

京东集团-SW (9618.HK)
互联网行业

证券研究报告/专题研究报告

2023年3月9日

评级：买入（维持）

市场价格：178.3（港币）

分析师：韩筱辰

执业证书编号：S0740521110002

电话：15618770927

Email: hanxc@zts.com.cn

联系人：李奇

电话：13905742736

Email: liqi04@zts.com.cn

重点公司基本状况

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	745,801.9	951,592.0	1,047,390.0	1,202,548.3	1,374,696.2
增长率 yoy%	29.3	27.6	10.1	14.8	14.3
净利润（百万元）	49,405.2	-3,560.0	17,525.7	25,897.2	39,449.2
经调整净利润（百万元）	16,827.6	17,207.1	26,048.1	34,717.0	43,810.9

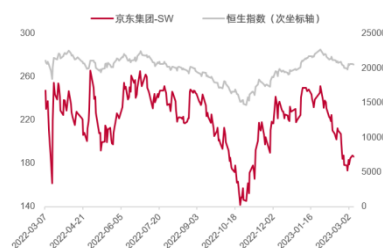
投资要点

- **事件：**京东于3月3日正式上线百亿补贴项目，并在APP首页设置一级入口，范围覆盖全品类，活动不限时，京东计划将其常态化。自营商家和第三方商家均可参与。百亿补贴采取竞价原则，符合库存要求的价低者中标。活动有一定规则限制。
- **核心观点：**
 - 百亿补贴是被验证过的“良药”。拼多多依靠百亿补贴实现了用户的增长神话，同时也是拼多多“下沉”破圈的一招“好棋”。通过补贴大牌产品，拼多多与品牌产生正向关联，从而改变用户对于拼多多“白牌居多”，“主打下沉市场”及“中低端电商平台”的固有印象。结果是拼多多成功破圈，在渗透更多的目标客群的前提下，也吸引了相当一部分一二线城市的用户，而用户结构的改变也提升了客单价，拉高了GMV。
 - 京东现在推出百亿补贴根本原因是希望重拾“低价武器”，有一次向下的破圈，解决下沉的问题，就等于解决了流量及增长焦虑等一系列问题。下沉市场是京东无法放弃的重要增量。拼多多的成功展现了下沉市场的巨大发展潜力。基于下沉市场的京东的失败收场使得京东需要重新寻找下沉市场的抓手，重新传达“低价心智”，在“正品保障”和“品质服务”的前提下打上“低价”的标签，重新吸引新的用户群体。
 - 在电商存量市场下，玩家们零和博弈，一人之失即是他人之得。基于此，我们对竞争格局做了最新的判断：低价是拼多多的命脉，且拼多多有能力维持低价，大概率跟进补贴，消费者的心智长期看还将继续保持，但短期避免不了影响营收的增速；京东的百亿补贴更多是提升那些本就是京东目标客群的销量。而这部分客群我们认为分两类：一类是这两年京东转向拼多多用户的回流，在价格差异趋近的前提下，这类用户将在食品、家电、3C这些大消费决策的品类上重新选择京东。二类是京东原有用户的消费升级，降价后影响了用户的购买决策。而对利润率的判断，这将取决于“薄利多销”这个底层逻辑是否可以在京东平台上跑通，嫁接更多的补贴成本到商户和品牌端；零售的本质是服务和价格。阿里/线下的价格如不跟进，兼具服务与相对低价的京东和绝对低价的拼多多将进一步蚕食大盘的市场份额。
- **风险提示：**
 1. 经营业绩可能受到宏观经济及广告大盘环境的不利影响，业绩波动大。
 2. 补贴可能影响京东全年的毛利率、净利率水平。
 3. 京东的“百亿补贴”增长不及预期。
 4. 研报使用的信息数据更新不及时。

基本状况

总股本(亿)	31.23
流通股本(亿)	26.96
市价(港元)	178.3
市值(亿港元)	5569
流通市值(亿港元)	4807

股价与行业-市场走势对比



内容目录

内容目录	2
一、百亿补贴是拼多多破圈的根本原因	3
拼多多依靠百亿补贴实现了什么？	3
二、京东现在推出百亿补贴根本原因：向下破圈的野望	3
为什么必须是现在？	3
三、不可忽视的是，京东存在狼性基因	4
京东可否重新夺回“低价标签”？	4
四、京东百亿补贴对标拼多多仍存差距	4
目前京东的“百亿补贴”进展如何？	4
五、一人之失即他人之得，我们判断京东和拼多多有望在此次价格战中继续蚕食线上与线下大盘的份额	6
我们对于竞争格局怎么判断？	6
六、风险提示	7

图表目录

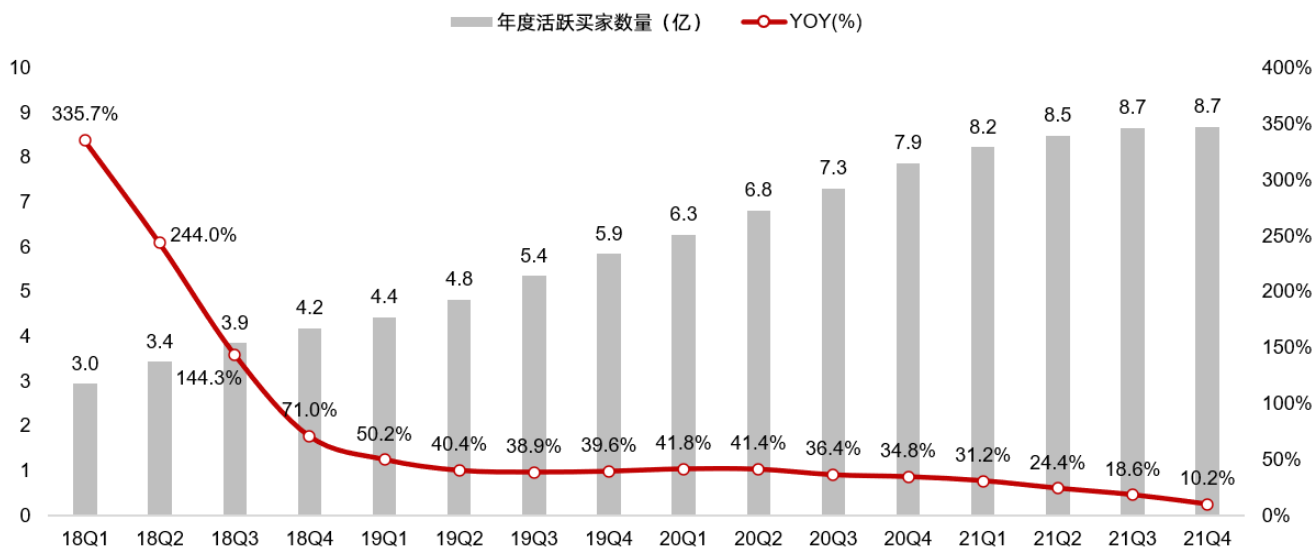
图表 1：2018-2021 年拼多多年度活跃买家数量（亿）及同比（%）	3
图表 2：京东百亿补贴与拼多多百亿补贴入口设置	5
图表 3：京东百亿补贴分品类 SKU 数量（截至 3.6）	5
图表 4：京东百亿补贴 SKU 抽样情况	6
图表 5：京东百亿补贴规则	6
图表 6：部分爆款 SKU 在三大平台百亿补贴价格对比（元）（截至 3.7）	6

一、百亿补贴是拼多多破圈的根本原因

拼多多依靠百亿补贴实现了什么？

- “百亿补贴”是拼多多用户增长神话的关键。“百亿补贴”的概念最早由拼多多于 2019 年提出，各个品类的售价均低于淘宝天猫京东，引起用者追捧。当时，“百亿补贴”前身“限时万人团”的目标平均达成率超过 60%。业绩的火爆使得拼多多在 618 期间升级“百亿补贴计划”，补贴对象聚焦于品牌爆款。2019 年 6 月 5 日一天，拼多多卖出了苹果系列产品 3.3 亿元，其中最新款 iPhone 销售额达到 1.8 亿元。2019 年 Q3 前，拼多多的活跃用户数量同比增速逐渐下降，但“百亿补贴”的推出是拼多多在未来三年持续保持用户增长的关键。
- “百亿补贴”同时也是拼多多“下沉”破圈的一招“好棋”。通过补贴大牌产品，拼多多与品牌产生正向关联，从而改变用户对于拼多多“白牌居多”，“主打下沉市场”及“中低端电商平台”的固有印象。结果是拼多多成功破圈，在渗透更多的目标客群的前提下，也吸引了相当一部分一二线城市的用户，而用户结构的改变也提升了客单价，拉高了 GMV。2020 年财报显示拼多多 GMV 同比大增 66%，达到 16676 亿元。2019 年拼多多活跃买家的年平均消费额从 2018 年的 1126.9 元增长至 1720.1 元，猛增 53%。而且由于百亿补贴主推高客单价的数码 3C 类产品，拼多多在一二线城市的市场逐渐扩张，一二线城市 GMV 从 2019 年 1 月份的 37% 提升至 2019 年 6 月的 48%。

图表 1：2018-2021 年拼多多年度活跃买家数量（亿）及同比（%）



来源：和讯网，公司公告，中泰证券研究所

二、京东现在推出百亿补贴根本原因：向下破圈的野望

为什么必须是现在？

- **基于下沉市场的“京喜”效果甚微。**下沉市场是京东无法放弃的重要增量。拼多多的成功展现了下沉市场的巨大发展潜力。为了对战拼多多，京东于 2019 年 9 月推出子品牌“京喜”来拓展下沉市场。京喜也曾发起百亿补贴活动，但由于 APP 使用率低、活动商品较少、优惠力度远低于拼多多，活动收效甚微，京东因此不得不收缩业务，承认失败。而“百亿补贴”的推出，实际上是在接棒“京喜”，成为京东在下沉市场的新抓手。
- **我们推断京东希望有一次向下的破圈，解决下沉的问题，等于解决了流量及增长焦虑等一系列问题。**如 19 年的拼多多一样，京东聚焦品质消费人群，但始终无法向下渗透。我们推断通过此次的百亿补贴，京东想要重新传达“低价心智”，在“正品保障”和“品质服务”的前提下打上“低价”的标签，重新吸引新的用户群体。在互联网的打法中，当公司拥有新增用户时，一切流量和增长焦虑也自然解决了。

三、不可忽视的是，京东存在狼性基因

京东可否重新夺回“低价标签”？

- **三次著名价格战成就现在的京东。**第一次发生在 2010 年 12 月，京东向当当网高调宣战，称“京东商城的每本书都要比竞争对手便宜 20%”。这使得京东从 3C 垂直电商走向大众认可的综合电商，同时凭借低价优势。京东图书销量在两年内达到当当网的一半，在国内 B2C 图书市场份额在 2017 年三季度达到 36.2%，首次超越当当网。第二次是 2012 年与国美、苏宁的战争。刘强东以“价格情报员”的招聘微博宣告京东家电的低价优势。这使得京东家电赢得消费者认可。第三次价格战是与天猫的全品类价格战，京东凭借低廉的自营价格与优秀的服务成为中高端 3C 市场的赢家。三次价格战可以看出京东存在着狼性基因，对于价格战，京东有着丰富的经验。这次京东试图发起第四次价格战既是对拼多多抢夺市场的防守反击，也是对自身升级的锻炼。

四、京东百亿补贴对标拼多多仍存差距

目前京东的“百亿补贴”进展如何？

- **首页设置一级入口，直接对标拼多多。**京东百亿补贴入口设置直接对标拼多多，不仅设置一级入口，而且和拼多多一样位于首页中心，位置醒目。左侧为百亿补贴图标，右侧为示例商品与价格展示，基本结构与拼多多一致。
- **商品做到全品类覆盖，但 SKU 有限，以核心品类为主。**活动分为 13 个品类，基本做到全品类覆盖。而对比拼多多共有 24 个品类，分类更为详细。根据 3.6 日数据来看，京东百亿补贴共有 1622 个 SKU，远低于

拼多多补贴商品数量。此外，活动聚焦于家用电器、手机通讯等京东核心品类，从核心品类切入，改变用户心智。

图表 2: 京东百亿补贴与拼多多百亿补贴入口设置


来源：京东 APP，拼多多 APP，中泰证券研究所

图表 3: 京东百亿补贴分品类 SKU 数量 (截至 3.6)

品类	SKU 数量 (截至 3.6)
家用电器	424
手机通讯	304
家装家居	243
电脑数码	122
时尚服饰	113
个护清洁	79
美妆护肤	59
粮油生鲜	59
中外名酒	56
母婴玩具	49
生活服务	49
食品饮料	34
医疗健康	31

来源：京东 APP，中泰证券研究所

- **非核心品类商品主打差异化，优势商品集中在核心品类。**针对京东和拼多多百亿补贴商品抽样调查，共抽样 87 个 SKU，匹配数量为 55 个，其中核心品类占比更高，非核心品类更加主打差异化。由于京东在品质与服务方面存在良好的口碑，所以京东商品价格低于或等于拼多多商品均可视为存在优势。从抽样情况来看，全品类低价优势不明显，而存在优势的商品中三分之二为核心品类。
- **采取竞价原则，自营和 pop 商家共同参与。**自营商品大范围补贴由于涉及到与品牌方谈判、税收等问题流程比较复杂，而 pop 商品操作简单商品池容易做大。所以京东百亿补贴适当放低商家要求，吸引 pop 商家参与活动，将自营和 pop 商家放在同一起点，公开竞价由价格更低且库存量符合要求的商家入选“百亿补贴”。抽样结果也印证了这一点，pop 商品占据百亿补贴近三分之二的份额。
- **利用规则针对 C 端，提高效率。**和拼多多百亿补贴人人参与不同，京东百亿补贴在用户账号、购买数量、支付时间等方面存在活动规则，其一是为了确保优惠落实到个人用户，更为广泛地树立低价心智，其二是为了防止商家铺货，控制营销成本，其三是为了缩短用户下单并支付时间，提高活动效率。

图表 4: 京东百亿补贴 SKU 抽样情况

品类	SKU 数量 (截至 3.6)
总样本	87
与拼多多匹配数量	55
价格低于或持平	18
自营商品	30
Pop 商品	57
核心品类样本量	42
核心品类匹配数量	34
核心品类低于或持平	12

来源: 京东 APP, 拼多多 APP, 中泰证券研究所

核心品类: 家用电器、手机通讯、电脑数码

图表 5: 京东百亿补贴规则

确保个人参与, 控制成本	仅限京东 APP。
	部分商品需要实名认证账号。
	部分商品仅限个人用户账号购买。
	部分商品存在购买数量限制。
提高效率	个人用户仅能使用一个账号参加。
	部分商品库存有限, 超出按非活动价结算。
	下单后支付有时间限制, 超时将自动取消。
	不支持加入购物车。

来源: 京东 APP, 中泰证券研究所

图表 6: 部分爆款 SKU 在三大平台百亿补贴价格对比 (元) (截至 3.7)

爆款 SKU	京东百亿补贴价格	拼多多百亿补贴价格	聚划算百亿补贴价格
iphone 14 pro 银色 128G	6899	6889	6929
iphone 14 星光色 256G	5759	5749	5749
iphone 13 128g 午夜色	4439	4349	4439
ipad10 256g wlan 黄色	4039	4039	4119
华为 matepad pro wifi8+128 灰色	2649	-	2568
MAC Book Air M2 芯片 8+256 灰色	8299	7709	-
苹果手表 ULTRA 午夜色 海洋表带 49 毫米	5872	5469	5869
airpods PRO 第二代	1594	-	1557
茅台 43 度 500*2	2258	2018	-
iqoo neo7 12+256 几何黑	2547	2547	2548
iqoo z6 12+256 墨玉	1638	1668	-
小米 12s pro 12+256g 白色	3879	3899	3878
ipad9 wifi 64g 灰色	2279	2329	-

来源: 京东 APP, 拼多多 APP, 淘宝 APP, 中泰证券研究所

五、一人之失即他人之得，我们判断京东和拼多多有望在此次价格战中继续蚕食线上与线下大盘的份额

我们对于竞争格局怎么判断？

电商发展至今，从增量转存量已成事实。但无论是阿里京东拼多多，还是抖音快手，尽管各自的优势和战略方向不同，都在互相模仿、追随对方的样子，阿里深入自营，拼多多通过供给侧的品牌化，在用户层向上突破，抖音大力做搜索，与内容电商形成场景互补。而如今京东又杀入了拼多多的“腹地”

百亿补贴。这一系列动作都是存量市场的典型特征：零和博弈，一人之失即是他人之得。如果我们从大盘数据和各家数据中也可以得到相似的结论，2022年全国网上零售额137853亿元，同比增长4%。京东2022年的GMV约为3.2万亿，2021年同期为3.2万亿，没有增长。根据阿里巴巴2023年财年第三季度财报，淘宝和天猫的线上商品GMV同比录得中单位数下降。而拼多多是电商赛道中唯一继续保持快速增长的巨头，2022年GMV预计超过3万亿，而2021年同期为2.4万亿，同比增长约23%。此次京东的百亿补贴，势必将一定程度打破三方的平衡，也将进一步侵蚀线下的蛋糕，再者影响上下游的利益关系。

- **拼多多：低价是命脉，大概率跟进，消费者的心智长期看还将继续保持，但短期避免不了影响营收的增速。**拼多多的底层逻辑决定了它可以维持低价：**1. 以价换量，只要量足够大，哪怕一件商品只挣少量的钱，还是有可观的利润。2. M2C和C2M模式的普及，直连消费者，使得成本价已达到最低。**拼多多这几年采用C2M的模式，在消费者和工厂之间建立极短链路，去库存，去总销，分销，使得物流和中间环节的成本降到最低，商业模式的底层逻辑确立了拼多多在价格上的核心竞争力。**3. 商户入驻拼多多多是清库存，而入驻淘宝与京东多是以利润为首要目的，清库存就意味着最低价，则商户端的心智再次证明了拼多多在低价心智的绝对领先地位。**
- **京东：我们在上文论证了拼多多是价格段中bottom line的控制者，意味着京东仍然没办法吸引那一群极致价格敏感性用户，则认为京东的百亿补贴更多是在提升那些本就是京东目标客群的销量。**而这部分客群分两类：**一类是这两年京东转向拼多多用户的回流，在价格差异趋近的前提下，这类用户将在食品、家电、3C这些大消费决策的品类上重新选择京东。二类是京东原有用户的消费升级。**降价后的价格一定程度上影响了更多处于犹豫中的消费者的购买决策，从而提升平台销量。而利润率层面，这将取决于“薄利多销”这个底层逻辑是否可以在京东平台上玩转。通常来说，补贴和促销大多由商家承担，但这是基于商户可以通过促销获得销售规模和利润的增长，长期有高流量和高转化率，这才可以使得百亿补贴常态化。不然商户将很难自愿加入，从而转嫁一部分补贴到京东平台，影响全年的利润率水平。
- **阿里/线下：如果两者不跟进补贴，将被京东和拼多多拉开差距。**电商发展至今，已经覆盖至全品类，供给端的差别并不明显，阿里发展至今，已经是线上零售大盘的代名词。拼多多和京东的价格战意味着同款产品在两个平台的价格与线上线下大盘的差距将被进一步拉大。**众所周知，零售的本质是服务和价格。兼具服务与相对低价的京东和绝对低价的拼多多将进一步蚕食大盘的市场份额。**

六、风险提示

- 1、经营业绩可能受到宏观经济及广告大盘环境的不利影响，业绩波动大。
- 2、补贴可能影响京东全年的毛利率、净利率水平。
- 3、京东的“百亿补贴”增长不及预期。

3、研报使用的信息数据更新不及时。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。