



零售行业研究

买入 (首次评级)

行业深度研究

证券研究报告

商贸零售组

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003) 分析师: 许孟婕 (执业 S1130522080003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

xumengjie@gjzq.com.cn

零售渠道变革系列二：从微信小店看电商变革路径与分析

基本结论

一、微信小店有望开拓“社交”电商新模式 腾讯通过微信小店探索的“社交+”电商模式，正在重构传统电商的流量逻辑。微信小店的核心突破在于将社交与消费场景深度融合：送礼物功能将送礼需求从传统社交互动转化为电商交易，同时通过微信生态内的“公私域联动”，形成流量高效复用。微信具备全域流量整合能力：微信小店以统一商品 ID 整合公众号、视频号直播、朋友圈广告等多入口流量，通过“公域导私域，私域反哺公域”的闭环机制，企业可在公域广告吸引用户后沉淀至私域，再利用私域消费数据提升公域搜索排名权重，形成流量倍增效应。

二、从人、货、场三要素看电商行业演进路径带来的是消费体验的不断升级及运转效率的不断提升。电商行业的演进实质是“人货场”关系的重构，经历三个阶段：1) PC 互联网时代 (1998-2012)：人：聚焦一二线城市用户，依赖标准化商品参数 (如京东 3C 配置表) 缩短决策链条。货：以低单价小商品和 3C 为主，物流网络初步覆盖核心城市。场：“货架展示+搜索比价”模式主导，淘宝旺旺、支付宝担保交易构建信任机制。2) 移动互联网时代 (2013-2018)：人：用户分层加剧，下沉市场被拼多多激活。货：非标品类崛起，拼多多通过社交变现推动白牌商品规模化流通。场：App 成为核心入口，移动支付普及推动 O2O 融合，社交媒体 (如微信拼团) 重构流量分配逻辑。3) 直播电商时代 (2019-至今)：人：用户消费决策从理性比价转向情绪驱动。货：直播预售数据反向定制生产，生鲜类商品通过产地直发缩短物流链路。场：视频内容成为新交易入口，场景从“搜索式购物”转向“兴趣发现”。4) 未来 AI 驱动方向：智能客服、AI 生成广告素材、供应链预测系统将进一步提升运营效率，用户侧的沉浸式试穿、虚拟主播等应用尚处早期。

三、电商平台经营策略进阶：进入精细化运营的全域电商模式。当前电商行业进入存量竞争阶段，平台策略从单一模式转向“全域协同”，平台之间差异化缩小：综合电商平台 (淘天、京东、拼多多) 补足内容短板，社交电商平台 (抖音、快手、微信小店) 强化货架建设。竞争焦点的变迁：从低价战略转向改善营商环境，下沉市场成为必争之地。拼多多通过百亿补贴抢夺高线用户，淘天、京东跟进推出“百亿补贴”，但效果分化。

四、抖音电商成功启示：技术驱动与流量生态 抖音电商的崛起验证了“技术+流量”双引擎对新模式的影响力。1) 技术驱动的本质变革：传统电商算法逻辑为优化“搜索+支付”转化，抖音则预测用户需求并匹配内容，实时更新动态标签 (如视频停留时长、互动率)，冷启动商品通过爆款视频快速获客。2) 流量生态的差异化构建：依托成熟的第三方物流体系，抖音规避自建物流成本，资源聚焦内容创新。抖音以“内容即货架”锚定消费决策短视频与直播覆盖娱乐、消费全场景，形成“种草-转化-复购”闭环。对比传统电商的“人找货”，抖音内容引流逻辑释放非计划性消费潜力，对新平台的启示：技术驱动为首要因素，其次要围绕自身流量生态进行产品建设。微信小店：需深挖社交关系链，开发“社群拼团”节日礼券等场景化功能，而非照搬货架模式。小红书：强化 UGC 社区信任价值，聚焦高净值用户的生活方式推荐。

投资建议

当前电商零售行业发展步入成熟期，规模角度来看较难实现快速增长，因此核心关注 AI 等新技术能否带来变现效率及成本端的优化提升，建议关注头部零售及互联网公司腾讯，快手等。

风险提示

宏观经济与消费需求波动风险；竞争加剧与成本攀升风险；行业监管趋严风险。



内容目录

一、小店有望开拓“社交+”电商新模式	5
1.1 复盘腾讯电商发展，微信小店送礼物功能是腾讯社交+电商的具体场景落地	5
1.2 微信小店生态再拓圈，整合微信流量生态	8
二、从人、货、场三要素看电商行业演进	10
2.1 PC 互联网时代（1998-2012）：电商行业基础设施奠基	10
2.2 移动互联网时代（2013-2018）：场景重构与流量红利释放	11
2.3 直播电商时代（2019-至今）：内容驱动与供应链深度整合	12
2.4 未来已来，AI+将提升产业链运营效率	13
三、电商平台经营策略演进——进入精细化运营的全域电商时代	17
3.1 电商行业现状：流量红利已过，进入精细化运营阶段	17
3.2 平台之间差异缩小，竞争加剧	18
3.3 国内电商行业竞争情况	19
3.4 国内电商平台不同时期的侧重点	20
四、抖音电商成功启示：技术驱动行业变革，流量特点打造生态	22
4.1 从兴趣电商到全域兴趣电商，抖音做对了什么？	22
4.2 对产业链影响：推动产业链的数智化转型、效率提升和生态重构	25
4.3 对新入电商平台启示：技术驱动，依托自身流量特色与基因驱动用户需求	26
五、风险提示	27

图表目录

图表 1： 腾讯电商布局时间	5
图表 2： 拍拍网发展历程	6
图表 3： 拍拍网与淘宝早期具备高相似度	6
图表 4： 腾讯投资行业分布（以公司数量计）	7
图表 5： 腾讯投资行业占比（以公司数量计）	7
图表 6： 微信小店技术服务费大多数为 5%	8
图表 7： 微信小店整合微信流量入口	8
图表 8： 礼物进入聊天框入口并开通群送礼功能	9
图表 9： 微信送礼功能用户感受	9
图表 10： 春节期间用户是否知道微信送礼物功能	9
图表 11： 春节期间用户体验了哪些平台送礼物功能	9
图表 12： 互联网上网人数在 PC 互联网时代快速增长	10



图表 13: 物流总额.....	10
图表 14: 互联网宽带接入端口快速增长.....	10
图表 15: PC 互联网时代的人货场.....	11
图表 16: 移动通信系统理论网速 (K/S).....	11
图表 17: 中国手机网民数量.....	11
图表 18: 移动互联网时代的人货场.....	12
图表 19: 5G 基站数量.....	12
图表 20: 直播电商市场规模.....	12
图表 21: 直播电商时代的人货场.....	13
图表 22: 用户在不同电商平台体验 AI 服务占比.....	13
图表 23: 用户场景里体验过 AI 服务的网购场景占比.....	13
图表 24: 智能客服效果.....	14
图表 25: AI 审核成本 VS 人工审核成本.....	14
图表 26: 大模型驱动软件开发流程演变.....	15
图表 27: AI 驱动广告与传统的广告对比.....	15
图表 28: 互联网公司 AI 智能化广告的应用.....	15
图表 29: 阿里未来 3 年 AI 方向投入加大.....	16
图表 30: 中国公有云市场规模.....	16
图表 31: AI 赋能零售供应链管理.....	17
图表 32: 用户认为 AI 电商工具的优势.....	17
图表 33: 电子商务交易额.....	18
图表 34: 618 购物节全网销售总额.....	18
图表 35: 双十一大促期间全网销售总额.....	18
图表 36: 国内主要 2C 电商平台比较.....	19
图表 37: 2023 年各电商平台 GMV.....	19
图表 38: 2023 年各电商平台货币化率.....	19
图表 39: 阿里巴巴经营策略变化.....	20
图表 40: 京东经营策略变化.....	21
图表 41: 拼多多经营策略变化.....	21
图表 42: 快手经营策略变化.....	22
图表 43: 抖音经营策略变化.....	22
图表 44: 中国快递业务量 (万件).....	23
图表 45: 抖音 2019-2020 年流量快速增长奠定了商业化的流量基础.....	23
图表 46: 货找人的方式改变了场景交易规则.....	24
图表 47: 传统电商与抖音电商算法侧差异.....	24



图表 48: 2021 年抖音带货达人及电商内容量爆发	25
图表 49: 抖音店播占比持续提升	25
图表 50: 2018-2020 年直播电商相关企业注册数量快速增长	25
图表 51: 2018-2020 年直播电商带动主播就业人数快速增长	26
图表 52: 微信小店打通公私域流量	26
图表 53: 小红书 KOC 推流优势	27



一、小店有望开拓“社交+”电商新模式

1.1 复盘腾讯电商发展，微信小店送礼物功能是腾讯社交+电商的具体场景落地

腾讯电商经历了自建到投资赋能再到自建的阶段，小店开启“社交+”电商新尝试。2024年12月19日，微信小店启动“送礼物”功能的灰度测试，除了珠宝首饰和教育培训类商品外，其他商品将默认支持此功能，且商品的款式原价不得超过1万元，后续品类进一步开放（开放类目增加“黄金、K金饰品、时尚饰品”。此前腾讯开展电商业务尝试，主要方式为模仿竞对的做法在社交体系之外，而此次“送礼物”与微信的社交体系契合度较高。

图表1：腾讯电商布局时间



来源：wind，国金证券研究所

尝试一：自建拍拍网、QQ网购等 VS 淘宝、京东，未找到社区关系和商业关系之间的平衡点，运营能力弱。

亲自下场：先后推出拍拍、QQ网购、QQ商城3大平台，分别针对于独立B2C、B类商家和C类卖家，其中最具规模的为拍拍网。

2005年9月12日腾讯拍拍网上线，2006年3月13日，拍拍网用户达到700万。2006年5月淘宝推出了竞价排名系统“招财进宝”（付费购买靠前推荐位，6月结束）引起商家不满，拍拍网借势推出“蚂蚁搬家”活动，提供免费推荐位并赠送购物券奖励，迅速积累大量用户，2007Q2，拍拍网注册用户达到将近5000万，在线商品数超过了1000万，C2C市场份额占到全量的9%。

拍拍网的失败原因：

- 1) 电商为商业行为驱动，腾讯的社交基因为社交行为驱动，二者仅为导流关系业务上未有结合。
- 2) 缺乏规模化运营能力，自身及第三方服务较弱。
- 3) 缺乏创新，未形成差异化竞争，且腾讯的运营重点并非电商。



图表2：拍拍网发展历程

拍拍网发展历程	
2005年9月	腾讯开始筹备拍拍网
2006年3月	拍拍网正式上线运营，覆盖 C2C 和 B2C 领域，开启‘边聊边买’特色购物模式
2007年3月	拍拍网注册用户数突破 5000 万
2008年Q2	拍拍网 C2C 市场份额跃居第二
2008年10月	推出‘全网购物’平台，聚合多家 B2C 商家商品
2011年	拍拍网推出手机客户端，布局移动战略
2012年5月	腾讯电商控股公司成立，整合拍拍网等电商业务
2014年3月	京东与腾讯达成战略合作，拍拍网 C2C 业务并入京东
2016年4月	拍拍网正式关闭

来源：财会小贝，新乡日报，国金证券研究所

图表3：拍拍网与淘宝早期具备高相似度



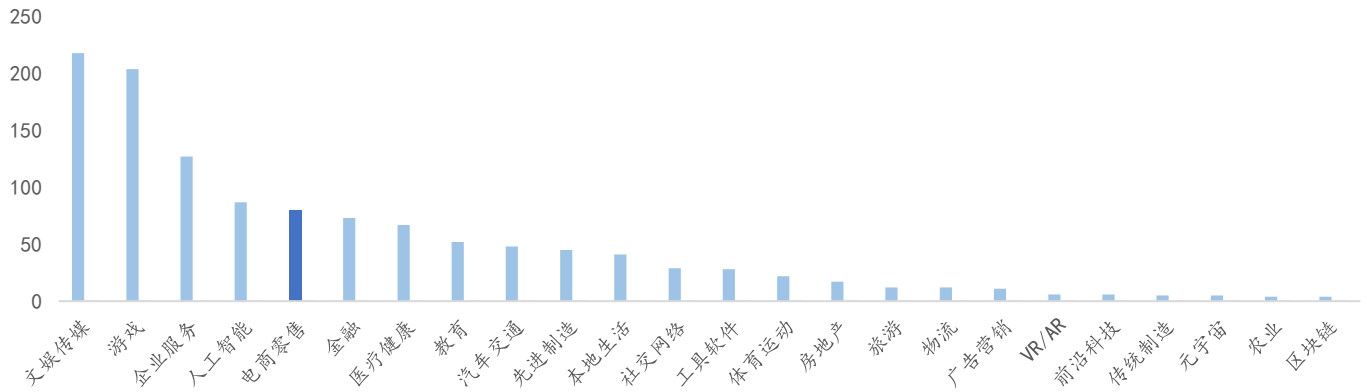
来源：财会小贝，新乡日报，国金证券研究所

尝试二：投资入局，京东&拼多多乘风而起。

拍拍网的失败后，腾讯将电商业务整合打包给京东，2016 和 2017 年先后参与拼多多 B 轮、C 轮融资，阶段性放弃自建电商体系。但京东和拼多多依靠腾讯的流量入口，专注自身特色化打造，均成功跑出，这也充分证明了腾讯作为头部流量入口的赋能作用。根据 IT 桔子，腾讯所投公司中，除了和自身业务强相关的游戏及文娱传媒外，企业服务、人工智能、金融和电商零售均较多，电商零售投资公司数量占比达到 6.7%，且对电商零售公司的投资金额仅次于游戏、文娱传媒和本地生活。

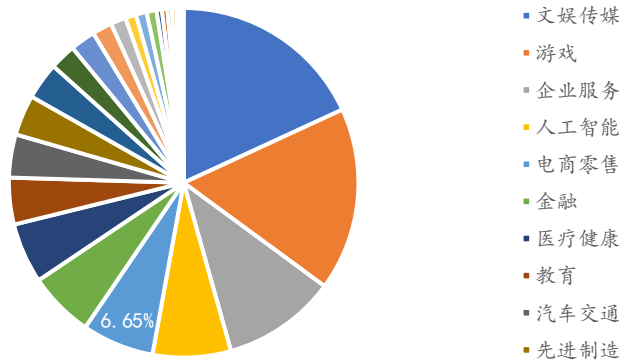


图表4: 腾讯投资行业分布 (以公司数量计)



来源: IT 桔子, 国金证券研究所

图表5: 腾讯投资行业占比 (以公司数量计)



来源: IT 桔子, 国金证券研究所

尝试三: 微信团队持续探索, 通过“送礼物”切入社交场景。

微信电商业务的早期尝试始于微信推出后的个体销售尝试。2011年, 依托微信社交平台, 个体商家开始尝试销售化妆品、大健康产品、食品等日常消费品。2013年, 微信支付的推出进一步完善了交易闭环, 降低了支付门槛, 使得微商模式大规模兴起, 推动了微信电商生态的初步形成。

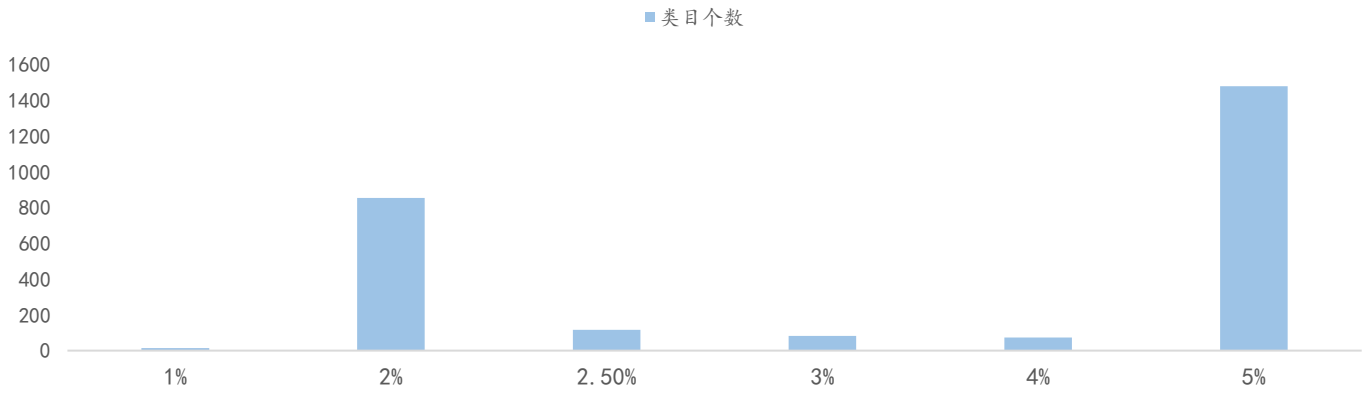
随着用户需求的变化, 微信不断优化电商业务模式。2014年, 微信公众号成为风口, 微信在公众号下设置“微信小店”小组件, 为商家解决在微信开店的问题。2020年, 微信内测“微信小商店”, 提供电商店铺的功能, 支持直播带货、优惠券等营销功能, 为商家提供更加多元化的运营工具。

微信电商业务的生态整合。在业务发展过程中, 微信电商不断进行生态整合, 优化用户体验。2022年7月, “视频号小店”诞生, 标志着微信电商进入新的阶段。2024年8月25日, “视频号小店”正式升级为“微信小店”, 扩展了多渠道卖货、小程序跳转、搜索发现三个能力, 为商家提供更灵活的销售方式。

近期, 微信小店在2024年12月18日开始灰度测试“送礼物”功能, 旨在通过社交互动促进电商销售。此外, 微信生态流量有望整合。目前小程序电商仅收入提现技术服务费, 若当前小程序电商GMV能够转化为微信小店GMV, 对公司而言将会产生可观的商业化增量。



图表6: 微信小店技术服务费大多数为5%



来源: 微信小店, 国金证券研究所

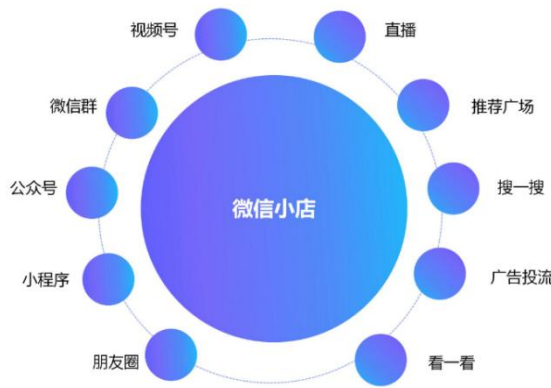
1.2 微信小店生态再拓圈, 整合微信流量生态

微信小店通过统一商品 ID 和店铺身份标识, 将原本分散在公众号、视频号、小程序、搜一搜、朋友圈等场景的流量入口整合为“全域流量池”。例如, 用户在公众号阅读商品推荐文章后可直接跳转至小店下单, 视频号直播中嵌入商品链接实现即时转化, 而搜一搜则通过关键词匹配为商家提供精准公域流量。这种整合打破了传统电商平台流量孤岛的局限, 商家可自由调配不同场景的流量资源。

建立起公私域联动机制, 提升流量复用效率。公域导私域: 例如通过朋友圈广告、搜一搜等公域渠道吸引用户, 再通过包裹卡、客服导流等方式沉淀至企业微信私域; 私域反哺公域: 私域用户在小店的成交数据可提升店铺在搜一搜中的排名权重, 从而获得更多自然流量。东方甄选正是通过私域社群运营, 在元旦期间实现 GMV 单日相比前一日增长 1622%, 除夕夜一天 GMV 突破 500 万元, 送礼订单占比达到 85%。

每一个入口的开通, 均是对微信生态的再次整合, 送礼物功能的开通给予了微信小店进入聊天框和群礼物的机会。

图表7: 微信小店整合微信流量入口



来源: 星云学院, 国金证券研究所



图表8: 礼物进入聊天框入口并开通群送礼功能



来源: 微信, 国金证券研究所

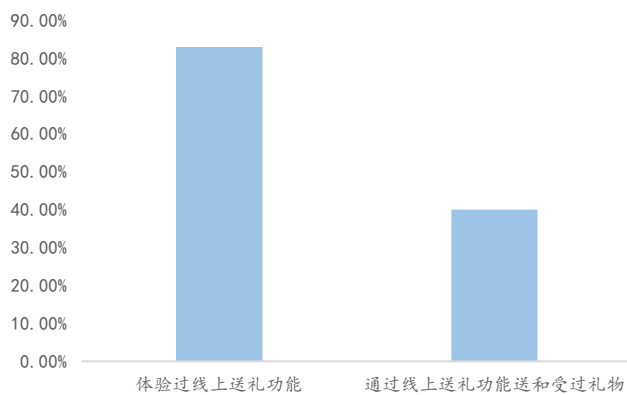
微信小店春节初步建立起“礼物”功能心智。微信小店通过统一商品 ID 和店铺身份标识, 将原本分散在公众号、视频号、小程序、搜一搜、朋友圈等场景的流量入口整合为“全域流量池”。例如, 用户在公众号阅读商品推荐文章后可直接跳转至小店下单, 视频号直播中嵌入商品链接实现即时转化, 而搜一搜则通过关键词匹配为商家提供精准公域流量。这种整合打破了传统电商平台流量孤岛的局限, 商家可自由调配不同场景的流量资源。

图表9: 微信送礼功能用户感受



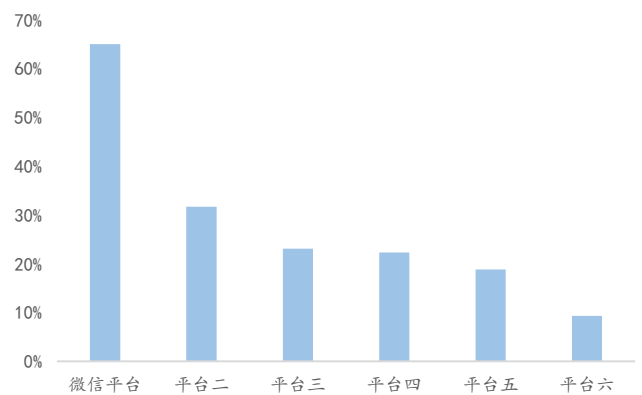
来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 国金证券研究所, 注: N=2793

图表10: 春节期间用户是否知道微信送礼物功能



来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 国金证券研究所, 注: N=2793

图表11: 春节期间用户体验了哪些平台送礼物功能



来源: 腾讯营销洞察 (TMI), 国金证券研究所, 注: N=2793

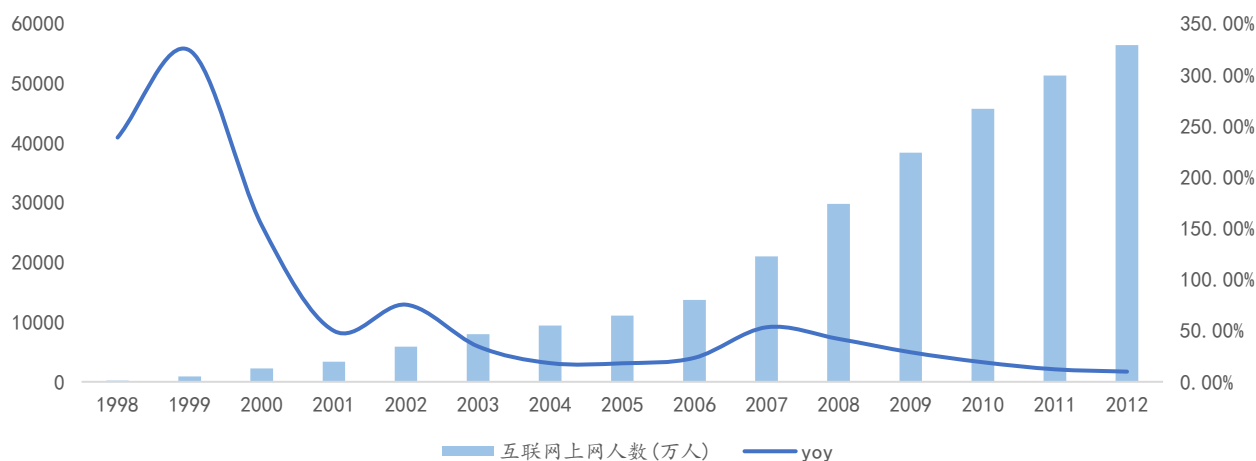


二、从人、货、场三要素看电商行业演进

2.1 PC 互联网时代 (1998-2012): 电商行业基础设施奠基

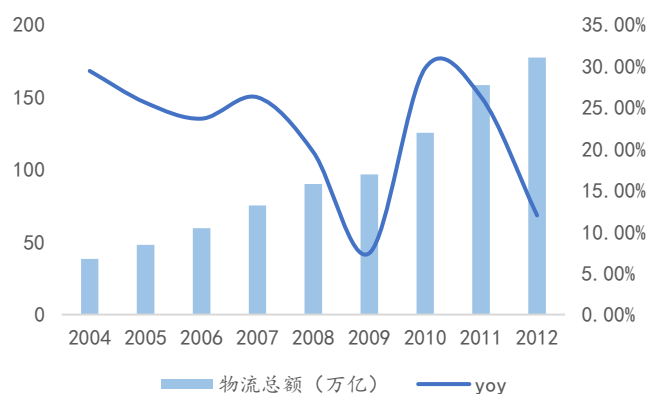
2000年5月, 中国移动互联网投入运行, 7月中国联通互联网开通。随着运营商开始推广, 中国上网计算机数量迅速增加, 从1999年6月的146万, 飞速增加到2002年6月时1613万, 网民数量也从62万增加到4580万; 2005年国家发改委印发《关于促进我国现代物流业发展的意见》, 京东自2007年开始自建物流网络, 阿里巴巴2010年提出淘宝大物流计划, 着手兴建全国性仓储网络平台, 成为菜鸟网络雏形, 中国第三方物流市场规模从2001年的约400亿增加到2012年的约7499亿; 1998年ISDN上网方式在国内普及、2001年后宽带网络进一步升级、ADSL等技术应用为电商提供了稳定的数据传输环境; 1998年中国完成首单网上支付, 2003年支付宝上线, 第三方支付工具逐步成熟, 提升了支付的便捷性和信任度, 银行逐步开放网上银行接口, 支持在线转账和支付功能; 2004年《电子签名法》的颁布为电子合同合法性提供法律支持, 促进B2B电商的合规发展。

图表12: 互联网上网人数在PC互联网时代快速增长

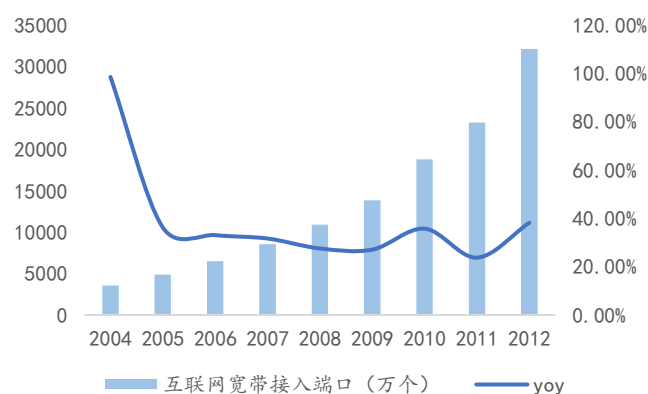


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表13: 物流总额



图表14: 互联网宽带接入端口快速增长



来源: CNNIC, 国家统计局, 中国政府网, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

硬件普及 (PC)、互联网基础设施 (物流设施、宽带接入)、交易工具 (支付系统) 以及政策完善共同驱动构建电商的基础框架。



图表15: PC 互联网时代的人货场

对比维度	演进形式
人	固定消费场景、决策链路缩短、信任机制的重构
货	低单价小商品和 3C 为主、C2M 模式萌芽、物流体系初步成型
场	单向的信息展示和交易撮合到功能延伸

来源: 国金证券研究所

固定消费场景、决策链路缩短、信任机制的重构。用户以一二线城市居民为主, 受限于 PC 设备的非移动性, 消费时间和地点集中化; 电商平台通过商品参数标准化(如京东 3C 产品的详细配置表)、用户评价体系(淘宝星钻评级系统)和比价工具(一淘网价格聚合), 将决策链条压缩为“搜索关键词-浏览详情页-查看评价-下单支付”的四步闭环, 大大缩短消费者决策周期; 2004 年支付宝担保交易模式的推出, 使线上支付率大大提升, 这种基于第三方信用背书的交易机制, 降低了交易摩擦成本, 也培育了消费者对虚拟消费场景的信任基础。

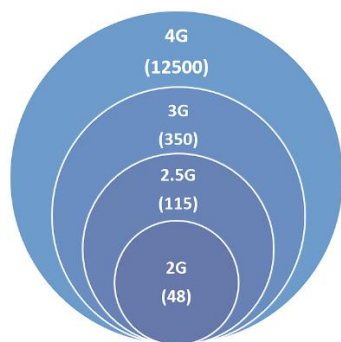
低单价小商品和 3C 为主、C2M 模式萌芽、物流体系初步成型。2003 年淘宝成立初期, 低价服饰和数码配件是主流商品。随着天猫(2008)和京东的 B2C 模式兴起, 品牌商开始将标准化商品搬至线上, SKU 逐步规范化; 2010 年后阿里、京东等平台通过用户行为数据分析初步实现需求预测, 指导品牌商优化 SKU 和库存管理, 电商平台积累的用户数据开始初步反哺上游生产; 第三方快递的兴起和物流网络的初步扩展, 以“四通一达”和顺丰为代表的民营快递公司迅速发展, 但服务覆盖范围有限, 农村物流仍依赖邮政或人工代运, 制约商品丰富度。

单向的信息展示和交易撮合到功能延伸。货架式电商取得突破进展, 早期形式是信息聚合与交易撮合平台, 通过网页形式实现商品信息的集中展示和交易撮合。亚马逊(1995)、eBay(1995)、淘宝(2003)、京东(2004)相继建立, 通过自营或 C2C 模式搭建线上交易场域。2008 年淘宝商城(后天猫)上线, 推动 B2C 模式标准化发展。随后电商平台逐步集成客服系统、评价体系、售后服务等功能, 增强用户粘性。例如, 淘宝的“旺旺”即时通讯工具(2004)优化了买卖双方沟通效率。

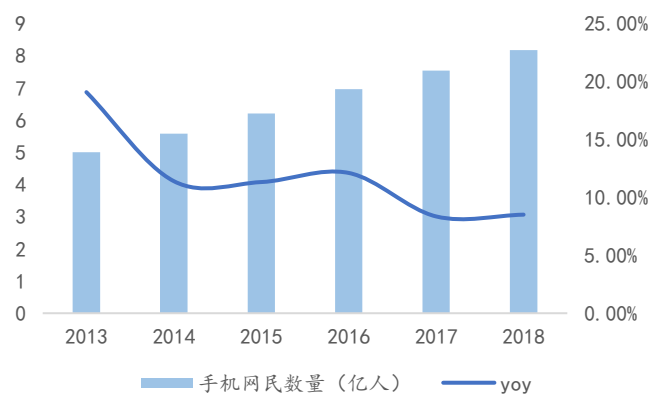
2.2 移动互联网时代(2013-2018): 场景重构与流量红利释放

2013 年 12 月, 工信部在其官网上宣布向中国移动、中国电信、中国联通颁发“LTE/第四代数字蜂窝移动通信业务(TD-LTE)”经营许可, 即 4G 牌照。同时智能手机渗透率快速提升, 移动端网民占比从 2012 年的 74.5% 增至 2018 年的 98.3%, 用户上网场景从固定场所转向“随时随地”的碎片化使用, 推动“随时随地”的消费行为。公共 WiFi 服务开始在各大城市铺开, 例如上海推出的“i-Shanghai”公共 WiFi 正是在 2012 年 7 月上线; 云计算支撑弹性扩容, 阿里云、腾讯云为双十一、618 大促提供峰值计算能力, 2017 年阿里云支撑双 11 每秒 32.5 万笔订单。

图表16: 移动通信系统理论网速 (K/S)



图表17: 中国手机网民数量



来源: 今日头条, 国金证券研究所

来源: CNNIC, 国金证券研究所

移动技术(4G/智能设备)突破创造新场景, 消费场景(如社交、短视频、本地生活)重构激活新流量, 流量再分配(低线用户、年轻群体)重塑商业生态。



图表18：移动互联网时代的人货场

对比维度	用户粘性
人	用户身份的重构、用户需求分层、用户逻辑重构
货	商品品类的扩展、C2M 模式普及、智能仓配网络建成
场	平台移动化转型、入口的碎片化与去中心化

来源：国金证券研究所

用户身份的重构、用户需求分层、用户逻辑重构。用户从传统消费者角色演变为复合型参与者，融合消费者与传播者。通过微信、微博等社交平台分享购物体验，形成“社交推荐-转化”闭环，小红书达人通过“种草笔记”将个人体验商品化，单篇爆文可带动单品销量暴增。高净值客群聚焦垂类平台限量商品，下沉市场用户偏好综合电商的高性价比商品，银发群体依托内容平台完成消费决策；消费需求从“低价导向”分化为品质化（天猫）、性价比（拼多多）、兴趣驱动（抖音电商）等多维度。用户决策链路从“搜索-比价”逐渐转向“种草-拔草”；从“搜索式消费者”逐渐转向“场景化体验者”，小红书、抖音等内容平台崛起，外卖、打车等 O2O 服务出现，培养用户即时消费习惯，本地生活场景与电商交易深度融合。

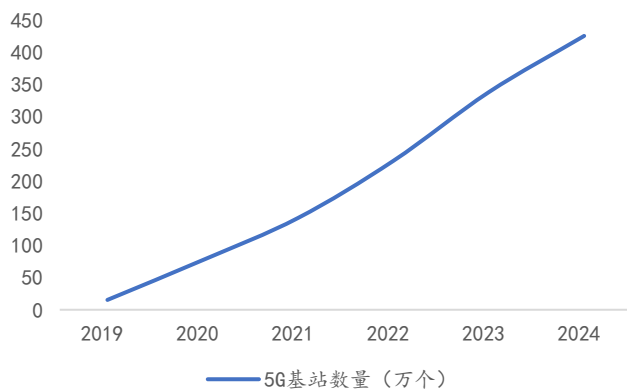
商品品类的扩展、C2M 模式普及、智能仓配网络建成。京东 2013 到 2018 年线上新增商品品类和服务超 200 项，鲜花速递等线上服务销量增长 14 倍；服饰、家居等非标准化商品通过图片、短视频展示成为主流；拼多多通过社交裂变（2015）激活下沉市场，推动无品牌、低价商品规模化流通；O2O 模式推动本地生活服务、服务类商品渗透。京东 C2M 将产品需求调研时间减少了 75%，新品上市周期缩短了 67%；SHEIN “小单快反”模式 100-200 件起订的试单机制，配合实时更新的销售数据，让“爆款 24 小时返单，滞销即时停产”成为可能；安踏通过智能供应链系统使库存周转率大幅提升，降低了库存成本，库存周转天数同比减少了 15 天，降幅近 11%。菜鸟网络（2013）整合“四通一达”，实现 72 小时全国送达，全国快递平均单价由 2012 年的 18.6 元降至 2017 年的 12.4 元。

平台移动化转型、入口的碎片化与去中心化。京东 2014 年 Q4 移动订单占比达到 36%、手机淘宝 2015 年 DAU 破亿，APP 成为流量主入口。微信支付与指纹支付应运而生，进一步打通支付场景。2016-2017 年社交电商崛起，“场”从平台流量分配转向社交关系链裂变，用户既是消费者也是传播节点。用户可通过各类 APP、社交媒体、短视频平台等多样化场景触达商品，重构了流量分配逻辑。

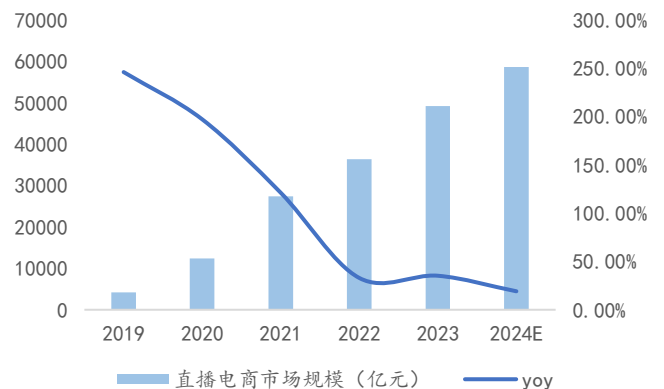
2.3 直播电商时代（2019-至今）：内容驱动与供应链深度整合

移动互联网末期，传统电商平台淘宝的获客成本突破 77.99，流量红利见顶。直播电商通过私域流量运营（如微信社群、粉丝群）的获客成本较传统模式大幅压缩。2020 年 3 月 4 日中共中央政治局常务委员会召开会议，会议指出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，用户卡顿率大幅下降。智能手机性能增强，直播硬件成本降低，用户可通过低成本设备参与直播，推动全民化内容生产；多地政府推出直播电商扶持计划，通过税收优惠、人才培养等推动产业发展，2020 年 3 月，广州市商务局出台《广州市直播电商发展行动方案（2020-2022 年）》大力发展直播电商；2021 年《网络直播营销管理办法》实施，划定未成年人保护、数据安全等八大红线。

图表19：5G 基站数量



图表20：直播电商市场规模



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

5G+政策双轮驱动促使直播产业的技术跃迁与生态重构。



图表21：直播电商时代的人货场

对比维度	用户粘性
人	新职业电商主播成为核心、用户交互需求升级、消费决策机制转变
货	展现形式革新、数据驱动供应链智能化、物流履约效率提升
场	视频内容成为新交易入口，人货场关系发生本质重构

来源：国金证券研究所

人：新职业电商主播成为核心、用户交互需求升级、消费决策机制转变。主播连接消费者与商品的核心枢纽，兼具导购、客服、质检员等多重角色，甚至反向参与供应链设计（如 C2M 模式），构建信任经济；用户追求沉浸式体验，直播通过实时互动缩短用户决策时长；消费决策机制从“认知-逻辑”驱动向“情绪-本能”驱动的历史性转变。直播电商通过高唤醒情绪（兴奋、愉悦、紧迫感）与低唤醒情绪（焦虑、遗憾）直接刺激消费者决策。例如，秒杀倒计时、主播的激情喊麦和弹幕互动能瞬间激活用户本能反应，绕过理性思考路径。研究显示，71.2%的用户因情绪共鸣下单，而传统电商仅依赖商品详情页的认知说服。

货：展现形式革新、数据驱动供应链智能化、物流履约效率提升。商品通过主播试用、场景化展示突破图文限制，动态呈现使用场景；通过直播预售数据反向定制，实现以销定产，降低库存压力；针对直播订单的碎片化、集中化特点，平台通过分布式仓储和智能调度系统实现就近发货，如生鲜类直播将仓库设在原产地，结合冷链物流缩短运输链路，利用智能算法优化运输路线，减少空载率，降低物流成本。

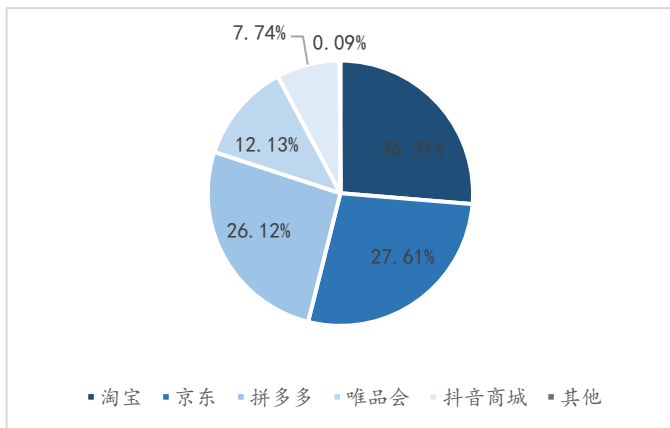
场：视频内容成为新交易入口，人货场关系发生本质重构。直播间通过实时视频互动、商品演示和主播讲解，构建了“所见即所得”的沉浸式购物环境，用户从“搜索式购物”转向“发现式购物”，通过短视频种草、社交分享进入商品详情或直播间，形成“内容引流-直播转化”的闭环。直播间作为新社交娱乐场景，用户因信任主播或群体氛围产生非计划性消费，抖音、快手日活相继破亿（2019），叠加公共卫生事件催化，直播电商 GMV 从 2019 年 4338 亿元猛增至 2022 年 3.5 万亿元，占网络零售额比重达 23%。

2.4 未来已来，AI+将提升产业链运营效率

AI+将带动电商行业变革，预计先带动电商公司内生性增长，用户侧变化尚处早期：

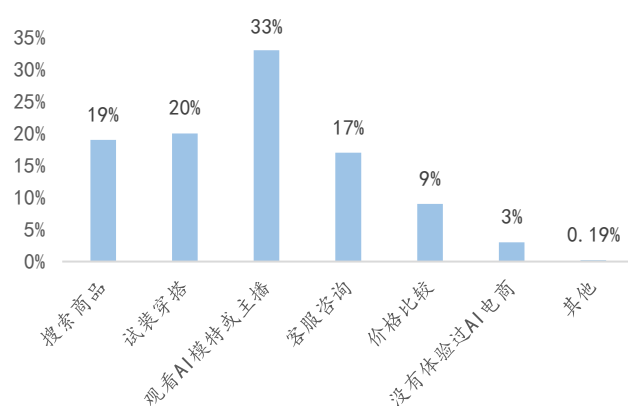
- 1) 内部降本提效：互联网公司的内部代码写作及内容创作有望通过 AI+辅助生成，提升内部员工工作效率，实现降本增效。
- 2) 赋能广告智能化：AI+助力广告素材生成及优化，且智能化水平提升有效提升广告主投放效率，有望带动广告消耗提升。
- 3) 云需求提升带来新增长曲线：DeepSeek-R1 在各行业的加速部署对于算力需求提升明显，阿里、腾讯等大厂云业务有望受益。
- 4) 优化供应链管理：AI 技术贯穿零售供应链“预测-采购-仓储-配送”全流程，通过对历史销售数据、市场变化、促销活动、物流履约路线等多重因素分析，能够有效提升供应链效率。
- 5) 产品细节体验优化，提升用户体验：智能客服、沉浸式购物、精准推送等将在细节上助力公司提升用户体验。

图表22：用户在不同电商平台体验AI服务占比



来源：每日经济新闻，国金证券研究所，注：N=1100

图表23：用户场景里体验过AI服务的网购场景占比



来源：每日经济新闻，国金证券研究所，注：N=1100



内部降本：AI 切入低技术门槛工作，优化运营成本。

AI 可替代部分低技术门槛劳动，降低互联网企业运营成本：

- 1) 客服：腾讯云与 DeepSeek 合作的智能客服解决方案。京东“言犀”智能客服：京东智能客服日均服务 3 万个国补相关会话，能独立解决 88% 国补咨询问题。用户咨询时，智能客服系统能够根据用户居住地，结合商品信息，迅速判断是否符合国补资格，并作出商品推荐。
- 2) 内容审核：通过 AI 赋能，在文字、突破、视频等多模态场景中审核皆能应用，且目前审核准确度已经较高。字节跳动“灵犬”系统日均审核视频超 1 亿条，敏感内容识别准确率达 99.3%。
- 3) IT 运维：通过自动化运维工具、弹性伸缩能力和高效的资源利用率等方式，帮助用户节省运维费用。

图表24：智能客服效果

智能客服提升点			
提升知识构建与运维效率	降低人工投入	增强回答质量与拟人化能力	多模态与数字人商用突破
大模型融合技术实现知识文档自动抽取，自主生成知识增强与 FAQ 挖掘，知识库配置维护工时减少 80%+	多轮对话配置环节引入大模型，自动生成意图示例与实体同义词，工时从 40+ 人天缩短至 10 天以内	推荐/回答准确率从 80%+ 提升至 90%+，新增情绪识别功能，拟人化话术优化提升坐席效率与用户满意度	语言/视觉/多模态大模型深度融合，支持语音、图像、视频交互形态，数字人形象成熟化推动大规模商用

来源：第一新声，国金证券研究所

图表25：AI 审核成本 VS 人工审核成本

腾讯云内容审核费用对比			
审核方式	审核类型	定价	效率提升
AI 智能化审核	图片	0.33-1.5 元/千次	几十倍至百倍
	音频	0.18-0.9 元/小时	
	文本	0.3-2.2/千条	
	视频	图片或视频+0.1 元/千次视频截帧费用	
	直播画面	3 元/千张	
	直播声音	2 元/小时	
	文档审核	图片+0.1 元/千页文档转图片费用	
人工审核		70 元/千次	

来源：腾讯云，国金证券研究所

内部提效：AI 助力互联网公司研发效率提升。

辅助软件代码生成与优化，重构开发流程：AI 技术在代码生成领域的应用已显著改变互联网公司的研发流程，通过自动化代码补全、智能调试、测试用例生成等功能，大幅提升开发效率与质量。目前腾讯、阿里、快手、京东、美团等公司在日常研发中已通过 AI 代码提高研发效率。

日常事务性案头工作通过 AI 提升效率，例如文档写作、PPT 制作等。



图表26: 大模型驱动软件开发流程演变



来源：沙丘智库，国金证券研究所

赋能广告智能化：加速素材生成、优化投放效果、提升广告消耗。

智能化 AI 应用带动互联网平台广告消耗提升。以快手为例，2024 年 Q3 营销客户 AIGC 营销素材日均消耗超 2000 万元，基于大模型的自动投放解决方案 UAX 已占外循环客户广告消耗约 50%。

- 1) 投前：AI 生成素材速度大幅提升，创意多样性突破。
- 2) 投中：AI 优化广告投放，精准度与 ROI 双升。
- 3) 投后：跨平台数据整合与归因分析。

图表27: AI 驱动广告与传统的广告对比

指标	提升幅度
素材生成耗时（以腾讯广告妙思为例）	由平均 24h 提升至 10min
广告转化率（以谷歌 Performance Max 工具为例）	30%↑
广告主平均 ROI（以 Meta 为例）	32%↑
单用户获取成本	30%↓

来源：meta, 有米云, casdia, 掌慧, 国金证券研究所

图表28: 互联网公司 AI 智能化广告的应用

互联网公司	AI 赋能广告业务	AI 广告布局
腾讯	腾讯通过 AI 技术提升广告精准度、ROI 和满意度，推动 2023 年广告业务收入同比增长 23%，达到 1015 亿元，占总营收近 17%。	“混元 AI 大模型”、“广告大模型”、“妙思” AI 创意工作台
字节跳动	通过 AI 技术，尤其是生成式 AI 工具，推动广告收入增长 23.76%，提升了广告精准度和自动生成广告内容的能力，增强了广告主的获客效益。	Marketing API
快手	AI 优化广告内容相关性和效果，实现广告收入 20% 的增长，提升了广告主的投入产出比。	磁力智投—AI 智能创意推荐工具、快手广告 UAA 全自动化投放

来源：《2023 中国互联网广告数据报告》，腾讯财报，快手财报，国金证券研究所

新增长曲线：大模型本地化部署带动云算力需求提升。

DeepSeek-R1 在各行业加速部署催生云基础设施扩容。AI 应用急剧扩张，相较于需要大规模算力的 AI（大模型）训练场景，AI 推理对算力性能要求没有 AI 训练严苛，主要是满足低功耗和实时处理的需求。但在部署在实际终端场景中时，会需要大量服务器进行并行网络计算，因此在大规模应用开启部署大模型过程中，算力需求提升。云服务商业化：



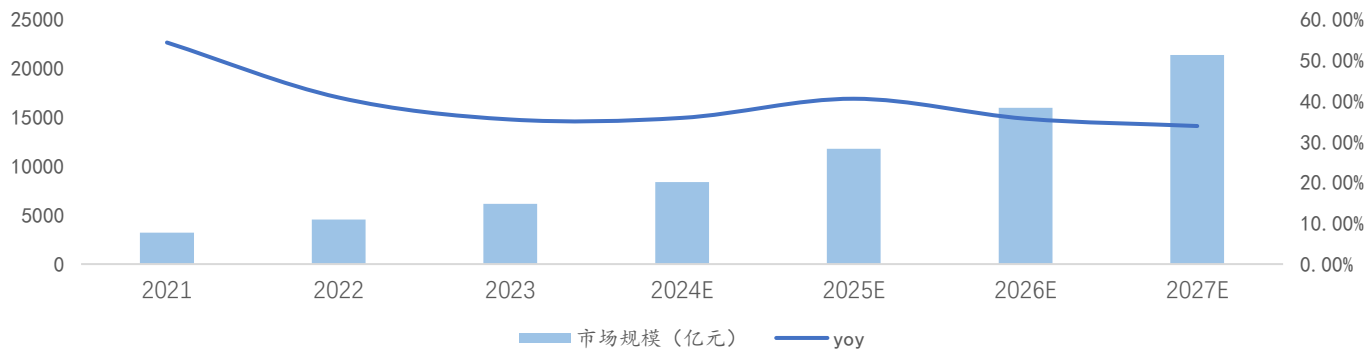
带动大厂云收入增长与产品生态构建。

图表29：阿里未来3年AI方向投入加大

阿里未来3年将加大AI方向投入		
AI和云计算基础设施建设	AI基础模型平台以及AI原生应用	现有业务的AI转型升级
AI时代对于基础设施有明确而巨大的需求。我们将积极投资于AI基础设施建设，未来三年集团在云和AI的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。	AI基础大模型对于行业生产力变革具有重大意义，我们将大幅提升AI基础模型的研发投入，确保技术先进性和行业领先地位，并推动AI原生应用的发展。	对于电商和其他互联网平台业务，AI技术升级将带来用户价值的巨大提升机会。因此将持续提升AI应用的研发投入以及算力投入，运用AI深度改造升级各业务，把握AI时代的新发展机遇。

来源：阿里巴巴，国金证券研究所

图表30：中国公有云市场规模



来源：中国信息通信研究院，国金证券研究所

优化供应链管理：AI技术贯穿零售供应链“预测-采购-仓储-配送”全流程。

需求预测：精准匹配市场动态，动态安全库存管理。AI模型可分析历史销售数据、季节性波动及市场趋势，减少库存积压和缺货风险。沃尔玛的AI系统会综合分析历史销售数据、市场趋势以及天气变化等多方面因素，以此来精准预测不同商品的需求量并自动调整库存，精准的AI预测模型帮助减少库存积压，同时降低缺货率，提高销售转化率。

智能采购：成本与风险双降。AI帮助识别供应商风险，优化采购决策。

仓储管理：从静态库存到智能调度。亚马逊：使用先进的机器学习算法，AI可预测特定地区的用户何时想要哪些商品，针对产品进行最优库存布局，增加当日达和次日达的能力。

物流配送：路径优化与时效革命。



图表31: AI 赋能零售供应链管理

AI 赋能零售供应链管理				
环节	预测	采购	仓储	配送
具体方式	数据收集与预处理：通过对历史销售数据、市场数据、供应链数据、动态因子数据等先进行数据清洗、整合、标准化等预处理，从中提取特征形成对各环节形成预测结果，优化过程中运营管理。	从简单的小工具到数字化引擎再到 AI+场景+业务+数据的有机结合。将供应商各方面的情况、能力，包括评价、风险、实力都要建立客观的数据化的评估维度，通过这些指标构建模型矩阵，在供应商全生命周期管理的各个环节发挥作用，解决采购痛点。	自动识别商品的型号、数量等，降低误检率，实现仓储管理从“人找货”到“AI 驱动货找人”的仓储自动化变革。动态监测商品库存、自动触发促销策略实现自动清库，提高仓储效率。	用 AI 路径优化系统，整合实时交通、天气数据进行智能路线规划，提升风险预判能力，并可动态监测运输过程中温度等信息。无人配送等新型配送方式长期来看有助于优化履约成本。

来源：浙商新零售，亚马逊全球开店，亿邦动力网，国金证券研究所绘制

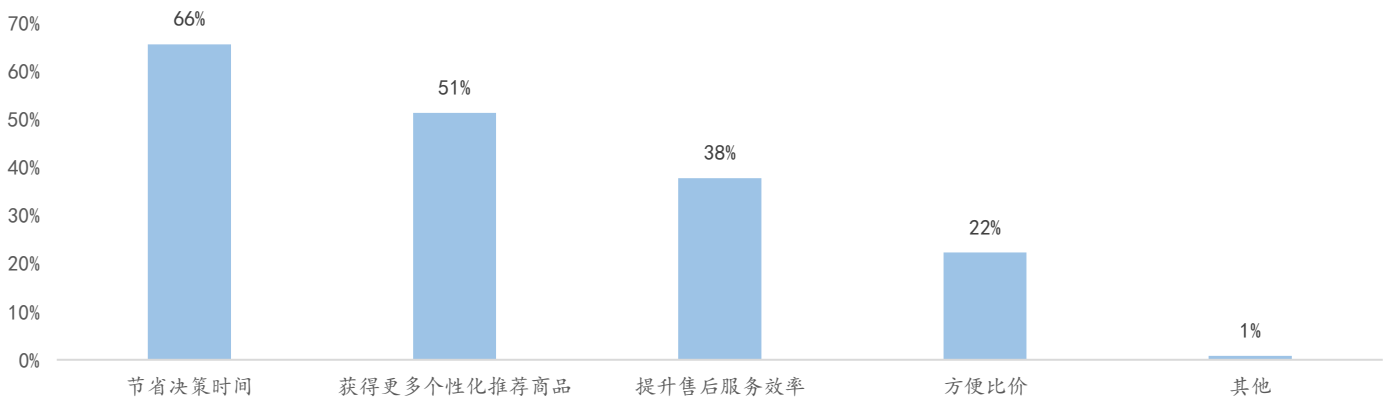
产品细节体验优化，提升用户体验：智能客服、沉浸式购物、精准推送等将在细节上助力公司提升用户体验。

交互人性化：智能客服等服务从机械应答到情感化服务。7*24 小时响应，处理常见问题并支持多模态交互（文字、语音、图像）。

场景真实化：打造沉浸式购物，从平面展示到场景化体验。

触达精准化：精准推送从广撒网到场景化触达。AI 通过分析消费者行为数据（如浏览记录、购买历史、社交媒体互动等），能够实现高度个性化的推荐和营销策略，从而提升转化率和客户忠诚度。基于深度学习的算法可为用户提供“千人千面”的商品推荐，如亚马逊的个性化推荐引擎已显著提升用户购买率。

图表32: 用户认为 AI 电商工具的优势



来源：每日经济新闻，国金证券研究所

三、电商平台经营策略演进--进入精细化运营的全域电商时代

3.1 电商行业现状：流量红利已过，进入精细化运营阶段

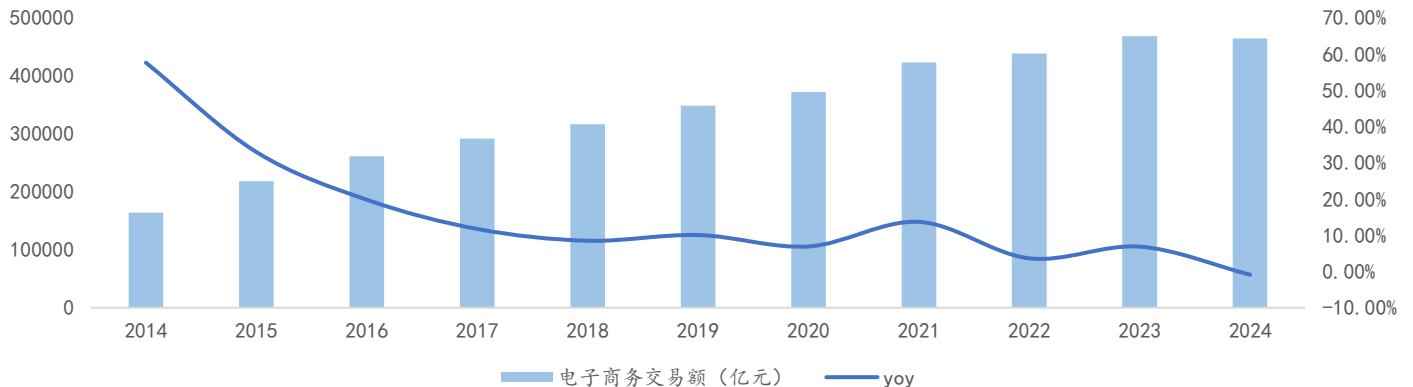
国内电商行业进入低增长高存量的成熟阶段。国家统计局数据显示，2014 年电子商务交易额规模为 163900 亿元，同比增长 57.60%，2024 年电子商务交易额规模为 464100 亿元，同比下降 0.90%，国内电商行业已经步入成熟阶段。

两大购物节显示近年来增速趋缓，消费趋于理性。阿里巴巴于 2009 年发起首次双十一购物节活动，2024 年双十一期间，电商平台和直播电商平台累计销售额达到 14418 亿元人民币，较 2023 年有所增长，但增速明显放缓。2010 年京东发起了 618 购物节，逐渐发展为中国第二大电商促销活动。2024 年 618 期间，全网销售总额达到 7428 亿元人民币。其中，综合电商平台销售额为 5717 亿元，占比约 77%；直播电商平台销售额为 2068 亿元，占比约 28%。然而，与 2023 年相比，2024 年销售额同比下降了 6.9%，显示出增速放缓的趋势。消费者对促销活动的热情有所下降，促使电商平



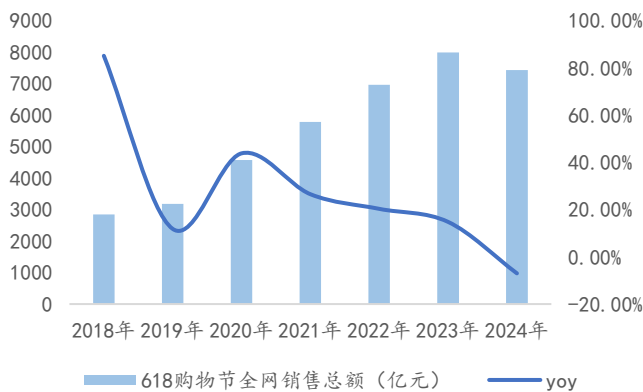
台寻求新的增长点，如拓展海外市场和优化营销策略。

图表33：电子商务交易额

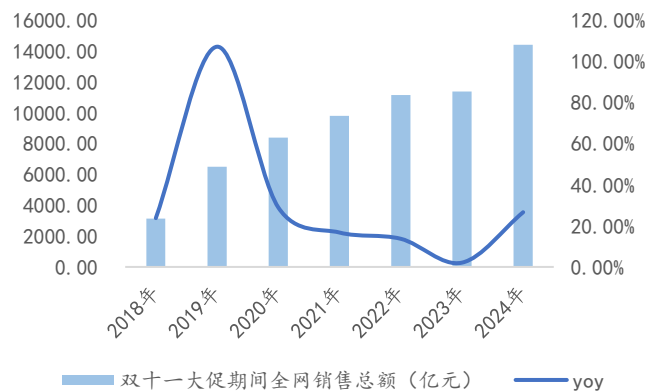


来源：国家统计局，国金证券研究所

图表34：618购物节全网销售总额



图表35：双十一大促期间全网销售总额



来源：星图数据，国金证券研究所

来源：星图数据，国金证券研究所

3.2 平台之间差异缩小，竞争加剧

电商平台各具特色，但差别在缩小。淘天集团（阿里巴巴）、京东、拼多多、抖音、快手等平台共同形成主要竞争格局，平台凭借差异化定位、流量入口和商业模式，形成了“综合电商+社交电商”双轨驱动的市场结构。

- 1) 综合电商平台：包含淘天集团（阿里巴巴）、京东、拼多多等传统平台在内的货架式电商。以用户主动搜索购买为主，立足消费决策链的下游，向消费决策链上游的电商购物模式渗透，如大力发展电商直播，推进内容驱动型转化。
- 2) 社交电商平台：包含抖音、快手、小红书、腾讯电商等社交平台在内的内容式电商。以引导需求为主，立足消费决策链的上游，向消费决策链下游的电商购物模式渗透，如建立货架式购物平台，推进货架式补全。



图表36：国内主要2C电商平台比较

类别	平台	差异	用户画像	用户粘性	优势	劣势	双向渗透	
综合电商平台	淘天集团	全品类、生态	全年龄段	中	品类丰富、供应链管理优秀、履约效率高	质量管控、用户留存、运营成本高	用户主动搜索	直播化、短视频化、社区化向上游渗透
	京东	自营、物流体系	高净值					
	拼多多	性价比、社交裂变	价格敏感					
社交电商平台	抖音	短视频种草	年轻潮流	高	内容创作生态、用户停留时间长	供应链薄弱、流量依赖、隐私风险	内容激发兴趣	健全商城、强化供应链向下游渗透
	快手	信任消费	下沉市场					
	小红书	内容驱动种草	女性					
	腾讯电商	私域流量、社交裂变	中老年					

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

3.3 国内电商行业竞争情况

传统电商平台用户与GMV总量仍占优，但增长乏力。2023年GMV7.2万亿居首，但GMV同比下降3%，京东2023年GMV微增2%，GMV几乎呈不变趋势。新兴势力快速崛起。抖音、快手以内容驱动在2023年GMV分别增长47%和33%，其中抖音2023年GMV突破2.2万亿逼近传统平台。

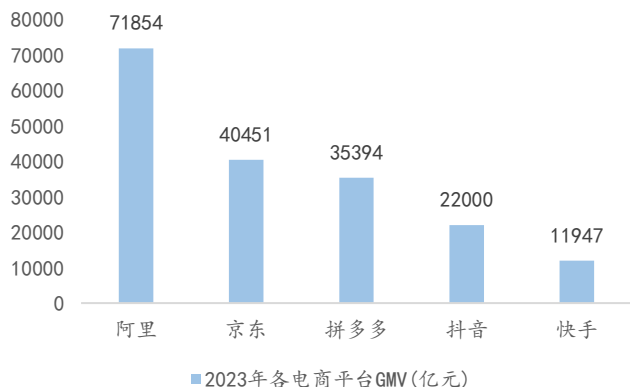
阿里巴巴和京东POP的货币化率较低，受制于低价竞争与费率策略，前者依赖成熟的广告与佣金体系但增长趋缓，后者以低佣金吸引商家但广告变现较弱。因此随着淘系之外的电商平台在2020年后都有陆续收取0.6—1%不等的交易服务费，2024年8月9日起，阿里巴巴对淘宝、闲鱼商家收取0.6%的交易服务费（中小商家年销售额低于12万可豁免），7月正式全量面向所有淘系商家开放“全站推广”，推动付费流量占比提升。

拼多多的货币化率超越传统货架电商，依托“低价+流量集中分发”模式，通过商家竞价广告实现轻资产高效变现。2022年2月拼多多推出全站推广，作为一款针对电商商家的新营销产品，要求商家为流量付费，并且通过限时秒杀活动和流量倾斜，引入更多品牌商家，提升客单价和广告收入。

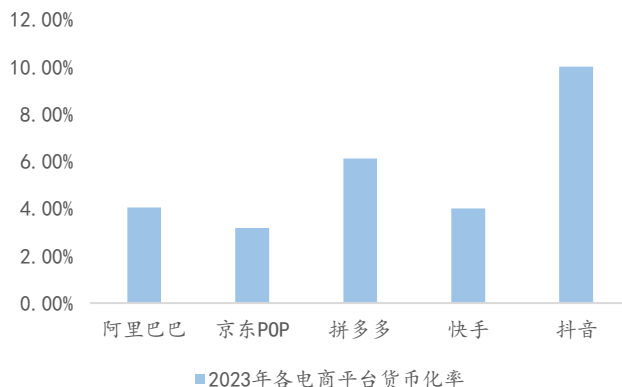
快手因为私域流量让利主播以及白牌商品占比过高，货币化率与抖音形成明显差距。因此快手正在加速平衡私域与公域流量占比，通过公私域联动打破头部主播垄断流量的局面，同时加速发展外循环广告（品牌广告），尤其在游戏、餐饮等优势领域发力，以弥补电商货币化率偏低的短板。

抖音以最高的货币化率领跑行业。以算法为核心，通过“兴趣电商”模式实现精准用户匹配，广告转化效率显著高于同行业，抖音公域流量主导的分发机制使品牌更容易沉淀用户，因此拥有较高的货币化率，但面对复购率天花板和商家投放减少的挑战，抖音正在积极向货架电商转型。

图表37：2023年各电商平台GMV



图表38：2023年各电商平台货币化率





来源：新芽榜，国金证券研究所

来源：走马财经，国金证券研究所

3.4 国内电商平台不同时期的侧重点

国内电商平台的发展与侧重点始终与市场需求、技术变革和政策环境相关联。

在 2003-2007 年的初创阶段，行业的核心任务是构建基础信任体系和完善基础设施。淘宝（2003）通过免费策略吸引了大量中小卖家，同时支付宝（2004）推出“担保交易”模式，解决了线上交易缺乏信任的痛点。这一时期的物流主要依赖第三方服务，配送效率较低，但电商平台通过简化交易流程和降低门槛，逐步培养了用户的线上购物习惯。

2007 年后，行业进入快速成长期，重心转向商品品质提升和用户体验优化。天猫（2008）从淘宝独立并引入品牌商家，京东则以自营模式强调正品保障和高效物流，二者共同推动 B2C 模式崛起。京东自营物流体系（2007）实现“当日达”，菜鸟网络（2013）通过数据整合优化第三方配送资源，物流效率大幅提升。与此同时，移动互联网的普及促使淘宝、京东等平台全面向移动端转型，双十一、618 等购物节通过集中营销激发消费潜力，电商逐渐成为大众生活的常态。

2015 年至 2021 年，行业竞争格局发生分化。拼多多（2015）通过社交裂变和低价拼团快速渗透下沉市场，打破了传统电商对一二线城市用户的依赖。抖音、快手等内容平台依托直播带货（2018）开辟新战场，头部主播的兴起重构了用户消费场景。传统电商平台如淘宝推出“特价版”（2020），京东上线“京喜”（2019）以应对下沉市场竞争，社区团购模式也在这一时期通过预售和自提覆盖更广泛的社区用户。电商行业从单一模式向多元化、场景化方向拓展。

2021 年至今，行业进入成熟期，增量市场逐渐饱和，平台转向技术赋能与出海发展。大数据驱动的个性化推荐和会员体系深化成为用户留存的关键。新零售业态加速融合，即时零售服务打通线上线下消费场景。技术层面的 AI 算法赋能优化人货场，跨境电商如“Temu”（2022）则依托国内供应链优势开拓全球市场。

未来，侧重点将围绕用户需求迭代与技术赋能展开。随着 AI 的普及与应用成本降低，电商将在技术的驱动下进一步探索沉浸式购物体验 and 全渠道服务，同时 AI+ 将会不断提升产业链运营效率。

阿里巴巴：从单一服务到生态协同、从货架展示到内容驱动。

图表 39：阿里巴巴经营策略变化

B2B起步与C2C重构 (1999年-2007年)	B2C扩展与矩阵化构建 (2008年-2013年)	移动化转型与生态完善 (2014年-2019年)	全域营销与AI驱动 (2020年至今)
<p>重要事件</p> <p>1999年9月阿里巴巴成立，B2B模式服务中小企业信息对接 2003年推出“淘宝网” 2004年推出“支付宝” 2005年推出即时通讯工具“旺旺”</p>	<p>重要事件</p> <p>2008年推出“淘宝商城”（后更名天猫） 2009年9月推出“聚划算” 2009年首创“双11购物节” 2013年5月推出“菜鸟” 2013年11月提出“All in无线” 2013年推出“千人千面”算法</p>	<p>重要事件</p> <p>2014年创立“闲鱼” 2015年推出“蚂蚁花呗” 2014年收购“高德地图” 2016年5月推出“淘宝直播” 2017年6月发布“品牌数据银行” 2018年收购“饿了么” 2018年推出“88VIP会员体系” 2019年12月上线百亿补贴活动</p>	<p>重要事件</p> <p>2020年上线“淘宝特价版” 2020年推出“犀牛智造” 2020年淘宝买家秀升级为“逛逛” 2021年推出万相台智能营销系统 2021年淘宝特价版更名“淘特” 2021年淘宝直播升级APP“点淘” 2023年发布AI大模型“通义千问” 2024年发布“星辰”大模型</p>
<p>经营策略</p> <p>人：免费策略吸引中小商户 解决线下运营的高成本壁垒、对抗eBay的收费政策，通过“网络效应”迅速吸纳大量中小型卖家和消费者。 货：以长尾商品满足多样化需求 提供丰富的商品种类，覆盖用户从日常用品到小众商品的多样化需求，打造“万能的淘宝”形象，提升用户粘性。 场：构建C2C平台生态与信任机制 实时沟通（旺旺）、担保交易（支付宝）和卖家信用评级体系（星钻冠体系）打造可信赖的电商平台。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：用户分层运营 实现以高品质消费的“天猫”用户与大众消费的“淘宝”用户的分层需求，推动电商节日双十一的全民消费文化。 货：品牌战略与品质保障 淘宝商城（天猫）扶持淘品牌，同时吸引传统线下品牌，通过严格审核机制提升平台商品可信度。 场：C2C+B2C协同 以“淘宝”C2C、“天猫”B2B为核心，辅以“聚划算”团购、“一淘”比价覆盖不同消费场景。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：数据驱动的精准确运营 多渠道采集用户行为数据，构建庞大的流量矩阵，实现“千人千面”的个性化推荐、精准营销和广告投放。 货：全品类覆盖与供应链升级 品类从服装、3C扩展至生鲜、健康等垂直领域；同时菜鸟网络整合优化物流资源，提升物流效率。 场：生态协同与内容驱动创新 移动端整合支付、物流、本地生活等业务，构建协同的全场景消费生态；“淘宝直播”上线催动内容电商崛起。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：UGC模式与商家技术赋能 平台鼓励用户参与评测、直播互动，形成消费者即创作者；以数据和AI驱动商家效率提升、智能运营，降低经营门槛。 货：智能制造与全链路数字化升级 基于AI的“犀牛智造”通过分析淘天消费趋势实现C2M与柔性供应链重构。天猫国际利用通义大模型分析海外消费趋势，优化跨境物流与保税仓备货策略。 场：场景融合与内容生态升级 全场景与虚拟平台打造沉浸式购物体验；直播电商与内容种草成为入场核心。</p>

来源：百度百科，阿里巴巴，国金证券研究所

京东：从极速配送到全链管控，从自营优势到全域联动。



图表40：京东经营策略变化

线下奠基与线上转型 (1998年-2011年)	多元发展与业务扩张 (2012年-2016年)	生态深化与技术强化 (2017年-2019年)	智能化与全球供应链 (2020年至今)
<p>重要事件</p> <p>1998年6月刘强东创立京东，以线下3C产品零售为主 2004年转向线上自营模式 2007年决定推出自营模式，并自建京东物流体系 2008年首次举办“618”促销活动 2010年开放POP平台引入第三方商家</p>	<p>重要事件</p> <p>2013年推出“京东金融” 2014年推出“京东健康” 2014年5月在纳斯达克上市 2014年10月亚洲一号仓投入使用 2015年推出PLUS会员体系 2015年4月推出“京东到家” 2015年10月与腾讯推出京腾计划 2016年成立京东生鲜事业部</p>	<p>重要事件</p> <p>2016年9月京东直播功能上线 2016年1月“京东健康”上线 2017年推出自有品牌“京造”、“京选” 2017年京东物流独立运营 2017年提出“无界零售”战略 2019年上线“京喜”特价平台</p>	<p>重要事件</p> <p>2020年6月在香港联交所二次上市 2020年京慧智能供应链计划推出 2021年成立京东科技 2021年上线京东拼拼（京喜拼拼） 2021年在德、英建立自动化仓库 2023年言犀AI大模型上线 2023年3月百亿补贴上线</p>
<p>经营策略</p> <p>人：以用户体验为核心 通过正品保障和低价策略积累用户信任；品类扩展覆盖用户更广泛的消费需求；自营+自建物流提升用户消费体验。 货：全品类扩展与供应链垂直整合 以3C产品为基础扩展商品种类；严格管理供应链保障商品品质，自建物流体系以提升履约效率。 场：转型线上自营与开放POP平台 线下转线上自营、后引入第三方商家，从单一电子产品向综合电商转型，形成“自营+平台”双轮驱动。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：提升用户增量和用户粘性 商品品类、品质和服务保障的同时，推出京东PLUS会员体系、公测京东白条、与腾讯深度合作扩大用户规模。 货：全品类深化 依靠“自营+平台”模式，既保证核心品类品质，又丰富长尾商品供给，京东生鲜事业部成立弥补生鲜短板。 场：多模式场景融合 加速向移动端迁移；与腾讯合作获取社交场景流量；布局金融业务完善交易闭环；探索线上线下融合零售模式。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：用户下沉渗透和精准运营 通过京喜和社交裂变分享玩法，激活用户社交关系链，争夺下沉市场，同时借力算法实现个性化推荐。 货：推动品质升级与能力开放 打造京造、京选强化自有品牌在市场的的影响力；自营物流、仓储和供应链管理系向第三方开放优化履约能力。 场：无界零售持续落地 提出“场景无限、货物无边、人企无间”的无界零售理念，加快实现线上线下一体化购物体验。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：用户价值深度运营 深化会员体系、精准用户分层与智能服务优化，实现高价值用户运营与下沉市场渗透，全面提升用户全生命周期管理。 货：打造智能供应链与全球化布局 构建超脑系统，实现库存预测、动态路由和智能补货；构建11668航空货运网，支撑欧美、东南亚等重点市场快速履约。 场：扩展全渠道深度融合 聚焦“人、货、场、数”四维度，打造覆盖全链路营销、智能供应链、全渠道交易、数智化运营等场景的数智化方案</p>

来源：百度百科，京东，国金证券研究所

拼多多：从低价裂变到生态深耕、从下沉流量到全域渗透、从货架电商到场景融合。

图表41：拼多多经营策略变化

低价扩张 (2015年-2017年)	品质升级 (2018年-2019年)	完善生态 (2020年-2021年)	全球布局 (2022年至今)
<p>重要事件</p> <p>2015年9月“拼多多”上线运营 2016年2月单月成交额破1000万，付费用户突破2000万 2016年11月用户总量破1亿，月GMV超10亿 2017年6月月GMV突破75亿</p>	<p>重要事件</p> <p>2018年7月在美国纳斯达克交易所上市 2018年12月推出“新品牌计划”扶持拼工厂品牌，构建信任机制 2019年6月首次推出百亿补贴大牌正品</p>	<p>重要事件</p> <p>2020年1月推出“多多直播” 2020年2月推出“拼小圈”功能 2020年8月推出“多多买菜” 2020年设立“百亿农研专项” 2020年推出“多多钱包” 2021年在国内率先实行“仅退款”</p>	<p>重要事件</p> <p>2022年推出跨境电商平台“Temu” 2023年2月宣布启动“农云行动” 2023年6月群团购平台“快团团”上线本地生活业务 2024年9月助力商家降低店铺基础保证金</p>
<p>经营策略</p> <p>人：下沉市场与社交裂变 聚焦三四线城市及农村的价格敏感型消费者，借助微信社交红利，通过拼团、砍价等裂变玩法，以极低成本触达用户。 货：低价爆款与供应链整合 吸纳被淘汰的中小商家，如产业带白牌厂商，提供低价商品供应；与第三方物流公司合作保障商品快速触达下沉市场。 场：构建社交电商与去中心化 将购物场景嵌入社交互动中，通过微信生态构建“强关系+低价”的消费场景；同时无购物车功能，鼓励即时交易。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：高线市场渗透 新品牌计划提升商品质量升级下沉市场消费，百亿补贴策略以高端商品为切入点，吸引一二线城市用户。 货：扩容大牌正品与供应链升级 上线品牌馆引入官方授权商品；农货中央处理系统建立农产品供应链直连；新品牌计划推进C2M反向定制规模化。 场：深化社交电商优势 从熟人拼团扩展至陌生人拼团，成团率提升；通过算法预测需求，减少用户搜索依赖，强化“货找人”逻辑。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：用户分层深化和信任构建 基于用户消费能力与兴趣标签实现个性化推荐；商家通过直播间展示生产流程，增强用户对商品质量的信任感。 货：品类扩展与供应链纵深整合 与国美达成合作引入高客单价商品；全球购频道引入海外品牌商品；通过外地云拼模式聚合需求，降低损耗。 场：社交电商与娱乐化销售融合 将直播定位为战略级产品，鼓励商家通过直播运营提升用户停留时长；同时支付体系、社区团购持续发力。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：存量留存与高质量发展 精细化运营提升用户黏性与复购率；提升单用户贡献值，通过高频品类（生鲜、日用品）和交叉销售策略增加消费频次。 货：深度改造农产品供应链 将农业作为核心战略，通过百亿农研项目推动农业数字化与新农人计划，提升亩产值和商品标准化水平。 场：全球化布局扩展增长边界 复制国内模式，推出跨境电商平台Temu，通过“多多出海扶持计划”助力中国制造品牌出海。</p>

来源：百度百科，拼多多，国金证券研究所

快手：以“信任+社交”为核心，推进全域电商生态。



图表42：快手经营策略变化

起初期 (2018年-2020年)	爆发期 (2021年-2022年)	成熟期 (2023年至今)
<p>重要事件</p> <p>2018年6月快手小店上线，直播添加链接并打通淘宝、有赞等外部平台 2019年7月全面接入拼多多 2019年8月快手极速版上线，走向下沉市场 2020年9月宣布快手电商独立运营</p>	<p>重要事件</p> <p>2021年6月上线快手小店信任卡 2021年9月提出三个大搞战略 2021年11月断开有赞 2022年3月切断淘宝、京东商品链接</p>	<p>重要事件</p> <p>2023年1月推出川流计划，主推高客单价商品 2023年2月发布全域经营战略 2023年6月上线短视频挂店铺视频，打通内容与货架</p>
<p>经营策略</p> <p>人：家族主播主导的“老铁经济” 早期依赖头部主播家族，通过私域流量和“老铁”信任关系实现高转化率，主播与粉丝的强社交纽带（老铁文化）成为交易转化的核心驱动力。</p> <p>货：低价白牌与农产品引流 商品以白牌和农产品为主，主打低价策略和源头直供。商品结构单一，供应链粗放，但契合下沉市场需求和吸引价格敏感型用户。</p> <p>场：短视频+直播导流，依赖第三方平台 短视频和直播是核心流量入口，交易跳转至第三方平台。快手小店（2018）初步支持短视频带货，但未形成闭环，变现效率受限。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：去头部化与品牌引入 头部主播垄断与品控问题倒逼去中心化策略，为减少对家族主播的依赖，引入品牌商家，并通过流量扶持和政策倾斜培育中腰部主播，推动生态多元化。</p> <p>货：供应链升级与品类扩张 供应链能力加强，整合产业带资源，同时通过“源头好货”和“品牌好货”双轨并行，提升商品丰富度。商品从白牌扩展到品牌，引入高客单价品类。</p> <p>场：构建交易闭环，探索多场景协同 逐步切断第三方外链，推动交易闭环。强化快手小店内链支付，并布局物流设施，完善电商生态。推动“短视频种草-直播转化-商城复购”的全链路协同。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：公私域协同与快品牌崛起 品牌自播成为核心模式，平台通过全域流量扶持（如搜索推荐、商城入口）与私域粉丝运营结合，提升品牌曝光和转化效率。</p> <p>货：分层运营与供应链优化 内容场通过短视频、直播推爆款，制造瞬时消费冲动，货架场通过商城、搜索承接长尾需求；供应链效率提升，通过大数据定价和官方补贴强化性价比优势。</p> <p>场：全域协同与货架场崛起 内容场与货架场深度融合，去年双十一期间，快手泛货架商品卡GMV同比增长110%，搜索GMV同比增长了119%。</p>

来源：百度百科，快手，飞瓜数据，国金证券研究所

抖音：从工具化到生态化、从流量驱动到全域协同。

图表43：抖音经营策略变化

起初期 (2018年-2019年)	爆发期 (2020年-2022年)	成熟期 (2023年至今)
<p>重要事件</p> <p>2018.03内购购物车，支持跳转淘宝 2018.09抖音小店上线 2018.12开启直播带货 2019年4月抖音上线小程序电商，接入第三方电商平台</p>	<p>重要事件</p> <p>2020.03推出团购功能 2020.10切断直播外链，仅支持抖音小店商品 2021.01抖音支付上线 2022.05提出全域兴趣电商，延伸货架场景</p>	<p>重要事件</p> <p>2023年6月苏宁易购再宣布与抖音生活服务深度合作，加速本地生活布局 2023年10月抖音生活服务5亿元扶持达人探店 2024年3月“抖音商城版”APP上线</p>
<p>经营策略</p> <p>人：内容驱动与信任构建 以短视频创作者和早期主播为核心，细分领域深耕，聚焦美妆、服饰等高频消费类目，扶持具有行业经验的创作者，通过垂直领域达人身份建立用户信任。</p> <p>货：低价爆款逻辑与内容化选品 以低价商品作为引流款，选品与短视频内容强关联，重点突破美妆、服饰等品类。2019年1月接入今日头条“放心购”平台，减少对第三方平台的依赖。</p> <p>场：以短视频为流量入口，跳转第三方平台交易 2018年3月内购购物车，支持跳转淘宝，2018年9月上线抖音小店，初步尝试直播场景。但此时用户消费习惯尚未完全建立，带货效果有限。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：通过“FACT经营矩阵”扩大内容供给 搭建品牌直播间标准化流程，降低对达人的依赖；引入头部主播，扶持中腰部达人覆盖细分品类；打造年货节等IP，强化平台级购物心智。</p> <p>货：商品分层与爆款打造 商品分化为“引流款-爆款-利润款”，注重爆品打造。商品分层策略实现流量与利润的平衡，爆品生命周期管理延长商品价值，严格的品控与时效巩固用户信任。</p> <p>场：推进闭环建设 切断第三方外链，构建抖音小店交易闭环；兴趣电商升级为全域兴趣电商，布局商城、搜索等中心场，推出低价秒杀、百亿补贴频道，培养用户主动购物心智。</p>	<p>经营策略</p> <p>人：品牌自播成主流，公私域流量协同 品牌通过短视频、直播积累私域粉丝，再以商城、搜索触达公域用户；达人需具备“内容+选品+供应链”综合能力，构建用户信任，强化粉丝复购。</p> <p>货：全域货品分层，优化供应链效率 内容场侧重爆款，商城侧重长尾商品。爆品生命周期管理实现“内容种草-直播转化-商城复购”全链路运营，延长爆品生命周期。</p> <p>场：内容场与货架场深度融合，商城GMV提升 2023年抖音升级FACT为FACT+S模型，强调内容与货架双场共振。同时加强本地生活业务，完善电商基建。平台规则趋严，劣质内容被淘汰，真人出镜成为主流。</p>

来源：百度百科，抖音，飞瓜数据，国金证券研究所

四、抖音电商成功启示：技术驱动行业变革，流量特点打造生态

4.1 从兴趣电商到全域兴趣电商，抖音做对了什么？

抖音电商的成功建立在“流量+算法+内容”对传统电商“人找货”逻辑的颠覆，轻资产入局玩转流量。

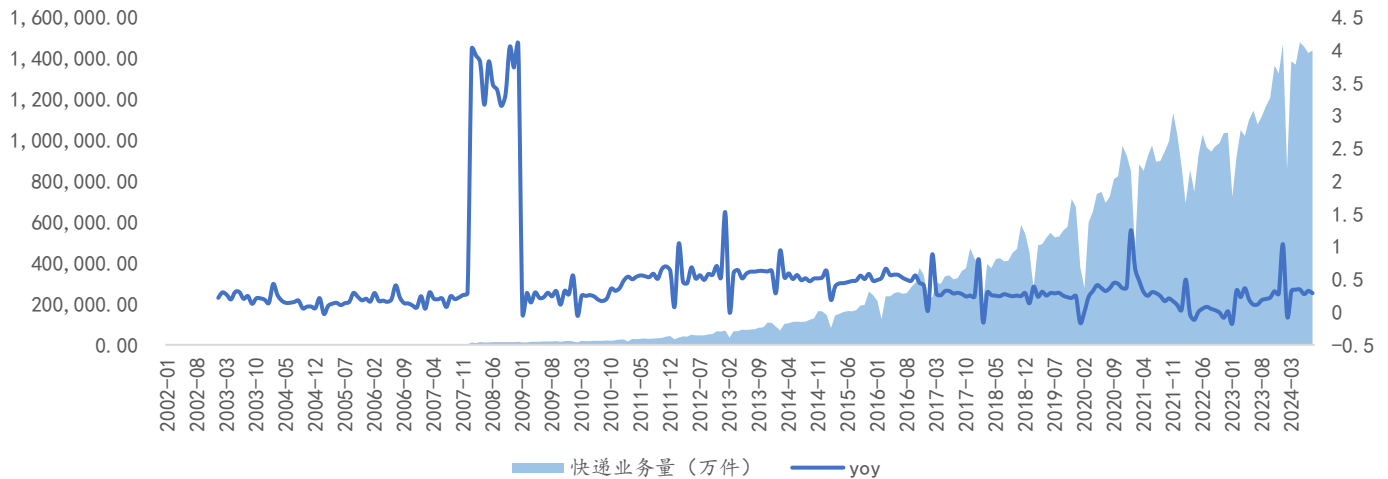
基础设施红利：借力成熟物流体系实现轻资产扩张。2018年抖音电商初启时，国内物流履约体系已形成“通达系+顺丰+京东物流”的成熟格局，2018年快递日均处理能力1.4亿单。这一背景下，抖音无需重金自建物流网络，而是通过“音需达”等数字化工具整合第三方资源，例如与中通、韵达合作，快速构建履约能力，成功规避了京东、亚马逊等企业早期因自建物流导致的资金重负。这一轻资产策略使其能将资源集中于流量与内容创新，形成“四两拨千斤”



的杠杆效应。

“流量+算法+内容”三位一体颠覆传统电商“人找货”逻辑。依托用户构建的庞大流量池，抖音通过智能算法精准匹配用户兴趣与商品需求，将商品无缝嵌入短视频和直播内容中，形成“货找人”的沉浸式消费体验，突破了传统电商的流量瓶颈，通过内容激发用户潜在需求，实现了从“交易平台”到“需求创造系统”的升级。

图表44：中国快递业务量（万件）



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

流量侧：建立在高用户量基础上从“人找货”到“货找人”的场景革命。

用户量崛起：2019-2020年间用户活跃快速增长，奠定了商业化良好的用户基础。产品端赋能：展现形式为信息流推荐形式，流量来自于用户使用过程中的内容插入而非主动搜索。

买货的流量逻辑转变：传统电商依赖用户主动搜索（搜索框+类目导航）而抖音通过内容兴趣激发+算法精准匹配重构流量分配机制。在抖音体系内，商品并非前置，而是由创作者通过短视频自然种草，再以外链方式引导用户至电商平台购买。这种“先内容，后购买”的模式，使消费者在泛娱乐环境下无意间被激发购物兴趣。因此，虽然淘宝早于抖音开启直播电商，但传统电商平台基于强目的性的搜索流量弱于以兴趣内容驱动的内容流量。

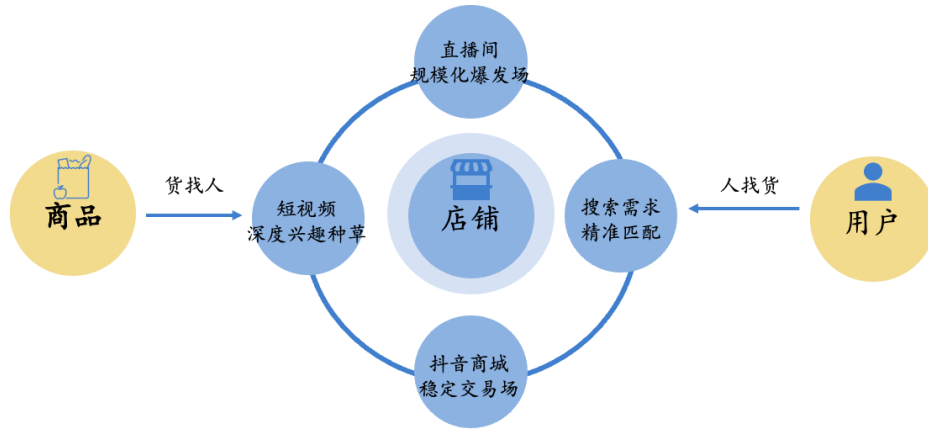
图表45：抖音2019-2020年流量快速增长奠定了商业化的流量基础



来源：抖音，国金证券研究所



图表46：货找人的方式改变了场景交易规则



来源：抖音，国金证券研究所

算法侧：从“交易漏斗”到“需求预测”的智能跃迁。

算法侧：传统电商算法侧重交易链路优化（搜索关键词→商品页→加购→支付），抖音则构建了“需求预测→内容匹配→加购→支付”的AI决策链路，降低用户的购前成本（访问成本&决策成本）。

图表47：传统电商与抖音电商算法侧差异

对比维度	传统电商	抖音电商	核心差异
核心目标	优化交易链路效率（搜索→支付转化）	创造增量需求（预测→匹配→转化）	传统侧重确定性需求，抖音挖掘潜在需求
需求出发方式	用户主动搜索（“人找货”）	算法预测需求，内容激发兴趣（“货找人”）	从被动响应到主动引导
算法侧重	关键词匹配、商品排序、转化率优化	内容标签匹配、用户行为预测、动态定价	传统优化交易节点，抖音构建全链路决策
数据驱动维度	交易行为数据，主要分析搜索、购买、点击等结构化数据，以商品属性和用户购买历史为核心	多模态数据，整合视频内容、语音、文本、社交互动等多模态数据，以内容消费行为和社交互动为核心	传统电商依赖显性交易数据，抖音则结合短视频观看、互动等隐性行为数据，强化内容与兴趣的关联性。
流量分配机制	搜索竞价排名 + 类目均衡分配，以商品转化率、GMV为核心权重	内容质量权重（完播率、互动率） + 爆量推荐机制，平衡内容质量与交易价值	传统依赖付费推广，抖音重自然流量激励，抖音将内容互动数据与商品转化率结合，传统电商更直接关注交易指标。
用户画像	基于静态标签（如年龄、性别、购买偏好）	动态兴趣建模	抖音通过用户实时行为追踪动态更新用户画像，传统电商更依赖历史交易形成的稳定标签。
内容与商品匹配	商品描述文本匹配为主	视频场景化推荐为主	抖音通过视频内容理解商品使用场景，传统电商依赖关键词匹配和类目关联。
冷启动处理	依赖同类用户行为数据或热门商品推荐	利用内容传播突破冷启动（如优质短视频触发流量池）	抖音新商品可通过爆款视频快速获取曝光，传统电商新商品需依赖广告或搜索优化。
实时性	小时级数据更新	秒级动态调整	抖音算法可实时捕捉用户行为变化，传统电商数据更新周期较长。

来源：国金证券研究所整理

内容生态：从“商品展示”到“需求创造”的价值重构。

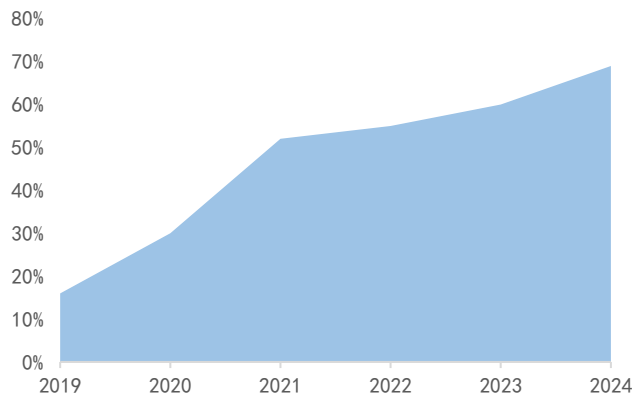
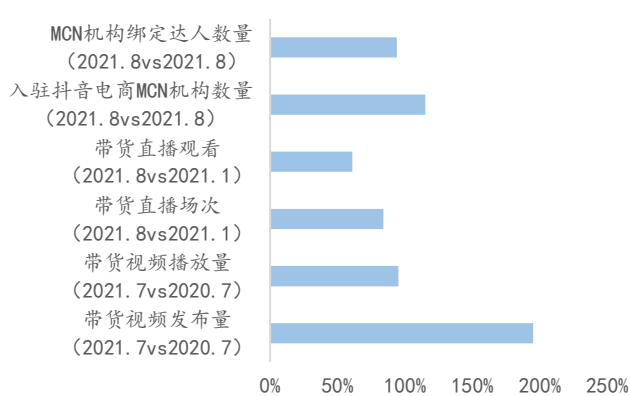


内容生态：从“商品展示”到“需求创造”的价值重构。抖音电商以“内容即货架”理念重构消费决策链的成功，核心在于其构建了一个动态融合内容与交易的多维生态体系。早期以短视频为核心，通过算法推荐将商品信息嵌入娱乐化内容中，以“自然种草”形式激发用户的非计划性购物需求，形成“内容先行—兴趣触发—外链购买”的早期链路。2020年公共卫生事件期间，抓住线下消费停滞的窗口期，通过头部主播快速建立标杆效应，直播间不仅成为即时转化的场景，更通过强互动性（如限时秒杀、实时答疑）强化用户信任。

达播先行，店播跟随，前期通过头部主播引爆流量，以达人推动创造用户需求，培养用户消费习惯，后续大力扶持品牌自播，通过流量倾斜和工具赋能，降低商家运营门槛，推动“人-货-场”的高效匹配，将抖音的电商不仅局限于达人带货聚集地，亦是品牌销货的重要渠道。

图表48：2021年抖音带货达人及电商内容量爆发

图表49：抖音店播占比持续提升



来源：抖音电商，巨量算数，虎嗅，国金证券研究所

来源：抖音电商，巨量算数，虎嗅，国金证券研究所

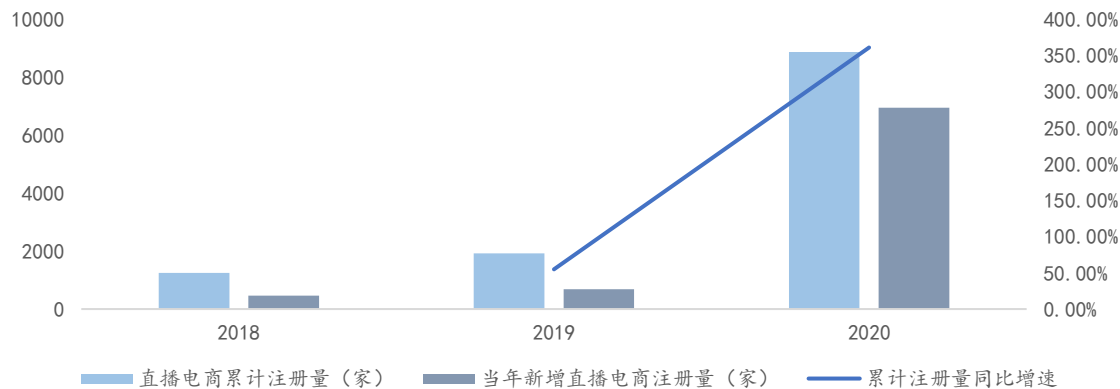
4.2 对产业链影响：推动产业链的数智化转型、效率提升和生态重构

推动产业链数智化转型：技术与数据的深度渗透。技术与数据驱动精准运营，通过大数据对用户行为展开更详细分析，个性化推荐系统实现“千人千面”的直播与商品展示，推动行业从搜索逻辑转向信息流推荐逻辑。

提升产业链效率：缩短链路与优化资源配置。传统产业带通过直播间直接触达消费者，省去经销商层级。物流仓储层面，抖音电商推动“产地直发”模式，缩短物流时间。

重构产业链生态，催生产业上下游新生态。平台层面，抖音电商构建了“商家-达人-消费者”共生生态；商家层面，地方特色产业带借助抖音突破地域限制；参与者层面，直播电商催生新职业（主播、直播运营）并带动上下游就业。

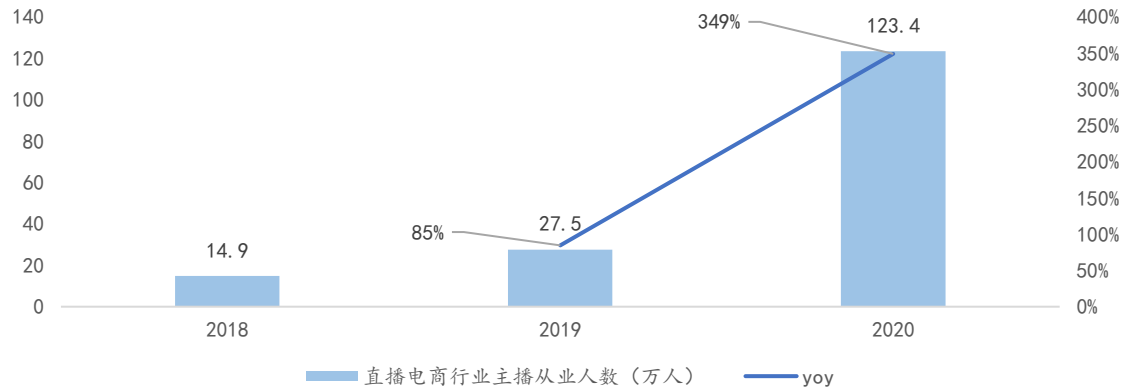
图表50：2018-2020年直播电商相关企业注册数量快速增长



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所



图表51：2018-2020年直播电商带动主播就业人数快速增长



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

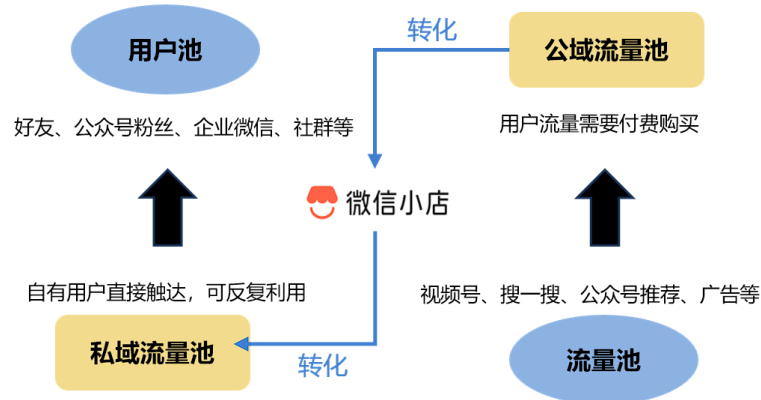
4.3 对新入电商平台启示：技术驱动，依托自身流量特色与基因驱动用户需求

抖音电商的成功验证了“内容+货架”及“流量+数据”模式的有效性，当前AI+电商赋能正处于初期阶段，尚未形成全新的电商消费模式，新兴平台更多需结合自身的流量基因制定策略：

微信小店：利用社交关系链，发展私域电商（如社群拼团、朋友圈种草）及探索基于社交需求出发的消费场景。微信小店的核心竞争力在于其社交裂变模型，构建“用户即渠道”的商业网络，且微信生态的多元场景为“非计划性消费”创造可能——即时性场景+仪式化场景+内容耦合场景，帮助商家打通公私域流量闭环，提升商业化效率。

小红书：强化社区属性，聚焦“生活方式+小众品牌”，通过KOC测评驱动长尾用户需求。小红书的核心壁垒在于将社区内容转化为消费场景的底层逻辑。用户对“真实体验分享”的信任度远高于广告，小红书通过社区内容创造“无目的性消费需求”对用户形成决策链重构，“种草-搜索-拔草”闭环依赖社区UGC的信用背书。小红书通过百元级KOC矩阵替代万元级KOL投放，激活长尾市场。

图表52：微信小店打通公私域流量



来源：国金证券研究所绘制


图表53：小红书 KOC 推流优势

对比维度	KOC (素人博主)	KOL (大V网红)
粉丝量	1000-10000	10W+
互动率	高 (5-15%)	低 (1%-5%)
信任感	强, 用户更容易相信	易被认为是广告
投放成本	低 (几十~几百元)	高 (上千~上万元)
适合品牌	新品种草、低预算推广	品牌曝光、大促推广

来源：电商运营课程君，国金证券研究所绘制

五、风险提示

宏观经济与消费需求波动风险。若宏观经济增速放缓，消费者可能减少非必需品类（如美妆、电子）支出，直接影响电商企业营收。

竞争加剧与成本攀升风险。电商行业进入者增多，行业陷入同质化竞争。

行业监管趋严风险。监管趋严，对电商行业虚假宣传、低俗营销、产品质量等问题加强整治，若平台未能及时调整审核机制，可能面临高额罚款或业务限制。



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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究