

推荐 (维持)

消费分级，国货崛起；上线加速，强者更强

2020 年 05 月 27 日

零售行业 2020 年中期投资策略

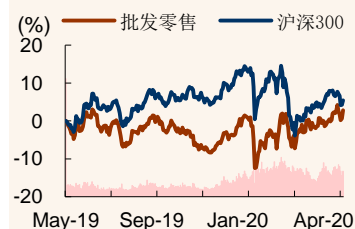
上证指数 2847

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	97	2.5
总市值 (亿元)	8599	1.4
流通市值 (亿元)	6192	1.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	2.1	10.4	4.0
相对表现	0.1	10.9	-3.7



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《零售行业周报 (2020.05.24) ——关注电商整体渗透上行带来的行业机会》2020-05-24
- 2、《阿里 VS 京东 VS 拼多多：分级、竞争、进化——三大平台之对比分析》2020-05-22
- 3、《京东 2020Q1 业绩点评——业绩超预期，电商主业 GMV 有望继续加速》2020-05-17

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

本篇报告深入分析了疫情对消费者行为习惯带来的短期与长期变化,以及对渠道、品牌的深刻影响。疫情加速消费者转移线上,首推电商及服务龙头阿里巴巴、拼多多、京东、苏宁易购、值得买;线下集中度加速提升,推荐零售龙头重庆百货、永辉超市、高鑫零售、家家悦、天虹股份、步步高、红旗连锁;新消费和新渠道催生新品牌崛起,推荐良品铺子、三只松鼠,以及化妆品国货品牌。

- 疫情促使消费者行为或发生不可逆变化,对零售原有发展趋势起到加速作用。从短期看,新冠疫情导致消费支出下降,但必选消费与线上渠道逆势增长。从长期看,根据杜森贝里提出的棘轮效应,消费习惯的养成具备不可逆性,线上消费习惯的养成将加速零售业原有趋势发展。
- 线上: 电商巨头长期利好,新兴业态迎来更具确定性的发展前景。电商经过近 20 年发展渗透率才达到 20%,这次疫情发生后线上渗透率在几个月时间达到接近 25% 的占比,中国零售电商一年完成了过去 5 到 10 年的发展,长期视角下阿里巴巴、京东、拼多多等电商巨头均将显著受益。同时,电商直播、生鲜到家、电商 SAAS 服务商等业态也在疫情中加速成长,盈利模型得以改善,迎来更为广阔、更具确定性的发展前景。
- 线下: 龙头数字化转型提速,行业集中度提升为大势所趋。线下龙头企业利用资源优势积极通过数字化转型发展线上业务,超市企业大力发展到家业务,百货企业积极通过直播等新渠道进行商品销售,疫情使得这一趋势进一步加速,而中小零售企业经营承压,加速出局,线下零售集中度将持续提升。此外,在房地产周期下行的大背景下,区域零售企业外部投资诱惑减少,龙头纷纷回归零售主业经营,盈利能力与 ROE 有望迎来回升。
- 品牌: 新消费和新渠道催生新品牌,不同品类品牌溢价力分化,综合国力提升带动国货崛起。我国消费整体呈现上行态势,消费结构和消费品质仍在持续升级,但受消费者对不同品类的品牌认知度持续分化的影响,拼多多孵化的白牌与天猫培育的个性化新品同时呈现高增长态势。此外参考国际经验,我国经济实力的崛起将带动国货品牌的发展,国产品牌将迎来长期高速发展。
- 风险提示: 宏观经济下行,行业竞争加剧。

重点公司主要财务指标

	股价	19EPS	20EPS	21EPS	19PE	20PE	PB	评级
永辉超市	9.29	0.16	0.24	0.30	58.1	38.7	4.5	强烈推荐-A
家家悦	38.12	0.75	0.95	1.12	50.8	40.1	6.4	强烈推荐-A
重庆百货	30.43	2.42	2.72	3.53	12.6	11.2	1.8	强烈推荐-A
苏宁易购	8.57	1.06	0.04	0.25	8.1	214.3	1.0	强烈推荐-A
值得买	183.48	2.23	2.85	3.46	82.3	64.4	9.9	强烈推荐-A
良品铺子	75.13	0.95	1.00	1.38	79.1	75.1	13	强烈推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、疫情加速消费者行为变化，消费升级仍为长期趋势	6
1.1 疫情驱动消费行为或发生不可逆变化	6
1.1.1 短期影响：消费支出明显下降，必选消费与线上渠道逆势增长	6
1.1.2 长期影响：线上消费习惯或不可逆，健康消费重视度将持续提升	8
1.2 中国长期仍处于消费上行阶段，消费升级为大势所趋	9
二、疫情加速消费者转移线上，电商中长期显著受益	11
2.1 三大电商：中长期视角均显著受益，马太效应下强者恒强	11
2.1.1 京东：疫情期间社会化物流大幅停摆，京东自营物流体系优势尽显	11
2.1.2 拼多多：疫情下消费者价格敏感度提升，拼多多 GMV 增速大超预期	12
2.1.3 阿里巴巴：疫情期间多种措施扶持商家促进消费，不改长期看好趋势	13
2.2 直播电商重塑人货场，疫情下直播经济二次爆发	14
2.2.1 直播电商重塑人货场，提升渠道效率并改善消费者体验	14
2.2.2 疫情下电商直播迎来二次爆发，各大电商平台加速布局	16
2.3 疫情驱动生鲜电商平台快速发展，盈利能力显著增强	18
2.4 商家积极布局线上，有赞等 SAAS 工具商受益	19
三、疫情加速线下龙头数字化转型，集中度提升为大趋势	20
3.1 疫情加速线下企业数字化布局	20
3.1.1 超市：疫情培养到家消费习惯，实体商超加速发展到家业务	20
3.1.2 百货：百货企业先后开启直播新模式，老树开新花引入平台新流量	22
3.2 疫情加速行业集中，深度利好零售龙头企业	23
3.3 区域零售龙头逐步回归主业经营，ROE 有望持续回升	26
四、新消费和新渠道催生新品牌崛起	28
4.1 消费品分级催生高性价比品牌与高溢价品牌同时崛起	29
4.1.1 拼多多 C2M 模式大行其道，孕育丝飘等高性价比品牌快速崛起	29
4.1.2 天猫新锐品牌响应新消费需求，提供高颜值、个性化新品	31
4.2 经济发展带动国货崛起，本土品牌增长强势可期	32
五、重点标的推荐	35

图表目录

图 1：全国居民人均可支配收入（元）	6
--------------------------	---

图 2: 全国居民人均消费支出 (元)	6
图 3: 社零总额当月及累计同比 (%)	6
图 4: 社零分品类当月同比增速 (%)	7
图 5: 社零线上增速及占比 (%)	7
图 6: 2020 年 1-4 月各品类线上增速 (%)	7
图 7: 疫情影响下消费者购物决定因素	8
图 8: 不同收入人群购物时的决定因素	8
图 9: 线上消费习惯棘轮效应	8
图 10: 不同年龄消费者对生鲜到家的态度变化	9
图 11: 不同地域消费者对生鲜到家的态度变化	9
图 12: 消费者疫情过后会加大支出的消费类型	9
图 13: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)	10
图 14: 居民家庭人均现金消费支出 (2000-2030E)	10
图 15: 2012-2018 年全国文物机构接待观众 (亿人)	10
图 16: 各平台 DAU 恢复情况 (以春节前两周为 100% 的坐标轴测算)	11
图 17: 2020Q1 电商平台新增年度活跃买家数对比 (万)	11
图 18: 2020Q1 电商平台营业收入增速对比	11
图 19: 京仓京配良性循环	12
图 20: 京东物流具有规模效应	12
图 21: 疫情期间选择京东用户增多	12
图 22: 疫情期间拼多多受到青睐	13
图 23: 电商平台年度活跃买家数对比 (百万)	14
图 24: 电商平台 GMV 对比 (十亿)	14
图 25: 直播电商人+货+场的转变	15
图 26: 传统电商 VS 直播电商	15
图 27: 中国在线直播用户数及增长率	15
图 28: 2016-2020MCN 市场规模及预测	15
图 29: 直播电商上下游产业链	16
图 30: 淘宝直播节期间各行业参与直播品牌个数占比	17
图 31: 淘宝直播节期间高直播指数品类 Top3 品牌	17
图 32: 互联网巨头加速布局直播赛道	17

图 33: 疫情影响下消费者不同品类支出占比	18
图 34: 生鲜电商行业活跃用户规模(万)及同比增长	18
图 35: 生鲜电商日人均使用时长(分钟)	18
图 36: 不同年龄消费者对生鲜预包装态度变化	18
图 37: 每日优鲜 APP 月度和日度活跃用户数(万)	19
图 38: 叮咚买菜 APP 月度和日度活跃用户数(万)	19
图 39: 盒马 APP 月度和日度活跃用户数(万)	19
图 40: 盒马 APP 人均日使用时长和 7 日用户留存率	19
图 41: 有赞新增付费商家数量(个)	20
图 42: 有赞收入(百万)	20
图 43: 高鑫零售平均每店每日线上订单环比变化趋势	21
图 44: 高鑫零售线上订单流量来源构成	21
图 45: 永辉生活 APP 月活跃用户活跃度情况	22
图 46: 家乐福到家入口界面	22
图 47: 家乐福三项“到家”业务订单量情况	22
图 48: 天虹微信小程序入口界面	23
图 49: 株洲王府井百货抖音平台直播页面	23
图 50: 2019 我国大卖场行业市场占有率	24
图 51: 2010-2019 我国大卖场 CR5/CR10 市占率情况	24
图 52: 2018 年中美大卖场 CR5 对比	24
图 53: 中美超市发展历程对比	25
图 54: 商品房销售面积累计同比(%)	27
图 55: 房地产开发投资额累计同比(%)	27
图 56: 步步高归母净利润及增速(2015-2019)	27
图 57: 步步高净利率(2012-2019)	27
图 58: 重庆百货主业净利率(2015-2019)	28
图 59: 拼多多 C2M 模式对商品至消费者全链路的优化	30
图 60: 2019 年 12 月四大纸巾品牌市占率对比(拼多多 VS 天猫+京东)	30
图 61: 三顿半数字小罐装精品超即溶咖啡	32
图 62: 钟薛高冰淇淋	32
图 63: 日本 GDP 历年变化数据(十亿日元)	32

图 64: 韩国 GDP 历年变化数据 (十亿韩元)	32
图 65: 中日韩人均 GDP (美元)	33
图 66: 中国 GDP 历年变化数据 (亿元)	33
图 67: 中国化妆品市场 CR20 本土品牌累计市占率	33
图 68: 各品类高端产品偏爱中国品牌受访者百分比	34
图 69: 2020 年 Q1 美妆人群品牌关注度 Top10.....	34
图 70: 典型国产品牌代表.....	35
表 1: 疫情期间阿里巴巴采取措施及效果	13
表 2: 淘宝直播大盘数据 (2020.5.18-2020.5.24)	17
表 3: 叮咚买菜前置仓盈利模型疫情前后对比 (不含总部费用)	19
表 4: 疫情期间商户线上运营案例.....	20
表 5: 2019 年高鑫淘鲜达单笔订单模型	21
表 6: 2020 年 1-2 月我国各行业注销企业情况	25
表 7: 1 月-2 月我国企业新增和注销情况 (万家)	26
表 8: 部分物美收购企业情况	26
表 9: 各渠道新品牌代表.....	28
表 10: 新品牌案例	28
表 11: 品牌认知度影响因素与商品品类	29
表 12: 天猫新锐品牌案例.....	31

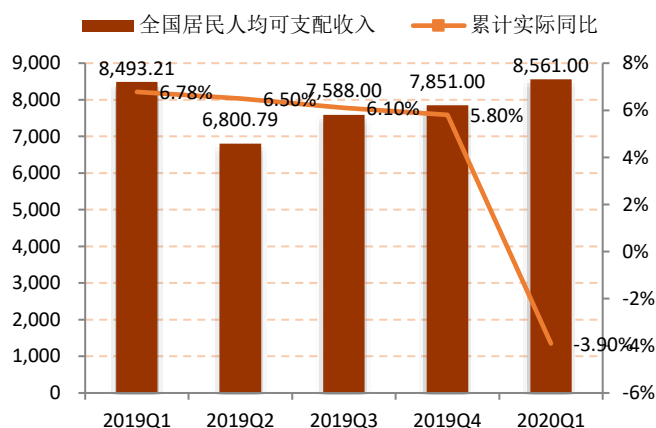
一、疫情加速消费者行为变化，消费升级仍为长期趋势

1.1 疫情驱动消费行为或发生不可逆变化

1.1.1 短期影响：消费支出明显下降，必选消费与线上渠道逆势增长

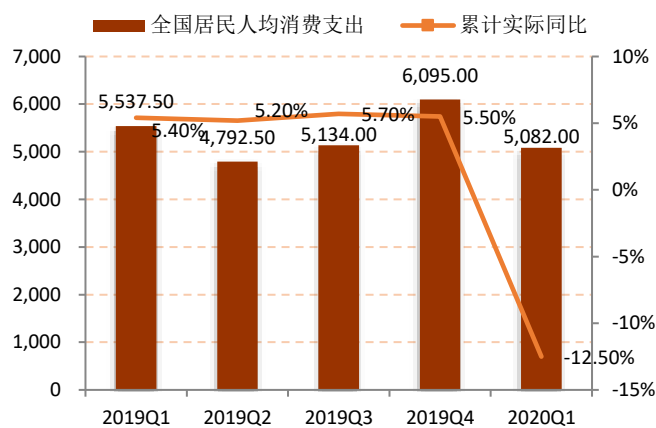
1) 新冠疫情导致我国短期内消费总支出明显下降。受疫情防控影响，用人单位停工停业、个人宅家隔离，导致消费者可支配收入和消费支出均有所下降，2020Q1 全国居民人均可支配收入 8561 元，扣除价格因素实际下降 3.9%；全国居民人均消费支出 5082 元，扣除价格因素实际下降 12.5%。受此影响，2020Q1 我国社零总额 78,580 亿元，同比下降 19.0%，2 月受疫情打击最大，社零总额下降 20.5%，3、4 月降幅逐月收窄，出现回暖迹象，4 月社零总额同比下降 7.5%。

图 1：全国居民人均可支配收入（元）



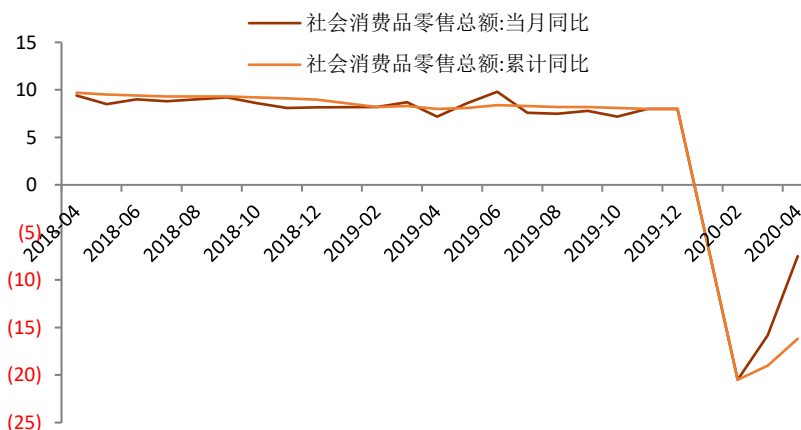
资料来源：国家统计局，招商证券

图 2：全国居民人均消费支出（元）



资料来源：国家统计局，招商证券

图 3：社零总额当月及累计同比 (%)

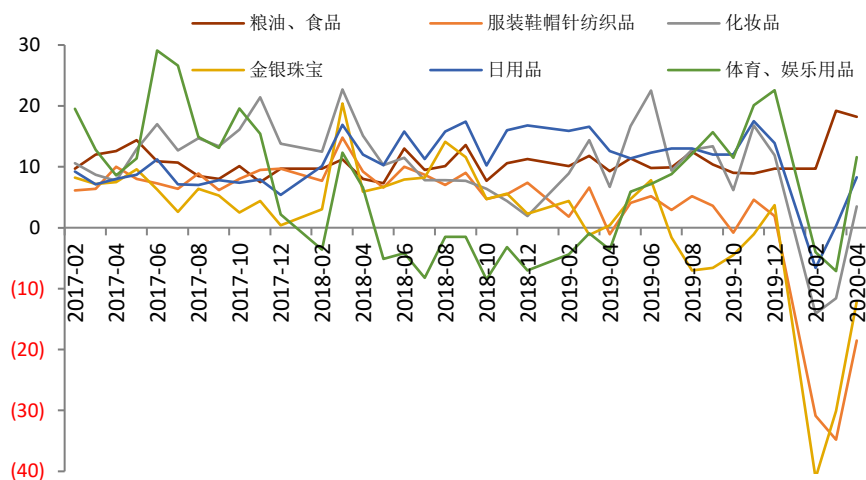


资料来源：Wind，招商证券

2) 疫情促使消费结构变化，必选品逆势增长。受疫情下消费者隔离在家、餐饮停业、可支配收入下降等因素影响，必选品在疫情期间的消费支出占比增长明显，从社零分品类

来看, 2020 年 4 月限额以上粮油、食品同比增长 18.20%, 日用品同比增长 8.30%; 相比之下, 可选品消费支出大幅下降, 4 月可选品同比增速虽有回升但仍然为负增长, 服装鞋帽针纺织品同比下降 18.50%, 金银珠宝同比下降 12.10%。

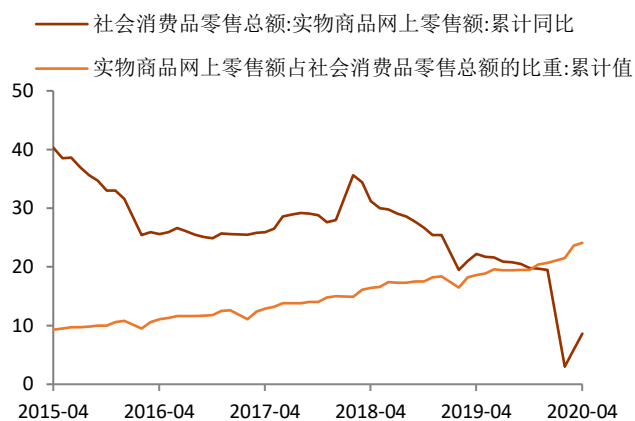
图 4: 社零分品类当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

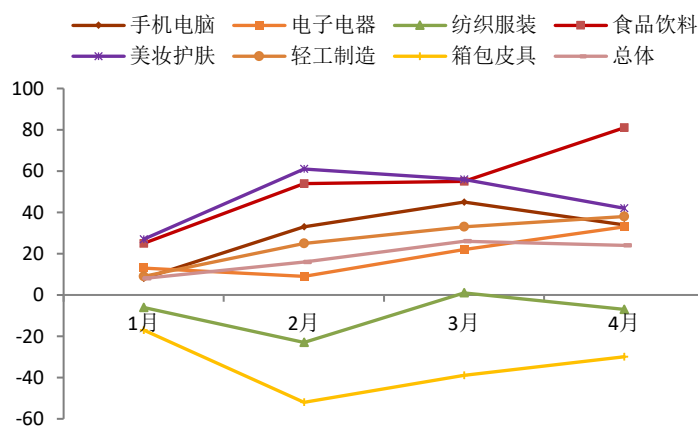
3) 消费者加速向线上渠道转移, 线上渗透速度远胜以往。2020Q1 线上零售增速随社零整体下滑, 但降幅远小于社零整体, 2020 年以来线上零售占社零总额比重明显提升, Q1 线上零售占社零总额达到 23.6%, 比上年同期提高 5.4 个百分点, 截止 4 月底已达 24.1%。分品类看, 各品类的线上增速在疫情期间也大多有明显提振。总体来看, 零售线上渗透速度远胜以往。

图 5: 社零线上增速及占比 (%)



资料来源: wind, 招商证券

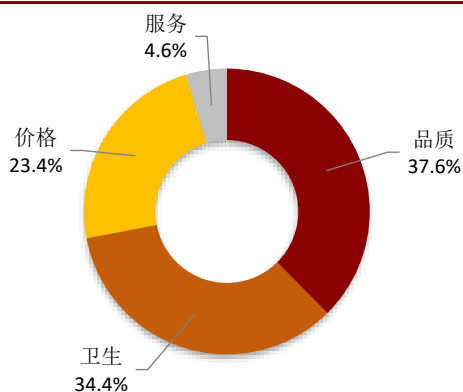
图 6: 2020 年 1-4 月各品类线上增速 (%)



资料来源: 燃数科技, 招商证券

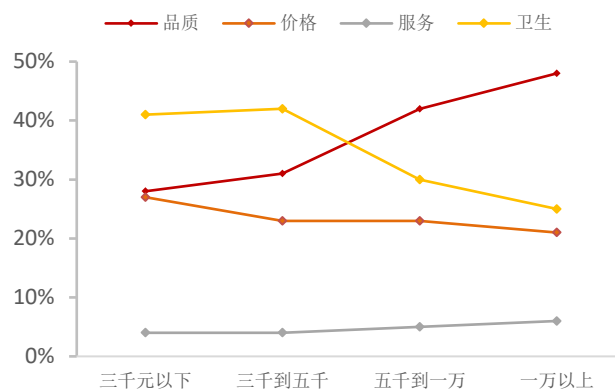
4) 品质和卫生成为消费者购物的最重要考量因素。受疫情影响, 消费者的消费观念发生变化, 对于产品的质量安全关注度高涨。据《第三只眼看零售》调查显示, 疫情影响下分别有 37.6% 与 34.4% 的消费者将品质与卫生视为购物时的决定因素, 即使是低收入人群也愿意为质量有保障的商品买单。

图 7：疫情影响下消费者购物决定因素



资料来源：第三只眼看零售，招商证券

图 8：不同收入人群购物时的决定因素



资料来源：第三只眼看零售，招商证券

1.1.2 长期影响：线上消费习惯或不可逆，健康消费重视度将持续提升

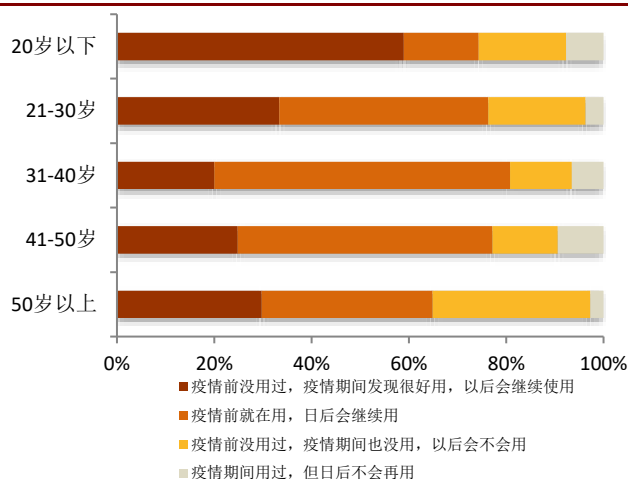
1) 线上化消费惯性或不可逆。经济学家杜森贝里提出，消费者消费习惯的不可逆性称之为棘轮效应，消费决策一定程度上取决于消费习惯，而习惯一旦形成，就易于向上调整，难于向下调整。疫情驱动消费者购物渠道向线上转变，线上消费的便捷性容易让消费者形成习惯效应，这种习惯具有持续性。以生鲜到家平台为例，据《第三只眼看零售》调查数据，28%的消费者表示疫情以前没用过生鲜到家平台，但在疫情期间发现很好用并在以后会继续使用，其中 20 岁以下人群及三四线城市的消费者这一特性更为突出。若以疫情期间开始使用到生鲜到家平台的消费者为样本计算，这一群体的用户留存率高达 83%。

图 9：线上消费习惯棘轮效应



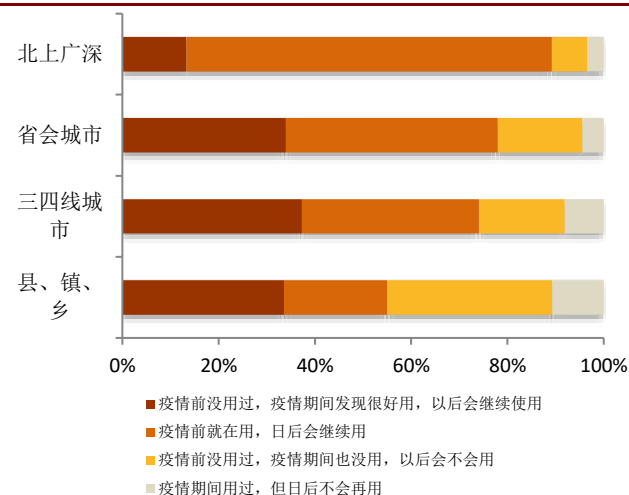
资料来源：招商证券

图 10: 不同年龄消费者对生鲜到家的态度变化



资料来源：第三只眼看零售，招商证券

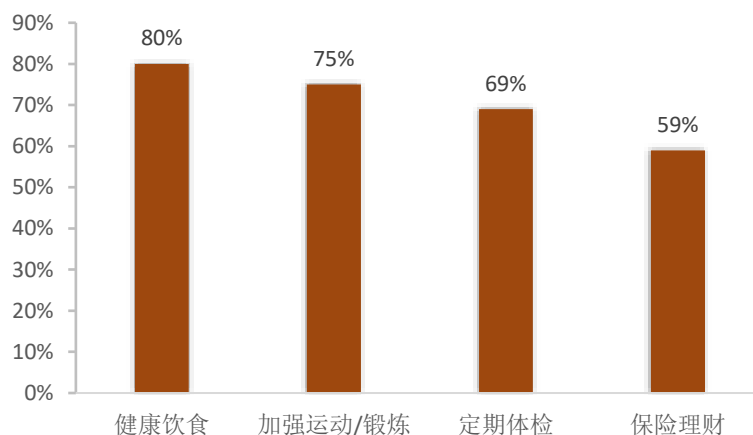
图 11: 不同地域消费者对生鲜到家的态度变化



资料来源：第三只眼看零售，招商证券

2) 消费者高涨的健康愿望具有持续性，从传统的健康意识延伸到对智能健康的认同。疫情的冲击使得消费者对于健康、安全的需求大幅提升，并对消费者心理产生了持续影响。根据尼尔森的调查数据显示，80%的消费者表示在疫情过后将继续关注健康饮食，分别有 75%、60%、59%的消费者表示未来将加大运动和锻炼支出、增加定期体检支出、增加保险理财支出。同时，消费者的健康意识范畴扩大，对于科技领域的健康产品关注度提高，智能健康类的产品受到欢迎，分别有 90%、93%、77%受访者已拥有或计划购买空气净化器、净水器、智能手环。

图 12: 消费者疫情过后会加大支出的消费类型



资料来源：尼尔森，招商证券

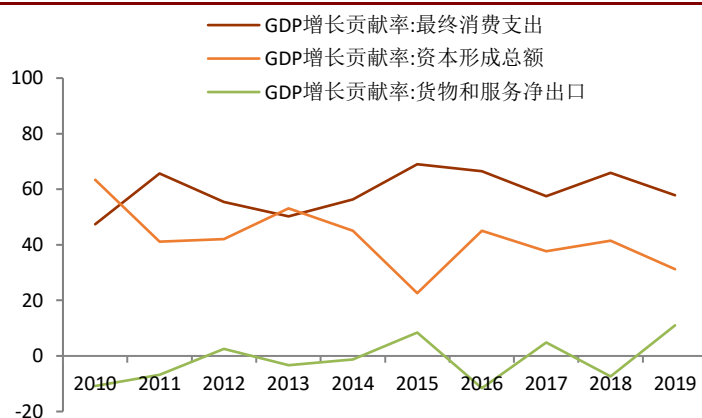
1.2 中国长期仍处于消费上行阶段，消费升级为大势所趋

长期来看，我国消费整体呈现上行态势，消费结构和消费品质在持续升级。1) 消费对 GDP 增长贡献最大：消费对 GDP 增长的贡献率连续 6 年超过投资，成为经济第一拉动力，2019 年消费对 GDP 的贡献达到 57.80%。与此同时，居民可支配收入不断提高，生活水平持续改善。2) 消费结构优化：2015-2019 年，居民在医疗健康、文教娱乐方

面消费需求持续提升,在消费结构中占比分别提升 2%、1%,2019 年医疗健康、文教娱乐支出均同比增长 12.9%,在所有消费支出品类中增速最高。**3) 消费品质提升:**消费者在饮食结构上越来越注重健康和营养,谷物等主食消费占比减少,饮食更加均衡;服务类消费增长强劲,以医疗健康、教育文化娱乐和交通通信为主,并且消费者注重体验,追求节省时间和获得高品质,愿意为此提高付费。**4) 消费习惯转变:**线上消费发展强劲,网上零售额逐年增长,在线教育、在线医疗、在线休闲娱乐等体验也不断升级。

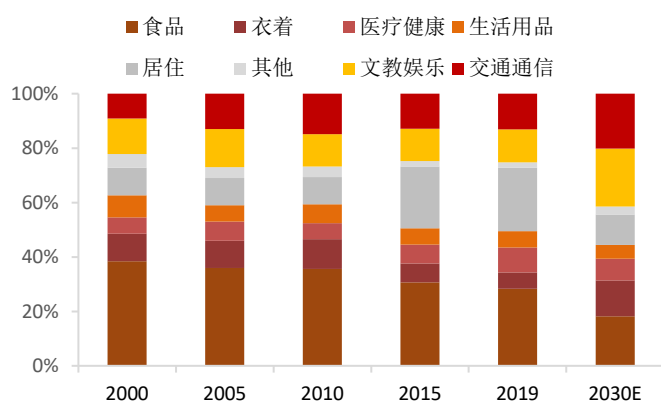
随着人们生活水平不断提高,未来消费升级将会持续进行:**1) 必选品占整个消费的比重逐渐下降,**据麦肯锡预测将从目前接近 30%降到未来低于 20%,随之而来的是可选消费占比将持续增长,消费结构不断向发达国家逼近。**2) 消费品质持续提升,**从实物类消费来看,智能化成为流行趋势,消费者对实物产品的智能性、品牌等需求提升;从服务类消费来看,消费者追求个性化和品质化,文化娱乐等精神领域需求进入爆发期,网络零售供给质量不断提升也会驱动消费品质升级。

图 13: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)



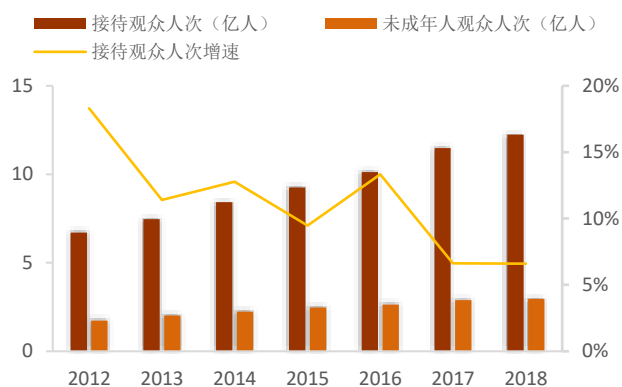
资料来源: Wind, 招商证券

图 14: 居民家庭人均现金消费支出 (2000-2030E)



资料来源: 国家统计局, 麦肯锡, 招商证券

图 15: 2012-2018 年全国文物机构接待观众 (亿人)



资料来源: 国家文化和旅游部, 招商证券

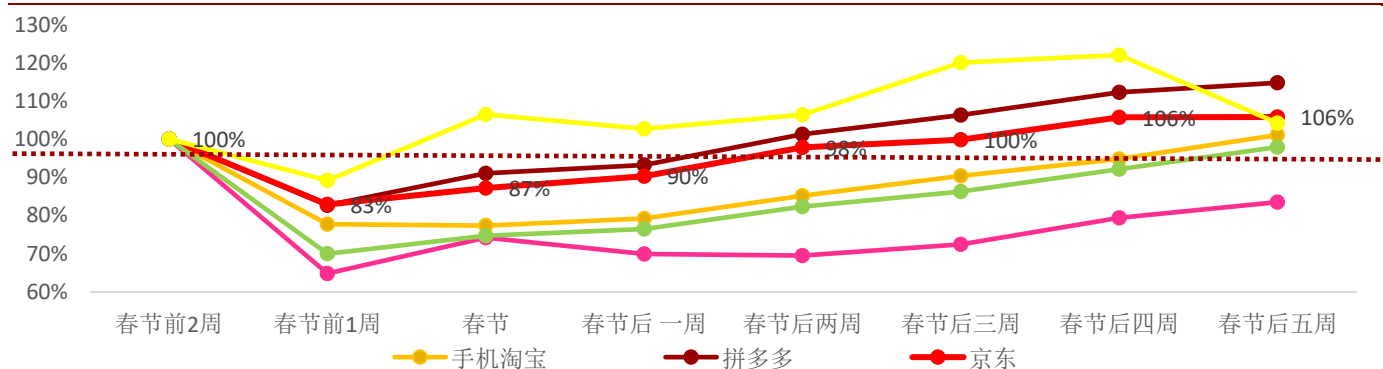
二、疫情加速消费者转移线上，电商中长期显著受益

新冠疫情使得消费者从线下向线上转移的速度远胜以往，对电商形成长期利好。新冠疫情对零售的长远影响远胜于对任何其他消费品。国内经过近 20 年的电商发展，2019 年网络零售总额才达到 20% 的占比，这次疫情发生后，国内的零售电商渗透率几个月的时间达到接近 25% 的占比，到年底可能会达到 30% 的占比，中国零售电商一年完成了过去 5 到 10 年的发展。疫情对零售的加速，对品牌、电商平台及服务产业链的发展产生了深远的影响，消费者习惯因此培养，可能会改变企业长期的战略重心，长期视角下电商企业均将显著受益。

2.1 三大电商：中长期视角均显著受益，马太效应下强者恒强

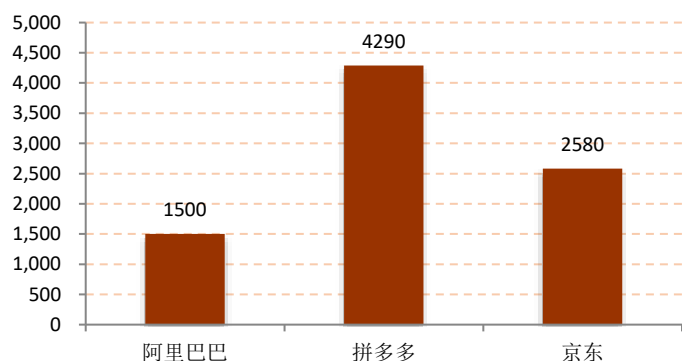
根据三大电商一季报情况，判断本次疫情对电商影响短期或出现分化，京东受益于自营物流保持稳健增速，拼多多受益于可支配收入下降 GMV 超预期增长，其他平台短期增长承压；长期来看随物流恢复速度加快，线上渗透持续上行，利好综合电商平台。

图 16：各平台 DAU 恢复情况（以春节前两周为 100% 的坐标轴测算）



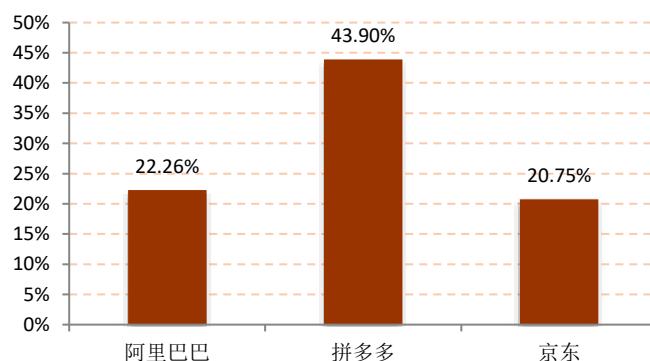
资料来源：Questmobile，招商证券

图 17：2020Q1 电商平台新增年度活跃买家数对比（万）



资料来源：公司公告，招商证券

图 18：2020Q1 电商平台营业收入增速对比



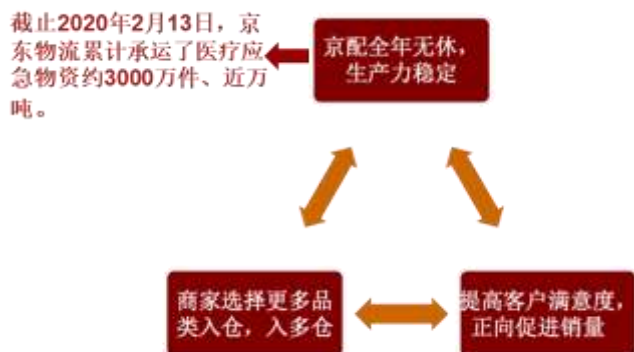
资料来源：公司公告，招商证券

2.1.1 京东：疫情期间社会化物流大幅停摆，京东自营物流体系优势尽显

疫情初期社会化物流停摆情况下，拥有自营物流的京东受影响较小。2020 年第一季度，

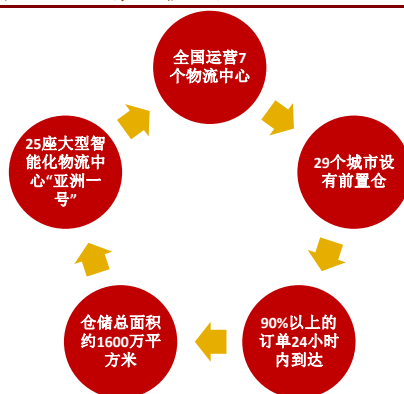
京东实现营业收入 1462.05 亿元, 同比增长 20.75%, 其中物流及其他服务收入为 65.85 亿元, 同比+53.65%; 实现营业利润为 23.20 亿元, 营业利润率为 1.59%, 去年同期盈利 12.26 亿元, 主要原因在于物流、为供应商服务等新业务亏损缩减, 且京东商城盈利能力提升。2020 年 Q1 京东活跃买家数达到 3.87 亿人, 同比+24.64%, 环比增加 2500 万, 环比+6.91%。

图 19: 京仓京配良性循环



资料来源：京东，招商证券

图 20: 京东物流具有规模效应



资料来源：京东物流，招商证券

图 21: 疫情期间选择京东用户增多



资料来源：招商证券

2.1.2 拼多多：疫情下消费者价格敏感度提升，拼多多 GMV 增速大超预期

疫情造成的停业、停工、失业等情况导致消费者可支配收入下降，从而对商品价格更加敏感，并尽量减少不必要支出，以低价格、高性价比著称的拼多多受到广大消费者青睐。2020Q1 拼多多 GMV 达 3026 亿元，同比增速高达 99%，实现营业收入 65.41 亿元，同比增长 44%。截至三月底，拼多多年度活跃买家数达到 6.28 亿，单季度新增 4290 万，同比增长 42%；平均月活用户数达到 4.87 亿，同比增长 68%；平台活跃买家平均年度支出金额达到 1842.4 元，同期增长 47%。

图 22：疫情期间拼多多受到青睐



资料来源：招商证券

2.1.3 阿里巴巴：疫情期间多种措施扶持商家促进消费，不改长期看好趋势

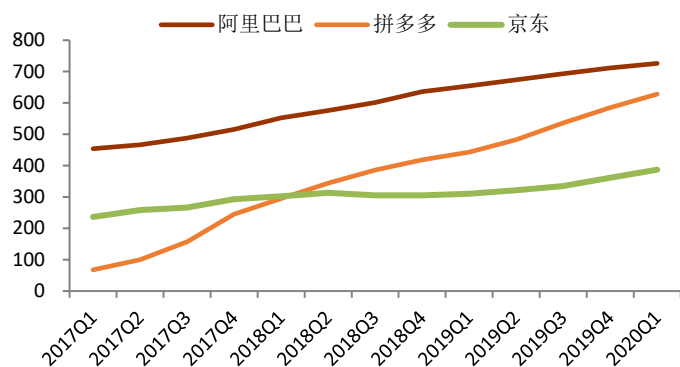
疫情期间阿里巴巴“春雷计划 2020”、“新国货计划 2020”等方式帮助广大企业转危为机。2020 财年阿里巴巴 GMV 达人民币 7.053 万亿元，突破 1 万亿美元，其中中国零售市场实现 6.589 万亿元人民币。截至 2020 年第一季度，阿里巴巴全球年度活跃消费者达 9.60 亿；中国零售市场移动月度活跃用户数达 8.46 亿，同比增长 17.34%，年度活跃消费者达 7.26 亿，同比增长 11.01%。长期来看，疫情结束后预计随着可选消费复苏，广告和佣金恢复正轨，同时直播电商有望助力 GMV 增长，同时消费者线上购物教育窗口期进一步缩短，电商渗透率长期进一步提升，不改对阿里的长期看好趋势。

表 1：疫情期间阿里巴巴采取措施及效果

措施	目的	具体效果
“38 女王节”、“直播购物节”、“上海五五购物节”	节日促销活动促进消费	“38 女王节”期间近 2 万个品牌实现销售额同比超 100%以上增长，淘宝直播带动的销量同比大涨 264%，最高的一天带动成交量增长 650%
2 月 10 日，阿里巴巴宣布全国线下商家均可零门槛、免费入驻淘宝直播，免费使用运营工具	降低商家入驻门槛 减少直播运营费用	截至 2020 年 3 月 31 日的三个月内，淘宝直播上使用直播的日活跃商家数同比增长 88%
4 月 7 日，阿里巴巴宣布时隔 11 年再次启动“春雷计划”，东莞、湖州、陕西、宁波等地成为阿里战略伙伴	扶助中小企业 促进数字化转型	1) “春雷计划”一周内已有 5000 多家江苏本地企业和个人扎堆上淘宝天猫开店，比去年同期翻一倍 2) 截至 5 月 21 日，超过 15 万家中小商家加入天猫海外分销平台，商家入驻速度相当于过去一年的 8 倍
4 月 22 日，阿里巴巴宣布升级“新国货计划 2020” 5 月 10 日，推出“510 新国货大赏”	推动新老国货品牌发展， 助推中国产业加速迈向全面 品牌化发展阶段	-

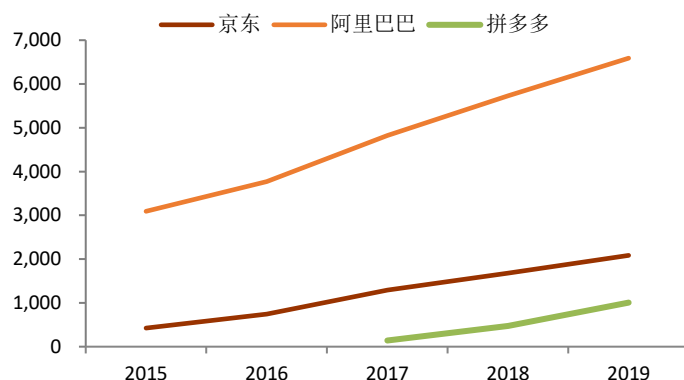
资料来源：公司新闻，招商证券

图 23: 电商平台年度活跃买家数对比 (百万)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 24: 电商平台 GMV 对比 (十亿)



资料来源: 公司公告, 招商证券 注: 阿里巴巴 2019 年 GMV 为 2019Q2 至 2020Q1 期间 GMV, 之前年份同理

2.2 直播电商重塑人货场, 疫情下直播经济二次爆发

2.2.1 直播电商重塑人货场, 提升渠道效率并改善消费者体验

直播电商=直播+电商, 直播为工具, 电商为基础。直播电商本质是品牌方对私域流量渴望的体现, 电商平台寻求流量, 直播平台寻求流量变现的渠道, 两者优势互补, 直播为电商带来流量从而达到为电商销售的目的。

直播电商重塑人货场, 提升渠道效率。1) 人: 消费者从主动消费变为被动消费。主动消费中搜索选品需要一个长时间品牌导入的过程, 但被动消费、口碑的传播会大大缩减用户的购物决策, 消费者在直播间里可以以评论的方式加强两者的交互, 从而得到个性化的消费, 提升用户体验。2) 货: 直播电商实现了去中间商, 拉近产品原产地的目标。过去商家需要采购, 把货存进仓库然后再上架, 而现在这一过程被略去, 同时视频代替了原来的图片展示, 以一个更真实和直观的方式展示产品, 所以不管从货品的展示还是货源上, 直播电商都更加拉近了距离, 缩短了决策时间。3) 场: “千里眼+顺风耳”的功能变成现实。依靠技术和设备的升级革新, 商家通过手机直播可以在任何时间任何场景展示产品, 具有很强的时效性。

同时, 直播电商解决传统电商存在的部分体验痛点, 某种程度上解决传统电商存在的一些问题, 如信息不对称、用户体验感差、缺少社交体验等。1) 传统图文广告模式对用户吸引力不再, 易产生审美疲劳, 顾客比货意识降低。与传统图文广告相比, 红人直播带货不仅保障强互动性和实时反馈性, 而且缩短了用户的决策时间, 提升效率。2) 凭借网红极强的形象化能力, 直播带货基于视频能更全面的了解产品与服务、丰富了维度, 解决了直观体验的信息差, 所看即所得。3) 随着生活节奏的加快, 用户对文字图片不再耐心, 比货意识逐渐减弱, 此时红人模式优势凸显, 其高用户粘性是与达人主播的主要区别。

图 25: 直播电商人+货+场的转变



资料来源：招商证券

图 26: 传统电商 VS 直播电商



资料来源：招商证券

直播电商开始于 2016 年，国内美妆直播进入大众视野，淘宝直播上线。淘宝直播引领了整个直播电商行业，通过供应链能力及流量能力，培养了李佳琦、薇娅等直播达人，将商品流量转化为红人流量，完美日记等众多品牌也因为直播受益。2019 年为电商直播的元年，直播与其他行业进行了恰到好处的结合，出现了“直播+”经济：直播+电商、直播+造星、直播+旅游、直播+体育、直播+社交、直播+综艺、直播+电竞等成为众多直播平台尝试的方向，其中直播+电商的渗透率正在迅速提升，直播已成为商家越来越重要的销售渠道。根据调研测算，2019 年直播电商总 GMV 约超 3000 亿元，未来有望冲击万亿体量，同时 MCN 机构快速发展，目前市场规模超 100 亿元，未来有望加速放量成长。直播已经成为一种新的带货方式，渗透消费者的日常生活。根据艾媒咨询报告显示，约有 25% 的直播电商用户每天会观看直播带货，约 46% 的用户则每周都会观看电商直播。

图 27: 中国在线直播用户数及增长率



资料来源：艾媒咨询，招商证券

图 28: 2016-2020MCN 市场规模及预测



资料来源：克劳锐，招商证券

电商形式不断变化，表面比拼流量，实际比拼供应链能力。淘宝、抖音、快手三大直播电商平台陷入三国杀，业务型互联网巨头+流量型互联网巨头根据自身资源禀赋演绎不同竞争战略。电商直播模式多样化，已经衍生出了多种模式，其中主流模式包含有秒杀模式、达人模式、店铺直播等。目前淘系内部更注重特卖直播，价格是王道，更依赖供应链驱动；而其他平台则注重多元化直播，商品是王道，同时更依赖人设驱动。

图 29：直播电商上下游产业链

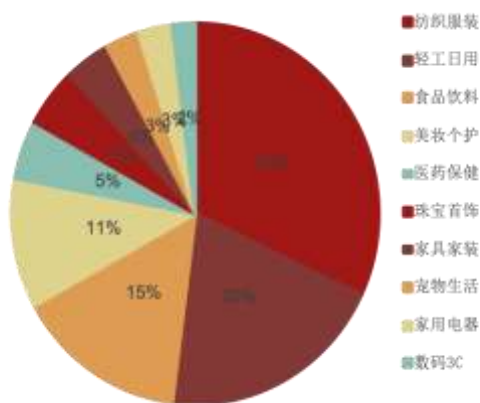


2.2.2 疫情下电商直播迎来二次爆发，各大电商平台加速布局

阿里：3月21日，淘宝直播开启首个“直播购物节”，1万个线下门店将集体开播，借助“直播万人团”等创新方式。随着淘宝直播节开启，淘宝直播上的明星迎来一轮爆发，欧阳娜娜等明星入驻淘宝。淘宝直播节期间，纺织服装、轻工日用、食品饮料行业参与直播的品牌数位居前列，分别占比32%、20%、15%。2020财年淘宝直播带动的GMV同比增长超100%。**拼多多：**市长直播+同城直播打造直播新模式，2月10日起，拼多多在全国率先开启了“政企合作，直播助农”，探索“市县长当主播，农户多卖货”的电商助农新模式。截至5月14日，相关助农专区和活动共计成交1.4亿单，卖出农副产品总计超过8.5亿斤。5月20日，国务院扶贫办和拼多多正式启动“消费扶贫百县直播行动”。**京东：**破次元壁电商直播，打造3C垂类直播基地。3月18日，汰渍品牌双大使任嘉伦和二次元虚拟歌手洛天依首次同框进入汰渍直播间进行直播宣传，一个小时的直播，微博阅读量超过1亿，原创讨论人数迅速过万，互动次数超6000万。京东打造的首个3C垂类直播基地已经有联想、微软、戴尔、西部数据等21个电脑数码领域头部品牌入驻，300余家电脑数码线下店将参与京东618线上直播。

从直播方式看，根据优达人数据，最近一周（2020.5.18-2020.5.24）纯店铺直播场次占比已超过50%，预计商铺直播将成为未来的主流直播方式。

图 30: 淘宝直播节期间各行业参与直播品牌个数占比



资料来源: 燃数科技, 招商证券

图 31: 淘宝直播节期间高直播指数品类 Top3 品牌

		Top1	Top2	Top3
纺织服装	品牌名	耐克	安踏	慧驰
	曝光指数	3781	2157	1629
美妆个护	品牌名	欧莱雅	花西子	美宝莲
	曝光指数	8014	6775	3836
珠宝首饰	品牌名	采石翁	玉馨	时光之谜
	曝光指数	1964	1290	950
食品饮料	品牌名	三只松鼠	良品铺子	日食记
	曝光指数	2683	1571	1566

资料来源: 燃数科技, 招商证券

图 32: 互联网巨头加速布局直播赛道

		有赞	拼多多	京东	苏宁	微信直播
目前进展	直播流量	背靠微信10亿月活 小程序6亿日活		2019年双十一期间, 京东直播带货累计成交金额环比618期间提升了25倍, 并首次实现了品类的100%覆盖, 自营品牌开播率突破60%;	DAU: 150W	潜在流量: 朋友圈11.5亿用户, 公众号, 以及小程序3亿用户
	GMV	19年Q3: 全站380亿 直播电商交易额: 10亿 19全年大约600亿GMV	19年11月27号首次直播试水, 当晚超十万人观看			
	转化链	微信生态→内容→粉丝→购买	KOL→商品→粉丝→购买	KOL→商品→粉丝→购买	内容→商品→粉丝→购买	微信生态→内容→粉丝→购买
	流量特点	扎根在微信生态, 浸泡在庞大的流量池, 通过精准的社群引流, 再到直播间变现, 再沉淀回到社群, 良性循环。	打通微信小程序进行引流, 通过微信生态分享实现裂变传播。	全面开放浮层权, 而向所有主播开放公域流量, 只要有货、有直播即可获得流量。	私域流量较大, 但目前还没有较大的爆发。	微信的使用率高, 收看直播的门槛低, 从侧面拉升了流量, 以小程序的方式进行直播提升微信公众号的使用率。
未来计划	扶持政策	联合快手发布“暖冬计划”发起线上免费课程, 帮助商家在疫情期间找到转型线上的钥匙	“直播百亿扶持计划”	商家赋能“2+2”计划, 针对头部商家给予核心资源及补贴, 帮助头部商家实现爆发式增长, 致力于孵化100个标杆商家, 10个亿级商家案例	流量扶持: “拼购+村”, 商户将有机会把自己的产品带到快手小店, 榴莲视频, 利用与苏宁互动的网红直播带货	平台提供的支付营销补贴, 广告补贴, 公域流量等, 加快孵化优秀商家, 打造知名网红直播带货
	未来计划	<ul style="list-style-type: none"> 小程序+直播电商打造“云卖货”; 进一步打通各大直播平台, 直播网红可直接开通有赞店铺; 全面打通有赞后台, 商家可无缝使用有赞丰富的电商营销工具。 	<ul style="list-style-type: none"> 没有将直播作为独立业务推出的规划; 不打算克隆和重复已有的商业场景与模式, 而是希望满足消费者的内生性多样需求, 利用分布式人工智能技术, 与商家一同为消费者创造“多实惠, 多乐趣”的新购物体验 	<ul style="list-style-type: none"> 京东直播将利用直播、工厂行等创新玩法, 打造产业带直播节; 投入亿级资源对商家和机构进行扶持 	<ul style="list-style-type: none"> 重点地去推进门店直播; 与阿里巴巴合作, 积极打通淘宝和苏宁门店的店员, 以门店的直播平台推荐直播业务 	<ul style="list-style-type: none"> “引力场”计划, 未来一年助力微信平台10万商家更好地获取用户, 完成商业变现; 扶持1000+商家通过直播电商模式突破1000万的年成交额

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 淘宝直播大盘数据 (2020.5.18-2020.5.24)

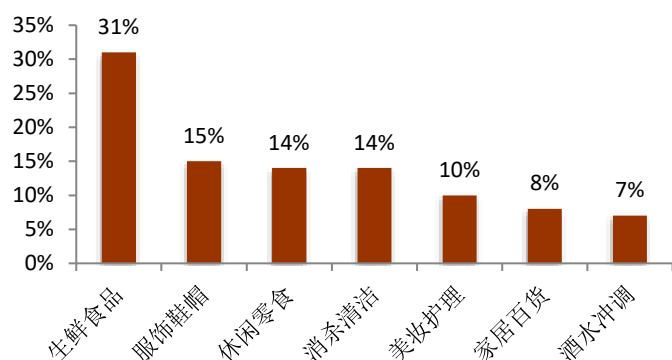
类别	数据
总开播主播数	16.45 万
5 月开播场次	195.50 万
总观看人数	40.62 亿
场均观看人数	1569 人
每小时观看人数	282 人
主播类型——纯店铺	52.68%
主播类型——纯达人	9.43%
主播类型——达人有店铺	37.89%

资料来源: 优大人, 招商证券

2.3 疫情驱动生鲜电商平台快速发展，盈利能力显著增强

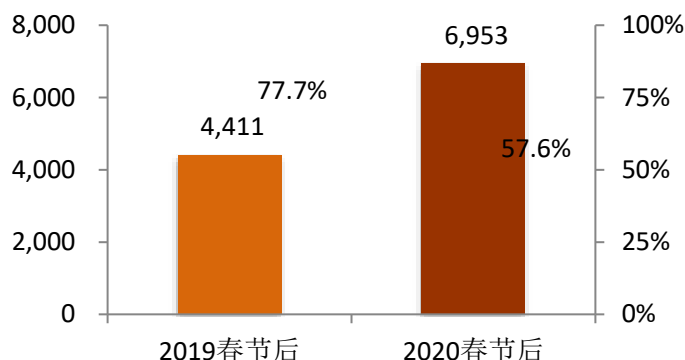
疫情下生鲜等必选品销售明显增长，线上销售占比快速提升。受疫情下消费者隔离在家、餐饮停业、可支配收入下降等因素影响，生鲜等必选消费品在疫情期间销售增长明显，据《第三只眼看零售》调查，疫情影响下的消费支出品类中生鲜食品占比达 31%，为所有品类最高。从生鲜购买渠道上看，疫情期间线上渠道占比明显提升，春节后 30 天（2020 年 2 月 3 日-3 月 3 日）生鲜电商活跃用户规模近 7 千万，同比增长 57.6%，生鲜电商行业人均使用时长涨幅超过 20%，且新用户的整体留存率高达 83%。同时消费者对生鲜预包装的接受度普遍提高，其中 50 岁以上的消费者态度转变比例最明显。

图 33：疫情影响下消费者不同品类支出占比



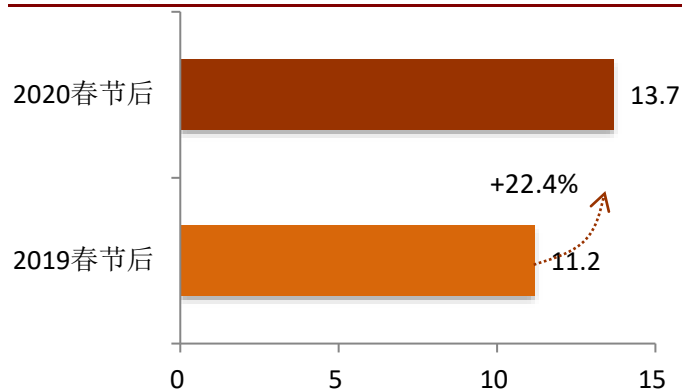
资料来源：第三只眼看零售，招商证券

图 34：生鲜电商行业活跃用户规模（万）及同比增长



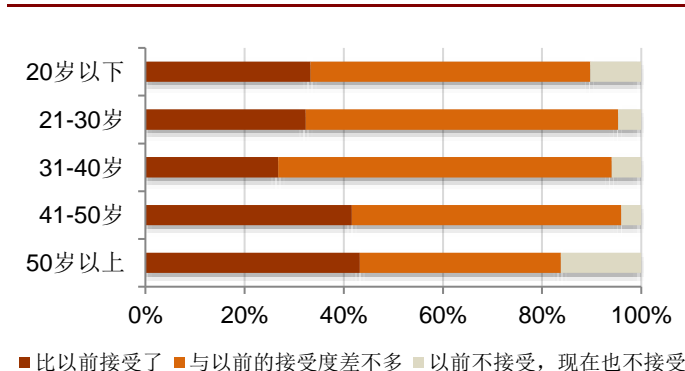
资料来源：QuestMobile，招商证券

图 35：生鲜电商日人均使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，招商证券

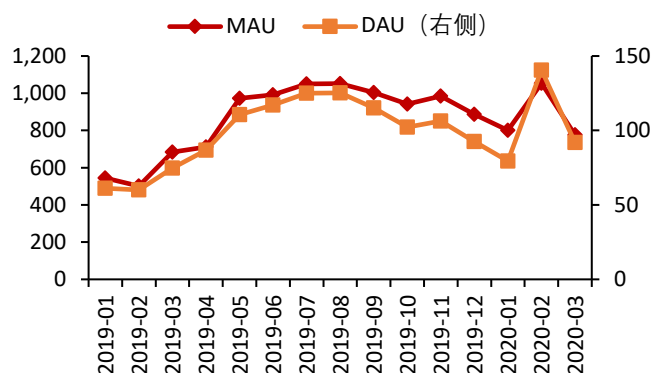
图 36：不同年龄消费者对生鲜预包装态度变化



资料来源：第三只眼看零售，招商证券

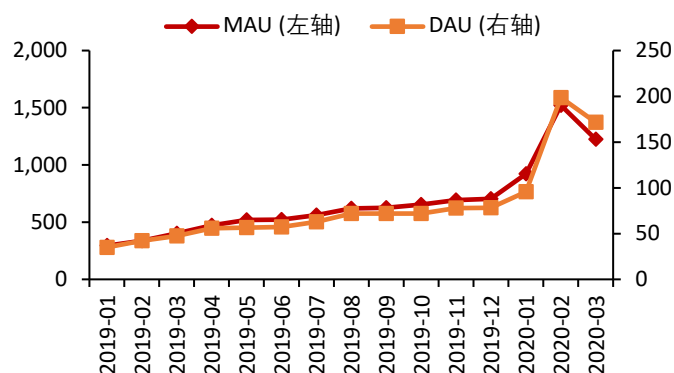
生鲜平台用户快速增长，订单量与客单价提升驱动盈利能力增强。前置仓方面，头部玩家每日优鲜、叮咚买菜 2020 年 2 月 APP 的月度和日度活跃用户数量均实现快速增长，MAU 分别为 1053.62 万/1521.54 万，同比分别为+110.22%/+352.69%，3-4 月活跃用户数有所回落但整体依然保持较高水平。同时订单量与客单价的提升带动公司盈利能力明显增强。以叮咚买菜为例，公司在疫情高峰期客单价由 60 元提升至 100 元，测算单仓销售额环比提升约 2.5 倍，带动公司净利率大幅提升，公司二月份首次实现盈利。

图 37: 每日优鲜 APP 月度和日度活跃用户数 (万)



资料来源: QuestMobile, 招商证券

图 38: 叮咚买菜 APP 月度和日度活跃用户数 (万)



资料来源: QuestMobile, 招商证券

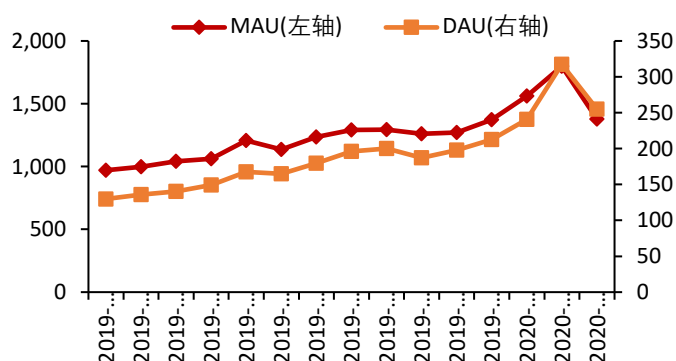
表 3: 叮咚买菜前置仓盈利模型疫情前后对比 (不含总部费用)

	春节前 12 月份		疫情期间	
	金额	销售占比	金额	销售占比
客单价	60	--	100	--
日订单数	1,000	--	1,500	--
月销售额	1,800,000	--	4,500,000	--
券后毛利率 (优惠券 5%)	--	26%	--	27%
净利润	23,000	1.28%	415,000	9.22%

资料来源: 招商证券

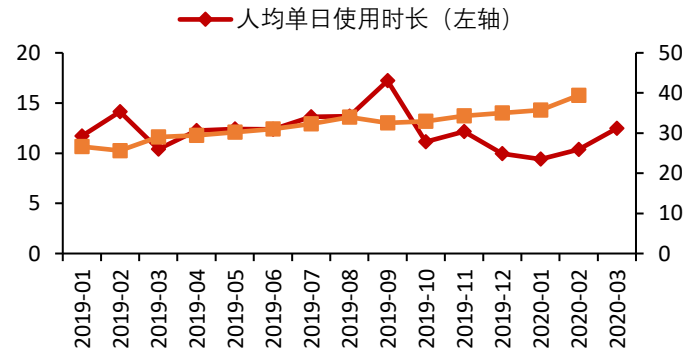
仓店一体模式初显优势，全渠道融合加速发展。新零售代表盒马全面退出盒马小站，发展 mini 业务，加大仓店推进力度。疫情期间平台活跃用户和留存率均有提升。2020 年 2 月盒马 APP 平台的 MAU 为 1798.12 万，同比/环比分别为+80.01%/+15.11%，2 月人均单日使用时长/7 日活跃用户留存率分别为 10.37 分钟/39.41%。

图 39: 盒马 APP 月度和日度活跃用户数 (万)



资料来源: QuestMobile, 招商证券

图 40: 盒马 APP 人均日使用时长和 7 日用户留存率



资料来源: QuestMobile, 招商证券

2.4 商家积极布局线上，有赞等 SAAS 工具商受益

疫情期间线下门店客流大幅下降，促使商户加速向线上平台转移。由于疫情期间实体门店大量关门歇业，很多原本对线上渠道并不重视和还在犹豫的实体商户，产生了强烈的线上需求，但又缺乏线上的经营能力，于是通过 SAAS 工具商进行线上转型，扩展销售

渠道。

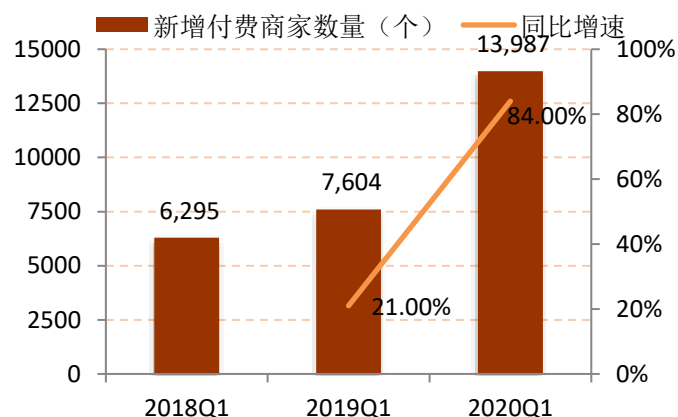
表 4：疫情期间商户线上运营案例

商家名称	经营玩法	运营效果
Teenie Weenie	上线有赞小程序，上线日策划「品牌复工福利日」多件多折活动；通过销售员功能，超 7000 名分销员上线营业	上线三天 GMV 超 1500 万
Kappa	策划疫情公益活动；上线有赞小程序，首页利用优惠券引导客户关注公众号，实现私域流量沉淀；发展门店员工成为分销员	新增 85.6% 的新客下单量；分销订单占比 42%
雅培	通过有赞小程序，权威发布育婴知识笔记，培养粉丝粘性；打造会员+分销的社交体系，鼓励会员进行产品/内容的分享传播	疫情期间，新增用户超 18 万
爱康体检宝	调整货品架构，通过有赞分销市场或外部采购增加防疫、健康用品；成立内部员工推广群，鼓励员工完成分享传播	防疫用品上线 4 天，店铺成交累计上百万
文峰股份	通过有赞分销市场快速补充防疫用品，并提供同城配送服务；将员工、导购转化为销售员；大力开展线上直播	疫情期间，销售额环比增长了三倍

资料来源：有赞说，招商证券

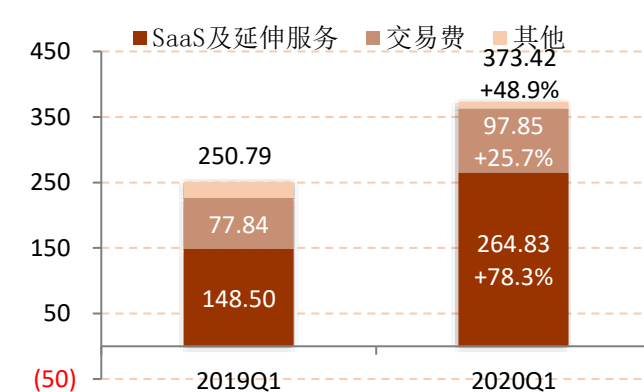
以有赞为例，作为头部 SAAS 工具商，有赞在疫情期间帮助传统线下商家打造线上经营能力，帮助众多商家实现了线上业务的快速增长、减少了疫情带来的损失，因而实现了新增商家数量大幅增长及收入的大幅提升。2020Q1 有赞新增付费商家数量 13,987 个，同比增长 84%。有赞总收入达 3.7 亿元人民币，同比增长 48.9%，其中 SaaS 及延伸服务收入 2.6 亿，同比增长 78.3%。

图 41：有赞新增付费商家数量（个）



资料来源：公司公告，招商证券

图 42：有赞收入（百万）



资料来源：公司公告，招商证券

三、疫情加速线下龙头数字化转型，集中度提升为大趋势

3.1 疫情加速线下企业数字化布局

3.1.1 超市：疫情培养到家消费习惯，实体商超加速发展到家业务

疫情期间消费者外出不便，大量餐饮需求转向家庭消费，尤其表现为生鲜产品需求的提升，线下实体商超通过构筑线上线下融合的消费场景，深化供应链整合，建立全渠道布局，线上销售占比明显提升。疫情成为线上消费的催化剂，长期来看线上渗透趋势向上，预计线上+线下双线运营将成为未来线下商超的主流发展模式。

(1) 高鑫零售：到家业务发展驱动整体同店高增长

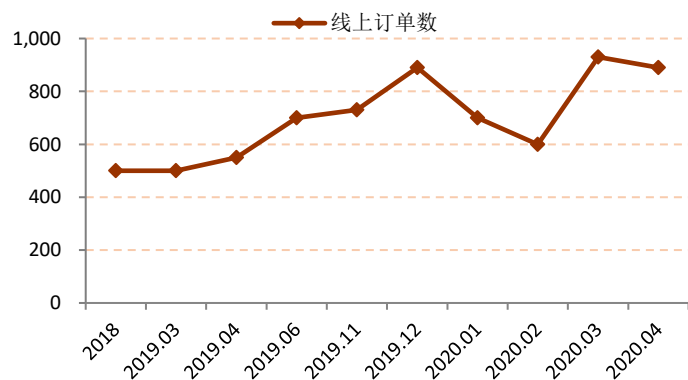
疫情期间线下流量向线上转移，公司线上业务带动整体同店增长。疫情期间公司整体同店表现良好，公司一季度同店高单位数增长，其中 3 月份同店增长 10% 以上。客单价方面，疫情前淘鲜达线上业务客单价约为 63 元，疫情期间增长明显。其中 1 月客单价 78-79 元，2 月 109-110 元，3 月回落至 80 元左右，但较 2019 年的 63 元仍有大幅提升。订单数方面，2019 年淘鲜达日订单数大约为 640 单，今年 1 月份平均每店每天线上单量超 700 单，2 月超 600 单（受限于运力不足），3 月和 4 月分别为 930 单和 890 单，均显著高于 2019 年平均水平。

表 5：2019 年高鑫淘鲜达单笔订单模型

科目	数值（元）	备注
客单价	64	扣税补贴后的报表收入
毛利率	25%	
毛利	16	
运费	7.3	包含电动车折旧等所有费用
平台费	1.92	平台费 3%
租金	0.75	门店租金
人工履约成本	2.7	店内员工拣货
折旧	1.2	悬挂链的设备折旧
能源费	0.35	水电
其他（包装费、支付成本）	0.70	
利润	1.08	
净利率	1.69%	

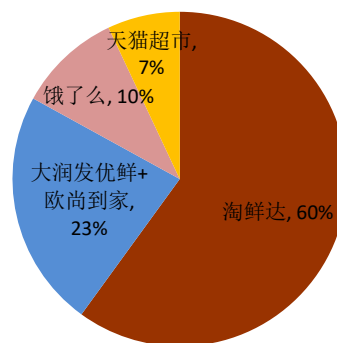
资料来源：公司调研，招商证券

图 43：高鑫零售平均每店每日线上订单环比变化趋势



资料来源：公司调研，招商证券

图 44：高鑫零售线上订单流量来源构成

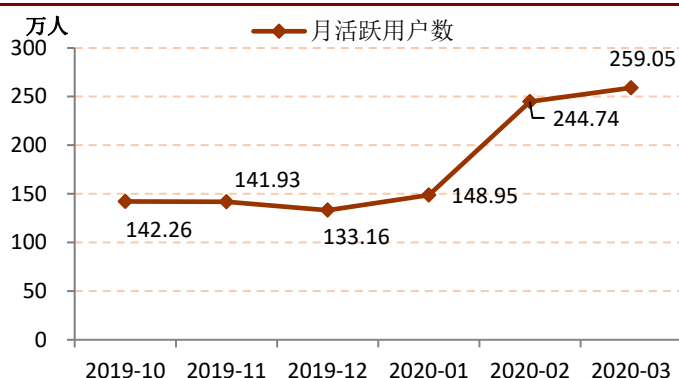


资料来源：公司调研，招商证券

(2) 永辉：积极发展到家业务，线上占比显著提升

公司积极推进到家业务发展，2020Q1 公司到家业务实现销售额 20.9 亿元，同比去年增长 2.3 倍，占比大幅提升 4.5pct 至 7.3%。疫情期间，公司通过建立微信社群服务，推广 APP 等方大力发展到家业务，平台用户活跃度 2 月份实现 64.31% 增幅。永辉强大的供应链管理能力和高 SKU 保障线上业务发展，公司线上业务占比稳步提升，3 月份永辉生活 app 占到家业务比重已提升至 56.86%。2020 年公司计划深度推进线上业务布局，实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户。

图 45: 永辉生活 APP 月活跃用户活跃度情况



资料来源: Questmobile, 招商证券

(3) 家乐福: 疫情加速线上业务发展, 苏宁赋能成效显著

苏宁赋能下, 公司通过苏宁易购 APP、家乐福小程序、苏宁小店 APP 三大流量入口快速发展到家业务。家乐福 APP 2 月份先后推出“三公里小时达”、“同城配”业务, 服务范围从三公里扩大到 10 公里, 覆盖全国 51 个城市。截止 2 月 25 日, 每个门店线上订单达到 500-600 单左右, 部分门店超过 1000 单, 环比增速基本保持 20% 以上, 同比增速保持 200% 以上。订单数增长带动线上收入增长, 线上收入占比同期由 4-4.5% 上升至 10% 以上。

图 46: 家乐福到家入口界面



资料来源: 苏宁易购, 苏宁小店, 微信小程序, 招商证券

图 47: 家乐福三项“到家”业务订单量情况



资料来源: 苏宁易购, 招商证券

3.1.2 百货: 百货企业先后开启直播新模式, 老树开新花引入平台新流量

受疫情影响, 消费者难以实现到店体验, 百货企业纷纷转换思维展开自救, 在直播带货中寻求商机, 直播保障了百货商家与顾客密切沟通, 提升顾客购物体验, 线上获客能力稳步提升, 成为疫情下重要引流窗口。

(1) 天虹股份: 疫情催化直播模式留存引新, 带动线上业务实现高增长

疫情期间, 受限于目标顾客无法到店, 公司积极推进直播带货模式, 通过线上平台与老顾客维持密切沟通, 并进一步拓宽流量入口。一季度公司线上销售占比 10% 左右, 其中 2、3 月份占比高达 30%。疫情下公司启动直播带货模式, 直播转化率较高, 效果良好, 超过 1000 名导购通过微信小程序直播带货, 多场直播实现超百万业绩。同时, 公司与众多品牌方达成合作关系, 欧莱雅集团曾授予公司线上 A+ 级授权, 预期将吸引更多

多品牌方加入。未来公司将进一步优化直播线上布局，包括推进全员直播、优化直播产品、平台互动、用户体验等。

（2）重庆百货：数字化转型显成效，加速直播和线上商城布局

公司坚持推进全面数字化转型，通过打通流量、交易、会员，促使线上线下双线融合，逐步实现跨品类、跨时间的人货匹配，截至今年5月份，公司百货线上O2O销售占比约5%，电子会员占比合计达到38%左右，数字化会员成为支撑公司线上线下业务转化的基础。未来公司将通过线上商业流通渠道构建科学布局，加速布局直播板块和线上商城。具体包括：搭建“重百云购”平台，建立独立的微商城；优化线上运营功能，开展微信群、小程序直播环节；加强会员数据的挖掘和分析维护等，最终形成完整的线上闭环。

（3）王府井：抖音直播带货热度高，线上商城高速增长

公司积极布局线上业务，并发展以店员为主的小程序直播模式，初次入驻抖音便反响强烈。一季度公司线上业务增长速度较快，约占整体份额的10%。疫情期间，公司尝试发展以店员为主的小程序直播模式，首次入驻抖音便受到高度关注，引流效果良好。2月28日，株洲王府井百货宣布入驻“抖音小店”平台，首次尝试抖音直播带货。同日下午，10多家零售大牌开始在株洲王府井官方号上，连续不间断专场直播。本次王府井抖音线上直播，观看人数突破83万，获赞数超过70000人次，账号累计增粉6万，商品总销量超3000件，销售额超过240万元。

图 48：天虹微信小程序入口界面



资料来源：天虹微信小程序，招商证券

图 49：株洲王府井百货抖音平台直播页面

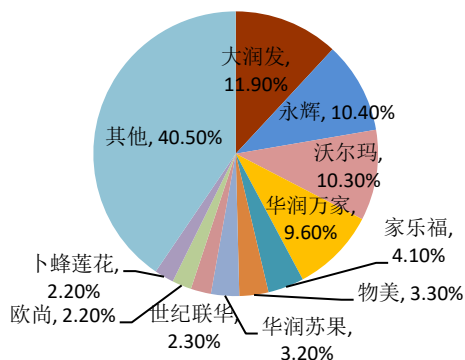


资料来源：抖音 APP，招商证券

3.2 疫情加速行业集中，深度利好零售龙头企业

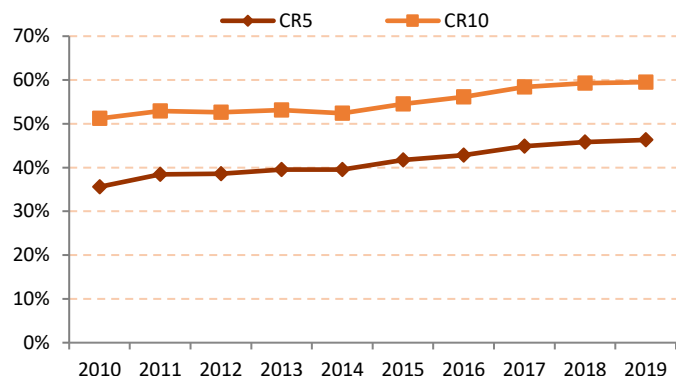
中国零售市场近十年一直呈现碎片化状态，产业集中度低，缺乏龙头企业。据欧睿数据显示，2019年我国超市CR5和CR10占比分别达到46.30%和59.50%，虽较2010年的35.60%和51.20%分别增长了11个百分点和8个百分点，但2018年中国大卖场CR5市占率为45.80%，相比于美国的100%仍有较大差距。

图 50: 2019 我国大卖场行业市场占有率



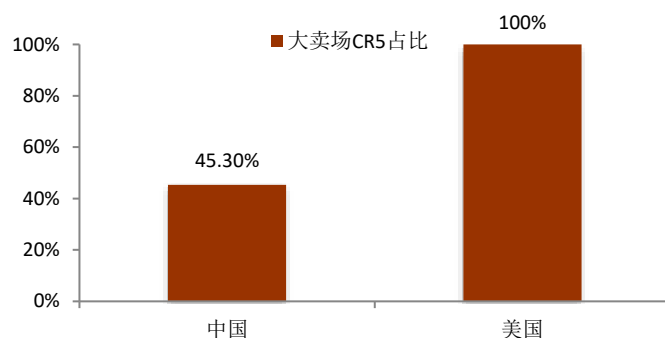
资料来源: Euromonitor, 招商证券

图 51: 2010-2019 我国大卖场 CR5/CR10 市占率情况



资料来源: Euromonitor, 招商证券

图 52: 2018 年中美大卖场 CR5 对比



资料来源: Euromonitor, 招商证券

我国零售业竞争格局分散的原因主要包括：1) 地域消费差异和地方政府优势利好区域性超市。我国幅员辽阔，不同地区消费习惯差异明显，全国定位的大型超市企业难以精确把握消费者需求，且早期受限于资金不足，发展初期必须首先考虑企业生存问题，因此大多选择精耕细作，区域领先的发展战略。同时地方零售企业更加具备当地政策和资金优势，消费者依赖性较强，容易形成区域优势壁垒，阻碍全国连锁龙头进一步向下延伸发展；2) 海量不太规范的小规模经营者。2019 第四次经济普查数据显示，我国个体经营户超过 6000 万个，加上以个体户为主体的各类小店超过 1 亿，其中 58% 是夫妻店和亲友店，海量小规模经营者分散了我国零售业格局；3) 竞争型市场培育时间不足。1910 年超市业态最早出现在美国，而我国超市行业发展时间短，从 1980 年国营菜场兴起至今，与美国等发达国家有超过 50 年的发展差距。

图 53: 中美超市发展历程对比



资料来源：公司官网，招商证券

疫情催化零售行业并购重组，加速优秀的龙头企业兼并收购。疫情催化下超市加速布局线上，行业迎来深度整合转型期，稳固的生态体系和完善的供应链管理价值凸显，头部企业市占率将得以大幅提升。1) **龙头企业推进线上布局，线上引流效果良好，提升企业综合实力。**疫情期间，线上消费市场红利空间逐渐显现，已有门店基础且供应链比较成熟的零售商，特别是有着稳固现金流和资本支持的龙头企业纷纷推进线上业务布局，线上成为流量关键入口。疫情期间，线上业绩大幅增长，助力企业综合实力提升，进一步提升市场占有率。2) **疫情严重打击小规模经营者，加速行业集中度提升。**疫情迫使小规模经营者大范围退出零售市场，主要原因包括：1) 线下客流量显著下降。一方面消费者出门受限，小规模经营者缺乏资本布局线上，面临大量客流损失；另一方面，消费者对于食品品质卫生要求提升，大型零售商更具竞争优势。2) 受限于规模小、抗风险能力弱、利润率低等因素，租金和人力成本导致资金链濒临断裂；3) 疫情对零售商供应链管理提出较高要求，疫情下小规模经营者逐渐暴露出在物流配送和供应链管理上的短板。

多批零售企业面临破产危机，龙头零售商有望借助小规模经营者渗透下沉市场，提升市场份额。据淘数科技数据显示，2020年1-2月，我国有24.7万家企业倒闭，其中批发零售业的企业倒闭数量最多，有8.5万家，占比34.4%。以全时为例，5月11日，全时便利店宣布北京区域所有门店将结束经营，这是继4月天津大规模闭店后的第二轮倒闭，正式宣告全时的死亡。小规模经营者的退出为龙头零售商并购重组提供了众多优秀标的，由于小规模经营者大多扎根于本地市场，且一些连锁店已经初具规模，有固定的消费客群，并购后可以辅助龙头企业渗透下沉市场，进一步提升业绩表现和市占率。后疫情时代，行业集中度将面临新一轮的提升。

表 6: 2020 年 1-2 月我国各行业注销企业情况

行业	注销企业数（万家）	注销行业占比
批发和零售业	8.5	34.4%
租赁和商务服务业	4.1	16.5%
科学研究和技术服务业	2.1	8.6%
制造业	1.8	7.3%
农、林、牧、渔业	1.7	6.8%
软件和信息技术服务业	1.4	5.7%
建筑业	1.4	5.6%

文化、体育和娱乐业	0.7	2.8%
房地产业	0.7	2.8%
居民服务等其他服务业	0.6	2.6%

资料来源：淘数科技，招商证券

表 7：1 月-2 月我国企业新增和注销情况（万家）

企业状态	2020 年	2019 年	同比变化
新成立	54.0	84.4	-36.0%
注销	24.7	54.5	-54.7%

资料来源：淘数科技，招商证券

近几年零售行业并购浪潮不断兴起，行业面临深度整合转型，利好头部企业。近年来，零售行业并购浪潮涌现，行业集中度得以提升，以物美为例，2006 年，物美就曾通过托管、收购、重组等方式入股北京超市发、京北大世界等全国 20 多家商业企业的 400 多个网点，截止目前并购支出已经超过了 200 亿。2019 年 10 月 11 日，公司收购麦德龙中国，预计最迟在 2020 年第二季度完成交割。同时参与重庆百货混改，以增资方式入股重庆商社集团，进军西南市场。物美通过频繁并购扩大规模优势。

表 8：部分物美收购企业情况

时间	公司	地区	收购比例	收购门店数	金额
2002.05	崇文门菜市场	北京	49%	9 家	2940 万
2004.04	超市发	北京	25%		7000+万
2004.08	京北大世界	北京	100%	1 家	
2004.12	大荣	天津	100%	12 家	
2006.02	美廉美	北京	75%	23 家	3.7 亿
2006.04	新华百货	银川	29%		1.767 亿
2007.06	奥士凯	北京	50%	3 家	
2008.09	浙江供销	浙江	54%		1.51 亿
2010.01	湖州老大房	湖州	51%		
2013.10	卜蜂莲花	中国(除湘粤)		36 家	23.45 港元
2014.12	百安居	中国	70%		14 亿
2018.08	乐天玛特	北京		21 家	14.6 亿
2018.10	邻家便利店	北京		160 家	
2019.03	华润万家	北京		5 家	
2019.06	重庆百货	重庆	45%		70.75 亿
2019.10	麦德龙中国	全国	80%	97 家	118 亿

资料来源：公司公告，招商证券

3.3 区域零售龙头逐步回归主业经营，ROE 有望持续回升

区域零售龙头企业在当地往往具备强大的资源优势，不少零售企业涉足地产开发等其他业务，导致零售主业缺乏重视，零售业务净利率较低。目前从投资和销售等方面的数据看，房地产整体的投资回报率或已步入下行周期。房地产等其他业务投资回报率的下降带动零售公司回归主业经营。以步步高为例的零售公司开始回归零售业务，回归后，公司净利率有望逐步回归行业水平，ROE 有望迎来长期上行期。

图 54: 商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

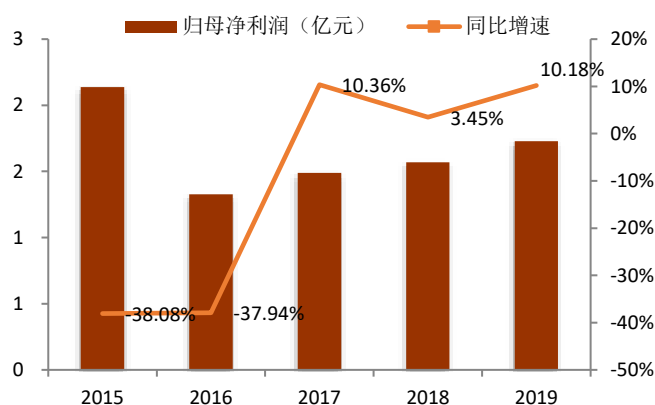
图 55: 房地产开发投资额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

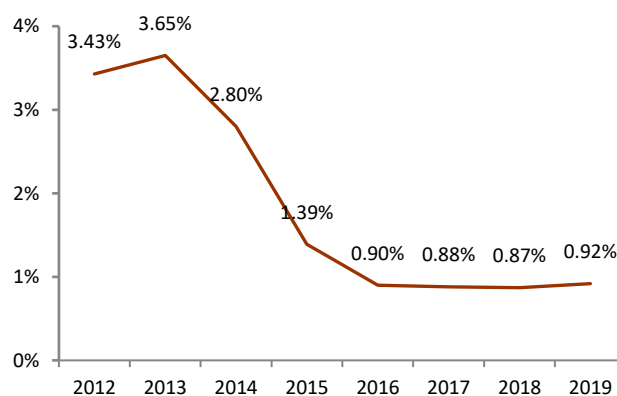
步步高: 聚焦超市+百货主业, 回归商业零售传统。过去十年步步高的董事长王填先生将精力主要放在了商业地产的发展, 将超市等核心业务交给国际化的职业经理人团队打理。在房地产周期下行背景下, 2019 年王填先生重新回归商业零售。公司内部基于战略复盘做出两个重要战略调整: 一是从“多业态”发展回归“超市+百货”核心业态, 并主要聚焦于超市发展, 步步高取消便利店事业部, 将服装和餐饮等不产生盈利的辅助业态进行剥离, 由此可减少几千万亏损; 二是从五省区纵深转变为四省区深耕, 步步高参与重庆百货混改, 重庆地区门店完全转给重庆百货, 预计减亏 8000 余万。步步高回归主业经营后, 2019 年净利率同比增加 0.05% 至 0.92%, 未来净利率有望进一步提高, ROE 也有望逐步提升。

图 56: 步步高归母净利润及增速 (2015-2019)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 57: 步步高净利率 (2012-2019)

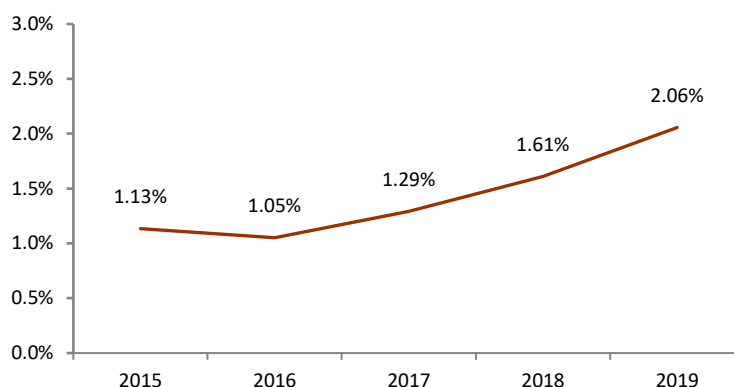


资料来源: 公司公告, 招商证券

重庆百货: 未来更加注重超市与百货主业发展, 混改带来经营效率提升。重百目前形成了百货、超市、汽贸和电器等多业态发展的经营格局, 未来将会把发展中心聚焦在超市和百货。超市方面, 重庆百货混改引入物美系、步步高系, 实现管理和技术改进以及协同效应, 物美系下的麦德龙采购资源协同对公司商品配置等提供极大支持; 同时借助多点提供的零售管理系统, 重庆百货逐步实现细节管理和全面数字化改造, 综合改善公司盈利能力, 提升毛利水平。重庆百货加速超市发展, 预计 2020 年将实现不低于 20 家

新开店规模，2021 年计划连续两年每年不低于 70 家新开店。百货方面，公司将进行全数字化转型，搭建经营平台，推进类购物中心和购物中心发展，提升存量和增量市场占有率，预计利润将保持不低于两位数的提升。近年来重庆百货净利率逐年增长，对标行业仍有较大的提升空间。

图 58: 重庆百货主业净利率 (2015-2019)



资料来源：公司公告，招商证券

四、新消费和新渠道催生新品牌崛起

新的消费需求、新的传播方式、新的消费渠道的出现必将催化新品牌的诞生。从历史上看，淘宝的兴起孕育了御泥坊、韩都衣舍等淘系品牌；微信微商的兴起也曾带动思埠、俏十岁等微商品牌崛起。2019 年以来，以完美日记、元气森林为代表的网红品牌基于微信、抖音、小红书等新渠道，通过抓住消费需求的变化，不断地进行产品创新、场景创新、营销创新，迎来高速发展。

表 9: 各渠道新品牌代表

渠道	品牌
淘品牌	御泥坊、韩都衣舍等
微商品牌	思埠、俏十岁等
小红书	完美日记、usmile、菲洛嘉 FILORGA
抖音	答案茶
便利店	元气森林

资料来源：公司官网，招商证券

表 10: 新品牌案例

品牌	满足新消费需求	利用新渠道	品牌经营效果
完美日记	面对日益增长的高品质国货彩妆的消费需求，完美日记针对亚洲女性面部和肌肤特点，研发一系列“高品质，精设计”的彩妆产品	入驻小红书，通过自产笔记、KOL 投放，吸引粉丝近 200 万；在抖音上，和李佳琦合作发布多篇种草视频	成立仅三年，估值达到近 20 亿美元，成为头部国货美妆品牌

品牌	满足新消费需求	利用新渠道	品牌经营效果
元气森林	面对消费者快速提升的健康意识，研发健康、无糖的饮料，同时用零热量的甜味剂代替蔗糖，保持口感	依靠连锁便利店增势以及与便利店目标人群的高度匹配，选择一二线城市的便利店作为市场切入口	产品一经上市迅速占领无糖领域，成为国内无糖饮品的顶尖品牌，2019 年达到近 10 亿的销售额

资料来源：公司官网，招商证券

4.1 消费品分级催生高性价比品牌与高溢价品牌同时崛起

消费者对于不同品类的商品品牌认知度不同，形成不同的消费态度，表现为对低品牌认知度品类追求极致性价比，而对高品牌认知度品类则愿意支付品牌溢价。消费者在购买商品时总是希望能花最少的钱获得最高的效用，对于高品牌认知度的商品，消费者愿意支付更高的溢价以换取除产品使用以外的效用；而对于品牌认知度低的商品，消费者很难获取产品使用以外的效用，也就不愿意支付或支付很少的溢价。

消费者原因为品牌支付溢价的原因在于品牌带来的两大作用：身份象征与品质保障。作为身份象征，消费者能通过品牌显示自身的经济实力与社会地位，也可通过品牌宣扬的品牌精神与内涵显示自身的个性生活方式与审美品位；作为品质保障，品牌能为消费者提供最基本的安全保障，同时更好的品牌也通常意味着产品性能更好、效果更佳。因此，对于能体现消费者身份，或消费者追求高安全性、高品质的商品品类，品牌认知度强，消费者更愿意为品牌支付溢价。

对于白酒、化妆品等高品牌认知度品类，品牌属性强，消费者品牌忠诚度高，对品牌产生一定的信任、情感维系，甚至依赖，并愿意为其支付一定的品牌溢价。而对于品牌认知度较低的商品品类，消费者通常选择价格相对便宜，高性价比的商品。比如纸巾等生活消费品，在产品功能、质量等相差不大的情况下，消费者感知到的品质不确定性很小，也就不会或只愿意支付很少的溢价。

表 11：品牌认知度影响因素与商品品类

商品品类	品牌认知度	身份象征		品质保障	
		社会地位	个性审美	安全性	性能质量
奢侈品	高	✓✓✓	✓✓		✓✓
高端白酒	高	✓✓✓	✓		✓✓
汽车	高	✓✓✓	✓	✓✓	✓✓✓
化妆品	高	✓✓	✓✓	✓✓✓	✓✓✓
手机	高	✓✓	✓		✓✓✓
服装鞋帽	中	✓✓	✓✓✓		✓✓
奶粉	中	✓		✓✓✓	✓✓✓
休闲零食	低		✓	✓✓	✓✓
小家电	低		✓	✓	✓✓
生活厨具	低				✓
日用品	低				✓

资料来源：招商证券

4.1.1 拼多多 C2M 模式大行其道，孕育丝飘等高性价比品牌快速崛起

拼多多定位为“Costco+Disney”，致力为消费者提供高性价比的商品与快乐的购物体

验。对于低品牌度品类，拼多多主要通过 C2M 模式实现高性价比。在需求侧，拼多多通过算法推送实现“货找人”，并结合社交拼团、邀请砍价、助力免单等方式，短时间内积聚大规模订单；在供给侧，拼多多将下游需求直接反馈至上游工厂，使工厂可以在短时间内实现大批量生产并通过拼多多直接销售至消费者。C2M 模式使得商品的供应链得以缩短，同时消除了品牌溢价，从而为消费者提供了更高性价比的商品。

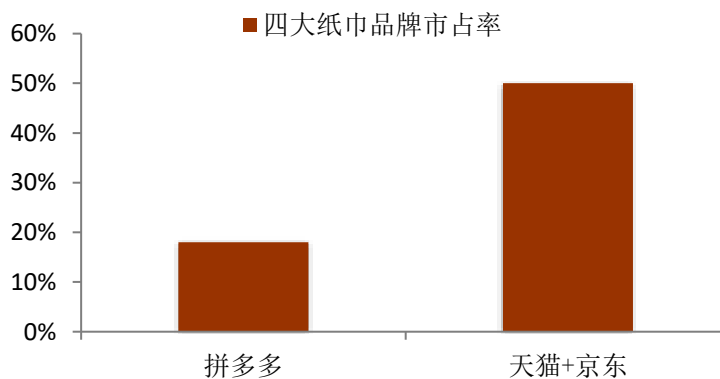
图 59：拼多多 C2M 模式对商品至消费者全链路的优化



资料来源：招商证券

纸巾作为代表性的低品牌认知度品类，功用特征明显，消费者在购买时更追求性价比。丝飘原为小型纸巾工厂品牌，在淘宝试水线上渠道后销量并不乐观。2016 年 9 月，丝飘与拼多多进行 C2M 模式合作，定制化推出第一款 30 包大规格产品，上线后首月突破 3 万单。2018 年，丝飘品牌销售额突破 2 亿，较入驻拼多多之前增长超 10 倍，同期生产线从 3 条扩充到了 27 条，并加入了拼多多新品牌计划。加入新品牌计划之后，丝飘持续发展，2019 年销售规模增速达 75%。据我们对某知名纸巾品牌商的调研，预计拼多多 2019 年纸巾类 GMV 已接近京东，而拼多多上纸巾类传统四大品牌(维达、清风、心相印、洁柔)市占率之和仅约为 15-18%。拼多多通过 C2M 模式孕育了丝飘等一批高性价比品牌快速崛起。

图 60：2019 年 12 月四大纸巾品牌市占率对比(拼多多 VS 天猫+京东)



资料来源：草根调研，燃数科技，招商证券

4.1.2 天猫新锐品牌响应新消费需求，提供高颜值、个性化新品

天猫品牌属性日益显著，更多品牌将天猫作为品牌宣传渠道与新品首发阵地。2019 年 10 月底天猫发布“新锐品牌计划”，未来将通过投入百亿规模资源，为品牌新品提供流量曝光、供应链创新、新品研发、跨界合作等服务，孵化出 100 个年销过 10 亿的新品牌、5000 个年销过亿的新品牌。目前，天猫通过提供消费数据洞察等多方面资源为企业赋能，成功助力三顿半、钟薛高、泡泡玛特等多个新锐品牌迅速发展成为各个细分类目的头部品牌。

天猫方对新锐品牌的定义：“代表新的消费趋势，具有产品创新力及高成长性，且过去三年在中国市场的认知度较低”。除了以三顿半为代表的国产品牌，这些新锐品牌中也包括了已经在海外有一定知名度，但刚进入中国市场的新进品牌，如 Glamglow。区别于传统品牌，新锐品牌能快速响应新的消费需求，提供高颜值、个性化的产品。

表 12：天猫新锐品牌案例

品牌	品牌理念	产品特点	销售策略	经营效果
三顿半	通过创新咖啡产品、构建精品咖啡的消费场景，将咖啡生活方式大众化，满足高性价比和便捷化的消费需求	极具特色的数字小罐装精品超即溶咖啡，通过冰水、牛奶就可以使咖啡粉溶解，具有便捷性、高颜值、新玩法等特点	依托天猫大数据，调整产品销售结构，帮助目标用户养成咖啡消费习惯，增加复购；通过社交媒体和内容平台分享传播	2019 年天猫双 11 成交额达到 18 年的 10 倍，超过 2018 全年，同时登顶“天猫双十一”咖啡类目销售榜首
钟薛高	不再追求完美人设、拒绝高大上的概念，专心做好“中国的雪糕”，用柔性品牌策略来吸引不同特点的新生代消费者	采用瓦片式设计，在产品外形中加入中国元素；原材料品质高，棒签可降解；雪糕零添加，基本不含稳定剂、乳化剂和胶体	通过线上社交、内容平台口碑传播，形成网红效应；线下通过不同主题的快闪店吸引用户，向线上导流	2018 年天猫双 11，仅靠一款雪糕占据冰品类 10% 的销售额；2019 年双 11 创下 18 分钟销售 10 万支的记录
泡泡玛特	定位潮流玩具，面向“泛二次元”年轻女性用户，满足消费者的搜集欲望和好奇心	旗下 IP Molly，外形设计极具个性；通过盲盒形式售卖，具有神秘感，且提升了用户复购率	系列中增加“隐藏款”，提升消费者好奇心，增加复购；建设潮流玩具社区、通过社交媒体和内容平台分享传播	2019 天猫双 11 销售额达到 8212 万，同比提升 194.76%，连续两年获天猫玩具大类（玩具+模玩）第一名

资料来源：各品牌官网，招商证券

图 61: 三顿半数字小罐装精品超即溶咖啡



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 62: 钟薛高冰淇淋



资料来源: 公司官网, 招商证券

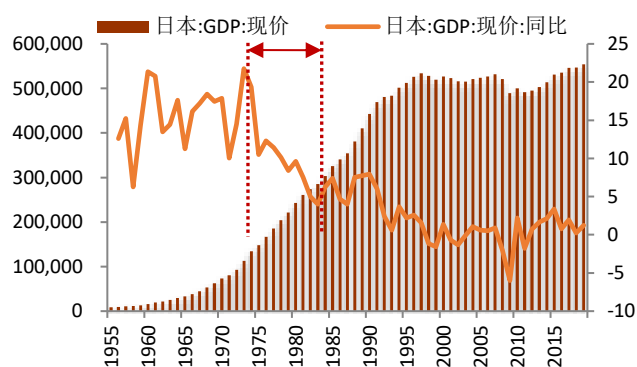
从数据上看, 天猫新品销售额占比持续增长, 从 2017 年的 24% 提高到 2019 年的 35%。2019 年, “新品” 关键词在淘宝的搜索量达 100 亿次, 超过 500 个品牌新品销售额过亿, 购买新品的消费者数量从 7500 万增至 8300 万。同时, 新品成功率从 5% 提升至 60%, 品牌拉新率提升了 1.7 倍。新品研发的时间从两年缩短到 6 个月, 新品上市到成为爆款的时间最快缩短了一个月。

4.2 经济发展带动国货崛起, 本土品牌增长强势可期

经济发展带动日韩本土化妆品牌迅速崛起。20 世纪 50 年代日本经济开始快速发展, 到 1968 年已经成为仅次于美国的世界第二经济强国, 经济的发展提高了大众消费水平, 日本化妆品行业步入高速增长阶段。此后 1973-1982 年期间日本 GDP 复合增长率为 9.31%, 1983 年 GDP 总值为 274.09 万亿日元。十年期间日本化妆品行业快速扩张, 以资生堂为例, 在 60 年代后期业务扩大至全球市场, 先后在意大利、美国、新加坡等成立海外分公司, 1977 年提出新的生活方式理念, 逐步建立起化妆品行业的龙头地位。

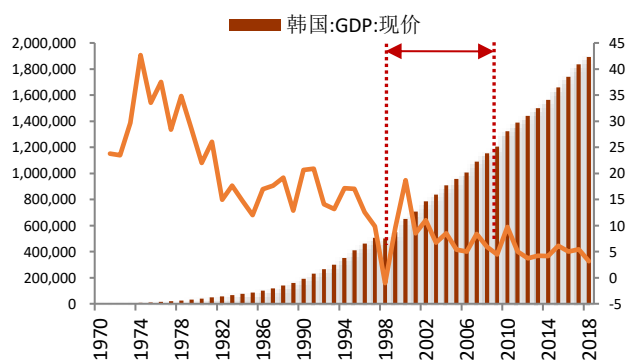
相比日本, 韩国经济是从 20 世纪 90 年代开始高速发展, 1994 年 GDP 同比增速达 17.14%, 90 年代韩国政府全面开放了海外化妆品的进口和零售, 刺激本土品牌竞争意识提升, 如爱茉莉太平洋在经历前期五十多年的探索后进入飞速发展阶段, 并针对韩国高中低市场开发多种品牌, 90 年代成为覆盖 25 家附属公司的集团性企业, 2002 年公司在韩国美妆市场营收突破 9 亿美元。

图 63: 日本 GDP 历年变化数据 (十亿日元)



资料来源: 日本内阁府, Wind, 招商证券

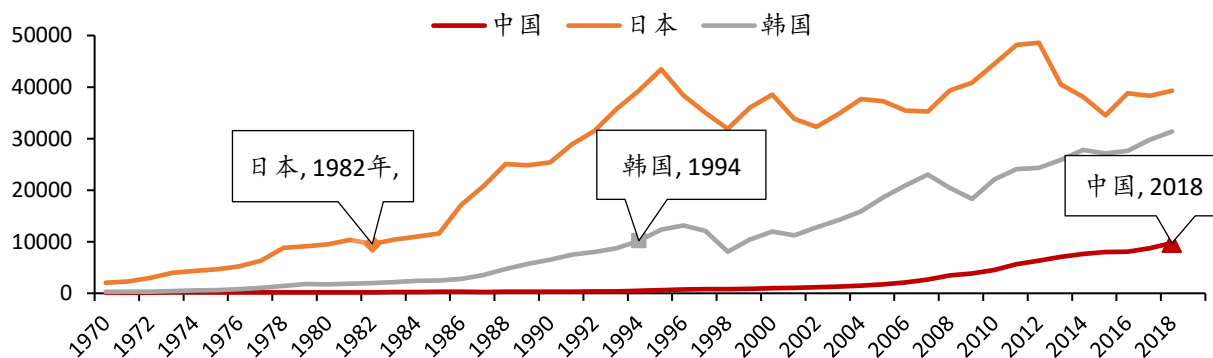
图 64: 韩国 GDP 历年变化数据 (十亿韩元)



资料来源: 韩国央行, Wind, 招商证券

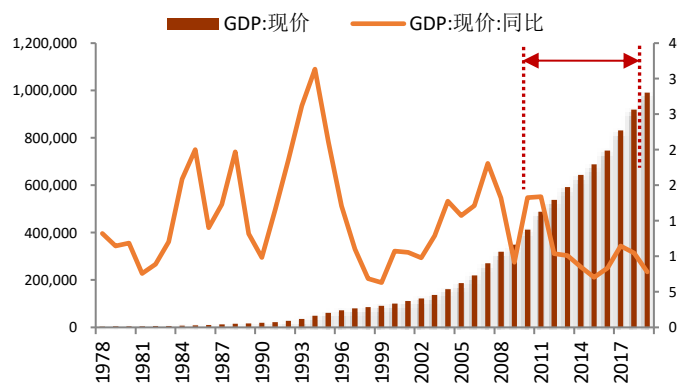
中国当前经济发展接近日韩化妆品行业快速扩张阶段水平,本土品牌呈现较快增长趋势。我国 2010-2019 年 GDP 年复合增长率为 9.17%, 接近日本 1973-1982 年的水平; 十年期间 GDP 同比增速接近韩国 1994-2003 年水平。同时根据世界银行公布的数据,2018 年我国人均 GDP 为 9770.85 美元, 与日本 1982 年水平 (9578.11 美元) 和韩国 1994 年水平 (10205.81 美元) 也比较接近。2010 年中国化妆品市场占有率排名前二十的仅有上海家化一家, 市场占有率为 2.31%; 2016 年上海家化从 2010 年的第 18 名上升至第 10 名, 上海上美排名进入前二十, 本土品牌合计市占率为 5.99%, 本土品牌市场份额有较大幅度的提升; 2019 年化妆品市场中本土化妆品企业在 CR20 中占四成, 上海家化占 4.00%, 贝泰妮 2.52%, 百雀羚占 2.05%, 上海上美占 1.95%, 市场规模达 2847.62 万亿元。从 2010-2019 年发展趋势来看, 我国本土品牌迅速发展, 整体呈现较快增长趋势。

图 65: 中日韩人均 GDP (美元)



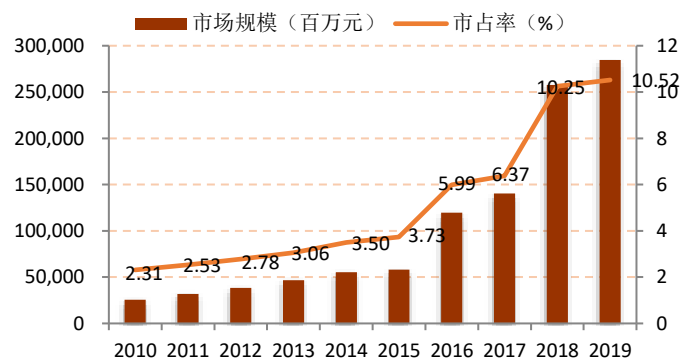
资料来源: 世界银行, 招商证券

图 66: 中国 GDP 历年变化数据 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 招商证券

图 67: 中国化妆品市场 CR20 本土品牌累计市占率

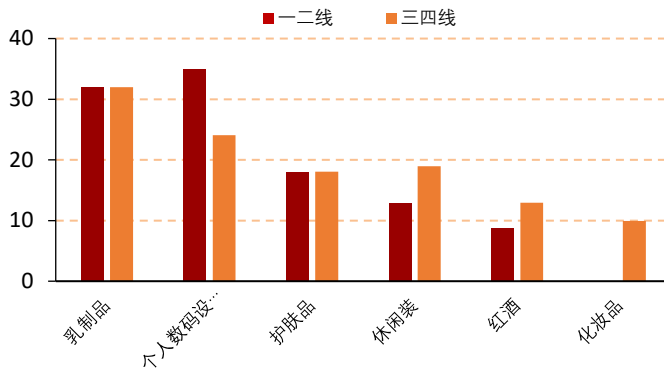


资料来源: Euromonitor, 招商证券

国潮来袭, 本土品牌不断崛起。阿里研究院在发布的《2020 中国消费品牌发展报告》中指出, 在乳制品和数码设备的高端产品类别中, 分别有 32% 和 35% 的一二线城市消费者偏爱中国品牌; 2019 年本土品牌的线上市场占有率达 72%, 其中医药健康、美妆个护、食品行业市场规模同比增幅分别为 38.5%、36.7%、31.5%, 本土品牌在迅速崛

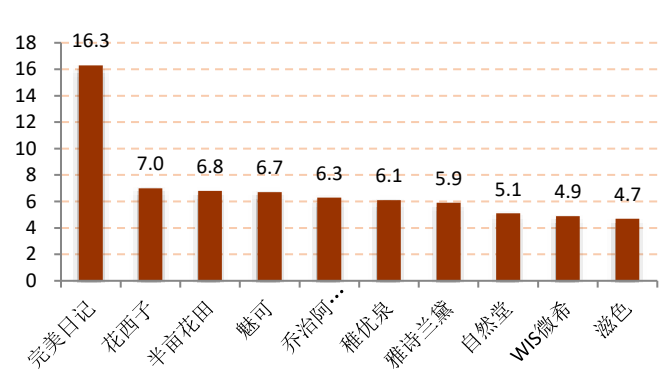
起。以化妆品行业为例，不断涌现出新锐品牌如完美日记、花西子等，QuestMobile 发布的《2020 美妆人群与品牌洞察报告》也表明，在美妆人群关注的 Top100 品牌中，国货品牌占比最高达 37%，其中品牌关注度 Top10 国货品牌占据 7 席，从典型的国货美妆品牌消费人群年龄分布中也可以看出，国货主要受众为年轻人群，随着 90 后逐渐成长为主力消费人群，预计未来中国本土化妆品仍有较好的市场前景和发展空间。

图 68: 各品类高端产品偏爱中国品牌受访者百分比



资料来源：阿里研究院，招商证券

图 69: 2020 年 Q1 美妆人群品牌关注度 Top10



资料来源：QuestMobile，招商证券

新国货计划助力中国品牌数字化升级，优质企业品牌影响力持续增强。2018 年天猫发布“国潮行动”，2019 年阿里巴巴正式推出“新国货计划”，助力 134 个国产品牌在天猫上年销售额超过 10 亿、52 个老字号年销售额过亿，同时 100 多万国货商家通过天猫海外、Lazada、速卖通等平台出海。数据表明消费者在淘宝天猫上消费的商品 80% 是国货，老字号+天猫国潮线上曝光量和搜索量提升 500 倍甚至 1000 倍。阿里巴巴今年 4 月宣布升级“新国货计划 2020”，争取让每个消费者的购物车多 3 个中国品牌。国产品牌影响力持续增强，以婴幼儿配方奶粉市场为例，飞鹤作为龙头企业，打造“更适合中国宝宝体质”独特的品牌价值，2018 年零售销售价值在国内婴幼儿配方奶粉集团中排名第一，市场份额为 15.6%。智能手机行业中，华为消费者业务持续增长，2019 年实现收入 4673 亿元，同比增长 34%，全球手机市场份额稳居第二位，目前全球持有有效专利数超过 85000 件，发明专利占比超过 90%，2019 年欧盟专利局专利申请排名第一。

图 70：典型国产品牌代表



资料来源：公司官网，招商证券

五、重点标的推荐

5.1 永辉超市：门店加速扩张，到家业务快速发展

2019 年门店扩张提速，2020 年计划开店 130 家，疫情驱动 2020Q1 同店高增长。2019 年公司新开超市门店 205 家（含百佳并购门店 38 家），截止年底超市门店达 911 家，全年可比同店仍维持了 2.8% 的较高增速。2020 年公司计划新开店 130 家。2020Q1 公司新开超市门店 16 家，受益于疫情下消费者对必选消费品的需求提升，预计公司一季度同店增速高达 15%，带动 Q1 整体营收增长 31.67%。

受线上促销拉新、线下新店及 mini 店培育等因素影响，2019 年公司净利率有所下降。2019 年公司综合毛利率同比下降 0.58pct 至 21.56%，主要系公司下半年加快规模扩张增加促销活动，大力推广到家业务拉新引流，同时服装等高毛利率品类占比下降所致，分品类看生鲜及加工毛利率同比-1.64pct 至 13.22%，食品用品毛利率同比-0.52pct 至 18.72%。2019 年公司费用率下降 1.84pct 至 19.02%，主要系股权激励费用大幅下降所致。我们预计公司 2019 年在 mini 店和到家业务的亏损约 6-7 亿元，测算公司 2019 年主业净利润增长约 15-20%。

2020Q1 综合毛利率与费用率均有所下降，净利率略有增长。2020Q1 公司综合毛利率下降 0.21pct 至 22.50%，其中商品销售毛利率提升 0.98pct 至 18.46%，其他业务毛利率下降预计与疫情期间对商户免租导致租金收入下降有关。2020Q1 公司期间费用率下降 0.22pct 至 16.41%，主要系同店高增长下门店费用相对固定所致。Q1 公司净利率增长 0.31pct 至 5.63%。

持续强化供应链建设，2019 年自有品牌销售额达 19.5 亿元。2019 年公司继续进行供应链深度变革，加强与海外产地、产地源头的合作，并根据区域消费属性形成差异化商品运营。同时公司持续推进自有品牌建设，聚焦有供应链优势的核心大单品打造，优化 40%SKU，并正式推出永辉农场蔬果鱼肉，全年自有品牌销售额达 19.5 亿元，同比增长 22%，其中食百销售额 12.7 亿元，生鲜销售额 6.8 亿元。

线上业务占比明显提升，计划线上实现百亿销售规模。2019 年公司积极推进到家业务发展，全年实现销售额 35.1 亿元，同比增长 108%，占比 4.4%，同比提高 2%。公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户。2020 Q1 到家业务实现销售额 20.9 亿元，同比去年增长 2.3 倍，占比大幅提升 4.5pct 至 7.3%。3 月份永辉生活 app 占到家业务比重已提升至 56.86%。我们认为永辉强大的供应链能力与高 SKU 数为到家业务的客单价与毛利率提供了保障，永辉依托于线下门店的到家业务具备盈利可能，并带动公司全渠道 ROE 提升。

投资建议：公司供应链壁垒深厚，线下开店空间仍广，线上业务依托大店模型有望跑通。预计公司 2020/2021 年归母净利润 23.43/28.43 亿元，对应主业估值约 31 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧；线上业务发展不达预期。

5.2 家家悦：同店高增长，收入增速超预期

开店进程加速，同店保持高增长。2019 年公司加快开店速度，新增门店 80 家，其中大卖场 45 家，综合超市 32 家，其他业态 3 家；分区域看，威海烟台新增门店 29 家，山东其他地区新增门店 32 家，省外地区新增门店 19 家，同时公司调整及关闭门店 29 家，截止 2019 年底公司存量门店达到 783 家，全年净增 51 家。此外，报告期内公司持续推进对门店的升级改造，全年改造门店 150 多家，改造后门店商品结构与购物体验均得到改善。公司全年同店数据亮眼，开业两年以上业态整体收入同比+5.78%，其中大卖场+5.93%，综合超市+6.24%。

毛利率略有增长，期间费用率控制较好，所得税率提升致使净利率下降。公司 2019 年综合毛利率为 21.85%，同比提升 0.07pct，分品类看，生鲜/食品化洗/百货毛利率分别为 15.87%/18.63%/21.27%，分别同比变动+0.08/+0.34pct/+0.61pct；分区域看，胶东地区与其他地区毛利率分别为 17.62%/17.27%，分别同比变动 0.20/-0.09pct。报告期内公司费用率较为稳定，销售/管理/财务费用率分别为 15.76%、2.09%、0.03%，分别同比变动-0.18pct/-0.28pct/+0.50pct。报告期内公司所得税率大幅提升 9.15pct 至 26.10%，主要系公司 2018 年确认递延所得税资产进行税费抵扣导致基数较低所致，所得税率提升致使公司净利率下降 0.4pct 至 2.93%。

异地扩张持续推进，疫情带动同店销售高速增长。公司一季度新增门店 45 家，其中新开店 14 家，包括大卖场 4 家，综合超市 10 家，2020 年 1 月 1 日淮北市乐新商贸有限公司纳入合并报表的门店 31 家；分区域看，烟台新开店 7 家，山东其他地区新开店 5 家，省外地区新开店 2 家。一季度末公司门店总数为 825 家，相比 2019 年底净增 42 家。受益于疫情下消费者对必选消费品的需求提升，我们预计一季度公司同店有 15%-20%左右的高速增长。门店扩张与同店增长共同带动公司一季度营收增长 38.96%。若不考虑并表影响，测算公司营收增长约 30%。

主业毛利率增长，期间费用率下降，经营质量持续提升。公司一季度主营业务毛利率+1.48pc 至 19.37%，分区域看，山东省/省外地区毛利率分别为 19.69%/16.07%，分别同比+1.71pct/+1.56pct。报告期内公司期间费用率-0.19pct 至 16.80%，其中销售/管理/财务费用率分别为 14.55%、2.33%、-0.09%，分别同比变动-0.39pct/+0.38pct/-0.18pct，其中管理费用的增加主要受疫情期间职工薪酬增加影响所致。报告期内公司主业经营质量进一步提升，但净利率下降 0.29pct 至 3.34%，系公司其他业务毛利率下降、所得税率增加、营业外支出增加等因素共同导致。

投资建议：公司作为胶东地区超市龙头，供应链能力突出，上市后加快门店扩张速度，

同时收购青岛维客、张家口福悦祥等公司后整合效果良好，打开山东西部及省外市场，发展空间广阔。2020 年受益于疫情下消费者对必选消费品的需求提升以及 CPI 的上涨，公司全年同店有望保持较高增长。目前对应公司估值 39.4/33.4 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：门店扩张增速不达预期，同店销售增长不达预期。

5.3 红旗连锁：营收高速增长，业绩大幅提升

受益疫情影响下对必选消费需求增加，公司营收高速增长。疫情影响下消费者对必须消费品需求加大，公司在做好疫情防控的基础上，所有门店不关门、不断货、不涨价，销售增长明显，我们预计公司一季度同店有 20% 左右增长。根据公司官网，目前公司共有 3121 家门店，相比 2019 年底净增 51 家。

期间费用率下降带动主业净利率大幅提升，新网银行贡献可观投资收益。2020Q1 公司综合毛利率为 29.67%，同比略微下降 0.21pct，预计与疫情期间生鲜等低毛利率品类销售占比提升有关。Q1 期间费用率为 24.64%，同比下降 1.62pct，其中销售/管理/财务费用率分别变化-1.42pct/-0.2pct/0pct，销售管理费用率下降主要得益于同店销售增长。Q1 新网银行贡献投资收益 4387.29 万元，同比增长 65.49%。扣除投资收益影响，测算公司 Q1 主业利润同比增长 88.10%。

便利店行业高速增长，成都市及四川省内仍有广阔开店空间。参考国际经验，目前我国人均 GDP 水平正处于便利店行业高速发展期，公司同店有望保持稳健的增长水平。受益于成都市区的扩容以及省内经济的发展，公司在成都及四川省内仍有广阔开店空间。此外，随着公司与永辉合作的持续深入以及门店现代化管理制度的优化，公司经营效率有望继续提升。

投资建议：预计公司 2020/2021 年归母净利润分别为 6.69/7.70 亿元，目前股价对应 2020/2021 年 PE 分别为 20.8/17.9 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：成都市便利店行业竞争加剧；新网银行发展不达预期。

5.4 重庆百货：19 年做基础，20 年改革开局，Q1 下降不改环比向好趋势

2019 年公司经营稳健，资产减值计提持续，马上消费金融贡献可观投资收益。2019 年公司实现营业收入同比增长 1.33%，核心主业百货业务-3.43%（同店一致）、超市+0.96%，预计超市同店增长 1.5%；其中超市门店净增加数下降 2 个、百货持平、汽贸净增加 2 个、电器减少 2 个，收入增长来自于超市同店增长及汽贸业务的拉动。公司实现主业净利润同比+12.40%，净利率水平提升 0.41%，业绩增长超预期；主业中毛利率下降 0.75%，销售费用率/管理费用率核心经营费用率下降 0.29%、0.21%，公司混改后，改革的成效显现。资产减值准备：2019 年资产减值准备年末比年初多出近 1 个亿，测算影响净利润约 0.75 亿。马上消费金融收入同比+9.24%，净利润同比+6.49%，总资产/净资产为 8.5 倍，同比去年略有增长。

2020Q1 受疫情影响主业承压，预计随重庆地区消费恢复有望领先行业走出困境。2020 年公司营业收入下降 24.26%，归属母公司净利润下降 63.32%，扣非后净利润下降 71.39%；公司收入下降主要系疫情影响百货、汽贸及电器业态，特别是 2 月份闭店时间早，影响了整体的销售额，Q1 百货、汽贸、电器业态分别下降约 46%、21%、50%，超市业态受益疫情，同比增长超预期，预计同店 15-20%。Q1 门店超市净新增 2 家，汽贸净减少 1 家。拆分业绩来看，预计马上消费金融 Q1 净利润为 0.5 亿，同比下降约 70%，主要系国内消费大幅下降影响了公司业绩，预计后期随着消费的提振，马消重回

增长轨道。主业下降系百货、汽贸、电器等费用刚性，而收入大幅下降导致净利润下降，但毛利率公司基本稳住。公司披露业态客流已经恢复至平常水平的 80%以上，销售额恢复至 80-90%，预计随着重庆地区消费水平的恢复，公司有望领先行业走出困境。

投资建议：2020 年是公司改革的第一年，公司管理层已经更换，高管及公司公告了增持计划，预计后续相关的激励方案将出台实施。同时我们看到物美管理层进入后对公司核心主业超市及百货管理提升的作用，预计会加大超市业态的开店力度，同时提升超市净利率水平，降低公司资产减值准备的比例，同时提升公司超市等业态的净利率水平。受疫情影响，我们下调公司整体的增长预期，预计 2020 年净利润约 11 亿，目前对应 PE 为 10 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

5.5 天虹股份：业绩短期承压，超市业务高速增长

疫情影响、会计准则调整导致收入大幅下降。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行新收入准则，收入确认方式由全额法改为净额法。Q1 公司零售主业实现收入 28.33 亿元，同比下降 40.71%，若按统一准则追溯调整同比增长 9.03%。分业态看，公司 Q1 同店（调整为统一口径后）增速 -5.19%，百货/超市/购物中心/便利店同店增速分别为 -41.36%/17.30%/-38.31%/13.86%。报告期内公司新开购物中心 3 家，独立超市 2 家，便利店 5 家，截止报告期末共有百货 68 家，超市 100 家，购物中心 27 家，便利店 170 家。

超市业务高速增长，线上销售占比快速提升。受疫情影响，Q1 购物中心和百货业态销售大幅下降，同时公司对商户进行减免租金和管理费支持，导致公司 Q1 营收及利润同比下降。Q1 公司超市业态增长亮眼，超市收入同比增长 33.8%，战略核心商品群销售同比增长 48.8%，其中自有品牌销售同比增长 75%。公司线上业务快速发展，销售同比增长 116%，超市到家销售占比达 17%，销售环比增长 103%，百货和购物中心积极运用直播带货、社群运营等方式，百货专柜线上销售实现环比增长 347%。

数字化+体验式+优化供应链构建经营壁垒，锐意进取的全国百货佼佼者。公司作为百货行业的佼佼者，管理层优秀，多业态并行发展，持续门店拓张，第二期员工持股计划进一步同员工绑定，经营效率有望进一步改善。数字化+体验式+优化供应链三步转型构建经营壁垒，截止报告期末公司整体数字化会员人数约 2554 万。

投资建议：暂不考虑新收入准则影响，预计公司 2020/2021 归母净利润分别为 7.00/8.74 亿元，目前股价对应 2020 年 PE 为 15.8 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：疫情影响超出预期，新开门店质量不及预期。

5.6 良品铺子：业绩超预期，长期利润指标上行可期

年报业绩超预期，利润指标稳步上行。2019 年实现收入为 77.15 亿，同比+20.97%，线上线下分别实现同比+28.3%/+13.4%；毛利率为 31.87%，同比+0.66pct，线上线下测算分别为 29.1/35.0%，同比+0.67/+1.32pct；销售/研发/管理/财务费用率分别为 20.50/0.35/5.33/-0.13%，分别+1.05/+0.02/-0.69/-0.17pct；归母利润率为 4.41%，同比+0.67pct。

疫情期间公司积极布局线上线下，收入增长超预期。由于年货节在疫情前，零食整体板块受疫情影响相对较小，并且根据燃数科技数据显示，三只松鼠/良品铺子/百草味 2020 年 Q1 增速分别为 53/18/60%(京东+天猫，满减前口径)，预计公司线上收入+25%，线下收入-10x%，整体实现 4.16%的同比增速。Q1 毛利率受满减等影响略有降低，费用控制良好、利润率下行 1.35pct。由于疫情期间加大产品满减力度等，公司毛利率为

29.61%，同比-3.6pct，销售/研发/管理/财务费用率分别为 20.25/0.22/3.48/-0.13%，分别-1.36/-0.02/-1.21/-0.04pct，归母净利率为 4.61%，同比-1.35pct。

直播电商带来增量，品牌强势下收入利润双增。直播电商在 2020 年继续发力，助力品牌线上高增长，良品铺子是休闲零食品类中对直播玩法运营掌握比较好的品牌方，品牌强势下，有望带来收入、利润双增。

良品铺子是零食全渠道领先品牌商。线上全平台发展，渠道结构趋于京东等高端电商，阿里赋能新零售并不断加强创新；线下开店空间大，中期可看至 5000 家，跑马圈阶段成长有望加速。经销商 roe 高、加盟意愿强，良品掌控经营核心，可复制性强。虽短期受疫情影响，但长期空间、路径、竞争优势明确，预计 2020/2021 年利润实现 4.03/5.54 亿元，目前市值对应 PE 分别为 67.3/48.8 倍，维持“强烈推荐—A”评级。

风险提示：受疫情影响终端需求下行，线上竞争激烈，线下同店承压等。

5.7 三只松鼠：业绩基本符合预期，线上休闲零食有望加速恢复

年报业绩基本符合预期，重规模战略短期影响利润率。2019 年公司实现收入 101.73 亿元，同比 +45.3%，分产品来看坚果/烘焙/肉制品/果干/综合等分别同比 +41.42/53.78/40.13/41.23/56.87%；分渠道来看，线上实现收入 87.94 亿元，占比 86.4%，线下实现收入 7.98 亿元，占比 7.85%。截至 19 年底，投食小店和联盟小店分别为 108 和 278 家，单店年销售额分别约为 646w 和 101w。公司全年毛利率为 27.80%，同比 -0.45pct；销售/研发/管理/财务费用率分别为 22.59/0.49/1.72/-0.14%，同比 +1.72/+0.01/+0.1/-0.01pct；19 年净利率为 2.35%，同比-1.99pct。

Q1 收入端略超预期，受疫情及年货前置影响利润短期下滑。一方面，由于年货节前置，相比去年同期，有将近 16 天不计入 Q1 收入从而影响业绩；另一方面，由于疫情影响，公司线下业务客流不足营收大幅下降，交通因素也影响线上业务增长，全渠道收入增速为 19%，略超 17%的预期。且受疫情影响线上采取“满减”等活动，导致毛利率下降至 27.15%，同比-6pct。同时销售/研发/管理/财务费用率分别为 17.85/0.53/1.29/0.02%，同比-1.38/+0.13/+0.11/+0.13pct。去年 Q1 利润率 8.7%，今年 Q1 利润率 5.5%。

线上占比较高零食有望加速恢复，全年收入预计仍可保持较高增长。松鼠由于线上销售占比较高，短期受疫情影响相对较小，随着电商流量、物流等逐渐恢复，预计下半年恢复情况好于行业整体情况，未来三年预计保持 25%以上的复合增速，同时线下店加快线上探索，对冲客流下降造成的影响。

疫情加速休闲零食整合，供应链效率持续升级的松鼠占优。疫情影响下，传统杂货店抗风险能力较弱，松鼠单店模型已初步跑通并可实现跨区域复制，疫情后随着线下门店的经营成熟、费用下降，以及供应链效率持续升级，长期有望为松鼠贡献利润增量。

投资建议：考虑 Q1 利润占全年利润约为 70%，调整公司 2020 年净利润为 2.4 亿元，目前 PE 为 129.3 倍，PS 为 2.46，考虑公司是线上龙头业绩有望超预期增长，叠加公司在供应链效率升级方面的竞争壁垒，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：线上增速放缓，线下同店承压，食品安全等因素。

5.8 值得买：营收超预期，逆势投放+股权激励彰显成长信心

预计广告增长抵消佣金下滑，Q1 整体收入增长超预期。Q1 实现收入 1.27 亿元，同比 +22.42%，受疫情影响，电商与快递无法有效开展，预计佣金收入受到影响，但广告投

放有一定增长对冲佣金下行，整体收入超过我们给予的+10%的预期。同时 Q1 毛利率为 71.89%，同比-1.80pct，下滑原因主要在于公司 IT 资源使用费、活动成本、职工薪酬等带来营业成本+30.78%。

逆势投放短期销售费用率增长拖累净利率，买量有利于长期业务布局。2020Q1 公司销售费用率/研发费用率/管理费用率/财务费用率分别为 26.79/16.80/13.91/1.37%，分别同比+5.05/0.73/-0.17/-0.22pct；公司净利率为 15.01%，同比-2.55pct。疫情期间，公司逆势宣传，加大市场投放力度，销售费用有所上行，根据 QM 最新数据，PC 端活跃用户达 4564 万，小程序 MAU 近 200 万（+225%），预计 Q1 用户数增长，利于长期业务布局。

股权激励落地，绑定核心高管彰显公司发展信心。4月7日公司推出股权激励计划草案，拟授予的限制性股票数量 79.51 万股，约占目前公司总股本的 1.49%，首次授予的激励对象总人数为 89 人，包括目前在公司任职的高级管理人员、核心管理人员以及核心技术人员，限制性股票的授予价格为 72.79 元/股，同时年度业绩考核目标 2020/2021/2022 年利润增长为 25/20/17%，略超我们预计的 18/17/27%。根据业绩目标推测，2020 年剩下 3 个季度需实现利润 1.29 亿，同比+29%，下半年预计业绩将进一步释放。

转化率高、流量价值凸显，渗透率有望进一步提升。一方面，作为拥有一二线男性高质量用户的垂直内容导购平台，转化率及 ROI 较高，货币化率仅为 5%左右，对商家吸引力强，内容导购流量价值凸显；另一方面，疫情影响下电商有望加速渗透，作为严肃决策消费平台，随着公司加大与电商平台和品牌合作探索，预计能够继续享受行业成长红利。

预计公司 2020/2021 年净利润额 1.52/1.84 亿元，目前股价对应 PE 分别为 61.9/51.0 倍。考虑公司作为内容导购电商龙头流量价值凸显以及公司未来成长确定性，公司 GMV、货币化率等指标有进一步提升空间，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：线上增速放缓，行业竞争激烈，成本继续上行，买量用户留存率低等。

5.9 步步高：营收增速回升，数字化+供应链转型成效初显

门店加速扩张，营收增速提升。报告期内公司新开超市门店 63 家，关闭 5 家，净增 58 家，开店数量较前两年明显提升（2017/2018 分别净增门店 45 家/23 家），报告期末共有超市门店 348 家，可比同店增速 0.71%。新开百货门店 2 家，截止报告期末共有百货门店 54 家，可比同店增速 1.02%。四季度公司营业收入同比增速提升至 11.66%。

综合毛利率增长，战略转型期费用率略有上升，净利率有所回升。报告期内公司综合毛利率为 24.11%，同比提升 1.08pct，主要与 4 家大型购物中心租金收入大幅增加有关，分业态看超市毛利率为 16.53%，同比下降 0.42pct；百货毛利率为 14.56%，同比下降 0.62pct。公司期间费用率为 22.50%，同比提升 1.11pct，其中销售费用率 18.95%，同比提升 0.85pct，主要与新开门店数量增多且尚处于市场培育期、促销费用较多有关；管理费用率 1.92%，同比下降 0.37%，预计与数字化转型后经营效率提升有关；财务费用率 1.64%，同比提升 0.64pct，主要与银行借款增加导致利息支出增加有关。报告期内公司净利率为 0.92%，同比提升 0.05pct。

积极推进数字化转型和供应链改革，利润率有望持续提升。报告期内公司继续推进数字化转型，在商品数字化和顾客数字化基础上实现运营数字化，2019 年数字化运营试点门店坪效提升明显，门店日销 10 万+、人效提升 30%，测试门店动态用工占比达 15%。同时，公司聚焦以生鲜为核心的供应链变革，通过生鲜的基地直采减少中间环节，2019

年超市业态生鲜销售全比增长 18.2%。看好公司数字化+供应链发展战略下净利率的持续回升。

投资建议：预计公司 2020/2021 年分别实现归母净利润 2.24/2.75 亿元。公司明确战略发展方向，积极投入供应链升级与数字化转型夯实竞争力，看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争日趋激烈；数字化转型不达预期。

5.10 爱婴室：疫情影响下业绩短期承压，电商渠道高速增长

疫情影响下公司收入有所承压，电商渠道高速增长。分业态看，Q1 公司门店销售实现营收 4.52 亿元（-9.24%），占比 87.06%；电子商务营收 0.29 亿元（+113.48%），占比 5.54%；分品类看，奶粉 2.71 亿元（+3.46%），占比 52.13%；用品类 1.22 亿元（-12.91%），占比 23.43%。报告期内，公司新开门店 6 家，关店 6 家，截止报告期末公司门店总数保持 297 家。

毛利率持续提升，疫情影响期间费用率有所上行，整体净利率有所下降。Q1 综合毛利率为 27.64%，同比+1.18pct。分业态看，门店毛利率 24.38%（+0.40pct），电子商务 16.06%（+4.95pct）；分品类来看，除玩具外其他品类毛利率均有所提升。2020Q1 期间费用率为 27.02%，同比+5.00pct，其中销售/管理/财务费用率分别为 23.72%/3.26%/0.04%，分别同比+3.82/+0.92/0.26pct，其中管理费用增加受计提股权激励费用增加、新办公室租金增加、全渠道系统上线费用增加影响所致，财务费用增加受短期借款增加、利息支出上升影响所致。报告期内公司净利率下降 2.03pct 至 1.53%。

母婴行业空间广阔集中度低，看好公司持续获取更高份额。母婴线下零售渠道市场集中度低，目前线下流量逐步由街边店向购物中心转移，公司门店以购物中心店为主，有望借助渠道变迁持续提升市占率。对标孩子王，公司对商品的沉淀与理解更为深刻，而母婴产品升级迭代速度较快，公司有望受益于产品的不断升级，持续提升盈利能力。公司门店加速扩张+毛利率持续提升，预计公司未来营收业绩仍将保持高速增长。疫情影响下公司短期业绩承压但不改长期发展趋势。

投资建议：考虑疫情影响，调整公司 2020/2021 年归母净利润分别为 1.76/2.23 亿元，目前股价对应 2020 年 PE 为 16.99 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：疫情影响超出预期，新开门店质量不及预期。

5.11 苏宁易购：业绩短期承压，家乐福到家业务快速发展

线下加快店面调整，线上积极开展营销新模式。面对疫情影响公司加快线下门店调整，报告期内新开家电 3C 家居生活专业店 5 家（关闭 163 家），新开红孩子母婴专业店 1 家（关闭 24 家），新开零售云加盟店 466 家店，关闭苏宁易购直营店 561 家。报告期内公司主业业态家电 3C 店同店下降 42.5%。线上积极推进苏宁直播、苏宁推客等新模式，报告期内公司线上平台商品交易规模为 610.40 亿元（含税），同比增长 12.78%，其中自营商品销售规模 368.72 亿元，开放平台商品交易规模 241.68 亿元，同比增长 49.05%。

销售结构变化致使毛利率下降，业绩短期承压。报告期内公司综合毛利率为 15.69%，同比下降 0.21pct，主要系疫情影响下同店收入下降、线上业务发展较快所致。报告期内公司期间费用率为 15%，同比下降 0.95pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 12.33%、1.75%、0.92%、1.34%，分别同比变化-0.88%、-0.19%、+0.12%、-0.05%，其中财务费用率上升主要系公司计提 2018 年发行公司债券利息及短期借款规模增加和

完成 5 亿中期票据发行所致。公司一季度净利率为-1.28%，同比下降 1.45%。

快速上线到家业务，管理层增持股份彰显公司发展信心。公司旗下家乐福 2 月份快速上线到家业务，销售占比逐月快速提升，3 月份占比近 10%，一季度家乐福经营利润继续为正且有所增长，经营性现金流同比改善明显，长期看好家乐福与苏宁的协同效应。4 月 30 日，公司部分董事、高级管理人员和核心业务骨干计划以合计不低于 5000 万元人民币增持公司股份，彰显发展信心。

投资建议：长期来看，苏宁作为唯一具有线下资产的电商，具有线下运营优势以及龙头较强的整合能力，双线协同下公司盈利能力有望进一步改善。目前公司市值已低于净资产，维持“强烈推荐-A”评级。

风险因素：疫情影响超出预期，全渠道融合增速放缓。

5.12 拼多多：用户数持续高增长，GMV 大超预期

年度活跃用户数超 6 亿，Q1GMV+99%大超预期。截止 2020Q1 拼多多过去 12 个月 GMV 为 11572 亿元，同比+107.6%，其中 2020Q1 单季度实现 GMV 为 3026 亿元，同比+99.1%，GMV 增速大超预期。2020Q1 月度活跃用户数为 4.87 亿（同比+68.2%，环比+1.23%），年度活跃购买用户增长至 6.28 亿（同比+41.7%，环比+7.3%），继续保持高速增长；人均年消费额增长至 1842.4 元（同比+46.5%，环比+7.1%）。

疫情期间商户广告投入意愿降低带动货币化率有所下降。Q1 公司实现营业收入 65.41 亿元，同比+43.9%，单季度货币化率为 2.2%，同比-0.8pct。分业务看，营销服务收入为 54.92 亿元，同比+39.1%，货币化率为 1.8%，同比-0.8pct，预计于疫情期间商户减少广告投入有关。佣金收入为 10.49 亿元，同比+75.7%，货币化率为 0.4%，同比基本持平。目前公司仍处于平台货币化的早期阶段，目前货币化率提升不是重点，长期看对标阿里有较大提升空间。

销售、研发费用率提升带动亏损率扩大。Q1 公司毛利率同比-8.8pct 至 72%，主要与报告期内公司加大对云服务、客服中心及商业的投入有关。在 NON-GAAP 口径下，Q1 公司销售费用率为 108.0%（同比+4.8pct，环比+24.3pct），主要与报告期内公司加大广告与优惠券投入有关；管理费用率为 1.8%（同比+0.3pct，环比+0.7pct），主要与公司员工数增加有关；研发费用率为 17.2%（同比+5.4pct，环比+8.5%），主要由于招聘更高级的技术人员及云服务的加大投入。受毛利率下降、费用率提升影响，公司 2020Q1 归属股东的 NON-GAAP 净利润为-31.7 亿元，净利率为-48.5%（同比-18.1pct，环比-40.9pct）。

短期亏损加大不改长期发展趋势，看好规模提升后盈利能力持续改善。从短期看公司亏损有所加大，但同时相关的费用投入也带来了平台用户数与 GMV 的高速增长，帮助公司在马太效应明显的电商行业进一步巩固自身的护城河。拼多多以供应链改造为核心打造“Costco+Disney”模式，为消费者提供融高性价比商品与娱乐为一体的购物平台，随着 GMV 的持续增长其对消费者、商户的价值均将持续提升，变现能力也将持续增强，看好公司规模提升后盈利能力的持续改善。

风险提示：行业竞争加剧，GMV 增长不达预期。

5.13 阿里巴巴：业绩符合预期，消费复苏下静待业绩改善

经营端：AAC 增长放缓，天猫 GMV 实物增速为 10%。截至 2020Q1，月度活跃用户数达到 8.46 亿，环比增加 2200 万，年度活跃消费者从 6.54 亿增加至 7.26 亿，2019Q1/2019Q2/2019Q3/2019Q4/2020Q1 环比增速分别为 2.8/3.1/2.8/2.6/2.11%，环比增速放缓。天猫实物 GMV 增速为 23%，同比-8pct。

受疫情影响广告+佣金同比+1%，云计算及创新业务收入增速仍强劲。2020Q1 营业收入 1143.14 亿元，同比 +22.3%，增速略有放缓。2019Q1/2019Q2/2019Q3/2019Q4/2020Q1 收入增速分别同比为 51.0%/42.0%/39.8%/37.7%/22.3%。核心商业实现 938.65 亿元，同比+19%，占比 82.11%；其他业务收入 204.49 亿元，同比+40%，占比 17.89%，同比+2.27pct。核心电商中，广告+佣金业务收入为 454.06 亿元，同比+1.1%，其中广告和佣金分别实现 309.06 亿/145.00 亿，分别同比+2.6/-1.9%。广告增长主要得益于信息流和淘宝直播收入的增长，抵消直通车广告的下滑（直通车占比从 90%降低至 70%）；佣金与天猫 GMV 增速背离主要原因一方面在于平台让利，为支持商家免除 2020 年上半年的年度服务费，另一方面由于受疫情影响物流中段而取消订单、服装品类销售疲软。核心商业经调整 EBITA 利润率为 30%，同比-5pct。云计算业务收入 122.17 亿元，同比增长 58%；数字媒体和娱乐收入为 59.44 亿元，同比+5%；钉钉、高德在内的创新业务营收 22.88 亿元，同比+90%。

控费效果显著，毛利率下行拖累净利润率下行。2020Q1 毛利率为 38.20%，同比-4.41pct；产品研发/市场销售/一般行政管理费用率分别为 6.13%/9.76%/4.88%，分别同比 -0.13/+0.26/-1.56pct，费用率整体下降 1.43pct；non-gaap 净利润 222.87 亿元，同比增长 11%，non-gaap 净利率为 19.5%，同比-1.95pct。其中核心电商业务/云计算业务/数字媒体和娱乐业务/创新业务的 non-gaap EBITA 利润率分别为 30%/-1%/-57%/-134%，同比提升-5/1/-7/26pct。

疫情影响或对下个季度造成较大冲击，不改长期看好趋势。本次疫情虽然对 2020Q4 财年业绩会有一定影响，且 2021 财年指引较低，实现收入 6500 亿，同比+27.5%。但长期来看，本次疫情影响下电商渗透率有望进一步上行，预计随着可选消费复苏，广告和佣金恢复正轨，同时直播电商有望助力 GMV 增长，货币化率可待观望，不改长期看好趋势。

风险提示：行业竞争加剧，GMV 增长不达预期。

5.14 京东：业绩符合预期，消费复苏下静待业绩改善

1) 经营端：用户增长继续触底反弹，新老用户唤醒活跃度明显。2020Q1 年活跃买家数达到 3.87 亿人，同比+24.64%；环比增加 2500 万，环比+6.91%；单用户获客成本为 179 元。

2) 收入端：产品收入占比小幅提升，预测自营产品在 Q1 发力明显。2020 年第一季度实现营业收入 1462.05 亿元，同比增长 20.75%。从收入结构来看，2020 年产品净收入为 1300.93 亿元，同比+19.73%；2020 年 Q1 净服务收入为 161.12 亿元，同比+29.62%，细分来看，物流及其他服务收入为 65.85 亿，同比+53.65%；市场和广告收入为 95.26 亿，同比+16.98%。Q1 社会化物流停摆下，预计自营发力，除自营产品和物流增长外，预计自营广告超越大盘广告增速。

3) 利润端: 毛利率提升, 费用率下降, 利润率显著提升。2020 年 Q1 公司毛 利率为 15.41%, 同比+0.39pct; 履约毛利率为 8.3%, 环比提升 0.68pct; 销售 /管理/研发/履约 费用率 (non-gaap) 分别为 2.91/0.65/2.43/6.99% , 分别 同比 -0.06/-0.15/-0.43/+0.42pct, 整体费用率下降 0.22pct; 营业利润为 23.20 亿元,

营业利润率为 1.59%, 去年同期盈利 12.26 亿元, 主要原因在于物流、为供应 商服务等新业务亏损缩减, 且京东商城盈利能力提升。2020 年京东归母 non-gaap 净利率为 2.03%。

4) 核心电商增速有望加速, 物流价值有望重估。受疫情影响, 具备自营物流价 值的京东受影响较小, 并且 Q2 核心电商主业有望持续超预期。同时, 受达达上 市催化影响, 京东物流价值重估。截至 2020Q1 京东共运营超过 730 家仓库, 占地面积约 1700 万平方米, 几乎覆盖所有乡镇, 建议积极关注。

风险提示: 行业竞争加剧, GMV 增长不达预期。

风险提示:

1) 宏观经济下行: 新冠疫情下宏观经济下行, 居民可支配收入下降减少消费支出, 将对零售行业整体产生影响。

2) 行业竞争加剧: 零售行业通过降价补贴等方式进行激烈竞争, 可能导致行业整体净利率下行。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新新零售和超市。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。