

商业贸易行业

2020 年投资策略：成长是零售主旋律，聚焦电商+美妆赛道

核心观点：

- **零售板块的投资机会大多由行业和公司的成长性驱动，而非估值便宜。**核心在于零售追求规模和效率的领先，尤其是大众消费市场。中国仍然是成长性国家，且零售集中度低，因此对于零售龙头的成长性有着更为苛刻的期待。
- **电商“低线周期”成长性依旧，巨头平台强者恒强，细分产业链龙头蕴含机会。**电商依然是成长性最高的零售业态。巨头下沉快速捕获了低线剩余流量红利，低线用户人均消费提升是当前电商规模扩张最重要的驱动力。格局上，广告市场低迷阶段，巨头借资本优势低成本垄断广告资源、强化用户心智，而自身高 ROI 的广告收入保持强韧增长。交易平台之外，集中度持续提升的产业链环节或诞生新的“细分冠军”。
- **伴随电商下沉，直播带货与工厂品牌崛起。**短视频&直播直观、高互动、kill time 的特性对三四线用户的渗透力和转化率尤为强劲，同时带动了中低价位段美妆、零食品类的销售爆发。用户结构与传播媒介的变化打通了不同地域和城市层级间的消费渠道，各层次的性价比需求被更有效地聚合，工厂货、性价比品牌的流通更加顺畅：拼多多工厂直播/直销与快手“产业带直播”剔除经销环节，平台和主播信誉背书品质，是对渠道费用、信息沟通成本的极致压缩；聚划算、南极等工厂货/渠道品牌则是由渠道赋能制造端，提高效率、降低品牌溢价。
- **2020 年的化妆品仍然是确定性较强的红利品类。**消费升级、理念转变、渠道下沉将是可持续的驱动因素。抖音、小红书、快手等新媒体的流行，为美妆新国货品牌孵化提供了土壤，其高效的流量转化带来的销售爆发性和不断刷新市场认知。用户、流量、产品、营销红利迅速迭代，我们看好发力电商及新媒体，打造多品牌多品类矩阵的品牌公司。
- **珠宝，百货，超市怎么看？**珠宝行业尽管景气度维持低位，但小品牌陆续出局，龙头公司保持逆势扩张，市场份额加速提升；百货受电商和购物中心分流冲击，呈现收缩态势，从发达国家经验来看，这一业态的市场份额一路下滑，且国内区域割据格局难享集中度提升红利；超市比拼供应链效率和规模扩张，龙头公司地位凸显，但到家模式的不断迭代仍然是不可忽视的分流因素，随着消费习惯的变迁和电商占比的提升，我们认为传统卖场的单店盈利模型需要调整。
- **核心推荐标的：**电商产业链我们推荐阿里巴巴-SW、南极电商、壹网壹创、三只松鼠；美妆品牌我们推荐珀莱雅、丸美股份；传统零售龙头我们推荐周大生、红旗连锁、永辉超市、天虹股份。
- **风险提示：**宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

行业评级

买入

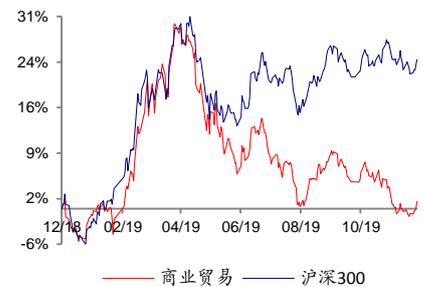
前次评级

买入

报告日期

2019-12-16

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

高峰



SAC 执证号：S0260518050003



021-60750604



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 全球观察之 Tiffany&Co:中国 2019-12-08
内地市场双位数增长，与 LVMH 集团达成收购协议
- 商业贸易行业:等待并寻找布局明年品种的机会 2019-12-01
- 商业贸易行业:电商渠道表现 2019-11-26
优异，各市场全面推出到家业务

联系人：

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	10.81	2019/10/17	买入	14.3	0.51	0.67	21.20	16.13	19.48	14.92	25.1	24.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	9.96	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	4.68	25.54	18.48	11.72	19.8	3.8
永辉超市	601933.SH	CNY	7.57	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	31.54	24.42	24.93	16.97	10.9	12.1
家家悦	603708.SH	CNY	23.61	2019/11/21	增持	28.78	0.82	0.98	28.79	24.09	15.29	12.91	14.9	15.1
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.42	2019/10/24	买入	12.75	0.75	0.80	13.89	13.03	6.30	6.02	14.2	13.9
王府井	600859.SH	CNY	13.95	2019/10/31	买入	18.5	1.42	1.48	9.82	9.43	2.37	2.20	10.9	10.7
重庆百货	600729.SH	CNY	29.09	2019/10/20	买入	39.8	2.38	2.74	12.22	10.62	6.18	5.59	14.5	15.6
周大生	002867.SZ	CNY	19.37	2019/10/30	买入	26.8	1.34	1.62	14.46	11.96	10.90	8.69	20.1	19.6
老凤祥	600612.SH	CNY	47.33	2019/10/27	买入	63.0	2.72	3.15	17.40	15.03	8.81	7.55	18.6	17.8
上海家化	600315.SH	CNY	30.53	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	32.48	27.75	27.55	21.64	11.1	11.5
珀莱雅	603605.SH	CNY	89.96	2019/10/30	买入	101.2	1.92	2.53	46.85	35.56	34.75	26.41	18.8	19.5
丸美股份	603983.SH	CNY	64.46	2019/10/30	增持	72.2	1.30	1.51	49.58	42.69	45.14	38.12	19.0	18.1
爱婴室	603214.SH	CNY	42.86	2019/10/22	买入	55.8	1.52	1.86	28.20	23.04	16.02	13.64	15.4	16.3
红旗连锁	002697.SZ	CNY	8.21	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	24.15	20.02	19.46	17.70	13.3	13.7
壹网壹创	300792.SZ	CNY	154.39	2019/11/12	买入	181.5	2.86	3.63	53.98	42.53	41.09	30.22	17.8	19.0
三只松鼠	300783.SZ	CNY	63.12	2019/10/30	增持	66.8	1.00	1.25	63.12	50.50	48.70	39.12	18.9	19.1
阿里巴巴	BABA.N	USD	204.91	2019/12/4	买入	226	6.53	8.15	31.38	25.14	27.42	21.13	20.4	14.1
阿里巴巴-SW	09988.HK	HKD	202.00	2019/12/4	买入	221	6.31	7.88	32.01	25.63	27.42	21.13	20.4	14.1
京东	JD.O	USD	34.00	2019/11/18	买入	38.2	1.04	1.33	32.69	25.56	34.46	22.51	8.0	11.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 阿里巴巴 (BABA.N) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为美元/ADS (1ADS=8 股), 阿里巴巴-SW (09988.HK) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为港元/股, EPS 采用 non-GAAP 口径计算; 京东 (JD.O) 收盘价、合理价值、EPS 均为美元/ADS, EPS 采用 non-GAAP 口径计算。

目录索引

一、电商：聚焦寡头交易平台，关注细分产业链龙头	6
（一）电商依旧是成长性最强的红利赛道	6
（二）低线用户人均消费提升是最大的增长来源	9
（三）短视频&直播带货革命传统电商流量	11
（四）工厂货和性价比品牌顺应直播和下沉趋势而崛起	15
二、美妆：红利赛道、流量变迁、品牌起伏	16
（一）展望 2020，化妆品行业是确定性较强的红利赛道	16
（二）品牌的“不变”：品牌是圈定消费者心智的价值符号	17
（三）品牌的“变化”：美妆需求多元，品牌格局轮动	19
三、其他细分领域：珠宝、百货、超市	22
（一）珠宝：景气承压，龙头扩张	22
（二）百货：区域割据难享集中度提升红利， β 主导投资机会	24
（三）超市：比拼供应链效率和规模扩张，龙头公司 α 价值显著	25
四、核心推荐标的：优选细分领域龙头	27
（一）电商产业链推荐标的	27
（二）美妆品牌推荐标的	29
（三）传统零售推荐标的	29

图表索引

图 1: 1-10M19 实物网购同比增速约 20%	6
图 2: 网购对社零增长的贡献近半	6
图 3: 阿里老用户的消费指标有大幅提升	6
图 4: 阿里年消费超过 1 万元的用户数提高、粘性极强	6
图 5: 电商对电器、服饰等标品的渗透较为成熟, 逐步向全品类拓展	7
图 6: 头部平台增速胜于大盘	8
图 7: 淘宝是主要的市场份额出让者	8
图 8: 5M19 三大电商用户重合情况	8
图 9: 三大电商基本实现了价格带全覆盖	8
图 10: 电商产业环节示意图	9
图 11: 2019 年 3 月移动购物在各城市线的覆盖情况	10
图 12: 移动购物用户数增长情况	10
图 13: 2016 年为低线网购渗透率增加速度最快的阶段	10
图 14: 下沉是 2016 年以来阿里用户增加的重要动力	10
图 15: 拼多多的用户教育是低线周期的重要推手	11
图 16: 低线用户线上年消费力不弱于高线城市	11
图 17: 阿里低线用户消费量与大盘接近	11
图 18: 拼多多人均订单量及客单价快速增长	11
图 19: 日均上网时长(分钟)随下沉而提高	12
图 20: 视频类 APP 对用户上网时长的占用继续增加	12
图 21: 头部短视频/直播平台的 MAU 情况(亿)	12
图 22: 短视频/直播 APP 用户画像更偏低线	12
图 23: 三四线用户被视频带货转化的比例更高	13
图 24: 快手热销商品少有品牌货	13
图 25: 抖音浏览榜各品类占比	13
图 26: 快手热销商品榜各品类占比	13
图 27: 淘宝直播带货规模趋势示意图	14
图 28: 淘宝直播时长及商品数变化趋势示意图	14
图 29: 直播产业的价值环节示意图	14
图 30: 渠道品牌压缩品牌溢价及流通成本	15
图 31: 化妆品行业社零增速	17
图 32: 我国化妆品行业仍处于高速增长期	17
图 33: 各国化妆品人均消费(美元)	17
图 34: 中日各细分品类人均消费对比(美元)	17
图 35: 按领域和档次锚定化妆品品牌	18
图 36: 各品牌特色标签	18
图 37: 国内日化行业品牌市场份额	19
图 38: 日化行业品牌集中度 CR5	19
图 39: 外资品牌增长靓丽	20

图 40: 天猫双十一美妆 TOP10 品牌.....	20
图 41: 天猫双十一美妆外资和国产品牌占比	20
图 42: 天猫双十一美妆高中低产品线占比	20
图 43: 年轻群体购买新锐线比例增加	21
图 44: 小红书、抖音、快手 MAU (万人) 变化	21
图 45: 润百颜次抛原液 (左) 和采之汲面膜 (右)	22
图 46: 马应龙 (左) 和皮炎平 (右) 口红产品	22
图 47: 珠宝行业景气程度与经济周期高度相关	23
图 48: 今年以来珠宝行业景气程度维持低位	23
图 49: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地)	23
图 50: 各国百货业态份额呈下降趋势	24
图 51: 梅西百货关店数量增加	24
图 52: 我国百货公司区域割据	24
图 53: 王府井和天虹股份门店数量变化情况	24
图 54: 可选消费与经济周期有高相关性	25
图 55: 百货公司同店数据与经济周期有较高相关性	25
图 56: 龙头百货公司与百货行业的收入增速 (%)	25
图 57: 估值亦反映扩张速度与经济预期	25
图 58: 我国商超行业集中度持续提升	26
图 59: 2018 年我国商超行业市占率分布情况	26
图 60: 2019 上半年各超市公司的门店增速 (%)	27
图 61: 永辉超市和家家悦收入增速持续领跑 (%)	27
图 62: 龙头公司经营利润率高于行业整体	27
图 63: 我国卖场增速于 2015 年超越大卖场增速	27
表 1: 主要平台的直播带货动作	14
表 2: 今年以来国际品牌并购案例列举	21

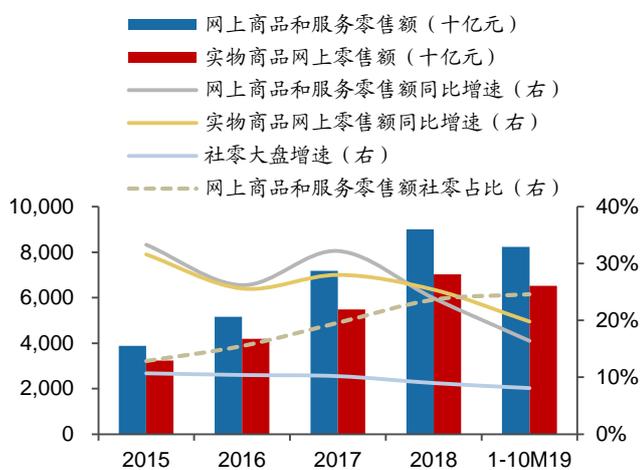
一、电商：聚焦寡头交易平台，关注细分产业链龙头

（一）电商依旧是成长性最强的红利赛道

电商无疑是零售市场中最具成长性的赛道。2019年1-10月，实物商品网上零售额达6.5万亿元，累计同比增速19.8%，网上商品和服务零售额达8.2万亿元，累计同比增速16.4%，均显著超越社零大盘增速8.1%的水平。

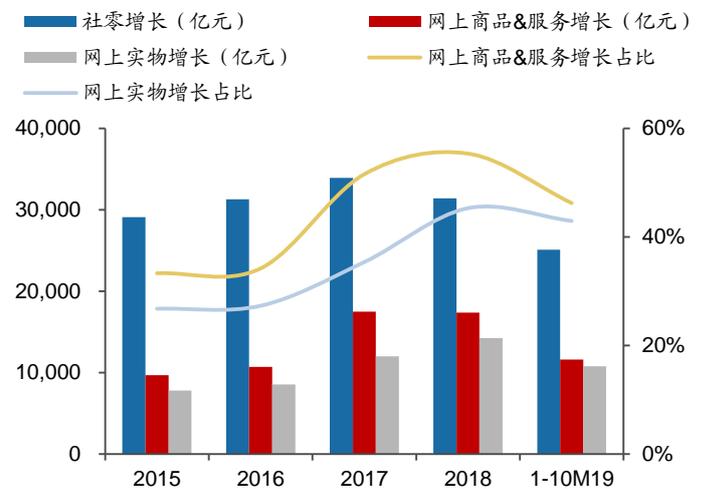
网购约贡献社零的半数增长。2018全年，我国社零总量共增长3.1万亿元，其中网上商品和服务零售额增长1.7万亿元（贡献度55%），实物商品网上零售额增长1.4万亿元（贡献度45%）；2019年1-10月，二者贡献度分别为46%/43%。

图1：1-10M19实物网购同比增速约20%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

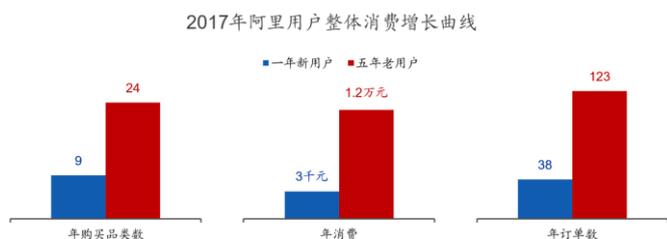
图2：网购对社零增长的贡献近半



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

单用户角度看，网购习惯养成后难以逆转；电商巨头的率先下沉，压缩了对原本期望通过渠道下沉实现规模扩张的线下企业的成长空间。阿里的数据印证了用户线上消费需求的自然扩散：2017年阿里曾披露一组数据，5年老用户与1年新用户在消费量、消费额等多维度的比较，其中5年老用户年平均总消费金额为1.2万元（VS 1年内新用户3千元）、年订单量123个（VS 1年内新用户38个）、消费类目数量24个（VS 1年内新用户9个）；2019年投资者日，阿里披露年消费超过1万元的用户数量已经超过1.3亿，留存率超过98%（次年仍消费1万元以上的比例）。

图3：阿里老用户的消费指标有大幅提升



数据来源：阿里巴巴财报，广发证券发展研究中心

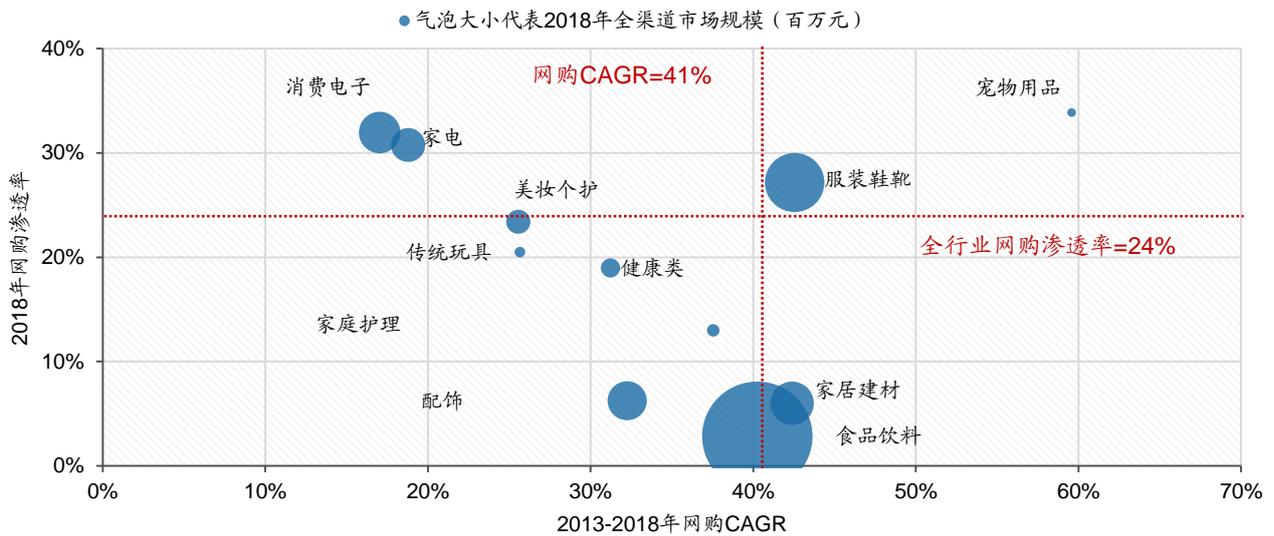
图4：阿里年消费超过1万元的消费者数量提高、粘性极强



数据来源：阿里巴巴投资者日，广发证券发展研究中心

电商规模增长可以拆解为用户数及人均消费增长，后者可进一步分解为购买频次和客单价两个维度。1) 用户基数方面，低线流量红利顶峰已过，下沉市场网购用户渗透率仍有空间但释放速度已放缓(人均消费提升是网购规模增长的更大推动力); 2) 购买频次方面，有赖于新增低线用户的习惯养成和消费转移、成熟高线用户在生鲜商超等新品类的突破; 3) 客单价，长期来看将伴随宏观经济增长带来的人均可支配收入提升而上升。

图5: 电商对电器、服饰等标品的渗透较为成熟，逐步向全品类拓展

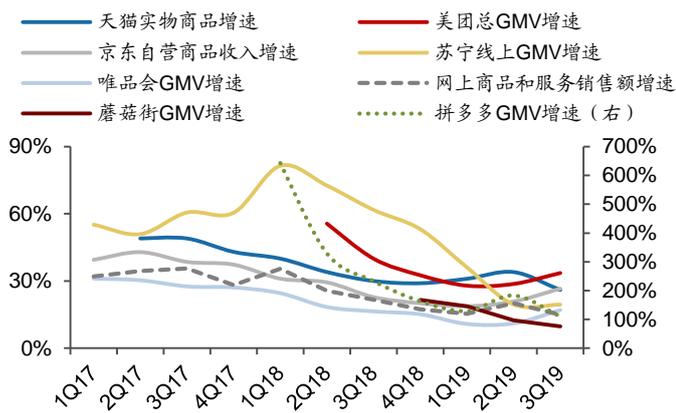


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (终端零售口径, 与国家统计局社零数据口径有所差异)

交易平台延续强者恒强格局。2019年初以来，整体消费景气度偏低，电商行业同样面对较大的增长放缓压力；但观察交易平台格局，天猫、京东、拼多多、美团点评为代表的第一梯队电商展现出超预期的经营韧性，在市占率极高的情况下维持快于行业大盘的增速；广告市场低迷期，巨头通过瓜分便宜的广告资源位进一步提升寡头垄断地位，马太效应充分体现。

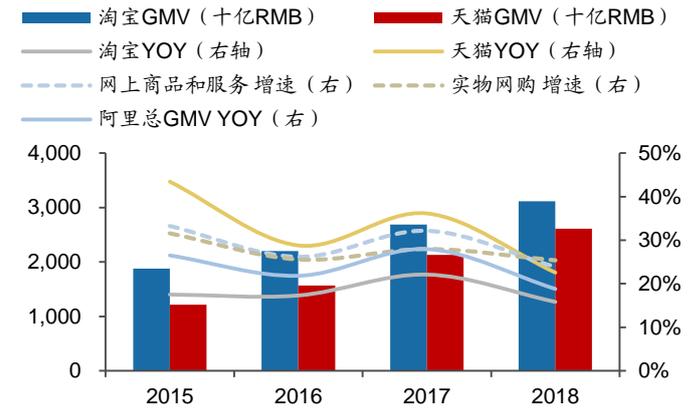
淘宝是主要的市场份额出让者。在阿里生态内部，淘宝一直扮演着流量奉献者的角色，销售不断向天猫转化(在向品牌化消费升级的过程中，补充长尾商品需求)；2015-2018年淘宝GMV增速均显著低于大盘，FY2019(至2019年3月31日)淘宝GMV增速已经进一步降至16%，在阿里中的GMV占比由FY2012的83%下降至FY2019的54%。在阿里体系之外，“包罗万象”的淘宝也在被其他更具标签性的电商平台抢夺市场份额。

图6: 头部平台增速胜于大盘



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

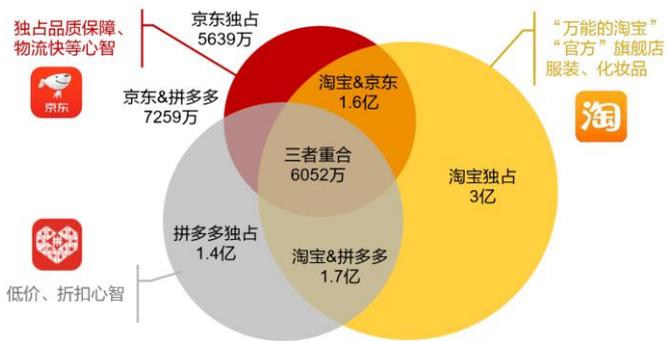
图7: 淘宝是主要的市场份额出让者



数据来源: 阿里巴巴财报, 广发证券发展研究中心(日历年2018年匹配阿里FY2019)

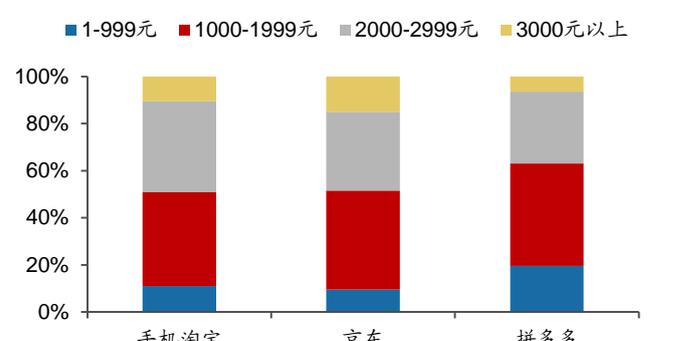
巨头交易平台皆有独占消费心智，实现了一超多强的共存；而消费场景的瓜分意味着我们难以期待新的中心化超级电商平台出现。在用户可以在任意购物入口切换、普遍使用多种APP的背景下，我们将单个用户的单个消费场景视作一个流量单位。中心化电商平台的核心价值观在于自然流量，即对用户“某一类型消费”的心智占领——如“低价、补贴”之于拼多多，“电器、物流快、品质保障”之于京东，“官方授权、无所不包”之于淘宝&天猫，“吃喝玩乐”之于美团点评；而心智意味着成交转化率。巨头电商平台已基本从品类、价格带两个维度完成了对主流消费场景心智的瓜分，且及时与抖音快手等头部内容平台达成合作、锁定新引流入口，配合后端成熟的支付、物流、服务商体系，新电商交易平台可寻求的突破口越来越少。

图8: 5M19三大电商用户重合情况



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图9: 三大电商基本实现了价格带全覆盖



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

纵向拆解电商产业链，集中度持续提升的细分环节或出现新的机遇。链接人、货、场的每个细分环节都有服务商的身影：

1) 流量层面，服务商（传统导购体系、新兴MCN机构等）负责为品牌组织营销资源、最终达成购买转化，能率先踏准新流量入口玩法的服务商将尽享流量红利；

2) 交易层面，除将流量引导至传统电商平台达成销售，内容平台的内嵌交易设施/品牌方私有平台同样可完成交易动作，以中国有赞（8083.HK）为代表的提供完整后端供应链支持和一站式电商SaaS服务类公司有望在流量分散化的浪潮中迎来更大机会；

3) 品牌与平台之间，代运营服务商提供专业线上操盘，强运营能力的玩家有望不断聚合品牌资源，前端积累深厚操盘经验、后端实现中后台成本摊薄，不断做大规模、加深护城河；

4) 商品端，性价比契合大众消费的核心诉求，渠道效率和商品信息透明度的提高促使消费品向高性价比方向发展。提高供应链效率、降低品牌溢价仅收取供应链“服务费”的性价比品牌，有望不断做大规模、享受规模化生产红利；掌握流量与数据优势的龙头渠道向上整合供应链，C2M定制产品、提供供应链服务，压缩流通成本与品牌溢价。

图10: 电商产业环节示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 低线用户人均消费提升是最大的增长来源

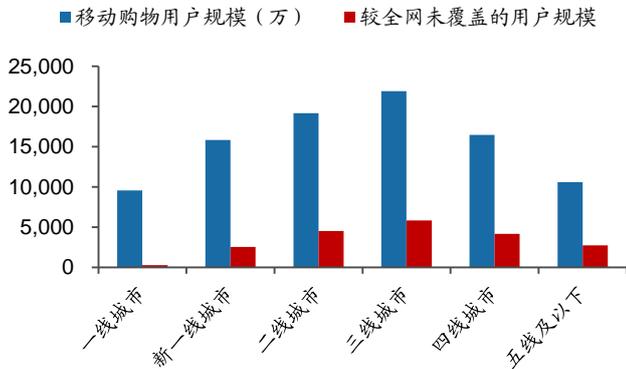
低线市场开发是本轮电商规模扩张的最重要驱动力。从消费总量角度看，根据统计局2017年常住人口数据及一二线城市划分情况计算，三线以下城市占据全国76%的人口和70%的消费量，考虑现代化实体零售在低线覆盖相对不完善，线上有望成为更具吸引力的渠道，三四线城市网购渗透率仍然有很大的想象空间。低线市场的开发过程中，电商龙头将再次迎来用户基数扩大、新用户人均消费量提升的增长周期，带动新一轮业绩成长。

用户数层面：1) 存量上，参考QM数据，至2019年9月底线市场移动购物用户达5.3亿，明显高于高线4.7亿水平；2) 增长潜力上，2019年3月三到五线城市仍有1.3亿移动购物未覆盖的网民，占整体未覆盖人群的63%；3) 红利释放速度上，2018年9月以来，低线市场的新增网购用户数始终高于高线（如2019年9月，低线同比增长820万VS高线同比增长710万）。

人均消费量层面：1) 低线用户消费力不显著弱于高线用户，根据阿里巴巴披露的数据，低线新老用户的年消费金额与大盘数据差距不大，低线一年新用户年均消费2300元（VS高线3000元）、五年老用户消费1.06万元（VS高线1.2万元），QM数据显示“小镇青年”的线上消费200元以上、1000元以上的比例比大盘更高。2)

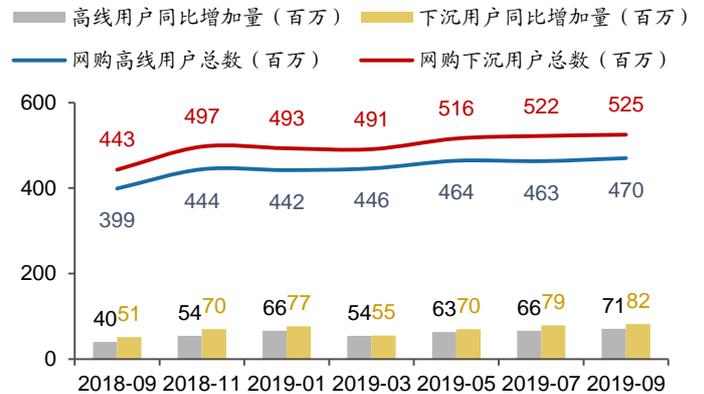
习惯养成带来的人均消费提升更值得期待，参考凯度数据，2016年是三到五线城市网购渗透率提升幅度最大的阶段，拼多多用户教育带来的新增用户正处于线上消费快速提升阶段。2018年拼多多平台人均订单量同比增加8.9单至26.5单，客单价则同比增加9.7元至42.5元，量价双升代表着“原住民”对线上消费的品类拓展和消费升级诉求。

图11: 2019年3月移动购物在各城市线的覆盖情况



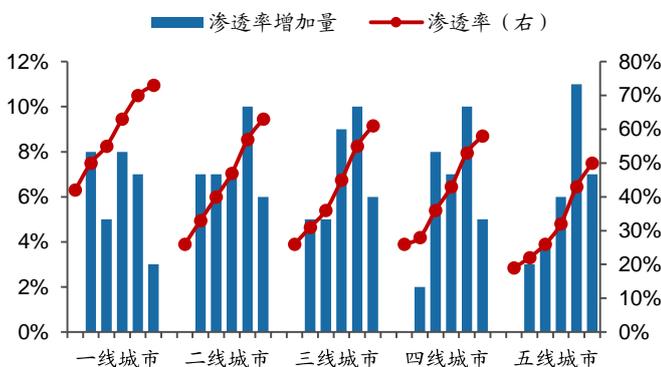
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图12: 移动购物用户数增长情况



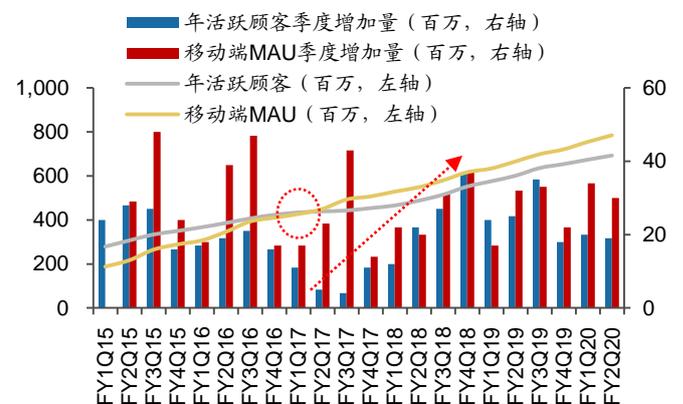
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心 (下沉指三线及以下城市)

图13: 2016年为低线网购渗透率增加速度最快的阶段



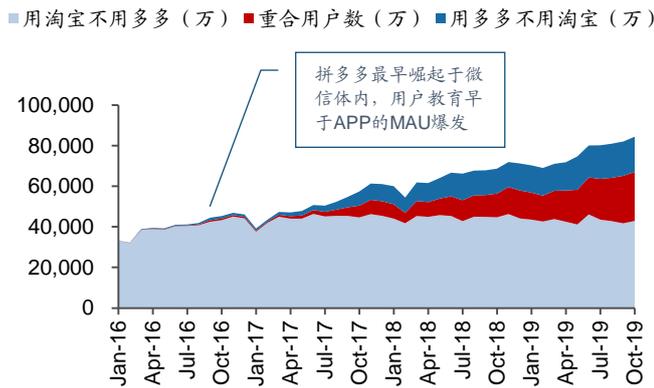
数据来源: 凯度, 广发证券发展研究中心 (注: 每城市线从左到右分别为 2012-2017 年数值, 线图为渗透率, 柱图为渗透率同比增加量)

图14: 下沉是2016年以来阿里用户增加的重要动力



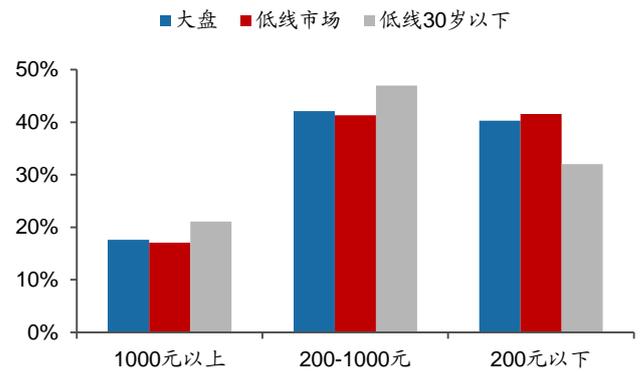
数据来源: 阿里巴巴财报, 广发证券发展研究中心

图15: 拼多多的用户教育是低线周期的重要推手



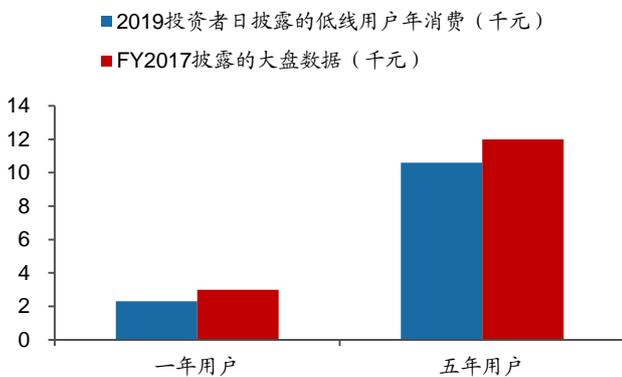
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图16: 低线用户线上年消费力不弱于高线城市



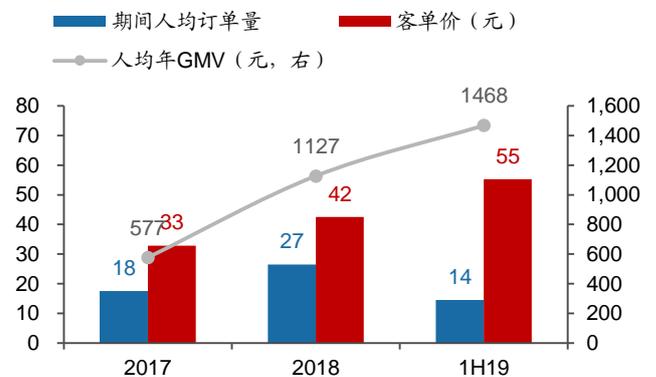
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图17: 阿里低线用户消费量与大盘接近



数据来源: 阿里巴巴投资者日, 广发证券发展研究中心

图18: 拼多多人均订单量及客单价快速增长



数据来源: 拼多多财报, 广发证券发展研究中心

2019年以来, 电商巨头无一不在财报中肯定下沉带来的业绩贡献: 1) 阿里2019Q1及Q2 (日历时间) 70%新用户来自低线城市; 2) 京东Q2、Q3连续两季新增用户中有70%来自低线城市, Q3低线城市的电器类销售增速在一二线的两倍以上, 其余主要品类线城市增速同样更高且呈加速趋势; 3) 美团点评Q3的新增交易用户中仍有超过50%来自低线级城市。

流量玩法 (内容化与社文化) 与供应链 (性价比) 是低线市场适应能力的两个关键维度。低线用户具有更多的闲散浏览时长, 对商品有更高的性价比要求, 内容、直播、社交、工厂直供等策略显示出更强的适应性。主要玩家纷纷培育针对下沉市场的独立平台 (聚划算&淘宝特价版、京东拼购、苏宁拼购等)、加强与内容及社交流量方的推广合作; 龙头公司具备的资源整合、自我变革能力与资本实力仍是重要的隐含竞争优势。

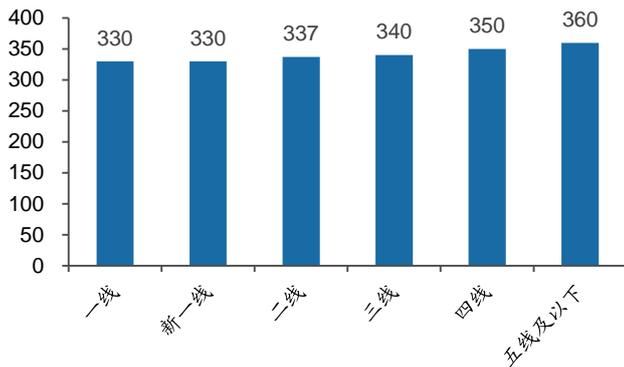
(三) 短视频&直播带货革命传统电商流量

短视频&直播带货崛起, 对三四线用户的渗透力尤为强劲。对比传统电商的图文详情, 短视频&直播带货更加生动, 互动性强, 激发消费冲动, 适应低线用户kill time的需求 (对比购物APP, 短视频/直播用户画像更偏低线)。从结果上看, 短视频带

货在三四线用户中转化率更高(QM数据), 淘宝直播的核心用户(周访问3天以上)中四线以下的比例更高(《淘宝直播生态发展趋势报告》)。

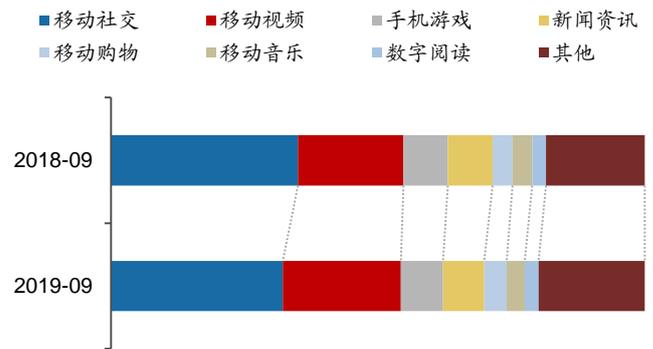
短视频&直播带货风口利好美妆、零食品类及大众价格带的性价比商品。根据卡思数据统计的抖音浏览榜、快手热销榜品类结构数据, 2019年9-10月美妆、零食、鞋服为头部三大品类, 核心价格带在200元以下(快手热销榜各类目内平均价格均低于100元), 符合直播带货更适合低客单价、冲动消费型商品的特征。

图19: 日均上网时长(分钟)随下沉而提高



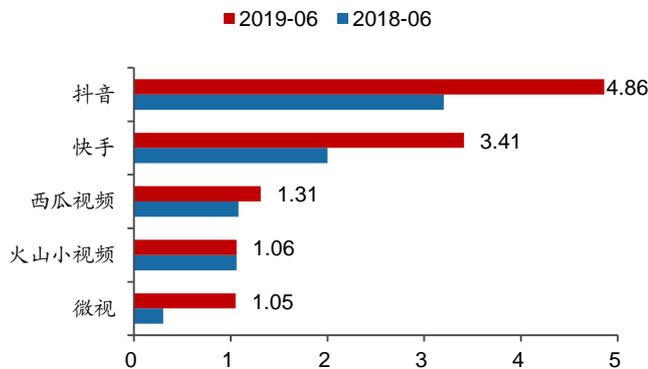
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图20: 视频类APP对用户上网时长的占用继续增加



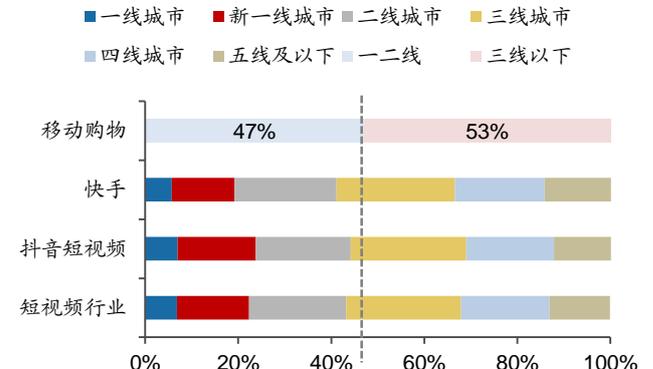
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图21: 头部短视频/直播平台的MAU情况(亿)



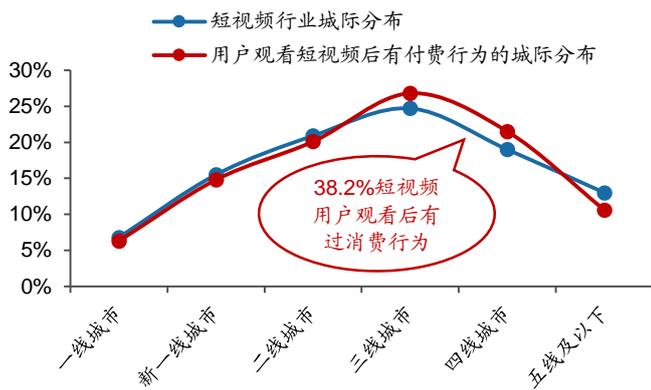
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图22: 短视频/直播APP用户画像更偏低线



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图23: 三四线城市用户被视频带货转化的比例更高



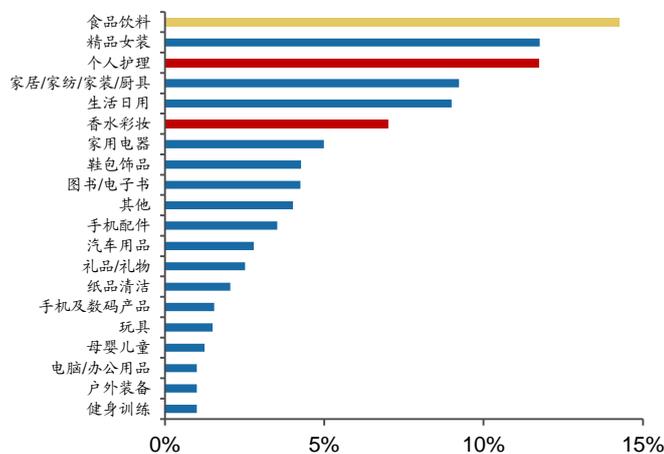
数据来源: QM, 广发证券发展研究中心

图24: 快手热销商品少有品牌货



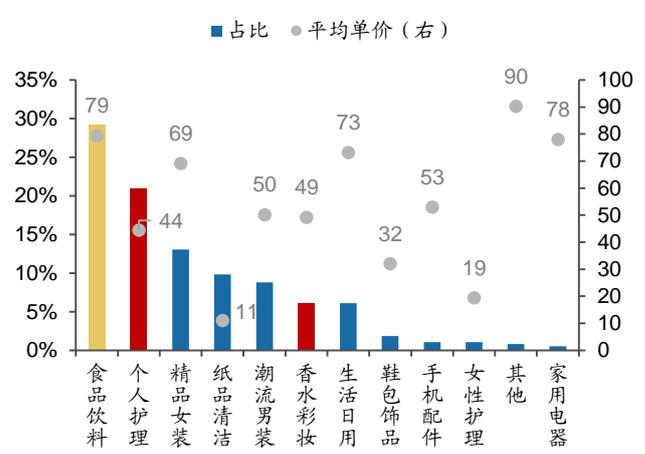
数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心

图25: 抖音浏览榜各品类占比



数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心 (注: 取数时间为2019年9月11日至10月10日)

图26: 快手热销商品榜各品类占比



数据来源: 卡思数据, 广发证券发展研究中心 (注: 取数时间为2019年9月11日至10月10日)

直播带货的浪潮将更加汹涌。入局直播卖货产业的诸多玩家中, 最具主导地位的仍是阿里、快手、抖音三大平台:

1) 阿里: 淘宝的购物型目的流量决定了淘宝直播是销售转化率最高、成交价格带最宽的渠道。根据《淘宝直播生态发展趋势报告》及阿里2019投资者日披露, 2018年淘宝直播GMV已突破1000亿元, 增速达350%, FY1Q20-2Q20直播GMV同比增速约为140%; 至2019年6月天猫商家渗透率超过50%。

2) 快手: 直播带货居多, 类似GMV导向的效果广告, 商家主播易于构建私域流量池; 2019年快手陆续与各地产业带合作成立“直播基地”, 引入第三方专业服务商扶持产地直销、进一步压缩消费者与货品的流通链路。根据卡思数据统计, 快手热销榜中“牌子货”占比极低(10月前6名仅有一席为品牌“完美日记”); 头部带货王主播或催生一批“达人品牌”。

3) 抖音: 短视频带货居多, 类似曝光热度导向的展示广告, 算法分配公域流量是主导。2017年12月抖音上线购物车功能、2018年5月开放商品橱窗; 2019年6月, 抖音与淘宝签订了70亿元的年度框架协议(含60亿元广告及10亿元电商佣金), 品

牌商品导向性更强。

在直播带货浪潮中，为品牌提供专业操盘的服务机构、为私域流量提供供应链支持和一站式电商SaaS服务类公司有望迎来需求爆发。

表1: 主要平台的直播带货动作

平台	直播带货发展进程
淘宝	2018年淘宝直播GMV已突破1000亿元，天猫商家渗透率超过50%。2019年618超过80%的美妆商家使用直播，FY2019食品直播GMV增速达240%。
快手	2018年4月开始陆续测试推广小店功能，也支持淘宝、有赞、魔筷等链接跳转；2019年陆续与各地产业带合作成立“直播基地”，引入第三方专业服务商帮扶商家。
抖音	2017年12月抖音上线购物车，2018年5月开放商品橱窗。
拼多多	2019年11月27日，拼多多首次尝试直播，微信小程序“好货内购”和拼多多百亿补贴页面同步开启主播“小小包麻麻”的直播，后续将大规模铺开。
京东	APP已上线直播频道，但目前仅处于首页第二屏次级入口，推广力度不大。

数据来源：各公司新闻，广发证券发展研究中心

图27: 淘宝直播带货规模趋势示意图



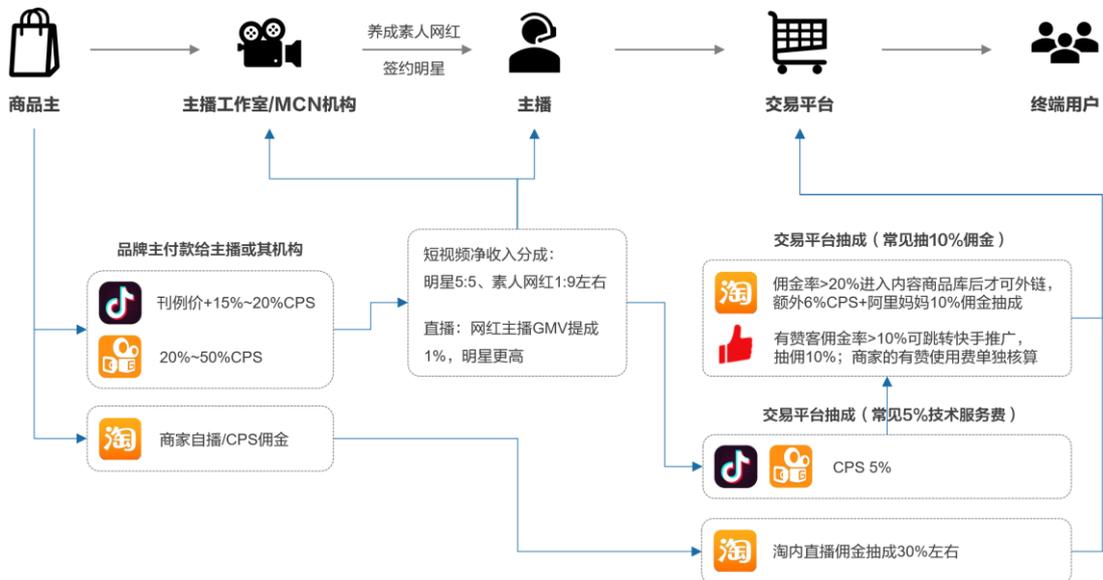
数据来源：淘榜单 × 淘宝直播，广发证券发展研究中心

图28: 淘宝直播时长及商品数变化趋势示意图



数据来源：淘榜单 × 淘宝直播，广发证券发展研究中心

图29: 直播产业的价值环节示意图



数据来源：各平台收费规则，广发证券发展研究中心

(四) 工厂货和性价比品牌顺应直播和下沉趋势而崛起

性价比消费契合大众消费的核心诉求。渠道效率和商品信息透明度的提高促使消费品向高性价比方向发展。高性价比对消费者有永恒吸引力，大众消费者的购买决策形成了市场的主流价格带，相似的消费偏好促成了爆品打造；主打大众市场则易凭借规模效应实现单品收益的最大化，建立在生产和渠道效率上的性价比品牌有望借规模优势建立消费者心智壁垒。

提高性价比的本质是将产业链价值再分配：

1) 拼多多工厂直播/直销与快手“产业带直播”直接剔除了经销环节，以平台/主播信誉辅助质量背书，是对渠道流通费用、信息沟通成本的极致压缩。

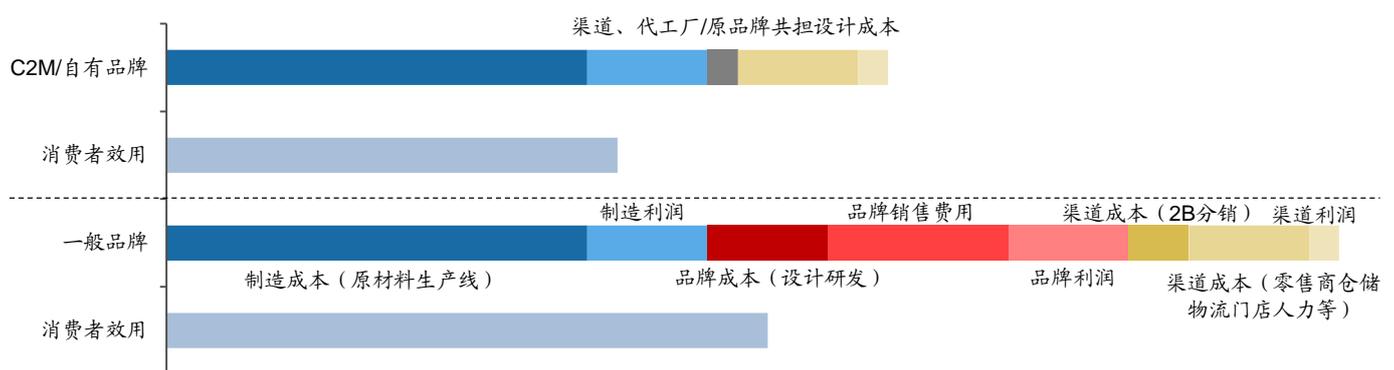
2) 渠道品牌则是零售商随规模扩张不断加深对供应链的介入，赋能上游制造端，仅收取供应链“服务费”、去除不合理的品牌溢价：①向品牌方批量定制（联名）产品，包销降低进货成本和流通过用；②直连工厂制造资源，ODM/OEM生产；③布局专属工厂转型制造型零售。拼多多“新品牌计划”、阿里聚划算、南极电商、名创优品、小米生态链皆是如此。

电商下沉和直播带货兴起是工厂货概念崛起的重要推手：

1) 电商下沉打通了地域和城市层级间的消费渠道——流量单位从“人”进一步拆细为“消费场景”，某一类消费需求变得更加聚集（如高消费群体在部分场景下对偏低价、性价比商品的需求被重新发掘，消费入口发生转移）。被切割得更加细致的消费场景群，与同样分散的供应链进行精确匹配、用新的方式联通，为曾经“不那么主流”的白牌商品打开了通路。

2) 直播重构了信任背书的方式。直播带货，消费者对产品的信任来源于对主播的信赖，而工厂货叠加了“眼见为实”的效果，剥离了经销商的加价体系，将性价比提升到前所未有的高度。

图30：渠道品牌压缩品牌溢价及流通成本



数据来源：广发证券发展研究中心（示意图，各消费品类价值链分配差异较大，此处大小不表示占比）

从玩家的分类视角来看：

1) **阿里：聚划算打造“聚品牌”、用户赋能供应链。**根据2019年投资者日披露，聚划算主打性价比商品，直供原产地商品（包括工厂、农场），并计划3年实现1万家工厂数字化升级。天猫向合作工厂开放共享用户数据，对商品的功能做优化修

改，利用天猫积累的用户行为数据帮助供应商开发新商品；帮助工厂实现全链路生产数字化，完全打通生产数据与销售数据，降低库存、提升生产精确度；蚂蚁金服提供更低成本的金融服务。

2) 拼多多：“拼工厂”+“新品牌计划”。拼多多将产能过剩的品牌供应商扶持为“拼工厂”，实现消费者与工厂/农产品生产基地直接对接，工厂品牌/定制化产品+压缩供应链+少广告营销，提高商品性价比；2018年推出的“新品牌计划”将扶持1000家各行业工厂。

3) 快手：扶持产业带直播，探索“产业链+产业带”直播基地模式。快手电商在玉石和服装两大产业带已与数家基地签约达成合作（服装例如浙江杭州、河南郑州、辽宁佟二堡等，玉石例如云南瑞丽、广东四会、河南镇平等），快手平台及专业第三方机构（类TP）把成熟的平台运营经验和资源导入产业基地，重点扶持培养本地电商主播。11月1日-6日快手116购物狂欢节中，快手主打“源头好货”、“货源地，一件也是批发价”，扶持农产品原产地、产业带商家、工厂直供货品、达人品牌四大类商品，卖货榜单给予不同程度的流量激励。

二、美妆：红利赛道、流量变迁、品牌起伏

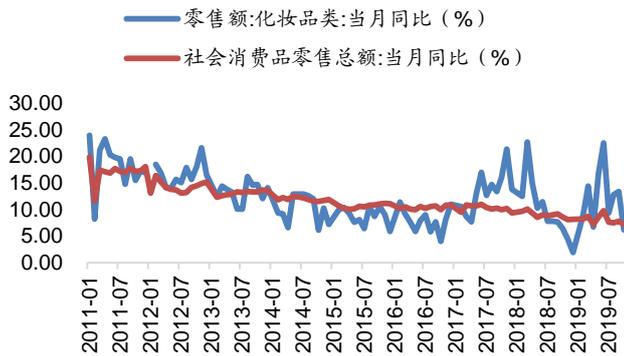
（一）展望 2020，化妆品行业是确定性较强的红利赛道

根据国家统计局，19年1-10月我国化妆品零售额同比增长12.1%，延续2017年以来的景气周期。根据维恩咨询，今年双十一天猫美妆交易额同比增长83%，成为各项消费品中最为靓丽的品类。长期来看，2018年我国化妆品市场规模达到4102.3亿元（YoY+12.3%），超过十五年维持正增长，成长为仅次于美国的第二大化妆品消费国；但人均消费额仅为美国的六分之一，彩妆人均消费额不及日本的十分之一，具有巨大的提升空间。

消费升级、理念转变、渠道下沉将是可持续的驱动因素：一方面，随着居民可支配收入的提升，化妆品成为消费升级的首选品类，体现为越用也多、越用越好，且升级是不可逆的过程。另一方面，抖音、小红书、快手等新媒体的流行为化妆品增添了社交属性和公众效应，电商的繁荣则打破了购买的地域限制。随着化妆品核心消费人群向年轻群体、小镇居民渗透，化妆品品类、功能细化升级，我们预计化妆品行业将持续蓬勃发展。

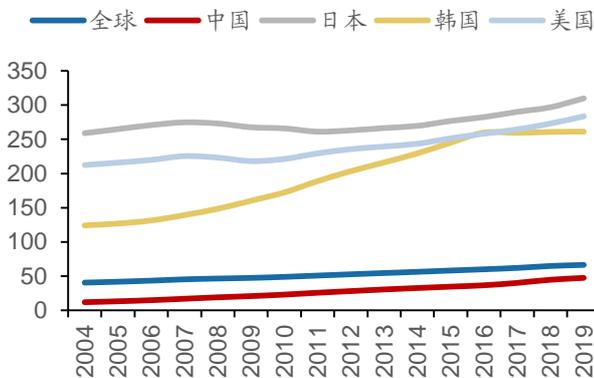
美妆赛道红利较为确定，竞争格局却起伏不定。行业的一大特征是充满变化，用户、流量、产品、营销红利都在迅速更迭，某一个时期的佼佼者可能因为转型滞后而被时代抛弃，站上过风口的公司不一定能够找到下一个风口。但化妆品行业仍然存在相对稳定的底层逻辑。

图 31: 化妆品行业社零增速



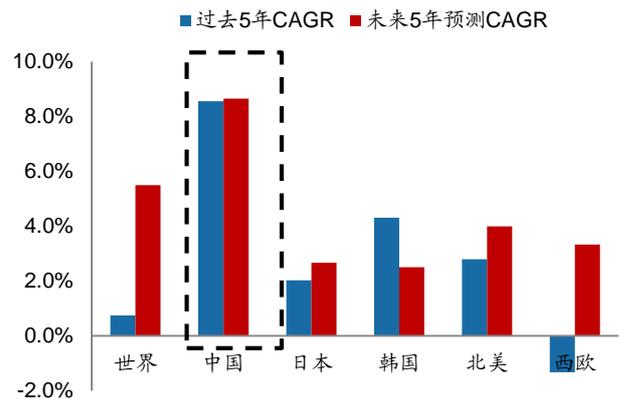
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 各国化妆品人均消费 (美元)



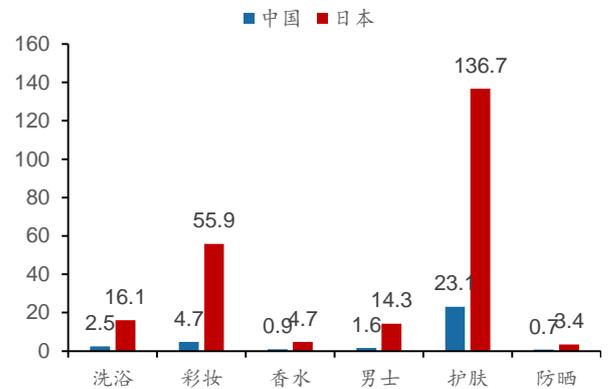
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 32: 我国化妆品行业仍处于高速增长期



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 34: 中日各细分品类人均消费对比 (美元)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

（二）品牌的“不变”：品牌是圈定消费者心智的价值符号

品类属性决定品牌是化妆品的第一要素。化妆品产品本身直观差异小、见效慢，需要品牌背书；又带有时尚、社交和奢侈品属性，品牌的重要性凸显。在化妆品价值链分配中，品牌端的溢价和定价能力最强。

化妆品的品牌定位可以拆解成产品领域、品牌档次和特色标签。产品领域按大类可以分为护肤和彩妆，大部分品牌拥有主导品类，如经典国货品牌佰草集、百雀羚、自然堂、韩束、珀莱雅均是以护肤为主的品牌，而新锐品牌完美日记、花西子、橘朵等是以彩妆为主的品牌。产品领域可以进一步细分，如丸美从眼部护理做起，在该领域具有极强的竞争力，消费者心智中“丸美”和“眼霜”两个词语的关联性很高。**品牌档次是对消费群体最直接的划分，同一个消费者同一时期的消费集中在某一档次，同一领域同一档次之间的品牌互为竞品**，如雅诗兰黛和兰蔻是竞争品牌，珀莱雅和百雀羚是竞争品牌，但雅诗兰黛与百雀羚不构成直接竞争关系，因为二者的目标群体不同。

品牌力在于在特定领域占领消费者心智，因此化妆品品牌多特色鲜明。品牌特色加强品牌差异化和个性化，可以体现为主打概念、核心成分、或品牌价值观等等。

如La Mer主打深海修护，其核心成分来自于深海巨藻中发酵萃炼出的神奇活性精萃 Miracle Broth™；La prairie主打鱼子精华；SK-II主打PITERA™成分。国产品牌也越来越注重凸显品牌特点，如珀莱雅品牌形象升级为“海洋珀莱雅”强调海洋科技；百雀羚强调“天然、不刺激”、天然草本的东方护肤理念；自然堂的口号是“你本来就很美”，来自喜马拉雅的自然主义品牌。综合性品牌不将自己局限于某一产品领域，多采用品牌价值观当做自己的标签，如雅诗兰黛的“每一位女性皆可美丽动人”，资生堂的“至哉坤元，万物资生”，兰蔻的玫瑰图案等。

图 35: 按领域和档次锚定化妆品品牌



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

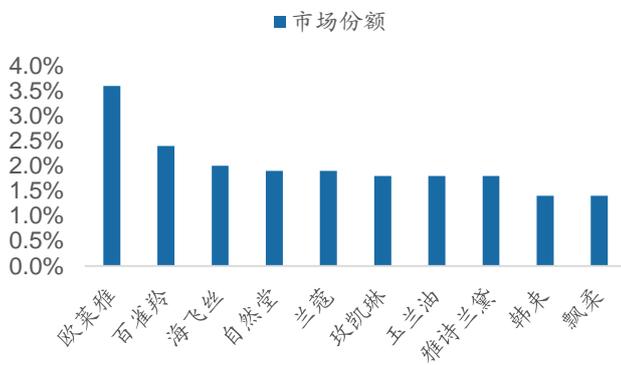
图 36: 各品牌特色标签

主流产品价格带： 1500元以上	主流产品价格带： 500-1500元	主流产品价格带： 300-800元	主流产品价格带： 200-500元	主流产品价格带： 50-300元	主流产品价格带： 100元以下	
clé de peau 日本奢品、法式优雅	SK-II 专利成分PITERA	IPSA 发光素肌	HERBORIST 本草菁萃	innisfree 济州岛精粹原料	KANS 科技护肤	国民护肤
LA MER 深海修护	LANCÔME 玫瑰图案	DECORTÉ LIPOSOME技术	OLAY 前沿细胞科技	THE FACE SHOP 自然植物萃取	WETHERM 温泉矿物护肤	IMAGES 形象美
la prairie 鱼子精华	每一位女性皆可美丽动人	Sulwhasoo 韩方草本	L'ORÉAL 触手可及的奢华	PROYA 海洋科技	OSM 珍珠护肤	ZMC 分龄护肤
HR 至美力量，科技为先	至哉坤元，万物资生	植物美肌先锋	眼部护理、强调弹力	LA ROCHE-POSAY 呵护敏感肌肤	相宜本草 本草养肤	食材护肤
GUERLAIN 法国皇室御用	SKINCEUTICALS 抗氧化	ALBION 独创美容四步曲	Kiehl's 科技药妆	百雀羚 东方草本护肤	韩后 天然为本	御泥坊 面膜护肤
sisley 高科技植物精萃	韩国宫廷秘方	HACCI 蜂蜜美颜	L'OCCITANE 法国天然植物护肤	CHANDO 你本来就很美	WINONA 薇诺娜	一叶子 自然植物护肤

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

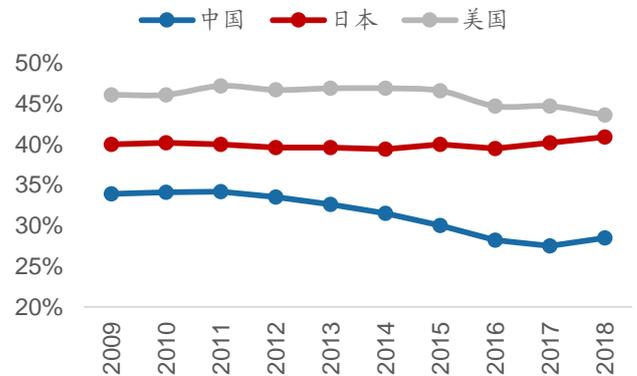
品牌精准定位与追求规模之间存在悖论，企业扩大规模往往依赖品牌并购。除了消费者认知使得品类跨越存在阻碍外，品牌档次跨度也较小：高端品牌为保持品牌调性，一般不会推出低价格的产品去抢夺大众市场；而大众品牌也较难升级为高端品牌。因此，化妆品精准定位与追求规模之间存在悖论，化妆品难见超级大牌，即使是国内市占率第一的品牌巴黎欧莱雅市场份额也仅有3.6%（2018年）。为了突破规模瓶颈，海外化妆品集团多采用品牌并购的方式，形成多品牌、多品类矩阵。如欧莱雅集团拥有36个品牌，除巴黎欧莱雅、防晒品牌Ambre Solaire等少数品牌为自有品牌外，其他多数品牌均来自于兼并收购；雅诗兰黛集团拥有30个品牌，除雅诗兰黛、倩碧、Aramis、Lab Series、Origins五个品牌为自有品牌外，其他品牌均来自于兼并收购。

图 37：国内日化行业品牌市场份额



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 38：日化行业品牌集中度CR5

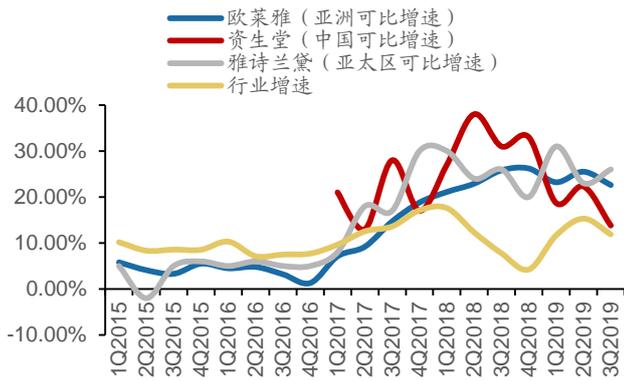


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（三）品牌的“变化”：美妆需求多元，品牌格局轮动

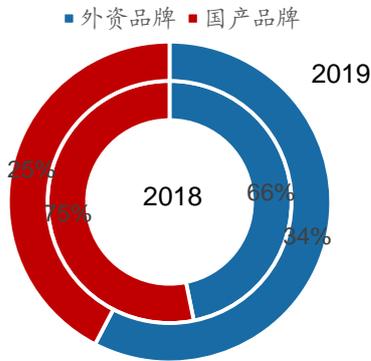
外资头部品牌增长靓丽，高端线是主要驱动力。根据海外化妆品集团财报数据，今年以来欧莱雅集团、雅诗兰黛集团亚太区单季度可比销售额增速均达到20%以上，远超集团整体增速，中国区是主要增长动力。资生堂集团1H19中国区增速达到20.5%，3Q19中国内地市场增速达到22%。高端品牌如兰蔻、YSL、阿玛尼（欧莱雅集团），雅诗兰黛、La Mer、TF（雅诗兰黛集团），CPB、资生堂、NARS（资生堂集团）表现最为突出。今年双十一国际化和高端化趋势更为明显，根据维恩咨询，天猫双十一美妆类目销售额TOP6均为外资大牌，外资品牌占比从2018年的66%上升至2019年的75%，高端线占比从33%提升至44%。欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、玉兰油、SKII、后、资生堂均实现翻倍增长。这一方面因为外资品牌更加重视电商，活动力度加大；另一方面也反映了品牌是化妆品的较为稳定的核心资产，消费者仍青睐大品牌。

图 39: 外资品牌增长靓丽



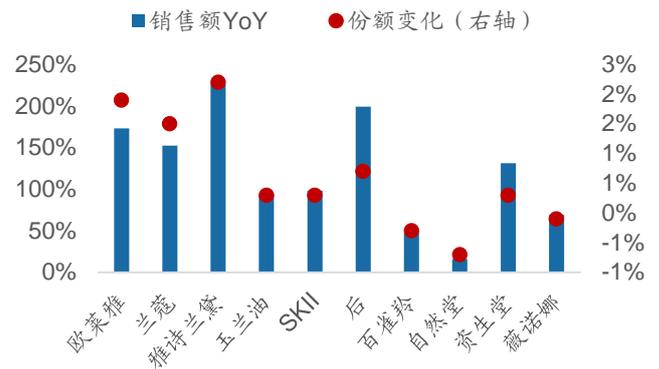
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 41: 天猫双十一美妆外资和国产品牌占比



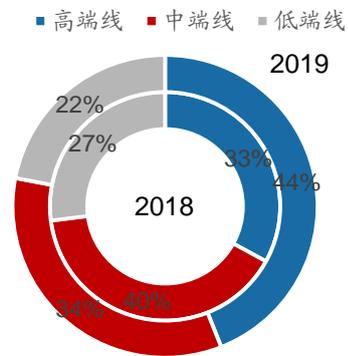
数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

图 40: 天猫双十一美妆TOP10品牌



数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

图 42: 天猫双十一美妆高中低产品线占比

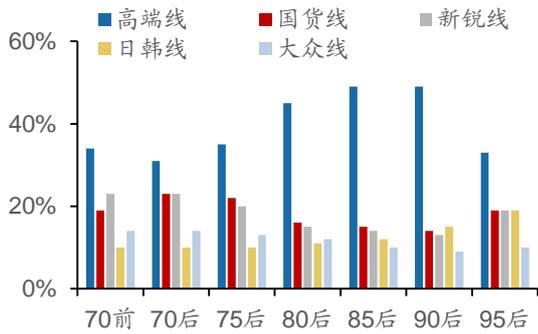


数据来源: 维恩咨询, 广发证券发展研究中心

新锐品牌借助新营销崛起, 擅长流量和用户运营。与“品牌即被选择的第一要素”的外资大牌不同, 完美日记、花西子、HFP等新锐品牌更擅长流量和用户运营。它们的品牌力和供应链比不上外资大牌, 但更加灵活和创新, 其成功模式往往为捕捉到某一平台红利, 集中资源打造某一爆款引流, 再进行后续流量裂变。新锐品牌爆发的背后在于消费群体和流量红利在发生变化。**新群体:** 90后、95后、00后成为化妆品消费主力, 年轻消费群体更愿意为有趣的产品和新颖的营销买单。**新渠道:** 化妆品消费场景和传播媒介从百货、CS店向电商、社交媒体转移, 流量红利也在不断重构, 新锐品牌往往是踩准爆发式流量的玩家。**新营销:** 新锐品牌最先对新群体和新渠道做出反应, 运用美妆达人、口碑种草、直播等新型营销。

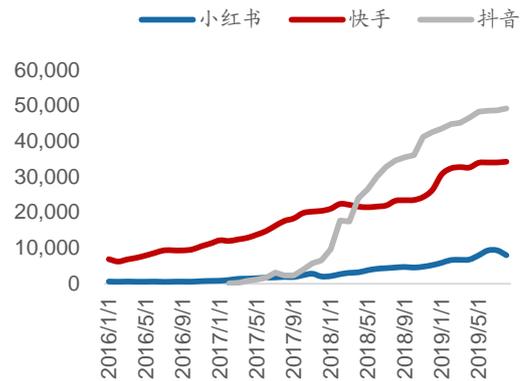
品牌溢价较高的外资大牌和性价比突出的新锐品牌同时靓丽并不矛盾, 背后的逻辑在于化妆品需求分层化、多元化, 消费频次高且具有尝鲜性, 消费者对高端大牌和平价好货的追求同时存在。同时, 经济自信带来文化自信、文化自信带来品牌认同, 消费者不再盲目的“崇洋媚外”, 给予积极应变的国产品牌更多机会。

图 43: 年轻群体购买新锐线比例增加



数据来源: CBNDData, 广发证券发展研究中心

图 44: 小红书、抖音、快手MAU (万人) 变化



数据来源: Quest Mobile, 广发证券发展研究中心

小众和设计师品牌成为新风口。当大牌开始下沉到三四线城市，一二线城市的消费者开始寻找新的品牌；消费者需求个性化、细分化给小众品牌带来了机会。从集团布局上来看，大众品牌基本被瓜分完毕，化妆品集团开始瞄准设计师或小众品牌：今年以来，欧莱雅集团收购娇韵诗设计师香水品牌Mugler和Azzaro，Coty以6亿美元收购网红品牌Kylie 51%股权，雅诗兰黛以11亿美元收购韩国功能性护肤品牌Dr.Jart+与男士护肤品牌Do the Right Thing母公司三分之二股权，资生堂集团以8.45亿美元收购美国新兴护肤品牌Drunk Elephant，联合利华六月以5亿美元收购Tatcha。珀莱雅的多品牌布局也以小众为主，包括西班牙抗衰品牌SINGULADERM、意大利彩妆品牌WYCON、法国婴幼儿护肤品牌BOIRON、日本高端洗护品牌 I-KAMI等。

表 2: 今年以来国际品牌并购案例列举

时间	收购方	被收购方	交易价格	被收购名牌介绍
1月	L'Occitane	Elemis	9亿美元	Elemis 创始于 1989 年，是英国水疗及护肤豪华品牌，提供传统及非传统的按摩、身体和皮肤护理等服务供消费者选择。
6月	Unilever	Tatcha	近 5 亿美元	新锐天然护肤品品牌 Tatcha 创立于 2009 年，主要销售护肤精华，润肤乳，喷雾，去角质产品及洁面乳等一系列产品。
7月	Colgate-Palmolive	Filorga	16.9 亿美元	奢侈法国护肤品牌 Filorga 专注研发对抗肌肤衰老的一系列疗程解决方案，主营抗衰老医疗美容产品。
10月	Shiseido	Drunk Elephant	8.45 亿美元	Drunk Elephant 创立于 2012 年，致力于生产全天然护肤品。产品以不含芳香精油、表面活性剂、硅、酒精、化学防晒剂和香精/色素的“精纯兼容成分”提供高效护肤体验。
10月	L'oreal	Mugler 和 Azzaro	未披露	Mugler 是服装设计师 Thierry Mugler 与娇韵诗联合推出的香水品牌。Azzaro 为法国高级时装品牌 Azzaro 同名香水品牌。
11月	Coty	Kylie Cosmetics	6 亿美元 (51%股权)	Kylie Cosmetics 是美国真人秀明星 Kylie Jenner 的个人美妆品牌，始创于 2015 年，主打唇妆产品。
11月	Estée Lauder	Have & Be Co.	11 亿美元 (三分之二股权)	Have & Be Co. 作为高性能皮肤护理品牌于 2005 年创立于韩国，旗下有高性能品牌 D.Jart+ 和男士美容品牌 Do the Right Thing 品牌。

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

传统国货分化显著，原料和医药企业纷纷入局。外资与新锐冲击，线下流量红利消退，线上流量不被倾斜，转型较慢的传统国货倍感压力，但积极布局电商渠道和社媒营销的国产品牌仍然取得优秀表现。同时，上游企业或医药企业纷纷入局享受行业红利，如透明质酸龙头企业华熙生物推出“润百颜”、“BIO-MESO”、“米蓓尔”等功能性护肤品牌，IP合作产品“故宫口红”大获成功；云南白药推出“采之汲”护肤品牌，主打全植物精华，修护敏感肌肤；片仔癀以“大健康国妆”为发展战略，2019年上半年日用品和化妆品销售额同比增长40%，成为公司增长最快的业务板块；马应龙和皮炎平则进军彩妆，于今年相继推出口红产品。

图 45: 润百颜次抛原液 (左) 和采之汲面膜 (右)

图 46: 马应龙 (左) 和皮炎平 (右) 口红产品



数据来源: CBNDdata, 广发证券发展研究中心



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

三、其他细分领域：珠宝、百货、超市

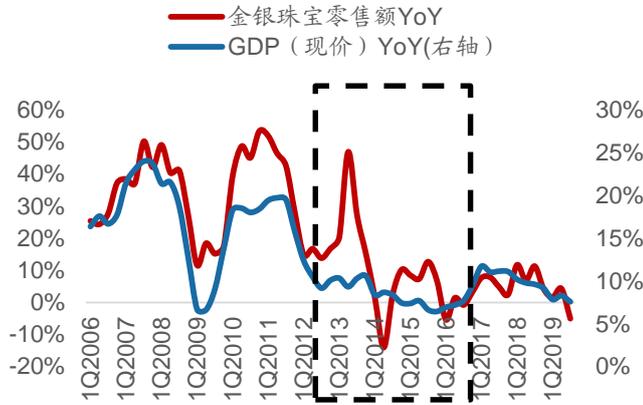
(一) 珠宝：景气承压，龙头扩张

2019年珠宝行业景气度维持低位：黄金珠宝的可选消费属性使其与经济周期呈现较高的相关性，这在2019年进一步得到验证。从社零数据来看，2019年7到10月金银珠宝零售额同比增速连续四个月下滑。从港股公司同店数据来看，3Q19周大福内地同店下滑7%，其中黄金下滑15%，珠宝镶嵌持平；六福内地同店下滑25%，其中黄金下滑28%，珠宝首饰下滑18%。从中国黄金协会数据来看，3Q19黄金消费量为244.77吨，同比下滑20.65%，其中黄金首饰同比下降12.05%，金条/金币同比下滑42.47%/42.86%。

尽管低迷持续，但珠宝行业并非毫无亮点可循。首先，品类结构更新迭代加快，这在黄金产品中表现更明显。终端疲软背景下，品牌公司和加盟商推动品类结构从传统克重黄金向新工艺黄金转型，3D硬金、古法金、5G黄金等精品黄金层出不穷。新工艺黄金在美观度、时尚度、精致度上优于传统黄金，且盈利能力大大高于传统黄金。这使得虽然终端珠宝销量增速缓慢，加盟商的盈利能力却有所提升。其次，龙头公司延续逆势扩张。根据公司财报，前三季度周大福与六福中国内地分别净增加399个、161个零售点。周大生前三季度门店净增加412家至3787家，在国内珠宝

公司中门店跃居首位。老凤祥前三季度门店净增加201家至3722家，豫园股份（老庙+亚一）前三季度门店数量净增加525家至2615家。行业疲软态势下，小品牌更快出清，趋势指向行业集中度加速提升。

图 47: 珠宝行业景气程度与经济周期高度相关



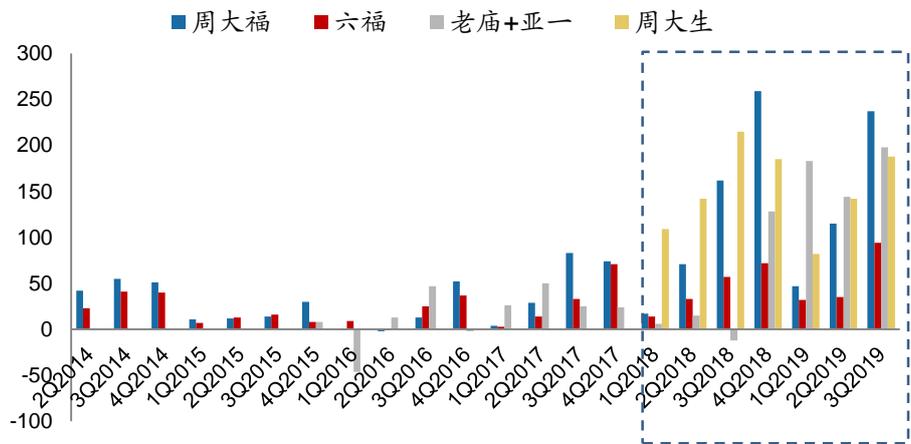
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 48: 今年以来珠宝行业景气程度维持低位 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 龙头企业门店季度净增加数量 (内地)



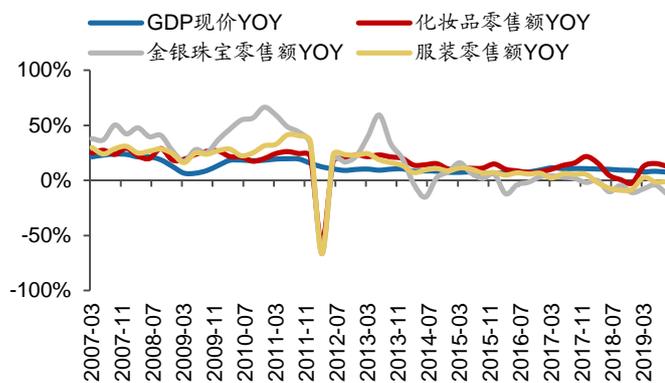
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (周大生季度门店净增加数自 1Q18 开始披露)

珠宝行业景气程度与经济周期高度相关，我们对于2020年珠宝行业趋势的判断仍主要基于宏观经济形势，我们认为行业景气度拐点与经济周期拐点相匹配。宏观经济走向不明朗，行业景气度趋势不确定情况下，行业竞争格局则愈加清晰，龙头公司享受品牌集中度提升红利，快速展店态势依然强劲。同时，龙头公司品牌和产品差异化凸显，运营和管理日益精细化，行业正逐步从β驱动转向α驱动。建议投资者更多把握龙头公司的α机会，重点关注周大生、老凤祥。

百货同店增速主要受经济周期影响。百货行业作为珠宝、化妆品、服装等可选消费的重要销售渠道，对经济周期波动更为敏感。百货公司同店数据与经济周期具有较强的相关性，以天虹股份数据为例，在12年和15年两轮经济增长低点，公司的同店增长数据亦出现明显下行。18年下半年以来经济下行较大，18年天虹股份同店增速降为1.6%，1Q19进一步降至-2.8%，3Q19亦仅录得-0.21%。

门店数量较难实现快速扩张，同店增长主要受经济周期影响，百货行业的投资机会主要来自 β 属性。从历史数据来看，百货公司的表现与行业基本一致，较难体现出龙头红利：2011-2018年百货行业收入复合增速为6.1%，龙头公司天虹和王府井（剔除地产收入）分别为9.5%和5.4%。估值亦反映扩张速度与经济预期，2010年以前，行业处于高速扩张+高估值期；2011年以来行业遭遇“戴维斯双杀”，估值大幅下降；2017年以来随电商冲击减弱和经济复苏行业估值有所修复，但依然受低成长性与经济预期压制，行业市净率接近1。具有扩张能力的龙头公司享有估值溢价，如天虹股份（但扩张性主要现在超市业态）的PB和PE均高于行业整体水平。

图 54：可选消费与经济周期有高相关性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 55：百货公司同店数据与经济周期有较高相关性



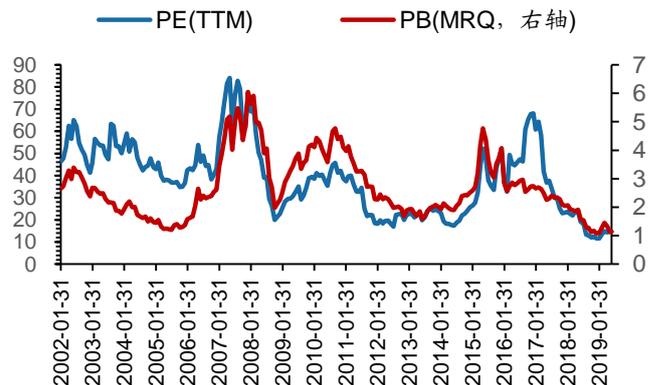
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 56：龙头百货公司与百货行业的收入增速 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 57：估值亦反映扩张速度与经济预期



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

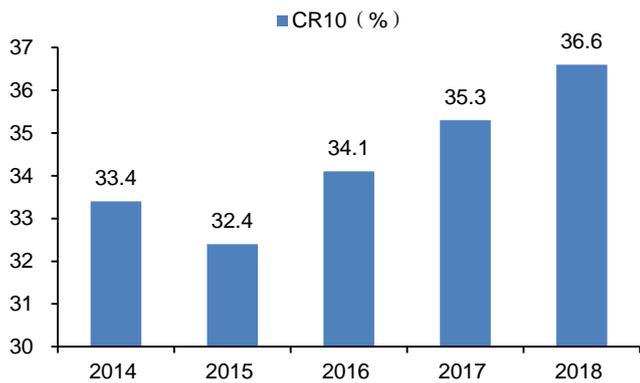
（三）超市：比拼供应链效率和规模扩张，龙头公司 α 价值显著

从业态变迁看，超市业态出现晚于百货，大卖场、便利店、生鲜超市等契合了消费者不同层次的需求。1993年以前，我国生鲜农产品和日用杂货均在农贸市场销

售。1995年以来，外资超市如沃尔玛、家乐福、麦德龙进入中国市场。而2000年以来，我国大力推行“农改超”，永辉超市、家家悦等国内连锁超市兴起，超市行业进入快速成长期。根据Bloomberg，我国超市业态份额从2004年的21.6%大幅上升至2015年的32.3%，近几年虽稍有下滑，但依然保持在30%以上。从海外零售市场来看，美国和日本超市业态的市场份额也未像百货一样呈现明显下滑，美国维持在35%左右，日本维持在30%左右。

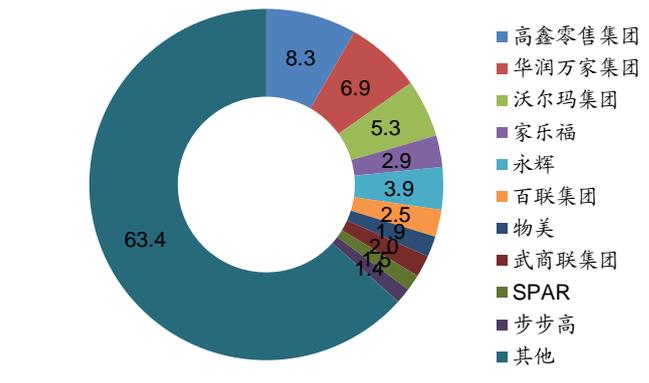
商超行业正处于整合兼并的浪潮中，龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，行业集中度逐步提升。1)与百货看重商圈物业资源不同，超市比拼的是商品运营能力。超市业态主要采取自营模式，其盈利的本质是赚取商品价差，因此各超市需不断夯实前端运营水平（决定获客能力和商品损耗率）和后端供应链能力（决定采购成本和商品质量），而运营经验更易跨区复制。2)超市的物业资源相对较易获得，采用轻资产方式扩张（租赁为主），同时规模效应（体现在采货成本、定价能力等环节）更加显著。3)超市行业前期投入成本较低，净利率较薄（行业平均净利率仅有1%-2%），经营不善者退出更快，被龙头收割市场份额。超市行业正处于集中度提升通道：据Kantar Retail数据显示，2018年我国商超行业CR10达36.6%，相比2015年提升4.2pp。

图 58: 我国商超行业集中度持续提升



数据来源：Kantar Retail，广发证券发展研究中心

图 59: 2018年我国商超行业市占率分布情况



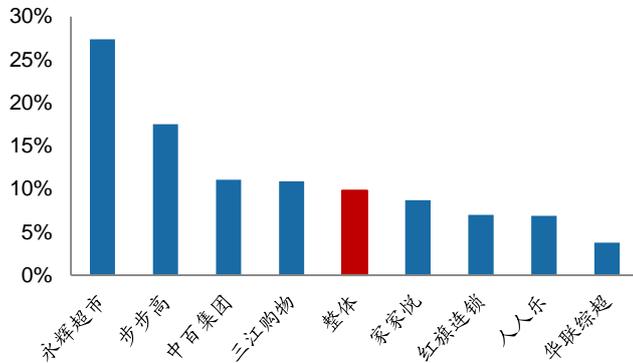
数据来源：Kantar Retail，广发证券发展研究中心

人货场将更加匹配，龙头公司推动业态创新，赋予超市行业新生命力。新零售致力于更高效地为消费者提供相匹配的商品，其中商超将更聚焦消费者生鲜、食品、日用快消品等领域的需求，逐渐减少服装等商品的占比（服装由于个性化更强，更匹配百货/购物中心等场景）。据Euromonitor数据显示，我国卖场（400-5000平）零售规模的增速自2015年起超过大卖场（5000平以上），最近五年CAGR为3.7%，高于大卖场五年CAGR的1.2%。而龙头公司在供应链升级、数字化改革，巨头合作等方面更胜一筹，将加速行业整合，如2016年盒马鲜生引领新零售风潮，到永辉超市的创新迭代（绿标店、mini店、店仓合一）等，信息化程度更高、供应链能力更强、性价比更突出的零售企业最能享受到行业创新红利。

超市行业分化，龙头α价值显著。龙头公司规模和效率优势显著，持续领跑行业。以9家A股上市超市公司为样本，门店扩张方面，2019上半年永辉超市门店同比净增加170家，同比增长27.4%，远高于行业整体的9.8%。收入增速方面，2019上半年永辉超市和家家悦收入同比增长19.7%和16.7%，亦持续领跑行业。盈利能力方面，龙头公司基本保持3%-4%的净利率水平（18年永辉受新业务拖累净利率下滑），而

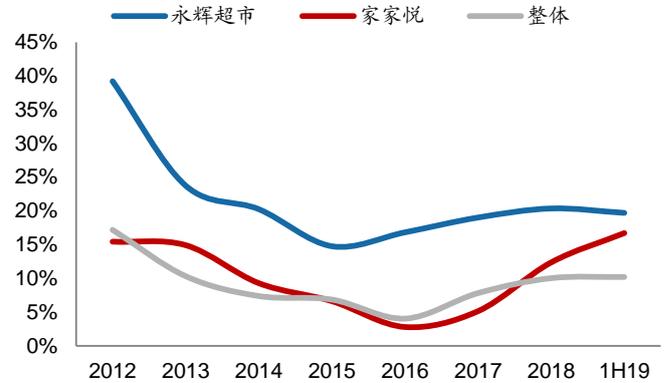
人人乐、华联综超等公司连年亏损。持续的领跑带来分化的加剧，是超市龙头公司享受估值溢价的基础。伴随着整合兼并的加速，我们预计龙头公司资产负债率及杠杆水平有望提升，推动ROE水平的提升。

图 60: 2019上半年各超市公司的门店增速 (%)



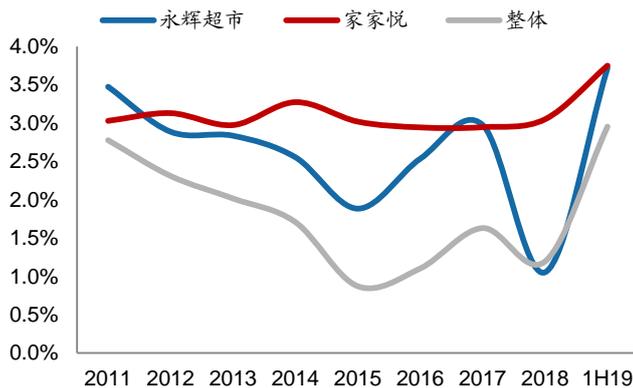
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 61: 永辉超市和家家悦收入增速持续领跑 (%)



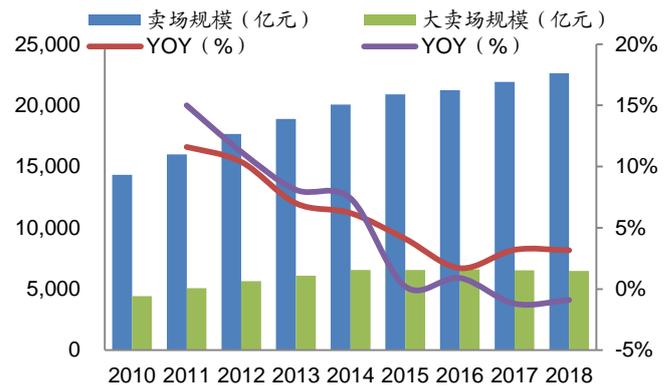
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 62: 龙头公司经营利润率高于行业整体



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 63: 我国卖场增速于2015年超越大卖场增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、核心推荐标的: 优选细分领域龙头

(一) 电商产业链推荐标的

1. 阿里巴巴

轻资产的互联网模式中沉淀的“重模式”生态是阿里巴巴不断加深的护城河。商品侧, 天猫、聚划算、村淘、天猫国际+考拉、淘宝+闲鱼、口碑饿了么飞猪等各类服务已形成“无所不能”的供应体系; 蚂蚁金服、菜鸟完成资金流、物流数据闭环; 数据与技术积累形成的成交转化能力吸引着品牌方不断对阿里倾斜资源。围绕阿里的服务产业链同样形成了庞大的外部生态。随着买家、卖家的持续扩容, 阿里的内外部生态将进一步丰富, 资源协同变现能力继续增强。

预计FY2020-FY2022, 阿里巴巴收入分别为5262/6897/8732亿RMB, 对应40%/31%/27%增长, non-GAAP净利润分别为1212/1513/1924亿RMB, 对应

30%/25%/27增长。分大商业、云计算及战略投资三大板块进行分部估值，对应美股合理价值226美元/ADS、港股合理价值221港元股，对于公司的美股和港股均给予“买入”评级。

风险提示：互联网新势力崛起冲击；孵化型业务减亏不达预期；新零售开拓不达预期；前沿技术和用户习惯持续研究需要持续投入。

2. 南极电商

南极电商持续筑建品牌流量壁垒，卖家网显示2019年其在阿里平台购买人次达3亿，领跑所有消费品品牌，结合领先的转化率和复购率，并及时把握电商平台流量规则变化趋势，流量红利持续显现。同时，公司推出一件代发服务，大幅优化产业链中商品周转和信息周转效率，供应链红利不断强化。另外，公司加强品牌推广和品控体系建设，独家冠名跨界喜剧王，并成立质检团队对供应商进行排查，从品牌形象和产品品质两个维度升级。随着越来越多的优秀经销商和供应商进入南极体系，越来越多的细分类目成为品类冠军，南极生态的稳定性将不断增强。我们预计19-20年归母净利润为12.5亿和16.5亿元，预计公司19-21年业绩复合增速为34%，给予19年28X PE估值，对应合理价值14.3元/股，维持“买入”评级。

风险提示：高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

3. 壹网壹创

壹网壹创是美妆电商代运营龙头，以百雀羚为起家标杆品牌。前端创意营销为壹网壹创的核心竞争力，以电商数据驱动、效果量化是公司有别于传统4A公司的特点。百雀羚、宝洁、OLAY等爆款营销案例背后，长期可维持的营销创造力来源于公司文化积淀、组织架构管理、年轻化的团队建设与数据导向。不断使老化品牌与老化店铺焕发新生、自身掉单率维持稳定，是其能力的证明；未来继续承接新品牌、跨品类拓展的增长空间充足。

预计2019-2021年公司营业收入分别为15.2/19.5/23.2亿元，同比增长50%/28%/19%，净利润分别为2.3/2.9/3.7亿元，同比增长41%/27%/27%。给予公司2020年50xPE，对应合理价值181.5元/股，给予“买入”评级。

风险提示：品牌将电商渠道收归自营或变更服务商；新品牌拓展不达预期；成本摊薄效果不达预期；电商行业、美妆行业景气度下降。

4. 三只松鼠

三只松鼠是我国休闲食品龙头，其轻松活泼的品牌形象深入人心，公司由天猫起家，把握电商红利快速成长为休闲食品线上龙头，卖家网显示3Q19其市占率已达2-4名之和，持续增长的存量用户和不断攀升的复购率强化公司的领先地位；同时，公司积极向线下延伸，以直营投食店打造终端销售样板间，并通过加盟模式快速铺开，线下盈利能力持续改善。公司打造快反供应链，积极完善产品矩阵，搭建云质量信息化平台，在产品同质化较为严重的零食行业，通过加快商品周转效率提升竞争力。我们预计归母净利润19-21年分别为4.00亿/5.00亿/6.01亿元，考虑公司在电商渠道的领先地位，以及线下各渠道的加速扩张，参考可比公司，给予公司19年67xPE，对应合理价值66.83元/股，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；新零售风起，行业竞争加剧的风险；电商

红利减弱，公司过度依赖电商的风险；食品安全控制的风险。

（二）美妆品牌推荐标的

1. 珀莱雅

积极适应行业变化，布局多品牌矩阵。公司主要看点：1) 公司具有合伙人制基因，激励机制完善；管理层学习、前瞻、执行能力强；组织结构年轻化、开放化、平台化，积极适应行业变化。2) 主品牌强化海洋概念，科技+美感方向明确。今年通过卖点设计、流量运营和高效营销成功打造爆品“泡泡面膜”，明年将推动“爆款+单品”策略，重点打造面霜、精华类明星单品。3) 积极布局多品牌、多品类矩阵，分为自有品牌，海外品牌和合伙品牌三个方向，定位小众细分市场，补充线上渠道增速。4) 加强基础研发和供应链能力，并与西班牙品牌Singuladerm成立合资公司进行抗衰老领域技术协同。预计公司19-21年归母净利润为3.9、5.1、6.6亿元，同比增长34.5%、32.1%、29.6%。给予公司20年PE估值40XPE，合理价值101.2元/股，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，单品牌店展店不达预期；新品牌、新品类孵化不达预期。

2. 丸美股份

品牌资产优质，电商、新营销改善空间大。公司主要看点：1) 主品牌丸美品牌定位中高端，卡位抗衰老和眼部护理红利赛道。2) 目前线上唯品渠道占比较高，天猫旗舰店采用代运营模式且占比偏低，加强电商团队后阿里平台改善空间大；3) 积极搭建社媒、电商团队，加强数据化和新营销，实现品牌年轻化和高线城市渗透；4) 打造丸美东京日本进口高端系列，拓展精华类、彩妆类等品类；5) 过去股权结构较为集中，股权激励有望释放管理红利。预计公司19-21年归母净利润分别为5.2亿、6.3亿、7.6亿元，同比增长25.0%、21.2%、20.7%。给予公司20年PE估值46XPE，合理价值72.22元/股，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类孵化不达预期。

（三）传统零售推荐标的

1. 周大生

处于业绩和估值底部，后续有望边际改善。公司主要看点：1) 18年起公司进入高速开店阶段，门店每年净增加500-600家，且经历过前期的门店规划、区域划分、优胜劣汰，门店质量优化。2) 引领情景风格珠宝，沿着场景+风格+人群设计系列产品，根据大数据精简SKU，目前300余款创造70%以上销量。3) 管理精细化、数据化，扁平式加盟管理架构下总部对加盟商进行产品、营销、管理、拓展赋能，目前已有2000余家店接入POS系统。4) 去年高基数的矛盾至4Q已经解除，今年公司目标制定比较合理，加盟商的拿货指标压力不大，叠加计件黄金品牌使用费提价，4Q19起收入利润有望边际改善。预计公司19-20年净利润分别为9.8亿和11.8亿，对应增速分别为21.4%和20.8%，给予19年20X PE，合理价值为26.82元/股，维持买入评级。

风险提示：宏观经济低迷；市场竞争加剧；中小品牌出清速度低于预期。

2. 红旗连锁

公司背靠成都，是四川省连锁便利店龙头，坚持以“商品+服务”构建竞争壁垒，依托线下密集的网点，品牌深入人心。公司持续优化商品结构，借助永辉生鲜供应链和成都百威食品有限公司，分别补强生鲜和餐食品类，门店获客能力不断增强；同时彩票、水电费代收、公交卡充值等丰富的便民增值业务增强消费者黏性。随着前期收购门店的整合改造接近尾声，公司将重启扩张步伐，考虑公司的区域龙头地位和成长性，叠加新网银行将持续贡献增量收益，预计2019-2021年归母净利润4.62/5.57/6.64亿元，同比增长43%/20.6%/19.3%，参考可比零售龙头的估值情况，给予公司19年26xPE，对应合理价值8.84元/股，维持“增持”评级。

风险提示：门店扩张进度放缓；永辉对公司门店的整合不达预期；门店商品结构优化进度缓慢；租金、人工费用上涨，控费效果不达预期。

3. 永辉超市

永辉超市作为国内最具成长性的超市龙头，凭借优秀的门店运营能力和扎实的供应链基础，以福建、重庆为根基，梯次稳步扩张，持续对成熟区域加密和空白区域填白，已覆盖全国24个省市。优势的生鲜品类、绿标店和Mini店的多业态并举、到店到家协同发展等共同构筑前端运营的壁垒，在公司组织架构理顺、合伙人制度红利不断释放、业务流程持续优化的背景下，结合公司次新店占比较高，预计未来三年将进入收入增长提速和毛利率提升周期。我们预测19-21年归母净利润为22.5亿、29.9亿、36.9亿元，结合公司的龙头属性和历史估值中枢为44X，给予公司19年45X PE估值，对应合理价值为10.58元/股，维持增持评级。

风险提示：零售市场竞争加剧；全球采购和供应链整合推进不达预期；天猫、京东等电商分流；公司O2O业务不达预期。

4. 天虹股份

天虹股份围绕数字化、体验式、供应链夯实终端运营和供应链能力，获客能力和用户在店时长不断优化，并对外进行管理输出，有望在员工充分激励和腾讯数字化赋能的基础上进一步提升运营效率。考虑今年以来可选消费疲软、百货承压，预计19-21年归母净利润分别为9.0亿、9.6亿、10.9亿元，三年复合增速为6.3%；参考可比公司估值水平，以及公司的行业龙头地位和外延扩张能力，给予19年17X PE，对应每股的合理价值为12.75元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争持续加剧、消费复苏不达预期；新业态孵化、与腾讯战略合作低于预期；区域扩张的门店数量和质量低于预期。

风险提示

- 1、宏观经济下行影响终端消费需求；
- 2、资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；
- 3、电商持续分流线下；
- 4、集中度提升线上竞争加剧。

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。