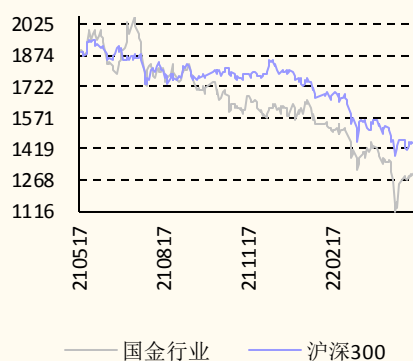


## 市场数据(人民币)

|           |       |
|-----------|-------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金电商指数    | 1304  |
| 沪深300指数   | 3957  |
| 上证指数      | 3074  |
| 深证成指      | 11093 |
| 中小板综指     | 11210 |



## 相关报告

- 1.《疫情下社零增速回落，电商团购冰火两重天-3月社零点评》，2022.4.18
- 2.《数商兴农，下沉市场零售数字化趋势探讨-电商行业深度报告》，2022.3.31
- 3.《社零春节回暖，线上消费关注疫情和大促催化-1-2月社零点评》，2022.3.16
- 4.《迁徙强于去年，厨电/速食菜高景气-春节专题》，2022.1.22
- 5.《社零增速低于预期，“家”场景需求高景气-12月社零点评》，2022.1.18

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**廖馨瑶** 联系人  
liaoxinyao@gjzq.com.cn

## 疫情短期冲击消费，运力压制线上需求释放 —4月社零点评

### 行业观点

一、疫情：团购及生鲜电商持续高活跃，电商增速走弱

■ **团购及生鲜电商：活跃度相比三月仍有提升，持续处于高位，为消费释放的主要渠道。**微信生态中，快团团、群接龙的小程序4月DAU同比增速均有显著拉升，分别为442%、207%。生鲜电商4月DAU平均同比增速在电子商务各细分品类中位列第一，盒马DAU同比160%，环比27%，叮咚买菜DAU同比143%，环比73%。

■ **综合电商：受运力影响，活跃度和GMV增速均走弱。**4月淘宝DAU同比11%，环比-6.9%；京东DAU同比44%，环比-9.2%，拼多多DAU同比14%，环比-15%，活跃度均弱于3月。综合电商平台GMV增速放缓仍受运力压制，4月天猫增速-20%，京东增速-9%，拼多多-6%，抖音153%。受供需关系的变化影响，电商平台如拼多多的补贴投放适度减少。品类景气度来看，各品类增速表现均弱于3月。

■ **运力：政策端积极推进链条上各环节复工复产，当前快递履约压力仍在。**顺丰单量环比-14%，京东物流单量环比-11%，菜鸟网络快递单量环比-18%。公路运输方面，截至5/11全国整车货运流量约为去年同期的80%，但受疫情影响的区域公路物资的运输强度较弱，上海整车货运流量约为去年同期的20%，北京约为去年同期的50%。持续关注物流运输在未来两周的恢复，5月底电商618大促即将开启预售，物流或影响大促节点消费者需求的释放。

■ **本周起多项政策积极推动复工复产，复商复市。**5月16日起上海分阶段推进复商复市。同日上海市邮政局发布快递业第二批复工复产“白名单”企业，在快递业第一批复工复产“白名单”的21家企业基础上，新增7家企业。截至5/15，全市运营商业网点从1400个增至10625个，日配送订单恢复至500万份。5/22起地面公交和轨道交通逐步恢复运营。

二、社会零售：疫情下消费短期承压，刚需品需求高

■ 四月消费受疫情扰动短期持续承压，1-4月整体表现与2021年基本持平，同比-0.17%，4月社会消费品零售同比-11.07%（前值-3.53%）。消费者信心短期回落，疫情期间居民外出购物、就餐减少，非生活必需类商品销售和餐饮业受到明显冲击。

■ 分行业看，居民生活必需品囤货需求高，必选持续优于可选。4月饮料类、粮油食品、中西药品类保持增长，同比分别为6%/10%/7.9%。可选品类销售增速承压，金银珠宝类、化妆品类、服装鞋帽针织类商品零售同比-26.7%/-22.3%/-22.8%。线上渠道同样必选呈现出更高韧性，增速表现吃类（12.9%）>穿类（6.3%）>用类（1.7%）。

### 风险提示

■ 终端需求疲软，消费复苏不及预期；宏观经济不景气；行业竞争加剧等。

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、疫情：团购及生鲜电商持续高活跃，电商增速走弱       | 4  |
| 1.1 团购：团购小程序活跃度仍居高位            | 4  |
| 1.2 电商：生鲜电商热度持续，综合电商增速承压       | 5  |
| 1.3 运力：政策端鼓励积极恢复，公路运输在疫情地区局部走弱 | 7  |
| 二、社会零售：疫情下消费短期承压，刚需品需求高        | 9  |
| 三、风险提示                         | 16 |

## 图表目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 图表 1：上海疫情新增人数             | 4  |
| 图表 2：上海疫情累计感染人数           | 4  |
| 图表 3：快团团小程序 MAU 及增速       | 4  |
| 图表 4：快团团小程序 DAU 及增速       | 4  |
| 图表 5：群接龙小程序 MAU 及增速       | 4  |
| 图表 6：群接龙小程序 DAU 及增速       | 4  |
| 图表 7：电商 App 二级行业 DAU 同比增速 | 5  |
| 图表 8：盒马 App DAU 及增速       | 5  |
| 图表 9：叮咚买菜 App DAU 及增速     | 5  |
| 图表 10：淘宝 App DAU 及增速      | 6  |
| 图表 11：京东 App DAU 及增速      | 6  |
| 图表 12：天猫月度 GMV 及增速        | 6  |
| 图表 13：京东月度 GMV 及增速        | 6  |
| 图表 14：拼多多月度 GMV 及增速       | 6  |
| 图表 15：抖音月度 GMV 及增速        | 6  |
| 图表 16：电商线上各品类景气度          | 7  |
| 图表 17：顺丰物流单量              | 7  |
| 图表 18：京东物流单量              | 7  |
| 图表 19：菜鸟快递单量              | 8  |
| 图表 20：菜鸟快递物流单量增速          | 8  |
| 图表 21：整车物流指数_全国           | 8  |
| 图表 22：整车物流指数_上海           | 8  |
| 图表 23：整车物流指数_北京           | 9  |
| 图表 24：整车物流指数_江苏           | 9  |
| 图表 25：我国社会消费品零售总额当月值及增速   | 9  |
| 图表 26：我国社会消费品零售总额累计值及增速   | 10 |
| 图表 27：CPI 及 PPI 增速        | 10 |
| 图表 28：核心 CPI 及服务 CPI      | 10 |
| 图表 29：人均可支配收入累计值及增速       | 10 |

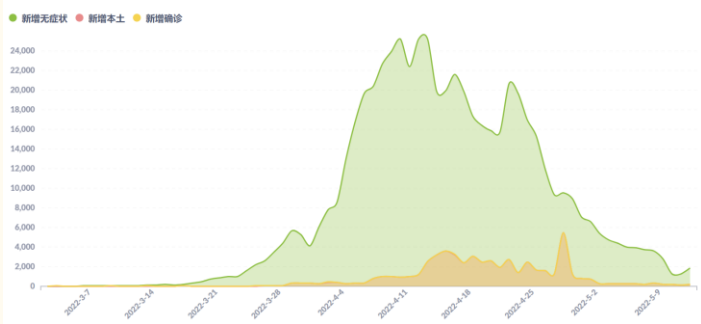
|   |    |
|---|----|
| 图表 30: 储蓄、消费、投资占比变化.....                | 11 |
| 图表 31: 消费者信心指数.....                     | 11 |
| 图表 32: 2022 年各省发放消费券情况梳理.....           | 11 |
| 图表 32: 限额以上各行业单位收入增速表现.....             | 12 |
| 图表 33: 限额以上各行业单位收入占比 (2022 年 4 月) ..... | 12 |
| 图表 34: 网上商品和服务零售当月值及增速.....             | 12 |
| 图表 35: 不同品类商品网上零售额累计增速.....             | 13 |
| 图表 36: 快递业务收入及增速.....                   | 13 |
| 图表 37: 快递业务量及增速.....                    | 13 |
| 图表 38: 餐饮社会零售当月值及增速.....                | 13 |
| 图表 39: 商品社会零售当月值及增速.....                | 14 |
| 图表 40: 城镇、乡村社零当月值及同比.....               | 14 |
| 图表 41: 城镇、农村居民收入及增速.....                | 14 |
| 图表 42: 城镇、乡村人口比例.....                   | 15 |
| 图表 43: 城镇、乡村社会零售额比例.....                | 15 |

## 一、疫情：团购及生鲜电商持续高活跃，电商增速走弱

### 1.1 团购：团购小程序活跃度仍居高位

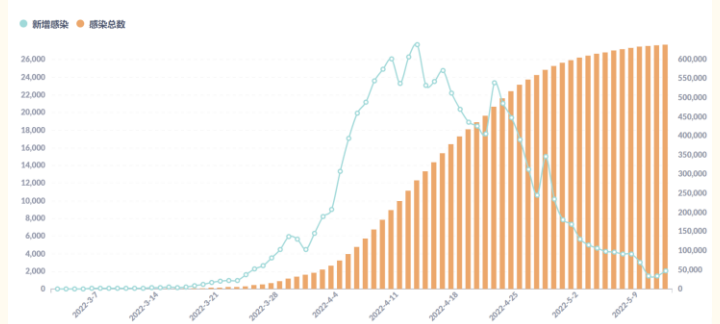
- 团购渠道在疫情期间需求仍处于高位。微信生态中，快团团、群接龙的小程序 4 月 DAU 同比增速均有显著拉升，分别为 442%、207%。活跃度相比三月仍有提升。

图表 1：上海疫情新增人数



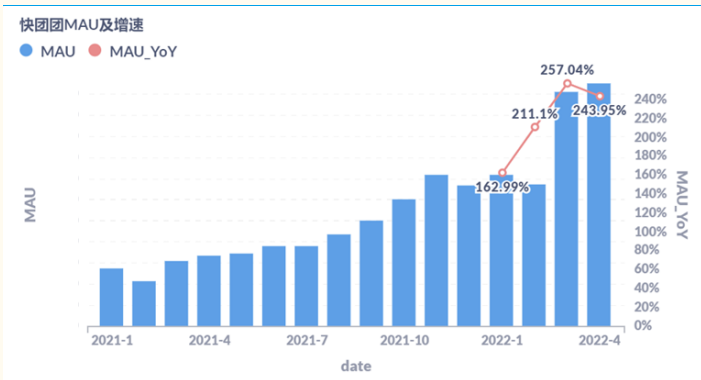
来源：卫健委，国金证券研究所

图表 2：上海疫情累计感染人数



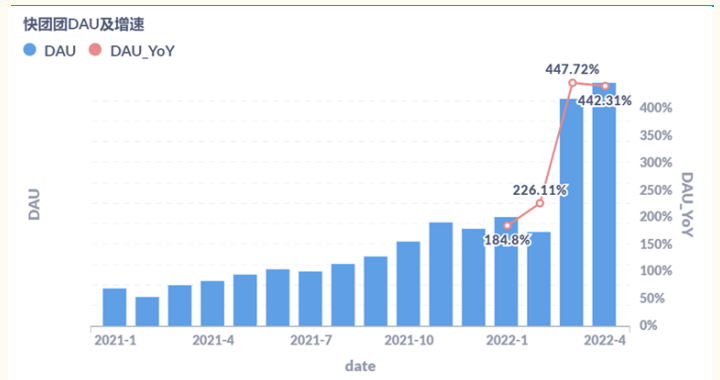
来源：卫健委，国金证券研究所

图表 3：快团团小程序 MAU 及增速



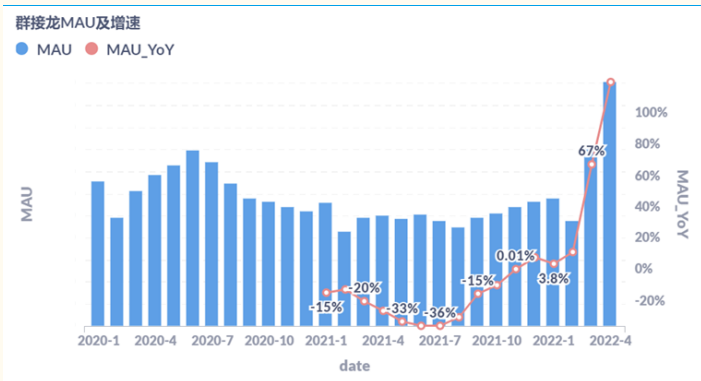
来源：国金证券研究所

图表 4：快团团小程序 DAU 及增速



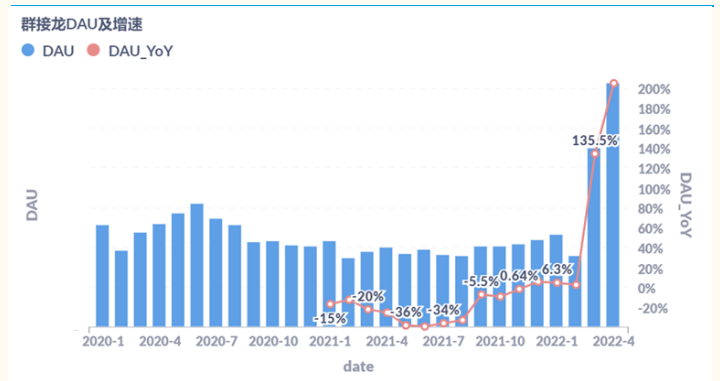
来源：国金证券研究所

图表 5：群接龙小程序 MAU 及增速



来源：国金证券研究所

图表 6：群接龙小程序 DAU 及增速

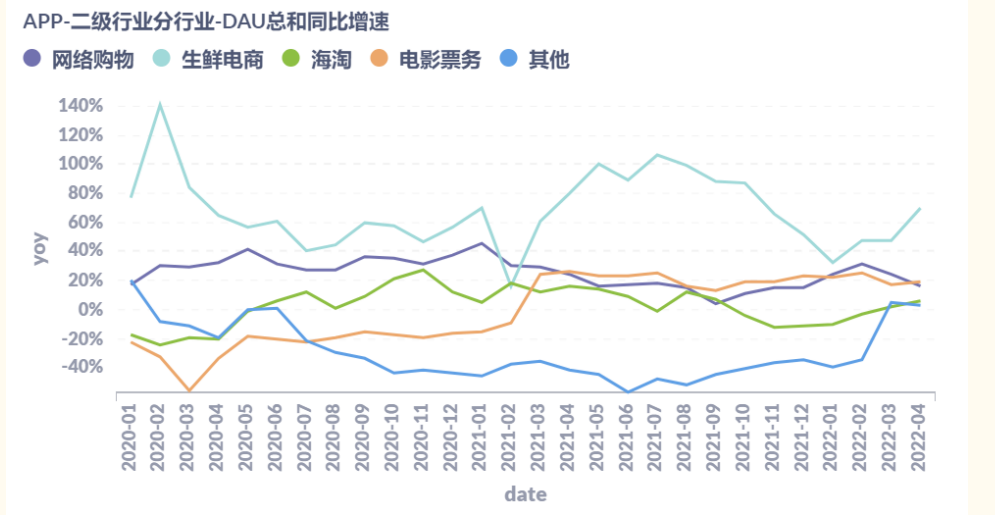


来源：国金证券研究所

### 1.2 电商：生鲜电商热度持续，综合电商增速承压

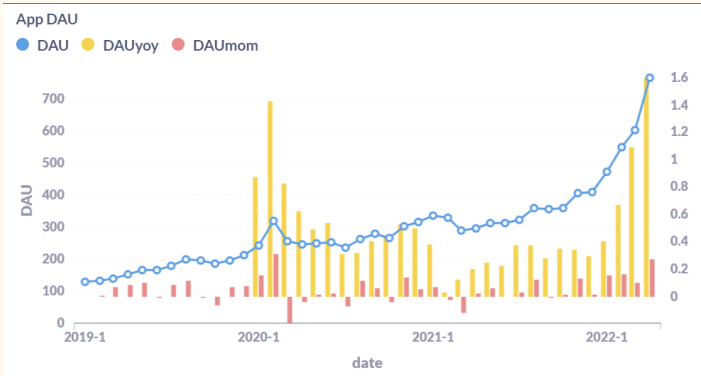
- 疫情期间，刚需消费向时效性更强的生鲜电商转移。生鲜电商 4 月 DAU 平均同比增速在电子商务各细分类目中位列第一，活跃度相比三月持续提升。盒马 DAU 同比 160%，环比 27%，叮咚买菜 DAU 同比 143%，环比 73%。

图表 7：电商 App 二级行业 DAU 同比增速



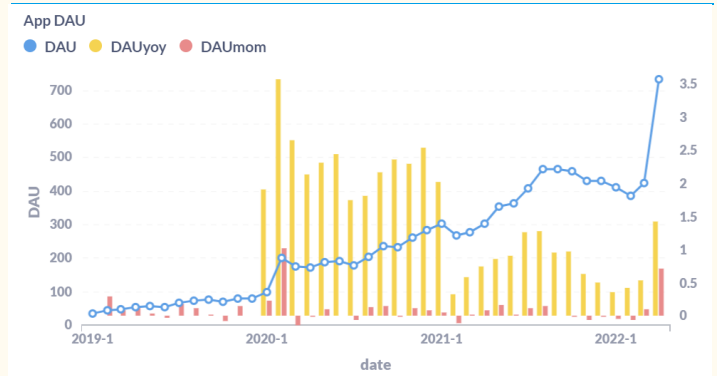
来源：国金证券研究所

图表 8：盒马 App DAU 及增速



来源：国金证券研究所

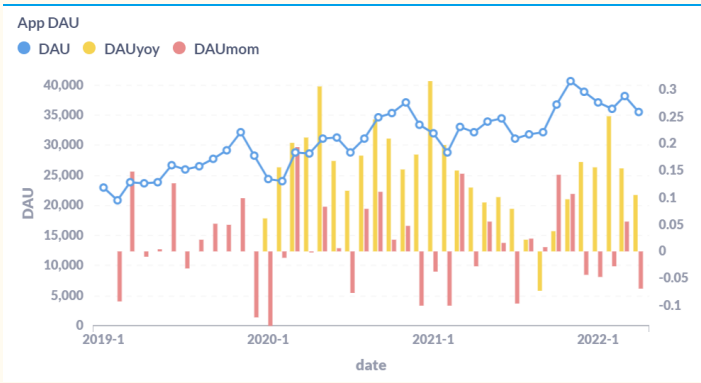
图表 9：叮咚买菜 App DAU 及增速



来源：国金证券研究所

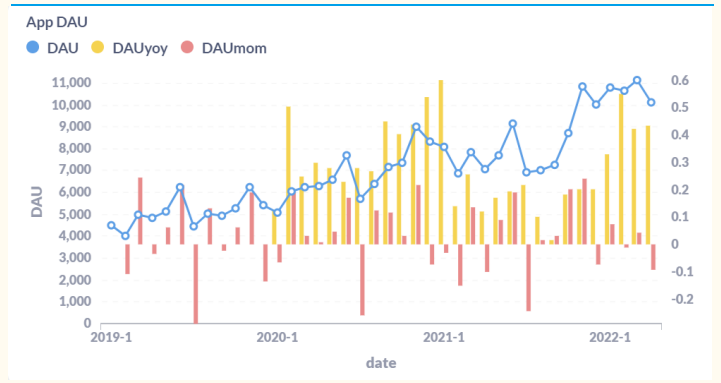
- 4 月电商平台活跃度和 GMV 增速均走弱，消费行为的释放承压。4 月淘宝 DAU 同比 11%，环比-6.9%；京东 DAU 同比 44%，环比-9.2%，拼多多 DAU 同比 14%，环比-15%，活跃度均弱于 3 月。综合电商平台 GMV 增速放缓，运力影响有所改善但运输恢复情况仍处于低位，消费者下单到货的时间面临更大不确定性，转化受到抑制。4 月天猫增速-20%，京东增速-9%，拼多多-6%，抖音 153%。受供需关系的变化影响，电商平台如拼多多的补贴投放适度减少。品类景气度来看，各品类增速表现均弱于 3 月。珠宝/3C/服饰/化妆品等可选品类景气度明显回落。5 月 15 日上午，上海市疫情防控工作新闻发布会提及将按照“有序放开、有限流动、有效管控、分类管理”原则，从 5 月 16 日起，分阶段推进复商复市。

图表 10: 淘宝 App DAU 及增速



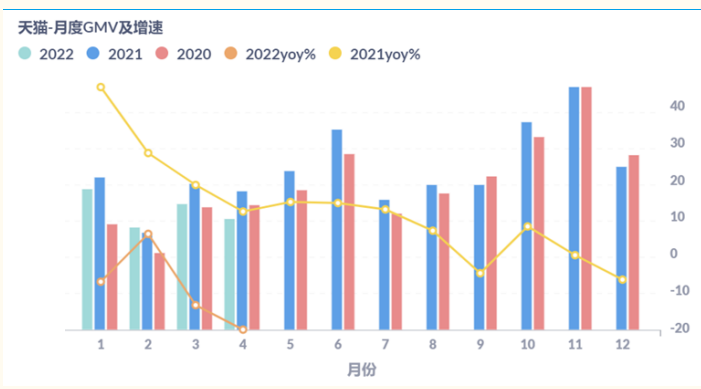
来源: 国金证券研究所

图表 11: 京东 App DAU 及增速



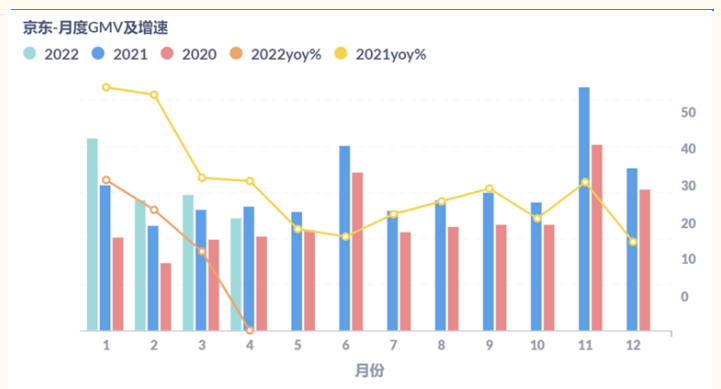
来源: 国金证券研究所

图表 12: 天猫月度 GMV 及增速



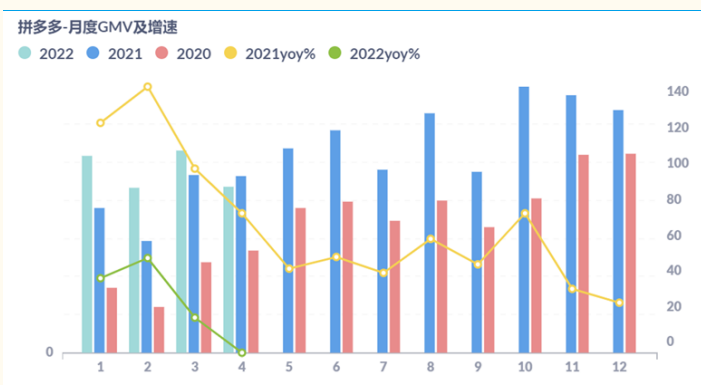
来源: 国金证券研究所

图表 13: 京东月度 GMV 及增速



来源: 国金证券研究所

图表 14: 拼多多月度 GMV 及增速



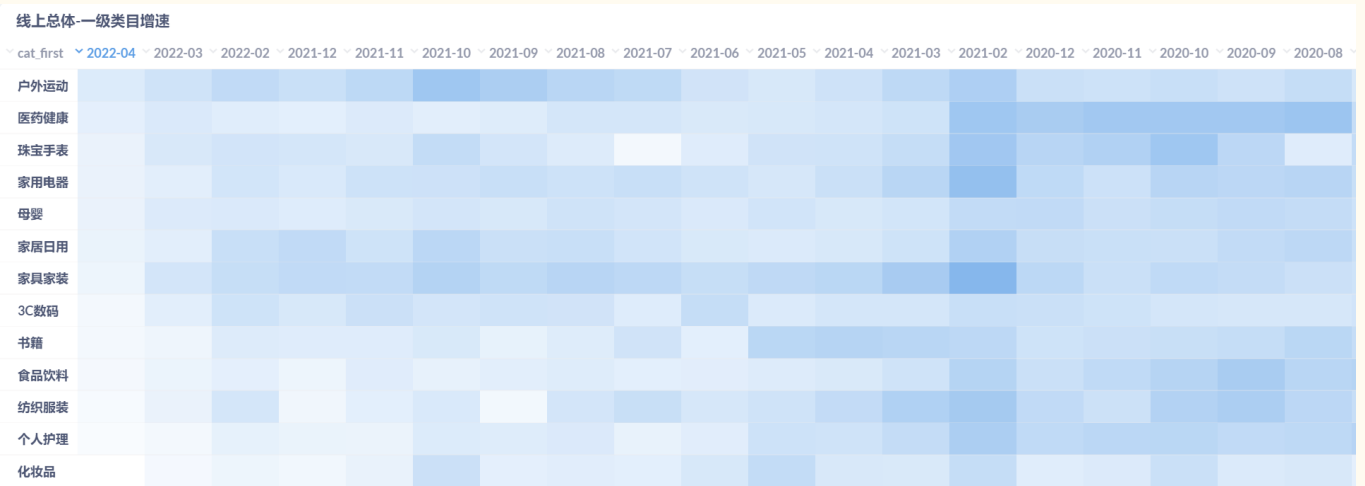
来源: 国金证券研究所

图表 15: 抖音月度 GMV 及增速



来源: 国金证券研究所

图表 16: 电商线上各品类景气度

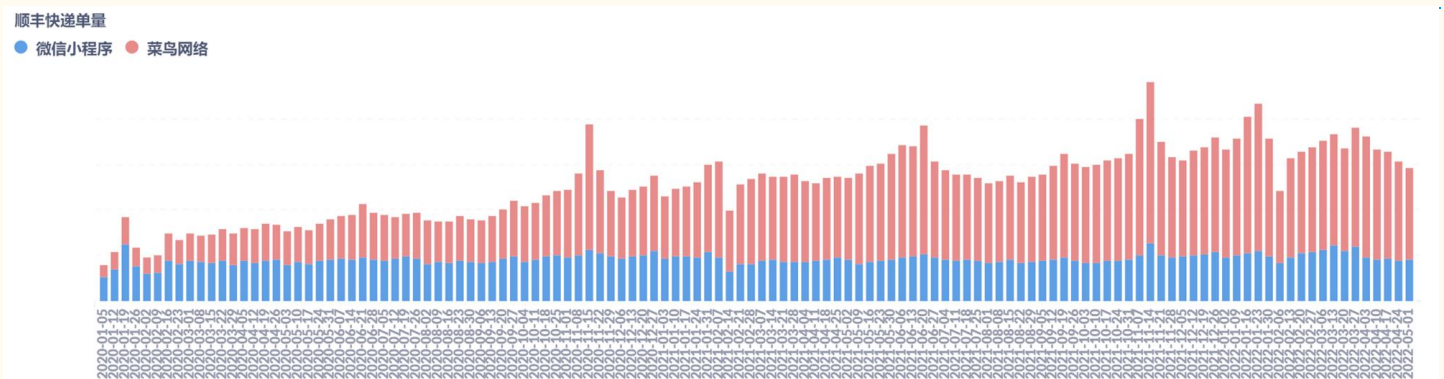


来源: 国金证券研究所

### 1.3 运力: 政策端鼓励积极恢复, 公路运输在疫情地区局部走弱

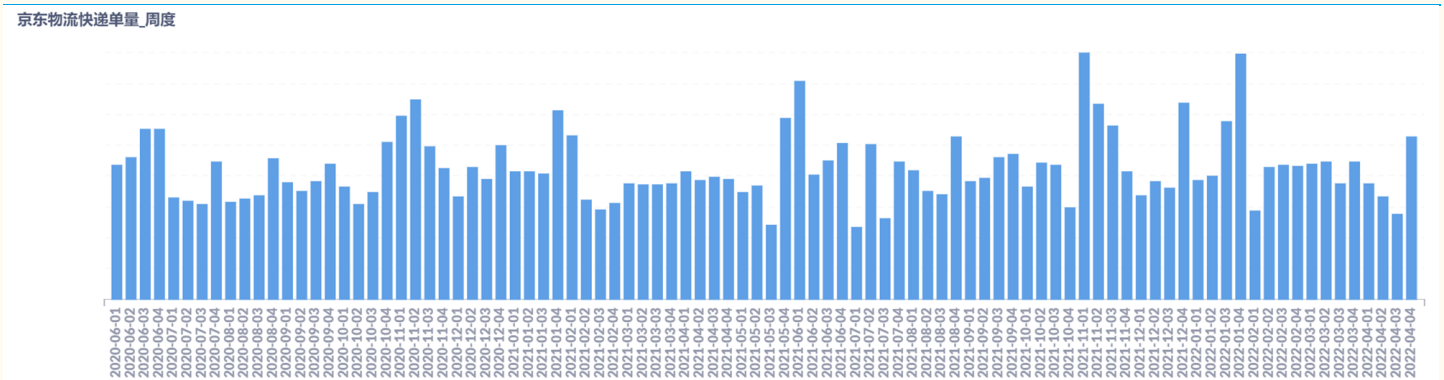
- 快递履约压力仍在, 制约线上消费需求的释放。顺丰单量同比 43%, 环比-14%。京东物流单量同比-5%, 环比-11%, 菜鸟网络快递单量同比-18%, 环比-18%。持续关注物流运输在未来两周的恢复, 5 月底电商 618 大促即将开启预售, 物流或影响大促节点消费者需求的释放。

图表 17: 顺丰物流单量



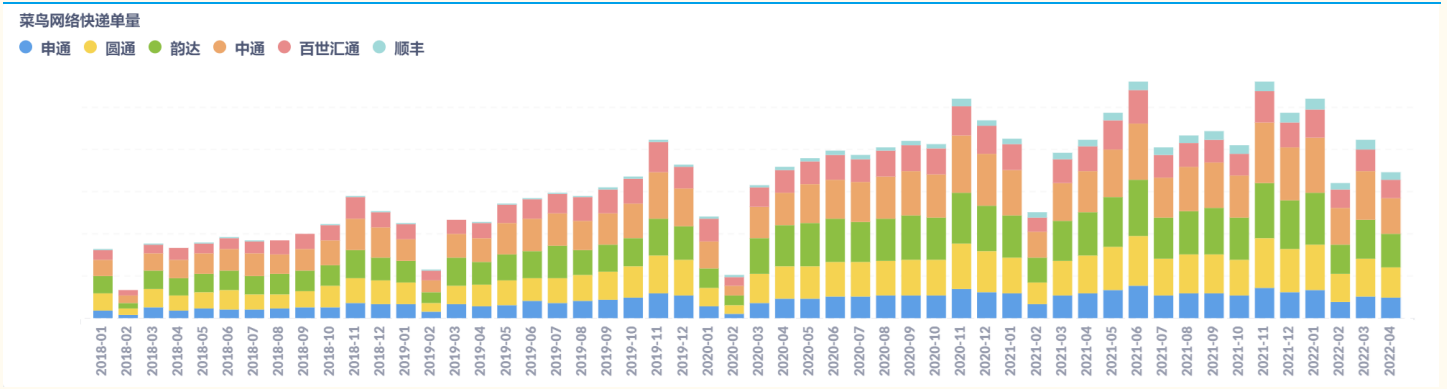
来源: 国金证券研究所

图表 18: 京东物流单量



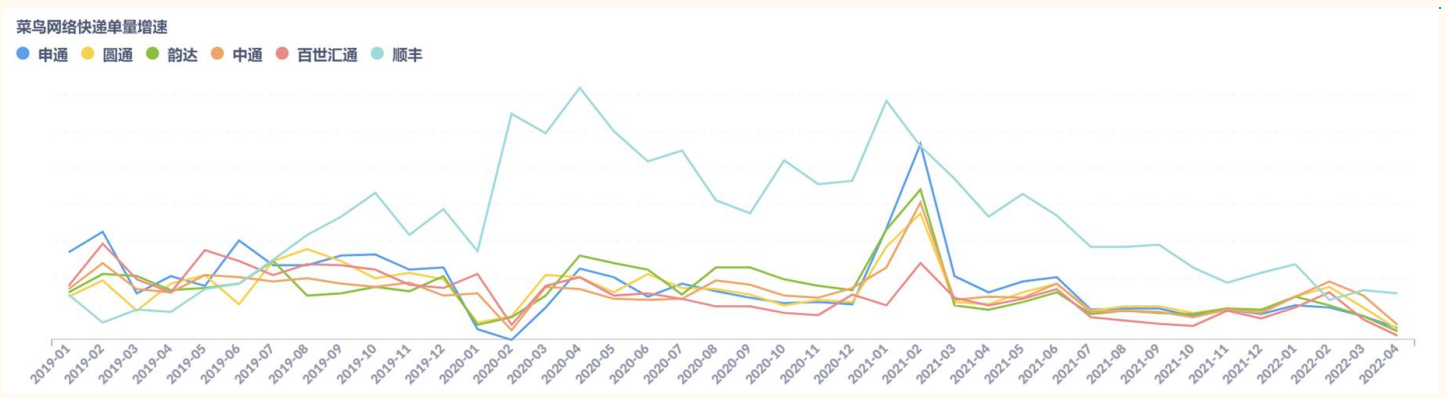
来源: 国金证券研究所

图表 19: 菜鸟快递单量



来源: 国金证券研究所

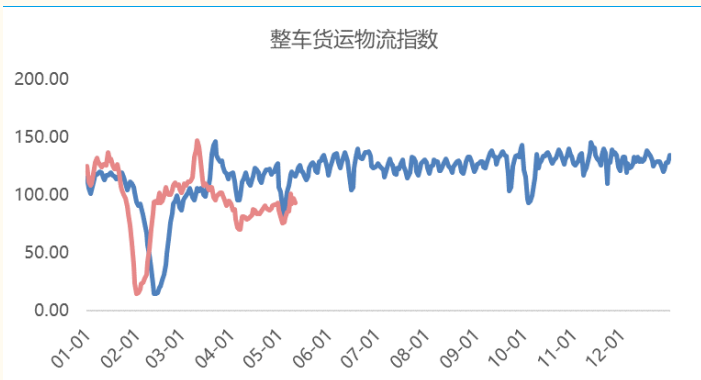
图表 20: 菜鸟快递物流单量增速



来源: 国金证券研究所

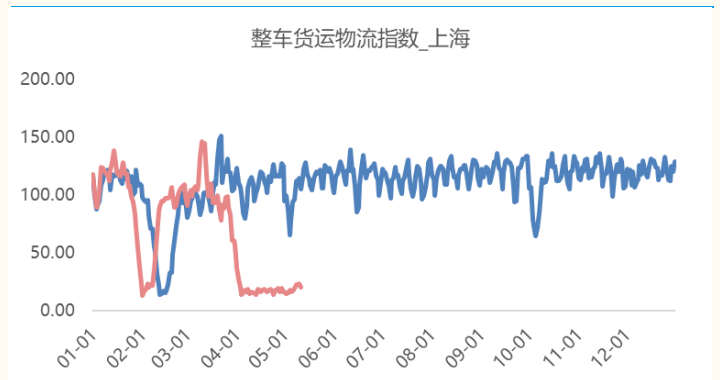
- 公路运输流量有所好转，受疫情影响区域强度较弱。整车货运流量指数的恢复仍处于低位，截至 5 月 11 日全国整车货运流量约为去年同期的 80%，但受疫情影响的区域公路物资的运输强度较弱，上海整车货运流量约为去年同期的 20%，北京整车货运流量约为去年同期的 50%。

图表 21: 整车物流指数 全国



来源: G7 物联, 国金证券研究所

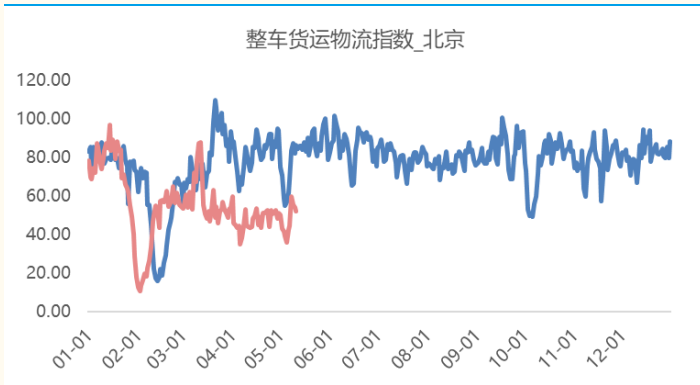
图表 22: 整车物流指数 上海



来源: G7 物联, 国金证券研究所

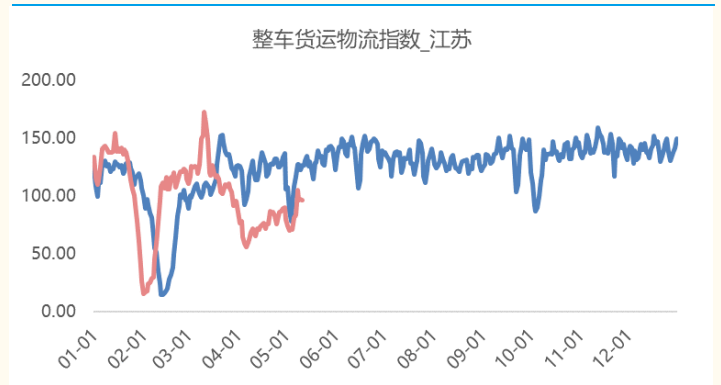


图表 23: 整车物流指数\_北京



来源: G7 物联, 国金证券研究所

图表 24: 整车物流指数\_江苏



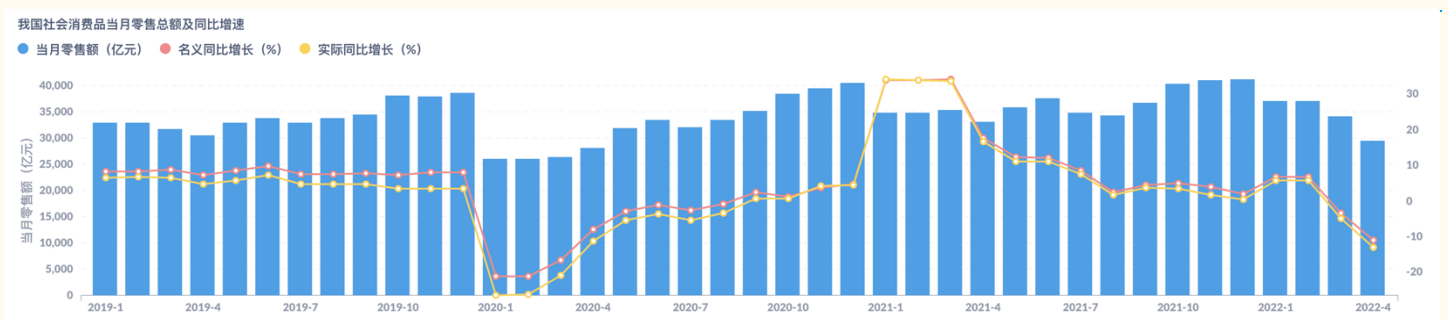
来源: G7 物联, 国金证券研究所

- 截至 5 月 12 日, 上海市行业揽收和投递业务量日均值均已达到 100 多万单, 因快递业复工复产涉及链条长, 已恢复到常态水平的 1/6。
- 本周起多项政策积极推动复工复产。5 月 16 日起, 上海分阶段推进复商复市。同日上海市邮政局发布快递业第二批复工复产“白名单”企业, 在 5 月 07 日发布的快递业第一批复工复产“白名单”的 21 家企业基础上, 新增 7 家企业。截至 5 月 15 日, 全市运营商业网点从 1400 个增至 10625 个, 日配送订单恢复至 500 万份。同时 5 月 22 日起, 地面公交和轨道交通逐步恢复运营。

## 二、社会零售: 疫情下消费短期承压, 刚需品需求高

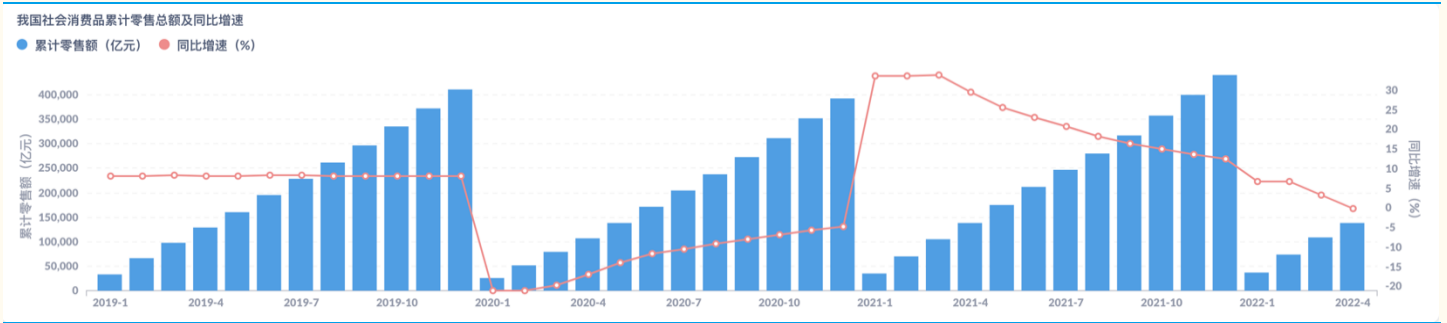
- 四月消费受疫情短期扰动持续承压, 1-4 月整体表现与 2021 年基本持平。2022 年 1-4 月社会消费品零售总额 138142 亿元, 同比-0.17% (前值 3.27%), 社会消费品零售总额规模与上年同期基本持平。4 月社会消费品零售总额 29483 亿元, 同比-11.07% (前值-3.53%)。

图表 25: 我国社会消费品零售总额当月值及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

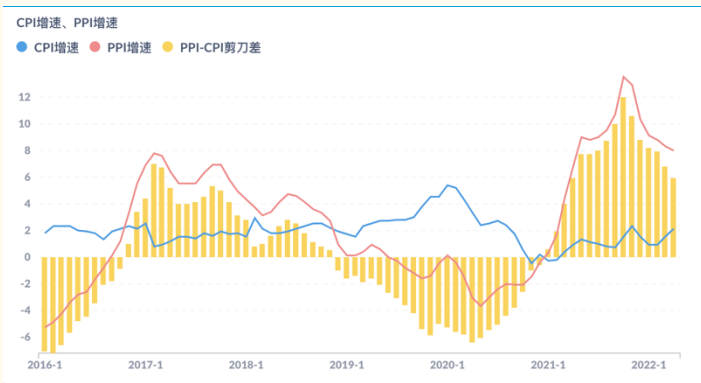
图表 26: 我国社会消费品零售总额累计值及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

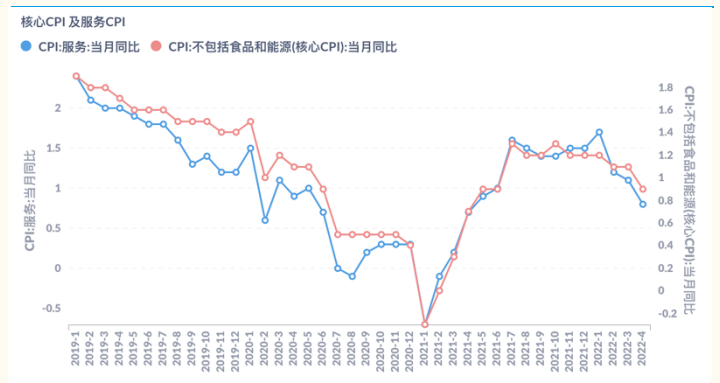
- 消费者信心短期回落, 消费者信心指数 113.2, 较去年同期同比下降 7.4%, 但自 2022 年起, 各地均有落实消费券发放等措施积极刺激消费。CPI 同比上涨 2.1 个百分点 (预期增长 2%, 上期增长 1.5%), PPI 同比上涨 8 个百分点 (预期增长 7.8%, 上期增长 8.3%), CPI-PPI 剪刀差降至 5.9 个百分点 (前值 6.8%)。其中, 核心 CPI 同比增速回落 0.2 个百分点至 0.9%, 服务 CPI 同比增长 0.8%, 较上月下跌 0.3 个百分点。

图表 27: CPI 及 PPI 增速



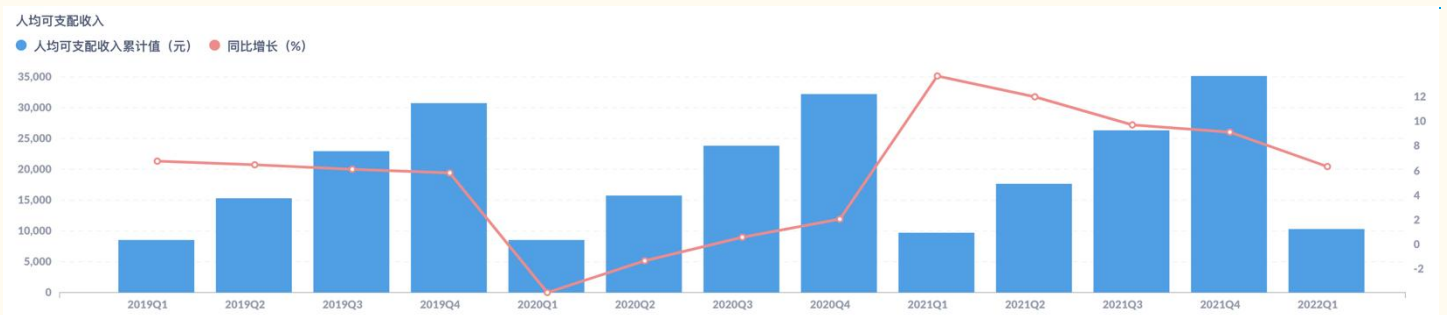
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 28: 核心 CPI 及服务 CPI



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

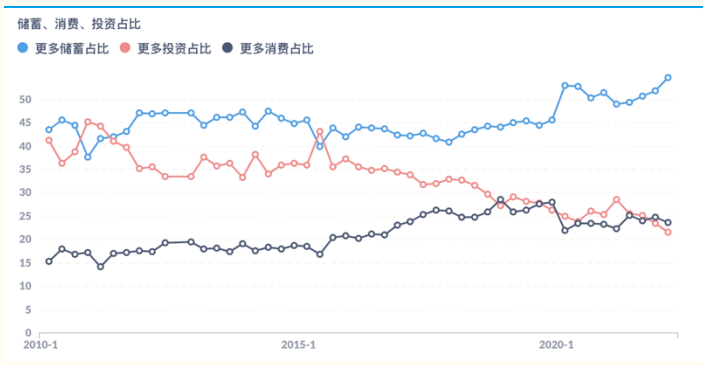
图表 29: 人均可支配收入累计值及增速



\*居民人均可支配收入的累计增长为扣除价格因素的实际增长

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 30: 储蓄、消费、投资占比变化



来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 31: 消费者信心指数



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 32: 2022 年各省发放消费券情况梳理

| 时间      | 发放地   | 发放对象          | 类型   | 消费券金额  |
|---------|-------|---------------|--|--------|
| 2022-01 | 河南漯河  | 市民            | 汽车消费券、家电消费券、餐饮消费券、家政消费券  | 2680万元 |
| 2022-02 | 云南昆明  | 位于昆明市的民众      | 餐饮消费券、加油消费券、其他通用消费券  | 1000万元 |
| 2022-02 | 陕西    | 位于陕西的消费者      | 汽车补贴电子消费券、家电家居家装电子消费券、餐饮电子消费券  | 9.39亿元 |
| 2022-02 | 浙江    | 全国民众          | 旅游现金消费券  | 1400万元 |
| 2022-03 | 湖北    | 全省民众          | 家电消费券 (由国美电器发放)  | 1000万元 |
| 2022-03 | 郑州    | 市民、参与活动的企业    | 家电消费券  | 3000万元 |
| 2022-04 | 珠海    | 珠海市居民和游客      | 零售消费券、餐饮消费券  | 5000万元 |
| 2022-04 | 云南    | 云南省及周边低风险省份游客 | 加油券 (1200万元)、文旅消费券 (800万元)   | 2000万元 |
| 2022-04 | 湖北    | 湖北省及周边低风险省份游客 | 文旅消费券  | 1亿元    |
| 2022-04 | 湖南长沙  | 所有市民          | 超市消费券、餐饮消费券、家电消费券、美容美发消费券、医疗保健消费券、母婴生活消费券                                  | 3000万元 |
| 2022-04 | 贵州    | 全国民众          | 文旅消费券  | 1000万元 |
| 2022-04 | 深圳    | 深圳消费者         | 购物消费券 (4亿元)、餐饮消费券 (6000万元)、旅游消费券 (1000万元)、数字人民币红包 (3000万元)                 | 5亿元    |
| 2022-04 | 福建福州  | 福州消费者         | 商旅消费券  | 1.2亿元  |
| 2022-04 | 福建    | 福建省居民         | 商旅消费券  | 4亿元    |
| 2022-04 | 浙江宁波  | 宁波市民          | 通用消费券、文旅消费券、餐饮消费券、酒店消费券  | 3亿元    |
| 2022-04 | 海南    | 全省民众          | 免税消费券、购物消费券、餐饮消费券、旅游消费券  | 1亿元    |
| 2022-04 | 三亚    | 市民、游客         | 免税消费券、商超零售消费券、旅游景区消费券、酒店住宿消费券、餐饮消费券  | 4000万元 |
| 2022-05 | 河北石家庄 | 市民、留石过节人员     | 惠民消费券、体育消费券、文旅消费券  | 1.04亿元 |
| 2022-05 | 河北唐山  | 市民、抗疫工作者      | 家电消费券、促销福利券  | 5000万元 |
| 2022-05 | 河南新乡  | 新乡市辖区停留人员     | 汽车类消费补贴券 (1500万元)、家电家居类消费补贴券 (1000万元)、新乡家电消费补贴券 (4000万元)、一般性促消费补贴券 (700万元) | 7200万元 |
| 2022-05 | 广东梅州  | 梅州市民及外地来梅人员   | 零售消费券、餐饮消费券、文旅消费券  | 500万元  |
| 2022-06 | 广东梅州  | 梅州市民及外地来梅人员   | 零售消费券、餐饮消费券、文旅消费券  | 500万元  |

来源: 河南省人民政府、云南省人民政府、河北省人民政府、广东省人民政府、中国新闻网、国金证券研究所

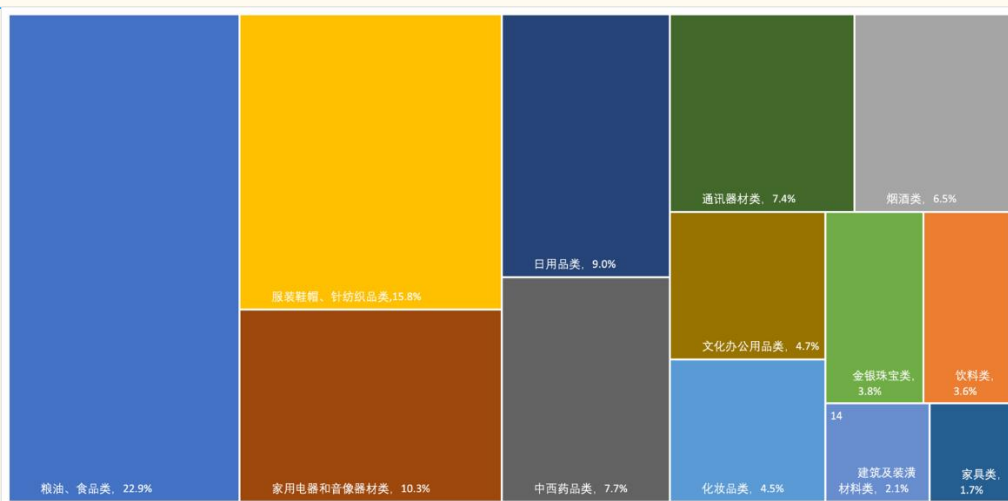
- 分行业看, 疫情下居民生活必需品囤货需求增长, 必选持续优于可选。2022 年 4 月饮料类、粮油食品、中西药品类保持同比增长 (同比增长分别为 6%, 10%, 7.9%)。物流及供应链尚未恢复的情况下, 可选品类销售增速回落, 金银珠宝类、化妆品类、服装鞋帽针织类商品零售增速同比-26.7%、-22.3%、-22.8%。

图表 33: 限额以上各行业单位收入增速表现

| 分类名称 | 2022-04<br>当月同比 | 2022年3月<br>同比 | 较上期    | 2021-04<br>当月同比 | 较去年同期 | 2022-04<br>当月值 | 2020-04<br>当月值 | 两年平均增速 |       |
|------|-----------------|---------------|--------|-----------------|-------|----------------|----------------|--------|-------|
| 必选消费 | 饮料类             | 6.0%          | 12.6%  | -6.6%           | 22.3% | -16.3%         | 220            | 166    | 15.1% |
|      | 烟酒类             | -7.0%         | 7.2%   | -14.2%          | 26.2% | -33.2%         | 312            | 261    | 9.3%  |
|      | 日用品类            | -10.2%        | -0.8%  | -9.4%           | 17.2% | -27.4%         | 495            | 471    | 2.5%  |
|      | 粮油、食品类          | 10.0%         | 12.5%  | -2.5%           | 6.5%  | 3.5%           | 1357           | 1154   | 8.4%  |
| 可选消费 | 金银珠宝类           | -26.7%        | -17.9% | -8.8%           | 48.3% | -75.0%         | 158            | 155    | 1.0%  |
|      | 化妆品类            | -22.3%        | -6.3%  | -16.0%          | 17.8% | -40.1%         | 214            | 224    | -2.3% |
|      | 服装鞋帽、针纺织品类      | -22.8%        | -12.7% | -10.1%          | 31.2% | -54.0%         | 791            | 799    | -0.5% |
| 消费电子 | 通讯器材类           | -21.8%        | 3.1%   | -24.9%          | 14.2% | -36.0%         | 347            | 386    | -5.2% |
| 汽车   | 汽车类             | -31.6%        | -7.5%  | -24.1%          | 16.1% | -47.7%         | 2567           | 3083   | -8.8% |
| 地产类  | 建筑及装潢材料类        | -11.7%        | 0.4%   | -12.1%          | 30.8% | -42.5%         | 142            | 129    | 4.9%  |
|      | 家具类             | -14.0%        | -8.8%  | -5.2%           | 21.7% | -35.7%         | 111            | 115    | -1.8% |
|      | 家用电器和音像器材类      | -8.1%         | -4.3%  | -3.8%           | 6.1%  | -14.2%         | 594            | 607    | -1.1% |
| 其他   | 石油及制品类          | 4.7%          | 10.5%  | -5.8%           | 18.3% | -13.0%         | 1740           | 1386   | 12.0% |
|      | 文化办公用品类         | -4.8%         | 9.8%   | -14.6%          | 6.7%  | -11.5%         | 271            | 261    | 1.9%  |
|      | 中西药品类           | 7.9%          | 11.9%  | -4.0%           | 8.0%  | -0.1%          | 505            | 433    | 8.0%  |

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 34: 限额以上各行业单位收入占比 (2022 年 4 月)

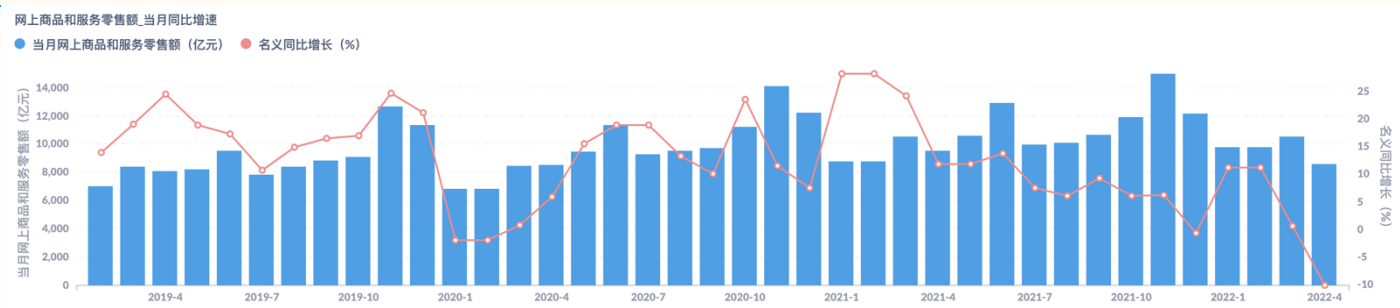


\*除汽车类、石油类

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

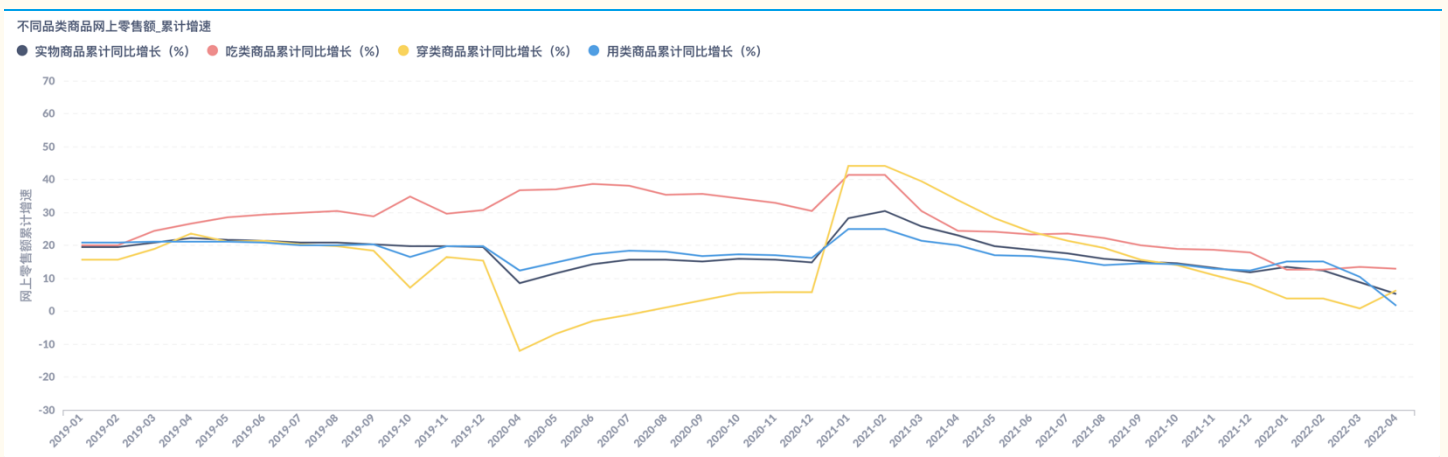
- 分渠道看, 线上渠道受运力影响, 消费需求的释放被抑制。4 月网上商品和服务零售总额 8572 亿元, 同比降低 10.2% (前值同比增长 0.53%), 其中, 1—4 月份全国实物商品网上零售额同比增长 5.2%, 实物商品网上零售额累计值占社零总额 23.8%。分品类看, 吃类、穿类和用类商品分别增长 12.9%、6.3%和 1.7%。受局部地区封禁影响, 物流尚未完全恢复, 4 月快递业务收入为 740.5 亿元, 同比-10.12% (前值-4.2%), 快递业务量为 74.83 万件, 同比-11.94% (前值-3.14%)。

图表 35: 网上商品和服务零售当月值及增速



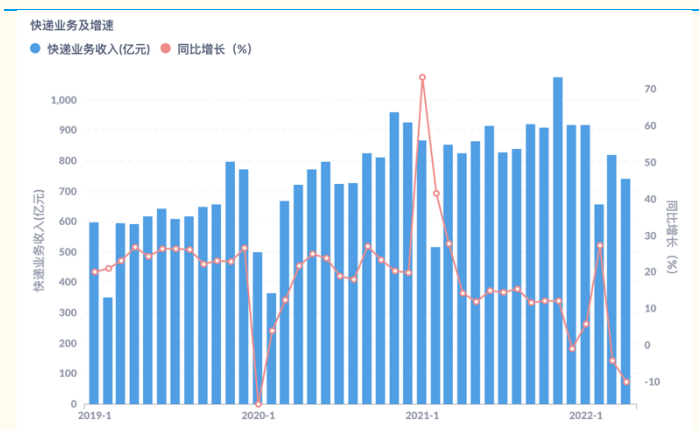
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 36：不同品类商品网上零售额累计增速



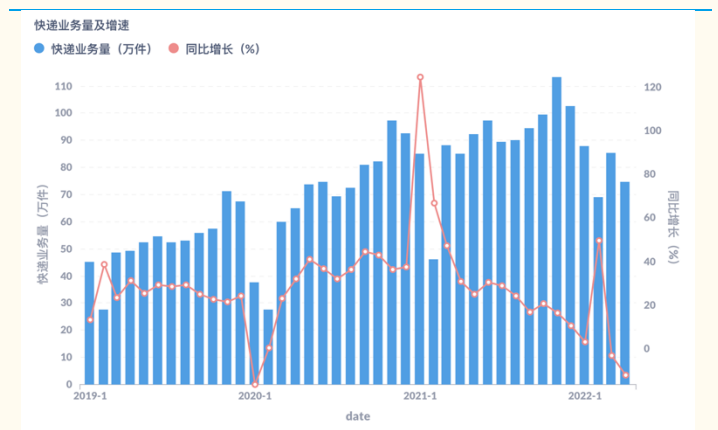
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 37：快递业务收入及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

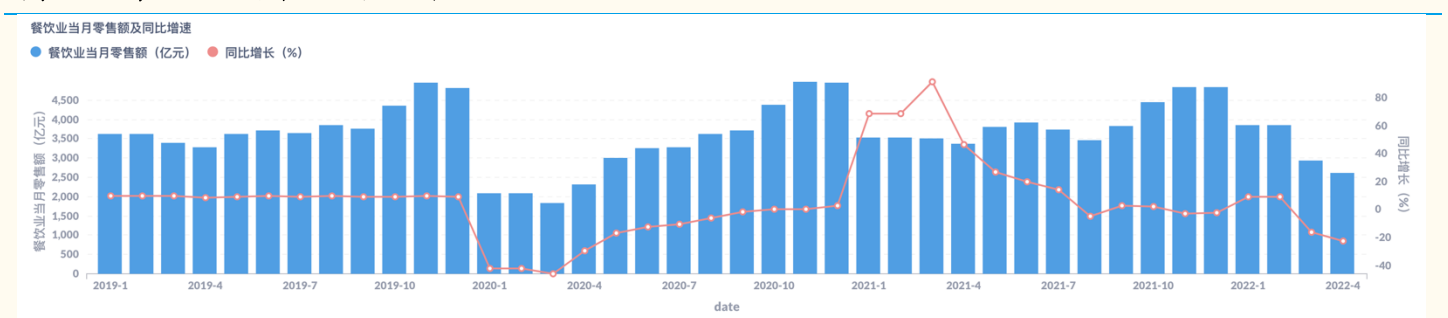
图表 38：快递业务量及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

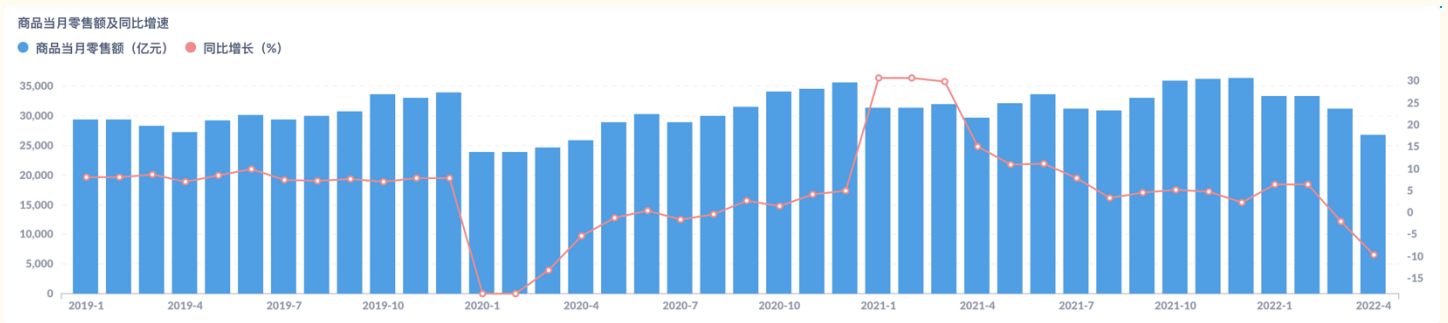
- 分属性看，居民外出购物、就餐减少，非生活必需类商品销售和餐饮业受到短期冲击。4 月餐饮业零售总额 2609 亿元，同比-22.74%（前值-16.39%），其中限额以上餐饮零售额 653 亿元，同比-24%。商品零售总额 26874 亿元，同比-9.75%（前值-2.1%），其中限额以上商品零售总额 10359 亿元，较去年同期-13.3%。

图表 39：餐饮社会零售当月值及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

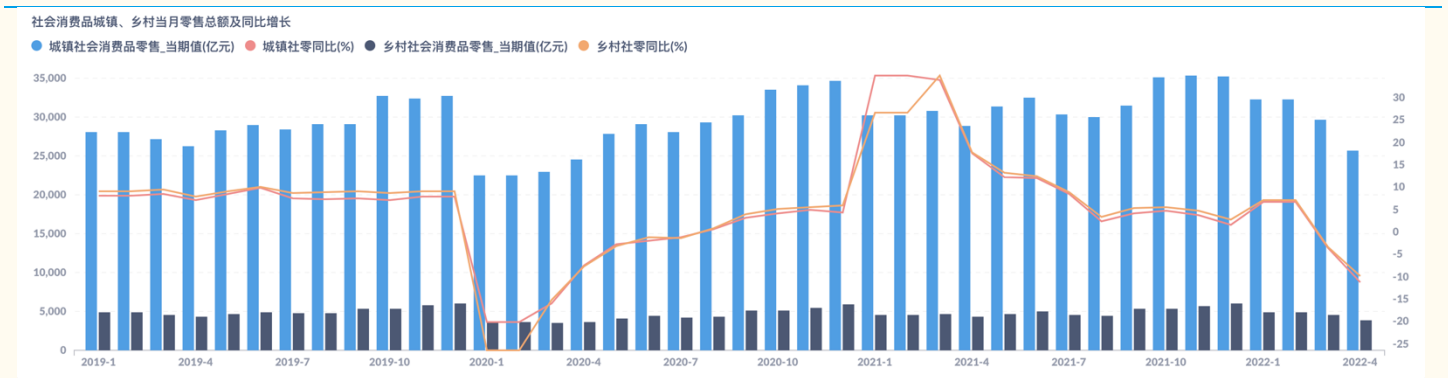
图表 40: 商品社会零售当月值及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

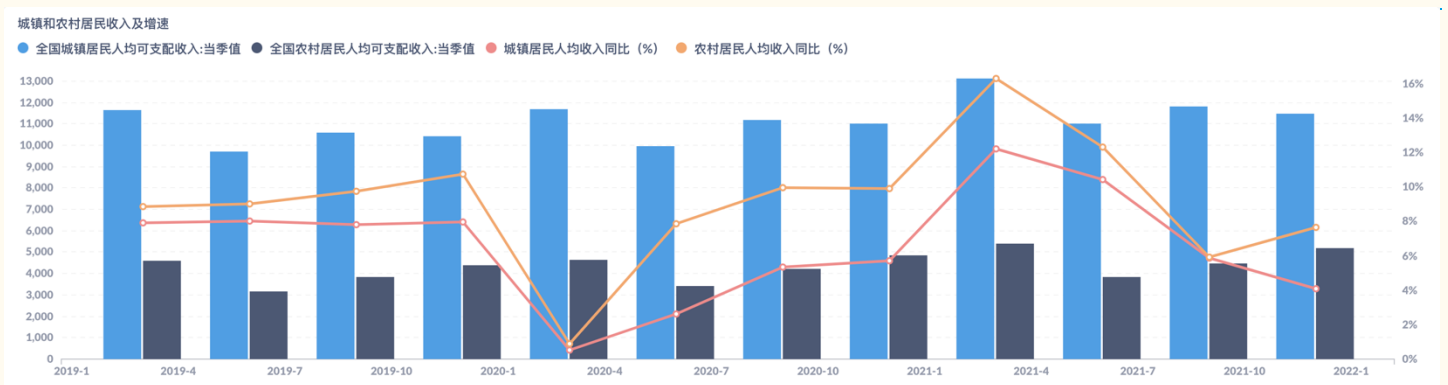
- 分区域看, 4 月城镇消费品零售额 25637 亿元, 同比-11.3% (前值-3.6%); 乡村消费品零售额 3846 亿元, 同比-9.8% (前值-3.3%)。4 月社会零售额中, 城镇占比保持 87% 水平。

图表 41: 城镇、乡村社零当月值及同比



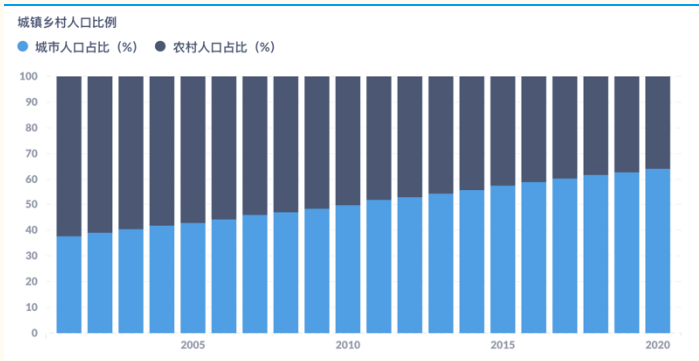
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 42: 城镇、农村居民收入及增速



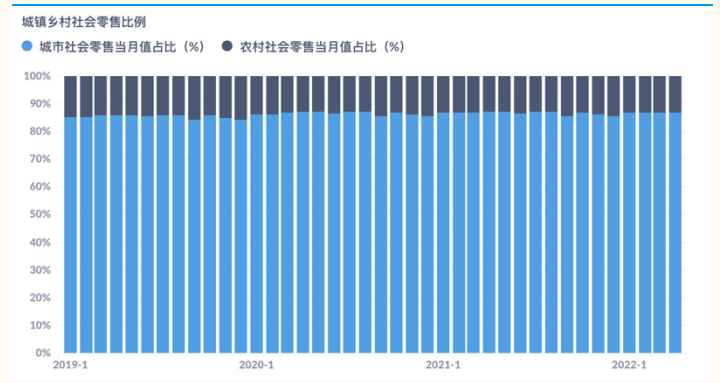
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 43: 城镇、乡村人口比例



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 44: 城镇、乡村社会零售额比例



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

### 三、风险提示

- **终端需求疲软，消费复苏不及预期。**去年二季度以来，我国社会零售品增速整体呈下行趋势，未来数月或因社会零售需求疲软等因素持续下滑。
- **宏观经济不景气。**社会整体经济增速放缓将导致我国居民可支配收入增速放缓，进而对社会零售品需求产生负面影响。
- **行业竞争加剧。**电商用户红利接近尾声，各电商平台用户增长减缓，导致市场整体空间受限，进而加剧网络零售业内部竞争。
- **行业政策的不确定性：**当前互联网行业处于政策加强监管时期，行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响。
- **数据统计结果与实际情况偏差风险。**报告结论基于我们的线上数据跟踪，数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。



**公司投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明:**

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;

减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海                            | 北京                        | 深圳                                   |
|-------------------------------|---------------------------|--------------------------------------|
| 电话：021-60753903               | 电话：010-66216979           | 电话：0755-83831378                     |
| 传真：021-61038200               | 传真：010-66216793           | 传真：0755-83830558                     |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn            |
| 邮编：201204                     | 邮编：100053                 | 邮编：518000                            |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号<br>紫竹国际大厦7楼 | 地址：中国北京西城区长椿街3号4层         | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号<br>嘉里建设广场T3-2402 |