

从流量到留量，追求高质量增长

2022年零售电商行业投资策略

证券分析师：赵令伊 A0230518100003

研究支持：张玲玉 A0230120050001

联系人：张玲玉 A0230120050001

2021.12.17



共同富裕新时代
A New Era of Common Prosperity

申万宏源 · 2022投资中国战略年会

Shenwan Hongyuan · 2022 China Investment Strategy Conference

- **监管步入新常态，宏观消费触底弱复苏。**2021年，反垄断和数据安全法规相继出台进一步规范互联网行业发展，监管步入新常态，未来互联互通打开流量壁垒，行业将迎来多元化健康发展时代。宏观消费触底弱复苏，2021年11月社零总额41,043亿元，同比增长3.9%。实物商品网上零售额保持高增速，线上渗透率保持稳定。可选消费结构性分化，黄金珠宝等部分品类表现亮眼。
- **电商平台流量争夺转为精细化运营，社区电商注重降本增效。**面对流量红利见顶，下沉市场依托广阔空间成为新增长引擎，Z时代引领消费浪潮推动消费互联网变革，优质新消费品牌随之诞生。兴趣电商利用差异化场景优势巩固新流量入口地位，从分流增量深入平台电商腹地展开存量博弈。社区电商迈入阶段调整期，中小平台加速出清，复杂多变市场环境对履约和供应链提出更高要求，同时行业迎来政策拐点，乡村振兴成为新机遇。监管新常态下，流量竞争将回归履约效率比拼。
- **线下零售回暖，黄金珠宝景气向上，超市转型提效，百货估值探底。**实体零售方面，黄金珠宝长期将受益于下沉市场消费升级以及热衷国潮元素的Z世代新消费群体崛起，行业景气上行；龙头超市加大数字化投入，巩固生鲜供应链壁垒，改善供应链效率，积极布局仓储会员店等新业态改善经营效率；百货目前板块估值处于历史中枢低位，龙头公司自有物业丰厚，安全边际较高，新业态多业务协同创造新增长曲线。
- **风险提示：**宏观经济下行；行业竞争加剧；市场监管趋严；新业务投资不及预期

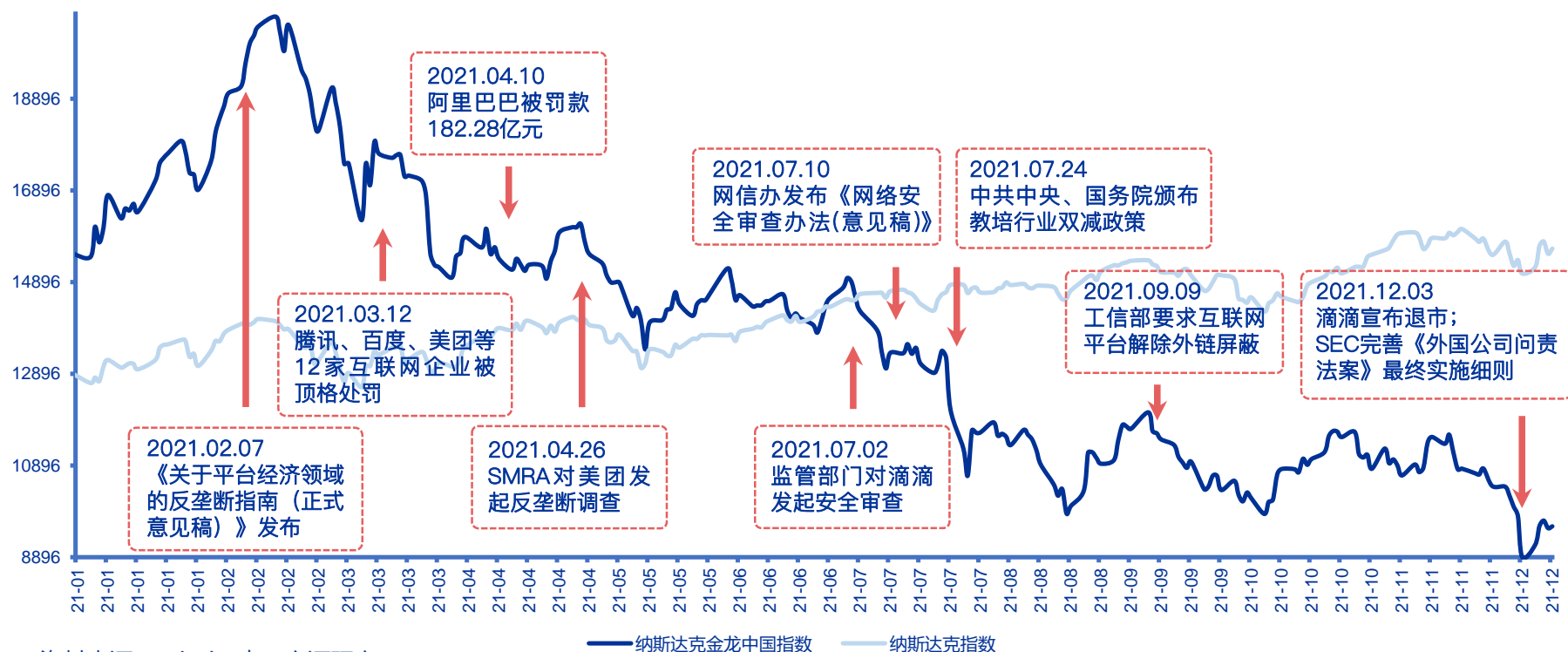
主要内容

1. 行业复盘和展望
2. 电商：兴趣电商争夺流量，社区电商降本增效
3. 零售：黄金珠宝景气向上，超市转型提效，百货估值探底
4. 投资分析意见

1.1 中概：监管进入新常态

- 自2021年2月以来，互联网行业竞争加剧，监管趋严。其中中概互联网指数（纳斯达克金龙中国指数）从2月16日最高20893点跌至12月6日8682点，跌幅高达58.45%，截至2021年12月10日，全年跌幅达38.06%，跑输纳斯达克指数（涨幅23.09%）。监管新常态下，公平竞争市场秩序得到维护，市场活力充分激发，未来互联互通打开流量壁垒，行业迎来多元化健康发展。

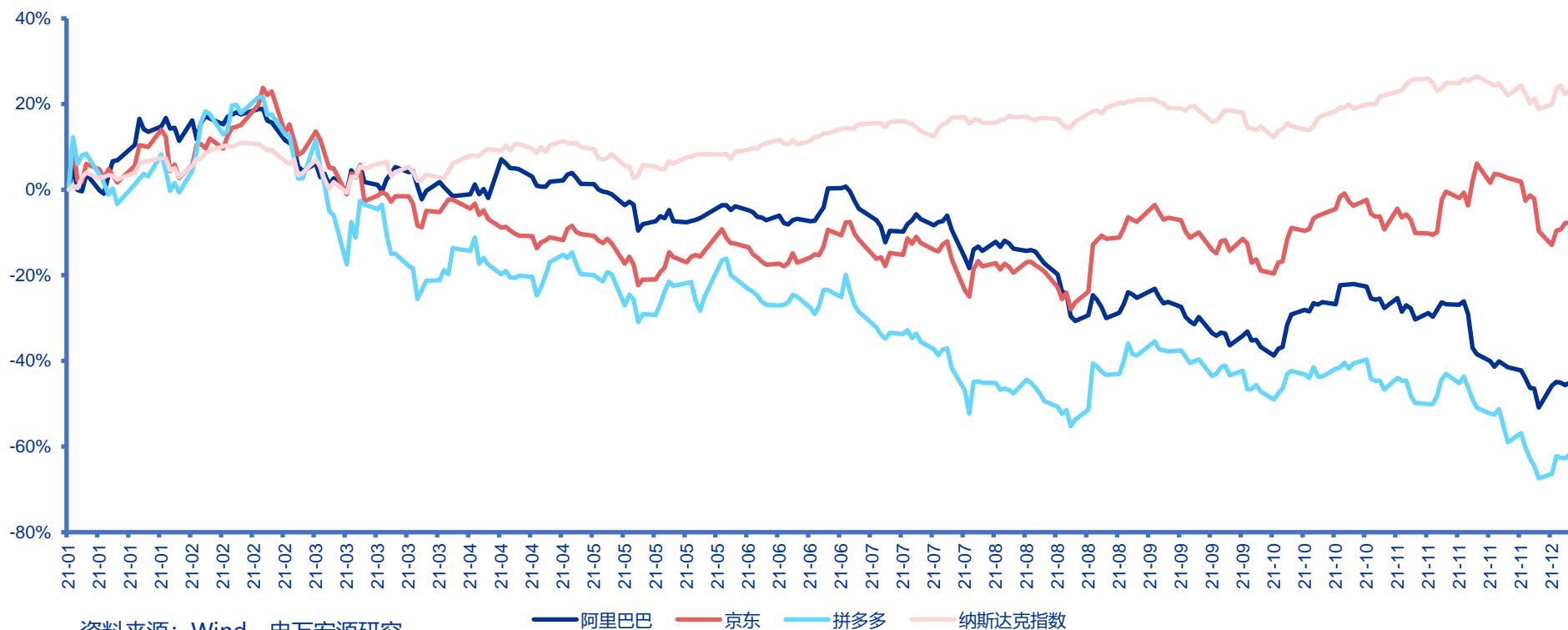
图 1：2021年互联网中概股表现



1.2 电商：消费承压，行业竞争加剧

- **2021年电商巨头面临反垄断监管、宏观消费复苏缓慢以及行业竞争加剧等多方面影响，业绩增速放缓。**进入三季度，京东受益于完善供应链和物流基础设施以及不断开放完善平台生态展现经营韧性，阿里新业务成为业绩新增长点，拼多多从重营销转向重研发，旨在提高经营效率。截至2021年12月10日，阿里巴巴、京东和拼多多股价全年跌幅分别为45.11%、7.67%和61.85%。

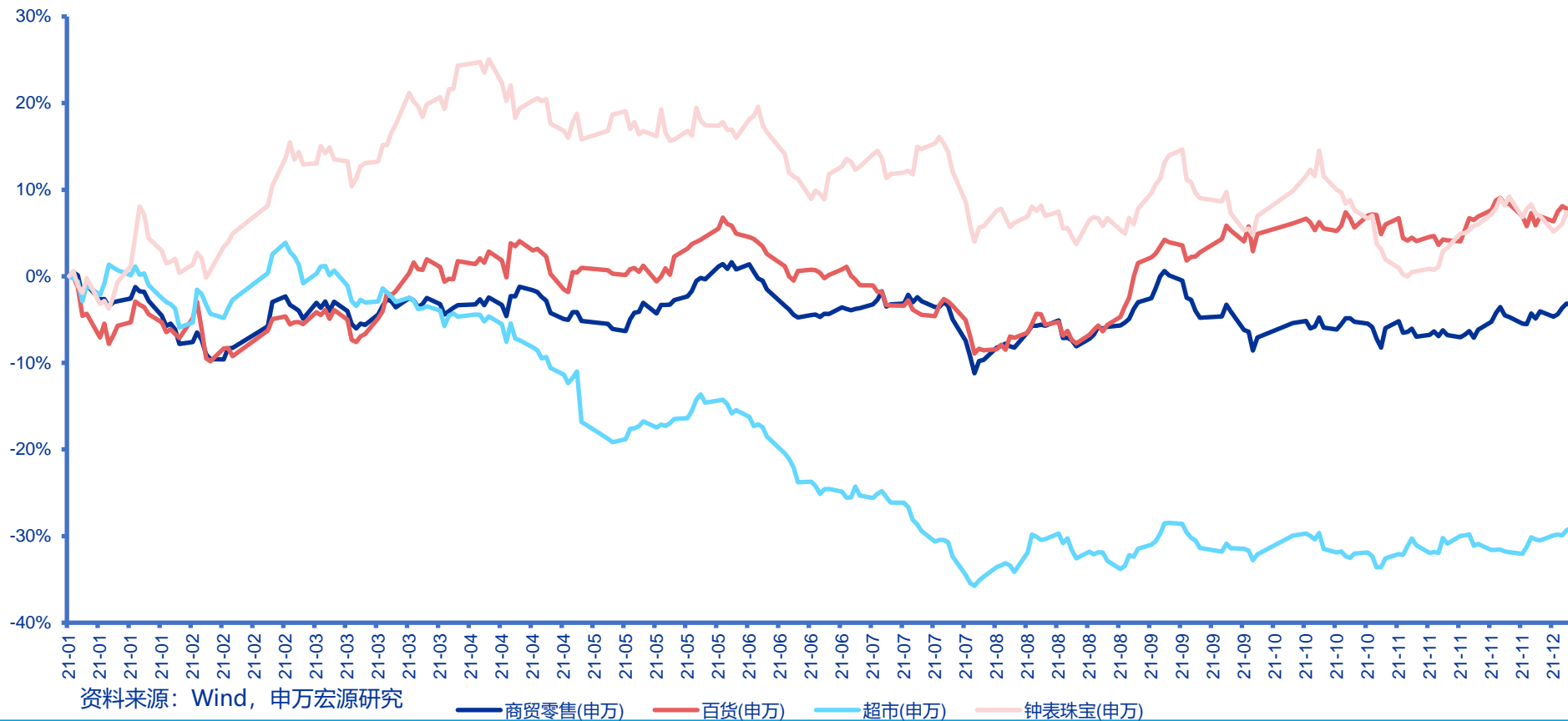
图 2：2021年电商股价表现



1.3 零售：珠宝强劲，百货复苏，超市疲软

- 零售指数全年低位震荡，钟表珠宝表现强劲，百货复苏，超市疲软。截至2021年12月10日，商贸零售指数全年下跌3.21%，钟表珠宝指数涨幅达7.24%，百货指数涨幅达6.78%，超市指数跌幅达29.09%。

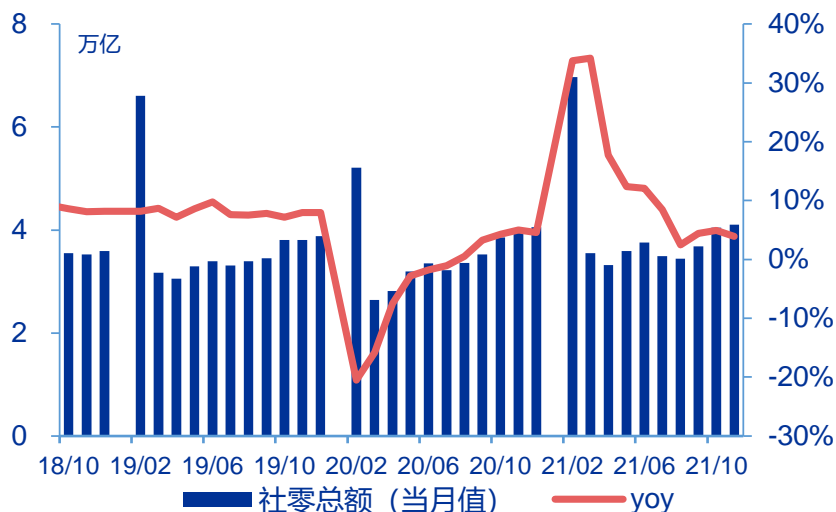
图 3：2021年零售相关指数表现分化



1.4 11月社零总额同比增长3.9%，消费市场触底弱复苏

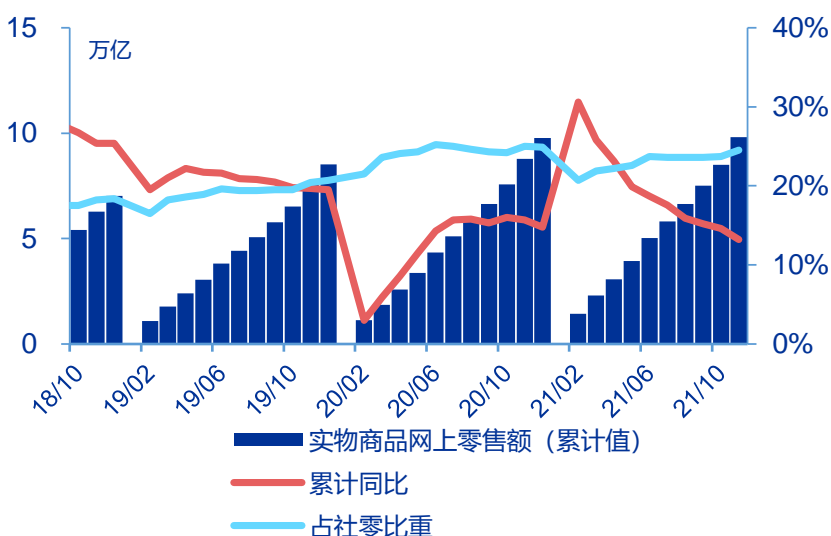
- **2021年11月社会消费品零售总额41,043亿元，同比增长3.9%。**比2019年11月份增长9.0%，两年平均增速为4.4%。1-11月消费呈复苏态势，主要指标同比增速略有提升，社会消费品零售总额399,554亿元，同比增长13.7%。
- **实物商品网上零售保持较高增速，占比社零总额份额维持稳定。**1-11月全国网上零售额118,749亿元，同比增长15.4%；实物商品网上零售额98,056亿元，增长13.2%。实物商品网上零售额占社零比重24.5%，较2021年10月上升0.8pct，较上年同期下降0.5pct。

图 4：2021年11月社零总额同比提高3.9%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 5：1-11月实物商品网上零售额增长13.2%

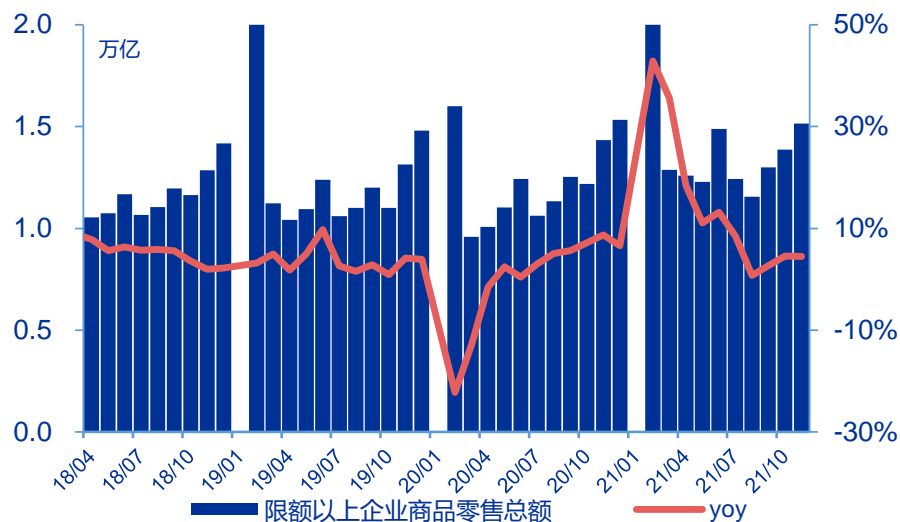


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.5 消费结构性分化，部分品类表现亮眼

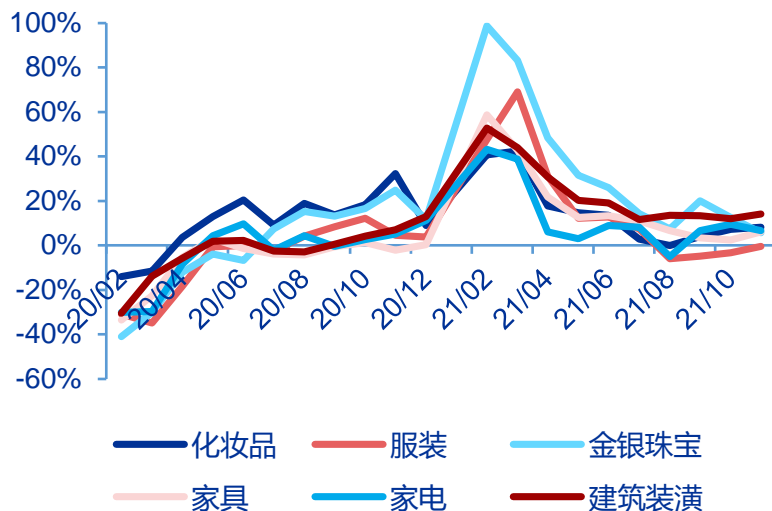
- **必选消费品增速平稳，可选消费品增速乏力。**2021年11月限额以上商品零售总额15,151亿元，同比提高4.5%，增幅环比减少0.1pct。其中，必选消费品零售总额4,397亿元，同比增长10%，可选消费品零售总额10,010亿元，同比增长4%。
- **可选消费品存在结构性机会，黄金珠宝品类保持高增速。**2021年11月可选消费品（除汽车和石油以外）中，黄金珠宝同比增速5.7%，延续自疫情防控常态化后生活回归正常、社会经济复苏以来保持的高增速。

图 6：11月限额以上商品零售总额同比增长4.5%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 7：可选消费品中黄金珠宝品类增速优于其他品类

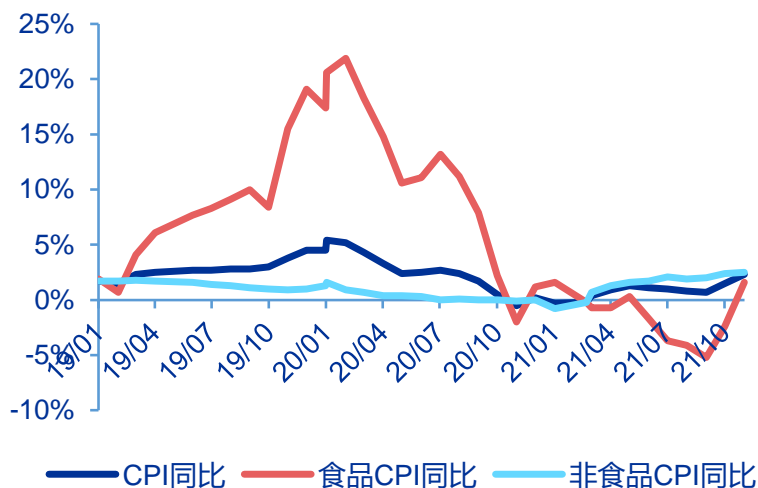


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.6 鲜菜涨价推动CPI上行，11月同比上涨2.3%

- **2021年11全国CPI同比上涨2.3%**，其中食品价格上涨1.6%，非食品价格上涨2.5%；消费品价格上涨2.9%，服务价格上涨1.5%。1—11月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.9%。
- **CPI上涨受鲜菜价格推动**。11月CPI上涨首先受到20年低基数影响，此外也受本月新涨价影响。具体看，食品价格同比由上月下降2.4%转为上涨1.6%，食品中鲜菜价格上涨30.6%，涨幅比上月扩大14.7pct。

图 8：11月CPI同比上涨2.3%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 9：11月CPI上涨受鲜菜推动



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

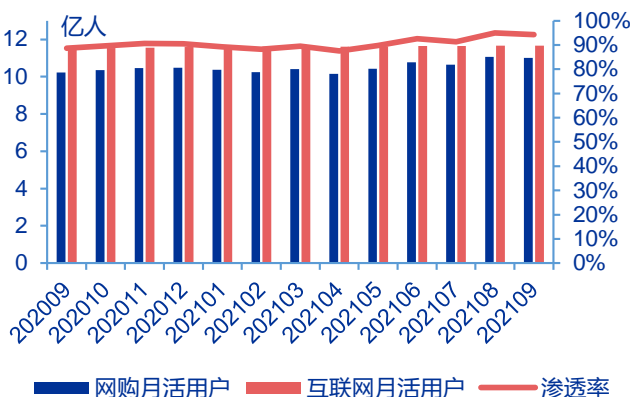
主要内容

1. 行业复盘和展望
2. 电商：兴趣电商争夺流量，社区电商降本增效
3. 零售：黄金珠宝景气向上，超市转型提效，百货估值探底
4. 投资分析意见

2.1 下沉市场空间广阔，Z世代引领行业发展

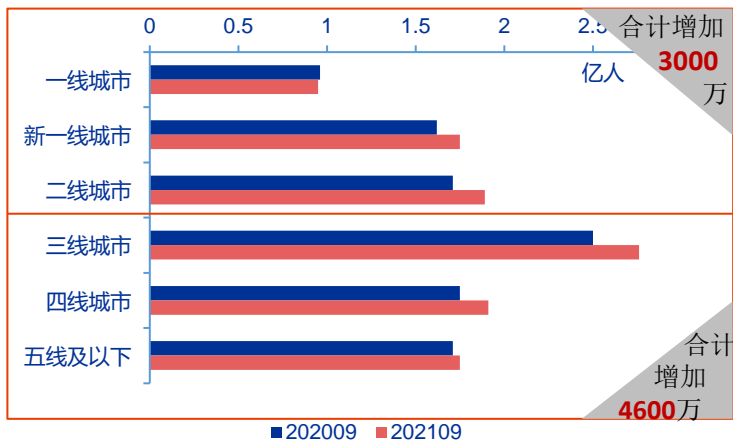
- **流量见顶但机会来自下沉市场。**根据Questmobile数据，21Q3末移动互联网月活跃用户数达11.67亿人，电商月活跃用户数达11.01亿人，渗透率高达94%，电商行业流量红利见顶。但从地域分布看，下沉市场（三线及以下城市）电商活跃用户数占比同比提高0.16pct到58.31%，电商用户一年内新增长约0.76亿人，其中来自下沉市场用户数量为0.46亿人，占比高达61%。
- **Z世代是移动互联网的新兴市场。**MobTech数据显示，Z世代和银发族的移动互联网网民数量占比在21Q2分别同比提升1.4pct和2pct，成为移动互联网的蓝海市场。随着可支配收入提高和线上渗透率提升，未来Z世代将不断推动新互联网发展浪潮，为电商行业贡献更多增量。

图 10：电商流量红利见顶



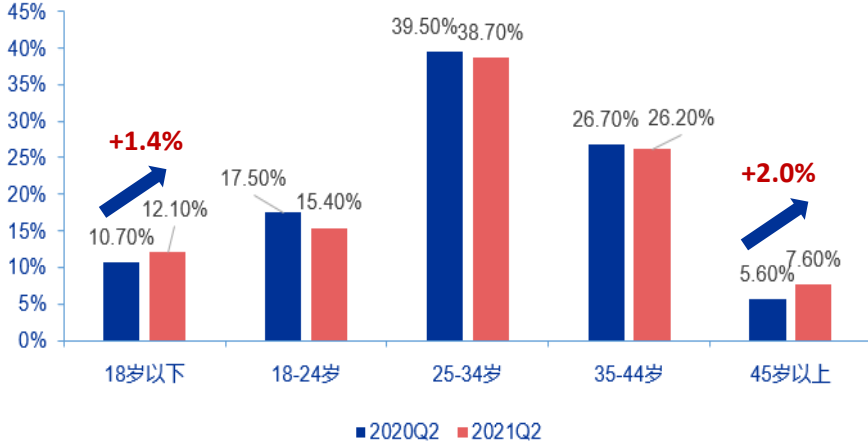
资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 11：下沉市场移动互联网用户规模增长显著



资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

图 12：Z世代和银发族是移动互联网的新兴市场

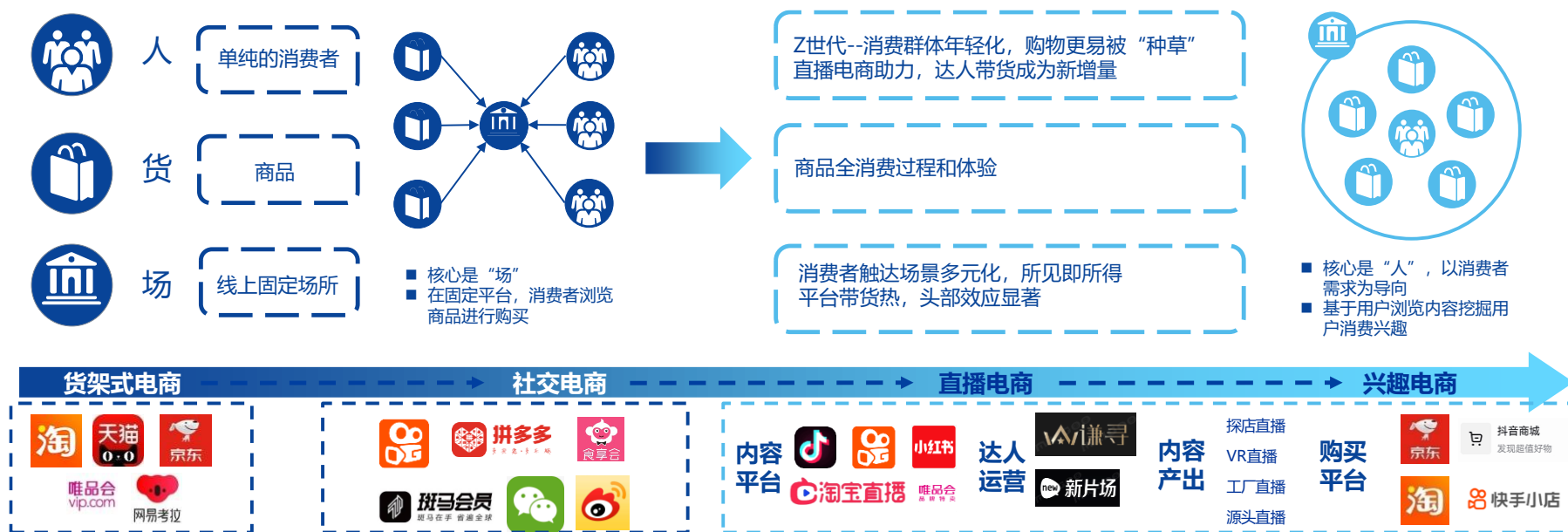


资料来源：MobTech，申万宏源研究

2.2 电商行业演进：从货架电商到兴趣电商

- **从传统货架电商到兴趣电商，网购有料又有趣。** 中国互联网电商行业发展迄今20余年，自2010年起发展迅猛，2020年全国网上零售总额达11.8万亿元，实物商品网上零售额占比达24.9%。从传统货架式发展到如今以短视频、直播等为载体的兴趣电商，从以“场”为中心到以“人”为中心，从“人找货”到“货找人”，推荐算法的精准度在不断提升，消费网购体验在不断优化，基于用户浏览内容挖掘用户消费需求的兴趣电商已成为电商行业发展新趋势。

图 13：电商行业发展历程图

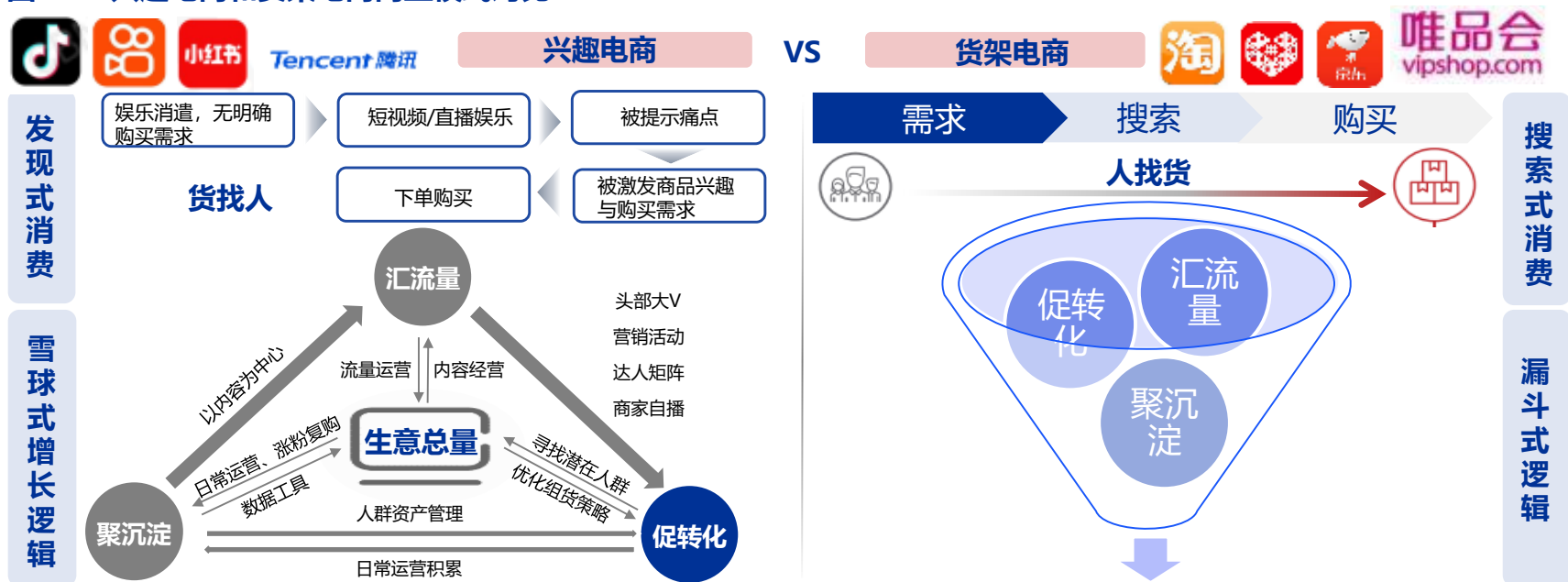


资料来源：申万宏源研究；注：配图来自公司官网

2.3 兴趣电商发现需求，提高人货匹配效率

- 货架电商搜索式消费的逻辑是AIPL (Awareness-Interest-Purchase-Loyalty)，即“认识-兴趣-购买-忠诚”。首先商家通过广告等方式推介，使用户被动触达新品牌，其次激发用户兴趣，促使客户下单，最后建立品牌忠诚度。
- 兴趣电商发现式消费的典型消费路径是“兴趣-需求-购买”。首先通过内容推荐识别用户兴趣，再基于用户对商品内容的持续关注，激发商品使用期待和情感共鸣，从而创造消费新动机，带来新生意增量，最后促成流量的转化与沉淀。

图 14：兴趣电商和货架电商商业模式对比



2.4 格局：兴趣电商迅猛发展，行业竞争加剧

- **兴趣电商兴起，内容平台入局行业竞争加剧。**直播、短视频平台抖音和快手均自2018年起开始布局电商业务，到2020年，其GMV增速分别达到300%和539.5%，DAU增速均达到50%，在行业整体增速放缓的大背景下成绩可观。按折算后GMV估算，抖音、快手的行业GMV占比已达到4.4%，预计经过规范化运营后，会有进一步的增长，形成一超（阿里）多强的激烈竞争格局。
- **各平台业务及用户相互渗透，重叠度高，提高增长质量或成为取胜关键。**根据网经社数据，2020年，淘宝（天猫）、京东、拼多多三家平台用户重叠率超过30%，且各自的平台独占率不到15%。截至2020年，抖音日活跃用户数已达6亿，合理估计其与其他电商平台用户有较高的重叠。在“电商平台内容化、内容平台电商化”的大背景下，各平台互相侵占“核心业务及用户”，欲在激烈竞争中取胜，除提高优势领域渗透率和增强规模效应外，高质量增长、用户体验提升和营销路径的扁平化或成为更强的行业竞争力。

表 1：2020年行业主流玩家经营数据






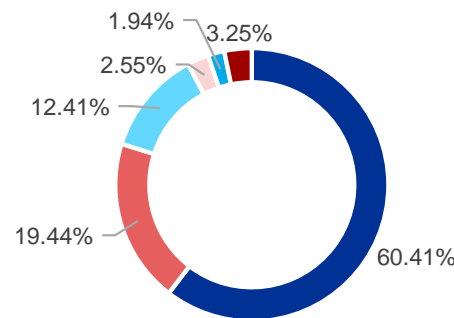
公司	GMV		AAU/DAU		ARPU	
	当期值	YoY	当期值	YoY	当期值	YoY
	81190亿元	14%	11.3亿人	45%	9200元	-8%
	26125亿元	25%	4.72亿人	30%	5559元	-4%
	16676亿元	66%	7.89亿人	35%	2115元	23%
	5000亿元	300%+	6亿人	50%	833元	167%
	3812亿元	540%	2.65亿人	50%	1438元	324%

图 15：行业内主流玩家按退货率折算后的GMV占比情况



■ 阿里 ■ 京东 ■ 拼多多 ■ 抖音 ■ 快手 ■ 其他

资料来源：公司公告，2019、2020抖音数据报告；除阿里巴巴为2021财年数据，其他均为2020财年数据；抖音、快手为DAU数据；ARPU计算方法：GMV/AAU或DAU

资料来源：公司公告，退货率依据36氪《2020年中国直播电商行业研究报告》中数据计算，阿里、京东、拼多多的退货率为10%-15%，快手、抖音的综合退货率为30%-50%。

2.5 主流社交内容平台大力发展电商业务

表2：主流社交平台电商布局对比分析

	微博	微信	小红书	抖音	快手	哔哩哔哩
定义	 粉丝经济电商	 开放式社交电商	 种草经济电商	 兴趣电商生态	 信任电商生态	 专业推荐电商
电商逻辑	以流量赋能，对流量进行实时监控，将电商化内容进行智能化、合理化分配； 明星、网红、话题/事件/热点营销等玩法和营销工具，结合平台粉丝经济玩法，推动电商业务发展，实现品效合一	庞大的用户基础，具备发展电商的“土壤”； 平台以开放的态度，为商家提供服务，包括账户体系、支付、广告、工具等，不断扩大和完善电商生态	通过海量真实测评内容，紧跟时下流行趋势和热点，成为影响用户购买决策的“购物攻略”社交平台； 社区+电商业务，形成特有的B2K2C模式，链接品牌、KOC、消费者，形成闭环链路	通过兴趣推荐技术，将创作者生产的具备人设化的商品种草内容与潜在海量兴趣用户连接起来，激发用户潜在购物兴趣，实现内容与购物场景相融合； 提出FACT经营矩阵模型，助力商家实现雪球式增长	创作者依靠人设的塑造以及持续优质的内容产出，与用户建立强信任关系，积累大量私域流量，并大幅提升单位时间内的电商转化率； 提出STEPS经营矩阵模型，助力商家在快手建立品牌私域流量池，提升复购	基于平台内容IP影响力和号召力，吸引用户在平台上购买正品； 电商布局速度较慢，根据平台用户需求开展部分电商业务
电商布局	2020年3月推出微博小店；推出电商号扶持政策 目前已和淘宝、京东、天猫、拼多多、有赞等电商平台达成合作	推出微信小程序、企业微信、微信小商店、微信群小店、微信视频号等产品； 为第三方电商平台、自有品牌商家、SaaS服务商等提供更多工具和服务	发力直播电商，已打通淘宝； 合作笔记可添加商品链接，直接跳转天猫旗舰店	成立电商事业部，重点发力抖音小店，抖音直播间禁止跳转第三方平台链接； 与苏宁易购、京东达成战略合作，全量商品接入抖音小店	成立快手电商总部，上线小店通，商家论坛与电商学院，快手好物联盟等； 与京东零售达成战略合作，联合推出“双百亿补贴”	与阿里巴巴电商体系有更深度合作； 推出平台内置的会员购商城； 全量开放视频挂链接，内测直播间挂链接
电商特点	85、90、95后用户网购兴趣较高，四线及以下用户占39.5%；服饰、日用品、彩妆、食品饮料是用户常购品类，90后女性偏爱奢侈品； 年轻女性更爱明星同款，用户对网红推荐商品的接受度超54%	微信小程序用户付费意愿比例高于微信整体； 视频号直播带货主要品类包括美食饮品、日用百货等与生活密切相关的产品，美食饮品占比13.33%，日用百货占比11.75%	一二线年轻女性用户占比高，购买意愿和消费力强，人群价值高； 美妆、珠宝配饰、母婴用品等高客单、垂类产品更受用户偏爱	新品引爆场，成为越来越多商家新品首发主要阵地； 品牌商家抢夺流量新阵地；新锐品牌新沃土；产业带爆发新机会	90、00后用户占比51.5%，粉丝粘性极强，84%用户表示愿意接受达人推荐的商品； 用户购物需求为非确定性，更适合非标品类	Z世代用户为主，愿意为兴趣付费； 前五大广告主行业为游戏、数码3C、食品饮料、电商及美妆护肤

资料来源：果集数据，申万宏源研究。

2.6 分化、调整、收缩，社区电商迈入新常态

- **分化、调整、收缩，社区电商迈入新常态，更注重经营质量。**各社区电商平台通过调整收缩降本增效，其中美团优选通过增强区域采购、物流自主决策权，升级仓配履约模型缩短物流链路以增强毛利水平。多多买菜在选品端引入全国统采，增强主站赋能，增加采购议价权，在日常经营管理中优化团点，调整兼并省区。阿里三季度发力社区电商，整合盒马集市和零售通为淘菜菜，在局部地区占优实现日单量迅速上涨；京喜主动战略聚焦10个省份，优化供应链效率和成本结构。根据财报，21Q3美团新业务实现营收137亿元，同比增长67%，经营亏损109亿元；京东新业务实现收入60亿元，同比增长33%，经营亏损21亿元，环比减亏明显（21Q2经营亏损30亿元）。

表 3：社区电商头部化趋势明显

平台	美团优选	多多买菜	淘菜菜	京喜拼拼	兴盛优选
					
覆盖城市	300+地级市	300+地级市	195地级市	102地级市	179地级市
2021年最新目标	GMV1500亿	GMV1500亿； 60%区域日单量超美团	年内开通20+省； 日均件数4000万+； 日均GMV3.5亿元	战略聚焦10省份	GMV800亿； 日均单量3000万
SKU	1500+	1500+	1500+	1000+	1200+(湖南2500+)
日单量	4400万+(2021.10)	4300万+(2021.10)	1170万(2021.11)	860万(2021.10)	1450万(2021.10)
优势区域	华东地区具有优势，江苏、湖北、广东等区域发展较好	华南地区发展较好，广东、江西、浙江、山西区域优势	首站武汉，一线城市发展情况较好，湖南湖北省占率较高	河南、京津冀地区渗透率较高	湖南地区明显占优
团长佣金	分为基础佣金和奖励，综合佣金率7-8%	综合实际佣金率4-5%左右	佣金率超10%，根据商品浮动	佣金率约10%，根据商品浮动	大小团长梯度佣金制度，佣金比例在5-12%浮动，平均约10%
仓储物流	物流建设投入力度大，目前网格仓数量行业首位，计划25亿投入冷链和自动化	集中小仓资源、本地化网格仓建设	深耕少数城市物流建设，冷链供应能力强	依靠京东物流，体系较为完备	湖南本土物流建设完备，履约成本低，新开城市物流成本无明显优势

2.7 社区电商：UE模型迭代优化，行业发展趋于理性

- **各平台UE**：平台补贴下降，履约成本相对固定，团队费用略有上升，运营逐渐向盈亏平衡发展，行业发展趋于理性，烧钱热度冷却。
- **8月以来件单价提升**：主因生鲜价格提升、产品规格提升、整件销售占比上升、品牌商品及高单价产品的增加。
- **监管趋严，平台很难在短期内快速扩张**。淘菜菜、京喜拼拼目前着力完善现有模式，未来有望高效扩张；预计将进入中高端市场，与现有社区电商主要客群形成互补。
- **未来平台要继续发展单量，着力点在于：扩大消费群体、创造热度**。春节前一个月起，社区电商大量下沉之后，农村年货市场非常广阔，农村年货很多，看好春节前一个月美团、多多达到6000万单日单量。

表 4：社区电商UE模型及优化方向

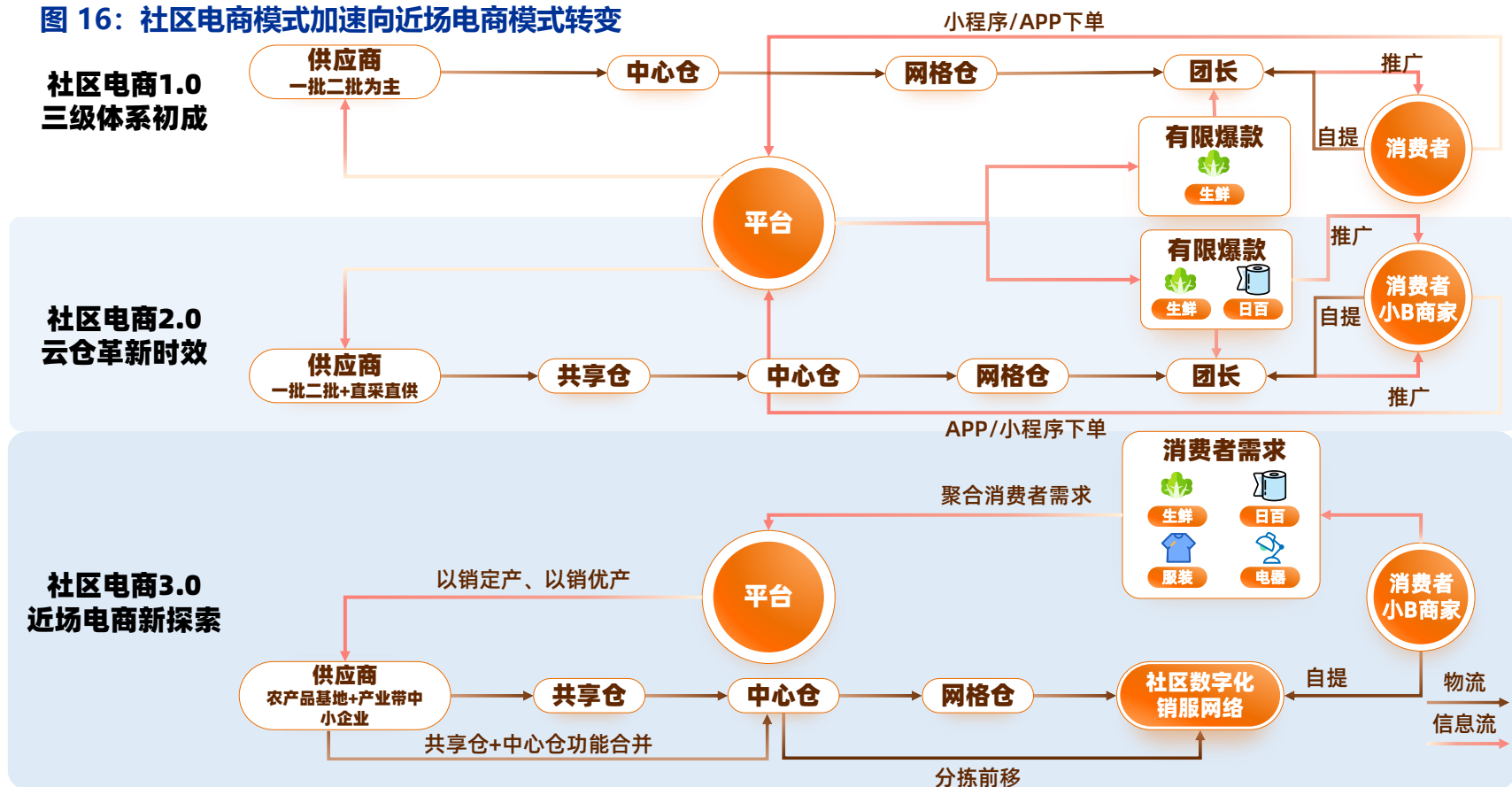
项目		金额 (元/件)	GMV占比 (%)	说明	优化方向
件单价		10.0	-	-	丰富商品SKU
采购成本		8.0	80%	-	
毛利润		2.0	20%	-	提升产地直采比例、优化品类结构，竞争格局改善带来平台规模效应
商品补贴		1.0	10%	-	政策监管带来补贴下降，用户心智建立提高自然复购率
团长佣金		0.7	7%	-	团长集中度提升，平台引流，团长仅作为自提点执行履约功能
商品损耗率		0.2	2%	-	冷链运输完善
中心仓	租金	0.8	8.3%	面积 (2万平方米) ×月租金 (25元/平方米/月) ÷日出出货量 (30万件) ÷2	竞争格局改善带来规模效应
	分拣	0.1	1.1%	假设分拣员工人数为2000件/人/天，工资为6000元每月。	自动化设备提高分拣效率
	配送	0.2	2.1%	配送费/件=司机数量 (50人) *月工资 (9000元) ÷30 (天) ÷ (500个团×25单/团×3件/单)	排线能力提高、运输满载率提升
	其他	0.1	0.7%	包装、水电费等	-
中心仓费用小计		0.5	4.6%	-	-
网格仓	团点费	0.5	4.5%	团点费按3元/团点发放	团点密度提高、团点奖励有降低趋势
	件分成	0.1	1.17%	单分成为0.35元/单，平均每单3件商品	订单规模增大、加盟管理能力增强、鼓励网格仓与所覆盖团点融合发展
网格仓费用小计		0.6	5.67%	-	-
履约成本		2.7	10.27%	履约成本=中心仓费用+网格仓费用	-
营业利润		-0.7	-9.27%	营业利润=进销毛利-费用合计	-

资料来源：开曼400，晚点Latepost，申万宏源研究

2.8 社区电商履约升级，探索近场电商新机遇

- **近场电商模式新探索，履约时效实质革新。**目前社区电商三级仓（共享仓+中心仓+网格仓）模式日臻成熟，社区电商正向近场电商模式转变。新模式下，社区小店组成的社区数字化销服网络将逐步替代团长，SKU将从有限爆款到覆盖生鲜、日百、服饰和3C电器等全部社区用户高频需求，平台通过以销定采、以销优产减轻损耗，降本增效。

图 16：社区电商模式加速向近场电商模式转变



2.9 社区电商迎政策拐点，鼓励支持商业创新

- **精准化产品，数字化便民。** 12月7日，人民日报以专门文章形式，详细报道了阿里巴巴旗下社区电商平台淘菜菜让新鲜农产品搭上互联网快车的独特模式。淘菜菜为代表的新兴社区电商平台能够实时连接农户、农产品和消费者的信息需求与产销诉求，这让高效、精准的农业供应链应运而生，为解决农产品损耗问题提供了新的解决方案。
- **社区团购创新商业模式，加快生鲜品类互联网化。** 12月9日，中央电视台《新闻联播》以重庆城口县真实场景为例，肯定社区团购模式给下沉市场农村消费者带来实际红利。我们认为下沉村镇市场的互联网加速渗透是中长期发展趋势，城乡一体化国民待遇享受现代科技的红利也是国家乡村振兴政策指导方向，而互联网平台布局社区电商模式提高生鲜品类线上渗透率。

表 5: 零售渠道商业模式对比

代表公司		传统渠道零售	互联网零售		
		传统商超	即时零售	社区电商	传统电商
		 	  	  	  
		大型超市（沃尔玛、大润发等）	叮咚买菜、每日优鲜等	美团优选、多多买菜等	淘宝、京东、拼多多等
信息流	商品来源	厂商及分销商	80%源头直采*	销地一批为主（以销定采）	厂商
	SKU数量	约30000	4000+	1000-2000	千万级
	从产地到终端加价率	90%	20-30%	17-20%	30-40%
物流履约	履约流程	产地—多级分销商—门店—消费者	产地—区域处理中心—前置仓—消费者	产地—销地—批—中心仓—网格仓—团长—消费者	产地—仓库—快递点—消费者
	商品总周转天数	60天	10天（前置仓<4天）	1天	33天（京东）
	取货模式	门店自提	前置仓+到家、平台配送到家	团长点自提	快递配送、自提
	末端消费者履约速度	-	半小时达	次日达	1-3天以上
	选址要求	居民密集区	居民点周边3公里	居民附近设置多个团点	-
资金流	资金周转时间	60-70天	70天	小于3天	7天

资料来源：每日优鲜招股书，Wind，36氪，申万宏源研究

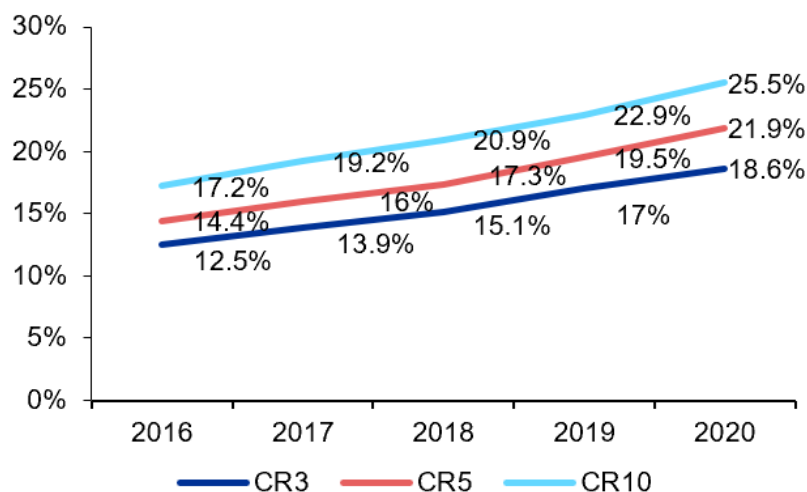
主要内容

1. 行业复盘和展望
2. 电商：兴趣电商争夺流量，社区电商降本增效
3. 零售：黄金珠宝景气向上，超市转型提效，百货估值探底
4. 投资分析意见

3.1.1 黄金珠宝行业集中度持续提升

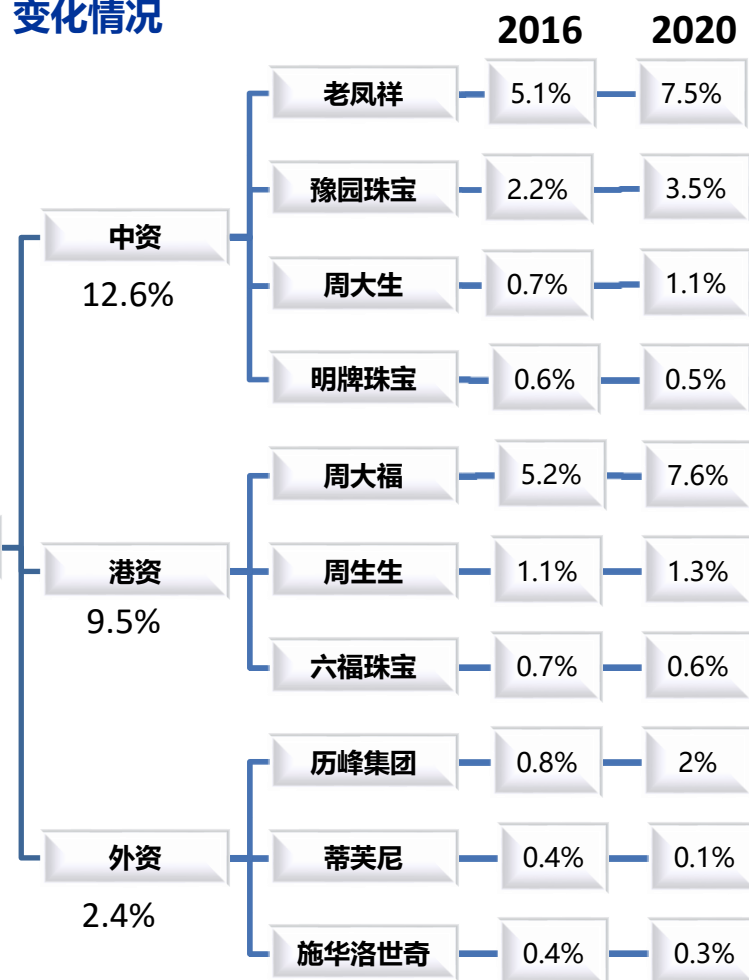
- **内地、港资及外资品牌加剧市场竞争，行业集中度持续提高。**资金实力和品牌影响力对珠宝首饰企业至关重要，由于消费者难以鉴别珠宝首饰的质量和价值，只能依靠品牌知名度判断。因此，资金实力越强、品牌美誉度越高的品牌，就越能直接带动销量增加，促使整个市场份额逐步向知名品牌聚集，行业集中度不断提高。根据欧睿数据，2020年内地珠宝首饰行CR10已达到25.5%。

图 17：2016-2020年中国珠宝钻石行业集中度逐步提升



资料来源：欧睿数据库，申万宏源研究

图 18：2016-2020年前十名公司市占率变化情况

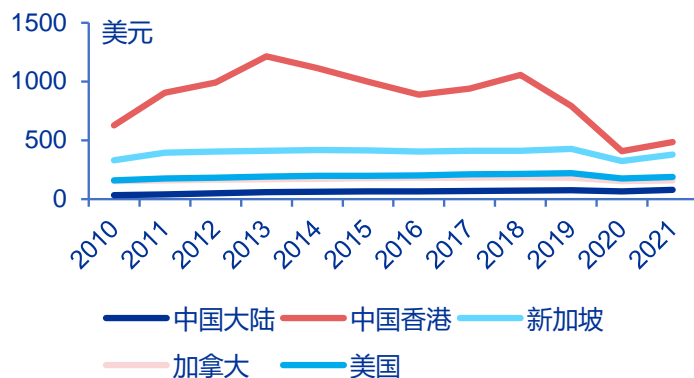


资料来源：欧睿数据库，申万宏源研究

3.1.2 中国人均珠宝消费偏低，下沉市场钻石渗透率有望提升

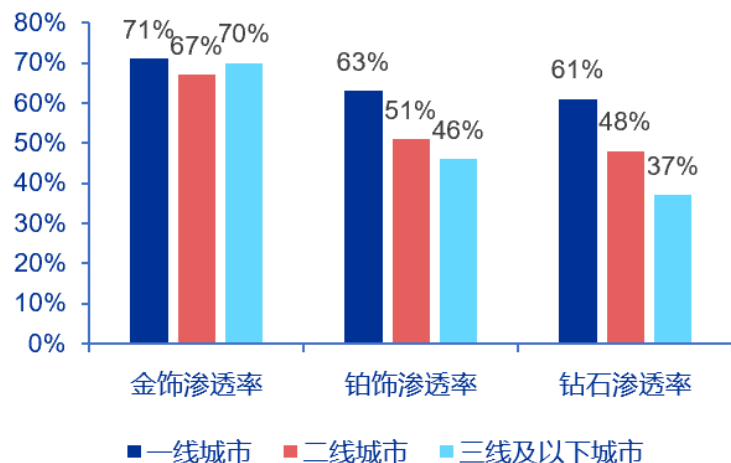
- **从人均金银珠宝首饰消费金额来看，中国大陆远低于中国香港和其他发达国家。**根据戴比尔斯和世界银行数据统计，2018年美国人均钻石需求为110美元/人，日本为39美元/人，中国仅为7美元/人，中国的人均钻石消费有待提升。
- **代际更替和下沉市场消费升级驱动行业增长。**根据前瞻产业研究院的最新整理数据，钻石饰品相对于金饰、铂饰，在低线城市渗透空间更大；从消费群体看，80后、90后和00后作为当下和未来的消费主力，更偏好钻石饰品。

图 19：中国人均金银珠宝首饰消费偏低



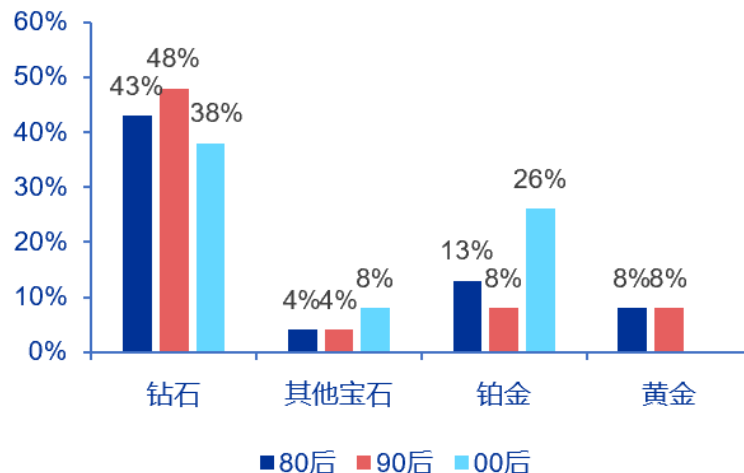
资料来源：欧瑞数据库，申万宏源研究

图 20：钻石在低线城市的渗透空间更大



资料来源：世界珠宝协会，前瞻产业研究院2021年整理，申万宏源研究

图 21：年轻一代更偏好钻石

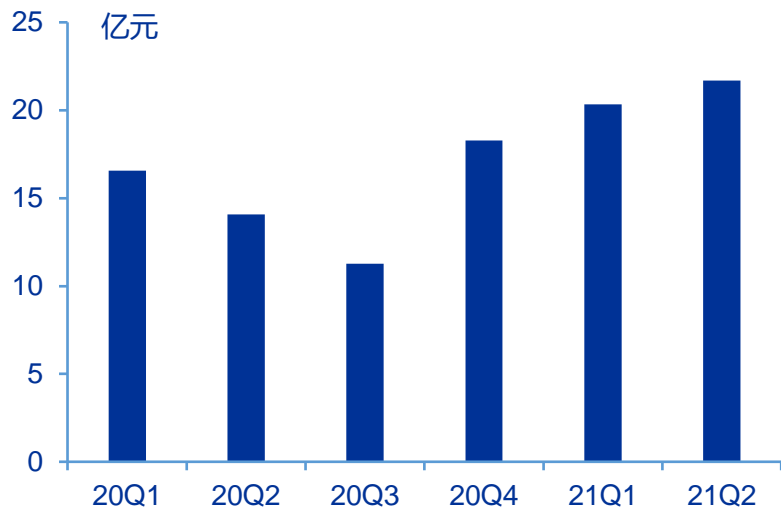


资料来源：前瞻产业研究院2021年整理，申万宏源研究

3.1.3 黄金消费迅速回暖，国潮崛起引领新消费潮流

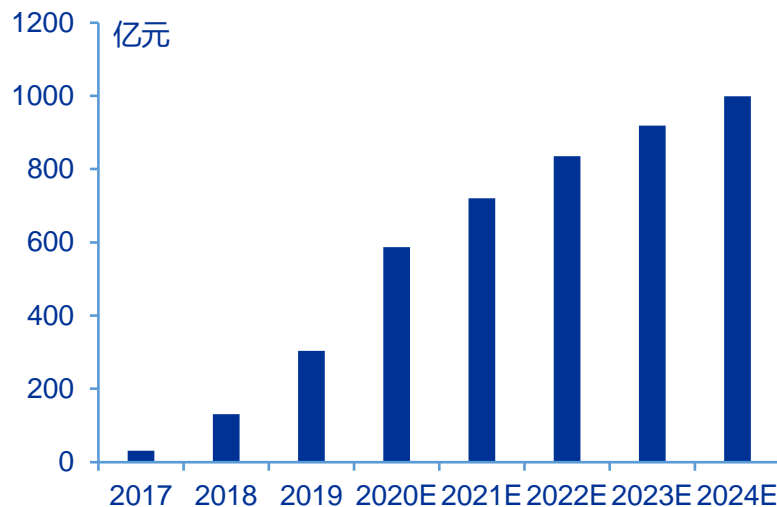
- **疫情缓和和经济复苏使被压抑的婚庆需求逐渐释放，黄金消费场景气度抬升。**根据久谦咨询数据，2021年黄金销售额（天猫口径）提升显著，整体优于2020年，其中21Q1和21Q2销售额均分别为20.33和21.69亿元，均高于20Q4（年底一般为全年黄金消费旺季）。
- **古法黄金收益国潮崛起迎来市场新机遇。**中国消费者的民族自信和文化认同感提高，国潮兴起，珠宝品牌商将传统文化与时下潮流相结合，满足年轻一代在情感诉求、价值归属和社群认同上的消费需求。2019年中国黄金行业掀起“古法金”热潮，成为品牌商的业绩增长点，根据中国珠宝首饰行业协会数据，古法金市场规模2019年达304亿元，预计2024年达999.25亿元。

图 22：2021年中国黄金首饰消费迅速回暖



资料来源：久谦中台，申万宏源研究

图 23：中国古法金首饰市场规模高速增长



资料来源：中国珠宝首饰行业协会，申万宏源研究

3.2.1 仓储会员超市——线下实体零售转型新出路

- **疫情影响叠加电商冲击，传统超市积极探索转型仓储超市。**新冠疫情和电商平台发展对线下传统超市渠道造成直接冲击，生鲜电商和社区电商入局进一步压缩行业空间，销售和客流双承压局面下传统超市积极转型，步入仓储超市赛道。仓储超市储销一体，精简SKU，通过量贩维持商品价格优势，在选址和营销层面控制成本，利用会员服务增强消费者粘性，因此相较传统超市，仓储超市具有高坪效、低成本和高周转特点。

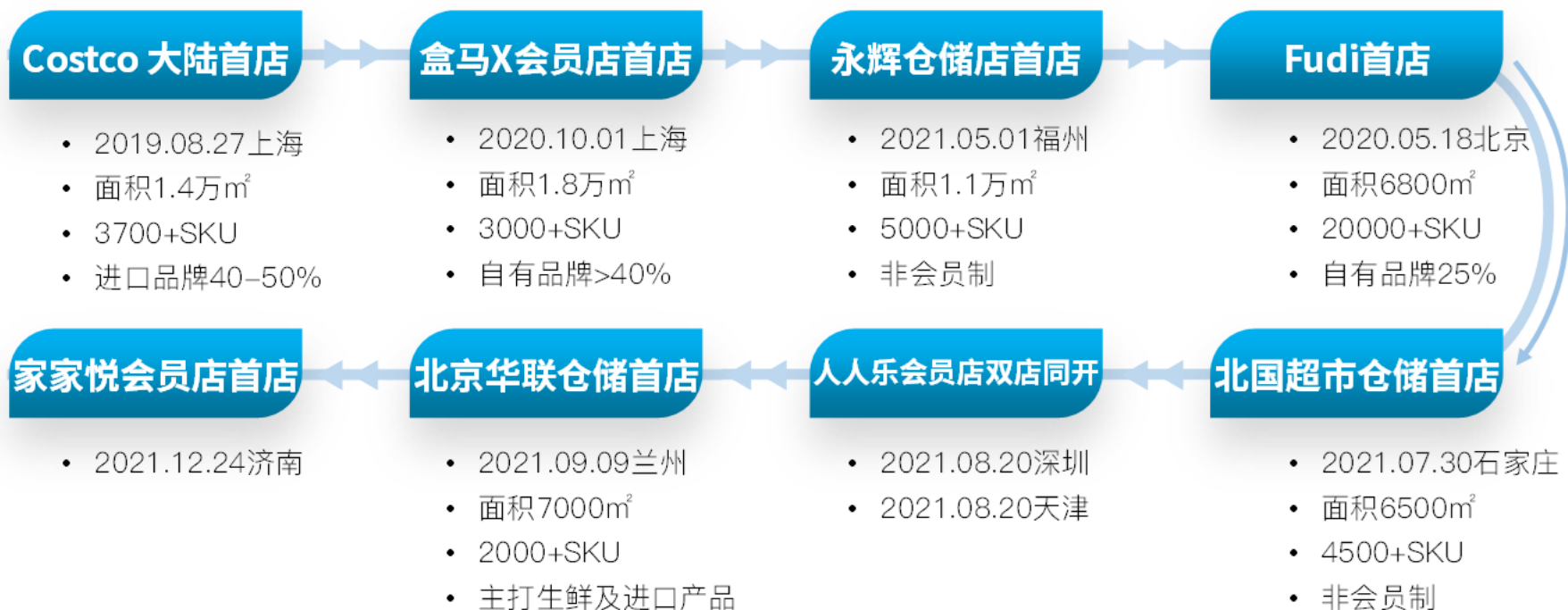
图 24：仓储超市对比传统超市



3.2.2 Costco入华重燃战火，仓储超市兵家必争？

- **仓储超市重返焦点，本土零售品牌积极转型。** 仓储会员店自20世纪90年代引入中国后一直处于“不温不火”状态，山姆和麦德龙等国际连锁品牌经历了漫长消费者培育期，直到2019年Costco高调进入中国，仓储会员超市赛道再次吸引各方关注。自2020年底，盒马率先开设X会员店，成为首个进军仓储超市市场的本土品牌。2021年，在实体零售承压环境下，更多本土品牌，包括永辉和家家悦等传统超市龙头密集入局，尝试通过转型仓储会员超市，利用极致性价比和高品质购物体验吸引消费者。

图 25：本土零售品牌从2020年底积极布局仓储会员超市赛道



3.2.3 龙头齐聚，各展身手，仓储会员超市成就零售新风口

- **中外零售巨头积极布局，求同存异共助行业成长。**2021年外资品牌积极扩张，内资品牌踊跃转型，仓储超市成为实体零售行业年度风口。截至21年11月底，Costco、山姆和麦德龙等外资品牌和以盒马、永辉、家家悦等为代表内资品牌纷纷加注仓储超市赛道，行业规模持续扩大。根据当前市场情况，**仓储超市业态主要分两类**，一类以Costco、山姆会员店和盒马X会员店为代表，目标中高端收入人群，主打高品质、高客单价，通过会员准入条件**收取会员费盈利**；另一类以永辉仓储超市为代表，面向所有消费者开放，主打“天天平价”经营理念，**不收取会员费**。

表6：中外零售品牌围绕仓储会员超市踊跃布局

品牌	发源	入局时间	大陆门店数量	门店面积	区域布局	SKU	是/否会员制	会员费(元/年)	会员数量	人均客单价(元)	综合毛利率
山姆会员店		1996	26	2-3万m ²	广东 长三角 北京	4000-6000	是	普通: 260 卓越: 680	>400万	500+	25%
Costco		2019	2	1.4万m ²	上海 苏州	3700	是	299	>30万	1000	13%
盒马X会员店		2020	4	1.7万m ²	北京 上海	3000+	是	258	>50万	1000	<14%
永辉仓储超市		2021	55	0.5-1万m ²	10+省	4000-6000	否	-	-	100	<10%
Fudi		2021	2	2.3万m ²	北京	20000+	是	福卡: 365 福星卡: 680	>4万	250-350	<10%
麦德龙PLUS		2021	2	8000m ²	北京 成都	2500	是	199	>200万	100-200	18%
北国超市仓储店		2021	1	6500m ²	石家庄	4500	否	-	-	200	-
人人乐会员折扣店		2021	3	1-1.5万m ²	深圳 天津 咸阳	5000	是	-	-	-	-
北京华联仓储会员店		2021	1	7000m ²	兰州	2000+	是	258	-	-	-
家家悦会员店		2021	1 (待开)	-	济南	-	是	个人: 198 企业: 588	-	-	-

主要内容

1. 行业复盘和展望
2. 电商：兴趣电商争夺流量，社区电商降本增效
3. 零售：黄金珠宝景气向上，超市转型提效，百货估值探底
4. 投资分析意见

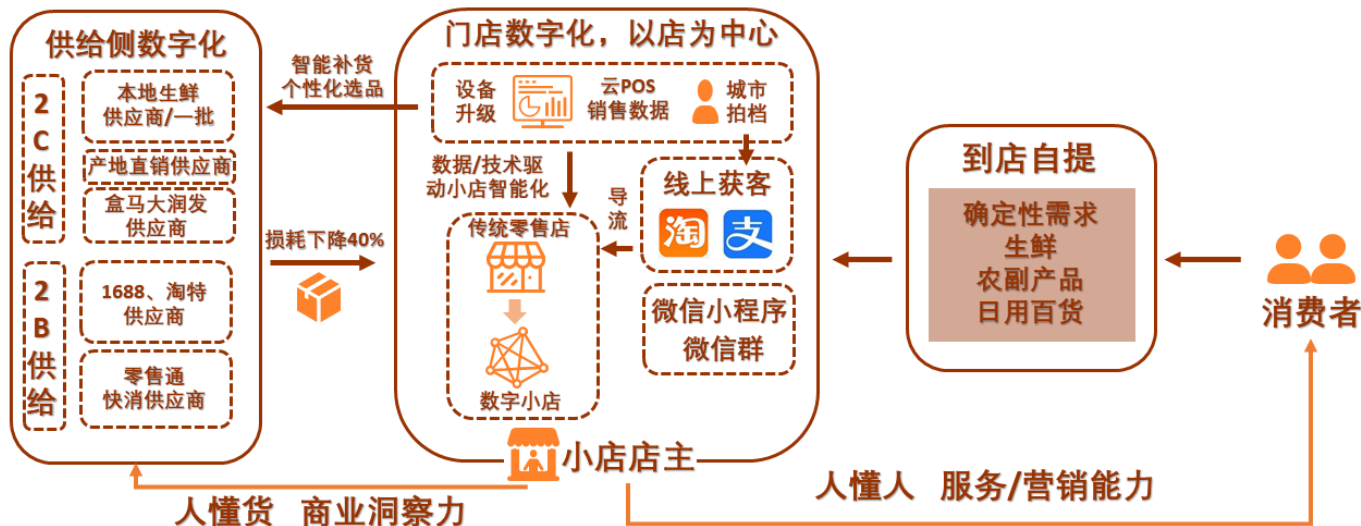
4.1 投资主线

- **电商：**电商平台流量争夺转为精细化运营，社区电商注重降本增效。直播电商差异化场景优势将从分流增量变为与平台电商的存量博弈，社区团购对履约和供应链的要求更高，迈入阶段调整期，加速中小平台出清。监管新常态下，流量竞争将回归履约效率比拼。推荐：**阿里巴巴、京东、拼多多。**
- **黄金珠宝：**短期受益于疫情压抑的婚庆需求释放，行业显现高景气度，中长期得益于消费升级以及热衷国潮元素的Z世代新消费群体崛起，黄金珠宝将从婚庆需求转向更高频日常配饰需求，带来行业扩容推动龙头业绩提升。推荐：**老凤祥、周大生。**
- **商业百货：**百货板块目前处于历史估值中枢低点，各龙头公司早期在全国核心商圈广泛布局掌握价值丰厚的自有物业，拥有较高安全边际。疫情后线下客流回暖带来业绩复苏，头部公司积极发展新业态，打造多元化业务协同，创造新增长曲线。推荐：**王府井、重庆百货、天虹股份。**
- **超市连锁：**面对电商平台和社区电商分流，龙头超市加大数字化投入，巩固生鲜供应链壁垒，改善供应链效率，实现线上业务稳步增长。此外龙头积极布局仓储会员店等新业态，着力改善单店效率。推荐：**永辉超市、家家悦、红旗连锁、爱施德。**

4.2.1 阿里巴巴：新业务加速拓展，打造多元增长引擎

- **全球化业务快速发展，组织变革驱动业务创新。**截至2021年9月底，阿里巴巴生态全球年度活跃消费者达12.4亿，单季度增加6200万，其中9.53亿消费者来自中国市场，FY22Q2国际商业板块收入同比增长34%至人民币151亿元。12月6日，公司发布新一轮组织架构变革，新设中国数字商业、海外数字商业两大业务板块，分别由戴珊、蒋凡负责，聚焦“内需”及“全球化”战略。多元化治理的组织架构创新，有望帮助阿里巴巴在复杂的竞争环境中保持组织敏捷，推动业务创新和高质量增长。
- **核心电商增速放缓，多元生态打开长期空间。**阿里积极打造多平台商业生态，新业务成为促进增长、扩大消费者基础的新引擎，淘特通过与原产地制造商直接合作，为下沉市场消费者提供高性价比商品，截止21Q3，淘特年度活跃消费者超过2.4亿，来自欠发达地区新消费者比例上升；2021年9月14日，阿里社区电商对外品牌统一升级为“淘菜菜”，在产端打通了盒马、大润发、零售通、1688及淘特、阿里数字农业的供应链，在销端连接了淘宝和淘特，进一步完善生鲜和食品供给，21Q3 GMV季度环比增长超150%。

图 26：淘菜菜以社区小店为中心，数字化赋能提升小店产业链价值



4.2.2 京东：深化供应链强壁垒，丰富平台生态发力全品类

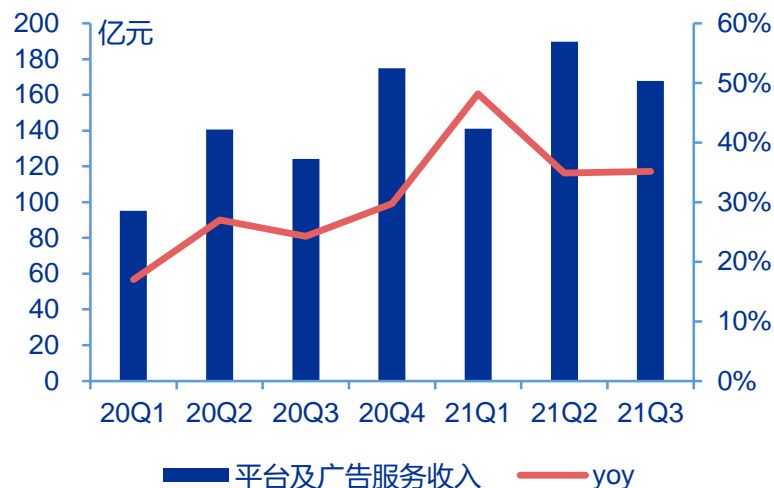
- **强化物流和供应链壁垒，布局即时零售推进全渠道战略。** 京东依靠供应链和物流基础设施优势在激烈竞争环境中展现经营韧性，强化消费者和商家认知。三季度京东更进一步，全面整合京东零售和京东到家优势资源上线即时零售“小时达”业务，配合“三大五种供应链模式”推动全渠道业务履约效率跃升。21Q3全渠道业务贡献GMV同比增长近100%，预计全渠道战略深化将持续赋能京东零售，打开新增量空间。
- **全品类发力成效显著，高品牌认可度丰富平台生态。** 监管新常态下，京东平台生态不断完善，3P品牌入驻回归，带来平台及广告服务收入高速增长，21Q3同比增长31%。双11京东同样表现亮眼，实现GMV3491亿元同比增长29%，中小品牌新增数量同比增长超4倍，反映品牌对于京东渠道的高认可度。此外京东21Q3 AAC增长至5.5亿，用户规模提升空间依然广阔。

图 27：京东“三大五种”供应链赋能实体零售



资料来源：京东公众号，申万宏源研究

图 28：京东平台及广告服务收入稳步增长

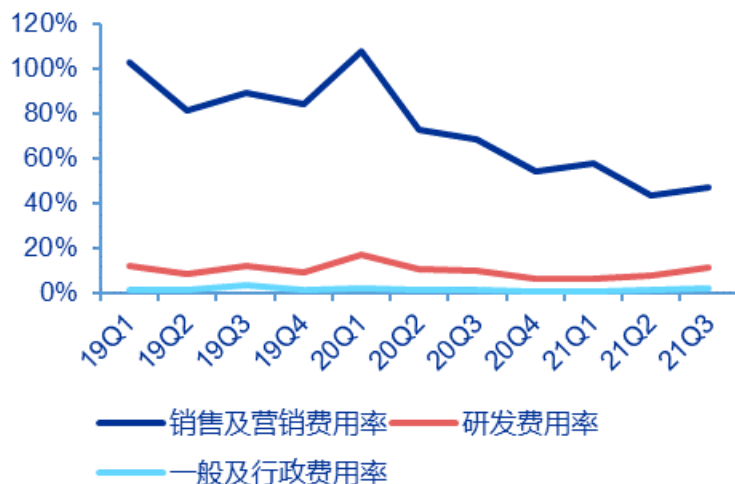


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2.3 拼多多：重研发轻营销，注重经营质量追求长效增长

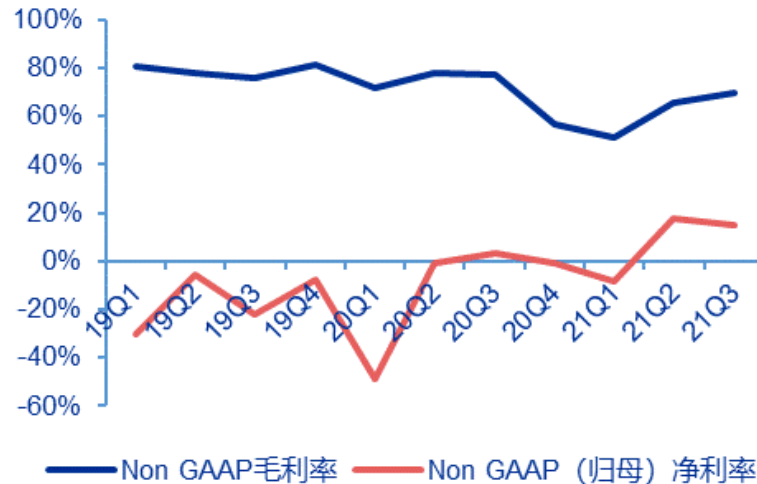
- **重研发轻营销追求经营质量提升。**拼多多开始走向稳健的重研发、轻营销策略，未来将发展重心更多转向研发，21Q1-Q3拼多多营销费用率分别为57.3%、43.4%和46.7%，研发费用率分别为6.2%、7.6%和11.3%。21Q2-Q3公司分别实现Non-GAAP净利润41.3亿元和31.5亿元，盈利逻辑获得验证。
- **持续加码农业科研投入，百亿农研专项追求长期价值。**拼多多持续深耕农业基础设施加速农产品上行，同时拼多多将利润投入百亿农研专项，以此推动农业科技进步和科技普惠。我们认为农研专项在践行社会价值的同时，能进一步提高农业产业链效率，推进农业数字化和现代化，在做大线上农产品市场规模的同时，也能使多多买菜业务长期受益。

图 29：拼多多进一步加大研发投入，精准营销投放



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：拼多多连续两个季度实现盈利



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 黄金珠宝：行业迎机遇，渠道深化赋能增长

- **受益于文化复兴、国潮流行、Z世代消费潜力显现，黄金珠宝行业迎来发展机遇。**老凤祥悠久的历史沉淀了独特又富有内涵的品牌文化和精湛的工艺技术，面向年轻群体，老凤祥将传统文化和现代流行元素融入产品设计，经典与时尚并重，重点发展5G金、3D硬金、古法金等系列产品，迎合年轻化、时尚化消费趋势，提升品牌影响力。
- **渠道深化与加盟商精细化管理改善经营效率，促短期增长。**周大生21Q3启动省级代理模式，利用合资公司模式给予省代激励，平衡各方利益；大力支持拓店，推广配货模型，优化黄金品类的盈利模式，提升供应链运营及资金周转率效率，初见成效，21Q3加盟业务收入实现强劲增长，实现30.62亿元营收，营收占比提升15.2pct至83.10%，同比增长169.13%，21Q1-Q3加盟业务共实现46.44亿元营收，营业收入占比71.74%。

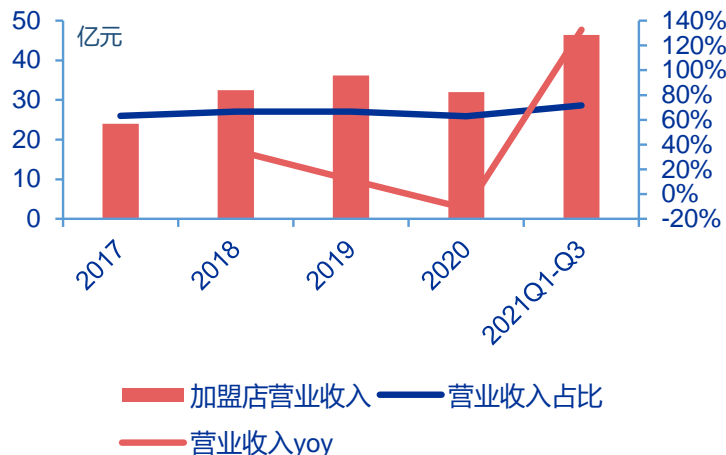
■ 推荐：老凤祥、周大生

图 31：老凤祥时尚类产品系列



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 32：省代模式促周大生加盟业务高增长

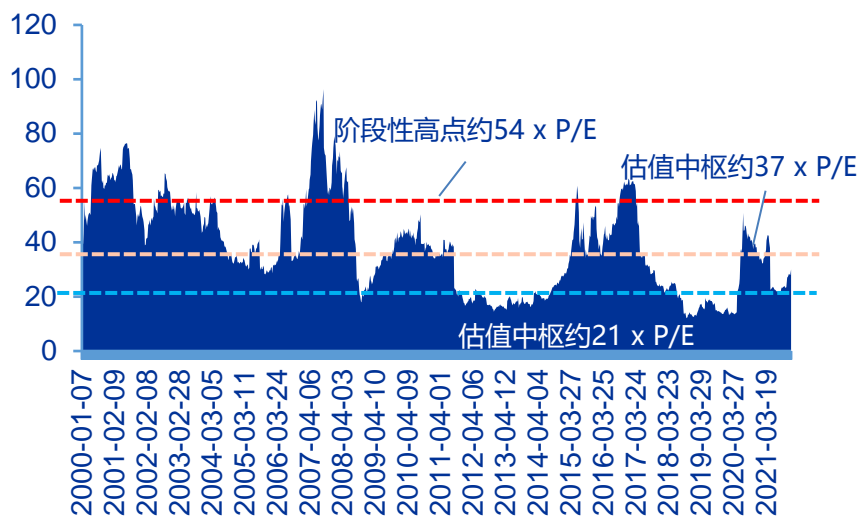


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.4 商业百货：自有资产构筑安全边际，积极发展新业态转型发展

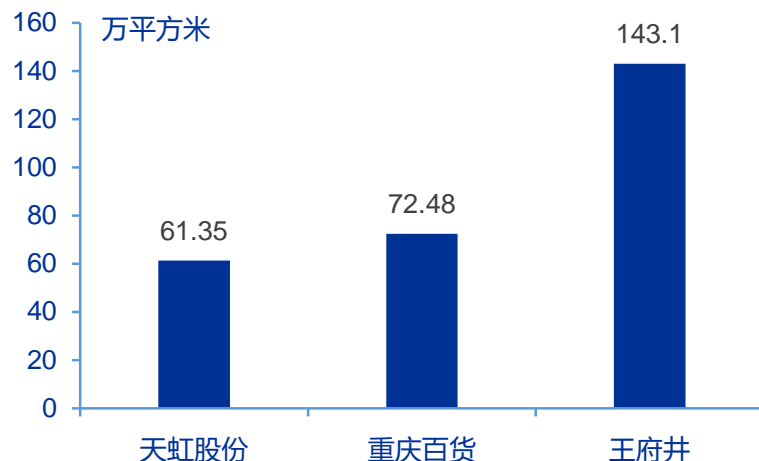
- **自有资产构筑充分安全边际。**2020-2021年受疫情冲击，百货板块业绩增速放缓，行业估值处于历史低位。头部公司得益于早期布局，表内自有物业丰厚，构筑了较高安全边际。截至2020年末，王府井自有物业面积达到143.1万平方米（吸并首商股份后面积将达到160.6万 m^2 ），天虹股份自有物业门店面积达61万 m^2 ，重庆百货自有物业建筑面积达35.97万 m^2 ，预计经济发展将继续推动各公司自有物业市场价值提升。
- **积极发展新业态，加速经营转型发展。**线下客流回暖业绩复苏同时，各百货头部公司积极发展新业态加速转型升级。其中，王府井免税业务目前正稳步推进，未来公司将打造“有税+免税”主业双轮驱动模式；天虹股份通过数字化与智能技术为顾客提供便利与高效的服务，21Q1-Q3线上销售增长38%。重庆百货引入物美全面推进数智化转型和供应链变革，带来公司经营效率实质提升，赋能公司多业态融合发展。
- **推荐：王府井、重庆百货、天虹股份**

图 33：目前百货估值处于历史低位



资料来源：Wind，申万宏源研究
www.swsresearch.com

图 34：百货龙头公司自有物业充足

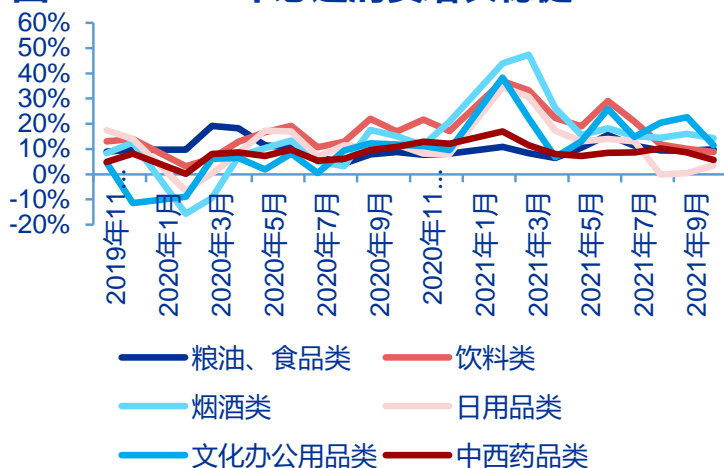


资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.5 超市连锁：必选消费增长稳健，龙头商超经营环比改善

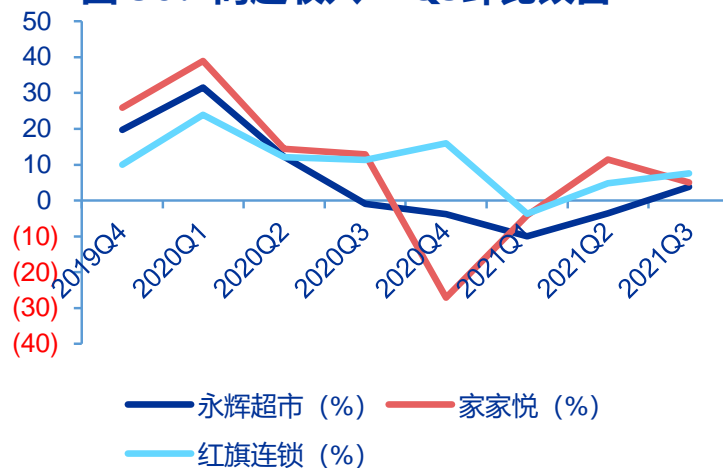
- **疫情影响消费习惯向线上转移，生鲜品类到家业务需求明显增长。**疫情期间超市的生鲜等品类到家业务需求明显增长，销售渠道开始向线上转移。以生鲜超市龙头永辉超市为例，通过打造线上APP“永辉生活”、“永辉超市”小程序“YH永辉生活”、“永辉社区GO”等打通线上销售渠道，2021年前三季度公司线上销售额达99.7亿元，同比增长52.56%，占比进一步提升至13.9%；“永辉生活”自营到家业务已覆盖962家门店，实现销售额53.7亿元，同比增长19.5%
- **2021Q3必选消费增长稳健，龙头商超业绩收入端表现回暖。**2021年10月粮油食品/中西药品/日用品/烟酒/文化办公用品/饮料同比增长9.9%/5.6%/3.5%/14.3%/11.5%/8.8%。21Q3头部商超收入表现回暖：永辉超市2021Q3营业收入/归母净利润230.08亿元/ -1.10亿元，同比3.86%/-726.56%；家家悦营业收入/归母净利润40.02亿元/ 838.85万元，同比5%/-91.72%；红旗连锁营业收入/归母净利润24.64亿元/1.28亿元，同比7.56%/-9.9%。
- **推荐：永辉超市、家家悦、红旗连锁、爱施德**

图 35：2021年必选消费增长稳健



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 36：商超收入21Q3环比改善



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.6 行业重点公司估值表

表 7：行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价（当地货币）	申万预测EPS（人民币）					PE		
			2021/12/16	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
BABA.N	阿里巴巴	买入	122.47	65.0	55.2	58.6	62.3	12	14	13	13
JD.O	京东	买入	72.68	10.4	9.9	14.0	18.3	45	47	33	25
PDD.O	拼多多	买入	57.09	-2.6	3.9	-1.9	0.3	n.a.	94	n.a.	1,136
600612.SH	老凤祥	买入	45.62	3.03	3.33	3.72	4.19	15	14	12	11
002867.SZ	周大生	买入	18.07	1.39	1.29	1.54	1.7	13	14	12	11
600859.SH	王府井	买入	27.67	0.5	1.09	1.28	1.6	55	25	22	17
600729.SH	重庆百货	买入	26.97	2.54	2.28	2.73	3.37	11	12	10	8
002419.SZ	天虹股份	买入	6.01	0.21	0.25	0.27	0.3	29	24	22	20
603708.SH	家家悦	买入	14.58	0.7	0.59	0.73	0.93	21	25	20	16
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.88	0.37	0.39	0.41	0.44	13	13	12	11
002416.SZ	爱施德	买入	11.51	0.57	0.67	0.93	1.31	20	17	12	9
600655.SH	豫园股份	买入	10.09	0.93	1.01	1.12	1.29	11	10	9	8

资料来源：Wind，申万宏源研究

备注：汇率为12月16日美元对人民币收盘价6.37

4.7 风险提示

- 1. 宏观经济下行风险。全球多国家或地区疫情反复，中外经济环境不确定性增加，宏观经济仍存在下行风险。
- 2. 行业竞争加剧。电商平台用户规模逐渐触及天花板，用户重合度增加，且新业态电商模式不断加入，内容化平台入局电商行业，行业面临竞争加剧的风险。
- 3. 市场监管趋严。在依法推行反垄断下，已有平台型公司受到处罚，行业未来面临监管趋严的风险。
- 4. 新业务投资收益不及预期。电商平台加大直播电商、社区团购等新业务投资，新业务赛道竞争激烈，且监管存在不确定性，可能存在投资收益不及预期的风险。

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东A组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东B组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)