

电商行业点评

优于大市

直播电商迎来规范发展新阶段，预计双11阿里京东GMV增速趋近大盘

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 互联网 · 互联网 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn 执证编码：S0980521120004
联系人：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn

事项：

近日电商行业发生多起重点事件：1) 电商主播小杨哥涉及虚假宣传被罚没 6894.91 万元并限期整改；2) 平台间互联互通趋势明显，9月12日起淘天平台向全体淘宝、天猫商家逐步开放微信支付，将于10月中旬正式接入京东物流，京东预计在双11前夕正式接入支付宝支付；3) 2024年淘天、京东等平台公布双11大促打法和节奏。

国信互联网观点：1) 直播电商回归电商本质，发展进入新阶段。未来直播电商行业将走出野蛮发展阶段，逐步回归电商本质，提升优质商品触达消费者的效率，而不是给制假售假大开方便之门。伴随政府及平台加强对带货达人监管，部分头部达人停播或减少直播场次，直播电商增长空间将进一步被压缩，我们预计直播电商高增长时代即将结束，电商竞争重新回归货架场。2) 平台间互联互通趋势明显：我们认为互联网行业逐步从跑马圈地的快速增长期进入稳定增长阶段，平台互联互通既能满足更广泛消费者的需求（如老年人习惯使用微信支付，淘宝接入微信支付后老年人在淘宝购物将更加便捷），也能帮助平台获得相应增量，对各家平台的收入利润增长都将有正向促进作用。3) 整体看今年双11各平台大促周期进一步加长，更强调商家拓流降本，预计阿里京东GMV增速趋近大盘：今年双11销售周期更长，除用户券补外，各平台推出更多商家端减免和补贴帮助商家降本提效；平台GMV增速看，我们预计淘天京东GMV增速趋近大盘，多多抖音份额继续提升但提升速度显著放缓。4) 投资建议：预计电商大盘将持续受益于消费者购物线上化率提升，重点推荐阿里巴巴、拼多多、京东集团。

评论：

◆ 直播电商回归电商本质，发展进入新阶段

抖音电商头部主播小杨哥带货“香港美诚月饼”“澳洲谷饲牛肉卷”等涉及虚假宣传，事件发生后小杨哥账号掉粉400万，主账号停播。9月26日合肥市联合调查组通报，拟决定对三只羊公司罚没共计6894.91万元，责令暂停经营限期整改，承担相关法律责任。抖音电商安全中心9月26日发布公告，自9月21日起已对“三只羊”旗下账号停播处理，后续将进一步敦促其积极整改，妥善解决相关消费者的售后赔付事宜。新华网9月23号发文，直播电商的商业模式核心仍是电商，今年7月1日正式生效的《中华人民共和国消费者权益保护法实施条例》（下称《条例》）针对直播带货、大数据杀熟、自动续费、刷单炒信等网络消费乱象进行规范，明确规定主播必须清晰向消费者说明“谁在带货”以及“带谁的货”。

我们观察到今年3月以来，以抖快为首的直播电商GMV增速显著回落，5-6月抖/快/淘头部达播GMV腰斩。以抖音为例，2024上半年内容场增速跌至个位数，货架场缺乏独立造血能力，整体GMV增速从60%+下滑至20%左右。我们认为主要原因是消费者对直播电商需求逐步饱和，流量下降，单个达人带货能力下滑，同时平台流量成本增加、品牌推广费率被压低，达人生存空间被压缩。伴随政府及平台加强对带货达人监管，部分头部达人停播或减少直播场次，直播电商增长空间将进一步被压缩，我们预计直播电商高增长时代即将结束，电商竞争重新回归货架场。

表1: 抖音电商主播小杨哥月饼虚假宣传前后账号经营数据对比

	月饼事件前 (9.12 前)				月饼事件后 (9.12-9.19)				变化	
	抖音粉丝	日均销售额/万	周直播场次	直播场均销售额/万	抖音粉丝	日均销售额/万	周直播场次	直播场均销售额/万	抖音粉丝	销售额下降比例
三只羊小杨哥	1430万	100~250	每天	50~70	1130万人	10~25	每天 (9.17、9.18 停播后复播)	-	减少300万人	-
	1.2亿	750~1000	每周六	2500~5000	1.16亿	10~25	未复播	-	减少400万人	90%

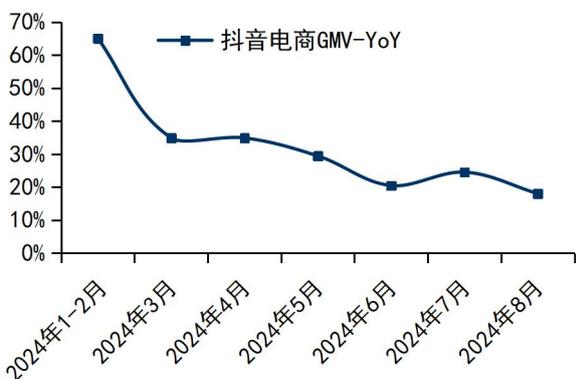
数据来源: 蝉妈妈官网, 国信证券经济研究所整理

图1: 各直播电商平台头部主播带货 GMV 普遍下跌

达人	平台	粉丝量 (万)	2024年				2023年				
			5月直播场数	5月场均GMV (万元)	6月直播场数	6月场均GMV (万元)	5-6月场均销售额 (万元)	5月直播场数	5月场均GMV (万元)	6月直播场数	6月场均GMV (万元)
东方甄选	抖音	2989	33	750-1000	33	500-750	750-1000	31	1000-2500	31	1000-2500
疯狂小杨哥	抖音	9999+	12	1000-2500	18	500-750	1000-2500	16	1000-2500	18	1000-2500
交个朋友直播间	抖音	2362	121	100-250	116	100-250	100-250	128	100-250	126	250-500
李佳琦	淘宝直播	8503									
辛巴	快手	9999	2	41,800	0	-	41,800	4	60,300	4	27,100
蛋蛋	快手	9914	9	25,900	7	36,300	30,425	12	20,200	10	17,100

资料来源: 飞瓜数据、淘宝直播 App, 国信证券经济研究所整理

图2: 抖音电商 2024 年 3 月起 GMV 增速逐步回落



资料来源: 晚点 LatePost, 国信证券经济研究所整理及测算

图3: 9月27日淘宝宣布已支持微信支付



资料来源: 淘宝 App, 国信证券经济研究所整理

◆ 淘天接入微信支付及京东物流, 京东即将接入支付宝支付, 平台间互联互通趋势明显

2024 年 9 月 27 日淘宝发布公告, 已支持微信支付等多种支付方式; 据晚点 LatePost, 淘宝天猫即将于 10 月中旬正式接入京东物流, 此后淘天商家在系统中选择商品寄送方式时, 将增加京东物流选项, 京东也将接入菜鸟速递和菜鸟驿站; 此外京东预计在双 11 前夕正式接入支付宝支付。

我们认为互联网行业逐步从跑马圈地的快速增长期进入稳定增长阶段, 平台互联互通既能满足更广泛消费者的需求 (如老年人普遍使用微信支付, 淘宝接入微信支付后老年人在淘宝购物将更加便捷), 也能帮助

平台获得一定增量，对各家平台的收入利润增长都将有正向促进作用。

◆ 2024 年双 11 各平台大促周期进一步加长，更强调为商家拓流降本，预计阿里京东 GMV 增速趋近大盘

整体看今年双 11 各家普遍延长大促时间，相比去年更注重商家端降本补贴。1) 今年双 11 销售周期更长：京东 10 月 17 日开启双 11，相比去年提早一周；淘天 10 月 14 日开启双 11，相比去年提前 10 天；抖音电商尚未公布双 11 活动节奏；2) 各平台大促重心从消费端的低价转向商家共赢：2023 年双 11 各家平台均强调低价，淘天核心目标为“全网最低价”；京东双 11 主题为“京东 11.11 真便宜”，抖音货架场主打“省”的心智；今年淘天注重互联互通和商家经营成本降低（大促免佣、店播免佣），京东 CEO 许冉表示“长期的成功不是依仗自身的流量而无限制地压榨商家，不是靠恶性内卷最终导致劣币驱逐良币，今年京东 11.11，希望能有更多合作伙伴赢在京东”，力争在京东 11.11 期间帮助“日销破万元”的小微商家数量同比增长超 2 倍，同时让销售超 500 万的商家数量同比增长超 50%。

图4：2024 年淘天双 11 平台投入情况



资料来源：阿里巴巴官网，国信证券经济研究所整理

图5：2024 年京东双 11 平台投入情况



资料来源：2024 京东 11.11 商家生态伙伴大会，国信证券经济研究所整理

平台 GMV 增速看，我们预计淘天京东 GMV 增速趋近大盘，多多抖音份额继续提升但提升速度显著放缓。淘天加大商家及用户补贴、与微信京东互联互通拉动流量增长，预计将保持接近大盘的 GMV 增速；京东过半 GMV 来自带电品类，将显著受益于家电以旧换新，预计大促将迎来一波增长；拼多多为“天天低价”心智，大促爆发系数较低，且平台处于优化商家生态的调整期，预计双 11 增速仍将快于大盘，环比 Q3 可能小幅回落；抖音电商内容场增速下滑但仍有流量优势，预计主站大促期间将加大对电商流量倾斜，预计抖音电商在双 11 期间将保持快于大盘增长，增速环比小幅下滑。

图6：2024 年双 11 各个平台 GMV 表现预期

		23Q4	24Q3E	双11
GMV增速 预测	阿里	2%	5%	6%
	京东	5%	4%	5%
	拼多多	25%	12%	10%+
	抖音	58%	22%	15%
	合计	10%	6%	7%

资料来源：各个公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

预计电商大盘将持续受益于消费者购物线上化率提升，重点推荐阿里巴巴、拼多多、京东集团。今年以来阿里巴巴外部竞争环境发生明显变化，我们观察到直播电商需求接近饱和，抖/快头部达播 GMV 腰斩；结束反垄断&内部改革进行时，平台迎来增长新阶段；此外，阿里 24H1 共回购约 760 亿元，股本数量进一步下降，推荐**阿里巴巴（9988.HK）**；拼多多高性价比的心智顺应当下消费潮流，预计拼多多仍能保持主站 GMV 份额增长，海外电商亏损可控，推荐**拼多多（PDD.O）**；京东集团组织层面调整基本完成，平台生态低价心智建设初有成效，平台持续向供应链要效率，利润增长亮眼，推荐**京东集团（9618.HK）**。

◆ 风险提示

宏观经济系统性风险，新进入者竞争加剧等市场风险。

相关研究报告：

《美股科技互联网 24Q2 财报总结：云周期逐步回升，AI 促进广告加速增长》——2024-08-07

《互联网板块筑底确认，推荐配置竞争格局清晰的互联网龙头》——2024-07-08

《海外垂类 AI 专题（7）：美股 SaaS 一季报跟踪，AI 效果明显分化》——2024-06-19

《苹果 WWDC 大会点评-看未来端侧 AI Agent 与软件厂商的应用边界》——2024-06-13

《人工智能应用专题（6）：2024 群雄逐鹿，人工智能的机遇与挑战》——2024-05-16

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032