



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

期待筑底复苏，寻结构性亮点

——零售行业 2022 年投资策略

增持（维持）

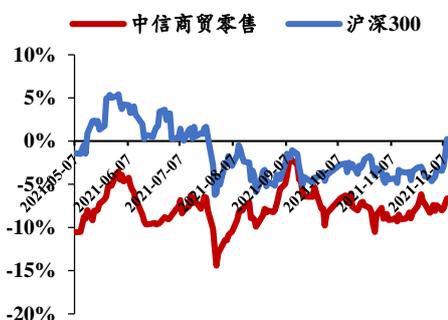
行业： 商贸零售行业
日期： 2021 年 12 月 23 日

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人： 张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870121040018

行业经济数据跟踪（2021Q3）

销售收入（亿元）	14013
累计增长	20%
利润（亿元）	186
累计增长	-16.28%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



■ 主要观点

回顾 2021 年：零售行业受承压，渐进复苏现韧性

疫情频扰动，线下商超百货经营持续承压，黄金珠宝与专业连锁景气度较高；电商行业受反垄断监管及流量红利消退影响，龙头业绩分化，边际增长趋缓。短期看，随着疫情影响减弱，消费者信心有望恢复，零售或现拐点；长期看，共同富裕与消费升级趋势未变，实物商品线上化趋势不减，期待零售新业态对复苏的带动作用。

展望 2022 年：零售或将继续呈现分化行情，寻结构性亮点，期待筑底复苏

1) 关注明年在疫情减弱后，基本面有望实现稳健增长的行业龙头标的：

一方面黄金珠宝板块延续了年初以来的复苏态势与高景气度，行业龙头未来短期受益于消费复苏带来的婚庆市场快速增长，长期受益于共同富裕+国潮崛起背景下行业集中度提升带来的龙头品牌红利，关注通过省代模式实现规模进一步扩张的周大生与积极布局下沉市场的老凤祥、周大福。另一方面线下传统零售板块艰难复苏，寻具有经营韧性的高景气领域。区域便利店龙头红旗连锁经营稳健，基本面边际改善，或将通过加密展店及业务模式拓展提供更加便捷、便利、便民的购物体验抵御新业态冲击。新模式仓储会员店方兴未艾，海外品牌加码中国市场，国内品牌商纷纷入场，永辉、家家悦通过改造现有门店加速布局，新业态或将步入快速发展阶段；高奢零售市场逆势向上，疫情促进高端消费回流，且随着消费升级、居民可支配收入提升，赛道未来发展潜力大。

2) 关注受监管风险较小的互联网龙头企业以及如火如荼发展的电商新业态：

一方面反垄断监管背景叠加流量见顶现状，互联网企业竞争进入白热化，京东集团受监管风险较小，对流量依赖偏弱，以零售为王重履约效率，一体化供应链高筑护城河，长期发展策略符合共同富裕目标，更有优势突出重围。另一方面关注电商新业态：品牌自播兴起，社区团购履约效率提升。直播电商市场规模预计 22 年达到 3.5 万亿，在网络市场的渗透率预计 22 年达 20%。直播电商全面升级激发消费潜力，淘抖快三分天下，店铺自播成新风向，预计 22 年占整个直播市场约 47%。社区团购历经大浪淘沙，行业竞争进入下半场，巨头加码战略投入，马太效应渐强。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持零售行业“增持”评级

投资主线一：黄金珠宝延续了年初以来的强劲复苏态势与高景气度，我们持续推荐周大生，建议关注周大福、老凤祥。专业连锁便利店加密展店提供便捷性，叠加业务模式拓展共同抵御新业态冲击，建议关注红旗连锁；传统新零售领域，仓储会员业态方兴未艾，建议关注积极布局仓储店业态的盒马（阿里巴巴）、永辉超市。

投资主线二：电商新零售领域，直播及店铺自播快速发展，建议关注抖音电商、阿里巴巴；社区团购大浪淘沙，马太效应渐强，建议关注美团、拼多多。

投资主线三：共同富裕背景叠加流量见顶现状，互联网企业竞争白热化，建议关注监管风险小，以零售为王重履约效率，以供应链优势高筑护城河的京东集团。

■ **风险提示：**疫情反复、宏观经济复苏不及预期、市场政策监管风险、市场竞争加剧风险。

目 录

一、2021 年零售行业受承压，渐进复苏现韧性	7
1.1 行情与估值回顾：今年以来商贸零售跑赢沪深 300.....	7
1.2 零售数据回顾：社会消费持续复苏，但增速放缓.....	8
1.3 疫情频扰动，但影响趋弱.....	10
1.3.1 接种率全球领先，特效药效果显著.....	10
1.3.2 从政策及供需两端看零售渐进复苏态势.....	10
二、线下专业零售承压，寻高景气领域	12
2.1 黄金珠宝：重焕生机，头部品牌持续下沉.....	12
2.1.1 黄金珠宝行业维持了 2021 年以来的高景气度.....	12
2.1.2 周大生：省代模式加速黄金产品放量，拓店赋能增长 13	
2.1.3 周大福：品牌力根深蒂固，持续下沉争夺市场份额... 14	
2.1.4 老凤祥：岁月不败风华，经典历久弥新.....	15
2.2 专业连锁：艰难复苏，优质赛道龙头表现坚挺.....	16
2.2.1 新业态冲击下，经营普遍承压.....	16
2.2.2 红旗连锁：区域便利店龙头经营稳健，仍有展店空间 18	
2.3 仓储会员店：方兴未艾，新商家纷纷入局.....	19
2.3.1 传统商超经营承压，仓储会员店方兴未艾.....	19
2.3.2 仓储会员业态实现坪效与 ROE 双高.....	20
2.3.3 海外品牌加码中国市场，国内商超试水新业态.....	23
2.4 高奢市场：逆势向上，未来发展潜力大.....	26
2.4.1 疫情促进奢侈品消费回流，国内高奢市场未来可期... 26	
2.4.2 高奢购物中心逆势向上，基本面表现亮眼.....	27
2.4.3 高奢购物中心错位竞争，去零售化或成新趋势.....	29
三、电商行业流量内卷，龙头谋求转型与创新	32
3.1 共同富裕背景叠加流量见顶现状，互联网企业竞争白热化 .. 32	
3.1.1 反垄断监管加速竞争白热化，企业优化商业模式.....	32
3.1.2 电商行业流量内卷，竞争者存量博弈.....	35
3.2 京东以零售为主，供应链赋能.....	36
3.2.1 零售为王，自营业务占主导.....	36
3.2.2 供应链高筑护城河，购物体验获粘性.....	38
3.3 直播电商：淘抖快三分天下，店铺自播成新风向.....	40
3.3.1 直播电商万亿市场，渗透率逐步提升.....	40
3.3.2 淘抖快三分天下，平分秋色.....	41
3.3.3 店铺自播成新风向，去中心化成新趋势.....	46
3.4 社区团购：大浪淘沙，马太效应渐强.....	48
3.4.1 社区团购关键词“优惠+预售+次日达+自提+下沉”.....	48
3.4.2 大浪淘沙，竞争格局优化，行业集中度逐渐提升.....	50
四、2022 年度投资策略：三条投资主线	54
五、风险提示	54

图

图 1 年初至今 CS 商贸零售指数涨跌幅跑赢沪深 300.....	7
图 2 年初至今 CS 商贸零售板块位居行业第 17 位.....	7
图 3 年初至今 CS 商贸零售板块子行业涨跌幅.....	8
图 4 商贸零售板块和沪深 300 PE(TTM)走势.....	8
图 5 我国社零累计值与累计同比.....	9
图 6 我国社零当月同比增速.....	9
图 7 我国社零分区域当月同比增速 (%).....	9
图 8 我国实物商品网上零售累计值与同比增速.....	9
图 9 全国居民人均可支配收入.....	11
图 10 消费者信心指数.....	11
图 11 线上渠道渗透率逐步提升 (%).....	12
图 12 我国黄金珠宝首饰行业市场规模及预测.....	13
图 13 2020 年中美人均珠宝消费额 (美元).....	13
图 14 我国黄金珠宝首饰行业市占率及行业集中度情况 (%).....	13
图 15 我国黄金珠宝首饰行业品牌 CR4/CR8.....	13
图 16 中国超市行业各类子业态增速.....	16
图 17 中国便利店市场规模及增速.....	16
图 18 中国 Top5 便利店市占率.....	17
图 19 便利店品牌线上业务开放比例.....	17
图 20 便利店品牌开通会员体系比例.....	17
图 21 红旗连锁分品类营收占比.....	18
图 22 红旗连锁分品类营收增速.....	18
图 23 中国连锁百强销售规模.....	19
图 24 中国仓储会员店业态销售规模.....	19
图 25 中美城镇化率对比.....	20
图 26 中国城镇居民人均可支配收入 (元).....	20
图 27 山姆超市会员费营收占比.....	21
图 28 仓储会员店客单价更高 (中国市场).....	21
图 29 仓储会员店毛利率低于传统零售.....	22
图 30 仓储会员店与传统零售净利率相近.....	22
图 31 仓储会员店费用率低于传统零售.....	22
图 32 仓储会员店存货周转率明显高于传统零售(次).....	22
图 33 FY2017-2022H1 山姆超市营收表现稳定.....	23
图 34 FY2017-2021 山姆超市会员费收入逐年增加.....	23
图 35 FY2017-2021Costco 营收实现较快增长.....	23
图 36 FY2017-2021Costco 会员费收入逐年增加.....	23
图 37 山姆超市中国门店数量变化.....	24
图 38 国内商超试水仓储会员店.....	24
图 39 本土品牌纷纷实现盈利.....	26

图 40 中国境内外奢侈品消费规模.....	27
图 41 2017H1-2021H1 同期购物中心开业量.....	27
图 42 2021H1 各城市华润万象城业绩表现亮眼.....	28
图 43 2021H1 太古地产购物中心零售额增速较快.....	28
图 44 华润万象生活销售毛利率 2017-2021H1	30
图 45 K11 零售业态面积占比较小	30
图 46 2016-2019 年不同体量区间新开业购物中心业态面积占比 变化.....	32
图 47 中等收入户人均可支配收入与高低收入户人均可支配收 入变化情况.....	33
图 48 网络零售 B2C 市场总规模（亿元）与企业市场份额 ..	36
图 49 2020 年三大电商平台 GMV 及活跃用户数	36
图 50 京东营业收入按业务拆分.....	37
图 51 京东商品收入按品类拆分.....	37
图 52 2021H2 京东、顺丰快递申诉率（申诉件数/百万件快件 业务量）	38
图 53 京东“小时购”流程示意图.....	39
图 54 我国直播电商市场规模及增长率.....	41
图 55 我国直播电商市场渗透率逐步提高.....	41
图 56 我国直播电商发展历程.....	41
图 57 2018-2020 年三大平台直播电商 GMV 对比（亿元）	42
图 58 2021H1 三大平台直播电商 MAU 对比（亿人次）	42
图 59 抖音算法推荐机制.....	43
图 60 2019-2020 年抖音电商 GMV（亿元）	43
图 61 2021 年抖音三大购物节总直播时长与日均直播时长（万 小时）	43
图 62 快手信任电商机制.....	44
图 63 2019-2020 年快手电商 GMV（亿元）	44
图 64 2018-2020 年快手平台复购率.....	44
图 65 近年淘宝直播新增品类.....	45
图 66 2019-2020 年淘宝直播 GMV（亿元）及增速.....	45
图 67 2021 年 1-6 月淘宝 MAU（亿人）	45
图 68 2020 年 H1 淘系店播占比.....	46
图 69 店播在直播电商的占比逐年提高.....	47
图 70 2021 年双十一店播高速增长	47
图 71 2021 年双十一抖音店播 GMV 同比增长 14 倍.....	48
图 72 中国社区团购市场规模及增速.....	48
图 73 中国生鲜品类电商销售渠道占比逐年提高.....	48
图 74 社区团购仓配链流程.....	50
图 75 社区团购行业变迁.....	51
图 76 社区团购各平台市占率对比.....	51
图 77 社区团购各平台渗透率对比.....	51

图 78 多多买菜履约环节示意图.....	52
表	
表 1 限额以上商品零售细分品类增速.....	9
表 2 中日便利店行业各项指标对比.....	17
表 3 仓储会员店与传统商超的目标客群对比.....	20
表 4 杜邦分析法拆解两种业态 2020 年 ROE	21
表 5 盒马 X 会员店与永辉仓储店各有千秋.....	26
表 6 2020 年全国购物中心销售额同比增幅变化排名	28
表 7 太古地产旗下商城集中于一二线城市	29
表 8 恒隆广场布局下沉市场.....	29
表 9 包干制与佣金制对比.....	30
表 10 外资和港资企业 2021 年布局内地购物中心市场	31
表 11 反垄断处罚事件.....	33
表 12 负外部环境对互联网企业的影响及其应对措施.....	34
表 13 淘抖快三大平台对比.....	42
表 14 图文、短视频、直播对比.....	46
表 15 达人主播和店铺自播模式对比.....	47
表 16 前置仓模式与社区团购对比.....	49

一、2021 年零售行业受承压，渐进复苏现韧性

1.1 行情与估值回顾：今年以来商贸零售跑赢沪深 300

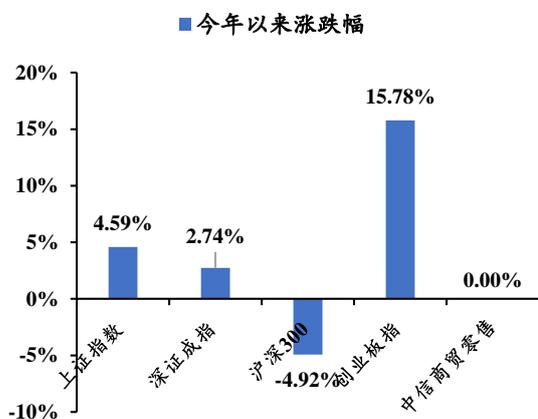
截至 2021 年 12 月 17 日，商贸零售指数上涨 0.0028%，跑赢沪深 300 指数 5 个百分点。上证综指累计上涨 4.59%，创业板指累计上涨 15.78%，沪深 300 累计下跌 4.92%。

30 个中信一级行业中商贸零售板块排名第 17 位，其中有 26 个行业上涨，其中有色金属(+83%)、电力设备及新能源(+75%)、基础化工(+71%)领涨，消费者服务(-18%)、非银金融(-15%)、农林牧渔(-14%)领跌。

零售板块子行业中，今年以来涨幅排名前三位的子行业分别是家电、贸易、黄金珠宝，涨幅分别为 144%、34%和 30%。

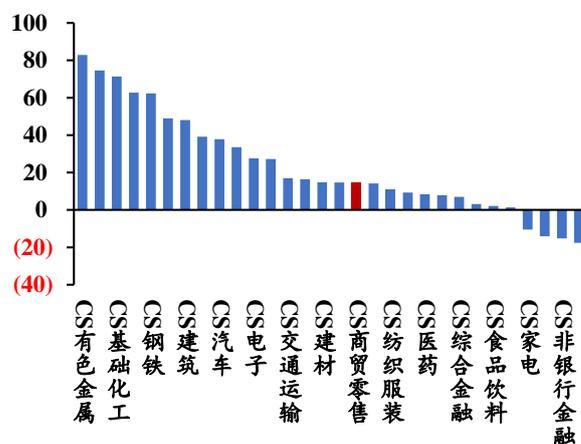
商贸零售板块 PE 分位数大于沪深 300，当前商贸零售行业 PE(TTM)为 105.75，处于 2005 年以来从小到大的分位数的 99.58%；沪深 300 PE(TTM)为 14.05，分位数为 55.49%。各子板块估值分化明显，百货子版块估值最高，PE 为 195 倍；超市及便利店板块估值较低，PE 为-112 倍。

图 1 年初至今 CS 商贸零售指数涨跌幅跑赢沪深 300



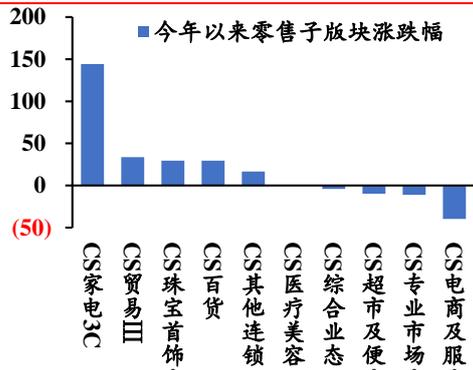
资料来源：wind，上海证券研究所（数据截至 2021/12/17）

图 2 年初至今 CS 商贸零售板块位居行业第 17 位



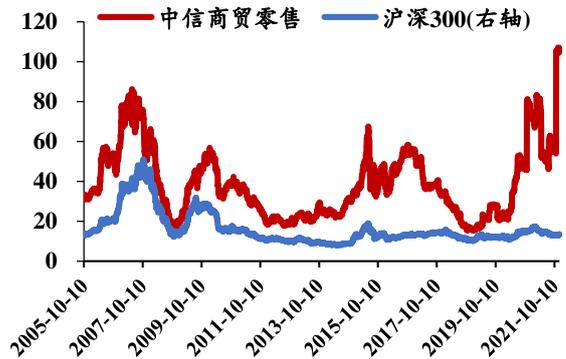
资料来源：wind，上海证券研究所（均为中信一级子行业，数据截至 2021/12/17）

图3 年初至今CS商贸零售板块子行业涨跌幅



资料来源: wind, 上海证券研究所 (数据截至 2021/12/17)

图4 商贸零售板块和沪深300 PE(TTM)走势



资料来源: wind, 上海证券研究所 (数据截至 2021/12/17)

1.2 零售数据回顾: 社会消费持续复苏, 但增速放缓

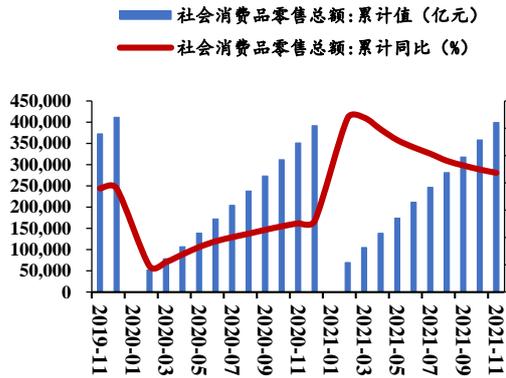
2021 年前三季度社会消费持续复苏, 我国社零总额为 31.8 万亿元, 同比增长 16.4%, 比 2019 年同期增长 8.0%, 两年平均增速为 4.0%。其中一、二、三季度单季同比分别+33.9%/+13.9%/+5.1%。2021 年 1-11 月, 社会消费品零售总额为 39.96 万亿元, 同比增长 13.7%, 增速比上年同期上升 18.5 个百分点。整体延续复苏态势, 但受疫情反复、消费疲软等影响增速放缓。

分品类看, 粮油食品等必选消费表现平稳, 金银珠宝等可选消费品亮眼。2021 年前三季度, 粮油、食品类等必选消费品稳步增长。可选消费中金银珠宝受益于疫情后婚庆需求释放, 维持较高增速, 2021Q1-Q3 单季同比分别+93.3%/+34.3%/+13.8%, 化妆品 2021Q1-Q3 单季同比分别+41.4%/+15.0%/+2.2%。

分区域看, 乡村消费与城镇同比增速旗鼓相当。1-11 月份, 城镇消费品零售额 34.6 万亿元, 同比增长 13.8%; 乡村消费品零售额 5.3 万亿元, 增长 13.3%。

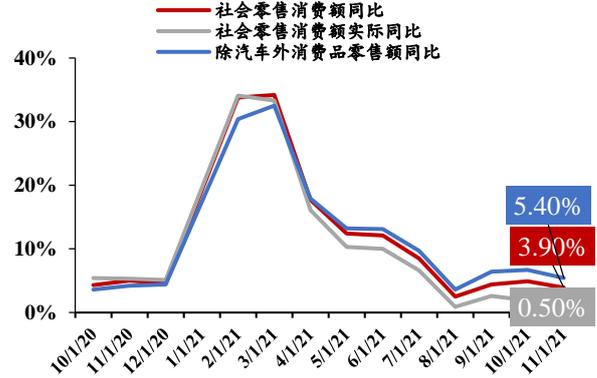
分渠道看, 线上零售表现更优。1-11 月份, 全国网上零售额 11.87 万亿元, 同比增长 15.4%。其中, 实物商品网上零售额 9.8 万亿元, 增长 13.2%, 占社会消费品零售总额的比重为 24.5%; 在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类和用类商品分别增长 18.8%、11.1%和 13.1%。线下复苏速度较缓, 三季度以来, 线下零售受部分地区疫情扰动。按零售业态分, 2021 年前三季度限额以上超市/便利店/百货店/专业店/专卖店零售额同比分别增长 6.2%/14.5%/19.9%/17.1%/19.8%。

图5 我国社零累计值与累计同比



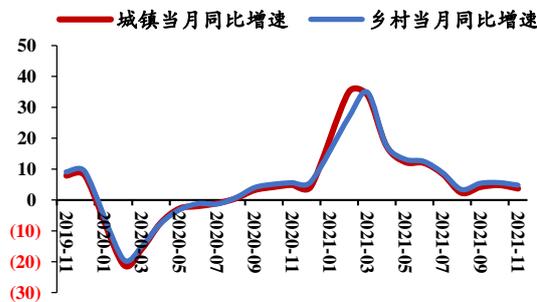
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图6 我国社零当月同比增速



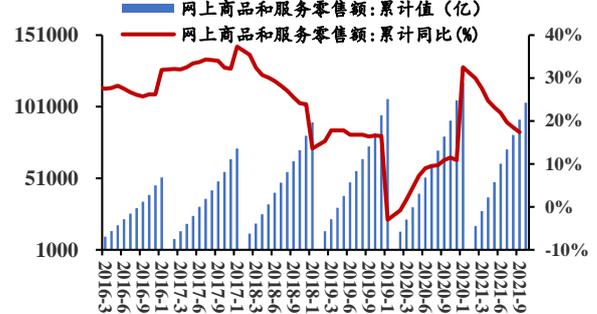
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图7 我国社零分区域当月同比增速（%）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图8 我国实物商品网上零售累计值与同比增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

表1 限额以上商品零售细分品类增速

大类	分品类	2020年11月	2021年10月	2021年11月	同比增速变化	环比增速变化
合计	限额以上总额	8.70%	4.70%	4.50%	-4.20%	-0.20%
必选消费	粮油食品	7.70%	9.90%	14.80%	7.10%	4.90%
	饮料	21.60%	8.80%	15.50%	-6.10%	6.70%
	烟酒	11.40%	14.30%	13.30%	1.90%	-1.00%
	医药	12.80%	5.60%	9.30%	-3.50%	3.70%
可选消费	金银珠宝	24.80%	12.60%	5.70%	-19.10%	-6.90%
	化妆品	32.30%	7.20%	8.20%	-24.10%	1.00%
	家电	5.10%	9.50%	6.60%	1.50%	-2.90%
居住类	服装鞋帽	4.60%	-3.30%	-0.50%	-5.10%	2.80%
	家居	-2.20%	2.40%	6.10%	8.30%	3.70%
汽车类	建筑与装潢	7.10%	12.00%	14.10%	7.00%	2.10%
	汽车	11.80%	-11.50%	-9.00%	-20.80%	2.50%
文娱其他	石油及制品	-11.00%	29.30%	25.90%	36.90%	-3.40%
	文化办公	11.20%	11.50%	18.10%	6.90%	6.60%
	通讯器材	43.60%	34.80%	0.30%	-43.30%	-34.50%

资料来源：国家统计局，上海证券研究所

1.3 疫情频扰动，但影响趋弱

1.3.1 接种率全球领先，特效药效果显著

我国从疫情初期即坚决采用严格的防疫策略并延续至今，截至12月19日，我国新冠疫苗接种数已超过26.8亿剂次，完成全程接种的人数达11.6亿人，**疫苗接种率也超过80%**。一方面，我国已经在部分地区和人群中开始注射新冠疫苗“加强针”，相较第二针可以提高5至10倍以上的能力应对变异株，其有效性也至少能持续9个月。另一方面，美国默沙东、英国阿斯利康研发的新冠特效药临床试验结果效果显著，多个国家已逐步放开出入境限制。新冠疫情防控形势整体向好，预期对国内消费行业的影响将逐渐减弱。

1.3.2 从政策及供需两端看零售渐进复苏态势

消费政策保驾护航：为应对疫情对消费的冲击，地方政府以引导消费为切入口，推进复工复产。国家针对提振消费所实施的政策可以分为全面性刺激和结构性刺激两类，其中**全面性刺激政策**主要体现在全国各地通过推出各消费领域的消费券，通过政府补贴以及呼吁平台和企业让利提振消费信心、激活消费市场、刺激消费复苏，2020年全年发放金额超190亿元，带动作用应有2-3倍以上，政策效果较好。**结构性刺激政策**主要体现在针对性地刺激社零占比较高的汽车消费、家电消费等，同时促进新型消费相关产业的发展。据国家发改委于2021年3月发布的《加快培育新型消费实施方案》，政策要求各地落实拓展无接触式消费体验、发展直播经济、促进线上线下深度融合促销等措施来培育壮大零售新业态，从而促进消费。

从需求端视角来看，消费者的购买能力和消费热情都处于健康恢复态势。2020年年初受到疫情冲击，消费者信心大幅下滑，随着国内复工复产以及疫情常态化，全国居民人均可支配收入和消费者信心都有所回升，说明消费者的购买能力和消费热情都处于健康恢复态势。

图9 全国居民人均可支配收入

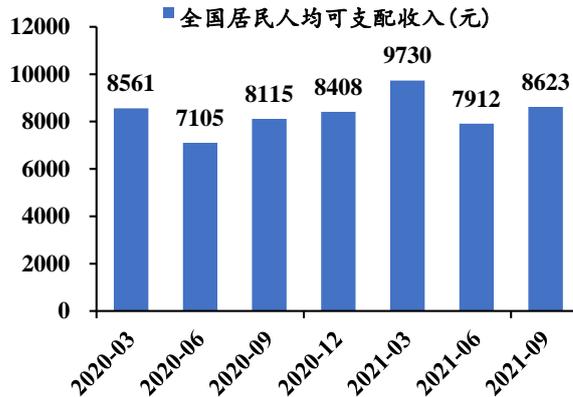
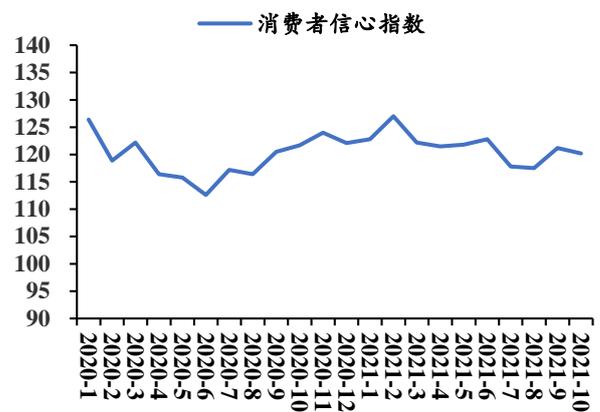


图10 消费者信心指数



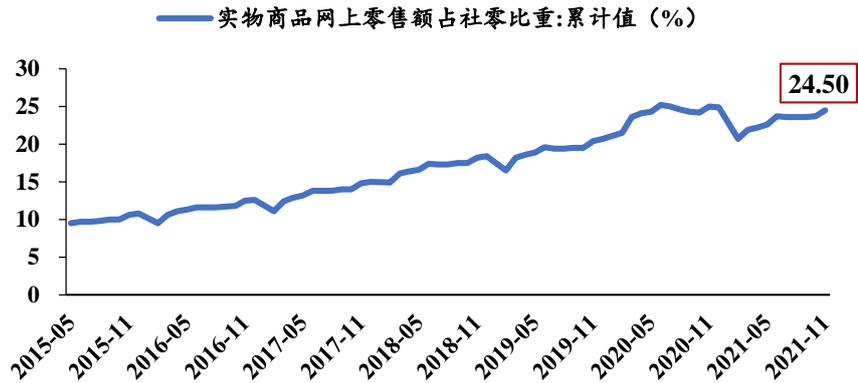
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

资料来源：国家统计局，上海证券研究所

从供给端视角来看，供应服务水平提高助力需求增长，零售新业态助力消费边际提升。

- **传统零售**：根据中国连锁经营协会，在疫情和线上消费渗透提升两大背景下，传统零售企业受到了一定冲击并进行了反思与提升。一方面，线上消费的增长和大型促销活动等增加了需求预测的不确定性，造成企业滞销和库存积压；另一方面，消费市场的需求迅速变化使得企业的品类管理变得困难。为有效供应商品品类和数量，零售商和品牌商致力于供应链的可视化和数字化、供应链与零售端的协同化、需求预测的智能化，打造以消费者为中心的精准需求预测，从而使供应最大程度地满足市场需求，优化消费者体验，助力消费市场增长。
- **电商渗透率不断提升**，根据国家统计局数据，2016-2020 年全国网上零售额从 5.2 万亿元增长到 11.8 万亿元，近 5 年 CAGR 为 22.74%。疫情影响下，实物商品线上化趋势不变，电商渐趋成熟的同时诞生了新业态，达人直播和品牌自播彰显活力吸引消费者，社区团购为消费者的日常消费提供便捷，期待零售新业态对复苏的带动作用。

图 11 线上渠道渗透率逐步提升 (%)



资料来源:国家统计局,上海证券研究所

二、线下专业零售承压，寻高景气领域

2.1 黄金珠宝：重焕生机，头部品牌持续下沉

2.1.1 黄金珠宝行业维持了 2021 年以来的高景气度

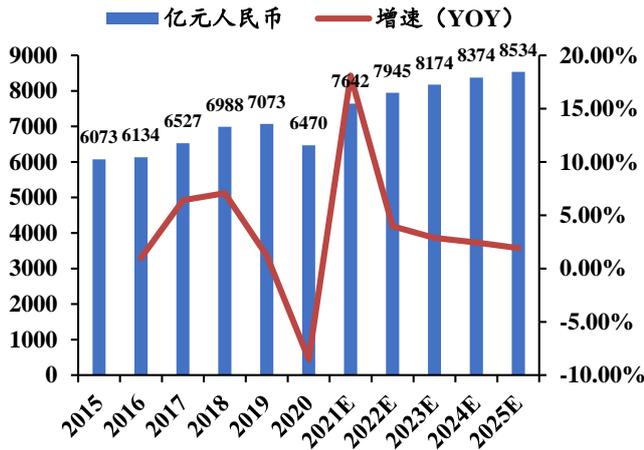
黄金珠宝行业持续了 2021 年以来的高景气度，2021 年 1-9 月零售额累计同比增长达 41.6%，Q1-Q3 单季同比增速分别 +93.3%/+34.3%/+13.8%，在可选消费品类中表现亮眼。从行业规模来看，黄金珠宝行业总量大(2020 年 6470 亿元)，增长平稳(欧睿预计未来五年 CAGR+5.69%)，目前我国是全球第一大珠宝消费市场，占比达到 33%，其次为美国 (20%)、印度 (18%)，细分赛道来看，我国是黄金消费第一大国和钻石消费第二大国。短期行业受益于消费复苏带来的婚庆市场快速增长，长期来看需求结构性变化+人均消费渗透率提升+龙头集中度提升是行业投资主要逻辑。

从需求端来看，婚庆需求弱化，可选消费需求增强。刚需婚庆市场有望维稳，悦己+送礼等需求提升或将为行业贡献增量。对标海外成熟市场，我国珠宝人均消费水平较低，2020 年仅为 66 美元/人，约为美国的 1/3 水平，因此我国珠宝行业未来仍有较大渗透空间，行业规模有望提升。

从供给端来看，龙头集中度持续提升，行业格局有望优化。根据欧睿数据，CR8 从 2015 年 16.5%逐步提升至 2020 年 24.6%。

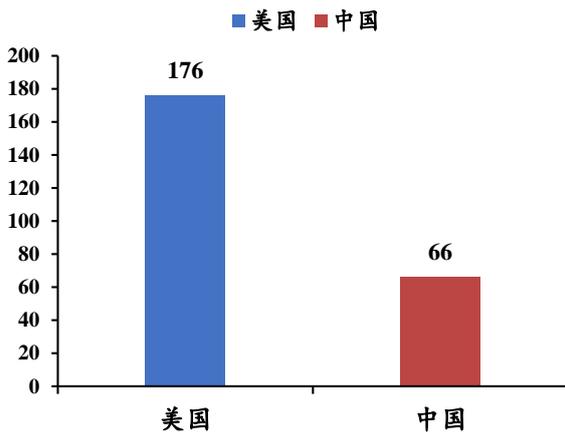
2020 年市占率前五的国产品牌分别为周大福(7.6%)、老凤祥(7.5%)、老庙(3.5%)、周生生(1.3%)和周大生(1.1%)。排名前 8 的企业中 6 名均为国产品牌，且整体国货市占率呈现提升趋势。国潮崛起带来机遇，外部环境催化中小品牌出清，行业加速洗牌，随着市场竞争的白热化，具有研产销于一体，渠道品牌双轮驱动的黄金珠宝龙头企业有望率先抢占市场份额，促进行业竞争格局的优化。

图 12 我国黄金珠宝首饰行业市场规模及预测



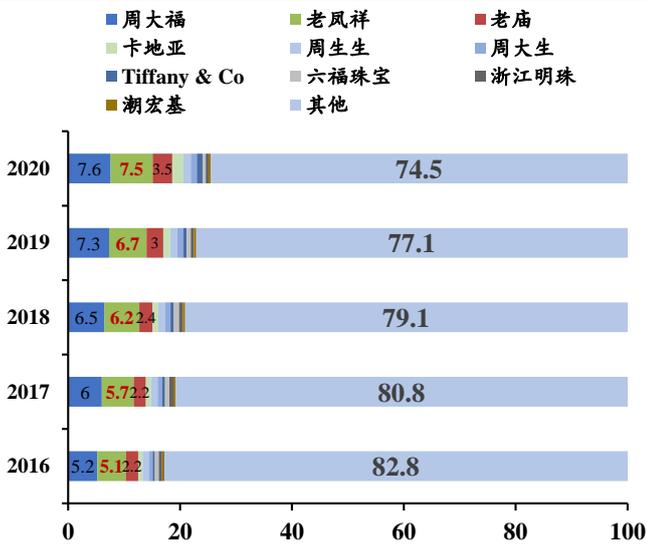
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 13 2020 年中美人均珠宝消费额（美元）



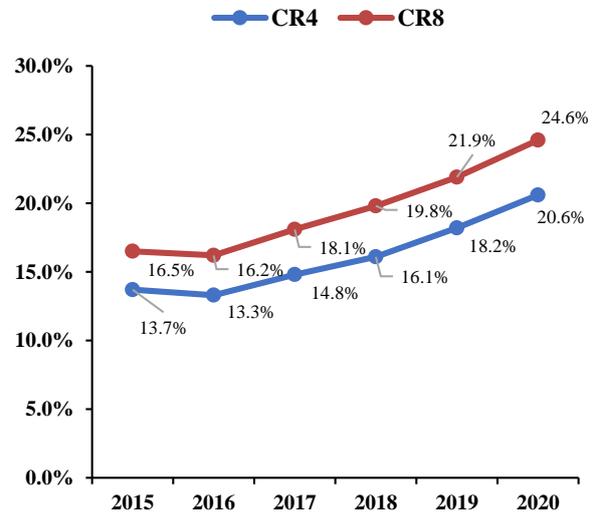
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 14 我国黄金珠宝首饰行业市占率及行业集中度情况 (%)



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

图 15 我国黄金珠宝首饰行业品牌 CR4/CR8



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

2.1.2 周大生：省代模式加速黄金产品放量，拓店赋能增长

产品端黄金放量增厚收入。公司 2021 年前三季度实现总营收

64.73 亿元（同比+93%），归母净利润 10.06 亿元（同比+41%）；其中第三季度公司实现营收 36.84 亿元（同比+120%），归母净利润 3.96 亿元（同比+3.68%）。收入高增主要系省代模式初见成效，加盟业务黄金结算模式有所调整，因而黄金批发销售收入快速增长；第三季度净利增速较缓主要系公司产品结构变化，低毛利率的黄金品类占比提升。公司始终保持 20%左右的高 ROE 水平，源于其较强的盈利能力。此外，公司产品研发设计不断迭代优化，在情境风格产品体系下，推出“LOVE100 星座极光钻石大师款”、“周大生非凡古法黄金”等系列特色产品，提升产品竞争力，强化品牌势能。

渠道端省代助力拓店赋能增长。公司 2021 年三季度末门店数量达 4357 家（较年初净增 168 家），其中加盟门店 4119 家（较年初净增 179 家），占比 94.5%；自营门店 238 家（较年初净增-11 家）。其中第三季度合计净开店 100 家，加盟店净开 105 家、直营店净关 5 家。上半年开店力量不足，第三季度推出的省代模式助力公司恢复开店节奏，预计在省代丰富的渠道、客户、金融等资源的赋能下四季度将加速拓店。

周大生可享受共同富裕背景下居民可支配收入提高及中等收入群体扩大带来的边际消费需求的持续提升，消费升级的空间有望逐步打开。近年来公司实现门店全国化布局，尤其加大三四线城市的渗透率，在低线市场占据了明显的卡位优势，渠道触角已经达到各级消费者；同时企业不断创新，推出多种差异化及情景化的饰品普惠大众。此外，省代模式加大拓店力度创造大量就业机会，提高终端运营效率且为加盟商提供金融支持，扶持更多创业者，承担企业社会责任，未来或受到更多消费者的认可。国货崛起是未来 5-10 年的大趋势，公司有望通过提高自身的研发力、产品力、渠道力及品牌力实现突围，争夺市场份额，带动国产品牌提升市场集中度。

2.1.3 周大福：品牌力根深蒂固，持续下沉争夺市场份额

受益于公司强品牌力，产品需求释放及加盟模式快速展店，截至 2021 年 9 月 30 日，公司披露 2021 年中期经营数据，实现营收 369 亿元，同比增长 79.1%；归母净利润同比增长 60.4%至 30 亿元；公司正全力拓展线上渠道，加速实现全渠道整合。

渠道下沉成效初显，加盟店营收增长迅速。截至 FY2022H1，公司零售网络扩展至 5214 个零售点，期内净增加 623 个。中国内地期内新增 624 家周大福珠宝加盟店，且过半数位于低线城市。目前公司在三四线及以下城市门店数占比达 47%，渠道下沉成效初现。得益于周大福借助加盟模式积极布局下沉市场，持续扩展的零售网络带动了公司营收的大幅增长。FY2022H1 内地市场营收同比增长 81.7%至 385.55 亿港元，同店销售增长达 32.2%。其中公司批发收入为 187.74 亿港元，同比大幅增长 143.7%；零售收入同比增长 46.4%至 197.76 亿港元。

黄金销售比重增加，毛利率承压明显。期内黄金首饰及产品的消费需求保持强劲，周大福传承系列持续受到年轻消费者欢迎，占黄金首饰及产品零售值 43.3%。截至 FY2022H1，周大福黄金首饰及产品销售额达 158.58 亿港元，营收占比 35.89%，较去年同期增长逾一倍。由于期内国际金价震荡下行叠加黄金销售比重增加，导致公司毛利率承压明显，调整后的毛利率（剔除黄金借贷影响）同比下降 11ppt 至 23.2%。随着整体疫情控制情况稳定，内地市场复苏超预期，港澳市场消费逐步恢复正常。未来公司将通过增加钻石类产品销售以提振整体毛利；同时继续拓展一、二线市场，并利用加盟商的地方资源快速渗透至低线城市，进一步捕捉内地市场庞大的消费潜力。

2.1.4 老凤祥：岁月不败风华，经典历久弥新

公司品牌悠久，经营稳健。前三季度实现营业收入 497.86 亿元（同比+13.5%）；实现归母净利润 14.98 亿元（同比+21.55%）。单三季度，公司实现营收 181.96 亿元（同比+4.70%），归母净利润 4.56 亿元（同比-7.20%）。收入完成董事会全年预定目标 575 亿元的 86.58%，归母净利润完成董事会全年预定目标 17.35 亿元的 86.34%。

品牌优势+渠道扩张+国改推进，预计全年业绩目标稳步达成。公司具有 173 年的历史，是中国珠宝首饰和民族企业品牌中的“百年金字招牌”，公司品牌知名度、认可度、美誉度、忠诚度均处于同行业的领先地位。上半年公司着手打造“经典时尚”老凤祥形象，草木百年新雨露，加速了品牌年轻化与时尚化脚步。渠道端未来在“五位一体”营销体系带动下，有望继续实现三四线城市门店下沉，不断提升市场覆盖面和占有率。公司集科工贸于一体、产供

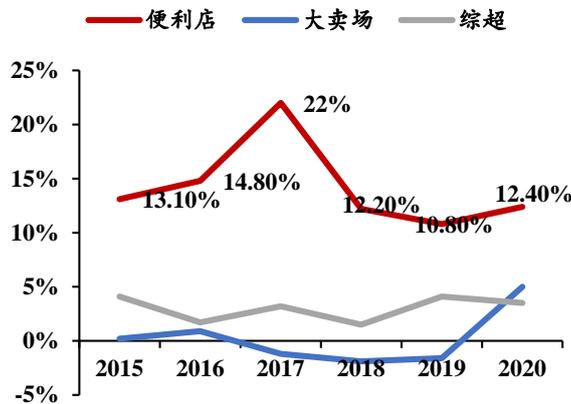
销于一身，形成从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，强资产周转率使公司录得行业**最高 ROE 水平（2020 年 20%）**。此外，公司纵深推进新一轮“双百行动”，以改革激发企业发展内生动力，境内 B 股拟转 H 股发行提升公司国际影响力，打开国际化通道，未来增长可期。

2.2 专业连锁：艰难复苏，优质赛道龙头表现坚挺

2.2.1 新兴业态冲击下，经营普遍承压

线下零售复苏速度较缓，按零售业态分，2021 年前三季度限额以上超市/便利店/百货店/专业店/专卖店零售额同比分别增长 6.2%/14.5%/19.9%/17.1%/19.8%。据欧睿国际，2015-2020 年国内超市行业中，便利店业态规模保持较高增长，2020 年增速达 12.4%，市场规模从 2015 年的 664 亿元增长到 2020 年的 1300 亿元，CAGR 为 14.38%。

图 16 中国超市行业各类子业态增速



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

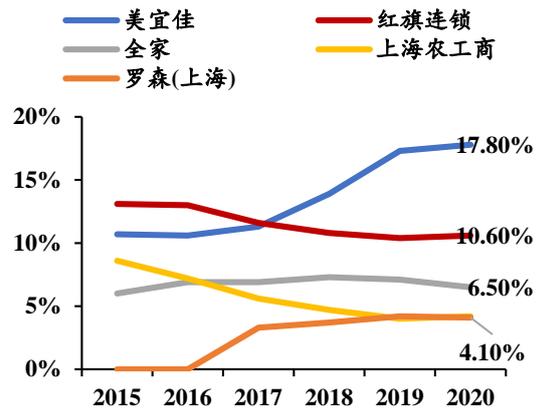
图 17 中国便利店市场规模及增速



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

国内便利店行业集中度较低，龙头区域性强。2020 年中国便利店行业 CR3 仅为 34.9%，CR10 为 57.4%，对比日本 CR3 为 89.7%，我国便利店行业集中度低，行业竞争激烈，呈现区域割据发展的特征。从亿欧智库的数据分布图看，沿海地区便利店分布密集，中西部地区仍有广阔的发展空间。从单店业绩来看，我国便利店提效空间广阔，中国便利店单店收入是日本的 1/4，坪效是日本的 1/3，根本原因在于中国人均 GDP 仅为日本的 1/4。长期来看，国内便利店行业发展空间较大，提效空间广阔。

图 18 中国 Top5 便利店市占率



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

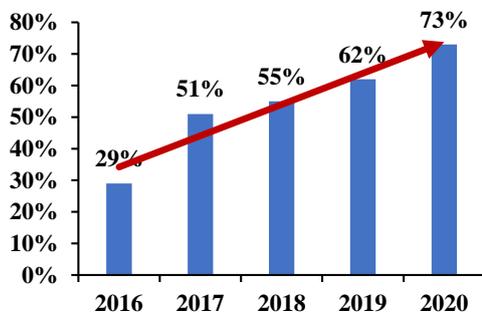
表 2 中日便利店行业各项指标对比

2020 年	日本	中国	日本/中国
市场规模(亿元)	4361	1300	3.35
门店数(万家)	6.19	7.34	0.84
坪效(万元/平米)	5.60	1.97	2.84
饱和度(人/店)	2039	12289	0.17
单店收入(万元)	704.52	177.11	3.98
单店面积(平米)	125.85	89.92	1.40

资料来源：欧睿国际，国家统计局，上海证券研究所

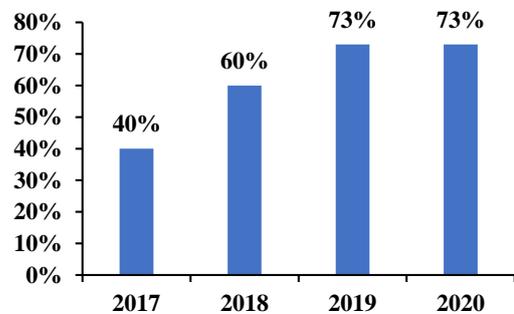
预期便利店数字化运营将进一步加深。目前主要集中在供应链、用户管理以及销售渠道三个方面，提高运营管理效率。截至 2020 年，我国已有 73% 的便利店品牌引入了会员体系；2016-2020 年，中国便利店品牌线上业务开放比例逐年提高，2020 年达到了 73%。

图 19 便利店品牌线上业务开放比例



资料来源：中国连锁经营协会，毕马威，上海证券研究所

图 20 便利店品牌开通会员体系比例

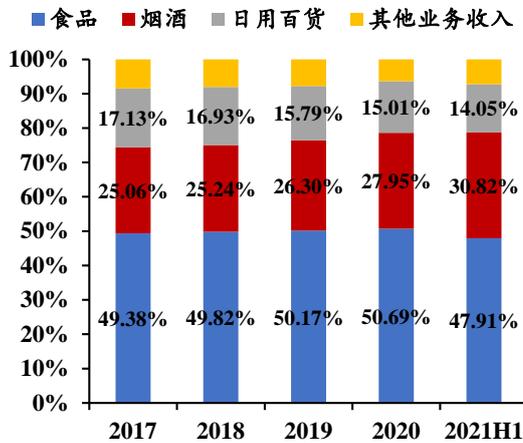


资料来源：中国连锁经营协会，毕马威，上海证券研究所

2.2.2 红旗连锁：区域便利店龙头经营稳健，仍有展店空间

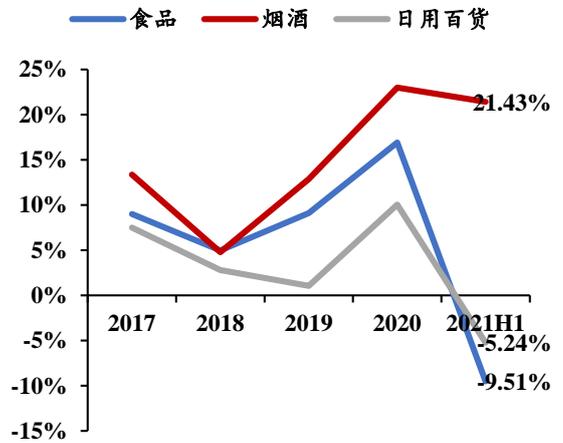
公司为四川地区便利店龙头，经营稳健，基本面边际改善。公司前三季度实现营收 70 亿元（同比+2.8%）、归母净利润 3.49 亿元（同比-13.3%）；单 2021Q3 实现营收 24.64 亿元（+7.6%），增速环比 2021Q2 提升 2.8pct，边际持续改善。从收入结构看，食品、烟酒占比最大，2021 上半年分别为 47.91%，30.82%。2021 年上半年，公司食品类营收增速大幅下滑至-9.51%；2017-2020 烟酒类营收逐年提升，2021H1 增速为 21.43%，烟酒类商品受社区团购等新业态冲击有限，实现稳健增长。

图 21 红旗连锁分品类营收占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 22 红旗连锁分品类营收增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

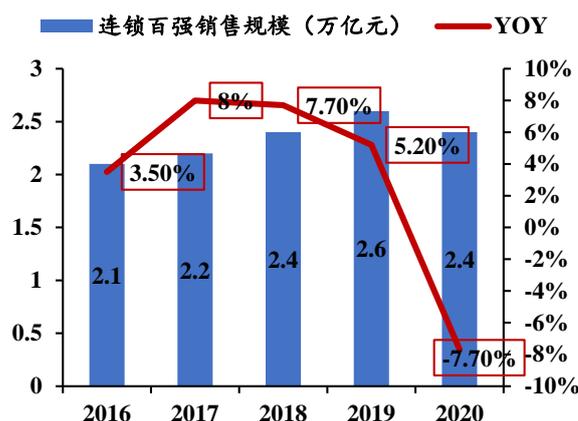
公司多点发力在川内多地拓展门店，2021 年前三季度新开/净开店 355/333 家（新开店平均面积 124 平米），截至前三季度末门店总数已达 3669 家。公司大部分门店贴近社区，打造“15 分钟经济圈”，即“3 个 5”服务理念：5 分钟到店、5 分钟选购、5 分钟回家，无需等待配送，为消费者提供便捷、便民、便利的购物体验，满足其即时性消费。从商品类别到消费方式均不同于社区团购，因此以便利店为主的业态在面对社区团购等冲击下，公司基本盘依旧稳健，未来在加密展店、业务模式拓展、降本提效等方面具备潜力。

2.3 仓储会员店：方兴未艾，新商家纷纷入局

2.3.1 传统商超经营承压，仓储会员店方兴未艾

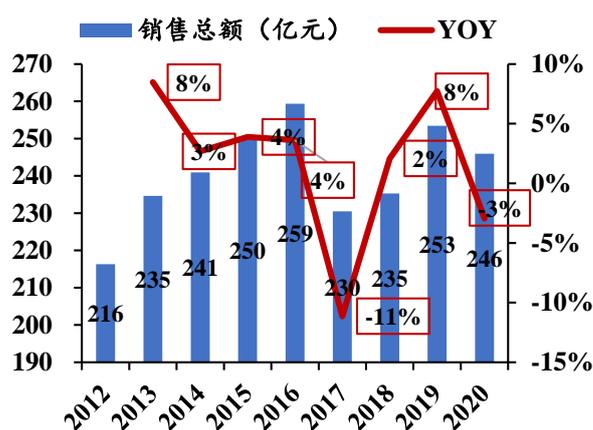
疫情叠加互联网新业态，传统超市经营承压。受疫情及生鲜电商、社区团购等互联网新模式的冲击，传统商超“一站式购物”竞争力趋弱。据中国连锁经营协会数据，2020年中国连锁百强销售规模为2.4万亿元，同比减少7.7%。面对传统零售的发展困境，国内超市企业纷纷试水仓储会员店等新业态，通过场景化的购物体验、优质低价的商品满足消费者多元化需求。近年来，我国仓储会员店细分业态的销售规模整体上呈增长趋势，据国家统计局数据，截至2020年中国仓储会员店销售总额达到246亿元，同比下降2.95%。

图 23 中国连锁百强销售规模



资料来源：中国连锁经营协会，上海证券研究所

图 24 中国仓储会员店业态销售规模



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

中高消费群体增加，为仓储会员店的发展奠定基础。仓储会员店起源于美国：二战后美国快速增长的城镇化率、壮大的中产阶级群体以及城市外围商业圈的发展催生了仓储会员店这种新业态。1983年4月第一家山姆超市出现在美国俄克拉荷马州，同年9月首家Costco于西雅图开业。目前美国仓储会员店业态已形成以Costco、山姆超市、BJ's Wholesale为主的三寡头格局。近年来，中国一二线城市的中高消费群体占比不断增加、城镇化率持续提高，为仓储会员店的发展奠定基础。据国家统计局数据，2020年中国城镇化率达到63.89%，与1950年仓储会员店兴起时美国的城镇化水平64%相近；中国一二线城市人均可支配收入逐年增加，且远高于全国平均水平，国内中高消费群体已初具规模。随着以盒

请务必阅读尾页重要声明

马为首的本土零售品牌布局付费会员制赛道，未来仓储会员店或将成为国内零售企业竞争的新方向。

表 3 仓储会员店与传统商超的目标客群对比

目标客群	
仓储会员店	传统商超
<ul style="list-style-type: none"> ● 海外品牌：消费能力强，有生活品质追求的一二线城市中产阶级家庭 ● 盒马 X 会员店：针对一线城市的中产阶级提供本土化的高品质商品 ● 永辉仓储店：下沉三四线城市，不收取会员费 	<ul style="list-style-type: none"> ● 满足民生需求，倾向于“一站式购齐” ● 主打价格战，吸引对商品价格敏感的客户

资料来源：亿邦动力网、金融界、联商网，上海证券研究所

图 25 中美城镇化率对比

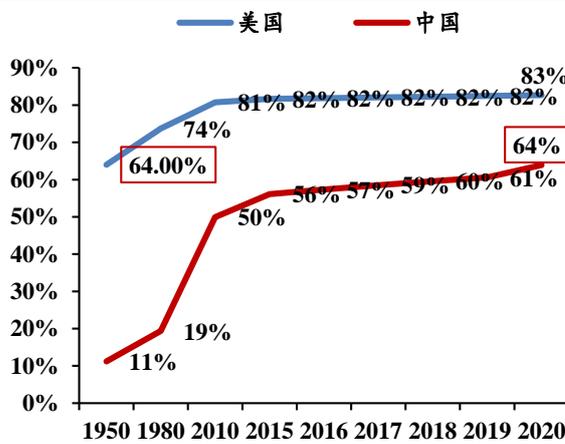
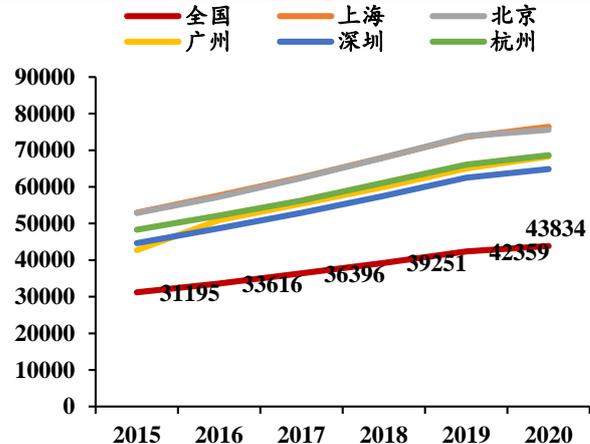


图 26 中国城镇居民人均可支配收入 (元)



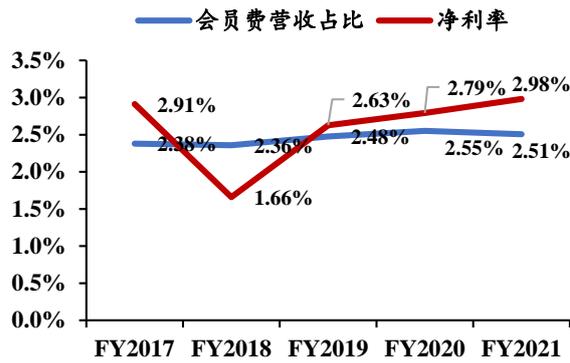
资料来源：国家统计局，Statista，上海证券研究所

资料来源：国家统计局，上海证券研究所

2.3.2 仓储会员业态实现坪效与 ROE 双高

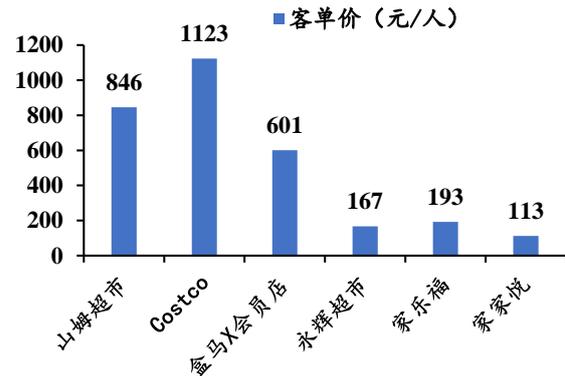
高性价比商品为“流量入口”，会员费为主要利润来源。据公司公告，FY2021 Costco 的会员费收入占比为 2%，但营业利润贡献超过 60%。据沃尔玛年报披露，中国市场每年的会员费收入为山姆超市带来约 8 亿元的毛利润；2017-2021 山姆超市的会员费收入占营收比例与其净利率基本一致，说明仓储会员店的主要利润来源为会员费，出售商品录得的毛利仅可用于支付企业经营所需的费用。此外，会员费不仅可以巩固用户黏性，会员大数据还有利于企业了解消费者需求进而优化商品结构。

图 27 山姆超市会员费营收占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 28 仓储会员店客单价更高（中国市场）



资料来源：大众点评，上海证券研究所

高坪效源于商品选择与仓储效率。 FY2021 Costco 坪效为 1648 美金每平方英尺，约为传统超市的 4 倍。首先，不同于传统商超拥有近万种 SKU，仓储会员店选择在 SKU 上做减法。一方面超市精准匹配，定位中高端客群，筛掉非核心受众，客单价较高；精选 SKU 并重点推出核心单品，降低了受众的决策难度，进而提高了单一 SKU 的销售额。另一方面“精简 SKU”策略通过减少采购、配送、收货等流程降低企业的物流、人工和运营成本，进而有效地控制商品成本，低价优质的商品有助于增加会员的购买频次。其次仓储式设计即超市既是商品的销售大厅也是仓库或配送中心，提高空间利用效率，提升产品周转速度。因此，在选品上精简、精准，有利于提高商品周转率及单品销售额，叠加仓储模式最大化利用空间录得新业态的高坪效。

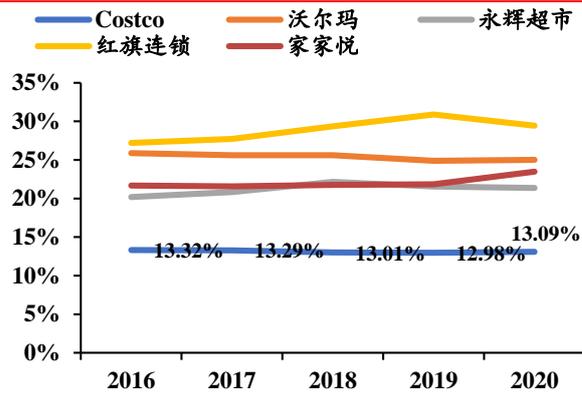
高 ROE 源于强存货周转率。 2020 年 Costco 的 ROE 为 24%，高于传统超市约 7-15pct。Costco 资产周转率一直维持在 3 次/年的频率，远高于传统商超。主要原因在于其存货周转率远高于行业水平，一方面仓储式设计降低了商品不必要的搬运流程，有利于加快商品周转；另一方面其从供应商处采购的商品通常直接送到区域中转仓，拆单整合后，8 小时内迅速运送到公司门店进行销售，有效提高物流周转效率。

表 4 杜邦分析法拆解两种业态 2020 年 ROE

	Costco	沃尔玛	永辉超市	红旗连锁	家家悦
销售净利率 (%)	2.43	2.47	1.77	5.57	2.41
总资产周转率 (次)	3.30	2.27	1.72	1.61	1.82
权益乘数	3.01	3.14	2.75	1.73	3.08
ROE (%)	23.87	17.37	9.10	15.53	14.39

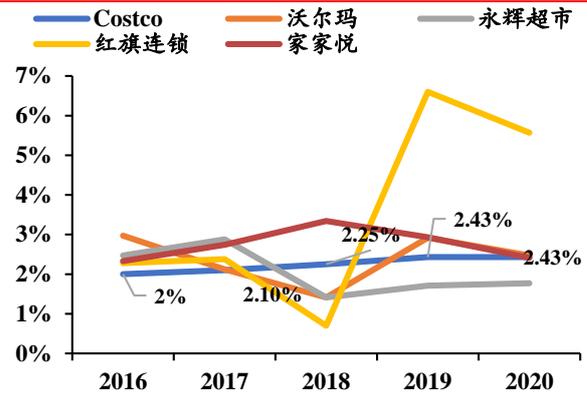
资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图 29 仓储会员店毛利率低于传统零售



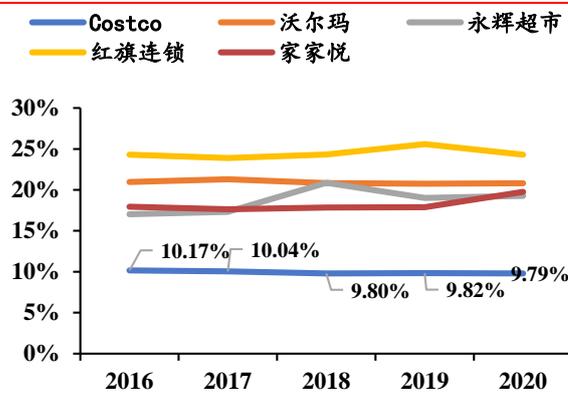
资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图 30 仓储会员店与传统零售净利率相近



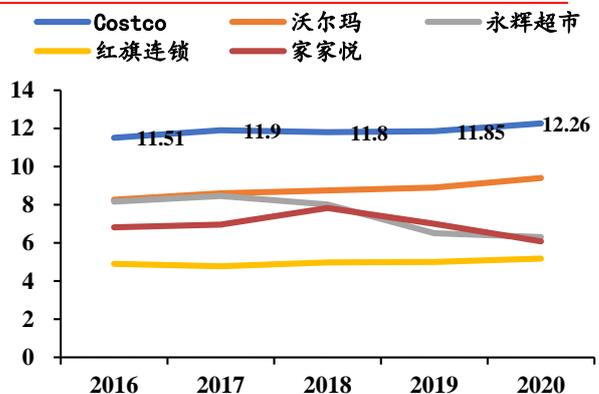
资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图 31 仓储会员店费用率低于传统零售



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

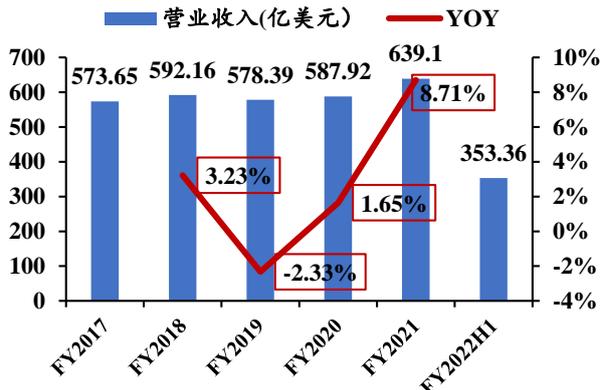
图 32 仓储会员店存货周转率明显高于传统零售(次)



资料来源：各公司公告，上海证券研究所

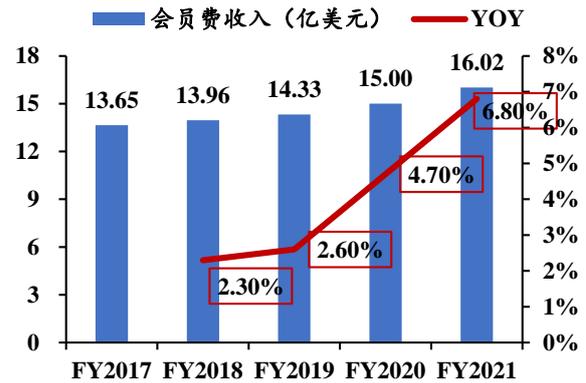
以山姆超市、Costco 为代表的仓储会员店近年业绩保持稳健增长。根据沃尔玛年报披露，山姆会员店营收表现相对稳定，近 5 年 CAGR 为 2.74%，FY2022H1 实现收入 353.36 亿美元，同比增长 12.04%，归母净利润同比增长 13.72%至 12.35 亿美元。FY2017-2020 山姆超市会员费收入从 13.65 亿美元增至 16.02 亿美元，且增速逐年提升。此外，有仓储会员店“开山鼻祖”之称的 Costco 在近 5 年全球市场业绩保持快速增长。公司年报显示，FY2021 营业收入达到 1959.29 亿美元，同比增加 17.49%，归母净利润同比增长 25.11%至 50.07 亿美元。企业会员费收入从 FY2017 的 28.53 亿美元稳步增长至 FY2021 的 38.77 亿美元，年均复合增长率为 7.97%。

图 33 FY2017-2022H1 山姆超市营收表现稳定



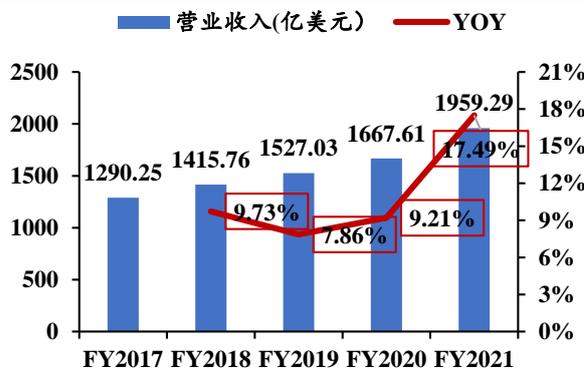
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 34 FY2017-2021 山姆超市会员费收入逐年增加



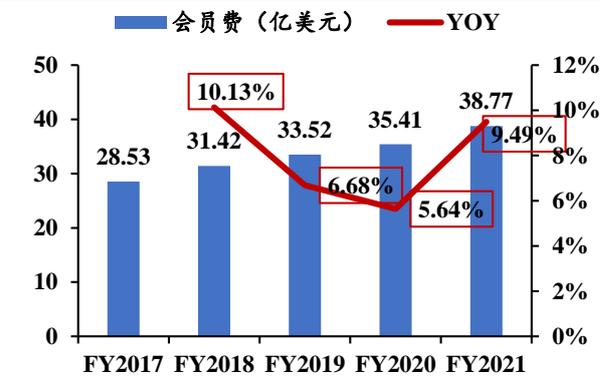
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 35 FY2017-2021 Costco 营收实现较快增长



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 36 FY2017-2021 Costco 会员费收入逐年增加



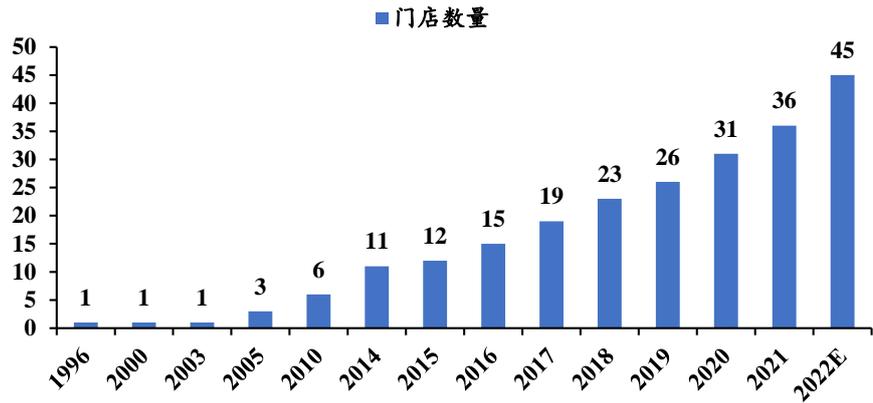
资料来源：公司公告，上海证券研究所

2.3.3 海外品牌加码中国市场，国内商超试水新业态

克服初期水土不服，山姆超市加快布局中国市场。早在 1996 年首家山姆超市落户深圳，经营初期中国消费者对付费会员制的接受程度较低，山姆超市扩张缓慢，据沃尔玛披露，截至 2010 年国内仅有 6 家门店，近年来凭借多款网红商品成功“破圈”。目前山姆在中国 23 个城市运营 36 家门店，今年新增 5 家门店。预计 2022 年山姆超市将继续加码布局中国市场，国内门店数量有望达到 40-45 家。

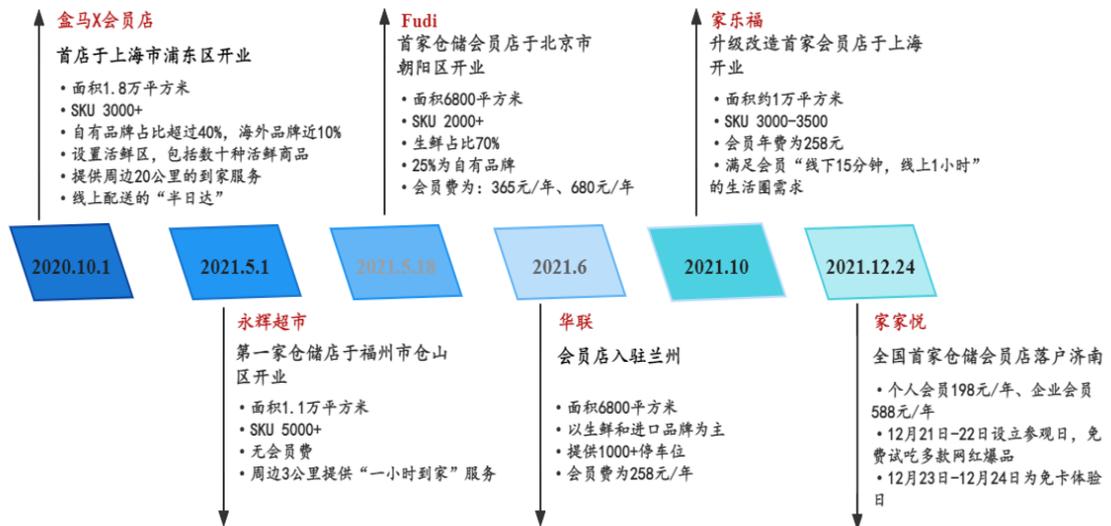
截至 2021 年 11 月，山姆中国付费会员数量已经超过 400 万，其中 30% 以上的新会员为 30 岁以下人群。此外，山姆 APP 已开通全国范围内的配送服务，促进全渠道发展。未来山姆超市将进一步深化电商渠道服务，除了自有电商平台，还将入驻京东、京东到家等第三方平台，强调线上线下融合升级，打造更便捷的购物体验。

图 37 山姆超市中国门店数量变化



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 38 国内商超试水仓储会员店



资料来源：亿邦动力网，上海证券研究所

在消费升级、新世代崛起的背景下，2021年国内仓储会员店再次迎来风口。盒马X会员首店于2020年10月落户上海，开业2个月实现单店盈利，初步获得消费者认可。永辉超市、家乐福、家家悦等传统大卖场纷纷试水向新业态转型。与山姆超市、Costco等海外知名企业相比，本土品牌有三大比较优势。首先，本土品牌更了解当地消费者的需求与偏好，选品时会侧重更符合国人饮食习惯的商品；其次，在商超行业深耕多年的本土品牌已建立从采购至配送的全方位供应链系统，进而保障企业采购规模，提升商品性价比；此外，本土品牌错位竞争，布局下沉市场，在低线城市优先占领消费者心智，且以现有大卖场改造，选址较靠近社区，更加亲民、便民、利民。

盒马 X 会员店线上线下一体化经营。门店提供周边 20 公里到家服务，利用现有的盒马鲜生门店作为周转仓，加快履约速度；基于盒马的全业态体系给予会员更丰富的线上权益，例如专属客服、线上零门槛免运费等。未来盒马 X 会员店将在商品和门店数量上持续发力，一方面借助盒马体系的共享供应链中台扩充 SKU，强化商品结构的本土特色；另一方面提升开店速度，展开跨区域扩张，12 月 8 日已于上海宝山区开启全国第 4 家门店。

永辉超市零会员费，转型仓储业态初显成效。截至 2021H1，基于原有门店改造开业的永辉仓储店数量为 20 家；门店销售额总计 1.5 亿元，同比增长 139%；店均日客流达 6181 人次，同比增长 136%。永辉仓储店的差异化主要体现在**定位、商品和目标客群**三方面：与付费会员制不同，永辉仓储店坚持“以民生为本”的企业内核，免收会员费；选品方面加大生鲜品、日常餐桌食品的比例，同时批零兼营，避免顾客冲动消费；依托全国千家门店的资源优势，永辉转型迅速，仓储店选址更倾向于下沉市场，且选址多集中于社区周边。

其他传统零售巨头相继入局赛道。2021 年 10 月家乐福首家仓储会员店-上海成山路店改造开业，区别于山姆超市等品牌选址城郊，家乐福借助集中于市区及主要商圈的原有门店为会员打造“15 分钟车程生活圈”的消费场景；零售巨头家家悦宣布入局仓储会员店，全国首店将于 12 月 24 日在济南弘扬广场正式开业，并在开业初期举办办卡体验活动，未来业绩表现有待持续跟踪。

仓储会员新业态百舸争流，步入快速发展阶段。需求侧在消费升级背景下渗透率不断提升，新模式提升消费者体验感与新鲜感，新颖核心单品引流并渐进培养消费者生活习惯，专属会员服务提供附加价值，预计新模式的市场规模或不断提升。供给侧山姆、Costco 凭借品牌力与进口商品提升消费者粘性与复购率；国内商超跃跃欲试，错位竞争与差异化竞争是品牌商可持续发展的核心，深入把握中国市场的消费特征，优化选品逻辑、改造商品规格以贴合中国家庭，同时积极构建线上渠道，为会员提供更具互动性的购物体验亦将成为各品牌商吸引潜在消费群体、提高续卡率的关键。预计中国市场仓储会员店业态将进入快速发展阶段，各商家持续提升拓店速度，展开跨区域扩张与线上线下全渠道布局。

表 5 盒马 X 会员店与永辉仓储店各有千秋

	盒马 X 会员店	永辉仓储店
	SKU 约 3000+	约 5000+
商品	种类 ·本土化选品，提供本地化小食以及网红联名产品 ·生鲜食品占比高，包括数十种活鲜 ·自有品牌占比超 40%，其中“盒马 MAX”占比 20% 以上	主打符合中国消费者需求、自带流量的民生商品 ·加大自有品牌占比，如永辉农场蔬果、田趣大米、馋大狮零食等
	规格 ·两种针对中国一线城市小家庭模式推出的家庭量贩式大包装：大包装内的独立小包装、独立中型包装的套装售卖	部分商品更换为大容量 ·整体上批零兼营，避免顾客在仓储店冲动消费
渠道	供应链 ·依靠“盒马村”，拥有稳定质优的农产品等本地供应链	·围绕“业务、组织、技术”全面建设稳定、柔性、开放、高效的供应链 ·完成大量标品开发，立体化商品信息标签，满足全渠道商品需求
	销售渠道 ·线上线下一体化经营 ·线上配送“半日达”	·依托全国千家门店的资源优势，永辉仓储店将下沉到三四线城市
服务	会员费 ·258 元/年	·无会员费
	附加服务 ·周边 20 公里“配送到家”服务 ·洗车、养车、美甲、健康体检等休闲服务	·提供周边 3 公里“一小时到家”服务

资料来源：金融界，第三只眼看零售公众号，亿邦动力网，联商网，上海证券研究所

图 39 本土品牌纷纷实现盈利



资料来源：金融界，第三只眼看零售公众号，亿邦动力网，上海证券研究所

2.4 高奢市场：逆势向上，未来发展潜力大

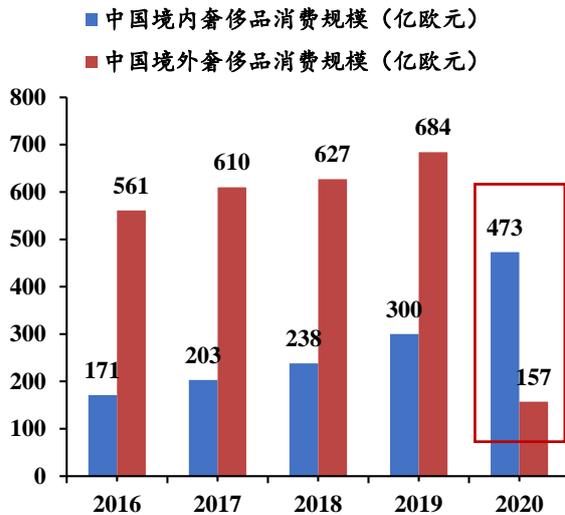
2.4.1 疫情促进奢侈品消费回流，国内高奢市场未来可期

疫情以来，国内奢侈品市场恢复超预期。据贝恩咨询，2016 年中国国内奢侈品销售规模仅为 171 亿欧元，近五年的 CAGR 为

29%，2020 年达 473 亿欧元，同比增长 57.67%。2020 年全球疫情不断恶化，跨境消费规模骤降，中国国民境外奢侈品消费同比下降 77%。得益于国内高效的疫情防控管理及国际旅行的限制，高端消费回流进一步催化国内高奢商场的持续发展。

2021 年全国购物中心开业量迎来新高峰。据赢商大数据统计 2021 年上半年全国购物中心开业量为 148 家，总体量合计 1332 万平方米，约为 2020 年上半年的 2.5 倍。五一黄金周前后，30+个购物中心齐开业，4 月整体开业量略超疫情前的 2019 年同期数据，购物中心开业量显著恢复。

图 40 中国境内外奢侈品消费规模



资料来源：贝恩咨询，艾瑞咨询，上海证券研究所

图 41 2017H1-2021H1 同期购物中心开业量

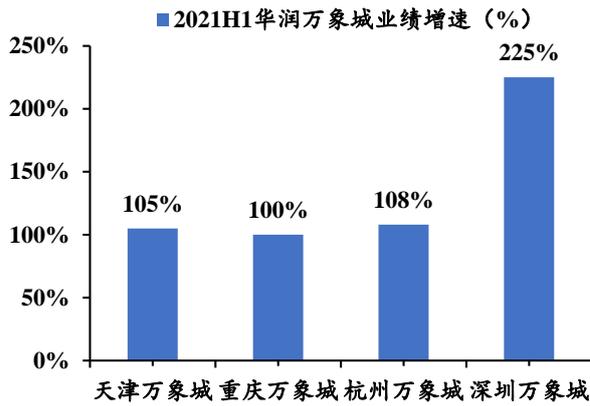


资料来源：赢商网，上海证券研究所

2.4.2 高奢购物中心逆势向上，基本面表现亮眼

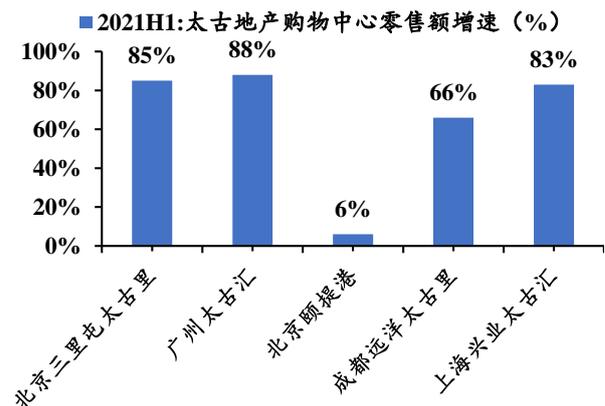
高奢购物中心华润万象生活及太古地产基本面表现抢眼。2021H1 华润万象生活实现收入 40.14 亿元，同比增长 28%，净利润 8 亿元，同比大幅增长 138%；旗下购物中心实现零售额 560 亿元，同比增长 84.4%。其中重奢购物中心业绩快速增长，在营的 8 个重奢购物中心上半年零售额同比增长 88.5%，旗下深圳湾万象城、杭州万象城、重庆万象城、和天津万象城业绩分别提升 225%、108%、100%和 105%，进一步巩固了华润万象城于商业高端购物中心行业的领先地位。此外，太古地产内地零售物业表现抢眼，期内租金收入总额增长 40%至 15.38 亿港元，整体零售额增长 23%。旗下广州太古汇、三里屯太古里上半年零售销售额分别增长 88%、85%。

图 42 2021H1 各城市华润万象城业绩表现亮眼



资料来源：赢商网，上海证券研究所

图 43 2021H1 太古地产购物中心零售额增速较快



资料来源：赢商网，上海证券研究所

高端奢侈类购物中心销售额涨幅行业领先。2020 年全国购物中心销售额排行榜 TOP50 中有 10 家购物中心总销售涨幅超过 20%，这其中有 9 家属于高端奢侈类购物中心。去年销售额涨幅排名第一的购物中心是上海恒隆广场，2020 年销售额近百亿，较去年大幅提升约 60%；恒隆地产旗下另一家上海港汇恒隆广场 2020 年销售额同比上涨 42%，位列第三。华润置地旗下的明星店王深圳万象城是深圳最大的购物及娱乐中心，凭借近年来的稳步增长态势，也于 2020 年突破百亿大关。太古地产旗下开发的广州太古汇 2020 年销售额同比上涨约 36%，位列总排名第五。

表 6 2020 年全国购物中心销售额同比增幅变化排名

购物中心	2019 销售额 (亿元)	2020 销售额 (亿元)	2020 年销售额同比增幅
上海恒隆广场	60	100	60%
长沙 IFS	50	71	42%
上海港汇恒隆广场	25	43	42%
北京国贸商城	117	160	36%
广州太古汇	59	80	36%
沈阳万象城	55	65	30%
南京新街口金鹰	35	45	28%
南京德基广场	122	156	27%
杭州湖滨银泰 in77	52	65	25%
成都 IFS	68	83	22%

资料来源：联商网，上海证券研究所

2.4.3 高奢购物中心错位竞争，去零售化或成新趋势

高奢购物中心选址各有特色。华润万象城品牌布局全国，主要集中于一、二线城市，通过多元化的经营方式，引进国际顶级奢侈品牌，营造当地重奢级消费的顶尖商场。太古里全国布局相对高端，覆盖范围小，主要集中在北上广等超一线城市。恒隆广场作为下沉市场布局的先行者，以更低价抢占顶流商圈的黄金地段，坚持慢开发模式，保障商场建造质量。K11 在选址布局上与恒隆错位竞争，在城市选择上抢先试点宁波等潜力股城市，在商圈选择上避开成熟商圈的选址，通过获取政府规划里的大体量地块，以自身发展带动周边商圈成熟。

表 7 太古地产旗下商城集中于一二线城市

	总楼面面积 (平方米)	租用率	应占权益
北京三里屯太古里	1,571,786	100%	100%
广州太古汇	1,472,730	100%	97%
北京颐堤港	939,493	98%	50%
成都远洋太古里	1,355,360	95%	50%
上海兴业太古汇	1,173,459	96%	50%
上海前滩太古里	1,238,037	不适用	50%
广州汇坊	90,847	100%	100%

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

表 8 恒隆广场布局下沉市场

	总商铺面积 (平方米)	购物商场 租户数目	出租率
上海恒隆广场	53,700	130	99%
上海港汇恒隆广场	122,262	375	99%
高端商场			
大连恒隆广场	221,900	285	82%
沈阳市府恒隆广场	101,960	132	88%
昆明恒隆广场	166,754	270	95%
无锡恒隆广场	118,066	199	95%
武汉恒隆广场（建设中）	不适用	不适用	71%
次高端商场			
沈阳皇城恒隆广场	109,307	221	92%
济南恒隆广场	171,074	351	94%
天津恒隆广场	152,831	221	76%

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

华润万象转包干制为酬金制，催化利润同比上升。华润自 2020 年下半年起，逐步将其商业购物中心物管服务收入由包干制转为酬金制。酬金制更灵活和市场化，盈亏均有业主承担，深入绑定购物中心和业主。此外，公司利润水平得以提升，2017-2019 年，华润万象生活的整体毛利率分别为 13.0%、15.0%、16.1%，而 2020 年及 2021 年上半年整体毛利率上升至 27.0%和 32.2%。

图 44 华润万象生活销售毛利率 2017-2021H1



资料来源：公司公告，上海证券研究所

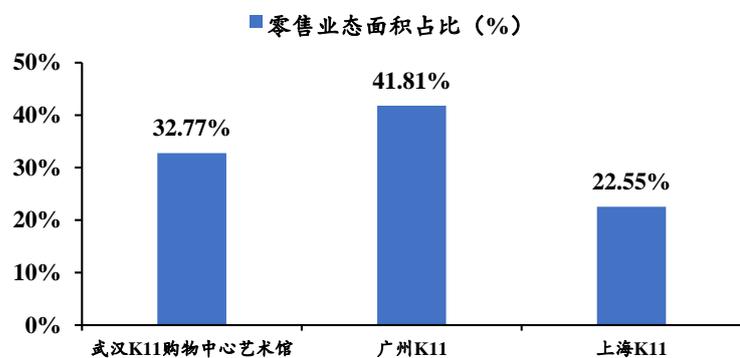
表 9 包干制与酬金制对比

	包干制	酬金制
收费方式	物业服务包干，通常按年度收取固定物业服务费用	在预收的物业服务资金中按约定比例或者约定数额提取酬金
特征	物业服务企业自负盈亏	结余或不足由业主承担

资料来源：物业服务收费管理办法，上海证券研究所

华润万象城、恒隆广场具有较强的高奢品牌招商能力，品牌布局全面。一线城市中，深圳万象城及上海恒隆广场高奢品牌布局最为全面，新兴城市中沈阳万象城高奢品牌数量处于领先地位。K11 开发体验式业态，购物体验二合一。K11 定位购物艺术中心，把美术馆嵌入购物中心，将艺术融入商业。其零售业态面积占比远低于行业其他高奢购物中心，上海 K11 为 22.55%，而上海恒隆广场零售业态面积占比超 60%。

图 45 K11 零售业态面积占比较小



资料来源：赢商大数据，上海证券研究所

疫情管控有效，更多外资港资企业布局内地购物中心市场。外资商业涌入内地为行业建设增添新的活力，同时也带来国际视野和创新。今年新开的宁波阪急是由 H2O 阪急百货联合杉杉集团共同开发，定位重奢百货，在宁波东部新城构筑了一座治愈系的艺术购物中心。此外，传统的老牌港资系恒隆地产旗下武汉恒隆广场今年3月开业，其购物中心面积高达17.7万平米，旗下另一家高端综合商业项目杭州恒隆广场的工程也在如期推进中。

表 10 外资和港资企业 2021 年布局内地购物中心市场

	国家	企业	2021 年新开业项目	购物中心面积 (万平米)
外资企业	英国	太古地产	上海前滩太古里	12
	日本	三井不动产	上海 LaLaport 啦啦宝都	12.9
	日本	H2O 阪急百货	宁波阪急百货	17
	日本	永旺	广州新塘梦乐城	23.4
	瑞典	英格卡购物中心集团	长沙荟聚综合体	16
	新加坡	凯德商用	上海北外滩来福士	12
港资企业	香港	新世界	天津 K11Select	4
	香港	恒隆	武汉恒隆广场	17.7
	香港	瑞安集团	上海瑞红天地太阳宫	18
	香港	香港置地	重庆光环购物公园	17

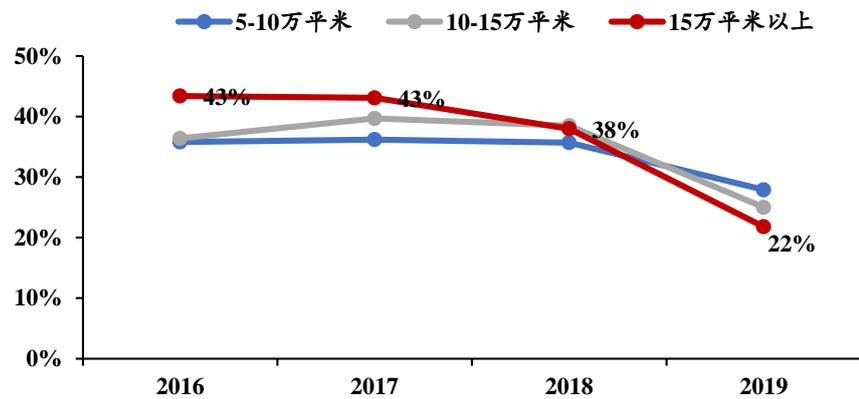
资料来源：联商网，上海证券研究所

购物中心多元化体验功能与日俱增，传统零售业态占比逐渐下降。2016 年到 2019 年，小型、中型项目零售业态占比变化趋势趋同，均在 2017 年略微上升后逐年下降；而 15 万平方米以上的新开大型购物中心零售业态面积占比下降明显，从 2016 年的 43.3% 下降至 2019 年 21.8%。根据赢商大数据统计，上海恒隆广场，上海港汇恒隆广场两家高端购物中心零售业态面积占比均超过 60%，而 2019 年新开的昆明恒隆广场相比于更早开业的两家，其零售业态占比下降至 51.61%。

随着 Z 时代消费需求升级，体验业态的创新有利于吸引线下客流。去零售化及体验业态创新，是目前购物中心调整升级新方

向。重庆光环购物公园将室内植物园与商业动线巧妙结合，打造纵跨七层高达 48 米的室内植物园沐光森林；今年新开业的上海前滩太古里四楼屋顶有面积达 3,000 平方米的日本茑屋书店；日本专业运动品牌 ASICS 开设中国内地首家 ASICS RUNNING STATION 跑步型动社，在此举办各类文化、娱乐、健康主题的活动，为客群打造兴趣相投聚集地。这些以健康餐饮、亲子娱乐、潮流体验为代表的主题体验业态将会是长期主流，高端大型购物中心趋向打造成一站式娱乐中心和都市生活综合体。

图 46 2016-2019 年不同体量区间新开业购物中心业态面积占比变化



资料来源：赢商大数据，上海证券研究所

三、电商行业流量内卷，龙头谋求转型与创新

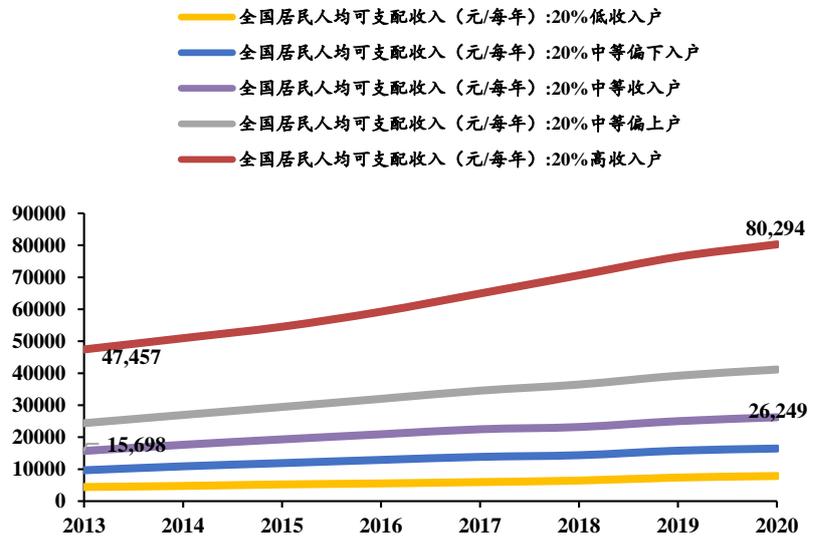
3.1 共同富裕背景叠加流量见顶现状，互联网企业竞争白热化

3.1.1 反垄断监管加速竞争白热化，企业优化商业模式

共同富裕的提出欲将扩大中等收入群体的比例，形成橄榄型收入分配结构，拉动经济增长。当前我国收入分配结构呈“金字塔”型，其中高收入群体收入增速较快但平均消费倾向较低。中等收入群体是促进消费真正的主力军，但我国中等收入群体占比低，收入增速也落后于高收入群体，中等收入人群近五年收入 CAGR 约为 6.65%，低于高收入人群的 8.04%，进而导致我国消费需求不

足，消费增长动力受到抑制。共同富裕的提出欲将正确处理效率和公平的关系。

图 47 中等收入户人均可支配收入与高低收入户人均可支配收入变化情况



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

近年来，互联网企业通过技术手段高效便捷地聚集了大量的流量与用户，构建起一种以流量、用户为中心的崭新的商业模式，形成了当前以消费、支付、服务等多种模式并存的互联网产业格局，迅速席卷社会财富。为了共同富裕目标的顺利推进，防止资本无序扩张，部分互联网企业的经营受到《反垄断法（修正草案）》颁布之前的一系列监管惩罚措施和该草案颁布的限制及影响。整顿欲将打破不合理的流量垄断，减少各企业在引流环节的过度资源占用，进而带来整个行业的健康发展。此外，为增加市场竞争主体，国家对税收优惠政策做出调整，部分互联网企业的部分业务将不再纳入优惠范围，短期内给互联网龙头企业的营收造成了一定的负面影响。

表 11 反垄断处罚事件

时间	事件	主要内容
2020 年	依法查处平台企业不正当价格行为	查处 2020 年“双十一”期间京东、天猫、唯品会等 3 家平台企业虚假促销、诱导交易等行为；对滴滴、拼多多、美团等 5 家社区团购企业低价倾销、价格欺诈等行为顶格处罚。
2021 年 1 月	依法查处唯品会不正当竞争案	对唯品会强制平台内经营者退出其他平台的行为立案调查，2 月 8 日，依据《反不正当竞争法》对唯品会处以顶格罚款 300 万元。

2021年4月	阿里巴巴集团涉嫌垄断被调查	阿里巴巴集团控股有限公司实施“二选一”等涉嫌垄断行为，市场监管总局依法作出行政处罚决定，责令阿里巴巴集团停止违法行为，并处以其2019年中国境内销售额4557.12亿元4%的罚款，计182.28亿元。
2021年7月	严格开展平台企业并购行为反垄断审查	依法加强腾讯系虎牙和斗鱼合并案等13件平台企业经营者集中案件反垄断审查。
2021年10月	对美团涉嫌垄断行为立案调查	美团实施“二选一”等涉嫌垄断行为，市场监管总局责令美团停止违法行为，全额退还独家合作保证金12.89亿元，并处以其2020年中国境内销售额1147.48亿元3%的罚款，计34.42亿元。
2021年11月	依法查处违法实施经营者集中行为	共立案调查违法实施经营者集中案件73件，涉及阿里巴巴、腾讯、美团、滴滴、京东、百度、字节跳动等平台企业，已对其中22件作出顶格行政处罚，平台企业依法主动申报意识明显增强。

资料来源：国家市场监督管理总局，上海证券研究所

在反垄断监管趋严叠加流量见顶的存量博弈下，各互联网企业相继优化商业模式，提出专项计划以应对外部环境并助力共同富裕。其中，阿里巴巴和美团因“二选一”与经营者集中案件受到不同程度的处罚，相比之下京东和拼多多所布局的战略规划与共同富裕目标较一致，今年8月份，拼多多设立“百亿农研专项”，结合自身发展特点走助农扶农道路；京东打造“新型实业”模式，坚持“以实助实”长期战略布局，不断优化运营。预计未来在愈加严格的反垄断监管之下，愈发激烈的竞争将迫使各互联网企业专注于优化完善其运营模式。

表 12 负外部环境对互联网企业的影响及其应对措施

公司	影响	企业助力共同富裕
整体影响	对各企业进行不同程度的惩罚，限制企业利用行业支配地位破坏市场环境，流量竞争白热化	顺应时代方向，优化商业模式，“创富”的同时“带动共富”
阿里巴巴	“二选一”与经营者集中案件被罚款；流量入口受限	1000亿元资金助力共同富裕；多引擎驱动业绩增长，树立科技壁垒
京东	受益于“二选一”的禁止，商家入驻数量增多	打造“新型实业”模式，坚持“以实助实”长期战略布局，不断优化运营
拼多多	低价市场面临同质化竞争	设立“百亿农研专项”，结合自身发展特点走助农扶农道路
美团	“二选一”与经营者集中案件被罚款；流失商家	成立基金会专用于推动教育与科研等公益事业；推动落实骑手的职业伤害保障计划

资料来源：浙江新闻、人民网、拼多多财报、央视网，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

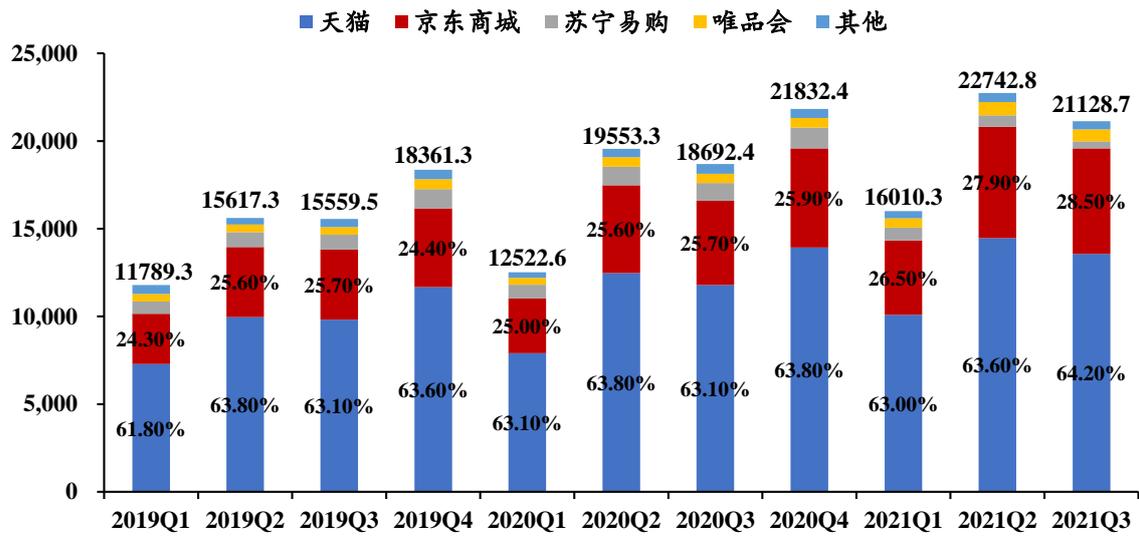
3.1.2 电商行业流量内卷，竞争者存量博弈

电商行业集中度高，三足鼎立格局愈发明朗。2020 年电商上市公司营收 CR3 为 83.67%，行业呈现阿里巴巴、京东、拼多多三足鼎立的高垄断性竞争格局。据各公司财报披露，2020 年阿里/京东/拼多多 GMV 为 7.5/2.6/1.7 万亿元，业内其他企业均不足万亿。

emarketer 预测三巨头今年将占据市场 77.2% 的份额。阿里仍领跑，但市场份额有所下降。宏观环境对阿里核心业务造成冲击，天猫、淘宝业务增速放缓，2021 财年阿里 GMV 同比增速仅为 13.74%，首次跌破 15%。2020 年阿里的市场份额首降至 50% 以下。拼多多以高折扣、高频次收割低线市场消费者，通过下沉市场实现快速扩张。拼多多 2018/2019/2020 年营收增速分别为 652%/130%/97%，维持高增长率。据 emarketer 预测，2021 年拼多多将占据 13.2% 的份额，接近京东的 16.9%，继续蚕食阿里份额。

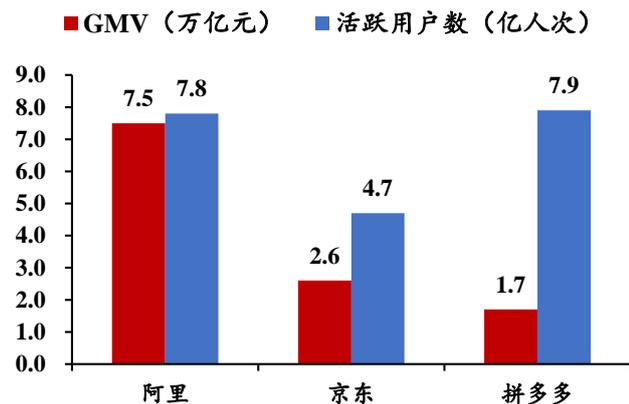
阿里和拼多多用户数探顶，近存量博弈，京东预计 21 年净增一亿活跃用户。阿里巴巴/京东/拼多多最近披露的年活跃用户分别为 9.53/5.52/8.67 亿人次。京东在用户、品类数量等方面逊色于阿里和拼多多，但供应链管理具有显著优势。京东商城从创立之初就坚持自营式商业模式与重资产化运营模式，致力于建立以物流科技为强大后盾的一体化供应链。2017 年，京东首次实现全面盈利，高投入模式进入良性循环。目前，各大平台利润端普遍承压，电商整体三季度业绩趋缓。京东在外部环境冲击、消费下行趋势中基本面表现最为稳健，并且围绕平台业务边界加大投入，提高第三方业务渗透率，表现出高成长性；营收能力维持传统优势，**2021 年前三季度实现营业收入 6757 亿元人民币，为三家中最高，同比增长 30%。**

图 48 网络零售 B2C 市场总规模 (亿元) 与企业市场份额



资料来源: 易观千帆, 上海证券研究所

图 49 2020 年三大电商平台 GMV 及活跃用户数



资料来源: 各公司公告, 上海证券研究所

3.2 京东以零售为主, 供应链赋能

3.2.1 零售为王, 自营业务占主导

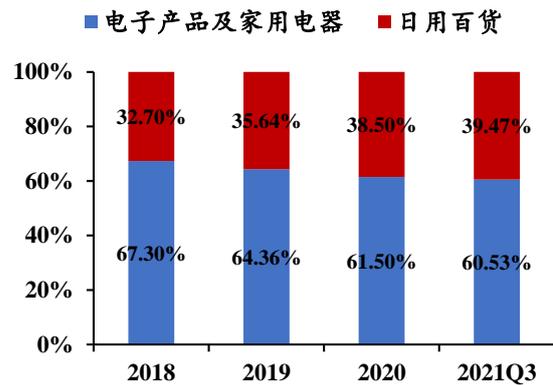
京东一直以零售业务为主阵地, 2019/2020/2021 前三季度零售收入占比分别为 95.73%/94.25%/91.23%。京东采取自营、线上平台、全渠道布局相结合的零售模式, 自营业务巩固基本盘, 打造核心品类; 线上业务为用户提供多元化的选择, 提升流量; 全渠道布局连接实体商家, 创造新的增长空间。

图 50 京东营业收入按业务拆分



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 51 京东商品收入按品类拆分



资料来源：公司公告，上海证券研究所

自营业务是公司业绩增长主力，2021 年前三季度自营收入占整体零售比例达 86%。截至 2021 年底，自营业务供应商超过 31000 家，上游渠道完善。分品类来看，3C 家电是京东的传统优势品类，根据中国电子信息产业发展研究院披露，2020 年京东在全渠道家电市场的市占率为 28.7%，稳坐家电行业龙头。双十一期间，在京东购买家电产品的家庭超过 5000 万，家电成交额五分钟破 20 亿，行业主场地位彰显。目前，京东的带电产品消费向智能化、高端化转变，2020 年，京东在人工智能市场的销售额同比上升 7.6%，今年双十一期间，家电平均成交单价同比提升 50%。

平台佣金收入占比较小，相对受益于反垄断监管“二选一”，第三方商家数量大幅增加。2021 年前三季度平台及广告收入营收占比为 7.38%，从 2018 年的 2.68% 至今呈缓慢上升趋势。京东持续为第三方商家提供补贴及流量扶持，吸引商家入驻。以今年的双十一为例，京东出台十项扶持举措帮助商家降本增效，如为中小商家提供最高 100 万元广告虚拟金激励，下调退货运费险保费低至一分钱，通过“头号京贴”等计划加大内容引流等；随着国家对“二选一”的遏制，反垄断监管促使第三方商家数量大幅增加，京东的商户流入数量大幅提升。2021Q3 二十余家家居设计品牌入驻京东，与丝芙兰、完美日记等在全渠道网络方面达成合作。根据公司披露，第三季度京东平台上商家的入驻量是上半年商家入驻总和的 3 倍。

全渠道布局整合线上线下业务，新业务京喜有效开拓下沉市场。京东通过京喜布局下沉市场，有望吸引差异化客群。其一为特价购物平台“京喜”APP，仅开业一年就已布局 183 个产业带，售出 80 万吨农产品，60 亿件工厂产品，助力 1000 余商家销售额破

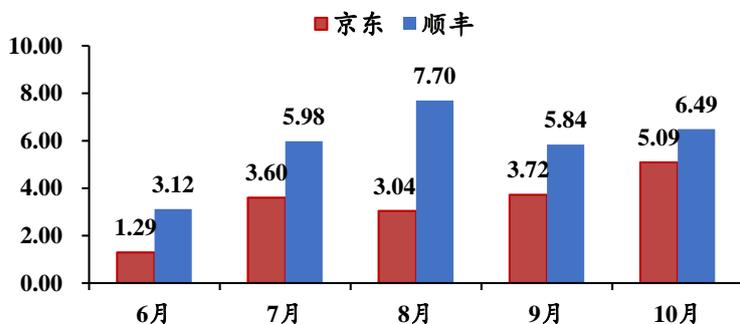
千万。其二为今年年初上线的社区团购业务“京喜拼拼”，其战略方向从扩充规模转移到提升供应链效率和优化成本结构，预计精细化经营后亏损或将逐步收窄。

京东助力共同富裕，积极开拓下沉市场，探索打开潜在用户的增长空间。2020 年下沉市场为京东贡献 8800 万新增用户，占全年新增用户比超过 80%。全渠道战略是打开京东零售长期发展天花板的第二条增长曲线，公司也将深度链接线下实体零售业态，助力零售业数字化转型升级。

3.2.2 供应链高筑护城河，购物体验获粘性

物流体系强大，供应链管理显著优于其他平台。自建物流在时效性和申诉率上赋予京东更高的话语权，良好的物流体验有利于提高用户粘性。京东物流仓储空间强大，截至 2021Q3，京东物流运营约 1300 个仓库，包含京东物流管理的云仓面积在内，京东物流仓储总面积约为 2300 万平方米；布局覆盖全国，服务范围涵盖中国几乎所有地区、城镇和人口，基本实现规模效应与网络效应；配送效率高，2020 年，京东物流助力约 90% 的京东线上零售订单实现当日和次日达，其中超过 60% 为 211 限时达，物流效率不断提升；服务品质较优，客户体验持续领先行业。根据国家邮政局数据，2021 年 10 月，京东快递申诉率（百万件快件业务量）为 5.09，低于顺丰速运的 6.49，申诉处理工作综合指数为 97.87，居于行业前列，高于均值 94.70。阿里建立菜鸟物流补齐自身短板，然而平台物流相比于自营快递管控能力较弱，难以做到全方位监管，在快递时速、服务态度等方面远不及京东物流。拼多多短期内没有自建物流的计划，但随着逐步引入高端品牌，扩大消费群体，缺乏自有物流在未来或成为其短板。

图 52 2021H2 京东、顺丰快递申诉率（申诉件数/百万件快件业务量）

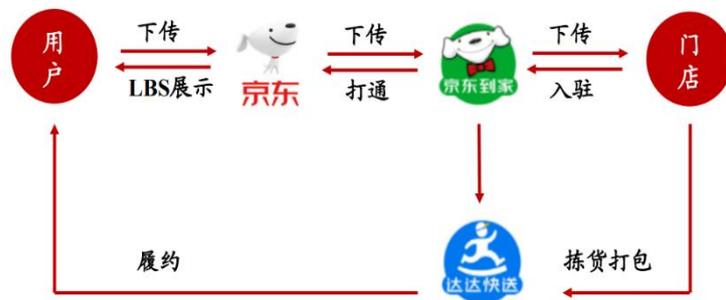


资料来源：国家邮政局，上海证券研究所

京东物流盈利能力持续攀升，已由成本中心转变为利润中心。相较于通达系、顺丰的 C2C 模式，京东物流的 B2C 模式前期在仓储、人力上的建设成本高，但后期更易显现规模效应。2020 年京东物流首次实现盈利，全年营收 734 亿，同比增长 47.2%；物流履约费用率为 7.5%，规模效益进一步显现。自 IPO 后，京东物流在业内市值排名第二，仅次于顺丰，有望凭借来自外部的一体化供应链履约服务进一步占领市场份额，带动业绩持续增长。

与达达集团合作，扩大辐射范围，加码即时零售。京东对达达集团的投资扩大了业务覆盖范围，减少了最后一公里物流建设的时间，从时效上进一步完善了供应链。“小时购”业务由达达集团全面承接，为消费者提供小时级乃至分钟级的配送服务。小时购业务接入沃尔玛、永辉超市等 10 万家全品类实体零售门店，覆盖超市生鲜、手机通讯、数码家电等众多品类，将渗透 50% 京东用户。双十一期间，即时配送单均时长小于 20 分钟，连锁商家配送单量翻倍增长，家电品类销售额同比增长超 10 倍，手机通讯同比增长 4.7 倍。超市类商家销售创新高，沃尔玛、永辉超市小时购销售额同比增长超 5 倍。

图 53 京东“小时购”流程示意图



资料来源：联商网，上海证券研究所

跨境电商增长空间大，跨境物流或成京东未来机遇之一。近年来，全球跨境网购需求不断释放，据艾媒咨询，2020 年我国跨境电商进出口总额达 1.69 万亿元，同比增长 31.1%。跨境贸易规模迅速扩张带动国际快递业务发展，据国家邮政局，2021 年上半年国际/港澳台快递业务量完成 10.9 亿件，同比增长 43.1%，业务收入完成 613.8 亿元，同比增长 33.2%。

跨境网络是京东全球化战略的重要组成部分，京东旗下跨境电商 JOYBUY 致力于帮助更多的中国企业在海外拓展跨境业务；

在物流方面，京东以自营与合作相结合的方式建设全球化的仓储、物流体系。一方面，京东试图将一体化的供应链独特优势应用于海外，截至 2021H1，京东在全球拥有约 50 个保税仓库及海外仓库，覆盖美国、英国、德国、印尼等国家，总管理面积逾 50 万平方米。另一方面，京东物流广泛开展与大型国际第三方物流的合作，在美国与 DHL 签署战略合作协议，在澳洲市场与澳大利亚邮政进行合作。截至 2020 年底，京东物流建立了覆盖逾 220 个国家及地区的国际航线。跨境电商、跨境物流有望成为京东第二增长点，贡献业绩增量。

优质售后服务，便捷购物体验赢得消费者忠诚度。随着消费结构的升级，Z 世代越来越重视品质生活，服务型消费、信任型消费成为新趋势。京东将品牌与产品深度绑定，通过**正品保障、物流效率、售后服务**等方面的高感知度获得了用户认可，取得了较好的口碑，积累了一批忠实消费者。京东用户粘性较高，新老用户消费频次持续增长，2021Q3 京东的用户平均购物频次同比提升 23%。

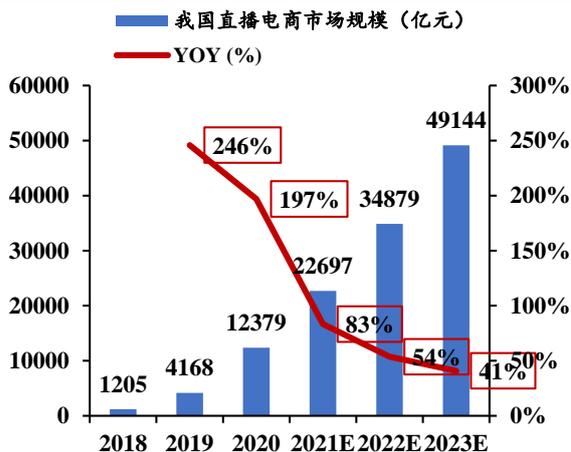
电商行业流量见顶，反垄断监管促进竞争秩序重构，新业态的出现具有负外部性，行业环境发生改变。相对于其他业内巨头，京东受监管风险较小，对流量依赖偏弱，以零售为王重履约效率，一体化供应链高筑护城河，长期发展策略符合共同富裕目标，更有优势突出重围。

3.3 直播电商：淘抖快三分天下，店铺自播成新风向

3.3.1 直播电商万亿市场，渗透率逐步提升

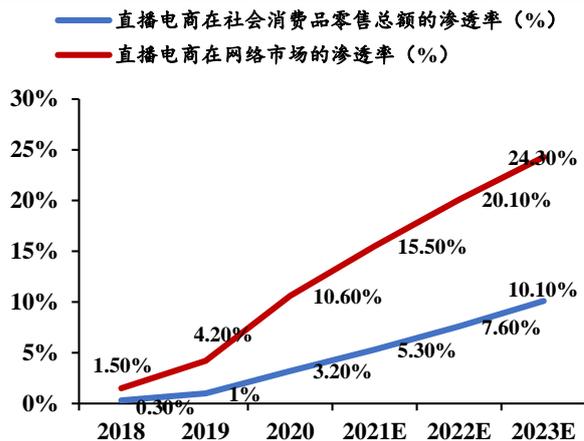
电商行业流量内卷，各巨头存量博弈之际，直播业态或创造增量。据艾瑞咨询数据，2020 年中国直播电商市场规模达 1.2 万亿元，同比增长 197%，预计未来三年 CAGR 为 58.3%，2023 年直播电商规模将超过 4.9 万亿元。直播电商行业渗透率逐步提高，2020 年直播电商在社会消费品零售总额的渗透率为 3.2%，在网购零售市场的渗透率为 10.6%，预计 2023 年后者可达 24.3%。随着直播加速向娱乐、营销等多元场景渗透，电商下单用户数、下单频次以及客单价预计会继续提升，新业态或成常态。

图 54 我国直播电商市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 55 我国直播电商市场渗透率逐步提高

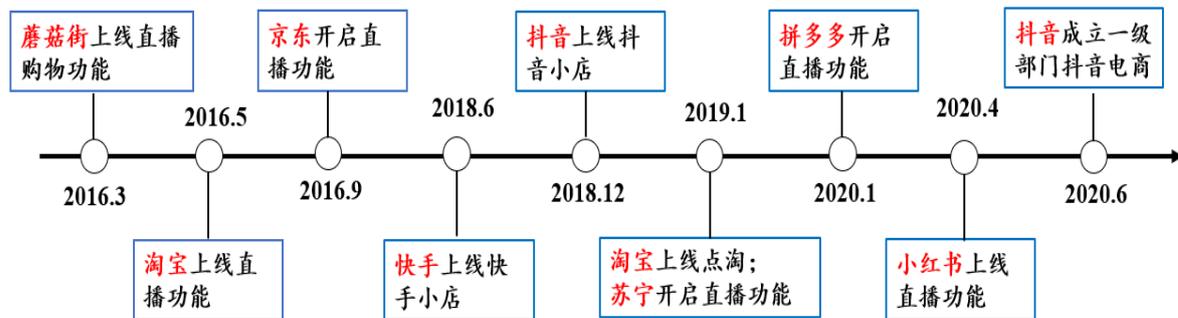


资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

3.3.2 淘抖快三分天下，平分秋色

直播因实时交互性高、体验感佳等优势迅速发展，2019年在平台加码和政策支持催化下直播电商进入快速增长期，竞争者纷纷入局，直播行业如火如荼。据各公司公告，淘宝直播、抖音、快手三大平台 2020 年的 GMV 分别为 4000+亿元、5000+亿元（其中自营抖音小店 1700 亿元）和 3812 亿元，2021 年 6 月 MAU 淘宝/抖音/快手分别为 8.5 亿/7 亿/4.3 亿人次，直播电商呈现三分天下的格局。

图 56 我国直播电商发展历程



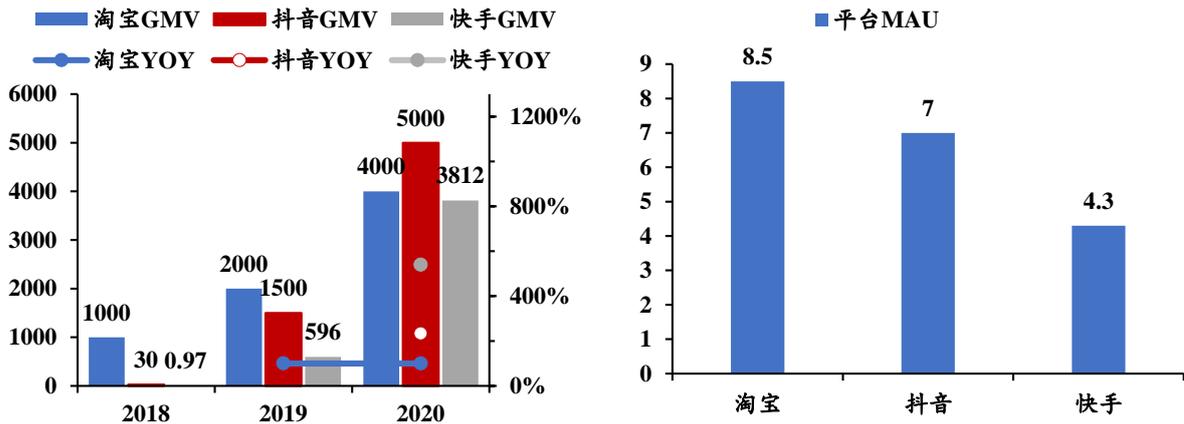
资料来源：36 氪研究院，上海证券研究所

表 13 淘抖快三大平台对比

项目	淘宝	抖音	快手
2020 年直播电商 GMV (亿元)	4000+	5000+ (含外链)	3812 (含外链)
前 30 名主播销售额 GMV 占比	29%	3%	14%
GMV 破亿主播 (人)	105	75	164
平台属性	购物属性强	娱乐属性强, 公域流量大, 流量池庞大	娱乐属性强, 私域流量大, 活跃度高
流量来源	产品吸引流量+第三方平台引流	内容吸引流量	内容吸引流量
成交路径	站内成交	站内+引流	站内+引流
商家自播比例	最高	中等	最低
用户画像	中高线 80、90 后女性为主, 较抖快用户城市线级更高, 年龄稍大	新一线&低线年轻用户为主, 用户较为年轻	低线、30~40 岁女性用户为主, 较淘抖直播用户明显下沉

资料来源: 各公司公告, 淘宝直播 2020 年新经济报告, 抖音电商生态发展报告, 36 氪研究院, 上海证券研究所

图 57 2018-2020 年三大平台直播电商 GMV 对比 (亿元) 图 58 2021H1 三大平台直播电商 MAU 对比 (亿人次)



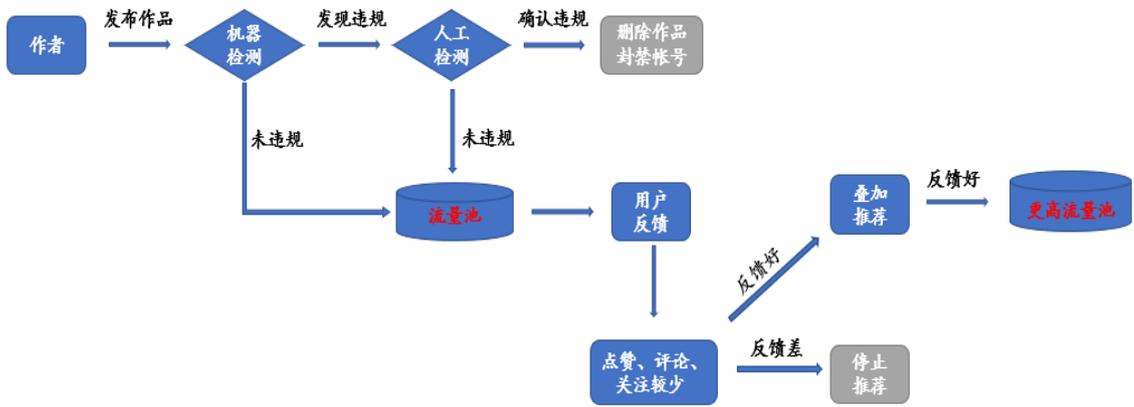
资料来源: 淘宝直播年度报告, 抖眼查公众号, 快手公告, 上海证券研究所

资料来源: 易观千帆, 上海证券研究所

(一) 抖音: 强调算法推荐, 精准匹配用户, 打造兴趣电商

抖音去中心化的算法推荐机制可以精准向用户推荐, 进而实现“货找人”。抖音拥有大量且活跃的用户群体, 构成了“兴趣电商”的基础。据抖音发布的《2020 抖音数据报告》显示, 截至 2020 年 12 月, 抖音日均视频搜索量突破 4 亿; 据极光报告披露, 截至今年 6 月, 抖音月活跃用户已达 7 亿。

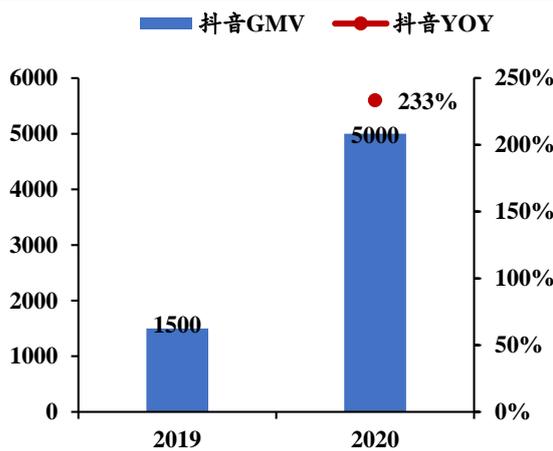
图 59 抖音算法推荐机制



资料来源：抖音电商官网，上海证券研究所

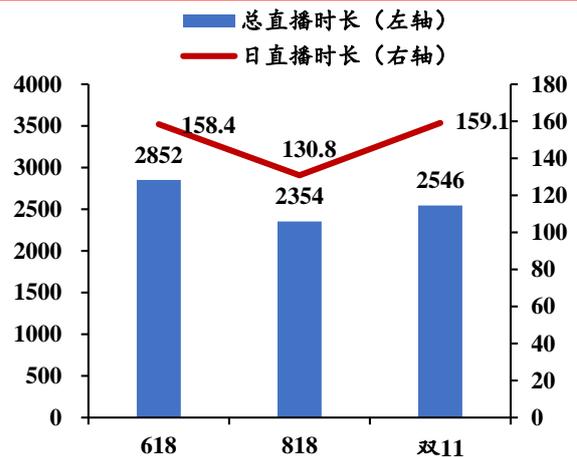
抖音庞大的用户带来 GMV 高速增长。2018 年抖音通过与第三方电商合作开启直播电商之路，2019 年实现 GMV1500 亿元，2020 年 GMV 已超过 5000 亿，同比增长 233%。据抖音电商发布的“抖音双 11 好物节”数据报告显示，2021 年 10 月 27 日至 11 月 11 日，抖音电商直播间累计时长达 2546 万小时，直播间累计观看 395 亿次。根据抖音电商的三大扶持计划，未来一年，将帮助 1000 个商家实现年销破亿元，其中 100 个新锐品牌年销破亿元；帮助 10 万个优质达人实现年销 10 万元，其中 1 万个达人年销破千万元；帮助 100 款优质商品年销破亿元。

图 60 2019-2020 年抖音电商 GMV (亿元)



资料来源：抖眼查公众号，上海证券研究所

图 61 2021 年抖音三大购物节总直播时长与日均直播时长 (万小时)

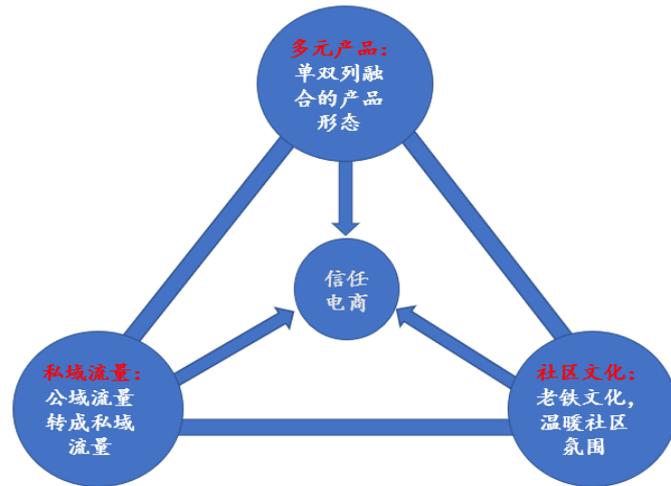


资料来源：抖音电商官网，上海证券研究所

(二) 快手：打造信任电商，实现 GMV 高增长、高复购

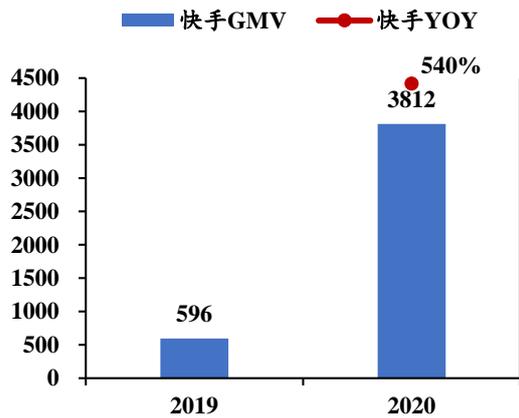
快手更加注重对私域流量的曝光，弱化官方算法推荐。关注和播放均采用双列静态播放，给用户更多选择权，打造“信任电商”。公司于2021年第二季度推出信任卡，由商家为消费者提供一系列保障，例如退款不退货、假货赔偿、七天无理由退货等。因此，快手电商的复购率由2018年的18%快速提升到2020年的65%。2019年GMV为596亿元，2020年实现3811.69亿元，同比增长539%。

图 62 快手信任电商机制



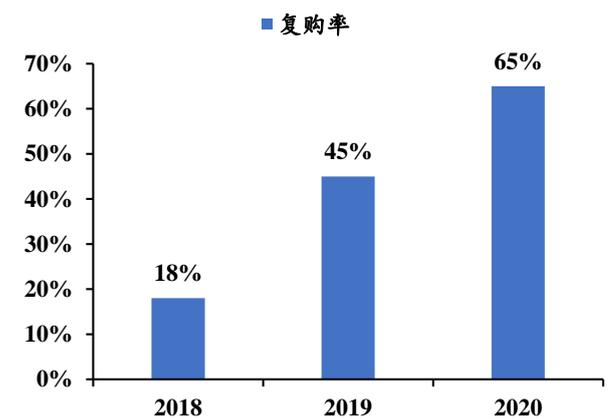
资料来源:《快手电商品牌商家经营白皮书》, 上海证券研究所

图 63 2019-2020 年快手电商 GMV (亿元)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 64 2018-2020 年快手平台复购率



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

扶持中腰部主播，构建多元生态。快手六大家族的粉丝总量超过了8亿，其中辛巴家族带货能力最强，在快手直播带货的TOP10榜单中，辛巴家族占据了四席位。平台为构建多元生态，

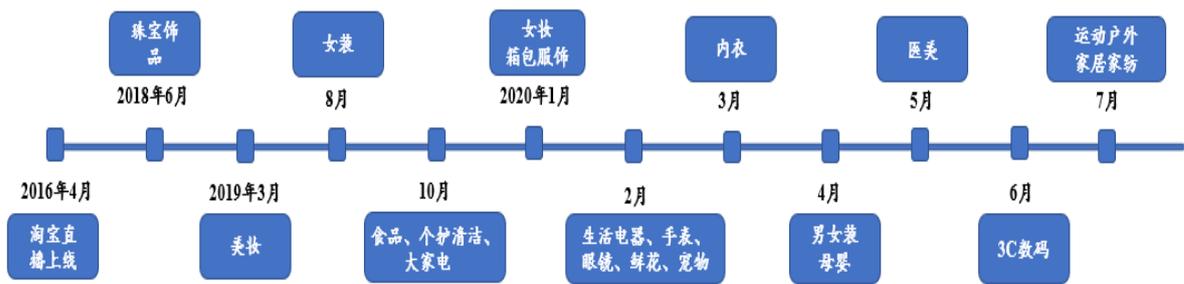
请务必阅读尾页重要声明

削弱头部的马太效应，早于 20 年即提出“去家族化”策略，进而大力扶持中腰部达人和中小商家，助力其以更公平的方式获得影响力。纵观榜单，已出现了贺冬冬、瑜大公子等非家族主播，预计未来平台将进一步打通公私域流量，打造更健康、多元化生态。

（三）点淘：货架式电商，加快购物决策链路

海量商品实现全行业覆盖，助力 GMV 快速增长。淘宝为货架式电商，即为“人找货”，在直播场景下，加快消费者购物决策链路，据艾瑞咨询，直播下单转化率是传统图文模式的近 9 倍。自 2016 年淘宝直播上线以来，即取得飞速发展，从 2018 年约为 1000 亿 GMV 增长到 2020 年超 4000 亿元 GMV，每年实现翻倍增长。根据《2020 淘宝直播新经济报告》淘宝直播已经覆盖了所有行业与大部分品类，依赖于淘系强大的供应链能力及完整的电商服务体系。

图 65 近年淘宝直播新增品类



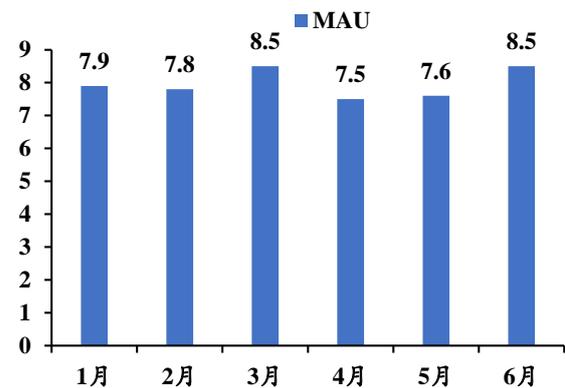
资料来源：《2020 淘宝直播新经济报告》，上海证券研究所

图 66 2019-2020 年淘宝直播 GMV (亿元) 及增速



资料来源：淘宝直播年度报告，上海证券研究所

图 67 2021 年 1-6 月淘宝 MAU (亿人)



资料来源：易观千帆，上海证券研究所

表 14 图文、短视频、直播对比

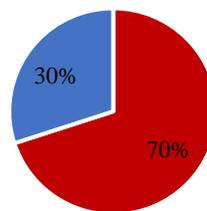
内容形式	UV→下单转化率 (与决策成本成反比)	退货率 (与购后成本成正比)
图文	≈0.5%	≈5%
短视频	≈1.5%	≈30%
直播	≈4.3%	≈31%

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

点淘头部主播效应显著，但店铺自播占比逐渐提高。淘宝直播早期积极打造红人主播，通过头部主播加强市场宣传效应，目前逐渐将焦点转向店铺自播，服务于平台商家。据毕马威数据显示，2020 年上半年，淘宝直播中店播占比近 70%，远高于全平台店播占比。据亿邦动力数据，在双十一预售的第一周，淘宝直播成交额破千万的直播间共有 165 个，其中店播自播占比近 9 成。9 个品牌的直播间成交额已经过亿，134 个品牌直播间成交额超千万，远超去年预售同期。今年双 11 淘宝直播平台共有超 10 万个品牌在自播间与消费者互动，其中 43 个品牌自播间成交额超 1 亿元，510 个自播间超千万元。

图 68 2020 年 H1 淘系店播占比

■ 商家自播 ■ 达人直播



资料来源：阿里研究院，毕马威，上海证券研究所

3.3.3 店铺自播成新风向，去中心化成新趋势

品牌商重视私域流量，店铺自播成新趋势。达人主播具有专业性、强 IP 属性及高转化率，能为商家带来短期流量转换，在早期成为直播电商的主要业态。因头部达人主播具有较高的坑位费和退货率，品牌商从 2019 年开始探索自播模式。店铺自播实现商

家和客户的即时互动，为客户提供更详细的产品介绍，有效降低销售商品的退货率，获得消费者忠诚度及粘性。偏常态化的店播或将获得更可控的成本投入及稳定收益，近年占比逐渐上升。据艾瑞咨询，2020 年的品牌商自播占比为 32%，预计 2023 年占比将接近 50%。

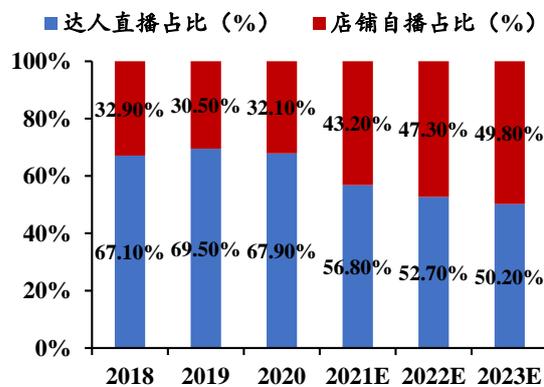
去中心化成新趋势，品牌直播常态化，有利于提高品牌商 GMV 及盈利能力。据官方数据，2021 年 618 期间天猫商家超 90% 的新品牌开启直播，456 个新品牌销售额录得细分行业的 TOP1，店播已成为新品牌增长的重要驱动力。据星图数据，2021 年双 11 期间，店铺自播销售额同比增长 91.5%，增速高于达人直播的 85.1%。分平台来看，据飞瓜数据，今年双十一抖音品牌自播 GMV 同比增长 14 倍。截至 2021H1，抖音及快手店播 GMV 均占比约为 30%。随着直播流量红利减弱，直播电商运营趋向精细化与私域化，品牌商积极打造私域生态，提升用户粘性、复购率与客单价，共同完善直播行业生态圈。

表 15 达人主播和店铺自播模式对比

	达人主播	店铺自播
合作形式	短期合作、频次低。是否保证销售额，以及上播时间与顺序的主导权视不同情况而定。	商家与店播代运营机构长期合作。以季度/半年度/年度频率合作，全年常态化直播。
费用	高坑位费、低销售佣金，一般收费高于店播	一是按场次收固定服务费+销售佣金；另一个是按小时收费。一般单场收费低于达人播。
效果	转化率高、退货率高	转化率低、退货率低
投入产出比 ROI	略低于店铺自播（高坑位费，低佣金）	略高于达人主播（低服务费，高佣金）

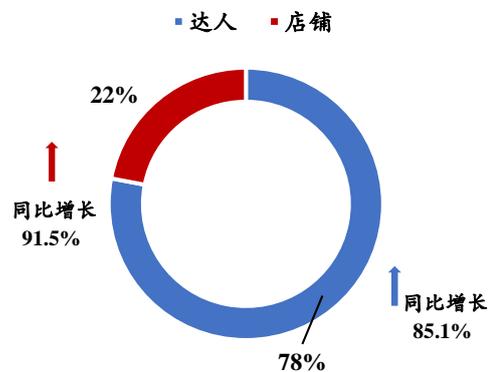
资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 69 店播在直播电商的占比逐年提高



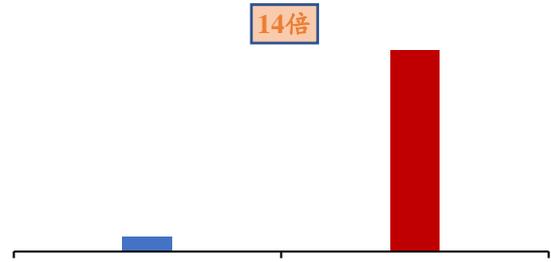
资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 70 2021 年双十一店播高速增长



资料来源：星图数据，上海证券研究所

图 71 2021 年双十一抖音店播 GMV 同比增长 14 倍



资料来源：飞瓜数据，上海证券研究所

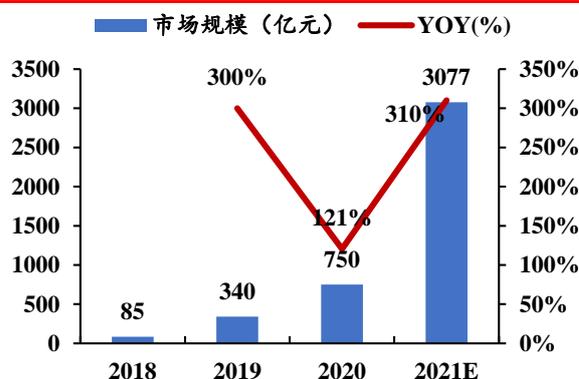
3.4 社区团购：大浪淘沙，马太效应渐强

3.4.1 社区团购关键词“优惠+预售+次日达+自提+下沉”

社区团购强调更省钱、更下沉、次日达、需自提等。2020 年下半年，新业态应运而生，随着消费者生活习惯转变以及新模式日渐完善，市场渗透率及行业规模不断提升。根据网经社“电数宝”电商大数据，2020 年中国社区团购市场交易规模为 750 亿元，同比增长 120.58%，预计 2021 年将达到 3077.5 亿元，增速高达 310.33%。

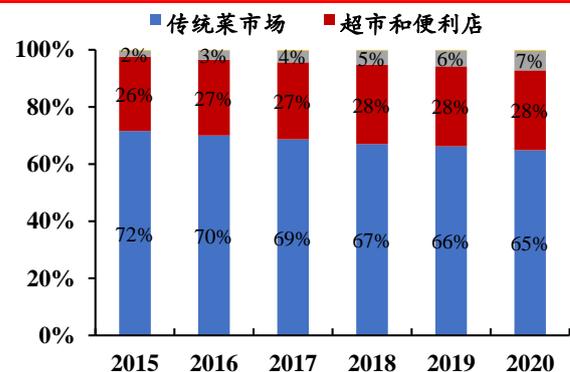
生鲜作为流量产品，是供应链的第一大核心品类。针对万亿级的生鲜市场，因生鲜品保鲜难和实效性要求过高等特点，2020 年生鲜渠道仍以传统农贸市场和超市便利店为主，电商渠道占比仅为 7%。随着电商渠道经历传统 B2C 模式、O2O 模式、仓店一体模式到现在前置仓和社区团购双模式并存的演变，电商渠道在生鲜市场的渗透率有望随着模式不断成熟而进一步提高。

图 72 中国社区团购市场规模及增速



资料来源：网经社“电数宝”电商大数据，上海证券研究所

图 73 中国生鲜品类电商销售渠道占比逐年提高



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所

对标前置仓模式，社区团购价格更优。前置仓模式是在靠近社区的城区里布置多个前置仓，平台系统根据用户下单的情况给相应的前置仓传达发送通知发货的指令，再安排骑手一小时内送到。社区团购是用户在平台下单后，网格仓按团分拣商品并配送到团长，用户第二天到团长处自提商品。两种模式最本质的区别是履约成本不同，使得同一商品在前置仓的价格明显高于社区团购，究其原因是供应链及仓储模式不同所致。

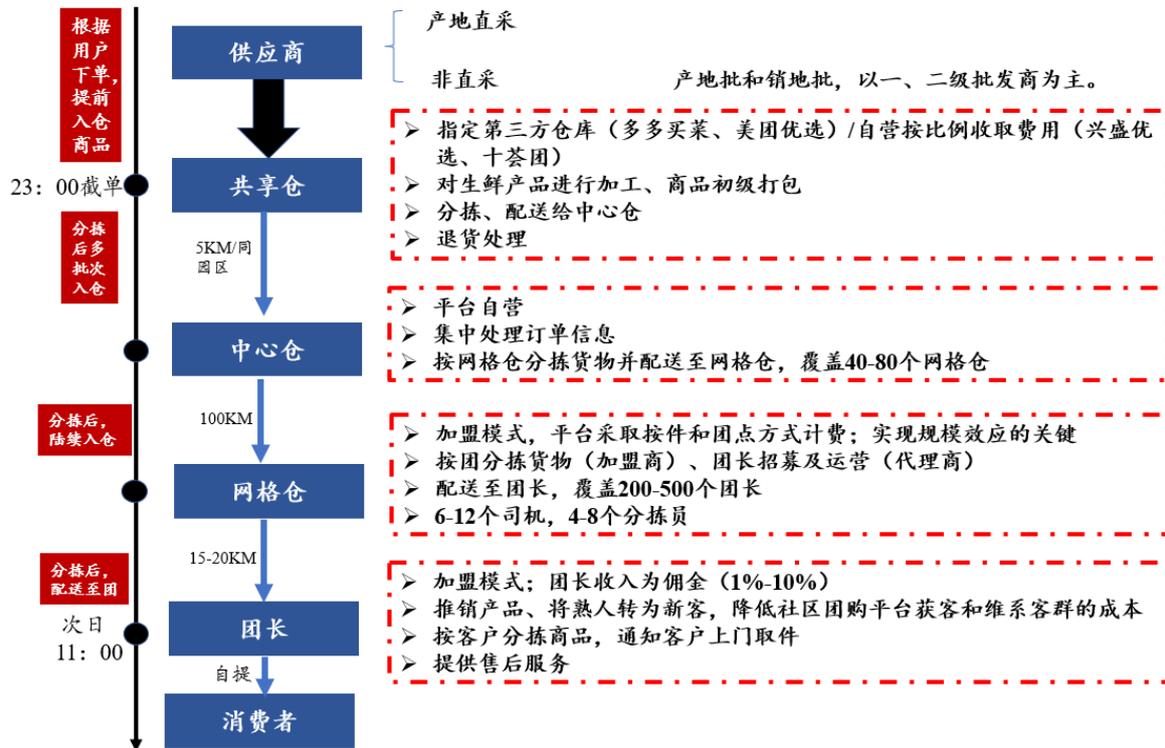
- **从 SKU 角度来看**，前置仓提供的是高品质商品，采用产地直采的形式，因此平台要承担运输存活风险；而社区团购是代销模式，部分风险转嫁至上游供货商。从品类上看，社区团购的生鲜品比例约为 1/3，而前置仓生鲜比例大于 1/2，生鲜品易损耗的属性又增加了前置仓的风险。
- **从仓储模式来看**，前置仓的仓储选址在城区，租金高且密集，社区团购的三仓模式下，中心仓由平台自运营，共享仓和网格仓由外包公司代运营，仓储成本低于前置仓。
- **从履约成本来看**，前置仓模式“最后一公里”骑手即时配送上门增加了物流费用。就履约费用率而言，社区团购平台 10% 左右的履约费用率远低于前置仓平台，据各公司披露，2021Q3 每日优鲜履约费用率为 30%，叮咚买菜为 37%；就履约金额而言，社区团购模式下平均履约费用约 1 元/件，远低于前置仓模式约 20 元的单件履约费用。低成本带来低单价，高性价比是消费者留存及复购的关键引擎。

表 16 前置仓模式与社区团购对比

	前置仓模式	社区团购
代表性企业	叮咚买菜、每日优鲜	多多买菜、美团优选
城市布局	一二线城市为主	一二三四五线城市
覆盖范围	1-3 公里	500 米-1 公里
配送方式	“最后一公里”骑手送货	用户自提
配送时间	30 分钟-1 小时	1-2 天
优势	1、品类齐全，可精准挖掘消费者需求 2、产品质量较高，配送时效较快	1、履约成本低于其他模式，商品价格更低 2、库存压力转移至供应商，减少存货风险
劣势	供应链、仓储、履约成本较高	SKU 种类较少，配送时效较慢

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 74 社团团购仓配链流程

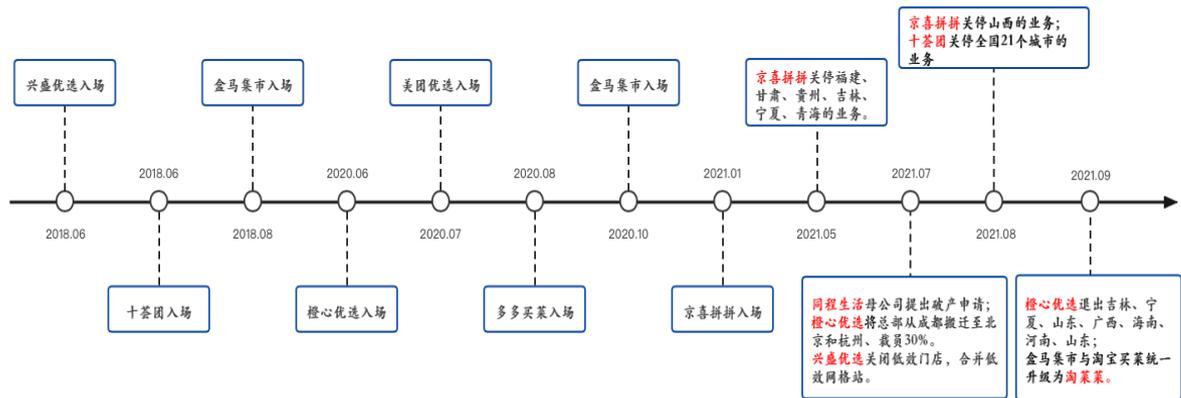


资料来源: 发网、蔬东坡、澎湃、亿邦动力、棱镜, 上海证券研究所

3.4.2 大浪淘沙, 竞争格局优化, 行业集中度逐渐提升

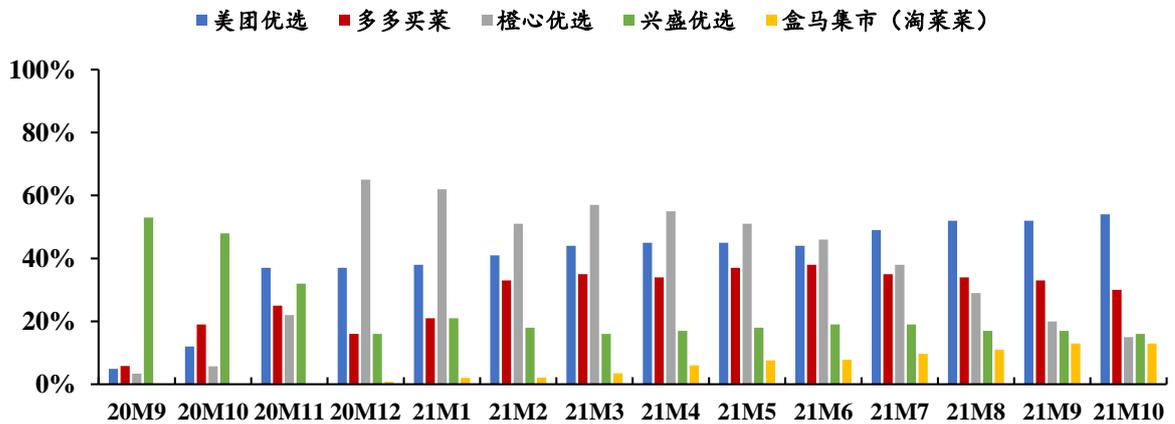
面临政策、季节和履约问题等一系列挑战, 社区团购行业开启淘汰赛。从2021年5月份开始, “老三团” 兴盛优选、十荟团、同程生活以及“新三团” 中的橙心优选都开始相继收缩业务规模, 其中行业先行者兴盛优选停止扩张的步伐并关闭低效率门店, 中小平台收缩出清将促进竞争格局优化。多多买菜和美团优选两大巨头保持领先, 今年三季度起, 多多买菜分拆网格仓加强布局密度, 继续发力渗透下沉市场; 美团优选进行组织架构优化, 推行仓配 5.0 模式。阿里系整合资源努力赶超, 行业集中度趋于上升, 未来或形成三足鼎立局面。

图 75 社区团购行业变迁



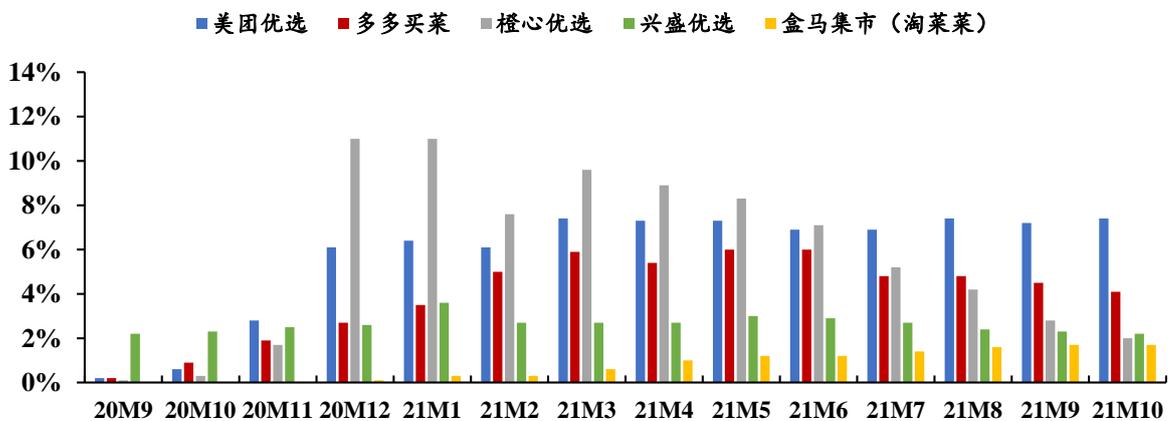
资料来源：各公司公告，联商网，亿邦动力网，上海证券研究所

图 76 社区团购各平台市占率对比



资料来源：久谦咨询，上海证券研究所

图 77 社区团购各平台渗透率对比



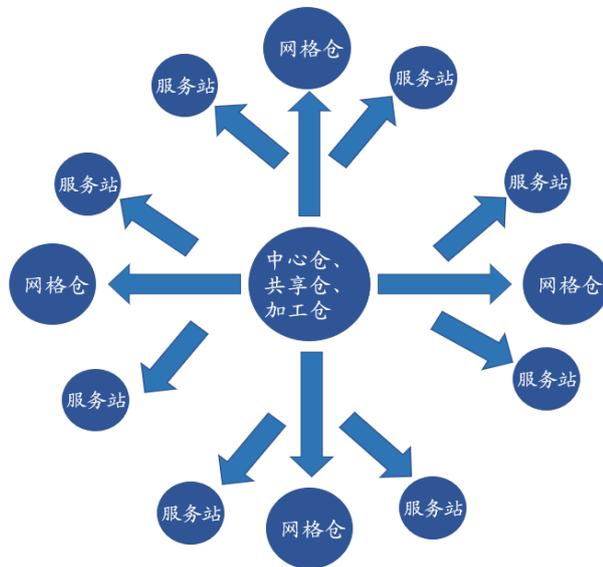
资料来源：久谦咨询，上海证券研究所

(一) 多多买菜：低价策略，流量灌溉

多多买菜沿袭了拼多多的策略，主打低价，流量灌溉。依靠主站的流量优势以及成熟的商品合作渠道，拼多多单量保持稳定增长，每日单量约 3000 万件。公司不断优化履约体系，通过中心仓合并进而提高供应链管控能力，网格仓分拆成多个服务站进而攻占下沉市场，提高辐射力和覆盖率。

- **价格最优**，多多买菜坚持低价策略，公司向多家供应商就同品类询价，最终选择价格最低者上架，压缩成本从而降低产品终端价格。据调研信息，现阶段多多买菜每件均价 8-10 元，低于美团优选 7-12 元的件均价，符合下沉市场目标客群的消费偏好。
- **流量优势**，从流量级上看，2021 年第三季度拼多多 MAU 为 8.67 亿，领先于美团的 6.68 亿元，主站流量池更大。从流量匹配度上，拼多多主站用户群和社区团购业务重合度较高，均为三线及以下的低线市场。此外，拼多多专注于用主站流量直接向社区团购引流，主站 APP 对于多多买菜的引流位包括首页推广位、多多果园、多多爱消除等。

图 78 多多买菜履约环节示意图



资料来源：调研，上海证券研究所

(二) 美团优选：模式持续升级，大仓合并+集中统采

美团优选在集团内部战略地位高，依靠“本地生活”的优势，执行精细化管理，由总部制定策略，地方负责执行。在补贴停滞、竞争力缺乏的情况下，进一步扩大了地域覆盖，并加深了对低线市场的渗透。此外，公司重心在于供应链体系优化及冷链功能强化。

- **品质优先：**美团优选的客户群体画像以城市年轻职场人为主，看重产品品质与综合体验。美团兼顾成本与质量，采用多指标采购筛选模式，对品控要求较高，满足客群需求。
- **模式升级：**不断进行模式优化升级是美团优选稳健发展的重要保证。2021年，公司推进中心仓合并提高仓配效率，单量集中，优化物流，统一管理，为将来总部统采做铺垫。为了应对夏季高温，公司在全国范围内升级了冷链物流，确保配送产品的新鲜度。

(三) 淘菜菜：品质优先，重用户体验

阿里于2021年3月成立MMC事业群，8月调整组织架构并与十荟团进行区域整合，9月宣布整合“盒马集市”和“淘宝买菜”，推出其社区电商核心品牌“淘菜菜”，借助阿里巴巴集团丰富资源赋能，有望成为行业“第三极”。

- **品质优先：**淘菜菜的产品定位以中高端人群为主，其宣传片聚焦了城市里的中老年人群，“会生活，淘菜菜”的口号精确锚定了“会生活”的高品质需求。基于阿里生态资源，淘菜菜商品池里汇聚了全国和全球100多万个SKU，包括数字农业的水果，盒马的海鲜，大润发的百货，还有天猫国际的进口商品等。
- **用户体验：**淘菜菜传承了阿里2B零售通衣钵，最终覆盖数百万小店，构建社区“一刻钟便民惠民智慧社区生活圈”，还协同菜鸟驿站、饿了么等业务，为小店提供“一店多能”的柔性定制，一间夫妻店可以涵盖果蔬店、百货店、直播间、充值站、快递站和工艺角等功能区，全方位提升用户体验。

政策监管趋严，社区团购补贴放缓，市场加速出清，行业趋于良性发展。各平台更加聚焦于供应链及基础设施优化完善，履约链路精细化经营，软件算法辅助降低管理成本。降本提效，提升产品力及服务力是行业长青的关键。

四、2022 年度投资策略：三条投资主线

未来十二个月内，维持零售行业“增持”评级

投资主线一：黄金珠宝延续了年初以来的强劲复苏态势与高景气度，我们持续推荐周大生，建议关注周大福、老凤祥。专业连锁便利店加密展店提供便捷性，叠加业务模式拓展共同抵御新业态冲击，建议关注红旗连锁；传统新零售领域，仓储会员业态方兴未艾，建议关注积极布局仓储店业态的盒马（阿里巴巴）、永辉超市。

投资主线二：电商新零售领域，直播及店铺自播快速发展，建议关注抖音电商、阿里巴巴；社区团购大浪淘沙，马太效应渐强，建议关注美团、拼多多。

投资主线三：共同富裕背景叠加流量见顶现状，互联网企业竞争白热化，建议关注监管风险小，以零售为王重履约效率，以供应链优势高筑护城河的京东集团。

五、风险提示

(1) **疫情反复风险：**海外疫情出现高传染性变异株，新冠病毒不断变异，国内多地疫情反弹，可能导致居民消费信心下降，影响零售行业的经营恢复。

(2) **宏观经济复苏不及预期：**若国内宏观经济增速放缓、消费景气度下降，零售行业经营或受承压。

(3) **市场政策监管风险：**市场政策监管趋严，一系列监管政策和惩罚措施可能给企业后续发展带来不确定性。

(4) **市场竞争加剧：**若行业竞争加剧，可能对企业拓展空间及业绩增长造成压力。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

请务必阅读尾页重要声明