

商业贸易

疫情后复苏，线上加强，龙头图变——2021年中期策略

疫情后复苏，线下逐步回暖，线上渗透率持续提升。疫情后线下逐步回暖，限额以上单位消费品零售额增速快于整体。从行业数据来看：1）一方面，疫情过后，社零口径线上渗透率中枢已升至25%左右水平，消费线上化趋势明显；2）另一方面，线下渠道端目前反馈，零售板块公司2021Q1业绩虽持续改善，但仍受到消费力及消费习惯变化影响。

超市板块：疫情影响消费习惯变化，龙头顺应渠道融合变迁。疫情催化消费者购物习惯线上转移，头部商超线上到家业务2020年增长迅速；高基数效应下2021年上半年，必选消费增速回落明显。当前，草根调研显示，在当前规模前提下，部分社区团购巨头放慢规模扩张，改为内部结构及利润调整（详见正文），故而行业订单数量增长速度环比有所下降，受益基数效应，超市板块龙头门店数据下半年可能转好。放长期看，一方面，商超巨头供应链端优势仍然稳固，且均积极调整、图有变化；另一方面，竞争加剧前提下，挑战仍存，如何顺应行业发展推动渠道融合变迁，成为关键。

母婴板块：线下回暖但慢于预期，长期连锁门店具备价值，全渠道经营模式价值凸显。国内母婴行业已达3万亿规模，但由于用户生命周期较短、需求差异性较大，本质属小众市场；连锁渠道基于互动产生的信任度和良好体验获得消费者认可，并于存量市场争夺的品牌商而言，获客成本更低，具备扩张可能；当前疫情后母婴行业线下消费逐渐回暖，连锁龙头由于线上分流、消费者消费能力下降等原因恢复慢于预期，孩子王凭借其全渠道能力及线下服务带来的高粘性抵御线上分流能力更强。长期来看，全渠道经营模式价值凸显。

跨境电商/电商类企业：平台端渠道壁垒优于市场预期，2021年费用压力提升，优质标的增速稳健，市场广阔。成本效率优势及品牌认知是跨境出海原动力，以亚马逊为例，平台端渠道壁垒优于市场预期，精品模式更具长期价值；2021年，受物流价格、亚马逊平台物流费用与人工处理费用增加影响，费用压力增大，但优质标的增速稳健。以安克创新为例，其借助自身议价能力与自建仓有效缓解成本压力；长期看，依靠需求捕捉能力与产品切入能力，对于产品及品牌力的重视、以及平台端渠道壁垒，有望不断增加品类扩张，万亿市场下，空间广阔。

茶饮板块：高增长的优质赛道，龙头优势显现。2020年现制茶饮店零售规模达665亿，供给及需求端多驱动因素下量价齐升，其中高端茶饮（ASP>20元）采用直营模式扩张品质优先，中低端加盟模式扩张注重便利性，各价格带企业错位竞争：高端/中端/低端现制茶饮市场规模分别为212/324/129亿元，预计未来五年CAGR分别为32.3%/26.8%/20.0%，皆有空间并可孕育优秀公司。高端茶饮行业CR3达47.4%，喜茶&奈雪壁垒构筑，有望持续享受行业发展红利；中低端茶饮门店CR3仅为6.8%，百花齐放，优质连锁加盟品牌凭借突出的品牌力&产品力基础，强大的供应链支持实现对于杂牌替代，疫情后迅速恢复逆势展店，优势凸显。

投资建议：疫情后消费有所复苏，线上渗透率持续提升，线下渠道既面对竞争环境变化、也存在集中度增加机遇，龙头图变。零售行业二季度仍然维持低配，建议关注：1）短期数据可能转好、长期具备改善可能的超市板块龙头永辉超市、家家悦、红旗连锁；2）对标海外、有望成为高市占率连锁的母婴板块龙头孩子王、爱婴室；3）享受跨境出海红利，树立品牌标杆的优质出海企业安克创新、星徽精密、吉宏股份；4）茶饮板块或将挂牌明星企业喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等。

风险提示：消费需求整体疲软；行业竞争加剧；上市公司营销、创新、展店投入明显增大；疫情再次小规模爆发。

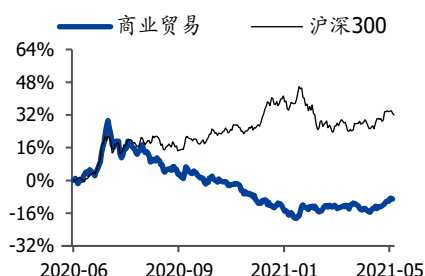
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300866.SZ	安克创新	买入	2.11	3.26	4.33	6.14	72.17	46.71	35.17	24.80
300464.SZ	星徽股份	-	0.60	1.08	1.47	2.01	30.75	15.51	11.37	8.29
002803.SZ	吉宏股份	-	1.48	1.89	2.46	3.07	21.84	14.25	10.96	8.79
A20374.SZ	孩子王	-	0.40	-	-	-	-	-	-	-
603214.SH	爱婴室	买入	0.82	1.01	1.21	1.39	32.91	26.72	22.31	19.42
601933.SH	永辉超市	-	0.19	0.11	0.15	0.14	38.08	49.84	36.63	39.97
603708.SH	家家悦	-	0.70	0.73	0.85	1.01	30.31	26.38	22.67	19.13
002697.SZ	红旗连锁	买入	0.37	0.37	0.41	0.47	16.03	16.03	14.46	12.62
H01491.HK	奈雪的茶	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind、国盛证券研究所，注：未覆盖个股采用wind一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

相关研究

内容目录

1. 疫情后复苏，线下逐步回暖，线上渗透率持续提升	4
1.1. 社零：线下逐渐回暖，限额以上有所集中，线上渗透率持续提升	4
1.2. 零售板块公司：2021Q1 业绩环比继续改善，必选高基数增速受影响，可选有所分化	4
1.3. 持仓情况：持仓继续走低，化妆品、黄金珠宝、免税概念百货有所增持	6
2. 超市板块：疫情影响消费习惯变化，龙头顺应渠道融合变迁，仍存挑战	8
2.1. 疫情影响消费习惯同时转移，上半年必选增速环比大幅回落	8
2.2. 社区团购高潮过后进入调整期，预计下半年旺季再袭	9
2.3. 龙头顺应渠道融合变迁，供应链优势仍强，仍存挑战	11
3. 母婴板块：线下回暖但慢于预期，长期连锁门店具备价值，全渠道经营模型价值凸显	12
3.1. 母婴是线下渠道中为数不多具备价值的好赛道	12
3.2. 线下消费渐回暖，短期龙头恢复慢于预期，积极调整	14
3.3. 渠道集中度有望提升，全渠道经营模型价值凸显	14
4. 跨境出海/电商类企业：平台端具备渠道壁垒，费用压力提升，优质标的增速稳健、市场广阔	16
4.1. 成本效率优势及品牌认知是跨境出海的原动力，精品模式投资回报率较高	16
4.2. 以亚马逊为例，平台端渠道壁垒优于市场预期	18
4.3. 2021 年费用压力提升，优质标的增速稳健，市场广阔	20
5. 现制茶饮板块：高增长的优质赛道，龙头优势显现	22
5.1. 茶饮赛道量价齐升，消费习惯逐步养成	22
5.2. 各价格带均有机会，优质企业百花齐放	24
5.3. 各价格带龙头初步形成，疫情加速行业出清，连锁化率有望持续提升	26
6. 投资建议	27
7. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 线下继续回暖	4
图表 2: 线上渗透率持续提升	4
图表 3: 营收增速稳健，业绩逐渐回暖	5
图表 4: 毛利率略有回落	5
图表 5: 费用率相对稳定	5
图表 6: 利润增速由负转正，改善较为明显	5
图表 7: 细分行业分季度营收、毛利率、归母净利率变化	6
图表 8: 零售板块重点标的 2021Q1 环比变动情况	7
图表 9: 受到疫情带来的高基数影响，2021Q1 必选增速环比大幅回落	8
图表 10: 头部商超展店速度保持稳健（门店数量）	9
图表 11: 生鲜电商市场规模巨大，增速可观	9
图表 12: 生鲜需求在疫情期间所有消费者需求中排在首位	9
图表 13: 电商在生鲜市场中渗透率处于较低状态，拥有巨大发展空间	10
图表 14: 近两年，互联网活跃用户增速明显较低	10
图表 15: 社区团购赛道火爆，互联网巨头们相继布局	10
图表 16: 社区团购“预售+自提”商业模式	10
图表 17: 永辉到家业务营收以及占比均不断增长	12
图表 18: 母婴市场万亿规模	12

图表 19: 母婴快消品销售额各渠道份额 (2019 年数据)	13
图表 20: 母婴线下渠道于品牌商和消费者而言均具备价值	13
图表 21: 孩子王/爱婴室单店面积变化	14
图表 22: 母婴消费占年轻家庭消费总额比例	15
图表 23: 国内母婴渠道达 12 万家 (渠道个数)	15
图表 24: 当前行业格局仍高度分散	15
图表 25: 孩子王加速全渠道布局	16
图表 26: 2010-2019 年中国出口贸易额 CAGR 为 5.4%, 至 2019 年达 17.23 万亿元	17
图表 27: 2019 年中国出口贸易额结构	17
图表 28: 跨境出口电商 B2C 自营企业模式细分与代表企业矩阵	17
图表 29: 精品模式 ROE 相对铺货模式较高	18
图表 30: 亚马逊的“飞轮理论”	19
图表 31: 亚马逊营业收入及 GMV 构成 (以 2019 年为例), 单位: 亿美元	19
图表 32: 亚马逊平台上, 搜索同样存在个性化, 但有产品力的优势商家马太效应明显 (亚马逊搜索“power bank”排名)	20
图表 33: 安克创新 2021 一季度相关指标一览, 费用有所提升但整体增速稳健	21
图表 34: 在自主研发上重兵投入, 研发人员比例、研发费用占比、专利数量领先同行	21
图表 35: 我国现制茶饮赛道在多因素驱动下行业快速增长	22
图表 36: 参与调研的消费者大部分消费过现制茶饮	23
图表 37: 3 年内消费人群受到多种因素驱动开始消费现制茶饮	23
图表 38: 门店成为限制消费者购买的重要因素	23
图表 39: 约 37% 消费者表现出想要尝试现制茶饮的需求	23
图表 40: 新式茶饮优质赛道, 量价齐升推动行业增长	24
图表 41: 现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化	24
图表 42: 现制茶饮以客单价 (元) 及店铺数量 (个) 为基准分层明显	25
图表 43: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化	25
图表 44: 高端、中端、低端茶饮市场在消费分层下市场规模 (十亿元) 持续扩张, 其中高端茶饮增速领先	25
图表 45: 高端现制茶饮行业龙头市场份额较为集中	26
图表 46: 以店铺数量估算, 中低端茶饮集中度较低, 拓店空间广阔	26
图表 47: 疫情期间茶饮门店营收较去年同期大幅下滑	27
图表 48: 疫情后连锁茶饮品牌加速展店 (门店数量)	27

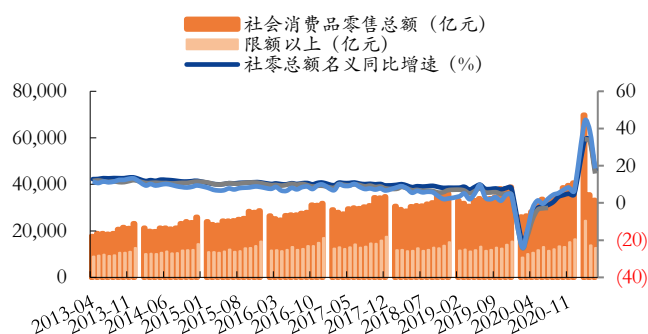
1. 疫情后复苏，线下逐步回暖，线上渗透率持续提升

1.1. 社零：线下逐渐回暖，限额以上有所集中，线上渗透率持续提升

2021年4月社零数据发布，线下继续回暖但略低于预期，限额以上单位消费品零售额增速快于整体。据国家统计局及 Wind 数据，2021年4月，社会消费品零售总额为 33153 亿元，同比增长 17.7%（环比+0.32pct）；其中，除汽车以外的消费品零售额为 29468 亿元，增长 17.9%，整体继续恢复但略低于预期。限额以上单位消费品零售额 12592 亿元，同比增长 18.5%，增速继续高于疫情前稳态水平，疫情影响，品牌、渠道端有所集中。从价上看，4月CPI同比上升0.9%，涨幅较上月上升0.5pct。

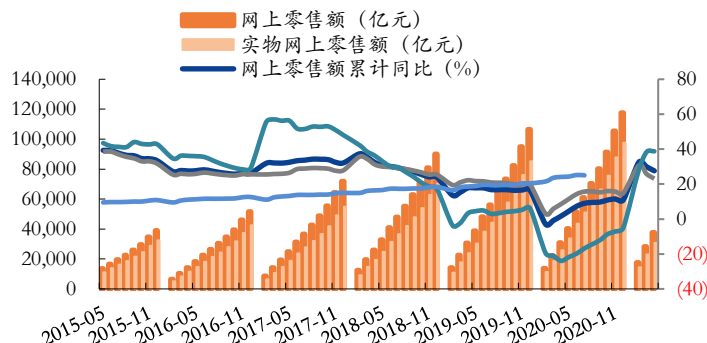
线上渗透率持续提升。据国家统计局，分渠道来看，2021年4月份实物商品网上零售额增速为同比上升23.1%，占社会消费品零售总额的比重为22.2%；其中在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长24.5%、33.8%和20%。

图表 1：线下继续回暖



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：线上渗透率持续提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2. 零售板块公司：2021Q1 业绩环比继续改善，必选高基数增速受影响，可选有所分化

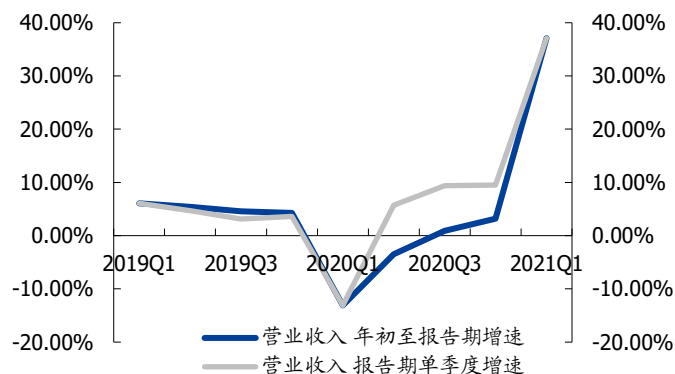
营收增速稳健，业绩逐渐回暖。2021Q1 商贸零售板块上市公司合计收入同比+37.1%，增速同比上升 50.2pct。分季度来看，2020Q3、2020Q4 单季度收入增速分别为 9.4%、9.5%。随着疫情防控的常态化，2020Q3、Q4 行业收入端同比保持稳健增长，呈后疫情的恢复态势。

毛利率整体有所下降，费用管控水平稳定，行业大体盈利能力维持稳健。2021Q1 商贸零售板块公司合计毛利率为 13.1%，同比下降 1.4pct，毛利率整体略有回落；合计销售费用率为 6.8%，同比-0.6pct；合计管理费用率为 2.5%，同比-0.3pct，相对稳定。

利润增速提升，行业明显回暖向好，Q1 由于低基数增长较快。在 2020 商贸零售板块公司合计扣非归母净利润下滑 56.75%，分季度来看，2020Q4 单季度+154.23%。但是随着后疫情时代的到来，2021Q1 利润端增速非常明显，2021Q1 单季度扣非归母净利润为

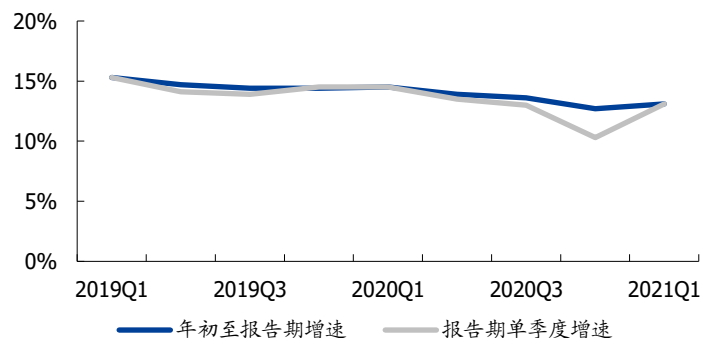
94.9 亿元，改善较为明显。

图表 3: 营收增速稳健，业绩逐渐回暖



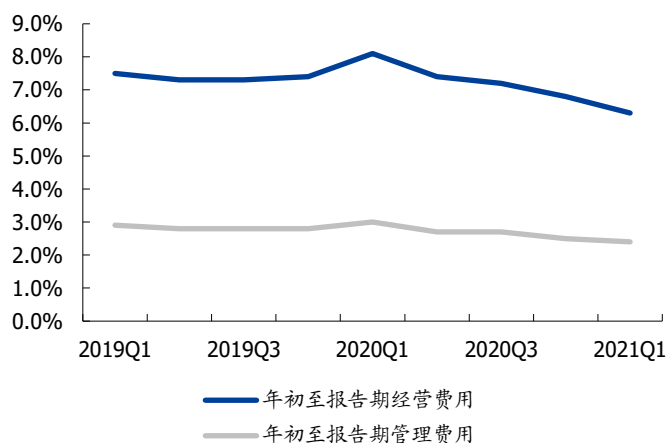
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 毛利率略有回落



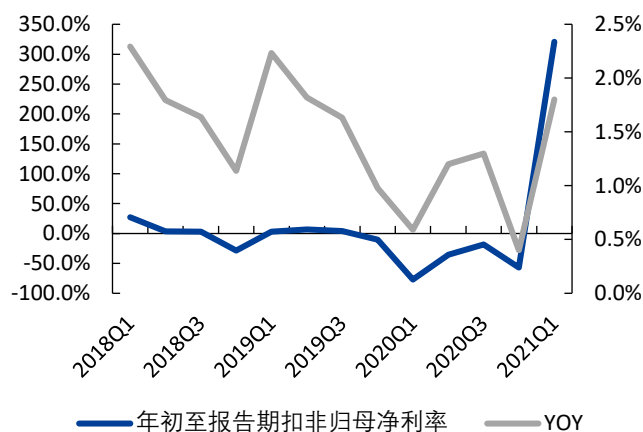
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 费用率相对稳定



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 利润增速由负转正，改善较为明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业来看：线下消费逐渐复苏，黄金珠宝、化妆品明显趋势向好。细分行业看，1) 超市后疫情时期大众消费力有所影响，结合 CPI 及高基数因素，增速有所放缓。2) 百货需求有所恢复，但弱于疫情前。3) 苏宁控费能力逐渐改善，持续推进全渠道零售布局。4) 黄金珠宝线上渠道和婚庆需求带动近期业绩明显复苏向好，利润端稳步提升。5) 化妆品 2021 线上进一步发力，带动业绩回暖。

图表 7: 细分行业分季度营收、毛利率、归母净利率变化

分季度营业收入同比变化									
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
化妆品	9.4%	9.2%	8.9%	16.9%	-7.9%	12.1%	7.9%	18.4%	28.2%
黄金珠宝	6.7%	14.2%	20.4%	5.3%	-8.7%	-8.9%	22.1%	5.2%	24.5%
超市	9.4%	11.2%	13.0%	13.0%	18.2%	-1.1%	-4.3%	-14.1%	-12.8%
电商	25.4%	20.1%	5.1%	-5.2%	-7.1%	-17.4%	-4.6%	4.7%	-6.6%
百货	-1.8%	1.0%	-0.7%	7.8%	-41.6%	-37.5%	-25.5%	-92.7%	-6.7%
分季度毛利率同比变化									
化妆品	5.7%	-0.8%	-8.9%	8.1%	-2.3%	-1.0%	0.7%	-27.8%	7.0%
黄金珠宝	0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-0.9%	0.1%	-1.2%	0.9%	0.8%
超市	1.0%	-0.4%	0.5%	-1.4%	-0.2%	2.0%	0.9%	1.9%	0.4%
电商	1.4%	-0.4%	1.0%	-1.8%	-0.2%	1.9%	-1.0%	-13.3%	-1.4%
百货	0.5%	-0.1%	0.5%	3.4%	2.5%	6.7%	5.6%	191.7%	12.4%
分季度扣非归母净利率同比变化									
化妆品	7.6%	7.2%	7.5%	6.2%	10.2%	14.8%	12.9%	-0.1%	12.0%
黄金珠宝	4.6%	4.5%	4.3%	2.8%	2.9%	4.7%	4.6%	5.8%	4.1%
超市	0.6%	0.8%	0.7%	-1.6%	3.1%	0.8%	0.8%	-2.1%	1.0%
电商	-0.4%	-3.0%	-1.5%	-2.3%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-8.1%	-1.7%
百货	1.9%	2.7%	2.3%	4.6%	0.0%	3.5%	3.7%	10.8%	7.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 持仓情况: 持仓继续走低, 化妆品、黄金珠宝、免税概念百货有所增持

零售板块: 2021Q1 各基金产品持仓前十中, 零售板块占基金总持仓比重约为 1.56%, 继续出现低配, 低配比例为 1.78%, 相比 2020Q4, 零售板块占基金总持仓比重上升 0.85pct。持仓总市值上看, 2021Q1 零售板块基金持仓总市值约 421.7 亿, 占净值比例 0.20%, 环比下降 0.08pct; 持仓市值前十大公司的市值占比为 98.39%, 相对 2020Q4 下降 0.64pct, 板块筹码集中度有所下降。从基金市值来看, 相比 2020Q4, 增幅前三标的为周大生 (9.31 亿元增至 14.33 亿元)、星期六 (3.75 亿元增至 7.81 亿元)、安克创新 (2.44 亿元增至 5.88 亿元); 降幅前三分别为南极电商 (20.47 亿元降至 1.64 亿元)、珀莱雅 (13.67 亿元降至 4.71 亿元)、爱美克 (13.09 亿元降至 7.42 亿元); 截止 2021Q1, 基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为周大生、老凤祥、星期六。

必需龙头整体下滑, 永辉、家家悦、红旗连锁遭小幅减持。 2021Q1, 永辉超市、家家悦、红旗连锁持有基金数基本不变, 持股总量减少: 永辉超市持有基金数仍未 7 支, 持股总量减少 67 万股至 691 万股; 家家悦持有基金数增加 2 支至 6 支, 而持股总量减少 283 万股至 1833 万股; 红旗连锁持有基金数仍为 1 支, 持股总量减少 283 万股至 1833 万股。

可选消费: 王府井、百联股份增持, 周大生增持, 化妆品多数品类增持。 2021Q1, 可选消费板块整体持仓上升, 1) **百货板块:** 王府井持仓上升, 持有基金增加 6 支至 8 支, 持股总量增加 458 万至 526 万。百联股份遭遇增持, 持有基金数增加 8 支至 8 支, 持股总量增加 1367 万股至 1367 万股; 重庆百货持仓小幅上涨, 持有基金数增加 6 支至 10 支, 持股总量减少 97 万股至 355 万股。2) **黄金珠宝板块:** 老凤祥持有基金数增加 10 支至 17 支, 但持仓总量减少 83 万股至 1607 万股; 周大生持有基金数增加 18 支至 45 支, 持仓总量增加 598 万股至 4100 万股。3) **化妆品板块:** 珀莱雅遭遇减持, 持有基金数减少 6 支至 17 支, 持股总量减少 472 万股至 295 万股; 华熙生物大幅增持。

电商及跨境子板块: 南极电商、壹网壹创、吉宏股份大幅减持, 星期六大幅增持。2021Q1, 南极电商大幅减持, 持有基金数减少 16 至 10 支, 持股总量减少 1.32 亿股至 0.18 亿股; 期六大大幅增持, 持有基金数增加 7 支至 12 支, 持仓股数增加 2062 万股至 4385 万股, 持股占流通股比重环比+2.79pct 至 7.12%; 吉宏股份减持至 0;

爱婴室持有基金仍为 0。

图表 8: 零售板块重点标的 2021Q1 环比变动情况

	证券代码	证券名称	持有基金数(支)	持有基金数变动(支)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股占流通股比环比变动(%)
超市	601933.SH	永辉超市	7	0	691	-67	0.07	-0.01
	603708.SH	家家悦	6	2	1833	-283	3.01	-0.46
	002697.SZ	红旗连锁	1	0	91	-28	0.08	-0.03
	002251.SZ	步步高	0	0	0	-	0	0
	000759.SZ	中百集团	-	-	-	-	-	-
百货	600859.SH	王府井	8	6	526	458	0.68	0.56
	002419.SZ	天虹股份	3	0	284	140	0.24	0.12
	600729.SH	重庆百货	10	6	355	97	0.87	0.24
	600827.SH	百联股份	8	8	1367	1367	0.85	0.85
	002187.SZ	广百股份	-	-	-	-	-	-
电商及跨境类	600723.SH	首商股份	-	-	-	-	-	-
	000501.SZ	鄂武商	3	2	272	170	0	0
	002024.SZ	苏宁易购	0	0	0	0	0.00	0.00
	002127.SZ	南极电商	10	-16	1789	-13178	0.91	-6.72
	002291.SZ	星期六	12	7	4385	2062	7.12	2.79
黄金珠宝	300785.SZ	值得买	4	-1	159	-43	6.96	-1.87
	300464.SZ	星徽精密	0	-4	0	0	0.00	-0.20
	002803.SZ	吉宏股份	0	-4	0	0	0.00	-6.21
	300866.SZ	安克创新	13	1	411	240	10.82	6.64
	300209.SZ	天泽信息	-	-	-	-	-	-
化妆品	002640.SZ	跨境通	0	0	0	0	0.00	0.00
	002867.SZ	周大生	45	18	4100	522	5.67	0.83
	600612.SH	老凤祥	17	10	1607	-83	5.07	-0.26
	600655.SH	豫园股份	2	1	56	45	0.04	0.03
	603900.SH	莱绅通灵	-	-	-	-	-	-
母婴	603605.SH	珀莱雅	17	-6	295	-472	1.47	-2.36
	603983.SH	丸美股份	2	2	55	50	0.72	0.72
	688363.SH	华熙生物	18	11	299	72	3.21	0.77
	600315.SH	上海家化	13	10	752	293	1.12	0.44
	300740.SZ	御家汇	15	6	323	234	0.86	0.46
	603214.SH	爱婴室	0	0	0	0	0.00	0.00

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

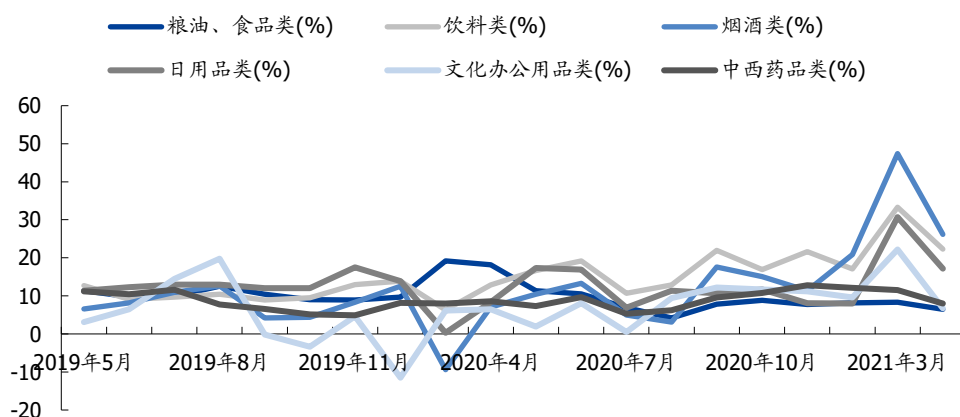
2. 超市板块：疫情影响消费习惯变化，龙头顺应渠道融合变迁，仍存挑战

2.1. 疫情影响消费习惯同时转移，上半年必选增速环比大幅回落

消费习惯向线上转移，生鲜品类到家业务需求明显增长。疫情期间，超市的生鲜等品类到家业务需求明显增长，销售渠道开始向线上转移。线上的电商和社交平台为线下开展更深入的营销，线下的卖场、标超以及便利店等为线上提供前置仓，线上与线下相融合有望企业效益以及市占率的进一步提升。据公司官网，以 2020 年线上业务激增的永辉超市为例，通过打造线上 APP “永辉生活”、“永辉超市”，小程序 “YH 永辉生活”、“永辉社区 GO” 等打通线上销售渠道，2020 年公司线上销售额达 104.5 亿元，同比增长 198%，占比 10%。21 年 Q1 公司线上销售额达 36.7 亿元，同比增长 75.6%，占比进一步提升至 13.3%。

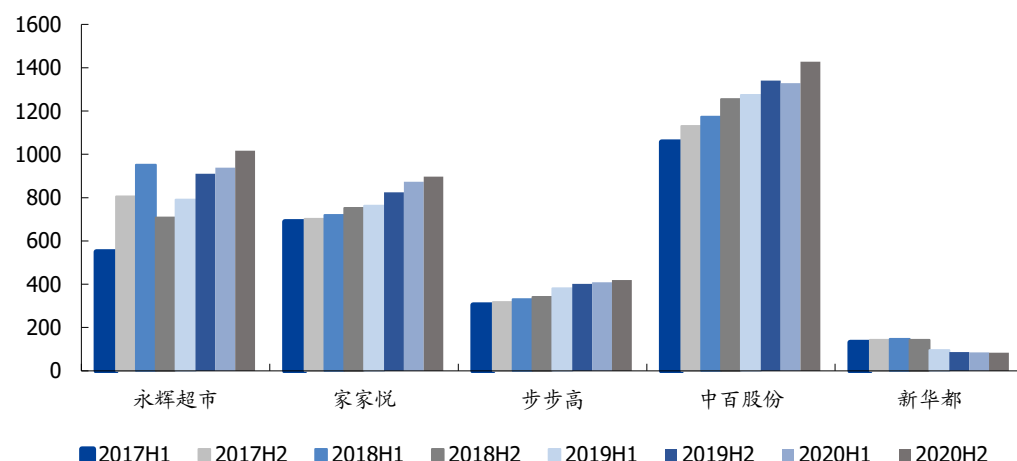
受 2020H1 高基数、消费习惯转移及 CPI 价格因素影响，2021 上半年必选增速环比大幅回落。受到 2020Q1 的高基数影响和疫情带来的消费习惯转移，必选消费增速环比大幅回落，根据国家统计局数据，2021 年 4 月粮油食品/中西药品/日用品/烟酒/文化办公用品/饮料增速分别环比下降 1.8/3.5/13.5/21.2/15.5/11pct。在此期间，头部商超业绩均有所回落：永辉超市 2021Q1 营业收入/归母净利润 263.34 亿元/ 2331.84 万元，同比 -9.99%/-98.51%；家家悦营业收入/归母净利润 47.15 亿元/ 1.28 亿元，同比 -4.12%/-27.22%；红旗连锁营业收入/归母净利润 22.60 亿元/1.24 亿元，同比 -3.64%/-13.3%。与此同时，头部商超展店速度仍较稳健，根据公司公告，2020 年下半年，永辉超市和家家悦分别净增长 79、23 家门店；红旗连锁逆势扩张，2020 年下半年/2021Q1 分别净增长 141/125 家门店。

图表 9：受到疫情带来的高基数影响，2021Q1 必选增速环比大幅回落



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 10: 头部商超展店速度保持稳健 (门店数量)

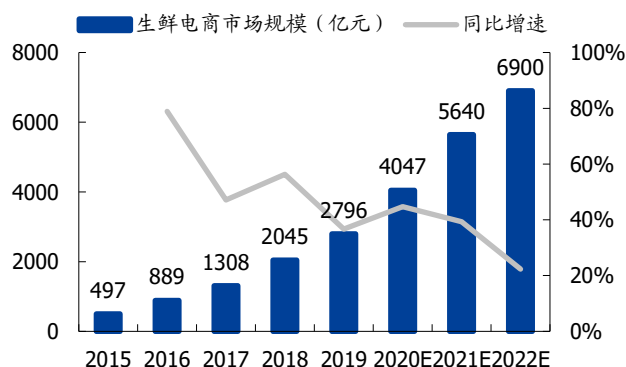


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

2.2. 社区团购高潮过后进入调整期, 预计下半年旺季再袭

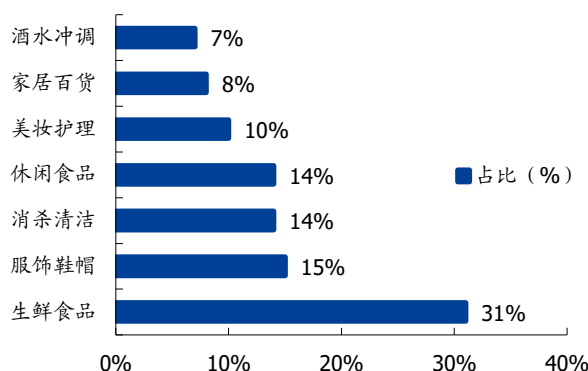
疫情下生鲜需求猛增, 2020 年社区团购赛道风起云涌。在疫情的催化下, 生鲜食品需求爆发性增长: 根据中国产业信息网数据, 生鲜需求占比高达 33%。生鲜电商这一低渗透率的商业模式由此收获了巨大的流量红利和发展空间。互联网巨头迅速瞄准该模式, 企图通过生鲜消费的方式占据下沉市场增量市场, 扭转 “用户增长成本高昂、竞争加剧、GMV 增长缓慢” 窘境, 并享受生鲜这一新市场红利。自 2020 年六月以来, 一边, 滴滴、拼多多和美团火速上线社区团购品牌, 覆盖二十余个省份地区, 靠雄厚的资金开启了轰轰烈烈的抢人大战; 另一边, 阿里、京东、快手等公司则采取较为温和的方式进入赛道: 阿里同时运行多种模式不断探索、京东刘强东亲自带队布局规划、快手团队赴长沙调研重点考察兴盛优选……此外, 腾讯和阿里对社区团购企业均有投资。

图表 11: 生鲜电商市场规模巨大, 增速可观



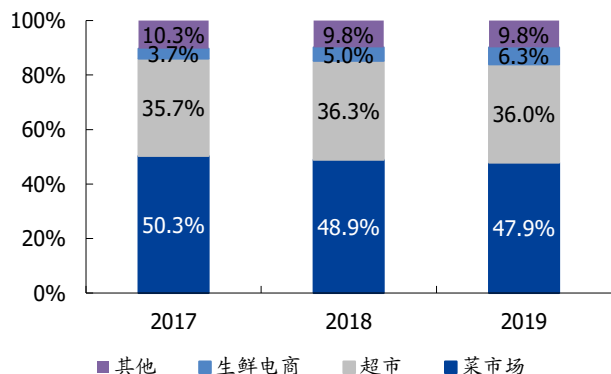
资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

图表 12: 生鲜需求在疫情期间所有消费者需求中排在首位



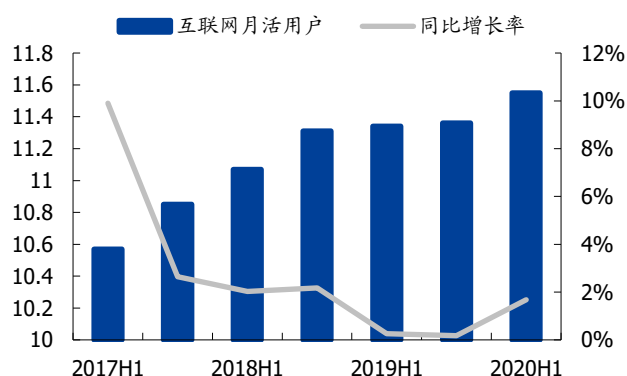
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 13: 电商在生鲜市场中渗透率处于较低状态, 拥有巨大发展空间



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 14: 近两年, 互联网活跃用户增速明显较低



资料来源: QuestMobile, 国盛证券研究所, 单位: 亿人

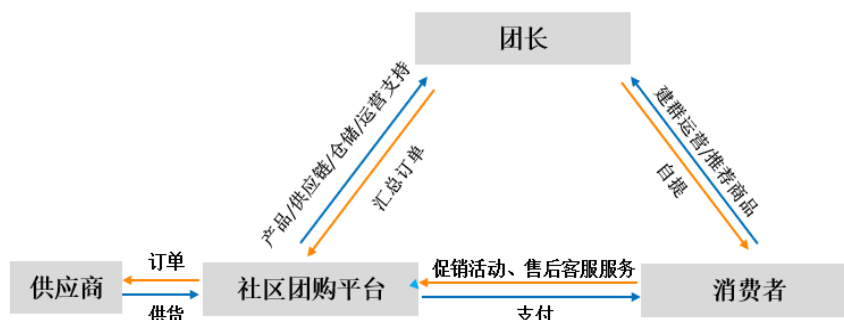
图表 15: 社区团购赛道火爆, 互联网巨头们相继布局

互联网企业	相关社区团购品牌
阿里巴巴	盒马优选、十荟团 (投资)
腾讯	兴盛优选 (投资)、食享会 (投资)
美团	美团优选、美团买菜
滴滴	橙心优选
拼多多	多多买菜、快团团
京东	京东优选、兴盛优选 (投资)

资料来源: 官网、国盛证券研究所 (注: 京东的相关社区团购品牌或在筹建中)

“预售+自提”打造盈利能力最强的新零售业态。对于社区团购采取的“预售+自提”的商业模式, 其中: **1) 预售打造零库存、低损耗、高周转的商业模式。**通过订销量决定进货量, 极大程度减少损耗, 降低了商品物流、储存的相关成本。**2) 自提控制终端成本, 引流社区消费。**社区自提省去最后一公里的配送费用, 同时社区将消费者和团购平台通过零成本的团长这个纽带联结了起来, 高效获客与高顾客黏性使获客难度、成本大幅度降低。**3) 缩减流通环节, 相应减少运营费用及流通成本。**与传统零售模式相比, 缩减流通环节, 直接搭建“供应商-平台-团长/消费者”的流通链条, 降低门店端租金、水电等云因费用, 并适当减少流通加价。

图表 16: 社区团购“预售+自提”商业模式



资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所

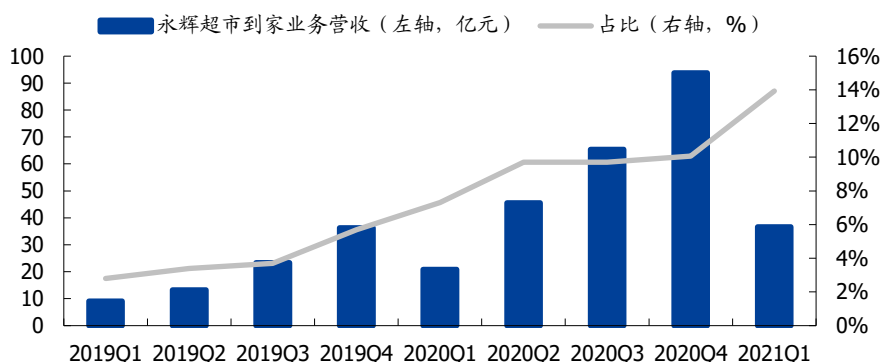
阶段性飞速扩张后，社区团购进入调整期，预计下半年旺季或将再来。巨头入局后快速扩张，单数起量极快，据我们估算，以社区团购崛起之地长沙为例，其渗透率已经达到 10% 以上（详见外发深度报告《回归理性，如何看待社区团购发展方向》），且迅速进入多省。但是截至如今，面临暑期前提下（生鲜高损耗、最具挑战时间段），据团长端及网格仓草根调研，巨头纷纷调整步伐；某互联网巨头开始降低团长佣金率、网格仓每单成本，预计总体重心从抢规模到利润调整。此外，我们调研发现，某些拼多多团长反应，平台生鲜供应链开始向上游延伸，通过原产地冷链物流仓储布局、获得采购端优势，并形成差异化选品。整体而言，阶段性迅速扩张过后，社区团购将进入调整期，下半年旺季或将再来。

2.3. 龙头顺应渠道融合变迁，供应链优势仍强，仍存挑战

龙头商超生鲜壁垒供应链优势仍强。经过数年在生鲜行业内的深耕，龙头超市在生鲜领域的渗透率明显高于社区团购，且在供应链体系上的优势尚无法替代，主要体现在采购规模、质量以及物流成本上：1）采购规模，龙头超市布局全国采购网络，统采基础上灵活应变（生鲜直采规模达 85%，其中统采占到 80% 左右，剩下部分参考区域灵活应变）并开启国际化采购渠道，打造商品多元化；而社区团购生鲜基本上从供应链直采（20%~25%）、四大生态水果市场集采（30%~40%）以及供应商供货（20%~25%）。2）采购质量龙头超市依靠自己的供应链优势以及发达的自有品牌，贯彻“抓品质，控成本”的主要原则，保证采购质量；而社区团购则以价格低廉为主要优势，在食品中品牌厂商只占到 35%-40%，产品质量难以得到保障。3）物流成本。现阶段的社区团购，尤其是传统团购企业，在物流管理以及运输方面存在着极大的问题，物流体系的不成熟、设备的不完善以及品质的不可控都是亟需解决的问题。此外，龙头超市一直在努力打造差异化优势，比如，家家悦在采购上大功下看齐生鲜巨头永辉的同时，运用熟食打造生鲜差异化优势。随着消费者生鲜消费习惯的转变线上需求增大，消费偏好也在逐渐从“价格低”向“品质优”转变，传统企业供应链优势尚未被打破。

商超顺势推动渠道融合变迁，但仍存挑战。随着社区团购在终端的引流，商超面临着流量流失的严峻问题。这促使商超开启数字化转型的过程。龙头企业初显成效，永辉坚持孵化到家业务，营收增长显著，2020 年自营到家业务已覆盖 1000 家门店，销售额达 59.1 亿元，同比增长 147%；京东到家销售额 34.7 亿元，占线上业务 35.3%，覆盖门店 865 家，同比增加 380 家。家家悦亦早已开启线上渠道，通过直播、O2O、社区团购等多种模式共同推动线上业务的发展，线上销售增长迅速。在线下企业加速出清的前提下，超市龙头顺应改革变迁，若成，则有进一步跳跃；但是伴随着社区团购在终端引流和资本投入方面具备的天然优势进一步释放，供应链基础设施和模式的进一步完善以及阶段性调整期后可能迎来的团购旺季，竞争挑战仍存。

图表 17: 永辉到家业务营收以及占比均不断增长



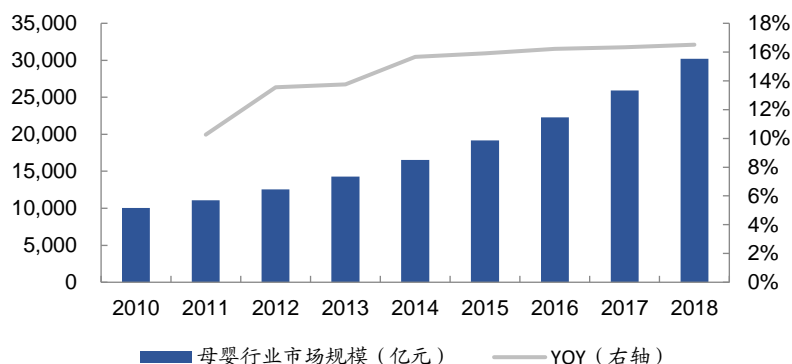
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 母婴板块: 线下回暖但慢于预期, 长期连锁门店具备价值, 全渠道经营模型价值凸显

3.1. 母婴是线下渠道中为数不多具备价值的好赛道

母婴市场万亿规模, 但本质仍属小众市场。Mob Data 数据显示, 2018 年我国母婴市场规模约 3.0 万亿元, 2010-2018 年 CAGR 达 14.8%, 母婴行业在过去十年经历了黄金增长期, 主要驱动因素包括母婴消费群体规模的增长, 消费水平的提升和母婴电商的迅速崛起。罗兰贝格预测我国母婴行业消费规模将在 2020 年达到 3.58 万亿元, 继续保持增长趋势。虽然母婴行业市场规模高达万亿, 但由于其用户生命周期短, 用户差异性较高 (不同区域、同一区域不同收入水平用户的消费需求差别较大), 高频品类消费粘性强, 在每年约 1% 左右出生率下, 本质仍为小众市场。

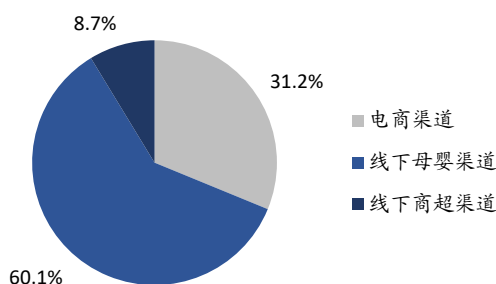
图表 18: 母婴市场万亿规模



资料来源: Mob Data, 国盛证券研究所

母婴渠道丰富性提升，线下、线上多种业态并存。我国母婴零售的线下渠道依旧占主导地位，据尼尔森数据，截至2020年5月，线下商超/线下母婴实体店/电商渠道销售额分别占比8.7%、60.1%和31.2%，销售额增速分别为-13%、6%和26%。线下母婴实体店主要为中小型连锁店和个体店，同时涌现了以爱婴室及孩子王为典型代表的龙头企业：1) 爱婴室对标日本母婴零售龙头西松屋的小店运营模式，店均面积约600平方米，不同的是其于shopping mall展店，聚焦中高端客群，年龄群体目前聚焦0-6岁婴儿；2) 孩子王则对标日本母婴零售另一龙头阿卡佳的大店运营，平均单店面积约2,700平方米，聚焦0-14岁婴童，同时提供配套母婴服务。随着互联网的发展和线上消费的渗透，电商母婴渠道（包括综合电商母婴频道、垂直电商母婴平台和垂直母婴社区等）在近年录得比传统线下渠道更高的增速。其中综合电商依靠流量优势占领导地位，易观数据显示，2018年我国线上母婴市场中以天猫（52.9%）、京东（17.7%）为代表的综合电商市场份额超80%。

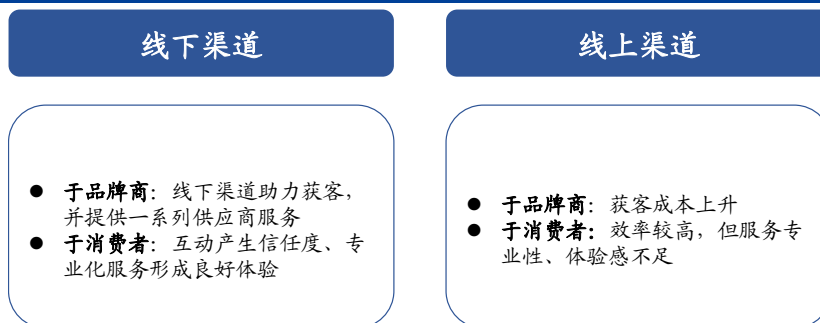
图表 19: 母婴快消品销售额各渠道份额 (2019 年数据)



资料来源：尼尔森，国盛证券研究所，注：母婴品类包括婴儿奶粉、婴儿食品、婴儿尿布、湿纸巾、奶瓶、奶嘴、吸奶器

母婴线下渠道于品牌商和消费者而言均具备价值。一方面，与线上渠道相比，基于互动产生的信任度和良好体验是母婴线下零售有别于电商的吸引力，且线下配置的育儿顾问等专业化服务以及贴心关怀也是区别于线上渠道的差异化优势。另一方面，母婴市场本质属小众市场的特性决定其获客成本天然高企，随着电商普及和红利逐渐释放，线上获客成本提升，母婴连锁有望凭借近距离的交流增强信任度和客户粘性，并借助口碑传播实现低成本获客，获得品牌商支持，通过控价、返点、提供高毛利品等方式维护线下优势渠道利益。于母婴渠道而言，客户资源的积累有助于为供应商提供服务（包括宣传推广、会员开发、互动冠名等），相较于母婴商品销售，供应商服务的高毛利属性能为母婴连锁提供利润增量，且产业链地位和话语权进一步提升。

图表 20: 母婴线下渠道于品牌商和消费者而言均具备价值



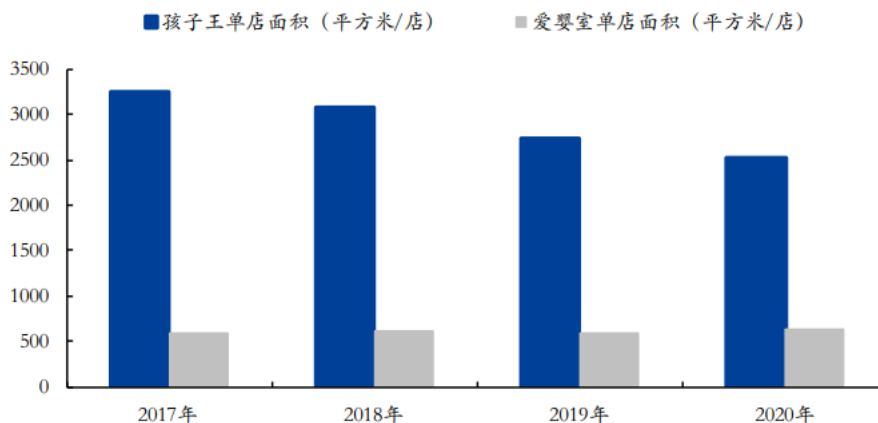
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2. 线下消费渐回暖，短期龙头恢复慢于预期，积极调整

疫情后母婴行业线下消费逐渐回暖，短期龙头恢复慢于预期，孩子王抵御线上分流能力更强。疫情期间母婴线下渠道受到人口流动下降等因素影响受损严重。疫情后线下母婴连锁龙头回暖但整体恢复慢于预期。我们认为主要原因系：疫情后客群消费能力降低、疫情影响失去部分新生儿获客、存在部分线上分流。龙头爱婴室 2021Q1 公司实现营业收入 5.43 亿元、归母净利润 1111.58 万元，分别同比+4.64%/25.89%，主要商品奶粉类、用品类营业收入分别同比-1.36%/-1.49%，逐步恢复，但低基数下恢复慢于预期。孩子王全渠道发展完善、线下服务业务客户粘性较高，部分抵御线上综合电商分流影响，但线下门店尚处于恢复阶段，根据草根调研，某母婴龙头部分门店四川地区年初至今同店同比增长。

以爱婴室为例，龙头积极调整，拥抱改变、值得期待。爱婴室积极拓展线上业务、业态布局灵活应变、拓展用户年龄段。1) 从线上业务来看，公司通过丰富自有电商平台、入驻第三方电商平台、实行新媒体营销等多种方式，不断丰富到家业务；2) 门店布局及面积灵活应变，不断拓展用户年龄周期、适应消费者需求，如先前随着消费升级变化降低街边店比例、提升商场店比例；后疫情后顺应消费者喜爱送货上门的消费习惯变化发展社区店，并尝试拓展用户年龄周期、提供服务业务，适应消费者多层次需求。此外，以上海地区为例，在先前迅速展店后，在行业出生率下降的经营应对之下，开始调整门店布局等等；3) 不断发展会员经济。爱婴室同样追求会员建设，先前多次调整会员制度，为了更好地增加客户粘性；并通过社群营销等方式，线上线下互相引流，应对消费者需求变化。整体而言，在国内母婴行业巨大市场及独特的发展背景下，龙头不断调整变革，应对消费者需求变化，值得期待。

图表 21: 孩子王/爱婴室单店面积变化

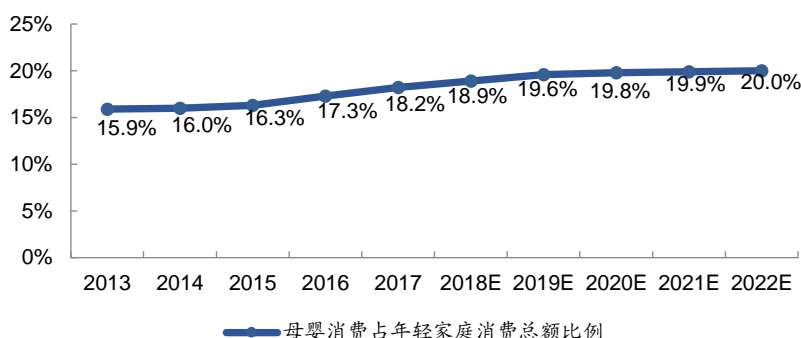


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3. 渠道集中度有望提升，全渠道经营模型价值凸显

母婴行业增长的核心驱动力从人口红利转变为消费升级，单客价值深度挖掘大有可为。母婴行业主要消费群体是孕妇和0-14岁的婴童，随着“全面二胎”政策红利逐渐释放，我国人口出生率下滑，未来消费群体人数的增长为母婴行业带来的增量有限。据国家统计局、Mob Data、中国产业信息网及公司公告估算，国内母婴行业市场规模增速约16%，其中约13%为人均母婴支出增加贡献，3%为母婴消费人数增加贡献。Frost & Sullivan数据显示，2017年母婴消费占年轻家庭消费总额比重达18.2%，并有望于2022年上升至20%，单个年轻家庭的潜在购买力具有提升趋势。根据母婴研究院数据，2020年以80、90后为代表的抖音母婴人群调查中，60%以上的消费者每月母婴支出占家庭收入的比重超30%，积极的母婴消费观念和消费价值的高投入在新生代父母中更加明显。

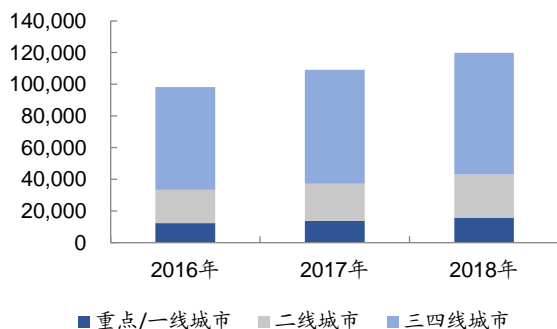
图表 22: 母婴消费占年轻家庭消费总额比例



资料来源: Frost & Sullivan, 国盛证券研究所

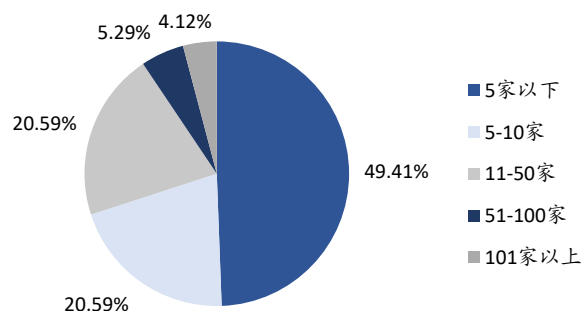
国内母婴渠道集中度尚低，优质连锁龙头扩张整合，机遇及挑战并存。母婴专业连锁的发展并没有同时带来成熟的格局：据尼尔森数据，截止2018年底，全国母婴连锁渠道高达12万家，但据CBME在2019年对全国母婴企业抽样调研统计，拥有门店数在5家以下的母婴零售企业占比达到49.41%，门店数为5-10家/11-50家的占比达到20.59%/20.59%，门店数为51-100家的占比为5.29%，门店数超100家的占比仅为4.12%，仍呈高度分散格局状态，且区域特征明显。一方面，在行业消费者注重商品品质、专业连锁龙头渠道转化率及粘性均相对较高、电商入局对效率提出新要求、但上游品牌商为持续获客仍需借力线下的前提下，具备流量获取、客户运营及效率优势的终端连锁龙头将迎扩张整合机遇，对标日本西松屋、阿卡佳当前市占率，大有可为；另一方面，独特的电商发展环境及出生率下滑的人口结构背景下，如何保证渠道端的盈利及现金流造血能力，完成规模迭代及盈利留存，也是线下连锁渠道必须面对的问题。

图表 23: 国内母婴渠道达12万家（渠道个数）



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所, 注: 单位为渠道个数

图表 24: 当前行业格局仍高度分散



资料来源: CBME, 国盛证券研究所

全渠道布局推动需求、场景融合，增强服务能力和客户粘性。随着消费者的消费决策呈现碎片化、社交化等特征，“线下实体体验+线上平台”的全渠道经营模式有望成为母婴零售行业的主流。对于消费者而言，多渠道切换的意义在于同时享受高效率电商带来的绝佳性价比和线下“有温度”的实体服务体验。对于母婴零售企业而言，全渠道触达消费者意味着购物场景的丰富，需求满足能力的提升，特别是在电商普及红利逐渐释放，线上获客成本提升的背景下，母婴连锁有望凭借近距离的交流增强信任度和客户粘性，并借助口碑传播实现低成本获客。近年来，以孩子王为代表的传统母婴零售企业纷纷加速线下、线上融合，孩子王在线下门店加速布局的同时，率先在线上布局了包括移动端 APP、网上商城、微信公众号、小程序、微商城等 C 端产品矩阵，向目标用户群体提供多样化的母婴童商品及服务，2019 年孩子王 APP 在 Trustdata 母婴电商类 APP 中位列榜首，为公司凝聚了超 1,700 万用户。同时公司持续的研发投入实现线上、线下融合的数字化搭建，通过会员服务、商品管理、物流配送及运营一体化提高运营效率。

图表 25: 孩子王加速全渠道布局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 跨境出海/电商类企业：平台端具备渠道壁垒，费用压力提升，优质标的增速稳健、市场广阔

4.1. 成本效率优势及品牌认知是跨境出海的原动力，精品模式投资回报率较高

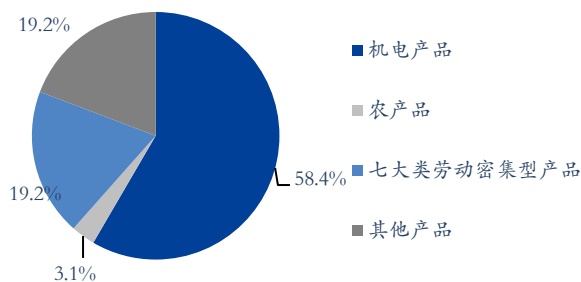
成本效率优势为消费品出海的最初推动力，优势企业以品牌认知增加产品附加值。据国家统计局数据，2008-2019 年，中国出口贸易额复合增速约 5.0%，至 2019 年出口贸易额约 17.23 万亿元，其中机电产品 10.06 万亿，占比 58.4%；农产品 0.54 万亿，占比 3.1%；七大类劳动密集型产品 3.31 万亿，占比 19.2%；其他产品 3.31 万亿，占比 19.2%。对比过往结构变化，于消费品出口而言：1) 中国强大的制造业、完备的供应链体系及人口红利等带来的成本优势为消费品出海提供了最初推动力；2) 从动态变化上，与最初以纺服等为主要构成的单纯高性价比因素对应，消费品出海优秀企业亦正不断塑造新的品牌认知，转向“质量为先”，增加产品附加值。

图表 26: 2010-2019 年中国出口贸易额 CAGR 为 5.4%，至 2019 年达 17.23 万亿元



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

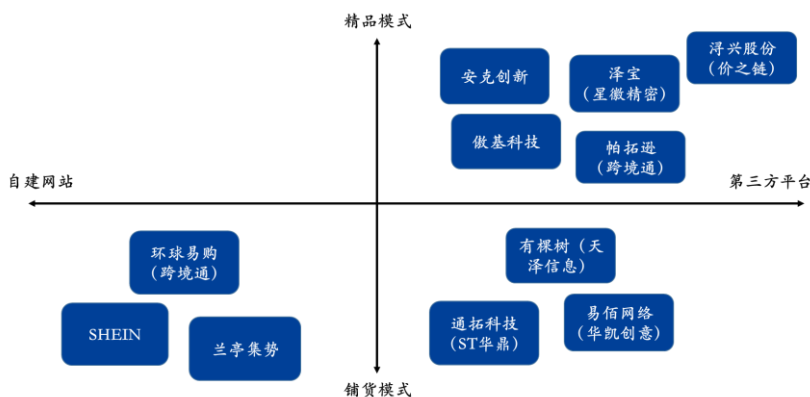
图表 27: 2019 年中国出口贸易额结构



资料来源: 国家统计局, Wind, 国盛证券研究所

于出海企业而言, 根据使用平台是否自建, 可分为自建网站型/使用第三方平台型两类; 根据 SKU 选品数多少, 可分为精品模式 (SKU 数一般 100-200 个) 及铺货模式 (SKU 数一般为万级) 两类。其中: 1) 使用第三方平台的模式可借助平台完成初始流量积累, 并凭借商品口碑、较高转化率及复购率在平台上获得较好排名, 进而获得平台的进一步支持以及相对较高的议价权。故而, 在第三方平台类型中, 精品模式产品力相对较强、易于形成爆款并获得自然流量, 相对铺货模式更具备竞争力, 这也是很多使用第三方平台+铺货模式公司近年开始走向精铺模式的原因; 2) 平台自建型企业除商品运营之外, 平台流量的运营亦成为重点, 如何获得客户、提升供应链反馈速度、并提供适销对路的商品完成客户沉淀成为关键。受限于流量, 极少自建网站公司会选用精品模式, 多采用铺货模式, 用 SKU 的广度吸引流量。

图表 28: 跨境出口电商 B2C 自营企业模式细分与代表企业矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

精品模式投资回报率高于铺货。一般而言，精品模式：1) 自主研发商品，打造爆款，产品力较强，且借助第三方平台完成引流，毛利率及净利率相对较高；2) 低 SKU 策略周转较快、且存货减值风险较小，现金回款较快；3) 加之杠杆影响，ROE 相对铺货模式较高。

图表 29: 精品模式 ROE 相对铺货模式较高

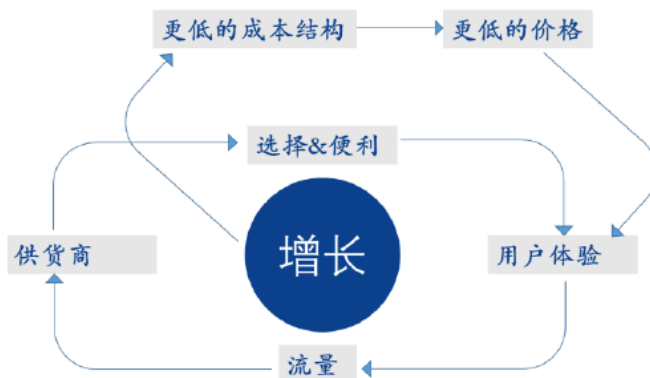
	收入 (万元)	近 5 年收 入 CAGR	毛利率	净利率	净利润 (万元)	近 5 年净 利 润 CAGR	存货周 转 率	经营性现 金流净额 (万元)	ROE
安克创新	665,474	54.9%	49.9%	10.8%	72,173	127.0%	3.51	38,342	36.3%
泽宝股份 (星徽精密)	283,192	31.2%	50.5%	5.4%	15,410	98.6%	3.26		23.8%
跨境通	1,787,424	45.8%	33.6%	-15.1%	-270,789	-	2.93	3,499	-59.2%
傲基科技	510,872	79.7%	58.5%	3.9%	19,862	147.7%	2.29	-20,761	20.2%
通拓科技 (华鼎股份)	579,033	44.8%	37.6%	5.2%	30,126	66.1%	3.76		18.1%
价之链 (浔兴股份)	47,377	59.6%	56.5%	-12.3%	-5,808	64.8%		21,336	-17.4%
有棵树 (天泽信息)	344,000	96.0%	55.6%	7.8%	26,653	194.9%	1.81	21,238	18.0%
易佰网络 (华凯创意)	356,715	97.3%	59.6%	2.7%	9,650	61.8%	3.18	-3,052	10.5%
兰亭集势 SheIn	169,958	-5.2%	40.4%	0.4%	697	-	18.44	1,313	8.3%
	约 160 亿								

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所, 注: 表格中部分公司部分年份数据未披露, 用近年数据代替, 无特殊说明为 2019 年数据

4.2. 以亚马逊为例，平台端渠道壁垒优于市场预期

亚马逊极其重视产品、品牌，流量分配向核心单品倾斜。亚马逊平台运营遵循“重推荐，轻广告；重展示，轻客服；重产品，轻店铺；重客户，轻卖家”四大特征，其经营运营的宗旨为通过杰出的选品及优质的服务体验笼络客户并增强客户粘性，借之吸引第三方商家开店合作、降低成本及供货价格，并进一步让客户体验增强，吸引更多流量入驻。对于产品及品牌的重视是其经营理念框架下的极大特征：1) 一方面，在 A9 算法体系内，当消费者搜索某品类时，平台会倾向于参考历史商品评价，推荐最被认可的产品及品牌；2) 另一方面，在所有促销、广告方式中，一个商家的申请也需要在历史客户反馈上达到一定条件，如：申请 LD (lightning deal) 需要在评价、评分、售后服务、价格上达到要求；黄金购物车发放参考历史客户反馈等多条因素，并帮助消费者做出产品选择等等。3) 除此之外，亚马逊平台通过 BR 2.0、透明计划、品牌加速期等多种途径保护平台品牌商家发展。不难看出，在亚马逊运营的几乎所有环节，流量分配均向核心单品倾斜；当然，平台也会从产品维度及流量分配维度扶持新品，但其本质仍然是保证优秀产品及品牌商在平台端得以启航成长。

图表 30: 亚马逊的“飞轮理论”



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

超 30% 的“货币化率”体现其经营理论, 并推动商家及平台双赢。一方面, 亚马逊“重推荐, 轻广告; 重客户, 轻卖家”的平台特性决定其在搜索排名、促销广告等多方面将流量向优质产品/商家倾斜; 另一方面, 销售佣金是亚马逊电商平台的主要收入来源, 由于在排名推荐上扶持优质产品转化率更高, 其收取的扣点也就越多, 平台与优质品牌上之间能够实现双赢。以 2019 年为例, 据公司公告, 亚马逊实现营业收入共计 2805.22 亿美元, 其中: 线上销售营收 1412.47 亿美元、实体店营收 171.92 亿美元、第三方收入 537.62 亿美元 (主要包含销售佣金扣点及物流)、会员费收入 192.10 亿美元、AWS 收入 350.26 亿美元、其他收入 (包含广告等) 140.85 亿美元。我们以第三方卖家口径估计平台“货币化率” (对商家而言是费用率), 超 30% (这里面还不包含会员费等其实也算“货币化率”/“费用率”项目, 不影响结论)。

图表 31: 亚马逊营业收入及 GMV 构成 (以 2019 年为例), 单位: 亿美元

营业收入 (亿美元)	2805	GMV	约 3500
线上销售收入	1412	他营	约 1500
实体店收入	172	自营	约 2000
第三方收入 (主要包	538		
括佣金扣点及物流)			
会员费收入	192		
AWS 收入	350		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

亚马逊平台搜索同样存在个性化, 但有产品力的优势商家易构筑壁垒, 马太效应明显。同阿里平台一样, 亚马逊平台也存在“千人千面”的相对性, 即不同消费者搜索相同的关键词形成的产品推荐排名不完全相同, 以充电宝品类为例: 安克创新在美国、欧洲等多地亚马逊平台充电宝市占率已达 30% 左右, 但不同用户搜索结果不近相同; 以四名用户搜索结果来看, 我们在下图中列出输入“power bank”搜索, 前十排序存在差异, 但优势品牌大多位于每个人的相对前列 (算法及流量分配逻辑)。而除非用户存在品牌青睐直接搜索对应品牌下单, 否则在品类类目下, 一旦存在比较行为, 前文提到的产品力、历史反馈、广告投放及流量引流具备优势的优质品牌商会有更高可能形成下单行为 (如前文所述, 这几点在亚马逊经营理念下其实是统一倾向于优质产品/品牌商)。正因如此, 亚马逊平台商家端头部效应明显: 据雨果网, 平台前 20% 商家约贡献了 90% 销售额。

图表 32: 亚马逊平台上, 搜索同样存在个性化, 但有产品力的优势商家马太效应明显 (亚马逊搜索 “power bank” 排名)

排名	用户 1	用户 2	用户 3	用户 4
1	Anker	Anker	POWERADD	Zendure
2	Anker	Anker	Zendure	RAVPower
3	Aukey	Aukey	Aukey	INIU
4	Lanluk	Anker	Anker	RAVPower
5	Tekpluze	Ekrist	Aibocn	Anker
6	Anker	Aibocn	Anker	RAVPower
7	POWERADD	INIU	RAVPower	Yelomin
8	Odec	RAVPower	RAVPower	RAVPower
9	Aibocn	Anker	INIU	Anker
10	INIU	Aukey	Anker	Anker
11	Anker	Zendure	Aukey	POWERADD
12	Qisa	Miady	Miady	RAVPower
13	Aukey	INIU	Qisa	Zendure
14	minrise	INIU	Aukey	RapidX
15	Miady	Anker	RAVPower	Miady

资料来源: 亚马逊官网, 国盛证券研究所

4.3. 2021 年费用压力提升, 优质标的增速稳健, 市场广阔

2021 年费用压力提升, 优质标的增速稳健。费用的提升主要包括几个方面: 1) 物流费用提升, 国内运往北美、欧洲的费用增幅明显 2) 亚马逊配送费用与物流人工处理费用有所提升, 增加卖家运营成本。从 2021 年 6 月 1 日开始, 亚马逊将提高配送费用以及亚马逊物流人工处理费, 降低或取消部分品类商品的退货处理费以及包装重量调整, 并将根据上述服务不断变化的成本来提高移除和弃置费用。3) 亚马逊对于仓储所收的费用有所提升。但是, 优质标的受费用压力影响小, 增速稳健, 以安克创新为例, 其在费用上升的大环境下有以下优势: 1) 运输方面, 优质企业出口货物体量较大, 对货代公司议价能力强, 支付更低运输价格。2) 除亚马逊仓库外, 还拥有自建仓, 有效缓解亚马逊仓库管理费用、仓储费用增加带来的成本压力。2021 年第一季度, 虽然安克创新费用指标有所上升, 但得益于充电类、无线音频类、智能创新类三大主要产品品类均保持良好的发展态势, 归母净利润增速相对稳健: 据公司公告, 报告期内, 公司实现营业收入 24.27 亿元, 较去年同期增长 57.94%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.04 亿元, 较去年同期增长 47.27%。

图表 33: 安克创新 2021 一季度相关指标一览, 费用有所提升但整体增速稳健

指标	本期数据	较上期增长	变动原因说明
营业总收入	24.27 亿元	57.94%	主要系公司无线音频类和智能创新类产品销售增长所致。
归属于母公司股东的净利润	2.04 亿元	47.27%	主要系公司无线音频类和智能创新类产品销售增长所致。
扣非净利润	1.60 亿元	22.69%	主要系公司无线音频类和智能创新类产品销售增长所致。
毛利率	45.08%	1.86pct	主要系公司无线音频类和智能创新类产品销售增长所致。
销售费用率	27.77%	4.51pct	主要系全域品牌建设投入增大及相关人员薪酬增长所致, 同时物流运输费用有所增长。
管理费用率	3.23%	0.41pct	主要系本期职工薪酬增加所致。
财务费用率	0.33%	1.00pct	主要系汇率波动导致本期汇兑损失上升所致。
研发费用率	5.04%	-0.25pct	主要系本期职工薪酬增加所致。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

优质企业具备核心竞争力, 长期市场广阔。以安克创新为例, 1) 需求捕捉能力、切入能力强。安克抓住历史机遇, 定位浅海, 面对广阔市场不断迭代, 推陈出新, 并已在充电类、智能音频类、智能创新类三大产品线上多次获得成功。安克自主研发的第一款产品 Anker 4500mAh 超薄移动电源于 2012 年上市, 2013 年充电宝市场进入稳步增长期。2014 年推出无线音频类产品, TWS 销量数据普遍从 2016 年开始统计, 2017 年进入快速增长期。2014/2015 年布局扫地机器人, 2014 年以后扫地机器人进入快速增长期。这与其需求捕捉能力、人才储备及快速反应的研发机制相关; 2) 注重产品与品牌力。安克是唯一一个自主设计, 外协生产的企业, 这某种程度上保证了其业绩增速的稳健。其在自主研发上重兵投入, 研发人员比例、研发费用占比、专利数量领先同行。同时, 从 listing 打造角度来看, 安克多数产品在亚马逊平台的要点描述直击痛点, 便于消费者了解、购买。3) 加之亚马逊流量运营机制带来的渠道端壁垒, 长期来看安克创新市场广阔, 当前其快充、无线耳机、智能家居多产品线增长向好, 品类、渠道拓张持续进行

图表 34: 在自主研发上重兵投入, 研发人员比例、研发费用占比、专利数量领先同行

	2020 年专利数 (个)				研发费用 (万元)			研发费用占比		
	研发人员	研发人 员占比	发明专利	实用新型 专利	2018	2019	2020	2018	2019	2020
安克创 新	1010	47.11%	44	212	28,663	39,367	56,740	5.48%	5.92%	6.07%
泽宝创 新(星徽 精密)	-	-	-	-	4,712	4,824	-	2.22%	1.70%	-
跨境通	389	15.5%	-	-	6253	8140	8998	0.29%	0.46%	0.53%
傲基科 技	-	-	-	-	7,645	7,555	-	1.50%	1.49%	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 现制茶饮板块：高增长的优质赛道，龙头优势显现

5.1. 茶饮赛道量价齐升，消费习惯逐步养成

我国现制茶饮行业历经三阶段发展，需求供给端多因素共同驱动行业发展。我国现制茶饮起步于街头奶茶粉末冲调时代、品牌概念极为弱化，随着 COCO、一点点等台湾连锁品牌加入带来产品更新和先进加盟理念，行业进入连锁化发展时代，2016 年至今，伴随消费升级，喜茶奈雪等新式茶饮品牌升级产品、打造品牌，带领现制茶饮进入高端化、品牌化阶段。现制茶饮行业存在消费端及供给端等多重驱动因素，**消费端：文化背景、经济发展为基础，主要消费人群购买力持续增强。**中国具备深厚的饮茶文化、人均可支配收入与人均食品支出持续增长为现制茶饮发展奠定基础。2020 年，近七成新式茶饮消费者为 90 及 95 后，品质化、个性化需求崛起，超过半数消费者每月新式茶饮消费额达到 200 元以上。**供给端：产品更新迭代，资本入局、门店扩张，营销及销售渠道不断扩展助推行业发展。**现制茶饮产品品质从粉末冲调到鲜果鲜奶不断升级并推出多种甜度、小料丰富个性化产品选择，从供给端吸引更多消费者。资本市场助力下，更多品牌加速门店扩张，同时现制茶饮流量入口不断丰富，微信、短视频等新的营销方式，多维度触达消费者。综合来看，行业需求及供给端皆存在较强驱动力。

图表 35：我国现制茶饮赛道在多因素驱动下行业快速增长

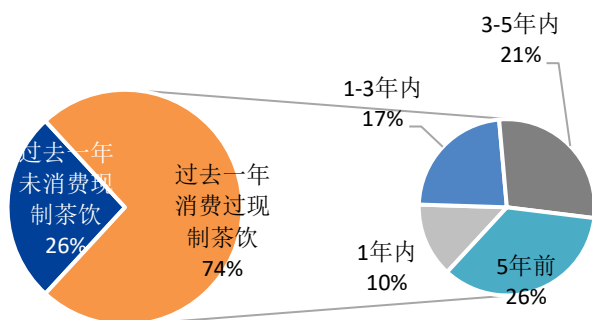


资料来源：灼识咨询，国家统计局，饿了么数据，国盛证券研究所

茶饮多年渗透形成消费习惯，渗透率有望逐步提升。我国街头奶茶于 1990 年兴起，在我国培育了街头茶饮消费的习惯。根据我们的消费者问卷调研，七成以上受访者一年内消费过现制茶饮，而近一半的受访消费者在 3 年前即开始消费现制茶饮，现制茶饮消费已成为部分消费者的消费习惯。同时，3 成消费者在知名品牌发展、门店数量增加的背景下在 3 年内开始消费现制茶饮。而在 26% 未消费过现制茶饮的受访者中，其中近四成

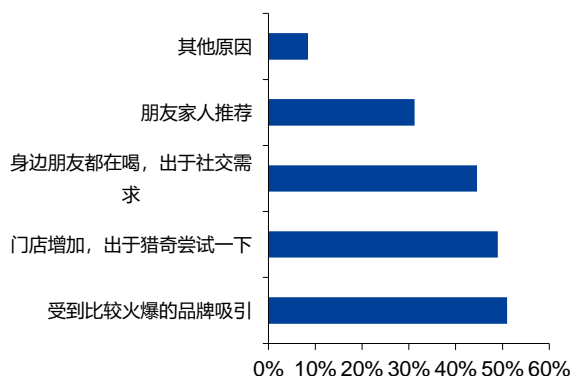
消费者表现出想要尝试现制茶饮的想法，预计行业渗透率有望持续增长。

图表 36: 参与调研的消费者大部分消费过现制茶饮



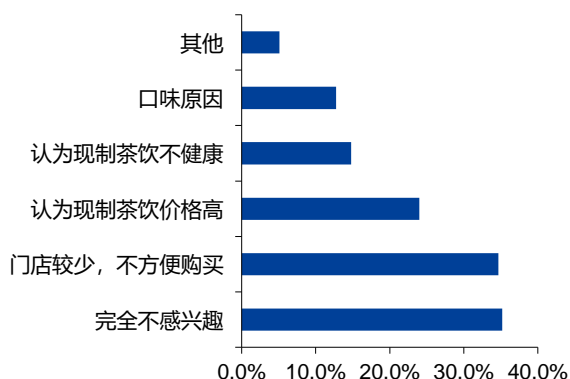
资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 37: 3年内消费人群受到多种因素驱动开始消费现制茶饮



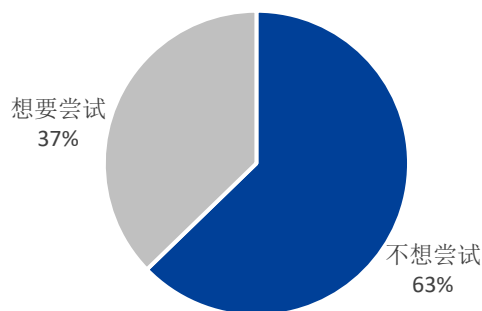
资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

图表 38: 门店成为限制消费者购买的重要因素



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

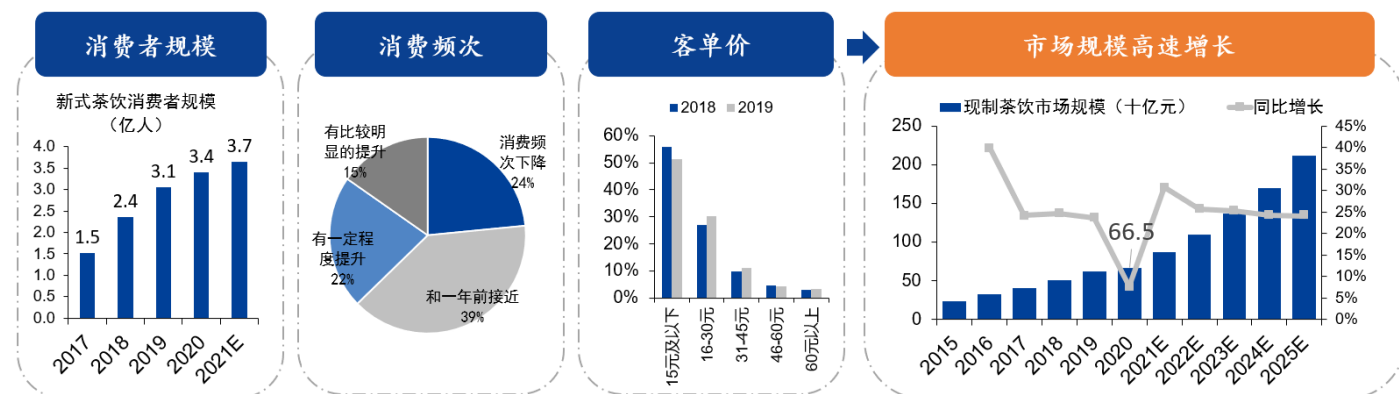
图表 39: 约 37% 消费者表现出想要尝试现制茶饮的需求



资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

优质赛道市场空间广阔，量价齐升下未来五年行业复合增速可达到 **25%以上**。在需求和供给端多因素驱动的背景下，结合调研结果，我们认为现制茶饮消费渗透率未来将不断提升、消费者规模持续增长；同时现存消费者的消费频次有提升趋势，从量增角度驱动行业发展；同时在消费升级背景下，客单价亦有提升趋势，从价增角度驱动行业发展。量价齐升下，行业市场规模广阔，维持高速增长。根据灼识咨询，2020 年通过现制茶饮店销售的现制茶饮市场零售规模达到 665 亿元，2015-2020 年 CAGR 达到 23.5%，预计未来五年复合增速达到 26.0%。

图表 40: 新式茶饮优质赛道, 量价齐升推动行业增长

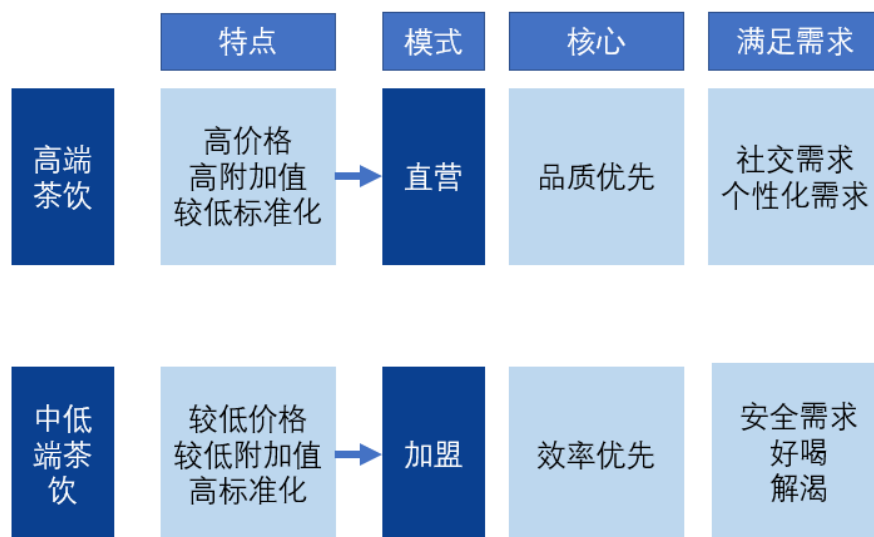


资料来源: 中国餐饮大数据 2020, NCB D《2020 上半年中国茶饮差评大数据分析与研究报告》, 灼识咨询, 国盛证券研究所

5.2. 各价格带均有机会, 优质企业百花齐放

现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化。高端现制茶饮 (平均单价 > 20 元) 由于其较高的价格、较高的附加值以及相对较低的标准化程度, 主要采用直营模式, 致力于打造品牌和品质, 满足消费者的社交和个性化需求。中端现制茶饮 (平均单价介于 10 元至 20 元) 相对于高端现制茶饮价格较低、附加值有限、标准化程度高, 多采用以加盟为主的扩张模式, 部分品牌辅助以直营模式来树立品牌形象 (茶颜悦色由于其对产品质量的严格把控, 采取直营模式)。低端现制茶饮 (平均单价低于 10 元) 采用加盟模式, 以蜜雪冰城为例, 依靠较高的标准化程度实现店铺的迅速扩张和复制, 发展过程中通过对供应链和采购环节的成本把控实现极致性价比。

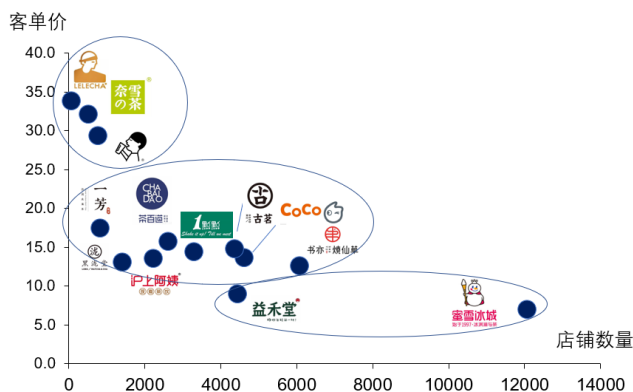
图表 41: 现制茶饮行业由其定位及特征, 其经营模式分化



资料来源: 国盛证券研究所绘制

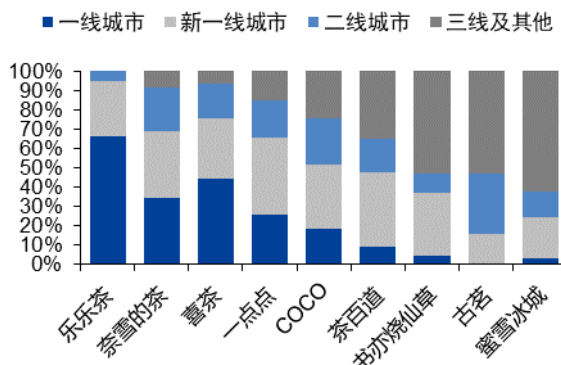
定位及扩张方式不同造成茶饮行业产生明显错位竞争。高端茶饮在直营模式下店铺扩张速度受限，主要高端现制茶饮品牌如喜茶店铺数量不超过 1000 家且门店分布以一线、新一线等高线城市为主。中端现制茶饮采取措施保障产品质量的同时实现快速扩张，代表品牌如 COCO 和一点点门店数量在 3000 家以上，且各城市层级分布均匀。低端现制茶饮以蜜雪冰城为代表，加盟模式+供应链驱动下店铺快速复制，目前门店数量已经达到一万家以上，主要店铺集中在三线及以下城市。各个价格带门店布局及定位人群产生差异，行业呈现错位竞争态势。

图表 42: 现制茶饮以客单价（元）及店铺数量（个）为基准分层明显



资料来源：窄门餐眼，国盛证券研究所

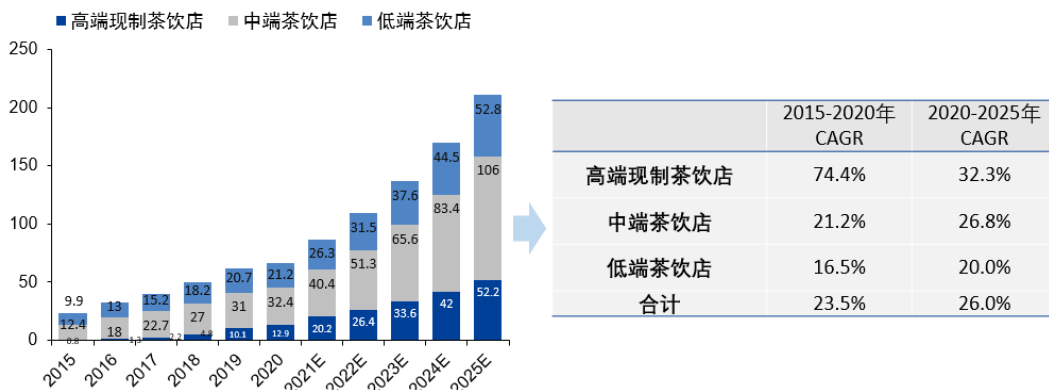
图表 43: 现制茶饮行业不同品牌城市布局分化



资料来源：窄门餐眼，国盛证券研究所

我国消费分层背景下，各价格带均有发展机会，具备孕育优质公司能力。我国消费市场庞大，收入差距、人口年龄等因素导致不同阶层消费升级的能力和速度存在显著差异，形成明显的消费分层现象，根据日本作家三浦展在《第四消费时代》对于消费时代的划分：我国一线城市已从第三消费时代向第四消费时代过度，追求个性化消费；而我国部分三四线及以下城市及乡镇等市场仍处于以家庭消费为主的“第二消费时代”，追求性价比。消费分层现象在现制茶饮上表现明显，高端茶饮所能提供的品牌价值、社交价值等因素驱动行业迅速发展，2015-2020 年行业复合增速高达 74.4%，2020 年零售规模达到 129 亿元；中端茶饮权衡品牌和价格，2020 年市场规模为 324 亿元，预计未来五年 CAGR 达到 26.8%，低端茶饮提供极致性价比选择，各价格带均呈现良好发展态势。

图表 44: 高端、中端、低端茶饮市场在消费分层下市场规模（十亿元）持续扩张，其中高端茶饮增速领先



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

5.3. 各价格带龙头初步形成，疫情加速行业出清，连锁化率有望持续提升

高端格局集中、龙头优势形成。从高端市场格局来看，目前行业较为集中，2020 年前三季度，高端茶饮行业 CR3 达到 47.4%，主要品牌 A 及奈雪的市场份额分别为 25.5%/17.7%，优势明显，我们认为品牌 A、奈雪引领高端茶饮行业发展，产品上爆品效应强、研发能力突出，品牌上持续输入、会员运营体系较为成熟，门店通过多元组合策略实现对于高势能地区的占领、单店模型表现稳健，供应链持续打造，护城河逐步加深，有望持续享受行业发展红利。

图表 45: 高端现制茶饮行业龙头市场份额较为集中

主要品牌	按全部产品零售消费值计的市场份额	门店数目	直营门店数目	覆盖城市数目	现制茶饮产品平均售价 (元)	每单大约平均销售价值 (元)
品牌 A	25.50%	600	600	54	25	40
奈雪的茶	17.70%	420	420	61	27	43
品牌 B	4.40%	194	194	21	20	35
品牌 C	3.80%	58	58	12	22	40
品牌 D	3.50%	170	85	54	21	29

资料来源：奈雪的茶招股说明书，国盛证券研究所

中低端百花齐放、龙头空间广阔。根据奈雪的茶招股说明书，截至 2020Q3，我国约有 34 万家现制茶饮店，平均售价 13 元，其中约有 3200 家高端现制茶饮店。推算中低端茶饮店铺数量为 33.68 万家，由此计算中低端茶饮以门店计的市场集中度较低，行业 CR3 约为 6.8%，CR5 约为 9.4%，CR10 约为 12.5%。各腰部品牌通过特色产品（书亦烧仙草以烧仙草打开市场，7 分甜以芒果、杨枝甘露为切入口）、营销、资本推动等因素于行业中占据一席之地。未来伴随消费者对于食品安全、产品多样化等诉求不断增强，连锁加盟品牌凭借突出的品牌力&产品力基础、强大的供应链支持，有望实现对目前现存较多杂牌奶茶店的赋能与替代，持续进行全国化复制加密和覆盖。

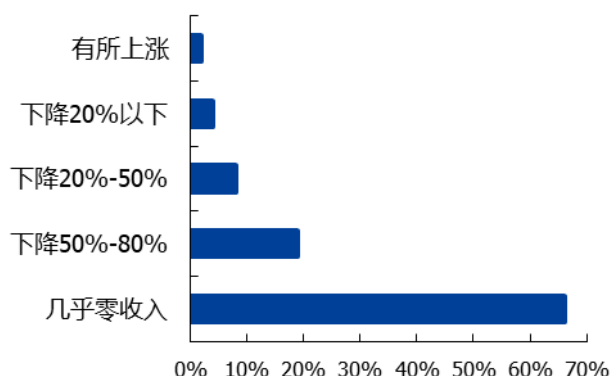
图表 46: 以店铺数量估算，中低端茶饮集中度较低，拓店空间广阔

主要品牌	主要区域	店铺数量	店铺数量市占率	CRn
蜜雪冰城	全国布局	12061	3.6%	CR3 约为 6.8%
书亦烧仙草	华中、西南为主	6066	1.8%	
COCO	全国布局	4617	1.4%	
益禾堂	华南为主	4446	1.3%	CR5 约为 9.4%
古茗	华东为主	4361	1.3%	
一点点	全国布局	3288	1.0%	
茶百道	华东、西南为主	2609	0.8%	CR10 约为 12.5%
沪上阿姨	华北、华东为主	2208	0.7%	
黑泷堂	浙江为主	1399	0.4%	
快乐柠檬	上海为主	994	0.3%	
总计	-	336800	-	

资料来源：灼识咨询，窄门餐眼，国盛证券研究所

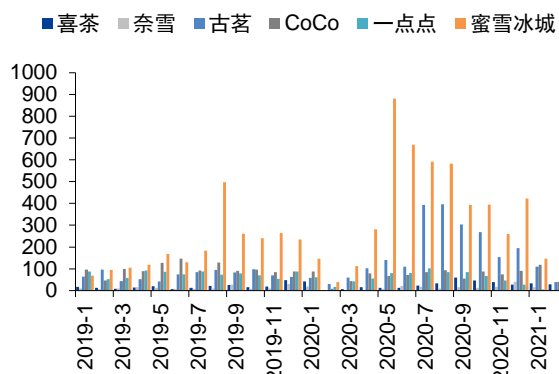
疫情加速杂牌出清，预计行业连锁化率有望持续提升。根据咖门数据显示，2020年疫情期间我国茶饮门店收入均大幅下滑，其中几乎零收入的门店占比达到60%以上。茶饮行业进入门槛较低、中低端竞争激烈并且同质化严重，大部分品牌面临较大的生存压力。在疫情影响下，以个人经营为主的非连锁化品牌面临明显冲击；相对比之下，头部连锁化现制茶饮在疫情后受益于消费者对于茶饮的依赖性消费，在品牌效应支撑下逆势展店，强者恒强，长期助力我国茶饮连锁化率提升。

图表 47: 疫情期间茶饮门店营收较去年同期大幅下滑



资料来源：咖门，国盛证券研究所 注：疫情指 2020.1.25-2020.2.9

图表 48: 疫情后连锁茶饮品牌加速展店（门店数量）



资料来源：窄门餐眼，国盛证券研究所

6. 投资建议

疫情后消费有所复苏，线上渗透率持续提升，线下渠道既面对竞争环境变化、也存在集中度增加机遇，龙头图变。零售行业二季度仍然维持低配，建议关注：1）短期数据可能转好、长期具备改善可能的超市板块龙头永辉超市、家家悦、红旗连锁；2）对标海外、有望成为高市占率连锁的母婴板块龙头孩子王、爱婴室；3）享受跨境出海红利，树立品牌标杆的优质出海企业安克创新、星徽精密、吉宏股份；4）茶饮板块或将挂牌明星企业喜茶、奈雪的茶、蜜雪冰城等。

7. 风险提示

- 1) 消费需求整体疲软。渠道端反馈，受疫情影响，国内消费力有所下滑，若消费者大幅缩减消费额度，可能影响板块公司业绩。
- 2) 行业竞争加剧。线上巨头入局零售多个子行业，对线下零售龙头造成打击，若行业竞争严重加剧，可能导致线下龙头业绩不及预期。
- 3) 上市公司营销、创新、展店投入明显增大。龙头线上转型、品类及渠道拓展均需要投入，若投入明显增大且投资回报率不及预期，可能造成不利影响。
- 4) 疫情再次小规模爆发。近月仍有疫情区域性复发现象，并影响当地企业经营；若疫情再次小规模爆发，可能影响消费回暖。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
