

消费承压，降本为先，把握龙头复苏及趋势赛道机会

——浙商大消费 Q3 电商专题

投资要点

- **消费承压+疫情扰动较强，实物电商增速明显高于整体社零增速，其中综合电商不可避免的趋于整体社零增速，景气赛道直播电商和即时零售亮眼：**
 拆分平台来看，双11直播电商yoy+146%远高于全网电商平台增速14%，京东到家Q2、Q3增速分别达到69.0%/58.3%。
- **降本增效成为电商行业主旋律，Q3阿里和京东等收入符合预期，业绩超出预期：**
阿里： FY23Q2收入2072亿元（彭博一致预期2089亿），同比+3%；Non-GAAP净利338亿元（彭博一致预期304亿），超市场预期，同比+19%；
京东： 22Q3收入2435亿元（彭博一致预期2432亿），同比+11%；Non-GAAP净利100亿元（彭博一致预期71亿元），超市场预期，同比+99%；
达达： 收入23.8亿，同比+41%，符合此前指引39%-45%；Non-GAAP净利-2.7亿（21Q3为-4.5亿），净亏损率同比收窄15pct，达到历史最小亏损水平。
- **降本增效主要表现为各平台进一步巩固各自差异化优势，实现高质量增长，营销费用投入减少及亏损业务收缩提效：**

 - 1) **巩固差异化优势：** 阿里： 淘宝天猫年购买超1万元的消费者数量保持1.24亿，留存率高达98%，88VIP规模保持在2500万。 京东： 继续创造极致购物体验，复购用户&plus会员增长，家电等强势品类增速强，供应链基础设施投入加大。
 - 2) **营销费用减少：** 22Q3阿里、京东销售费用率季度同比-3.6/-0.4pct，均延续连续三个季度趋势性同比下降。
 - 3) **亏损业务减亏：**
阿里： 淘特、淘菜菜、饿了么、高德、Lazada、优酷等业务亏损规模得到显著收窄，尤其新业务方面减亏成效显著。1年以上的绝大多数盒马店已经实现了现金流转正，继上一季度饿了么UE转正以来，本季度UE持续为正。
京东： 京东零售达到历史单季最高利润率水平，新业务经营利润首次转正，主要得益于京喜拼拼等业务的战略收缩。
达达： 京东到家直接利润率继3月转正以来，Q2/Q3分别为0.4%/1%。
- **品类方面，主流可选消费继续承压，兴趣趋势赛道表现靓丽：**

 - 1) **主流消费品来看，** 阿里： Q3服饰和消费电子等品类同比跌幅较上季度收窄，双11期间消费电子品类实现正增长，服装则受到双11期间全国平均气温过高+疫情下非刚性消费需求减弱的重大影响。 京东： Q3家电品类增速表现优于整体平均大盘，但酒类/母婴/美妆/手机等可选品类表现不理想，手机品类预计随着新机发布Q4有所改善。此外，即时零售渗透率低个位数高增长，京东到家3C家电/母婴/服饰等为新增长点，呈现翻倍/翻数倍增长。
 - 2) **趋势消费品方面，** 阿里京东Q3以来包括双11，运动、户外、宠物等兴趣品类及健康相关品类同比实现正增长，表现优于整体平均大盘。
- **趋势及展望：Q4消费预计仍受困疫情，但边际改善趋势已现**
 大促表现较好，消费更加保守和理性，大促购买较多，其他有所减少。Q3以来尽管疫情散发，但物流通畅度相对较好，实物电商增速反弹，淘宝天猫GMV降幅边际收窄，阿里披露疫情物流受阻情况近期开始有所改善。
- **风险提示：疫情反复、经济下行超预期、地产政策继续收紧。**

行业评级：看好(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 陈腾曦
 执业证书号: S1230520080010
 chentengxi@stocke.com.cn

分析师: 刘雪瑞
 执业证书号: S1230522090001
 liuxuerui@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《从美国消费看中国优质制造复苏——大消费行业专题报告》 2022.11.21
- 2 《Pro依旧强势，库存出现改善迹象——北美渠道Q3跟踪报告》 2022.11.21
- 3 《AIGC之AI绘画：技术与应用双突破，生产力变革在即》 2022.11.20

正文目录

1 电商三季报&双十一：收入端韧性强，降本提效显著	4
2 品类特点：主流可选消费继续承压，兴趣趋势赛道表现靓丽	9
3 风险提示	11

图表目录

图 1: 京东品类规模及增速 (单位: 亿元)	10
图 2: 零售 O2O 渗透率低个位数	10
图 3: 美团闪购 2021 年热门商品品类	10
表 1: 社零电商增速高于行业 (单位: 亿元)	4
表 2: 实物电商增速及各平台比较 (单位: 亿元)	4
表 3: 阿里京东核心业绩表现 (单位: 亿元)	5
表 4: 阿里巴巴核心业务拆分 (单位: 亿元)	6
表 5: 京东业务数据拆分 (单位: 亿元)	7
表 6: 达达业务数据拆分 (单位: 亿元)	8
表 7: 电商公司回购	9
表 8: 阿里巴巴品类增长	9

1 电商三季报&双十一：收入端韧性强，降本提效显著

整体宏观消费较弱+疫情扰动较强，整体社零增速放缓，电商增速体现出更强的韧性。

从社零来看，实物电商增速明显高于整体社零增速。

表1：社零电商增速高于行业（单位：亿元）

	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
社零	74,426	34,233	29,483	33,547	38,742	35,870	36,258	37,745	40,271
YoY	6.7%	-3.5%	-11.1%	-6.7%	3.1%	2.7%	5.4%	2.5%	-0.5%
实物商品网上零售额（累计）	16,371	25,257	32,887	42,718	54,493	63,153	72,414	82,374	94,506
YoY	12.3%	8.8%	5.2%	5.6%	5.6%	5.7%	5.8%	6.1%	7.2%
单月实物电商 YoY（原始相减）	13.6%	2.7%	-1.0%	14.3%	8.2%	10.1%	12.8%	14.5%	22.1%
单月实物电商 YoY（回溯相减）	13.6%	2.9%	-5.2%	7.0%	5.6%	6.3%	6.5%	8.3%	15.3%

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

而拆分平台来看，综合电商平台增速不可避免的趋于消费品大盘增速，但同时仍有细分低渗透、高成长的景气赛道——直播电商&即时零售，比如根据星图数据，双11直播电商yoy+146%远高于全网电商平台增速14%，京东到家Q2、Q3增速分别达到69.0%/58.3%。

相比Q2，Q3以来尽管疫情多地散发，但物流通畅度相对较好。实物电商增速有加强反弹，同时淘宝天猫GMV降幅也边际收窄。

表2：实物电商增速及各平台比较（单位：亿元）

	22Q2	22Q3	22年双11
实物电商 YoY（原始相减）	8%	13%	
实物电商 YoY（回溯相减）	3%	7%	
全网电商平台 YoY			13.7%
直播电商平台 YoY			146%
淘宝、天猫实物 GMV YoY	中单位数下滑	低单位数下滑	持平（21年5,403亿）
京东 GMV YoY	/	/	超越行业增速（21年3,491亿）
京东到家 GMV	546	589	
YoY	69.0%	58.3%	

资料来源：国家统计局，公司公告，星图数据，浙商证券研究所

降本增效成为电商行业主旋律，Q3 阿里巴巴和京东等电商平台收入符合预期，业绩超出预期。

阿里巴巴：FY23Q2 收入 2072 亿元（彭博一致预期 2089 亿），同比+3.2%； Non-GAAP 净利 338 亿元（彭博一致预期 304 亿），超市场预期，同比+18.6%

京东：22Q3 收入 2435 亿元（彭博一致预期 2432 亿），同比+11.4%； Non-GAAP 净利 100.4 亿元（彭博一致预期 71.2 亿元），超市场预期，同比+98.9%。

达达：22Q3 收入 23.80 亿，同比+41%，符合此前指引 39%-45%； Non-GAAP 净利-2.7 亿（21Q3 为-4.5 亿），净亏损率同比收窄 15.3pct，环比收窄 6.0pct。达到历史最小亏损水平。

降本增效主要表现为营销费用投入的减少及亏损业务投入的减少，重在降本，预计明后年更加注重增效。

22Q3，阿里、京东销售费用率分别为 10.8%/3.1%，季度同比变动分别为-3.6/-0.4pct，季度环比变动分别为-1.7/-0.4pct。阿里巴巴自 20Q2（FY21Q1）以来销售费用率几乎是环比逐季趋势上升，但 2022 年以来，即 22Q1（FY22Q4）销售费用率发生拐点，并连续三个季度趋势性同比&环比下降。京东自 22Q1 销售费用率同比开始下滑，22Q2 开始销售费用率环比开始下滑。

表3：阿里京东核心业绩表现（单位：亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	2020	2021
阿里巴巴收入	1,874	2,057	2,007	2,426	2,041	2,056	2,072	7,173	8,531
YoY	64%	34%	29%	10%	9%	0%	3%	41%	19%
经调整 EBITA	226	417	280	448	158	344	362	1,705	1,304
EBITA margin	12%	20%	14%	18%	8%	17%	17%	24%	15%
销售费用	252	270	289	367	272	256	224	815	1198
销售费用率	13.4%	13.1%	14.4%	15.0%	13.3%	12.4%	10.8%	11.4%	14.0%
Non-GAAP 净利	262	434	285	446	198	303	338	1,720	1,364
YoY	18%	10%	-39%	-25%	-24%	-30%	19%	30%	-21%
Non-GAAP 净利率	14.0%	21.1%	14.2%	18.4%	9.7%	14.7%	16.3%	24.0%	16.0%
京东收入	2,032	2,538	2,187	2,759	2,397	2,676	2,435	7,458	9,516
YoY	39%	26%	26%	23%	18%	5%	11%	29%	28%
销售费用	70	106	78	134	87	95	76	272	387
销售费用率	3.4%	4.2%	3.6%	4.8%	3.6%	3.5%	3.1%	3.6%	4.1%
Non-GAAP 净利	40	46	50	36	40	65	100	168	172
Non-GAAP 净利率	2.0%	1.8%	2.3%	1.3%	1.7%	2.4%	4.1%	2.3%	1.8%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

主业方面，各平台进一步巩固各自差异化优势，实现高质量增长；

2020 年疫情冲击带来线上渗透率快速提升，2020 年下半年及 2021 年疫情红利消退，龙头公司加快布局包括直播电商、社区团购、下沉市场等方向抢夺客户。2022 年以来，随着消费走弱，各电商平台进一步巩固各自差异化优势，实现高质量增长。

阿里进一步巩固高质量消费群体的规模和粘性。截至 9 月底的一年，在淘宝、天猫上购买超过人民币 1 万元的消费者数量保持在 1.24 亿，留存率高达 98%。88VIP 用户规模保持在 2500 万，留存稳定，消费贡献持续增长。整个双十一期间共有超过 6 亿消费者参与，同比有个位数正增长。尽管购买人数比去年同期下降，但人均购买金额增加。从消费人群看，超过 98% 的 88VIP 在双 11 期间有消费，并且在整体成交中贡献上升。

京东继续创造极致购物体验和产业效率，实体投入不断加大，核心用户规模增长及用户结构和质量均有明显增长。京东 AAC 规模达到 5.88 亿，核心零售业务用户环比净增超过 1000 万，DAU 同比双位数稳健增长。在规模增长的同时，京东的整体用户结构和质量也取得明显的提升，复购用户以及京东 plus 会员增长，进一步拉动了用户的平均购物频次和 ARPU。京东 Plus 会员保持高消费、高活跃度、高忠诚度等，平均年消费水平超过普通用户的 8 倍。截至 9 月底，京东供应链基础设施资产规模达到 1267 亿元，同比增长 65%。

在新赛道方面，社区团购、下沉市场、本地生活与即时零售等 21 年重点投入和竞争的项目方面，目前各平台则放缓扩张速度、实现高质量增长、减少亏损。

（一）阿里巴巴重点投入“内需、全球化以及云计算”，三方面仍保持强韧性，亏损业务已明显收窄。

中国商业同比增速为-1%，经调整 EBITA margin 32%，环比提升 1pct。本地生活服务/菜鸟同比增速分别为+21%/+36%，菜鸟经调整 EBITA 转正，本地生活经调整 EBITA 亏损率收窄至 27%。

国际商业同比增速为 4%，经调整 EBITA margin 为-6%，同比提升 10pct，环比提升 4pct。Lazada 单均亏损收窄 25%。

云计算同比增速为+4%，经调整 EBITA margin 环比提升达到 2.1%，非互联网客户增速达到 28%、占收入的 58%。

数字媒体和娱乐、创新业务及其他增速分别为 4%/-45%，经调整 EBITA 分别为-1/-19 亿元，基本进入减亏新阶段。

表4：阿里巴巴核心业务拆分（单位：亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
中国商业	1,266	1,397	1,361	1,722	1,403	1,419	1,354
yoy	72%	33%	37%	7%	8%	-1%	-1%
经调整 EBITA	395	508	414	578	321	436	440
EBITAmargin	30%	36%	30%	34%	23%	31%	32%
其中，客户管理	636	810	717	1,001	634	723	665
yoy	40%	14%	3%	-1%	0%	-10%	-7%
直营及其他	596	548	551	679	725	647	647
yoy	134%	82%	111%	21%	14%	8%	6%
国际商业	134	152	151	164	143	155	157
yoy	72%	49%	34%	18%	7%	2%	4%
经调整 EBITA	-25	-10	-25	-29	-26	-16	-10
EBITAmargin	-19%	-7%	-16%	-18%	-18%	-10%	-6%
菜鸟物流	100	116	98	131	116	121	134
yoy	101%	50%	20%	15%	16%	5%	36%
经调整 EBITA	-6	-1	-3	-1	-9	-2	1
EBITAmargin	-6%	-1%	-3%	-1%	-8%	-2%	1%
本地生活服务	72	101	108	121	104	106	131
yoy	50%	23%	8%	45%	29%	5%	21%
经调整 EBITA	-66	-48	-65	-50	-55	-30	-35
EBITAmargin	-82%	-47%	-60%	-41%	-52%	-29%	-27%
云计算	168	161	200	195	190	177	208
yoy	37%	30%	33%	21%	12%	10%	4%
经调整 EBITA	3	3	4	1	3	2	4
EBITAmargin	1.8%	2.1%	2%	1%	1.5%	1.4%	2.1%
数字媒体和娱乐	80	81	81	81	80	72	84
yoy	35%	15%	0%	0%	-1%	10%	4%
经调整 EBITA	-27	-4	-9	-14	-20	-6	-1
EBITAmargin	-34%	-5%	-12%	-17%	-25%	-9%	-1%
创新业务及其他	12	7	14	10	4	5	4
yoy	-47%	26%	37%	-23%	-35%	-30%	-45%
经调整 EBITA	-32	-14	-29	-16	-25	-19	-19
EBITAmargin	-40%	-209%	-201%	-156%	-639%	-396%	-476%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

阿里巴巴本地淘特、淘菜菜、饿了么、高德、Lazada、优酷等业务亏损规模得到显著的收敛，尤其新业务方面减亏成效显著：1) 淘特：通过优化用户获取的投入，以及持续提高活跃消费者平均消费和购买频次，亏损同比大幅收窄。2) 淘菜菜：通过优化定价策略、提高采购能力，以及减少运营和履约成本，季度 GMV 增长超 40%，亏损大幅降低。3) 盒马：通过提升毛利率、降低线上订单的配送成本以及提升运营效率，实现健康的同店增长及显著减亏，1 年以上的绝大数盒马店已经实现了现金流转正。4) 饿了么：在平均订单金额提升+专注优化获客成本+降低派送成本背景下，本季度 GMV 正增长，继上一季度饿了么 UE 转正以来，本季度饿了么 UE 持续为正。

(二) 京东零售利润率创新高，新业务经营利润首次转正

分模式看：Q3 自营收入 1970 亿，同比增速+6%，净服务收入达 465 亿，同比增速+42%，其中广告收入同比增速+13%、物流收入同比增速+73%（主要受德邦并表影响）。

分业务看：京东零售/京东物流/新业务收入增速分别为+7%/+39%/-13%，经营利润率分别为 5.2%/0.7%/5.5%，京东零售达到历史单季最高利润率水平，新业务首次转正，主要得益于京喜拼拼等业务的战略收缩。

表5：京东业务数据拆分（单位：亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
收入	2,032	2,538	2,187	2,759	2,397	2,676	2,435
yoy	39%	26%	26%	23%	18%	5%	11%
经营利润	17	3	26	-4	24	38	87
经营利润率	0.8%	0.1%	1.2%	-0.1%	1.0%	1.4%	3.6%
按模式拆：							
直营收入	1,753	2,197	1,860	2,347	2,044	2,260	1,970
yoy	35%	23%	23%	22%	17%	3%	6%
服务及其他收入	279	341	327	412	353	416	465
yoy	73%	49%	43%	28%	27%	22%	42%
按业务拆：							
京东零售	1,858	2,326	1,981	2,499	2,175	2,416	2,119
yoy	33%	21%	21%	20%	17%	4%	7%
经营利润	73	60	79	53	79	82	109
经营利润率	4.0%	2.6%	4.0%	2.1%	3.6%	3.4%	5.2%
京东物流	224	261	257	305	274	313	358
yoy	64%	46%	43%	28%	22%	20%	39%
经营利润	-15	-4	-7	7	-7	0	3
经营利润率	-6.6%	-1.4%	-2.8%	2.4%	-2.4%	0.1%	0.7%
达达					7	23	24
yoy							
经营利润					-2	-4	-3
经营利润率					-27.8%	-18.6%	-12.6%
新业务	52	70	57	82	58	63	50
yoy		60%	33%	46%	11%	-10%	-13%
经营利润	-23	-30	-21	-32	-24	-20	3
经营利润率	-44.2%	-43.4%	-36.2%	-39.3%	-41.5%	-32.4%	5.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(三) 达达：科技助实，受益于线下数字化加速及远场物流受阻

达达快递：Q3 收入 8.36 亿，同比增速+36%。其中 KA 收入增速+45%、单均毛利转正。海博/坤策/众包拣货商家渗透率继续提升。

京东到家：Q3 收入 15.44 亿，同比增速+44%，在线营销收入同比增速+70%+。继 3 月转正以来，Q2 直接利润率 0.4%。Q3 直接利润率达到 1%。

即时零售业务渗透率进一步提升，AAC7540 万，同比增速+32%。截至 9 月底的年度 GMV589 亿，同比增速+58%。小时购 GMV 继续高增，同比增速+160%。双 11 期间，20 万门店参与，京东到家高峰日 GMV 创历史新高，达达活动期间日均订单量突破 1000 万。

表6：达达业务数据拆分（单位：亿元）

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
达达快递-服务收入	8.83	5.77	5.93	7.01	6.06	7.94	8.20
yoy	52%	-30%	-16%	-45%	-31%	38%	38%
可比增速		81%	91%	81%	62%		
达达快递-产品销售收入	0.11	0.17	0.22	0.17	0.17	0.22	0.16
yoy	15%	24%	55%	-11%	47%	30%	-26%
京东到家-服务收入	7.78	8.81	10.72	13.14	14.02	14.65	15.44
yoy	53%	81%	84%	80%	80%	66%	44%
京东到家 GMV（十亿元）	28.1	32.3	37.2	43.1	49.1	54.6	58.9
yoy	79%	76%	75%	70%	75%	69%	58%
京东到家 AAC（百万人）	46.1	51.3	57.1	62.3	67.9	72.8	75.4
yoy	67%	59%	53%	51%	47%	42%	32%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（自 2021 年 4 月起，落地配业务的骑手费用直接通过第三方公司支付，因此达达集团不再确认与骑手相关的收入和成本）

Q4 及后续展望：收入端影响持续，边际可控，业绩端降本持续，预计明年开始更加注重增效和新投入。

达达预计 2022Q4 总收入 26.5-27.5 亿元之间，同比增长 30%-35%，净亏损率将继续同比大幅收窄，并连续第七个季度实现环比改善。

一方面虽然疫情优化趋势明显，但仍然受物流受阻影响较大，今年物流受到影响是近三年最大的，阿里披露在 10 月到双十一，全国接近 15% 的物流区域因疫情影响造成物流服务全部和部分中断，对于商家及时发货和快递正常递送产生了重大影响。京东披露从 9 月至今约有 17% 的用户地址受到履约影响，履约的受阻也增加了取消率&退货率和降低了消费者满意度。但同时阿里也表示疫情物流受阻的情况在最近开始有所改善。

另一方面消费者也变得更加保守和理性，大型促销活动期间，会产生很多购买行为，但在其他时段，购买活动有所减少。

从回购角度，阿里、京东、达达此前均发布股票回购计划，且阿里巴巴集团董事会已经批准将现有的股份回购计划 250 亿美元规模扩大 150 亿美元，合计 400 亿美元，并将该计划延长至 2025 年 3 月底。目前公司已回购 180 亿美元，还有 220 亿美元回购额度，彰显公司长期发展信心。

投资建议：22 年从头部综合电商平台到细分趋势赛道参与者，均重点聚焦降本增效，追求高质量发展，我们建议关注业务核心业务壁垒较强、业务韧性高、降本提效成效较强，疫情边际影响消退后市占率进一步提升的公司，目前行业整体处于行业估值低位水平，具备

较高配置价值。投资上建议关注电商综合平台——拼多多/阿里/京东，并重点提示投资机会直播电商赛道两类龙头——新东方在线、遥望科技（星期六），以及即时零售标杆服务商——达达集团、顺丰同城。

表7：电商公司回购

回购计划		目前回购进展
阿里巴巴	原计划回购 250 亿美元，目前集团董事会已经批准将现有的股份回购计划规模扩大 150 亿美元，合计 400 亿美元，并将该计划延长至 2025 年 3 月底。目前有 220 亿回购额度。	截至 9 月底的上半财年，回购了约 56 亿美元。10 月 1 日至 11 月 16 日，回购了 26 亿美元。
达达	2022 年 3 月宣布 7000 万美元股票回购计划	截至 9 月底，回购了约 5700 万美元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2 品类特点：主流可选消费继续承压，兴趣趋势赛道表现靓丽

主流消费品来看，主流可选消费继续承压，但赛道存在分化。

阿里：Q3 服饰和消费电子等品类同比跌幅较上季度收窄，双 11 期间消费电子品类实现正增长，服装则受到双 11 期间全国平均气温过高+疫情下非刚性消费需求减弱的重大影响。

京东：平台显示必需品比非必需品表现更好，可选消费依旧疲软。Q3 家电品类增速表现优于整体平均大盘，但酒类及母婴类受消费场景限制和消费人口的影响较大表现不理想，美妆/手机也表现不理想，预计随着 9 月中下旬新机的发布，手机品类近期及延伸至四季度有所改善。

趋势消费品方面，阿里京东渠道均表现靓丽。

阿里 Q3 以来包括双 11 运动、户外、宠物等兴趣品类及健康相关品类同比实现正增长。京东 Q3 生鲜健康、运动和宠物等品类表现优于整体平均大盘。

表8：阿里巴巴品类增长

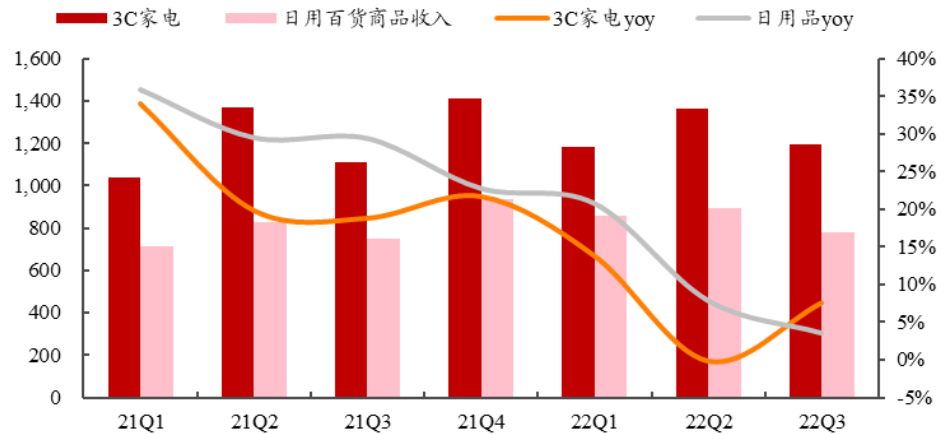
	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
实物商品 GMV	稳定的同比增长	个位数同比增长	个位数同比增长	低个位数同比下滑	中个位数同比下滑	低个位数同比下滑
较好品类	稳定的实体商品 GMV 增长反映了在服装和配饰、家居和消费电子产品等领域的优势。	消费电子产品和家居类领域继续保持弹性。	快速消费品和家居类类的增长更快。	直销渠道快速消费品、新鲜农产品、电子产品和家用电器。	直销渠道食品、按需配送和日常必需品需求。持续关注医疗保健类别以及基于兴趣的消费类别，如宠物护理、收藏品和户外和活动设备。	医疗保健产品和基于兴趣的消费类别，如户外和活动设备，以及宠物护理继续表现出有弹性的需求。
下降/增速下滑品类		服装和配饰类领域增长较慢。	服装和配件和消费电子类别的实物商品 GMV 同比增长低于总体平均增长。		时尚、配饰和消费电子产品等关键类别有所下降	与 Q1,Q2 相比，由于服装、配饰和消费电子产品等关键类别降幅有所收窄。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

京东 3C 家电优势稳固同比增速+8%、大商超日用品类同比增速+3%。

日用品类低于 3C 家电一方面系京东继续发挥优势、强化核心品类，另一方面主要受疫情影响，Q3 增速环比有所下滑。但大商超业务的健康度、利润和品类的管理能力提升，且大商超用户在主站的渗透率超 50%，消费用户数增长远超总体增长。

图1: 京东品类规模及增速 (单位: 亿元)



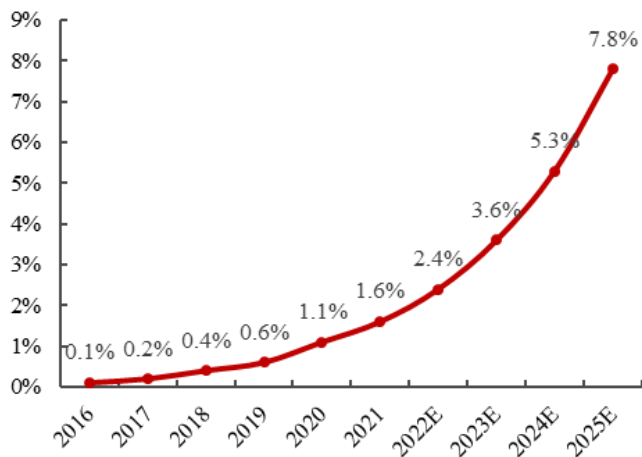
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

即时零售发达: 商超品类优势稳固, 3C 家电/母婴/服饰等为新增增长点

根据艾瑞咨询, 2021 年我国零售 O2O 渗透率约 1.6%, 预计 2025 年提升至 7.8%, 19-25 年 CAGR56%, 2025 年即时零售规模约 1.2 万亿。其中商超品类为最大品类占比过半, 但商超品类渗透率也仍然很低, 2020 百强超市线上销售占比 5%, 生鲜、家电、美妆、服装等渗透率预计不足 1%。

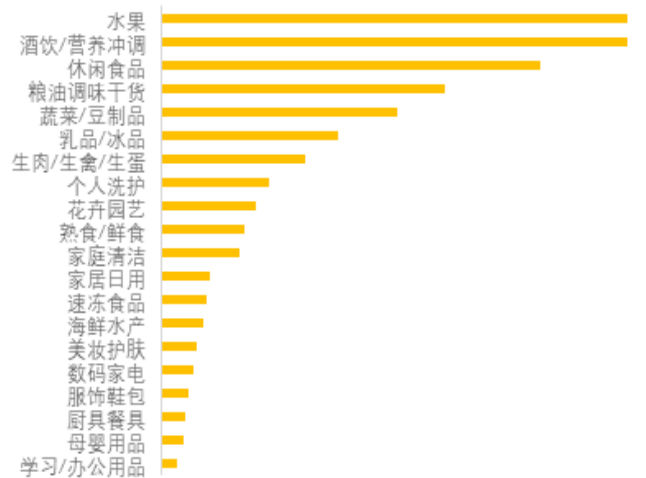
达达历史核心优势在于商超品类, 和全国百强连锁超市中的 88 家建立了合作关系, 持续通过从流量到配送到海博/坤策/达达优拣等强化商超领域竞争力同时, **1) 3C 家电领域不断突破**, 京东到家为 9 月苹果新品唯一开启预售的第三方平台。iPhone 14 系列首发首日成交订单 GMV 较 iPhone 13 首发时翻了三倍多。21Q3 京东到家品类结构中商超品类占比 66.7%, 3C 产品占比 25%。22Q2 京东到家商超品类占 55%, 非商超品类贡献 45%, 3C 产品 GMV 约占总额的 35%。**2) 母婴/服饰亦有亮眼增长**, 季度同比增长超过 3 倍和 8 倍, 在服装类别中, 将产品从运动装扩展到日常装, 包括与海澜之家等签订战略合作。

图2: 零售 O2O 渗透率低个位数



资料来源: 艾瑞咨询, 浙商证券研究所

图3: 美团闪购 2021 年热门商品品类



资料来源: 美团, 浙商证券研究所

主要消费品赛道双 11 表现显示，环境承压整体表现平稳，细分赛道分化。

1) 新趋势赛道：环境多变不改增长趋势，数据表现靓丽

医美化妆品：美妆电商增速略有放缓。(1)珀莱雅：主品牌天猫/抖音/京东(国货美妆)成交额均为 TOP1,其中天猫同比增长 120%+、抖音同比增长 120%+、京东同比增长 110%+。子品牌彩棠天猫/抖音 GMV 同增超 80%/380%，天猫国货彩妆排名 NO.2, 天猫/抖音彩妆行业排名(含国际品牌)排名 NO.10。(2)薇诺娜(贝泰妮)：天猫美妆类目排名 TOP6, 唯品会国货美妆排名 TOP1, 京东美妆国货排名 TOP2, 抖音快手美妆行业均排名 TOP7。子品牌薇诺娜宝贝天猫婴童护肤排名 TOP4。(3)可复美(巨子生物)：全渠道 GMV 同比增长 130%。

宠物：赛道高景气，国产品牌份额持续提升，上市龙头表现突出。双 11 乖宝旗下麦富迪全网销售额 2.8 亿(+31%)，零食&狗粮地位稳固，猫粮持续突破，品牌中高端化趋势明显；中宠零食品类优势显著，湿粮&干粮产能投产驱动产品力提升，本轮顽皮干粮、领先&ZEAL 湿粮罐成为爆品；佩蒂爆款打法成效显著，爵宴环比 618+67%，好适嘉 98k 爆款登顶天猫主食级湿粮。

珠宝：饰品+保值+节庆属性较强，叠加直播带动下，头部品牌线上重视程度提升，双 11 整体表现优秀。周大生双 11 全渠道 9.4 亿，同比增长 80%+，其中天猫旗舰店破 4.6 亿，排名第一，抖快近 3 亿，增速超 400%，京东翻倍。

户外露营：最火爆赛道，挪客为全网户外露营类目销售额第一，GMV 破 1 亿，同比+120%；牧高笛增速 180%，骆驼露营装备销售额增长达到 380%。

2) 主流消费品赛道：环境承压整体表现平稳，细分赛道分化

服装：行业折扣力度加大，但国货龙头不乏亮眼表现。安踏体育双 11 所有品牌增速合计仍达到 30%，快时尚品牌 UR 的 GMV 增长 40%；主打体感科技的新消费品牌蕉内居内衣/家居服类目第 1，GMV 增长 38%；罗莱生活位列全网家纺行业第一，GMV 增长 12%。

轻工家居：双 11 家居赛道中床垫增速最高，品牌中喜临门表现最为靓丽，市场份额升至 27%(去年同期 22%)，全网销售额 12.82 亿(同比+52.9%)。个护品牌集中趋势明显，百亚的自由点增速亮眼，天猫预售位于行业第五、国牌第一(1973 万，同比+160%)；抖音近一月销售额 2500-5000w 量级，位于平台同类产品前 10%。

3 风险提示

- 1、疫情反复；
- 2、经济下行超预期；
- 3、地产政策继续收紧。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>