2% 以下。

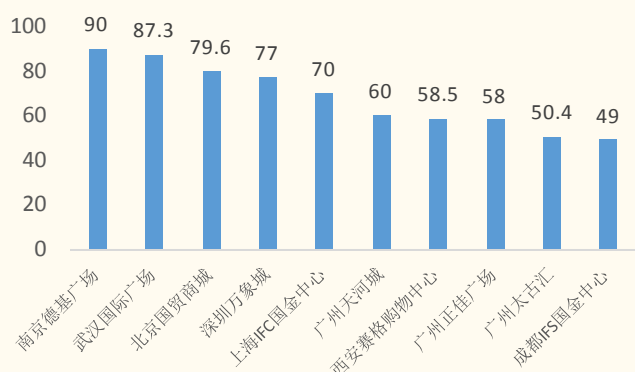
图表 2：2018 TOP10 电商及市场份额



来源：eMarketer，国金证券研究所

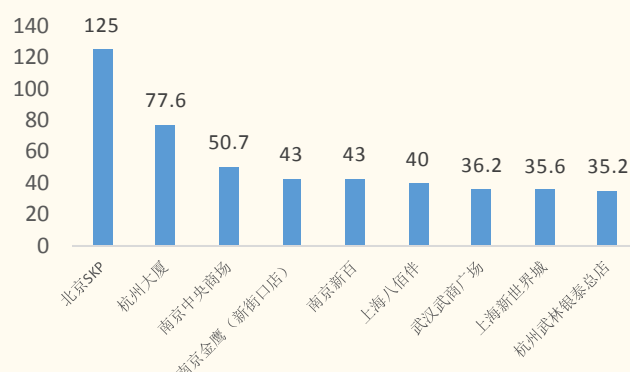
- 实体零售行业的竞争格局则截然不同，虽然一些巨头成功进行跨地域标准化复制，但在每一地区都不可避免会面临不同对手的竞争，因此行业集中度并不高。根据联商网的数据，2017 年前十大购物中心的营业额在 49 亿元至 90 亿元之间，前十大百货中，除北京 SKP 在 125 亿元，第二至第九名百货的营业额分布在 35.2 亿元至 77.6 亿元之间。购物中心和百货的马太效应均不显著，群雄逐鹿，市场较为分散。

图表 3：2017 TOP10 购物中心及年营业额（亿元）



来源：联商网，国金证券研究所

图表 4：2017 TOP10 百货及年营业额（亿元）

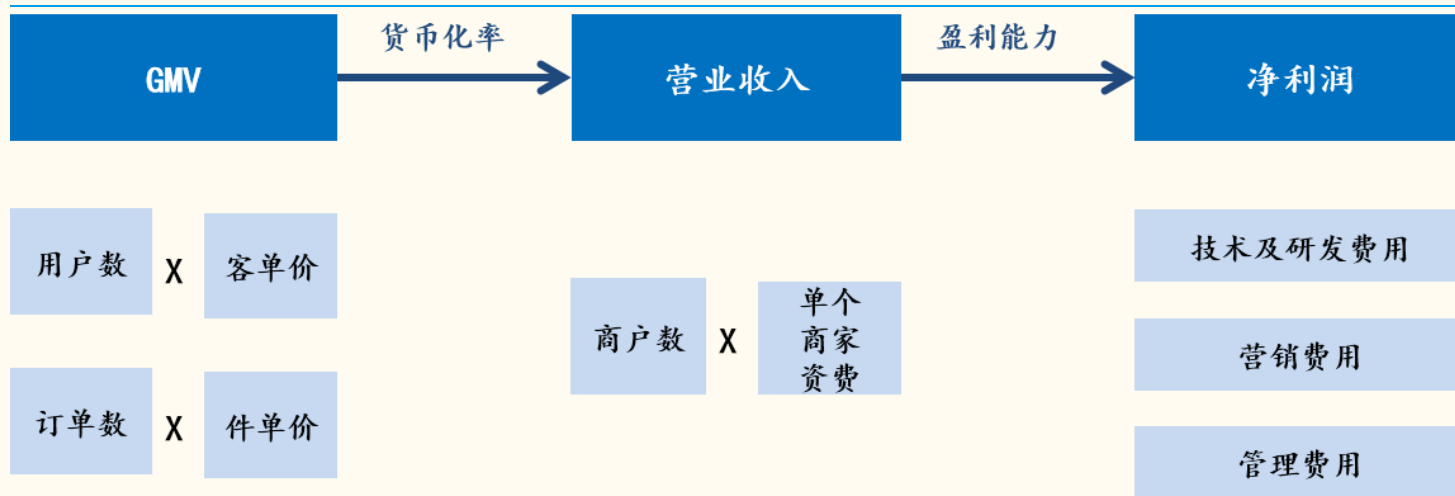


来源：联商网，国金证券研究所

1.3 电商平台模式和自营模式盈利驱动因素拆解

- **电商平台本质是流量生意，应该更关注 GMV 和货币化率：**GMV 指用户拍下订单的总金额，是电商平台聚集流量、将流量转化为订单的能力，是电商平台的水之源、木之本，一般有用用户数*客单价及订单数*件单价两种拆分方式。电商平台收入主要来源于流量变现，即商家资费（广告费、店铺租金、交易佣金等服务费）。货币化率为电商平台 GMV 转化为广告费、服务费等变现方式的比例，是衡量电商平台流量变现能力的指标。流量变现的运营模式相对较轻，收入向净利润的转化过程中主要关注技术研发、营销获客和管理费用率。

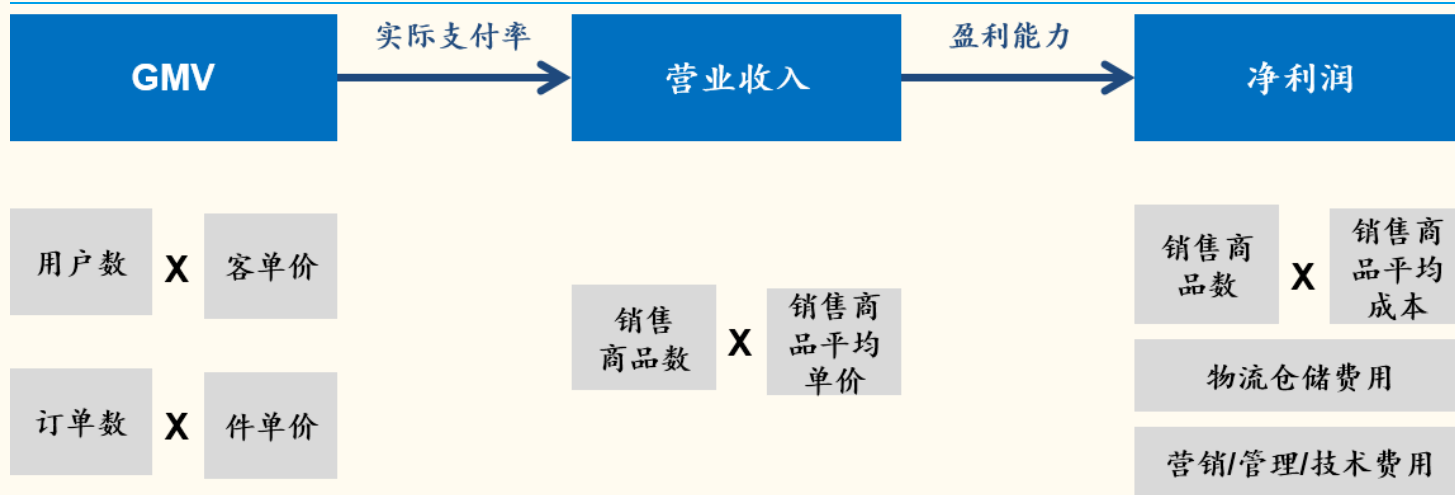
图表 5：电商平台盈利驱动因素分析框架



来源：国金证券研究所

- **自营电商本质是零售生意，应该更关注营收、成本、效率指标：**GMV 是用户拍下订单的总金额，包含付款和未付款两部分，对于自营电商而言实际支付的部分才能确认为收入，因此分析营业收入更为重要，收入拆解为销售商品数*销售商品平均单价，是商品变现能力的体现。商品变现的运营模式相对较重，需要重点关注规模化采购后进货成本能否有所降低以及规模化运营后物流仓储成本能否有效降低，以及关注技术研发、营销获客和管理费用率。此外，营运类指标例如存货周转率、应收账款周转率和应付账款周转率也是分析自营电商运营效率的核心指标。

图表 6：自营电商盈利驱动因素分析框架



来源：国金证券研究所

- 对比阿里、京东和拼多多的核心运营指标和财务指标，我们可以发现平台模式和自营模式是两套完全不同盈利逻辑：① 阿里年 GMV 突破 4.8 万亿元，活跃用户数突破 5.52 亿，在流量上具有绝对的优势。2018 财年（2017.4.1-2018.3.31）的总营收为 2,503 亿元，虽然小于京东的营收，但净利润可以达到 641 亿元。这反映出平台模式快速做大流量、通过流量变现广告费、毛利率净利率高的特点。② 京东年 GMV 突破 1.3 万亿元（包括自营 GMV 和平台 GMV），活跃用户数 3 亿左右，自营模式为主导，2017 年营收为 3,623 亿元，但净利润仍为负，在 2018 Q1 才首次扭亏为盈。这反映出自营模式通过商品变现、前期投入较大、毛利率净利率相对较低、需要提高周转的特点。③ 拼多多成立近 3 年，年 GMV 突破 1,900 亿元，年活跃用户数与京东相当，2017 年总营收 17.44 亿元，净亏损 5 亿元，呈现出典型的仍在平台模式中早期发展阶段的特点，拼命扩大流量，变现部分流量，因为模式相对较轻，即便投入大量营销获客费用，目前亏损尚在可控范围。

图表 7：阿里、京东、拼多多核心指标对比

	年度 GMV	年活跃用户数	最新年报营收	最新年报净利润
阿里	4.8 万亿元	5.52 亿	2,503 亿元	641 亿元
京东	1.3 万亿元	2.93 亿	3,623 亿元	-2 亿元
拼多多	1,987 亿元	2.95 亿	17 亿元	-5 亿元

来源：公司招股说明书，公司年报，备注：GMV 与年活跃用户数，阿里为 FY2018，京东为 CY2017，拼多多为截止 2018.3 的滚动 12 个月数据；国金证券研究所

2. 阿里巴巴：电商流量王者，流量增长仍然迅猛，聚集效应明显，经营流量仍是品牌商的主要考虑

2.1 阿里盈利模式：搭建交易型流量生态，服务变现流量

- 阿里的商业模式围绕流量构建了三个圈层：
- ① 核心流量与交易层：淘宝搭建 C2C 交易平台依靠广告变现实现盈利，天猫引入品牌商打造 B2C 平台后流量变现能力快速提升；B2B 业务 1688 搭建中小企业信息交互生态，沉淀中小商家资源，依靠会员费+增值服务实现盈利。此外打造菜鸟物流体系优化用户体验。
- ② 外围流量与技术层：持续投入数媒和娱乐强化流量入口建设，加码云计算等前沿科技，实现金融、物流等深层次生态数据变现。
- ③ 生态流量与线下零售层：投资布局新零售、跨境出口，将阿里商业生态圈的覆盖范围由线上扩展到线下，从国内扩张到全球。

图表 8：阿里业务板块及盈利模式

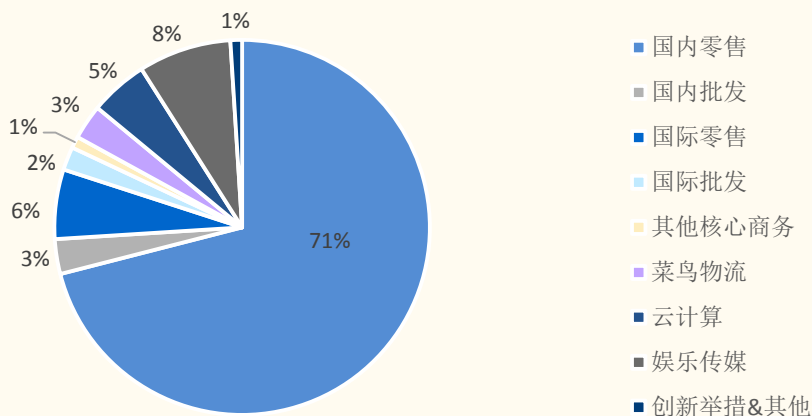
业务板块			盈利模式		2018 财年营收概览
核心电商业务	国内零售	淘宝网、天猫、聚划算、农村淘宝、天猫超市、阿里妈妈、天猫全球购、盒马生鲜、银泰商业	商家管理服务	淘宝直通车：淘宝搜索竞价 CPC 收费 广告展示费：按照固定价或竞价 CPM 收取广告费 淘宝客：淘宝天猫卖家按交易额一定比例佣金 聚划算位置费：促销页面收费	营收 1142.85 亿元，营收占比 46%，yoy47%
			佣金	天猫和聚划算卖家，每笔支付宝交易，一般收取 0.4-5%佣金	营收 465.25 亿元，营收占比 19%，yoy37%
			其他	淘宝旺铺：固定费用+店铺升级费 银泰与盒马生鲜商品销售收入	营收 157.49 亿元，营收占比 6%，yoy527%
	国内批发	1688	阿里巴巴诚信通会员年费及增值服务费 P4P 广告收费		营收 71.64 亿元，营收占比 3%，yoy26%
	国际零售	Lazada、AliExpress	5-8%交易佣金+广告费+商品销售收入		营收 142.16 亿元，营收占比 6%，yoy94%
	国际批发	阿里巴巴国际交易市场	广告费+会员年费+进出口相关增值服务费		营收 66.25 亿元，营收占比 2%，yoy10%
	菜鸟物流	菜鸟网	仓储配送费		营收 67.59 亿元，营收占比 3%
云计算		阿里云	云服务收费：数据库，存储和内容分发网络，安全管理和应用，大数据分析和机器学习		营收 133.90 亿元，营收占比 5%，yoy101%
娱乐传媒		UC 浏览器、UC 新闻、优酷土豆、阿里体育、阿里音乐、阿里游戏、天猫 tv、大麦网	UC 浏览器移动营销系统：神马关键字竞价 CPC 收费。 优酷土豆的广告系统：在线广告业务，包括 1) 视频广告（贴片/视频插播/静态）2) 显示广告（图形横幅/文本超链接）3) 其他广告（产品内置/赞助等）。		营收 195.64 亿元，营收占比 8%，yoy33%
创新举措&其他业务		高德、yunos、钉钉、阿里健康、天猫精灵	高德地图：终端用户的交通信息服务商，为移动应用社交网络提供基于位置的服务收费。 YUNOS：为智能设备提供基于云数据和服务的操作系统收费。 钉钉：企业通信与协作平台，提供低成本且安全的互联网电话服务。		营收 32.92 亿元，营收占比 1%，yoy10%

来源：公司公告，国金证券研究所

www.767stock.com

- **国内零售业务营收占比 71%，仍为公司主要收入来源：**尽管阿里的业务纷繁复杂，业务板块较多，但是其大部分营收仍来源于其最主要的业务——国内零售。2018 财年阿里国内零售业务占比为 71%（商家管理服务占比 46%，佣金占比 19%，银泰、盒马生鲜等其他占比 6%），国内批发和菜鸟物流业务占比均为 3%，国际零售和国际批发业务占比分别为 6% 和 2%。国内电商业务保持高位增长，近 3 年增速分别为 33.98%、42.06% 和 53.37%；国际电商业务增速强劲，近 3 年增速分别为 17.62%、74.82% 和 56.26%。此外，云计算、娱乐传媒、创新举措及其他业务占比分别为 5%、8% 和 1%。

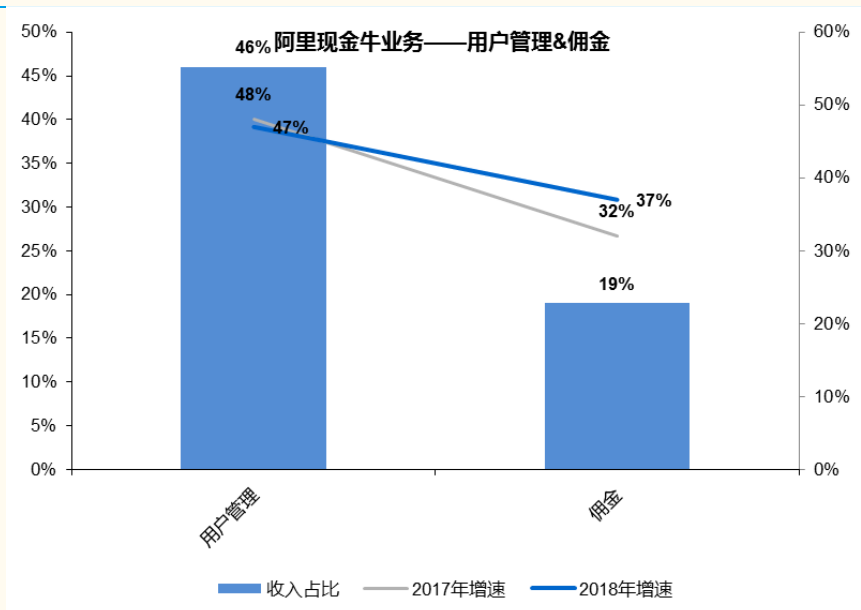
图表 9：阿里 2018 财年各业务营收占比



来源：公司年报，国金证券研究所

- **体量巨大的航母依然快速增长：**用户管理和佣金这两部分业务占阿里整个营收的 65%，是阿里赖以生存的现金牛业务，但是可以看出，阿里这两部分业务依然有很快的增长增长，用户管理近业务两年收入复合增速约为 47%，而佣金业务近两年收入复合增速约为 35%。而在阿里，依然是流量为王，且体现出较强的头部效应，用户管理也好，钻展也好，实际上就是广告费，一个品牌的在阿里上的品牌势能，是要通过这些搜索排名，展位情况等来体现的。

图表 10：阿里的现金牛业务——用户管理&佣金增长仍较快



来源：公司公告，国金证券研究所

www.767stock.com

2.2 当前主要流量变现工具：商家广告、店铺租金与交易佣金

- 1) 商家管理服务费即广告费在阿里 2018 财年收入中占比为 46%，隶属阿里妈妈业务板块旗下，是公司当之无愧的现金牛业务。对于商家来说，在阿里妈妈上常见可选的营销工具有：
- ① **淘宝直通车**：淘宝天猫商家的搜索推广营销工具，卖家通过对关键词进行竞价排名，获得更多的展现机会和更好的人群流量。卖家设置与推广商品相关的关键词和出价，在买家搜索相应关键词时，推广商品以优先的排序来获得买家的关注，实现精准营销，卖家按所获流量（点击数）付费。卖家竞价排名，按价格高低和类目匹配排序，出价越高，质量越好，排位越靠前。每个关键词最低出价为 5 分钱，最高不能超过 99 元。点击后的实际扣费=下一名的出价*下一名的质量得分/自己的质量得分+0.01。阿里针对买家的推广商品展现是“千人千面”的，出价*质量得分会影响展现量，一般情况下，出价越高展现量越大。

图表 11：淘宝直通车效果展示



来源：阿里，国金证券研究所

- ② **智钻**：钻石展位营销工具，图片类广告位竞价投放平台，提供包含淘宝网、天猫、微博、网易、优酷土豆等几十家淘内淘外优质媒体的上百个大流量优质展位。按千次展示付费（CPM）和按点击付费（CPC）。明星店铺是钻石展位的增值营销服务，当买家输入店铺名、店铺品牌相关的关键词进行搜索时，明星店铺推广信息就将展现在搜索结果页的最上方，明星店铺按千次展现计费，仅向部分钻石展位用户开放。

图表 12：钻石展位效果展示



来源：阿里，国金证券研究所

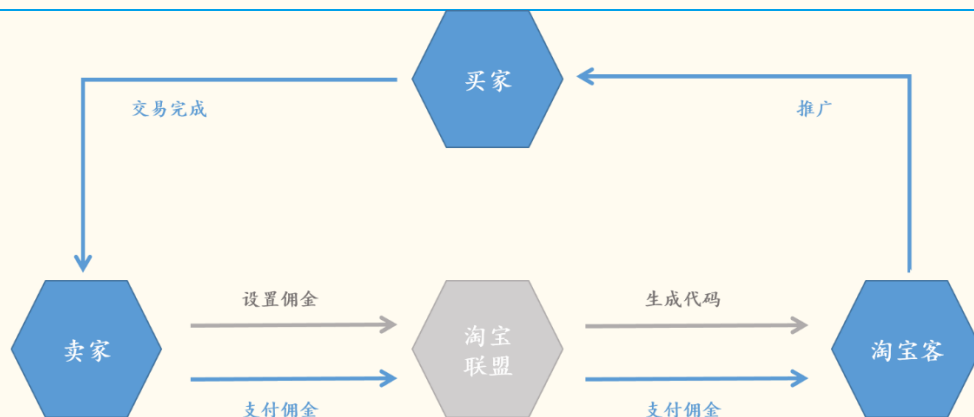
图表 13：明星店铺效果展示



来源：阿里，国金证券研究所

- **③ 淘宝客/联盟商家中心：**是一种按成交计费的推广模式，淘宝客只要从淘宝客推广专区获取商品代码，任何买家经过淘宝客的推广（链接、个人网站，博客或者社区发的帖子）进入淘宝或天猫卖家店铺完成购买后，淘宝客就可得到由卖家支付的佣金。联盟商家平台、卖家、淘宝客以及买家每个都是不可或缺的一环。联盟平台帮助卖家推广产品，帮助淘宝客赚取利润，每笔推广的交易抽取相应的服务费用。卖家为佣金支出者，提供需要推广的商品到联盟平台，并设置每卖出一个产品愿意支付的佣金。淘宝客：为部分佣金赚取者，他们在淘宝联盟中找到卖家发布的产品，并且推广出去，当有买家通过自己的推广链接成交后，就能赚到卖家所提供的部分佣金。若卖家设置的佣金比率小于 90%，按卖家实际设置的佣金比率结算；若卖家设置的佣金比率大于等于 90% 的，一律按 90% 进行结算。

图表 14：淘宝客交易流程



来源：阿里，国金证券研究所

- **2) 店铺租金：**淘宝平台无论是个人类型店铺还是企业类型店铺，开店都是免费的。商家在天猫经营必须向天猫交纳年费（租金），根据经营类目不同，年租金在 1 万-120 万不等。商家在销售额达到一定的年销售额水平后，可以享受 50% 或 100% 的租金减免。天猫店铺类型主要分为旗舰店、专卖店、专营店和卖场型旗舰店 4 种，对企业资质、品牌资质和行业资质要求均高于淘宝，开店审核周期一般为 3-6 个工作日。
- **3) 交易佣金：**淘宝平台上商家交易免佣金，但商家在天猫经营需要按照其销售额一定百分比交纳佣金。各经营类目佣金费率根据商品的毛利率有不同设定，一般在 0.5%-5% 的范围内。

图表 15：天猫店铺类型及资质要求

店铺类型	旗舰店	专卖店	专营店	卖场型旗舰店
店铺定义	以自有品牌或由商标权人提供独占授权的品牌入驻天猫开设的店铺。	以商标权人提供普通授权的品牌入驻天猫开设的店铺。	同一天猫经营大类下经营两个及以上品牌的店铺。	以服务类型商标开设且经营多个品牌的旗舰店。
企业资质	1、企业营业执照扫描件（需确保未在企业经营异常名录中且所售商品在营业执照经营范围内）； 2、银行开户许可证扫描件； 3、法定代表人身份证正反面扫描件； 4、联系人身份证正反面扫描件； 5、商家向支付宝公司出具的授权书； 6、一般纳税人资质			
品牌资质	1、由国家商标局颁发的商标注册证或商标注册申请受理通知书扫描件 2、品牌授权书			
行业资质	1、检测报告 2、许可证（特殊行业需要） 3、产品清单			

来源：天猫，国金证券研究所

图表 16：天猫 2018 年度各经营类目佣金费率及年费

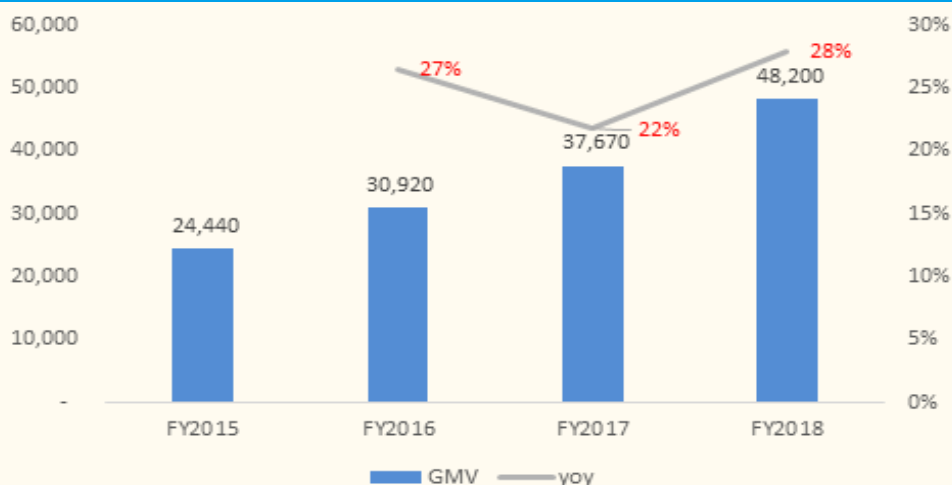
天猫经营大类	佣金费率	年费（万元）	享受 50%年费折扣优惠对应年销售额（万元）	享受 100%年费折扣优惠对应年销售额（万元）
服饰	5%	3~6	18~36	60~120
鞋类箱包	5%	6	18	60
运动户外	2%-5%	6	18~36	60~120
珠宝配饰	0.5%-5%	6	18	60
化妆品 (含美容工具)	4%-5%	3	36	120
家装家具家纺	2%-5%	3~6	18	36~60
图书音像	0.5%-10%	3	18	60
乐器	0.5%-2%	3	18	60
服务大类	0.5%-3%	3	18	36~60
汽车及配件	1%-3%	3~12	18~5000	60~不返还
电子票务凭证	0.5%	3	18	60
居家日用	2.5%-5%	3~6	18	36~60
母婴	2%-5%	3~6	18	60
食品	1%-2%	3	18	60
保健品及医药	2%-3%	3	18	60
3C 数码	2%	3	18~36	60~120
家用电器	2%-5%	3	36	120
网游及 QQ	0.5%-30%	1~5	36~100	120~200
话费通信	0.3%-3%	1	18~36	60~120

来源：天猫，国金证券研究所

2.3 品牌商阿里适配原则：GMV 仍迅速增长，流量聚集为主要战略

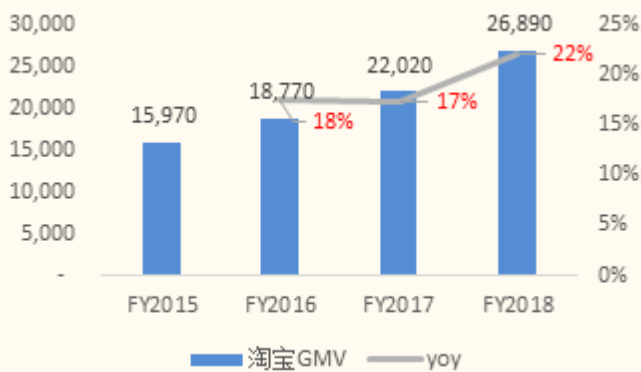
- 2018 财年阿里在中国零售市场的 GMV 为 4.82 万亿元，同比增长 28%。其中淘宝的 GMV 为 2.69 万亿元，同比增长 22%；天猫上进行交易的 GMV 为 2.13 万亿元，同比增长 36%。总 GMV 的增长主要通过增加活跃消费者的数量和增加每个活跃消费者的平均年度支出来推动。

图表 17：阿里 GMV（亿元）及增速



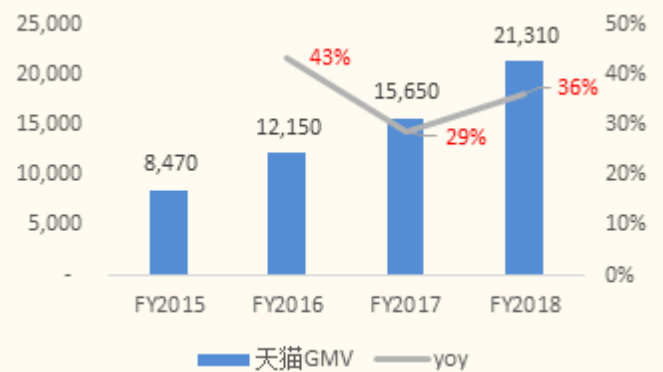
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 18：淘宝 GMV（亿元）及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 19：天猫 GMV（亿元）及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

- **阿里/天猫增速迅猛，深入研究并持续拓展天猫渠道或仍是品牌商的必修课。**阿里最近的一个财年整体 GMV 增速达 28%，其中天猫增速达 36%，也就是说，对于品牌公司来说，选择在天猫开店，跑出 35% 以上的增速，是非常正常的事情，而天猫本身也有一定头部流量聚集效应。整体而言，以天猫为代表的阿里渠道，增速比线下还是迅猛很多。对各大品牌零售商而言，继续研究阿里/天猫规则，并选择适合自身的方案 and 战略，是件非常必要的事情，而品牌商在阿里/天猫上的销售，也仍有很大增长空间。
- **品牌商阿里适配原则：流量聚集为主仍为一个主要战略。**阿里平台擅长的商品为“服饰及小件消耗日用品”，讲求一个“起量”逻辑，把量做起来，在阿里平台显得尤为重要，因为量起来以后，继续做直通车，钻展等活动，对展位的滚动，搜索的排名，都有着相应的优势，阿里流量具有较强的头部效应。而因为阿里本身的品类特色就是“消耗品”，那么在品牌定位上，强调“提高使用频次”，也有重要的潜在作用。总而言之，在阿里平台经营的品牌商，流量聚集是主要战略。

3. 京东: 自营平台 To C 模式, 规模化盈利任重道远, 保质是第一要务

3.1 京东盈利模式: 自营商品导流, 商品+服务变现

■ 京东的商业模式围绕商品和服务构建了三个圈层:

- ① 自营 3C&家电商品层: 自营 3C&家电正品保证品质, 自有物流及仓储配送体系保证用户体验, 赢得用户口碑, 17 年营收占比为 65%。业务相对成熟, 增长稳定, 17 年同比增长 31%。但自营型 SKU 拓展存在天花板、实现盈利要求较高。3C 家电自营仍为京东的主要收入来源。
- ② 自营日用商品层: 除强势 3C&家电商品外, 逐渐加大对消费者购买频率较高的日用品类扩展, 吸引更多用户和保持更高的用户黏性, 目前营收占比 26%, 为流量新的增长点, 17 年同比增长 64%。
- ③ 电商平台服务层: 除自营电商外, 逐渐开始发展电商平台业务, 拓展更轻的广告、店铺租金、佣金等服务变现方式, 目前营收占比仅为 8%, 但 17 年同比增速为 50%, 为公司新的业务增长点。

图表 20: 京东业务板块及盈利模式

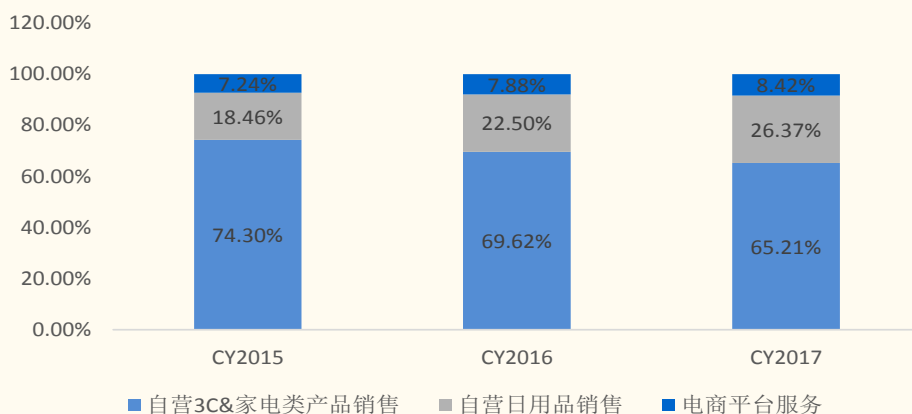
业务板块		盈利模式	2017 年营收概览
自营电商	京东商城	3C&家电类	商品进销差价
	京东商城	日用品类	商品进销差价
电商平台服务		京东快车、京东直投、京东展位、京挑客、京东物流	广告、店铺租金、佣金、物流服务
			营收 2,362.69 亿元, 营收占比 65%, yoy31%
			营收 955.55 亿元, 营收占比 26%, yoy64%
			营收 305.08 亿元, 营收占比 8%, yoy50%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.2 自营电商: 强大商业配套体系构筑深护城河, 实现质量保障, 赚取差价

- 自营收入中品类结构进一步多元化: 自营模式直接从供货商手中采购产品, 品控环节有保证, 打假力度较大, 有利于构筑品牌效应。3C&家电类产品销售市占率处于市场领先, 为进一步扩大流量 SKU 不断拓展, 日用品占比明显提升, 服装类仍面临阿里的压制。2015-2017 年, 自营 3C&家电类产品销售收入比重由 74.3%下降至 65.21%, 日用品销售收入占比由 18.46%上升至 26.37%。

图表 21: 京东分业务收入占比

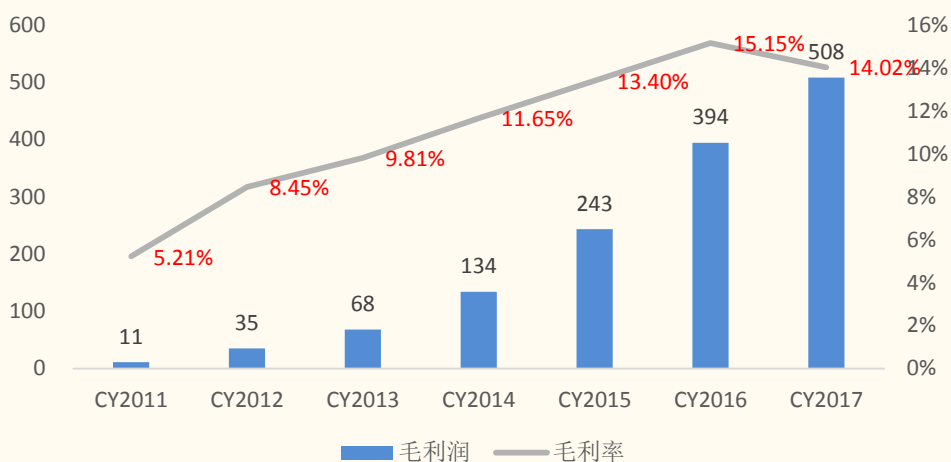


来源: 公司年报, 国金证券研究所

www.767stock.com

- 自营模式本质是零售商，毛利润来源于商品进销差价：2011 至 2016 年，公司毛利润由 11 亿元上升至 394 亿元，毛利率由 5.21% 上升至 15.15%，毛利率逐步提升。2017 年毛利润为 508 亿元，毛利率下降至 14.02%。我们认为，毛利率提升的主要原因为① 拥有大量流量公司规模化采购可以压低进货成本；② 3C&家电类产品标准化程度高，毛利率相对较低，随着公司 SKU 品类的扩展，日用品、服饰、美妆等其他高毛利率的商品销售拉高了整体毛利率；③ 逐渐开始发展电商平台业务，拓展毛利率更高的广告、店铺租金、佣金等服务变现方式。

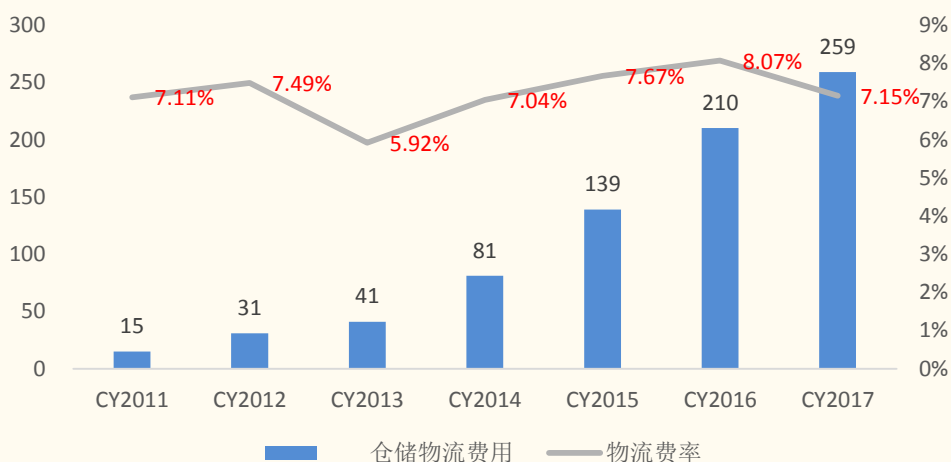
图表 22：京东毛利润（亿元）及毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

- 公司自有物流体系自 2007 年开始建设，至今拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境，以及达达网，整个京东的货品均可实现仓、配、客全链条服务；构建起 211 限时达、极速达、京准达及夜间配的时效服务体系，全方位满足物流时效要求。截至 2018Q1，公司拥有大型仓库 515 个，总面积约为 1090 万平方米。
- 近年来公司物流费率基本稳定在 7%-8% 之间，物流费用主要包括：1) 运营物流和客户服务中心的支出，包括因购买、接收、检验和入库存货而产生的人员成本和费用，挑选、包装以及为客户准备发货订单、处理付款和相关的交易成本；2) 第三方公司收取的配送费用；3) 租赁仓库、送货站、收货站的租金。

图表 23：京东仓储物流费用（亿元）及物流费率



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 24：京东物流覆盖范围

	2017	2018Q1
物流中心（城市数）	7	7
配送中心数量（城市数）	27	27
仓库数量	486	515
GFA	~ 1000 万平方米	~ 1090 万平方米
自建大型仓库	9 个城市 13 个项目	9 个城市 14 个项目
地域范围	几乎所有中国的县和区	几乎所有中国的县和区

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 平台服务收入：店铺租金、交易佣金及商家营销广告为主要来源

- 随着京东逐渐开始平台服务，公司收入来源更加多元化，除了商品销售收入外，拓展了店铺租金、交易佣金、商家营销广告费等其他服务变现方式。逻辑类似于线下百货公司除自营外，也会出租部分店铺和广告展位给商家。
- ① **店铺租金**：商家在京东经营必须交纳租金即平台使用费，一般为 1000 元/月。店铺类型主要分为旗舰店、专卖店和专营店 3 种，对企业资质和经营资质均有较高的要求。开店资质初审周期 7 个工作日，招商复审 5 个工作日，店铺授权约 3 个工作日。

图表 25：京东店铺类型及资质要求

店铺类型	旗舰店	专卖店	专营店
店铺定义	卖家以自有品牌，或由权利人出具的在京东开放平台开设品牌旗舰店的独占授权文件，入驻京东开放平台开设的店铺。	卖家持他人品牌授权文件在京东开放平台开设的店铺。	经营京东开放平台相同一级类目下两个及以上他人授权或自有品牌商品的店铺。
企业资质	三证合一营业执照 法人身份证正反面 一般纳税人资格证 银行开户许可证 授权书		
经营资质	商标注册证/商品注册申请书 销售授权书 质检、检疫、检验报告 卫生/生产许可证 其他资质		

来源：天猫，国金证券研究所

- ② **交易佣金**：商家在京东经营需要按照其销售额一定百分比交纳佣金。各经营类目佣金费率根据商品的毛利率有不同设定，大多在 1%-10% 的范围内，高于天猫的佣金费率。京东提供两种供销模式，1) **SOP 模式**：如天猫模式，商家自己解决仓储和物流，承担所有服务；2) **FBP 模式**：京东给商家一个独立操作的后台(自行上传产品，描述，价格)，商家五地入库（北京，上海，广州，成都，武汉），从仓储到配送到客服均由京东操作，商家可享受到京东本身自营的产品所有能享受的服务（支持 211 限时达，自提，货到付款，POS 刷卡）。京东鼓励商家选择 FBP 模式，所以一般 FBP 模式费率会更有优势。

www.767stock.com

图表 26：京东 2018 年度各经营类目佣金费率及平台使用费（租金）

类别	佣金费率		平台使用费
	SOP	FBP	单位-元/月
服饰内衣	6%-8%	6%-7%	1000
鞋靴	8%	7%	1000
珠宝首饰	1%-10%	1%-9%	1000
礼品箱包	1%-10%	1%-10%	1000
钟表	4%-8%	4%-8%	1000
运动户外	1%-8%	1%-6%	1000
家纺	6%-8%	5%-7%	1000
家居	8%	7%	1000
厨具	8%	7%	1000
家具	8%	7%	1000
家装建材	0.01%-8%	5%-7%	0-1000
汽车用品	0.5%-8%	0.5%-7%	1000
医疗保健	4%-10%	6%-7%	1000
母婴	2%-8%	2%-8%	1000
玩具乐器	3%-5%	3%-5%	1000
个人护理	4%-6%	4%-6%	1000
美妆护肤	4%-6%	4%	1000
家庭清洁/纸品	3%-8%	2%-7%	1000
食品饮料	3%-5%	3%-5%	1000
生鲜	3%	3%	1000
酒类	3%-5.5%	3%-5%	1000
宠物生活	1%-5%	1%-4%	1000
手机	2%-6%	2%-40%	1000
图书	6%	-	1000
数字内容	0.5%-2%	-	500
音乐	5%-8%	5%-8%	1000
影视	5%-8%	5%-8%	1000
教育音像	1%-8%	1%-8%	1000
数码	2%-8%	2%-8%	1000
电脑办公	1%-20%	1%-20%	1000
农资绿植	0-5%	0-5%	1000
家用电器	4%-10%	4%-10%	1000
本地生活/旅游出行	0-8%	0-100%	1000
教育培训	3%-10%	-	1000
房地产	0-5%	-	1000
二手商品	1%-8%	-	1000
邮币	1%	1%	1000
工业品	4%-8%	4%-8%	1000

来源：京东，国金证券研究所

- ③ 商家营销广告费：京东的平台服务也推出了多种营销工具，有按点击付费的京东快车和京东直投，按展示付费得京选展位，按效果付费得京挑客和一站式营销工具 DMP 等。从产品原理来讲思路与阿里妈妈旗下的营销工具相似，也是关键词竞价排名、出售广告位、成交后给推广者销售提成和定制化一体化的营销方案等。

图表 27：京东平台服务营销推广工具

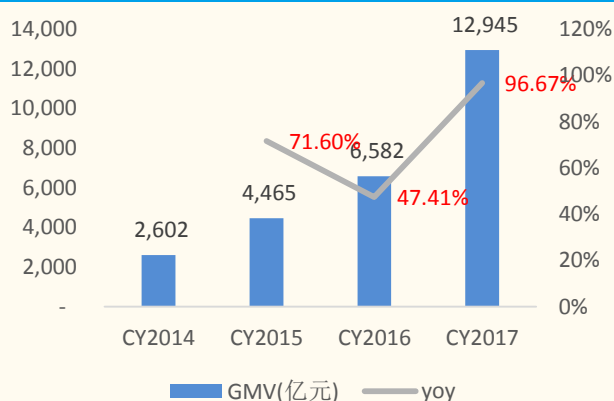
营销推广服务	营销工具介绍及计费方式
点击付费广告 (CPC)	按点击计费
京东快车	根据推广结果出价和质量分实时竞价，免费曝光，点击价格是由商户和竞价排序在商户下一位的客户推广结果的价格和质量度共同决定。
京东直投	精准定向付费引流，商家可获得百亿级腾讯流量。
展示付费广告 (CPM&CPD)	按广告千次展示或按天展示付费
京选展位 (CPD)	推广单元进行投放后，实时竞价展位资源，依据访问次数和报价进行收费，适合品牌曝光和活动推广。价格优惠：客户可以获得红包返还，并且红包和现金可以一起使用。
效果付费广告 (CPS)	按实际成交订单付给推广者销售提成费用
京挑客 (CPS)	汇聚购物分享、返利、娱乐、IT 等 15 种流量资源，按照实际成交额给推广者支付服务费的广告投放模式。
营销工具	一站式营销服务
DMP	圈定目标人群，精准营销，打造多款营销产品。

来源：京东，国金证券研究所

3.4 GMV 持续迅速增长，规模化盈利任重道远，对于品牌商来说，保质是第一要务

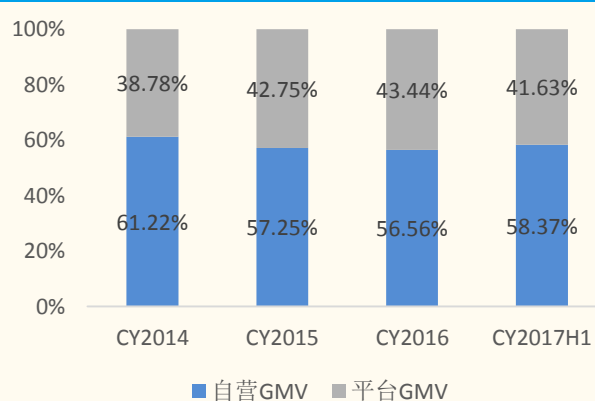
- **2015-2017 年京东的总 GMV 保持较快增长：**年增速分别为 71.60%、47.41%和 96.67%，2017 年总 GMV 为 1.30 万亿元。GMV 结构与 2014 年相比平台 GMV 占比上升，自营 GMV 有所下降，2015-2017H1，自营 GMV 占比保持在 57%-58%左右，平台 GMV 占比保持在 42%-43%左右。2017 年年报公司并未披露 GMV 的具体构成。作为电商公司，若纯粹依靠自营发展，盈利规模相对有限，因此京东走上了一条直营模式起家，希望努力拓展平台业务赚取流量高毛利的路，未来 GMV 的增长主要看平台业务的起量速度和规模。

图表 28：京东 GMV (亿元) 及增速



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 29：京东自营及平台 GMV 占比变化



来源：公司年报，国金证券研究所

- **品牌商适配原则：**本质上品牌商是“To 京东”，保质是第一要务。对于在京东上开店来说的品牌商，京东自营 GMV 仍超过一半，先由品牌商批发给京东，再由京东进行下一步的零售分销，同时京东上销售的商品，超过一半为 3C 家电这类耐用品，故京东本身平台承担商品质量背书，品牌商销售商品若存在质量问题，后果会很严重。所以在京东平台上，品牌商大部分模式其实是“To 京东”，品牌商“保质”是第一要务。

4.拼多多：滚雪球的社交电商，长尾流量收集后的品牌该如何构筑？

4.1 拼多多盈利模式：滚雪球式运营，营销服务变现流量

- **买家端聚流量：**营造“买到就是赚到”的购物氛围，让用户觉得“占到便宜”，拼多多 APP 的浏览首页上有大量刺激用户各种消费欲望的标识例如“1.9 起抢抢抢”、“9 块 9 特卖”、“砍价免费拿”等，给用户一种“不点进去、不买就亏了”的感觉。商品显示“单独购买”和“发起拼单”后的两种价格，“拼单”价格在“单独购买”价格的 40%-60%左右，暗示用户“拼单”能够“赚到”。“拼单”享受价格优惠的模式下，平台买家会积极向熟人介绍和分享平台产品，自发产生更多低成本流量，实现买家数的指数增长。
- **卖家端聚流量：**商家入驻门槛较低，平台免入驻费，开店时涉及费用的情况只有下列两种：一、报名活动时，需要支付保证金；二、代微信、支付宝第三方支付平台收取 0.6%交易手续费。平台店铺分为旗舰店、专卖店、专营店、普通店和个人店，对新商家会有流量支持，开店一般 2 个工作日可完成审核。开店远难度小于淘宝、天猫和京东，根据草根调研，个人店铺仅需上传身份证、一张商品照片及本人手持身份证正面照即可注册开店。因此，拼多多以实惠的条件承接了大量淘宝的中低端商家。
- **商家营销服务和佣金变现：**本质是电商平台，向商家收取营销服务费和佣金。营销服务 2017 年营收 12.09 亿元，占总营收比重为 69.30%；2018Q1 营收 11.08 亿元，占总营收比重为 80%。佣金业务 2017 年营收 5.31 亿元，占比 30.5%；2018Q1 营收 2.77 亿元，占比 20%。2017 年 Q1 后终止原有的“拼好货”在线商品直销，全面转为电商平台模式。

图表 30：拼多多业务板块及盈利模式

业务板块		盈利模式		2017、2018Q1 营收概览
在线市场服务	在线营销服务	搜索推广	提供关键词竞价排名，按点击收费	2017 年营收 12.09 亿元，营收占比 69.30%；2018Q1 营收 11.08 亿元，营收占比 80%
		明星店铺	提供明星店铺推广服务，按千次展现计算付费（CPM 模式）	
		Banner 广告	提供 Banner 资源位店铺推广，按展现付费（CPM 模式），	
		场景推广	定位与资源位组合场景推广，按点击收费	
	佣金	商家交易佣金（销售商品价值的 0.6%）		2017 年营收 5.31 亿元，营收占比 30.5%，yoy3505%；2018Q1 营收 2.77 亿元，营收占比 20%，yoy4017%
商品销售		“拼好货”在线商品直销（2017 年 Q1 后终止）		2017 年营收 338.5 万元，营收占比 0.20%，yoy-99.26%；2018Q1 不再产生营收

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：拼多多店铺类型

店铺类型	旗舰店	专卖店	专营店	普通店	个人店
店铺定义	1.商家以自有品牌（商标为 R 或 TM 状态）入驻拼多多开设的店铺。	1.商家以自有品牌（商标为 R 或 TM 状态）入驻拼多多开设该品牌的专卖店；	经营拼多多商城同一招商大类下 1 个及以上品牌商品的店铺。		
	2.旗舰店可以有以下几种类型：	2.商家经营一个授权销售品牌商品的专卖店（授权不超过二级）。	专营店有以下几种类型：		
	①经营一个自有品牌商品的品牌旗舰店；		①经营 1 个及以上他人品牌商品的专营店；		
	②经营多个自有品牌商品的品牌旗舰店；		②既经营他人品牌商品又经营自有品牌商品的专营店；		
	③卖场型品牌（服务类商标）所有者开设的品牌旗舰店（限拼多多商城主动邀请入驻）。		③经营 1 个及以上自有品牌商品的专营店。		
	3.授权品牌开设旗舰店（商标为 R 或 TM 状态）：只能经营一个商品的旗舰店且为一级授权。				

来源：拼多多，国金证券研究所

4.2 主要变现工具：搜索推广、明星店铺、Banner 广告、场景推广

- ① 搜索推广：拼多多推出的一种服务于商家的推广营销工具，商家可以通过搜索推广使自己商品排名靠前，获得在用户面前优先展示机会，为商品店铺引流。一般关键词搜索页面的第 1、7、13、19 等位置，每隔 6 个商品有一个推广广告位。商家通过关键词竞价获得排名，综合排名=关键词质量分×关键词出价，其中质量分是衡量关键词与商家推广信息及用户搜索意向相关性的指标，代表着推广效果好坏。平台按点击进行服务收费，单次点击收费=（下一名出价×下一名质量分）/自己的质量分+0.01 元。

图表 32：拼多多关键词搜索推广展示效果

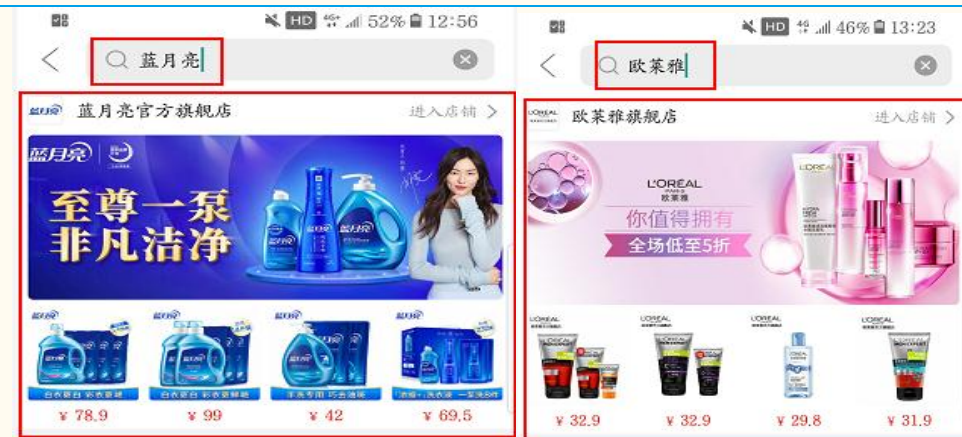


来源：拼多多，国金证券研究所

- ② 明星店铺：为企业店铺推出的一种新的推广方式。商家成功申请品牌词、提交创意，在审核通过之后，可以创建明星店铺推广计划。通过系统的计算，店铺将会在所申请的品牌词和相关关键词的搜索结果页获得展示机会。考虑到店铺资质的影响，该功能仅针对旗舰店、专营店和专卖店开放。不同于搜索推广的按点击付费，明星店铺按千次展示出价计算费用（CPM 付

费模式)，每千次展现出价一般为 20-300 元。

图表 33：拼多多明星店铺推广展示效果



来源：拼多多，国金证券研究所

- ③ Banner 广告：凭借优势资源位，以图片展示为基础，精准定向为核心，帮助商家实现店铺和单品的推广，主要推广位置是 APP 首页 Banner 轮播图的第二帧、第三帧。针对店铺和单品，广告主可以制定个性化推广创意，通过创意展示吸引流量。该服务按千次展示出价计算费用（CPM 付费模式），按展现付费，点击不扣费，每千次展现出价一般为 10-300 元。

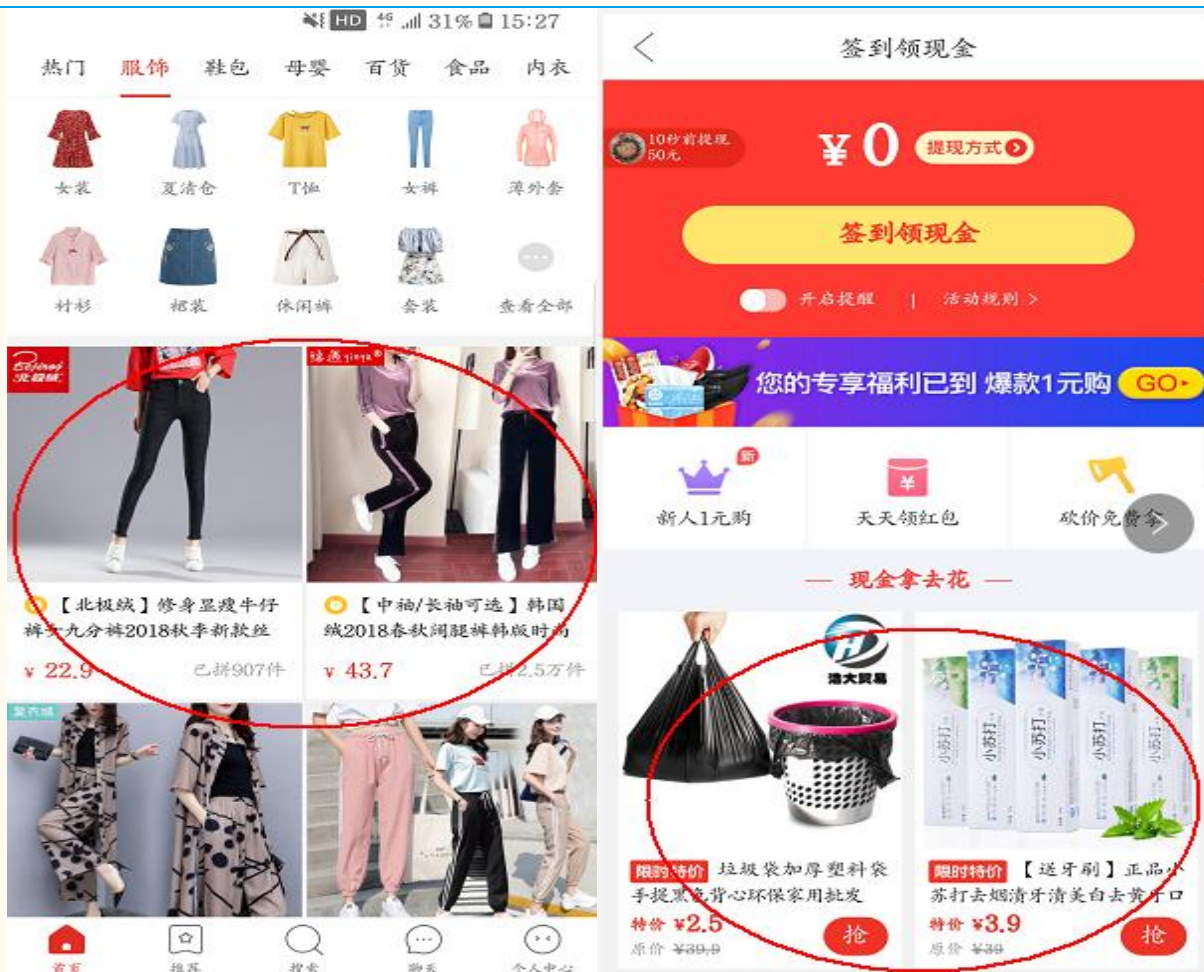
图表 34：拼多多 Banner 广告推广展示效果



来源：拼多多，国金证券研究所

- ④ 场景推广：场景推广打造的是一种定向条件与资源位的不同组合方案。定向条件围绕的核心是用户，根据用户类别分为 5 种定向，分别为相似商品定向（竞品拉新）、相似店铺定向（竞店拉新）、访客重定向（老客维护）、叶子类目定向（类目拉新）和兴趣点定向（商品拓展用户）；资源位围绕的核心是广告展示位置，目前可溢价资源位有 3 种，包括类目商品页、商品详情页和营销活动页。

图表 35：拼多多场景推广举例（类目商品页广告位、营销活动页广告位）



来源：拼多多，国金证券研究所

- 不同的定向+资源位组合方案，对应流量（曝光量与点击量）、过程（点击率与转化率）、效果（ROI）三大收益指标不同，侧重点也不同。商家在做推广的时候，可以根据自身推广目的选择不同的组合方案。例如，流量+流量作为强引流组合，可以做测款、测图等测试；过程+过程的组合，主要用来培养权重；效果+效果的组合，可以用来做盈利推广，当然缺点是流量瓶颈会特别明显；效果+流量组合，是比较综合的推广方式。
- 场景推广服务按点击服务，展现不收费，点击收费=下一位的出价×下一位的商品素材点击率/自己的商品素材点击率+0.01 元，而出价=所有普通用户出价×（1+展示定向条件溢价）×（1+展示资源位溢价）。

图表 36：拼多多场景推广定向与资源位组合方案



来源：拼多多，国金证券研究所

图表 37：拼多多场景推广组合方案选择

定向条件	资源位	
1 流量	流量	= 强引流（测款）
2 过程	过程	= 培养权重（淡季）
3 效果	效果	= 盈利（日常）
4 效果	流量	= 综合推广（日常）

来源：拼多多，国金证券研究所

4.3 自营转平台，净亏损率收窄，由量到质是必经之路

- **2017 年及 2018Q1 平台 GMV 分别为 1,412 亿元和 662 亿元，订单总数分别达到 43 亿和 17 亿。**2017 年，平台上的活跃买家数达到 2.45 亿，移动应用平均月活跃用户数为 6,500 万。截至 2018 年 3 月 31 日的最近 12 个月期间，平台上有超过 100 万的活跃商家数，2.95 亿的活跃买家数，1.03 亿的移动应用平均月活跃用户数。
- 公司在 2016 年和 2017 年营收分别为 5.05 亿元和 17.44 亿元，同比增速为 245.45%。2018 年 Q1 营收 13.85 亿元，较 2017 年 Q1 营收 0.37 亿元同比增长 36.4 倍。成立 3 年来一直处于飞速发展阶段，每个季度环比数据呈现呈现大幅提升，无法用同比数据进行衡量。

图表 38：2016-2018 Q1 营收（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
营业收入（亿元）	5.05	17.44	0.37	13.85
YOY（%）		245.45%		3640.25%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **2017 年 Q1 起由商品销售的自营模式转向在线市场服务为主的平台模式，**在线市场服务 2017 年和 2018 年 Q1 同比增速分别为 35 倍和 40 倍。2017 年 4 月公司推出在线营销服务（广告），不再依靠平台的商品销售提供营收，业务模式向服务转型。在线营销服务 2017 年营收占比 69.3%，2018 年 Q1 占比 80%，已成为支撑公司营收主要手段。

图表 39：2016-2018 Q1 分业务营收（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
在线市场服务				
1) 在线营销服务	-	12.09	-	11.08
收入占总收入比	-	69.30%	-	80.00%
2) 佣金费	0.48	5.31	0.34	2.77
收入占总收入比	9.60%	30.50%	90.90%	20.00%
YOY（%）		3505.71%		4016.68%
商品销售	4.57	0.03	0.03	-
收入占总收入比	90.40%	0.20%	9.10%	-
YOY（%）		-99.26%		

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **自营向平台转型带来毛利率高增长：**随着公司在 2017 年的业务转型，在线市场服务毛利率 2017 年由负转正，整体毛利率在 2018 年 Q1 达到 76.98%。

图表 40：2016-2018 Q1 分业务毛利率

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
毛利率(%)	-14.46%	58.56%	-47.04%	76.98%
在线市场服务毛利率(%)	-93.78%	58.65%	-52.77%	76.98%
商品销售毛利率(%)	-6.07%	9.84%	9.84%	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **在线市场服务成本随业务扩张增加：**公司营业成本（包括线上市场服务成本及商品销售成本）由 2017 年 Q1 的 0.54 亿元增至 2018 年 Q1 的 4.86 亿元，这一增长主要是由于在线市场服务成本的增加。2017 年 Q1 公司在线市场服务成本 0.51 亿元，2018 年 Q1 大幅增至 3.19 亿元，在线市场服务成本的增长主要源于第三方在线支付平台付款处理费，带宽和服务费成本

本以及员工成本的增加。其中支付第三方在线支付平台的支付处理费用由 0.34 亿元增至 1.64 亿元，带宽及服务器成本由 0.07 亿元增至 0.88 亿元。由于不再经营在线直销业务，商品销售成本在 2018 年 Q1 减至 0。

图表 41：2016-2018 Q1 营业成本（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
在线市场服务成本	0.94	7.20	0.51	3.19
商品销售成本	4.84	0.03	0.03	0
合计	5.78	7.23	0.54	3.19

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **营收高速增长的同时，营销费用维持高比例：**销售及营销开支由 2017 年 Q1 的 0.74 亿元大幅增加至 2018 年 Q1 的 12.18 亿元，主要源于 (i) 加速提升品牌知名度，包括线上线下品牌推广活动在内的广告费用人民币 5.76 亿元；(ii) 因促销活动增加而增加的促销及优惠券开支 5.49 亿元，(iii) 员工成本，专业及其他服务费用增加人民币 0.19 亿元。

图表 42：2016-2018Q1 营销投入

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
营销费用（亿元）	1.69	13.45	0.74	12.17
营销费用率（%）	33.50%	77.10%	199.50%	87.90%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **拼多多未来，最关注的问题可能是如何做好品牌监管、质量管控和商家赋能。**实际上，拼多多的用户已经达到 3 亿，和京东一个体量，和阿里（5 亿用户）也是一个数量级，但是其 GMV 距阿里和京东还较远。拼多多现在处于野蛮生长的阶段，开店门槛比较低，监察力度也相对松，但是拼多多是一个平台电商，流量搜索和推荐是其盈利模式，那么对于经销商和供应商的赋能，是其未来能够盈利的核心，未来一定是要通过对 B 端赋能来实现长足发展的，所以品牌监管和质量管控是拼多多一定需要做的事情，这对拼多多是生死攸关的。

4.4 拼多多品牌商适配策略：品牌商长尾流量收集后的品牌构筑将如何展开？

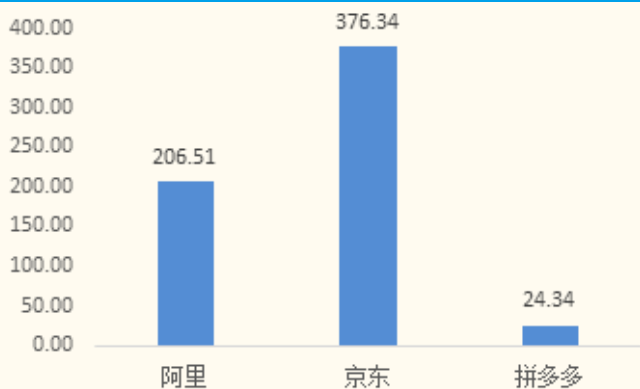
- **拼多多本质上是长尾流量的整合。**拼多多的主力商品品类包括食品，母婴，女装等，都是非常高频的品类。而不论是所谓三四线城市占其消费主力也好，还是说所谓便宜的商品也好，拼多多以社交电商为矛，实现的本质上都是长尾流量的整合。经销商通过社交电商的模式，以低价销出大量的低值易耗商品，满足低线消费者对于价格的诉求，而长尾供应商也因此接到大量的订单。拼多多在阿里和京东的夹缝中杀出来，并壮大，依靠的是长尾的流量&产品的聚合。
- **混沌初开，铸造秩序是必经之路。**但初期的野蛮发展，使得拼多多平台目前面临一个混乱的局面，即商品品牌监管不严，大量山寨，伪劣的商品在平台上贩售，而缺乏相应的监管机制，缺乏品牌化的格局。而对于拼多多来说，其是一个平台化电商，未来是需要要像阿里一样，和经销商&供应商等 B 端收钱的。所以除了流量外，未来拼多多还需要向 B 端的品牌力赋能，拼多多的长尾整合逻辑未来不会改变，但长尾也需要长尾的品牌，我们认为，未来适合拼多多渠道的品牌商，是擅长低值易耗商品，本身适应于长尾消费者，却有能力整合品牌力，做出品控的品牌商。如食品，内衣裤，床上用品，生活用纸等品类的品牌商，在维持低价的基础上，能够实现品控，积累口碑，并通过规模化降低摩擦成本，最终实现多销盈利。

5.从核心指标展望阿里、京东和拼多多

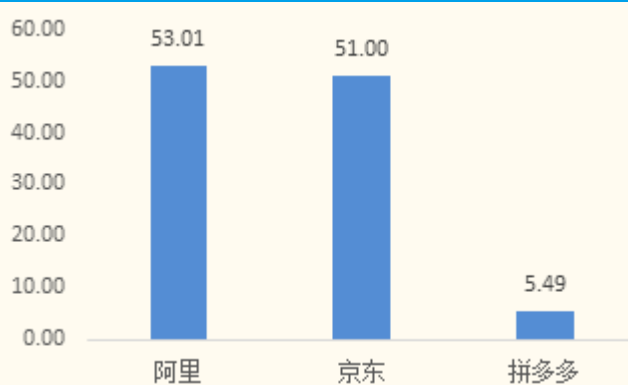
5.1 拼多多的获客成本和用户维护成本约为阿里、京东的 1/10

- 我们将单个新活跃用户获客成本定义为： $18Q1 \text{ 营销费用} / (18Q1 \text{ 年活跃用户数} - 17 \text{ 年底年活跃用户数})$ ，计算得到阿里、京东和拼多多 18Q1 单个新用户的获客成本分别为 206.51 元、376.34 元和 24.34 元，阿里获客成本是拼多多的 8 倍，京东获客成本是拼多多的 15 倍。在拼多多野蛮生长的过程中，社交电商之矛帮其以非常低廉的成本获取了相当数量的用户。
- 我们将单个活跃用户维护成本定义为： $17 \text{ 营销费用} / 17 \text{ 年底活跃用户数}$ ，计算得到阿里、京东和拼多多 18 年单个活跃用户的维护成本分别为 53.01 元、51 元和 5.49 元，阿里用户维护成本是拼多多的 10 倍，京东用户维护成本是拼多多的 9 倍。
- 拼多多的滚雪球运营模式在当前确实快速扩大的流量规模，即使在 17 年开始接连赞助各类综艺、电视、网剧、赛事等节目，其获客成本依旧不高。这一方面印证了“拼单模式”的有效性，另一方面也反映出电商巨头阿里和京东目前在线上流量获取方面成本已经不低，如何突破线上流量瓶颈应该是阿里和京东始终需要思考的问题。

图表 43：单个用户获客成本（元）比较



图表 44：单个用户维护成本（元）比较



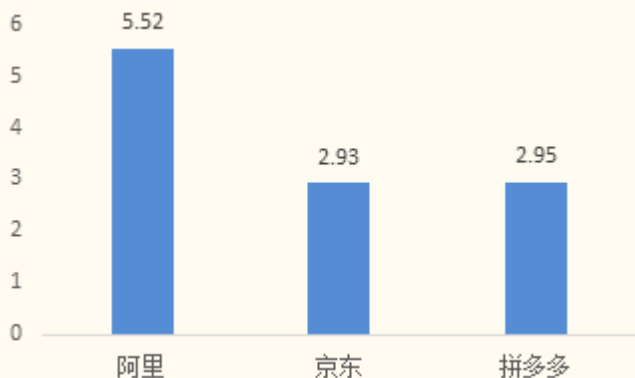
来源：公司公告，国金证券研究所，单个用户获客成本=18Q1 营销费用/（18Q1 年活跃用户数-17 年底年活跃用户数）

来源：公司公告，国金证券研究所，单个用户维护成本=17 营销费用/17 年活跃用户数

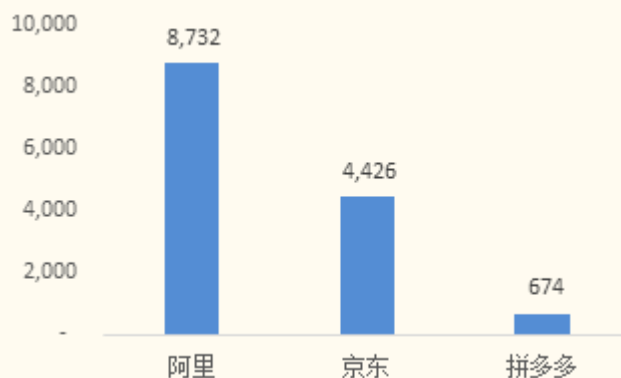
5.2 阿里单个用户消费额约为京东的 2 倍、拼多多的 13 倍

- 我们计算得到阿里和拼多多截止 2018 年 3 月最新 12 个月的单个活跃买家平均年消费额分别为 8,732 元和 674 元，京东 2017 年的单个活跃买家平均年消费额为 4,426 元。阿里人均 GMV 为京东的 2 倍、拼多多的 13 倍。

图表 45：年活跃用户数（亿）比较



图表 46：单个活跃买家年消费额（元）比较



来源：公司公告，国金证券研究所，京东为 CY2017，阿里、拼多多为截止

来源：公司公告，国金证券研究所，京东为 CY2017，阿里、拼多多为截止

www.767stock.com

2018.3 的滚动 12 个月数据

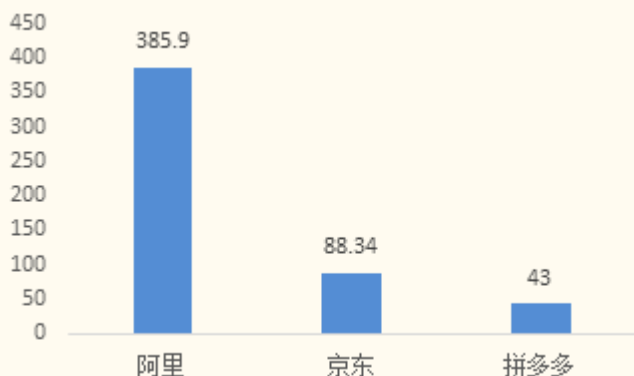
2018.3 的滚动 12 个月数据

- 在活跃用户数量级相当时，GMV 由单个买家的平均消费所决定。阿里和京东用户每年平均在数千元的消费，而拼多多的用户目前每年花费不到一千。这与拼多多主打三四线城市及农村人群相符合，也符合其低价的定位。但是，未来 GMV 的提升势必绕不开人均消费的提升，如果没有顺利完成用户价值“由量到质”的转变，那么拼多多天花板，很快就能看见。

5.3 京东单个订单价格约为阿里的 1.5 倍、拼多多的 4.5 倍

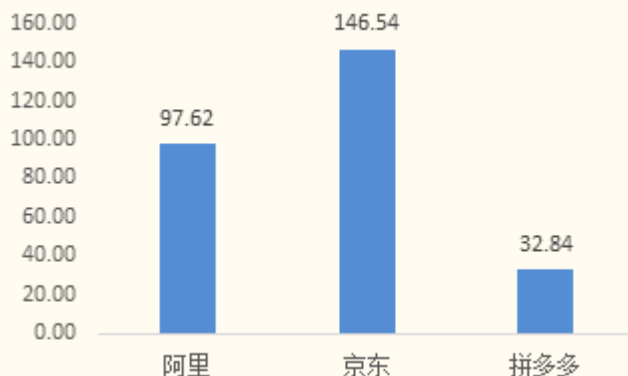
- 我们计算得到京东和拼多多 2017 年的单个订单价格分别为 146.54 元和 32.84 元，阿里 2018 财报未披露订单数，截止 2017 年 3 月最新 12 个月的单个订单价格为 97.62 元。京东单个订单价格为阿里的 1.5 倍、拼多多的 4.5 倍。

图表 47：年订单数（亿件）比较



来源：公司公告，国金证券研究所，阿里为 FY2017，京东和拼多多为 CY2017

图表 48：单个订单价格对比（元）比较



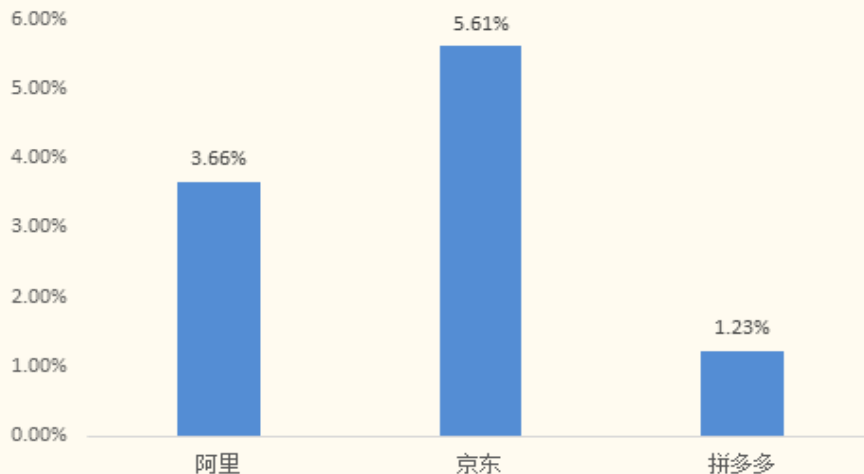
来源：公司公告，国金证券研究所，阿里为 FY2017，京东和拼多多为 CY2017

- 单个订单价格的差异可以体现出电商品类的差异，京东的优势品类主要为 3C&家电类商品，单价高，故拉高了平均单价，但同时该产品相对低频，故京东的年订单量与阿里差异很大。从订单量和件单价指标，我们可以看出京东目前仍然缺少相对高频的品类占比，未来如果能增加如日化、食品、服饰等高频商品的交易，有望进一步拉动 GMV 的增长。

5.4 电商平台货币化率：京东最高，拼多多最低

- 货币化率为电商平台 GMV 转化为广告费、服务费等变现方式的比例，是衡量电商平台流量变现能力的指标。京东在自营模式之外也有平台模式，17 年 H1 平台 GMV 占比为 42%，但 17 年全年开始不再披露 GMV 的构成，我们假设京东 17 年底 GMV 构成不变，可以测算出其平台业务的货币化率。

图表 49：电商平台业务货币化率比较



来源：公司公告，国金证券研究所，阿里为 FY2018，拼多多为 CY2017，京东为 CY2017（未披露 2017 全年

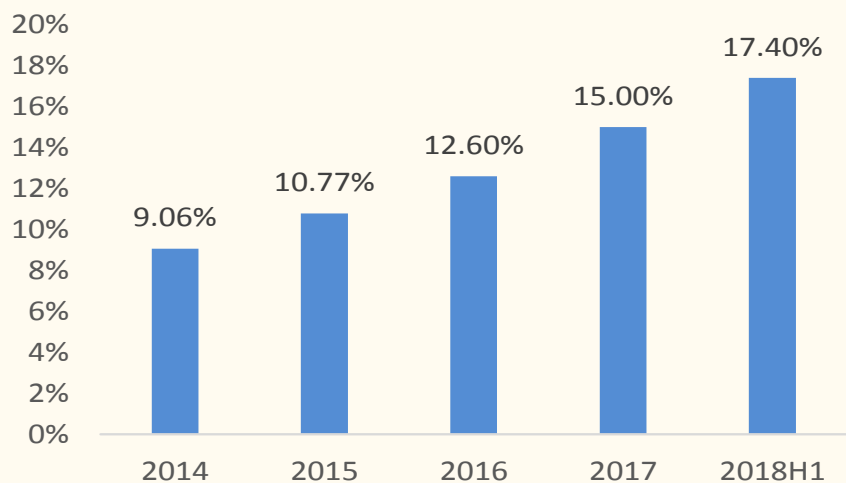
GMV 构成，假设全年平台 GMV 占比与上半年相同，为 42%)

- 京东货币化率最高为 5.61%、阿里货币化率为 3.66%、拼多多的货币化率为 1.23%。京东货币化率最高的原因为其平台的佣金费率高于阿里和拼多多。目前三家公司平台业务的货币化率仍有望进一步提升，未来随着技术的逐渐成熟，千人千面的精准化营销进一步渗透时，商家对于平台的依赖程度有望进一步提升，电商平台的货币化率有望进一步提高。

6. 服装及化妆品公司等品牌零售公司电商渠道发展的启示：电商增长仍迅猛，是品牌公司增长利器，而品牌公司需选择适宜自身的模式

- 社零总额中，线上占比目前为 17.4%，其渗透率有望进一步提升。从 2014 至 2018H1，网上商品零售额占社零比重由 9.06% 提升至 17.40%，比重不断上升，而目前，整体线上零售仍然发展迅猛，从地域，到品类，到模式，仍在全方位的进化。我们认为，未来线上渗透率有望在 17.4% 的基础上进一步提升。

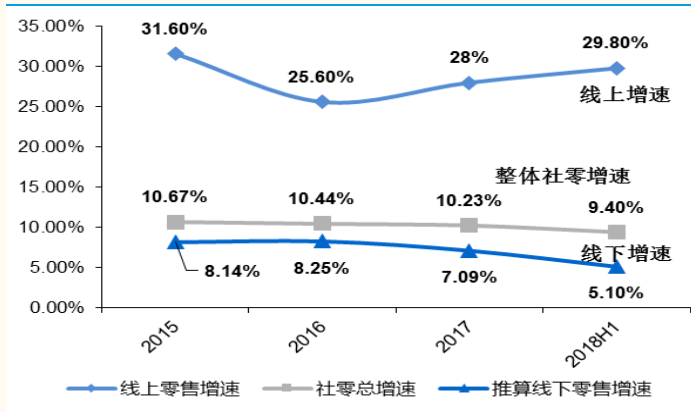
图表 50：线上零售额占社零总额比重目前为 17.4%，有望进一步提高



来源：国家统计局国金证券研究所

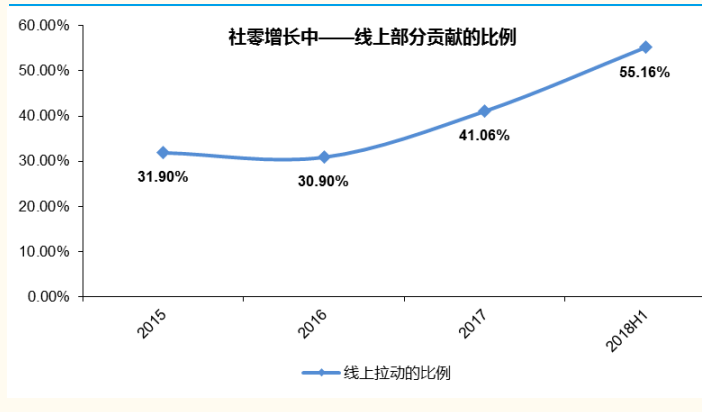
- 线上部分是拉动社零总额增长的箭头。2015 至 2018H1，我国社会消费品零售总额增速分别为 10.67%、10.44%、10.23% 和 9.4%，整体增速有所放缓；推算出线下相应的增速为 8.14%、8.25%、7.09%、5.10%，线下消费的增速有较为明显的下滑。而同期线上商品零售额增速分别为 31.60%、25.60%、28% 和 29.8%，网上增速强劲，保持在 25% 以上，且近 3 年连续增长。我们认为，现阶段，线上零售是拉动社零总额增长的箭头。近年来，社零增长中，线上部分的贡献比例在持续提升，由 2015 年的 32%，提升至 2018H1 的 55%，2018H1，线上零售同比增速为 29.8%，线下零售同比增速 5.1%，在整体 9.4% 的社零增速中，线上部分以不到两成（17.4%）的占比，贡献了整体社零增速（9.4%）中的 55%，且这个比例或将持续提升。

图表 51：社零线上部分增速迅猛



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 52：社零增长中线上部分贡献比例持续提升



来源：国家统计局国金证券研究所

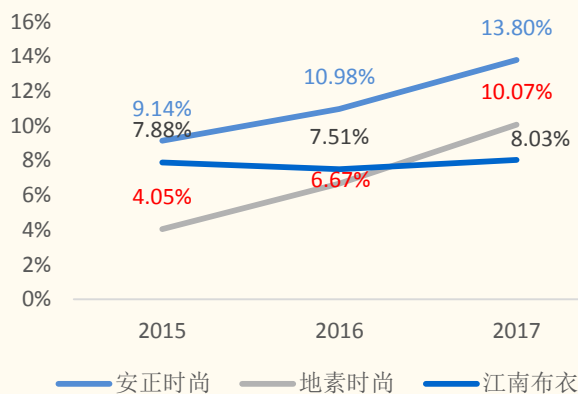
- 线上和线下经营的品类特性有所区别，选择更适宜的渠道来推更适宜的品类，会让品牌商事半功倍。我们认为，线下场景适合标准化程度低、重体验感和即得性的商品销售；而线上场景尤其适合标准化程度高、低值、易耗的商品销售，并且该类商品的马太效应有望在线上场景中进一步放大。选择更适宜的渠道，去推广的品类，会让品牌商事半功倍。
- A 股服装鞋包、化妆品及家纺品牌公司近年来线上占比不断提升，线上增速强劲。大众品牌森马、太平鸟、开润线上占比分别为 26.13%、20.70%和 43.62%，增速强劲；中高端品牌由于对体验感要求较高，目前线上占比相对较低；化妆品品类标准化程度较高，线上占比相对较高，且增速在 30% 以上，上海家化、珀莱雅、御家汇和拉芳家化的线上占比分别为 21.85%、36.08%、95.96%和 9.13%；家纺品牌线上占比也呈现上升趋势。

图表 53：纺服及化妆品公司 2017 年线上营收占比及增速

大众品牌	森马	太平鸟	海澜之家	开润股份
线上占比	26.13%	20.70%	5.91%	43.62%
线上增速	40.53%	35.57%	23.35%	119.97%
中高端品牌	安正时尚	地素时尚	歌力思	江南布衣
线上占比	13.80%	10.07%	4.90%	8.03%
线上增速	48.88%	61.73%	25.81%	31.08%
化妆品	上海家化	珀莱雅	御家汇	拉芳家化
线上占比	21.85%	36.08%	95.96%	9.13%
线上增速	49.48%	31.91%	43.81%	70.29%
家纺品牌	罗莱生活	水星家纺	富安娜	梦洁股份
线上占比	21.45%+	38.71%	26.45%	12.51%
线上增速	40%+	48.77%	37.03%	20.96%

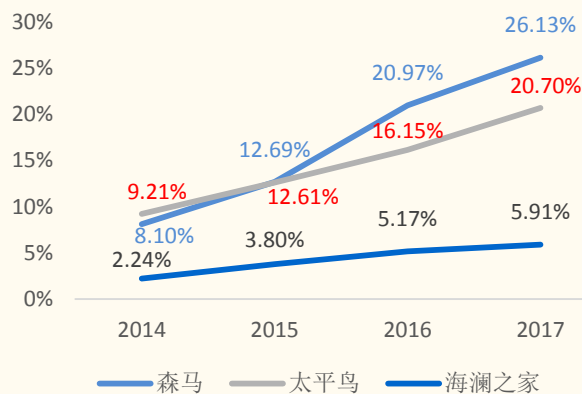
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 54：中高端服装品牌线上营收占比



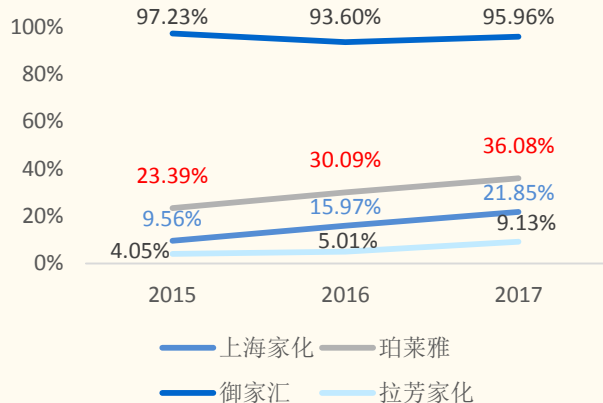
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：大众化服装品牌线上营收占比



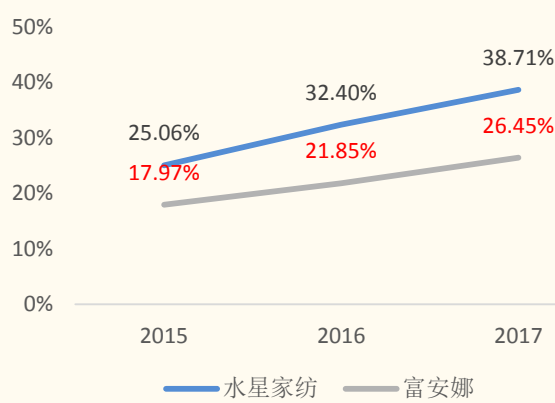
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：化妆品品牌线上营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所

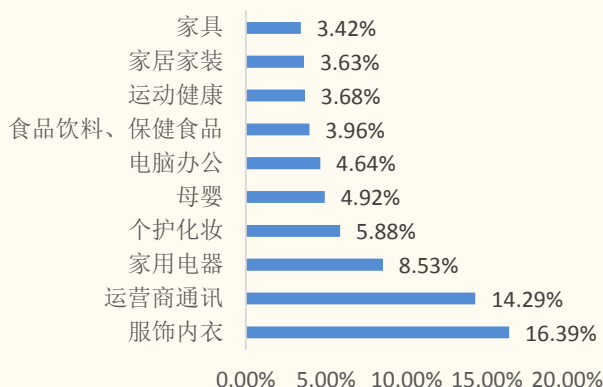
图表 57：家纺品牌线上营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所，罗莱、梦洁未披露历史精确线上占比

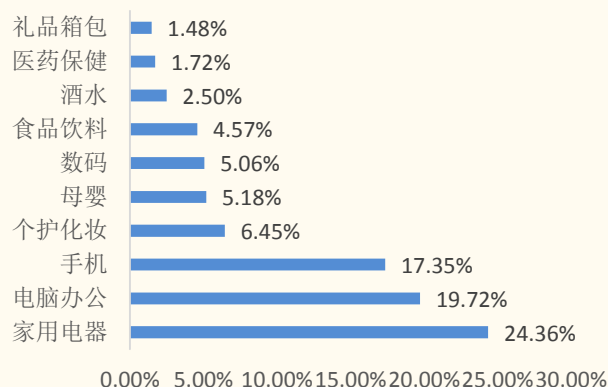
- 对品牌商、供应商和经销商而言，应该对不同电商的游戏规则和盈利模式有全面了解和比较后，选择最合适的电商或者在每个电商上用最合适方法进行运营。对于电商平台例如阿里和拼多多，商家应该更着重于权衡其在提供的在流量、物流、支付等方面的赋能和收取的入驻费、广告费和佣金之间是否具有较高的性价比。对于自营为主的电商例如京东，商家应该更关注其采购量、进货价、周转情况和退换货政策。熟悉并能熟练利用不同电商游戏规则的品牌商、供应商和经销商有望随着电商渗透率的提升收获巨大的成长机遇。
- 阿里、京东、拼多多虽然有一些重合的品类，但是总体品类分布还是差异巨大，不同的品类或需从战略上就选择不同平台。①阿里在服装领域具有强势地位，服装是阿里 GMV 第一的品类，占天猫整体 GMV 达 16%，可以说阿里很大程度上，还是见长于“服饰及小件消耗日用品”的；②而京东 3C&家电类商品收入占比超过 60%，可以说京东是擅长于“大件标准化耐用产品”品类的，很大程度上是一个线上电器电子商城，其物流，包括质保风格，也都是在这种品类上更有竞争优势的；③而拼多多平台上 GMV 占比最多的品类为食品类，其次是母婴类和女装类，三项占比总和达拼多多总 GMV 的 34%。可以看出，拼多多也是更善于“消耗性日用品”的，而拼多多本身还有一个“低值易耗”的标签，和其社交电商的风格也有分不开的关系。总体而言，在品牌商选择线上化的时候，也要考虑不同平台品类特色，才能有的放矢，获得更大的投产出比。

图表 58：2017 天猫商城销售额前十品类及占比



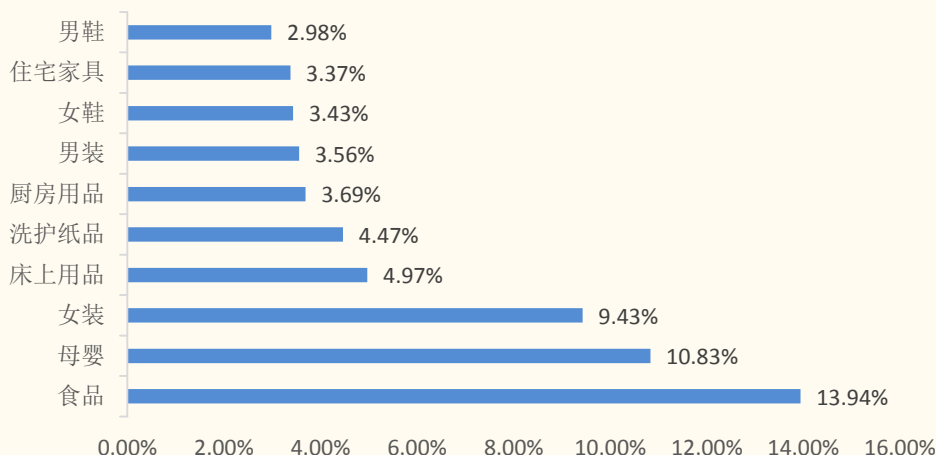
来源：电商魔镜，国金证券研究所

图表 59：2017 京东自营销售额前十品类及占比



来源：电商魔镜，国金证券研究所

图表 60：2018 拼多多销售额前十品类及占比



来源：新浪科技，数据获取时间（2018/04/15），国金证券研究所

7. 行业观点总结：线上零售总额有望持续快速增长，所谓“电商红利衰减”正是品牌商的机遇，选择合适渠道推合适的品类，会让品牌商事半功倍

- 电商可分为平台和自营两种模式。平台盈利模式类似于线下购物中心/小商品城：为商家提供销售场景，向 B/C 端商家收费，收入来自店铺租金、交易佣金和广告营销收费。自营电商盈利模式类似于线下百货商场：以较低的进价向商家购买商品，以较高的售价出售商品，向 C 端消费者收费，盈利主要来自商品的进销差价。虽然盈利模式有相似性，但电商行业的马太效应远远大于实体零售行业，呈现出赢者通吃的行业格局，主要原因有①打破空间限制，实现流量垄断；②重塑流通环节，具有规模优势；③沉淀消费数据，形成网络效应。电商平台本质是流量生意，应该更关注 GMV 和货币化率；自营电商本质是零售生意，应该更关注营收、成本、效率。
- 阿里搭建交易型流量生态，服务变现流量：围绕流量构建了三个圈层，①核心流量与交易层：淘宝、天猫、1688 等；②外围流量与技术层：数媒娱乐、云计算等；③生态流量与线下零售层：投资布局新零售、跨境出口等。当前主要流量变现工具为商家广告、店铺租金与交易佣金，广告费收入占比为 46%，是公司当之无愧的现金牛业务。公司的电商平台业务为公司高速发展奠定了基石，而随着网络渗透率的快速上升，线上流量红利的时代可能很快会过去，对于阿里来讲，流量是生意的根本，我们认为如何突破

线上交易的流量瓶颈以及如何持续为商家端赋能应该是阿里每天都在思考的问题。从这一角度来看，就不难理解自 17 年阿里提出新零售，出手线下抢占流量；升级算法，为 B/C 端商家提供更精准的、一体化的营销服务的动作了。此外，阿里布局诸多前沿科技领域的动作也反映出其时刻对时代保持敏感度，不希望错过下一波巨大成长机遇的决心。

- **京东自营商品导流，商品+服务变现：**围绕商品和服务构建了三个圈层，①自营 3C&家电商品层，营收占比为 65%；②自营日用商品层，营收占比 26%；③电商平台服务层，拓展更轻的广告、店铺租金、佣金等服务变现方式。公司在物流方面拥有其他电商无可比拟的优势，自有物流体系自 2007 年开始建设，至今拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境，以及达达网，整个京东的货品均可实现仓、配、客全链条服务。截至 2018Q1，公司拥有大型仓库 515 个，总面积约为 1090 万平方米。自营模式对企业在品控、流量、库存管理、供应链等各方面都提出了更高的要求。在这种压力之下，也就不难理解京东有一定知名度后开始发展平台业务。**2018Q1 历史上首度扭亏为盈，未来京东能否规模化的实现盈利仍是值得跟踪的问题。**
- **拼多多滚雪球式运营，营销服务变现流量：**①买家端聚流量，营造“买到就是赚到”的购物氛围，让用户觉得“占到便宜”；②卖家端聚流量，商家入驻门槛较低，平台免入驻费；③商家营销服务和佣金变现：营销服务 18Q1 营收占比为 80%。佣金业务 18Q1 营收占比 20%。主要变现工具包括搜索推广、明星店铺、Banner 广告、场景推广等。拼多多未来最关注的问题可能是如何完成用户价值“由量到质”的转变。实际上，拼多多的用户已经达到 3 亿，和京东一个体量，和阿里（5 亿用户）也是一个数量级，但是其 GMV 距阿里和京东还较远。拼多多现在处于野蛮生长的阶段，开店门槛比较低，监察力度也相对松，但是拼多多是一个平台电商，流量搜索和推荐是其盈利模式，那么对于经销商和供应商的赋能，是其未来能够盈利的核心，未来一定是要通过对 B 端赋能来实现长足发展的，所以品牌监管和质量管控是拼多多一定需要做的事情，这对拼多多是生死攸关的。因为拼多多最终不是依靠 TO C 赚取差价来盈利的，所以一定需要对 B 端赋能，提高 B 端的支付意愿。
- **对品牌商、供应商和经销商而言，应该对不同电商的游戏规则和盈利模式有全面了解和比较后，选择最合适的电商或者在每个电商上用最合适方法进行运营。**对于电商平台例如阿里和拼多多，商家应该更着重于权衡其在提供的在流量、物流、支付等方面的赋能和收取的入驻费、广告费和佣金之间是否具有更高的性价比。对于自营为主的电商例如京东，商家应该更关注其采购量、进货价、周转情况和退换货政策。熟悉并能熟练利用不同电商游戏规则的品牌商、供应商和经销商有望随着电商渗透率的提升收获巨大的成长机遇。
- **阿里、京东、拼多多虽然有一些重合的品类，但是总体品类分布还是差异巨大，不同的品类或需从战略上就选择不同平台。**
 - ①**阿里——品牌商适配原则：**流量聚集为主仍为一个主要战略。阿里在服装领域具有强势地位，服装是阿里 GMV 第一的品类，占天猫整体 GMV 达 16%，可以说阿里很大程度上，还是见长于“服饰及小件消耗日用品”的；阿里平台擅长的商品为“服饰及小件消耗日用品”，讲求一个“起量”逻辑，把量做起来，在阿里平台显得尤为重要，因为量起来以后，继续做直通车，钻展等活动，都有着相应的优势，阿里流量具有较强的头部效应。而因为阿里本身的品类特色就是“消耗品”，那么在品牌定位上，强调“提高使用频次”，也有重要的潜在作用。总而言之，在阿里平台经营的品牌商，流量聚集是主要战略。
 - ②**京东——品牌商适配原则：**本质上品牌商是“To 京东”，保质是第一要务。而京东 3C&家电类商品收入占比超过 60%，可以说京东是擅长于“大件标准化耐用产品”品类的，很大程度上是一个线上电器电子商城，其物流，包括质保风格，也都是在这种品类上更有竞争优势的，京东自营 GMV 仍超过一半，京东上销售的商品，超过一半为 3C 家电这类耐用品，故京东本身平台承担商品质量背书，品牌商销售商品若存在质量问题，后

果会很严重。所以在京东平台上，品牌商大部分模式其实是“To 京东”，品牌商“保质”是第一要务。

- ③拼多多——品牌适配原则：本质上是长尾需求的整合，需要更多适合长尾的易耗品品牌。而拼多多平台上 GMV 占比最多的品类为食品类，其次是母婴类和女装类，三项占比总和达拼多多总 GMV 的 34%。可以看出，拼多多也是更强者“消耗性日用品”的，而拼多多本身还有一个“低值易耗”的标签，和其社交电商的风格也有分不开的关系。都是非常高频的品类。而不论是所谓三四线城市占其消费主力也好，还是说所谓便宜的商品也好，拼多多以社交电商为矛，实现的本质上都是长尾流量的整合。经销商通过社交电商的模式，以低价销出大量的低值易耗商品，满足低线消费者对于价格的诉求，而长尾供应商也因此接到大量的订单。我们认为，未来适合拼多多渠道的品牌商，是擅长低值易耗商品，本身适应于长尾消费者，却有能力整合品牌力，做出品控的品牌商。

8.投资建议

- 所谓流量红利衰减，不是指线上零售额本身增速衰减，这也正是品牌商的机会所在。近年来有一种说法所谓流量红利衰减，并非指线上零售额本身增速衰减，而是指在激烈的竞争环境中，获客成本和维护客户成本越来越高，体现为品牌商的线上销售费用越来越高。而这正是品牌商的机会所在，若能选择合适的渠道去推合适的品类，发挥出品类的特性和势能，有效降低销售费用率，就能够有效通过线上渠道来提升业绩，完全享受线上销售迅猛增长的红利。这也是整个品牌零售行业在电商渠道由粗犷向精细的必经之路。我们特遴选了 A 股标的中，有效调整发展战略，线上业务发展较好的，并有可能持续受益于线上发展红利的部分品牌公司如下。
- 南极电商：坚持高性价比高频标品的产品定位，深度绑定数量众多的供应商和经销商，在电商平台头部效应明显。“高频，中低端，消耗性，标准品”，南极电商的定位十分清晰，其深耕的品类也是最能够代表“国牌崛起”的品类，南极充分享受了电商发展红利和品类集中度提升的红利，在现有强势品类不断提高市占率，同时新拓展品类，成为“平台化品牌”。而其 2008 年左右，实行战略转变，全心发展线上业务，也是魄力十足的举动，现在南极电商中“南极人”品牌的 GMV 几乎全部来自线上，其采取品牌授权的轻资产发展模式，占得市场先机构筑壁垒。2018H1 公司整体 GMV 增速超 60%，阿里保持高增速，拼多多占比提升。2018Q1 年总 GMV 达到 33.69 亿元，同比+77.02%。从品牌来看，南极人品牌最为成熟，18Q1 GMV 达 28.84 亿元，同比+69.98%。卡帝乐 GMV 达 4.04 亿元，同比+124.34%。从渠道来看，18Q1 阿里保持较高增速，同比+86.64%，占比提高 3.7pct；京东渠道增速相对较低，为 16.85%，占比减少 9.3pct；而拼多多渠道强势崛起，GMV 达 2.65 亿元，同比+510.23%，占比提高 5.6pct。
- 森马服饰：旗下巴拉巴拉为中国童装龙头，连续多年国内市占率排名第一且持续提升，森马休闲装 18 年渠道库存改善明显。公司近年来积极布局电商渠道，开启新的增长引擎。18H1 线上营收 16.05 亿元，占总营收比重 29%，同比+32%。2015、2016 及 2017 年线上营收占比分别为 12.69%、20.97%和 26.13%，线上增速分别为 81.65%、87.12%和 40.53%。
- 太平鸟：以“成为中国时尚新生代首选品牌”为战略目标。核心品牌 PEACEBIRD 女装主打 25-30 岁都市女性，PEACEBIRD 男装主打 23-28 岁都市男性；Mini Peace 定位 4-12 岁都市儿童；乐町和 MATERIAL GIRL 主要定位于 18-25 岁少女。公司积极发展电商业务，并大力发展“云仓”系统，通过“云仓”打通公司总仓与直营门店的货品实时仓储信息。18H1 线上营收 9.80 亿元，占总营收比重 18.44%，同比+29.12%。2015、2016

及 2017 年线上营收占比分别为 12.61%、16.15%和 20.70%，线上增速分别为 59.62%、43.90%和 35.57%。

- **珀莱雅：深耕大众护肤领域的国产美妆品牌。**目前已孕育“珀莱雅”、“优资莱”、“悦芙媿”、“韩雅”、“悠雅”、“猫语玫瑰”等自有品牌。公司与主要电商平台如天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、云集等深入合作。18H1 线上营收 4.12 亿元，占总营收比重 39.59%，同比+58.46%。近年来线上销售占比不断提升，2015、2016 及 2017 年线上营收占比分别为 23.39%、30.09%和 36.08%，线上增速分别为 41.17%、26.94%和 31.91%。
- **御家汇：依托互联网创立，线上营收占比超过 90%以上，利用电商渠道快速发展为国产面膜领导者。**目前拥有御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、薇风等多个护肤品品牌。与天猫、淘宝网、唯品会、京东、云集、聚美优品、苏宁易购、蘑菇街、小红书等国内外多家主流网上商城建立了深度合作关系。18H1 预计归母净利润增速为 10%-40%。2016 及 2017 年线上营收占比分别为 97.23%、93.60%和 95.96%，线上增速分别为 46.89%和 43.81%。
- **开润股份：小米生态链新零售品牌商，围绕强出行、泛出行及儿童出行场景形成“90 分”、“悠启 U'REVO”和“稚行”多品牌矩阵。**打造直击中高端&大众市场、具有科技感和设计感的一线新国货，17 年“双 11”“90 分”在天猫、京东、小米三大平台拿到销量、销售额等共 9 项第一的全满贯。18H1 预计营收增速为 65%-85%，归母净利润增速为 35%-55%。2017 年 B2C 业务实现营收 5.07 亿元，同比+120%，占比提升至 43.62%。
- **水星家纺：中端家纺龙头，主打风格大众化、高性价比的家纺产品，更适合电商销售。**品牌矩阵以“水星”品牌为主，“百丽丝”品牌为辅；以“水星家纺婚庆馆”、“水星宝贝”、“水星 KIDS”以及“Hello Kitty（凯蒂猫）”等授权使用品牌为组合细分品类品牌。18Q1 营收同比+24.79%，归母净利润同比+24.58%。2015、2016 及 2017 年线上营收占比分别为 25.06%、32.04%和 38.71%，线上增速分别为 29.31%、38.07%和 48.77%。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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