

互联网行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：陆意（执业 S1130522080009）

luyi5@gjq.com.cn

分析师：廖馨瑶（执业 S1130522060005）

liaoxinyao@gjq.com.cn

电商价格竞争加剧，“流量+效率+供给”为制胜关键

投资逻辑

一、复盘两种价格策略均可有效树立低价形象。

High-low 策略典型案例为电商双十一，特征在于短期内降价促销、爆发力强，对应的营销费用高、备货要求高、峰值配送压力大，更适合高单价品类、全国性品牌以及新品发布时。Every Day Low Price (EDLP) 策略强调长期保持低价，消除了价格高低变化的不确定性，低成本、低费用结构、低价格以拉升销售量。适用于消费者了解商品价格的场景，主要为标品、日用品等品类。策略之间转化需要经历消费者教育、抵消组织内部经理人对改变的抗拒、重构供应链上利益分配格局和合作模式。电商比价行为的便利性使得 EDLP 策略更容易被消费者感知。

二、电商价格补贴为手段，本质是流量的竞争。

①京东：百亿补贴主打强势品类，长期丰富产品池支撑低价供给。截至3月7日，百亿补贴共覆盖十二个品类，从SKU数量上看家电、手机、居家生活为重点品类。多数3C家电折扣在八至九折，电脑手机补贴后价格中位数约2000元。对3C家电的补贴初期或防御属性更强，唤回被拼多多百亿补贴吸引的高线城市优质购买力用户。未来的低价商品供给或更多来自于POP商家。截至2022年末，POP商家数量连续八个季度保持20%以上增速。初期平台吸引POP商家给予佣金及流量扶持政策，或导致货币化率降低、销售费用提升。长期随着百亿补贴入口流量聚集及转化提升，价格补贴有望通过品牌/商家、平台之间共同承担。

②拼多多：2019年百亿补贴上线后，补贴商品2.3万余款，2019年下半年入口活跃用户突破1亿，截至23年2月，百亿补贴模块月活用户约为1.7亿，用户使用时长表现明显低于拼多多app，用户在百亿补贴模块内的购物决策时间短且客单价高。百亿补贴客单价约100元，通常1-2月为客单价高峰，可达130-150元。补贴主要品类为3C、家电。随着补贴力度的提升，百亿补贴占GMV的比例约15%-20%。

③阿里：“价格力”为阿里2023年五大战略之一，包括市场机制的设计、各类营销产品，淘特农产品、工厂货直达消费者的业务模式突破。聚划算的定位是成为所有品牌基于日销爆发的平台。23年1-2月聚划算客单价约250元，客单价在22年双十一期间达到峰值，约350元左右。2022年月均参团SKU数量约67万，月均参团商家6500个。

三、极致价格竞争短期看流量，中期看效率，长期看供给。

低价策略运行初期，更多关注流量的盘活及核心品类的防守；中期关注运营效率更为重要，零售的本质是效率的竞争；长期关注供给侧商品的丰富度能否满足消费者需求拉动销售量显著增加，实现规模化利润。

投资建议

23年一季度消费仍处于恢复期，疫后消费向线下回流，电商景气度偏弱。电商平台强调价格力的竞争环境下，用户流量的重构或为当前关注的重点。建议关注高性价比电商平台拼多多，积极求变、回归价格竞争力的京东集团。

风险提示

宏观经济及消费恢复不及预期、行业竞争加剧、行业政策不确定性、数据统计结果与实际情况偏差风险等。

内容目录

一、HILO 及 EDLP 价格策略均有助于向消费者塑造低价形象.....	4
1.1 HILO: 营销费用高, 通过高低价对比塑造低价形象.....	4
1.2 EDLP: 低成本低费用, 本质是对运营效率的追求.....	6
1.3 策略转化: 对应消费者教育的过程以及员工结构的调整.....	7
二、电商: 价格补贴为手段, 背后是流量的竞争.....	8
2.1 京东: 百亿补贴主打强势品类, 长期丰富产品池支撑低价供给.....	8
2.2 拼多多: 百亿补贴入口流量持续提升, 3C 家电为主要品类.....	10
2.3 阿里: 23 年战略强调价格力, 长期追求技术创新及商业机制创新.....	11
三、极致价格竞争下, 短期看流量, 中期看效率, 长期看供给.....	13
四、风险提示.....	14

图表目录

图表 1: HILO 定价策略示意图 (时间维度).....	4
图表 2: HILO 定价策略示意图 (品类维度).....	4
图表 3: 电商平台双十一 GMV (亿元).....	4
图表 4: 电商平台销售费用率 (%).....	4
图表 5: 家乐福毛利率与净利率 (%).....	5
图表 6: 家乐福收入和营销费用率 (百万欧元, %).....	5
图表 7: HILO 价格策略商店的平均价格相对较高.....	5
图表 8: HILO 价格策略理论利润变化.....	5
图表 9: HILO 价格策略优点与风险.....	5
图表 10: 沃尔玛毛利率 (%).....	6
图表 11: 沃尔玛及可比公司存货周转天数 (天).....	6
图表 12: 沃尔玛及可比公司销售及一般行政管理开支 (%).....	6
图表 13: 沃尔玛及可比公司净利率 (%).....	6
图表 14: 沃尔玛 EDLP 战略实施.....	7
图表 15: EDLP 的优点与缺点.....	7
图表 16: 对于熟悉的品牌, 深度价格策略给消费者更强低价感知.....	8
图表 17: 当价格跨店对比时, 频繁价格策略优势成立.....	8
图表 18: 京东新增百亿补贴为独立入口.....	8
图表 19: 京东百亿补贴商品品类分布.....	8

图表 20: 京东百亿补贴商品价格中位数	9
图表 21: 京东百亿补贴商品折扣力度	9
图表 22: 电商平台 DAU (万人)	9
图表 23: 电商平台 MAU (万人)	9
图表 24: 京东各品类招商政策 (2023 年)	9
图表 25: 京东集团费用率表现	10
图表 26: 京东集团净利润率	10
图表 27: 电商平台人均创收 (百万元/人)	10
图表 28: 电商平台人均创利 (万元/人)	10
图表 29: 拼多多百亿补贴 GMV 占比	10
图表 30: 拼多多百亿补贴力度	10
图表 31: 拼多多百亿补贴客单价 (元)	11
图表 32: 拼多多百亿补贴品类	11
图表 33: 拼多多百亿补贴入口 MAU	11
图表 34: 拼多多百亿补贴入口使用时长	11
图表 35: 聚划算发展历程	12
图表 36: 聚划算针对下沉市场的目标、策略及成果	12
图表 37: 聚划算针对品牌营销方面的举措	12
图表 38: 聚划算 GMV (亿元)	13
图表 39: 聚划算客单价 (元)	13
图表 40: 聚划算参团宝贝数 (万)	13
图表 41: 聚划算参团商家数 (个)	13
图表 42: 低价策略在初期/中期/长期的重心及核心指标	14

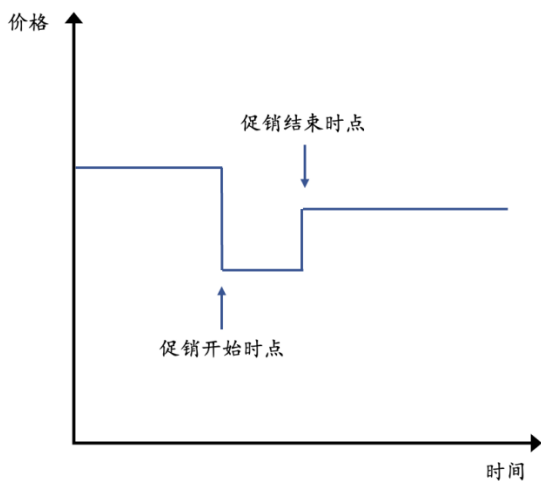
电商平台重申价格力的重要性，多平台以此作为战略重点。“百亿补贴”最初由拼多多于2019年6月率先推出，通过单独入口打造用户对品牌货的信任，保真且低价吸引了消费者在平台购买相对高客单的品牌商品。今年京东宣布开启“百亿补贴”计划，目前，京东APP升级版本已有显示“京东3.8节，百亿补贴上线”或“京东3.8节，3月3日晚8开抢”字样。阿里巴巴也近日宣布将“价格力”作为2023年的五大战略之一。在此背景下，我们研究不同的价格策略（High-low pricing及Every Day Low Price）对平台带来的潜在影响，以及在策略转变时的核心观察指标。

一、HILO及EDLP价格策略均有助于向消费者塑造低价形象

1.1 HILO：营销费用高，通过高低价对比塑造低价形象

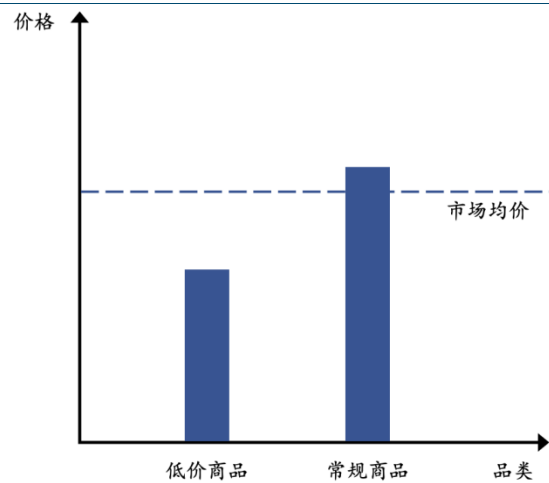
High-low (HILO) 定价策略的核心在于通过高价与低价的对比，形成强烈的反差，以强化品牌或商家的低价形象，进而刺激消费者的购买行为。HILO定价策略存在两种应用形式：一是在时间维度上的应用，即通过短期内的降价促销使消费者感受到高低价的对比。该策略最重要的部分就是降价促销，通过短期内给予消费者一定的折扣让利，让消费者感受到购买的紧迫感和吸引力，进而在促销期间产生更高的销售收入。二是在品类维度上应用，选取部分品类与其他商家定价相同或更高，而在其他折扣品类上拥有较大价格优势，进而以少部分的折扣品类吸引流量，带动其他正常定价品类的销售。

图表1：HILO定价策略示意图（时间维度）



来源：CFI《High Low Pricing, 2023》，国金证券研究所

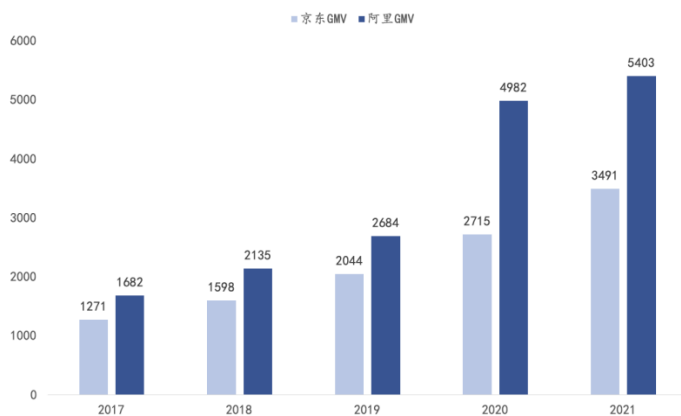
图表2：HILO定价策略示意图（品类维度）



来源：《When Is HILO Low? Price Image Formation Based on Frequency versus Depth Pricing Strategies, 2022》，国金证券研究所

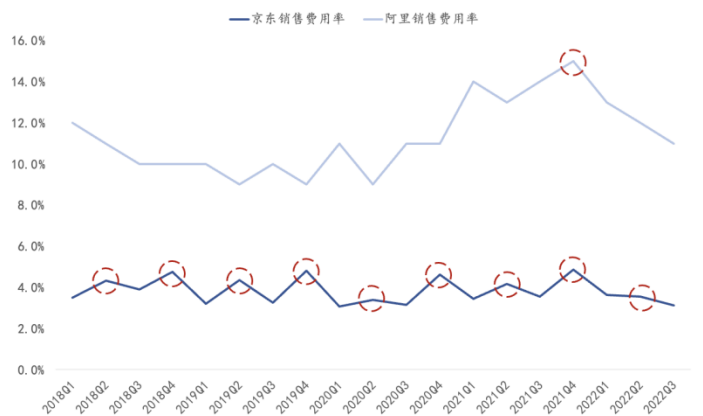
HILO价格策略的特征在于短期内降价促销，促销爆发力强，对应的营销费用高、备货要求高、峰值配送压力大。国内电商平台中，阿里巴巴和京东的年度大促是HILO价格策略的典型表现，大促为电商平台带来了远超日常的流量和GMV。双十一和618大促为各大电商促销的重要节点，从京东的销售费用率可以有清晰的体现每年Q2和Q4的营销费用投放会更高。从双十一节奏由单日爆发到双轮预售的变化发现，通过预售能更好地帮助商家进行备货，也减轻了峰值配送压力。

图表3：电商平台双十一GMV（亿元）



来源：网经社，国金证券研究所

图表4：电商平台销售费用率（%）



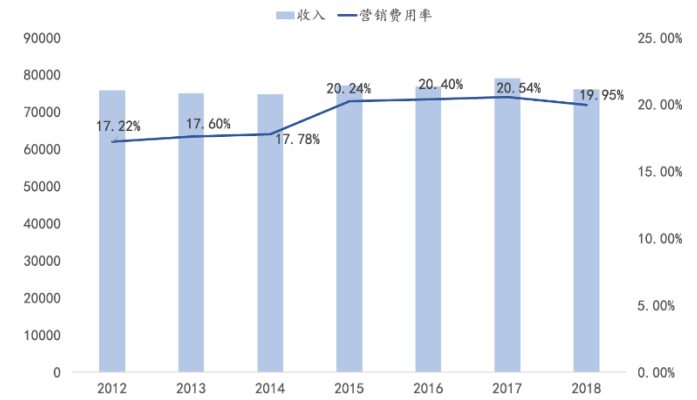
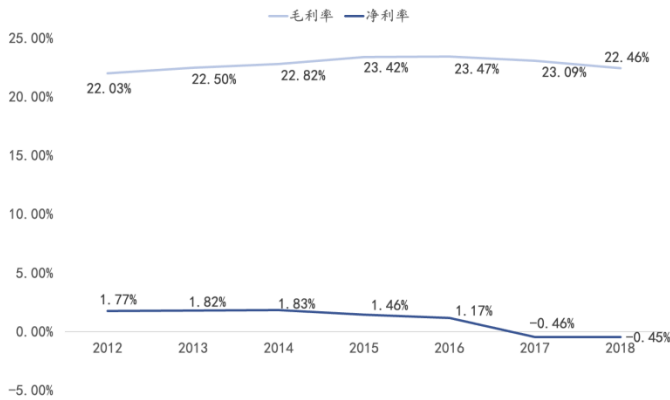
来源：京东年报，阿里巴巴年报，国金证券研究所

家乐福为线下零售中运用HILO价格策略的典型，结合了时间维度和品类维度的HILO价格策略。一方面，家乐福始终

有 10% 的低价商品，以此带动其他 90% 正常价格商品的销售，低价商品以利润低、购买频率高、购买量大的日用化妆品和食品饮料为主，如食用油、大米、面粉等，家乐福通常以比购买成本低 10%-20% 的价格销售低价商品。另一方面，在店庆和节假日期间会采取特低价大促销行为，刺激顾客购买欲。

图表5: 家乐福毛利率与净利率 (%)

图表6: 家乐福收入和营销费用率 (百万欧元, %)



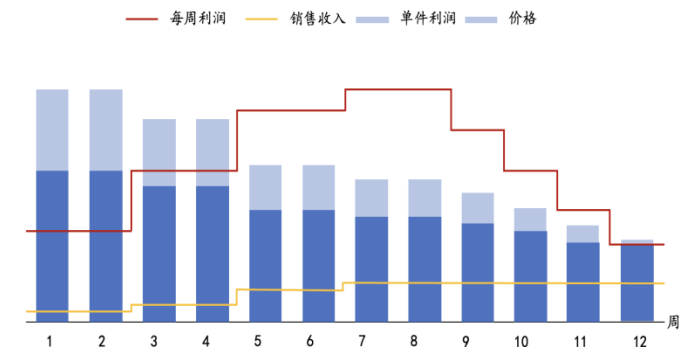
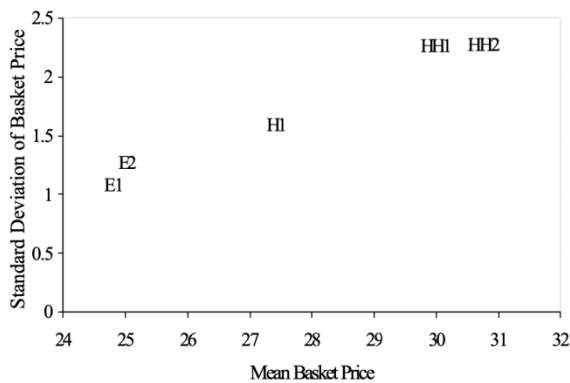
来源: 家乐福年报, 国金证券研究所

来源: 家乐福年报, 国金证券研究所

HILO 策略或更适合高单价品类、全国性品牌以及新品发布时 (无历史销售量可追踪的情况)。研究发现使用 HILO 价格策略商店的平均价格相对较高, 平均购买数量较低。在品牌特征上, HILO 策略更适用于全国性品牌, 而 EDLP 策略更适用于自有品牌。对于品牌来说, 新品发布时很难预测利润最大化的“最优价格”, HILO 策略以相对高价作为起点, 随着版本的更新迭代逐渐降价。以手机品类为例, 新机通常会以相对较高的原价出售, 旧版本会以低价出售。HILO 策略同样适用与高库存商品去库存、季节性商品的换季促销。

图表7: HILO 价格策略商店的平均价格相对较高

图表8: HILO 价格策略理论利润变化



*E1、E2 代表将自己宣传为 EDLP 的商店, H1、HH1、HH2 为将自己宣传为 HILO 的商店, 其中 HH1、HH2 比 H1 商品价格相对高端

来源: 《Store Choice and Shopping Behavior: How Price Format Works, 2001》, 国金证券研究所

来源: 《Advantages of a High-Low Pricing Strategy, 2023》国金证券研究所

图表9: HILO 价格策略优点与风险

HILO	优点	风险
供应商/品牌商	产生更多销售收入 提升品牌知名度 提供快速处理存货的途径	备货成本较高 广告营销成本高 预测销量困难, 断货影响消费者体验
平台	获得大量曝光和流量 平台定位较高	广告营销成本高
物流	产生更多收入	峰值配送压力较大
用户	低价购买商品的机会	商品质量信任问题 日常购买频次下降

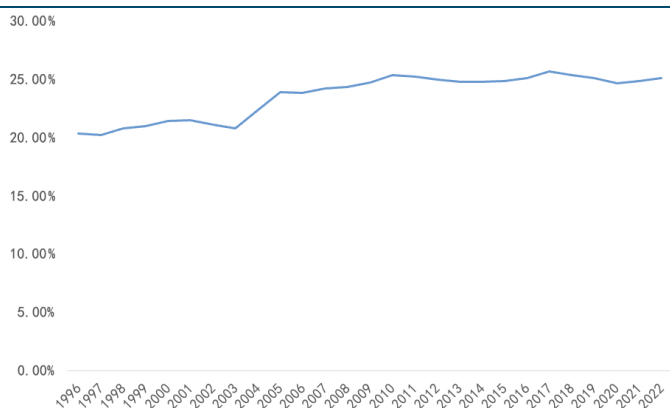
来源: 《Store Choice and Shopping Behavior: How Price Format Works, 2001》, 国金证券研究所

1.2 EDLP: 低成本低费用, 本质是对运营效率的追求

Every Day Low Price (EDLP) 即“天天低价”策略核心在于低价出售所有商品, 而非采用定期或少数商品低价出售的原则。EDLP 策略长期保持低价, 消除了价格高低变化的不确定性。EDLP 起源于 20 世纪的美国, 在一些折扣商店广泛使用。最早采用 EDLP 策略的折扣零售企业是美国的 Kmart, 该企业 1925 年开设首家折扣店。80 年代初期, 沃尔玛贯彻 EDLP 策略, 要求门店以每天低价出售所有商品, 山姆、Costco 等仓储式俱乐部也随即采用有限品种的 EDLP 价格策略。在非零售行业内, 如航空公司 (Southwest)、汽车制造商 (Saturn) 等也在采用 EDLP 策略。2000 年以后, 一些中国零售企业例如苏宁易购、拼多多等电商平台, 还有永辉超市 (仓储店类) 等超市连锁店开始采用 EDLP 策略。随着零售业的发展, 咨询机构 DJL Research 认为, 天天低价的真正含义并非市场最低价, 而是指低于市场平均价格水准、比较公道的价格 (如有时 EDLP 门店价格会高于 High Low 门店的促销时期的价格)。

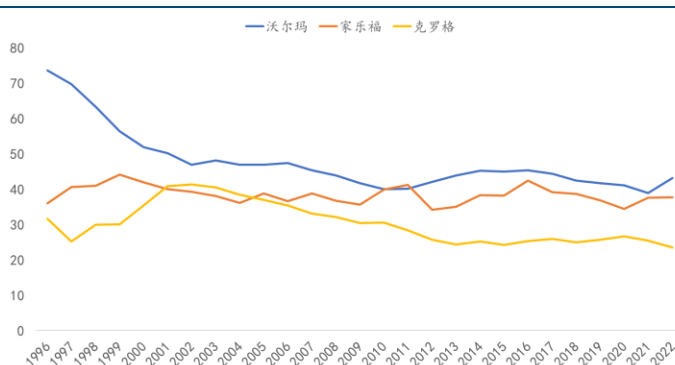
EDLP 具有持续低价特征, 真正意义上的低价并非完全来自商家的让利, 而是极致追求经营效率的体现。EDLP 策略使得毛利率降低, 但凭借高效的物流、供应链管理以及“低价”带来的品牌效应而减少过度的营销投放。高效的运营使企业在存货周转和费用率上的表现更优, 以实现规模化利润。沃尔玛便是 EDLP 策略的典型, 提倡低成本、低费用结构、低价格、让利给客户的经营思想。1993 年起沃尔玛发力自有品牌“惠宜”, 自有品牌的发展在保证价格优势的同时有助于毛利率的提升。

图表10: 沃尔玛毛利率 (%)



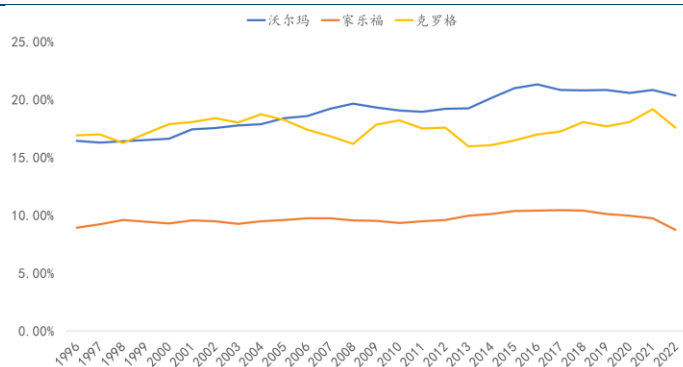
来源: 沃尔玛公司公告, 国金证券研究所

图表11: 沃尔玛及可比公司存货周转天数 (天)



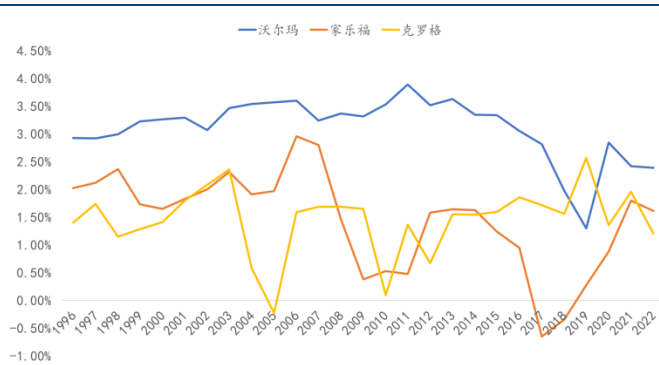
来源: 沃尔玛、家乐福、克罗格公司公告, 国金证券研究所

图表12: 沃尔玛及可比公司销售及一般行政管理开支 (%)



来源: 沃尔玛、家乐福、克罗格公司公告, 国金证券研究所

图表13: 沃尔玛及可比公司净利率 (%)



来源: 沃尔玛、家乐福、克罗格公司公告, 国金证券研究所

图表14: 沃尔玛 EDLP 战略实施

进行有效的成本控制	深入人心的费用管控	完善物流管理系统	发展完备的数据仓库
<p>严格控制采购成本。沃尔玛实施“零进场费”政策,优化供应链以达到供销直通。具体而言,在采购环节上减少一切不必要的开支,直接向生产厂家进货,不通过中间商,节省付给批发商的15%货款的佣金。</p>	<p>沃尔玛的费用控制精神深深地烙在公司每位员工的心里,企业每个细微的布置、员工每个细小的举动都在贯彻沃尔玛的精神:</p> <p>沃尔玛的总部办公楼在一个普通的居民区的五六层高的灰色陈旧楼房内,月租金仅15元/m²,极大地降低了租金费用。</p> <p>在沃尔玛内,人们可能找不到一张单面打印的纸片,除非是非常重要的文件。</p> <p>大多数沃尔玛员工出差只能报销10%的餐费,办公室里的文具多数都是员工自己从家里带来的,即便是在总部高管人员的办公室内,家具也常常是拼凑的,款式颜色完全不搭调,还不乏供应商送来的样品家具,沃尔玛在检测过质量后就把它放在自己的办公室里物尽其用。</p>	<p>配送高效率。配送中心运用高度现代化的机械设施负责对数量庞大的购进商品进行筛选、包装、分检工作,充分体现规模优势。</p>	<p>通过全集团、全方位、全过程、全天候的自动数据采集技术对商品进行市场类组分析,即分析挖掘哪些商品组合最能激起顾客的购买欲,导出数亿个品种的最佳订货量和最佳商品组合分配以及商品陈列等。</p> <p>沃尔玛曾识别出与尿布一起购买最多的商品竟是啤酒(美国太太常嘱咐丈夫下班后买尿布,而丈夫顺手带回了啤酒),便将两种商品摆放在一起,实现销量双双增长。</p>
<p>严格控制配销成本。沃尔玛在全美有20个配送中心和自己的送货车队,所供应的分店都在一天车程范围内,分店提出订货要求后,两天内货即可送到,各店85%的商品由配送中心直接供应,比一般竞争对手高25—30个百分点。</p>	<p>运输高速度。沃尔玛有自己的机动运输车队,保证派送货到店的时间不超过48小时,使沃尔玛各分店做到即使在少量的存货条件下依然维持正常的经营,从而大大节省了存储空间,降低了流通费用。</p> <p>85%的沃尔玛商品通过自己的配送中心运输,使沃尔玛销售成本低于同行业平均的销售成本的2%~3%。</p>	<p>物流系统完善。沃尔玛拥有由信息系统、可靠的运输、供应商伙伴关系及先进的全自动配送中心组成的物流配送系统。且每种商品都附有条码,通过电脑跟踪系统与信息传递,沃尔玛可以做到及时地将货送往各地。及时地补货上架,增大销售的流动性。</p>	
	<p>严格控制广告促销费用。</p>		

来源:《家乐福和沃尔玛定价策略对比分析》、《控制物价:我们能向沃尔玛学些什么?》、《“天天平价”的精髓》、国金证券研究所

EDLP 适用于消费者了解商品价格,可以更快地判断 EDLP 价格是否合理并作出决策的场景,主要为标品、日用品等品类,“时髦商品”不适合 EDLP 策略。稳定的流量对 EDLP 商店来说非常重要。商店必须保持必要的商品流转速度,稳定的销售额,从而给供应商信心的保证,而这又来自于经常性商品能否使消费者得到满足。

图表15: EDLP 的优点与缺点

EDLP	优点	风险
<p>供应商/品牌商</p>	<p>扩大市场占有率。EDLP 不仅能够帮助零售商在与同行的竞争中获胜,还可以提高商品销售额,快速占领市场,扩大市场占有率。</p>	<p>利润增长可能不及预期。供给与需求函数还受消费者行为、价格弹性等因素影响,持续低价带来的销量增长很可能无法弥补低价造成的利润下滑。</p>
<p>平台</p>	<p>降低运营成本:(1)减少不必要的服务,(2)与HILO的集中消费不同,EDLP平台的消费者需求削弱了波峰波谷,趋于稳定且数据更可预测,便于完善库存管理以降低仓库处理成本和商品管理成本,(3)降低广告等促销费用。</p>	<p>EDLP对某些商品品类不适用:(1)奢侈品等高档次品类。如果商品处于厂家的高价撇脂价格指导下,或者厂家有意识强化商品品牌意识,则会产生较大的价格弹性,消费端与供应端均可能对低价战略接受困难,(2)服装等时髦商品品类。时髦商品的零售商通常需减价促销以出售过季或亏损的商品,纯粹的EDLP策略很可能导致大额尾货。</p>
<p>物流</p>	<p>日常配送较多,无峰值配送压力。</p>	<p>/</p>
<p>用户</p>	<p>减少价格战并增加顾客忠诚度。过度的价格促销侵蚀了消费者对日常货架价格可信度的信任,而EDLP门店的价格简单且一致,在降低商品价格的同时减少价格战的发生,有助于恢复价格可信度从而增进顾客忠诚度。</p> <p>备货及时,增加顾客粘性。更精准的库存预测与更完善的库存管理水平使得EDLP商店在低库存、高周转情况下仍能预测并满足消费者预期需求,及时备货、提高顾客体验度并增加消费者粘性。</p>	<p>低价维持困难或影响消费者忠诚。天天低价需要强大的信息系统和运营体系的支撑,一旦EDLP门店没有做到持续的极限低价,“天天低价”的真实性会受到强烈冲击,进而影响消费者满意度与忠诚度。</p> <p>不利于拓展新的客户群体。EDLP门店目标消费者群体多为价格敏感型用户,群体类别单一,虽用户粘性较高,但不利于发展新的目标客群。</p>

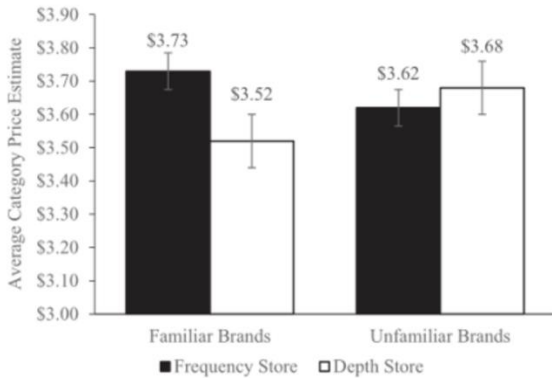
来源:国金证券研究所整理

1.3 策略转化: 对应消费者教育的过程以及员工结构的调整

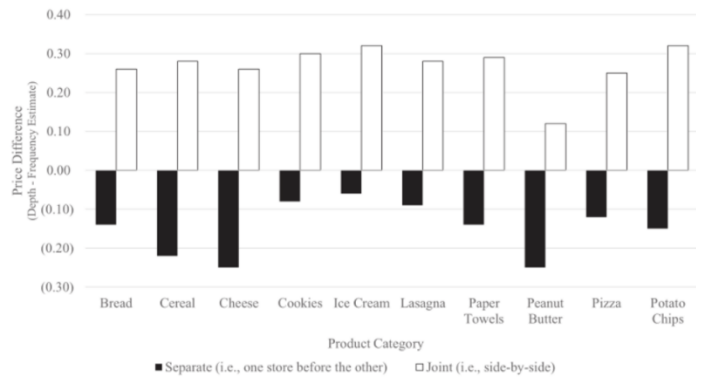
EDLP 策略与 HILO 策略之间的转化成本主要包括消费者教育、抵消组织内部经理人对改变的抗拒、重构供应链上利益分配格局和合作模式。其中,对消费者进行再教育的成本是转型的最大风险所在,价格形象可以带来源源客流,这种形象的建立和稳固需要时间,消费者逐渐接受、适应、内化价格形象也需要时间。《High-Low Pricing (HL) vs. Every Day Low Pricing (EDLP) Strategy: The Consequence of JC Penney's Move from HL to EDLP, 2017》一文中对于美国大型零售商店 JC Penney 从 HILO 价格策略转向 EDLP 价格策略的调整进行分析,发现消费者并没有接受策略变化,仍然认为 JC Penney 是一家中等价位的百货公司,从而导致 JC Penney 在转型后业绩下滑。

电商比价行为的便利性，使得 EDLP 策略更容易被消费者感知。线下消费场景中，当消费者不同时进行跨商店的比较时，会更倾向于店内不同类别的产品价格作为参考点。这种转变使得深度价格策略（即在少数商品上有较大价格优势的策略，类似 HILO）的优势就比频繁价格策略（即在许多商品上有较小价格优势的策略，类似 EDLP）的优势更容易被识别评估。线下场景中，采用 HILO 定价策略的商店或比采用 EDLP 定价策略的商店表现出更低的价格形象。电商平台相比起线下渠道，消费者更容易实现不平台间的商品价格对比，EDLP 打造的平台低价形象，相比线下渠道更容易被消费者感知。

图表16: 对于熟悉的品牌, 深度价格策略给消费者更强低价感知



图表17: 当价格跨店对比时, 频繁价格策略优势成立



*样本为来自 Amazon Mechanical Turk 众包平台的 462 名被试的实验数据

来源: 《When Is HILO Low? Price Image Formation Based on Frequency versus Depth Pricing Strategies, 2022》, 国金证券研究所

*样本为来自 Amazon Mechanical Turk 众包平台的 462 名被试的实验数据

来源: 《When Is HILO Low? Price Image Formation Based on Frequency versus Depth Pricing Strategies, 2022》, 国金证券研究所

二、电商：价格补贴为手段，背后是流量的竞争

2.1 京东：百亿补贴主打强势品类，长期丰富产品池支撑低价供给

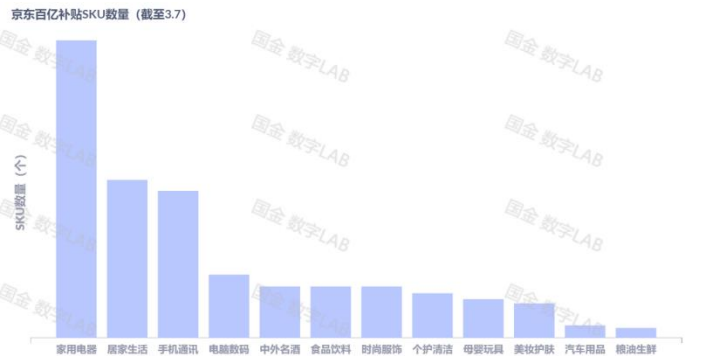
京东百亿补贴于 3 月 6 日晚 8 点全面上线，并打出“官方补贴，天天低价”的口号。“百亿补贴”正式升级为固定频道，而京东也从 HILO 价格策略向 EDLP 价格策略转变。在比价监控方面，京东于 2 月 21 日公开发布了《“买贵双倍赔”服务规则》，并于 2 月 28 日正式生效，直接对标拼多多百亿补贴和天猫等平台的价格，适用于在京东入驻开店的第三方商家，不包含京东小店。据抽样统计（数据截至 2023 年 3 月 7 日），百亿补贴共覆盖十二个品类，从 SKU 数量上看家电、手机、居家生活为重点品类，消费者更加了解标品的价格，更容易判断价格是否有吸引力。折扣力度上，多数 3C 家电折扣在八至九折。电脑手机补贴后价格中位数约 2000 元。对 3C 家电的补贴初期或防御属性更强，以挽回被拼多多百亿补贴吸引的高线城市优质购买力用户。

图表18: 京东新增百亿补贴为独立入口



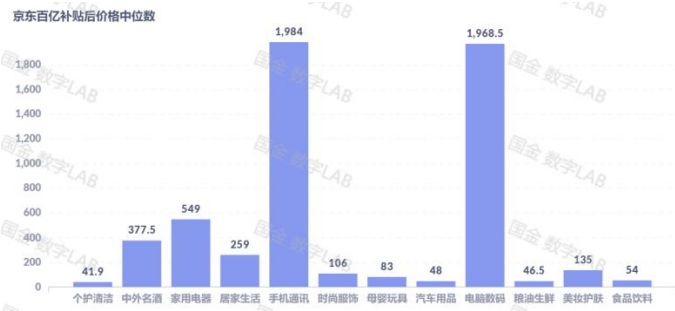
来源: 京东 App, 国金证券研究所

图表19: 京东百亿补贴商品品类分布



来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

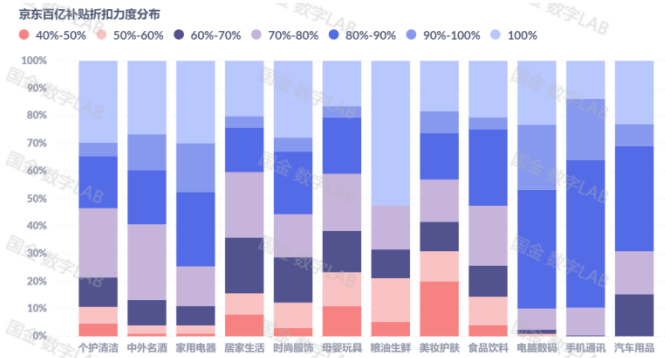
图表20: 京东百亿补贴商品价格中位数



*数据时间 2023 年 3 月 7 日

来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表21: 京东百亿补贴商品折扣力度

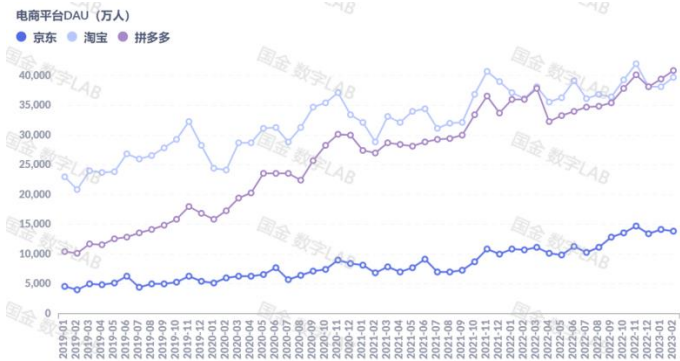


*数据时间 2023 年 3 月 7 日

来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

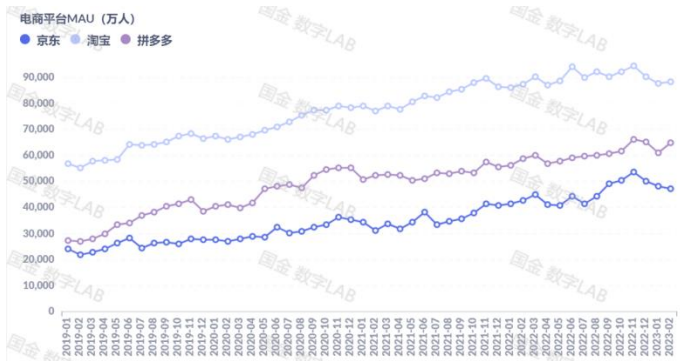
价格竞争为手段, 本质为流量的竞争。从用户角度, 京东相比淘宝和拼多多有更大的用户增长空间。百亿补贴或帮助平台吸引更多价格敏感人群, 扩充用户群体。持续稳定的流量和转化, 才能吸引更多低价商品的供给。

图表22: 电商平台 DAU (万人)



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

图表23: 电商平台 MAU (万人)



来源: 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

未来的低价商品供给或更多来自于 POP 商家, 初期平台吸引 POP 商家给予佣金及流量扶持政策, 或导致货币化率降低、销售费用提升。巩固“省钱”心智确实可以为一直以“好和快”为优势的京东平台带来增量, 评价战略的成功与否, 我们认为还应加入对供给侧“多”的带动, 才能实现良性商业闭环。未来的低价商品供给或更多来自于 POP 商家, 主要由于京东自营作为品牌合作的渠道商之一, 有义务维护品牌价格体系的稳定, 过度补贴或影响与品牌之间的合作关系。此外, 强势的标品品牌议价能力高, 补贴或更多需要平台来承担, 例如茅台等大单品也会面临库存受限等问题, 较难长期带来稳定流量。因此, POP 商家的产品池更容易对低价商品供给带来有效补充。2023 年 1 月, 京东发布“春晓计划”, 为自然人提供快速入驻通道, 90 天“0 元试运营”, 10 分钟成功开店, 在技术服务费、平台使用费上做出多重让利吸引商家入驻, 进一步完善商家生态。截至 2022 年末, POP 商家数量连续八个季度保持 20% 以上增速。

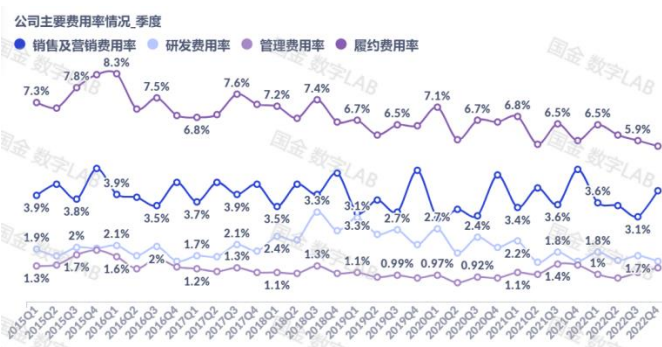
图表24: 京东各品类招商政策 (2023 年)

品类	招商政策	品类	招商政策
玩具乐器	新开店质保金 1万元 起 新开店返 3000元 平台使用费 新开店返 3个月 扣点	家具	入驻限时激励: 0 平台使用费, 1000元 质保金 工厂店资质优惠: 0 平台使用费, 0 质保金, 支持供销、代招商入驻 小店开放招商, 质保金 0元 , 平台使用费 0元 , 0 扣点, 通道费 0.06%
女装	供销平台 0元 开店 专营店模式已开, TM标即可入驻	家装建材	多合作模式, 工厂店资费政策低至 0元 扣点返还 , 阶梯式返还, 最高返 4% 公司类型 不限 , 一般纳税人/小规模公司均可入驻 注册年限 不限 , 注册资本 10万 以上, R标/TM标 3个月 以上均可申请
大家电	首次开放个体工商户入驻 质保金降至 1000元 免除广告促消费、返利框架费、 12000元 平台使用费	健康	返前 三个月 销售佣金 减免部分平台使用费 降低入驻保证金, 产业带商家最低 1000元 质保金

来源: 京东招商公众号, 国金证券研究所

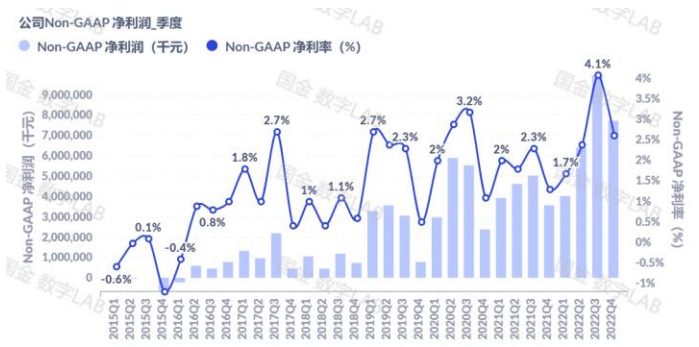
零售的本质是效率的竞争, 低价策略能否持续带来规模化利润, 长期看来是运营能力和效率的考验。保证补贴频道有稳定的高流量、高转化是吸引更多商家加入“低价薄利”行列的根本。以 2022 年京东降本增效的结果来看, Q1-Q3 费用率逐季度优化, 运营效率持续改善, Non-GAAP 利润率逐季度提升。京东百亿补贴首月投入 10 亿元, 未来的投入预算会依据业务实际情况进行调整。

图表25: 京东集团费用率表现



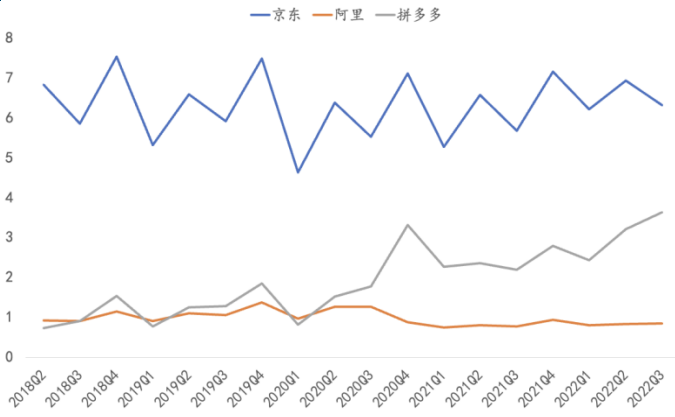
来源: 京东公司公告, 国金证券研究所

图表26: 京东集团净利润率



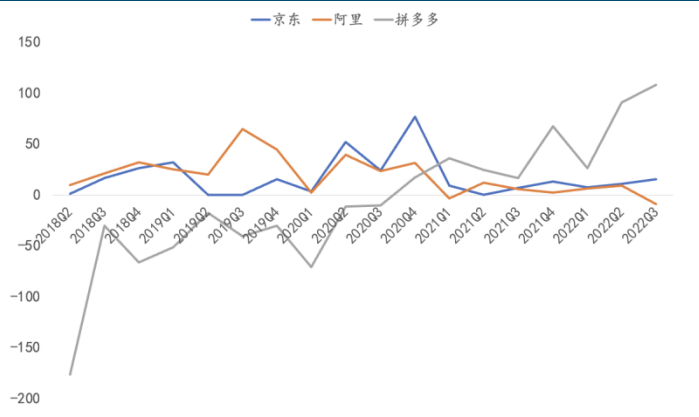
来源: 京东公司公告, 国金证券研究所

图表27: 电商平台人均创收 (百万元/人)



来源: 京东、阿里、拼多多公司公告, 国金证券研究所

图表28: 电商平台人均创利 (万元/人)

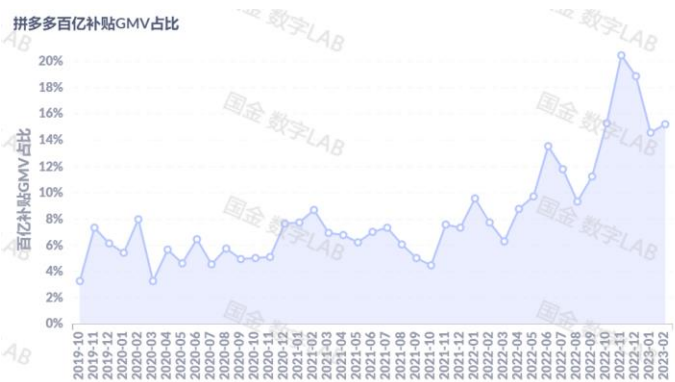


来源: 京东、阿里、拼多多公司公告, 国金证券研究所

2.2 拼多多: 百亿补贴入口流量持续提升, 3C 家电为主要品类

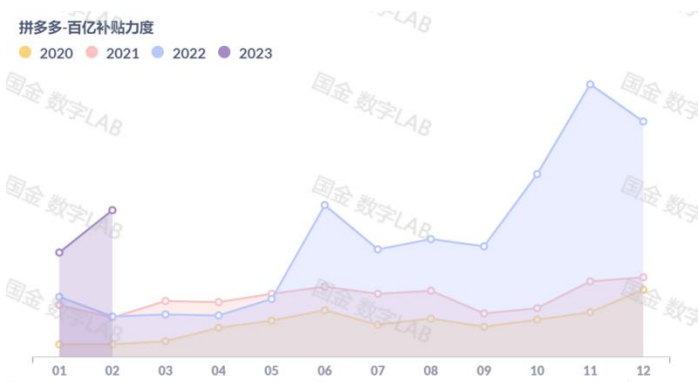
百亿补贴对拼多多的意义, 在于用户破圈及 ARPU 拉升。拼多多于 2019 年 618 前夕上线了“百亿补贴”计划, 针对品牌商品实施不限量、不限时的大额补贴, 并一直作为一项长期策略坚持至今。其百亿补贴力度不断增加, 并于 2022 年 11 月达到峰值, 虽然 2023 年初拼多多补贴力度低于 22 年末, 但较同期比较明显增加。拼多多百亿补贴入口 MAU 稳步增长。品类方面, 2022 年下半年以来, 拼多多百亿补贴品类向 3C 数码、电器品类倾斜, 尤以手机、大家电为主, 与京东主要经营品类重合度较高。

图表29: 拼多多百亿补贴 GMV 占比



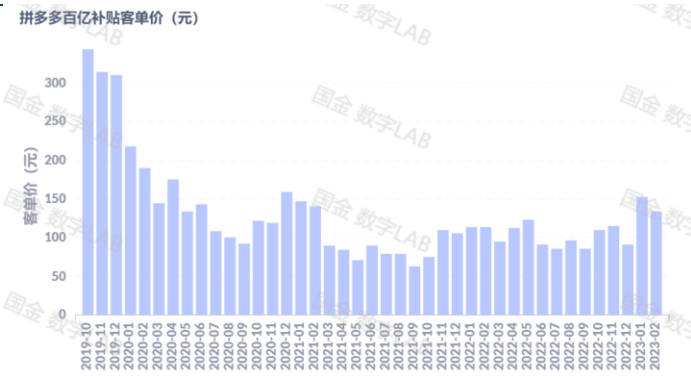
来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表30: 拼多多百亿补贴力度

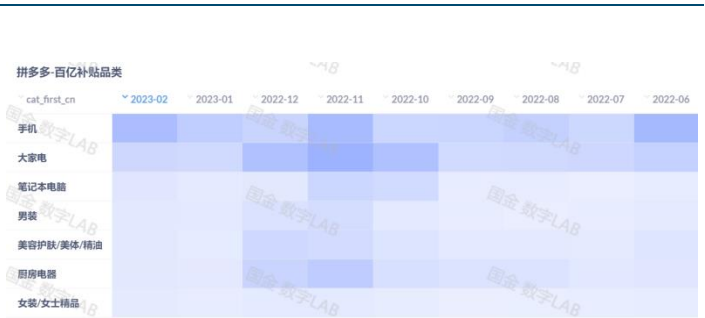


来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表31: 拼多多百亿补贴客单价 (元)



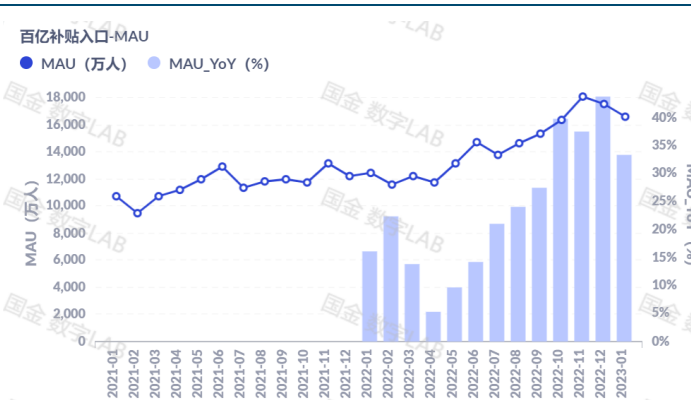
图表32: 拼多多百亿补贴品类



来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

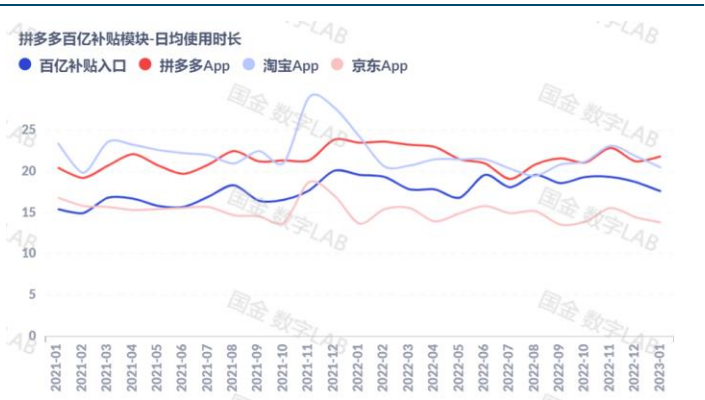
来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表33: 拼多多百亿补贴入口 MAU



来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表34: 拼多多百亿补贴入口使用时长



来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

2.3 阿里: 23 年战略强调价格力, 长期追求技术创新及商业机制创新

“价格力”为阿里 2023 年五大战略之一。阿里的管理层近期确定了淘宝 2023 年的五大战略, 分别是直播、私域、内容化、本地零售和价格力。2022 年淘宝的主要经营方向是“从交易走向消费”, 2023 年依然延续该方向, 进一步提高淘宝的用户体验和客户价值。其中价格力主要指提升商品性价比, 包括市场机制的设计、各类营销产品, 淘特农产品、工厂货直达消费者的业务模式突破等。“价格力”将由邹衍负责执行。邹衍此前在淘特担任产品负责人, 2023 年 2 月调任至大淘宝的平台发展中心, 向该中心负责人王明强汇报, 一方面负责输入此前淘特积累的低价供给和服务下沉人群的做法, 另一方面负责对接大淘宝的各个业务中心。阿里 Q3 财报发布后, 阿里 CEO 张勇在电话会议中称“价格补贴不是新鲜事物, 没有哪一家公司能够通过自身的持续价格补贴, 实现改变局面的目的, 最终改变局面还是要靠技术创新和商业机制的创新”, 这也体现出阿里高层对于价格补贴的态度和看法。

聚划算面向下沉市场和高校学生, 逐渐转变为品牌打造日销爆发的平台。阿里于 2010 年成立聚划算业务部门, 与拼多多的百亿补贴有所差异, 聚划算百亿补贴针对三、四线城市用户, 而拼多多的百亿补贴针对一、二线的用户。聚划算百亿补贴投入 10 亿元用于高校学生用户, 针对目标人群推出热点话题、短视频直播等, 引爆热门品类。聚划算 2021 年的目标中包含要覆盖 80% 高校人群, 大约 3200 万, 为商家带来更多年轻消费者。在品牌营销方面, 在 2021 年聚划算年度战略发布会上, 阿里巴巴集团副总裁、天猫事业群副总裁吹雪说: “聚划算的定位, 是成为所有品牌基于日销爆发的平台。”聚划算简化多项规则、改进合作机制, 凡是能提供好货好价的商家, 从流量、玩法上给予支持, 为更多中小商家创造新机会。23 年 1-2 月聚划算客单价约 250 元, 客单价在 22 年双十一期间达到峰值, 约 350 元。2022 年月均参团 SKU 数量约 67 万, 月均参团商家约 6500 个。

图表35: 聚划算发展历程



来源: 阿里巴巴官网, 国金证券研究所

图表36: 聚划算针对下沉市场的目标、策略及成果

目标	策略	成果
<ul style="list-style-type: none"> 赋能10万个品牌商家 打造100万个品牌爆款 创造10000亿下沉市场生意增量 带动100个数字化产业带 孵化10000家数字化工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 99升级为“划算节”, 比肩双11和618 万款单品5折, 补贴超百亿 推出下沉市场新供给中心 推出“电力图”、“火聚手”、“共享网”三个下沉市场营销工具, 覆盖2亿家庭, 影响5亿下沉市场消费者 	<ul style="list-style-type: none"> 超80个头部商家聚划算同比增长超50% 47个头部商家聚划算同比增长超100%

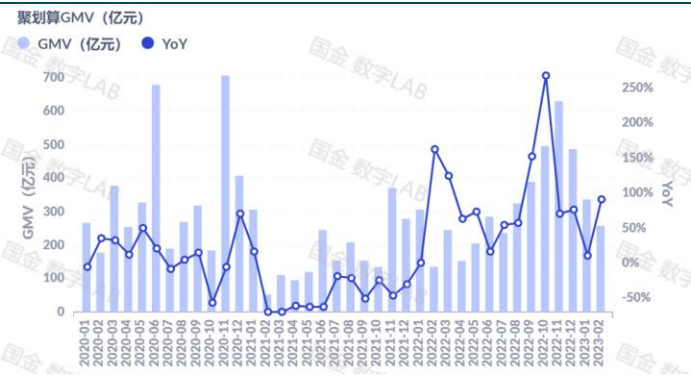
来源: 阿里巴巴官网, 国金证券研究所

图表37: 聚划算针对品牌营销方面的举措

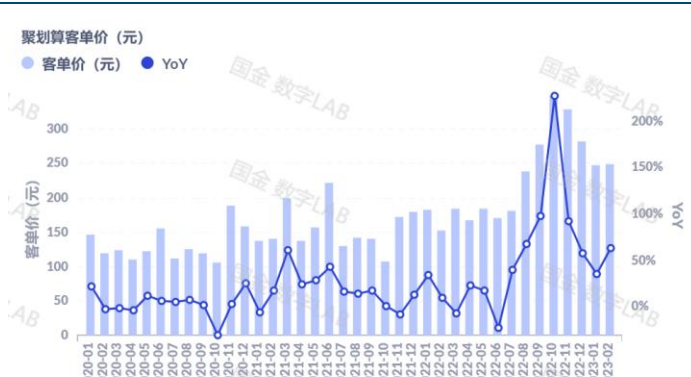
爆款孵化	降本增效	简化规则
<ul style="list-style-type: none"> 品牌单品超35个破亿 品牌单品超1200个破千万 品牌单品超8000个破百万 超2万个单品超100倍爆发 超50个品牌破亿 	<ul style="list-style-type: none"> 吾折天品类日助力40个品牌日均爆发超200%, 最高达45倍 集团欢聚日为4个集团带来淘内破亿级曝光 创新巅峰赛, 近2万商家参与, 最高获40%佣金返还激励 	<ul style="list-style-type: none"> 取消“开店时长90天”等报名限制 不再要求历史销量、历史评价, 对中小商家、新锐品牌敞开大门 取消排期违约, 因商品爆卖发货不及时等情况的处罚 最低价格校验从14天缩短至7天 取消每场30万保证金或1500元参聚险、保价险等费用, 降低大件商品运费险

来源: 阿里巴巴官网, 国金证券研究所

图表38: 聚划算 GMV (亿元)



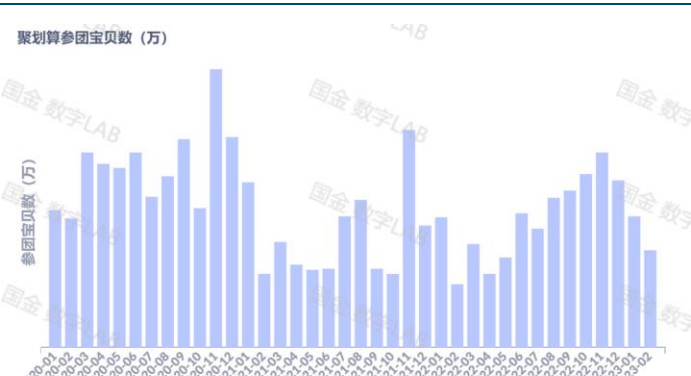
图表39: 聚划算客单价 (元)



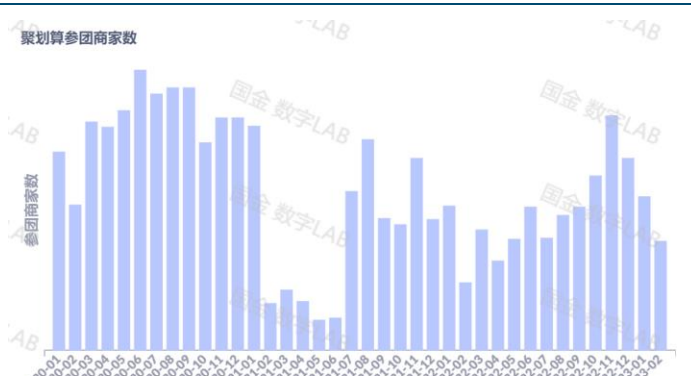
来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

图表40: 聚划算参团宝贝数 (万)



图表41: 聚划算参团商家数 (个)



来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

来源: 数字未来实验室, 国金证券研究所

三、极致价格竞争下，短期看流量，中期看效率，长期看供给

低价策略运行初期，需要更多关注流量的盘活；中期关注运营的效率提升；长期关注供给侧商品的丰富度能否满足消费者需求拉动销售量显著增加，实现规模化利润。在低价策略运行初期，企业的策略重心应集中于用户盘活、流量分发规则的调整以及核心品类防守。流量盘活方面，MAU、DAU、ARPU、新老用户参与度、补贴入口用户转化率等核心指标都能用以判断企业策略实施成功与否。核心品类防守方面，通过核心品类SKU数量、折扣力度、GMV增速及市场份额对核心品类的补贴效果进行判断。在低价策略运行中期，用户对于低价策略已有一定程度感知，企业应重点关注经营效率提升，以及低价心智树立。经营效率的改善可以通过毛利率变化、补贴分配、销售费用等费用管控得以体现。从长期来看，低价策略的实施需要丰富供给加以支撑，同时通过低价策略实现规模化利润。在供给侧，通过合作品牌数量、SKU数量、POP商家表现来反映商品丰富度。在需求侧，通过百亿补贴占平台GMV比例、平台市场份额、净利润率判断该策略是否能够实现规模化利润。

图表42：低价策略在初期/中期/长期的重心及核心指标

所处阶段	策略重心	核心指标
初期	<ul style="list-style-type: none"> 用户盘活 流量分发规则调整 核心品类防守 	 <ul style="list-style-type: none"> 【流量盘活】 <ul style="list-style-type: none"> 活跃用户表现 (MAU、DAU、ARPU) 及新老用户的参与度 补贴入口用户转化率、日销情况 【核心品类防守】 <ul style="list-style-type: none"> 核心品类SKU数量、折扣力度 补贴品类的GMV增速及市场份额
中期	<ul style="list-style-type: none"> 经营效率提升 低价心智树立 	 <ul style="list-style-type: none"> 【商品成本】 <ul style="list-style-type: none"> 毛利率变化 补贴的分配 (品牌/商家、平台) 【费用管控】 <ul style="list-style-type: none"> 销售费用、管理费用、履约费用、研发费用
长期	<ul style="list-style-type: none"> 丰富供给 实现规模化利润 	 <ul style="list-style-type: none"> 【供给侧】 <ul style="list-style-type: none"> 合作品牌数量 SKU数量 POP商家表现 (商家数、GMV贡献) 【需求侧】 <ul style="list-style-type: none"> 百亿补贴贡献平台GMV的比例 平台市场份额 净利率

来源：国金证券研究所整理

四、风险提示

宏观经济及消费恢复不及预期风险。对于疫情后宏观经济和消费恢复的发展，消费者呈现理性化购买趋势，用户购买力有所下滑，对于电商行业或有不利影响。

行业竞争加剧风险。随着价格因素成为各电商平台考虑的重要因素，可能带来利润下滑。

行业政策的不确定性。当前互联网行业处于政策加强监管时期，行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响。

数据统计结果与实际情况偏差风险。报告结论基于我们的线上数据跟踪，数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402