

商贸零售

电商超市百货财报回顾：格局由乱到治，大盈利改善趋势中把握有望扩张加速的超市龙头和疫后复苏的互联网平台

全局：由乱到治趋势明朗，疫情下短期表现分化

零售行业在经历了由互联网公司主导的激烈的扩张、格局动荡，及随后的监管从严后，正在进入由乱到治的新纪元。本报告回顾了超市、百货和电商平台的重要公司年报和已发布的一季报，整体上看：

盈利能力：①主要线上平台 2021 承压，行业主要平台在 2021 年加大费用投放，获客成本整体增长，但对用户的变现能力提升较为有限，显示出一方面受损于短视频平台等电商新参与者的分流，另一方面内卷也在加剧，2022Q1 内卷局面已缓和，但短期受损疫情；②超市方面，2021 年在激烈的社区团购扩张下，整体经营承压，但 2022Q1 已见到盈利拐点，疫情则有望在后续经营中放大相关影响。③百货受疫情冲击较大。

扩张：①线上平台和超市在 2021-2022Q1 整体放缓，整体上都受制于消费低迷，前者还与疫后线上渗透跨越式提升后红利阶段性耗尽有关，超市则受制于竞争加剧扩张路径失效，龙头潜在空间仍较为广阔，且我们认为后续有望进一步加速。③百货整体扩张逻辑较弱，提升单店经营质量为当下策略。

超市百货

超市：2021Q4-2022Q1，超市已走出景气底部，盈利能力显著加强，且增速有望加快；在公司层面，短期景气波动基本同步，有供应链优势和持续管理变革能力的龙头在①费用控制趋势和盈利能力上进一步拉大优势；②潜在扩张上占据显著优势，当下正蓄势后续有望加速。

百货：2021Q4-2022Q1，经历疫情反复需求疲软及新租赁准则的多重影响，百货板块录得行业性亏损，新店拓展逐步放缓；在公司层面，短期波动与区域发展共振，具有区位优势、持续数字化转型变革能力和内部调整优化的龙头在①对接上游供应链能力结合数字技术开发应用正逐步加强；②有的放矢的费用投放思路越发清晰；③以强化体验感为方向，提升单店经营质量和主动关闭无效门店战略正逐步落地。

电商

行业主要平台：①在各自核心业务上，2021 年加大费用投放，但加剧内卷且仍面临分流导致获客成本增加及变现效率提升较慢；②而在增量电商业务上，监管从严背景下投入策略由“全面战”向“降本增效”靠拢，有望在长期中获得更好的财务回报，直播电商品类扩张相对受阻，我们认为对交易平台的分流影响有望见到拐点。

投资建议：超市龙头或有戴维斯双击逻辑，重点推荐永辉超市、家家悦；百货持续推荐重庆百货、天虹股份；电商看好政策缓和、疫后复苏、电商战略调整及行业格局变动带来的结构性机会。看好深耕代运营多年的全域电商服务商壹网壹创（商社传媒联合覆盖）；看好腰部网红人营销为主的网红新经济龙头天下秀；平台方面持续关注美团（商社传媒联合覆盖）。

风险提示：疫情防控趋于常态化，美股审计底稿监管退市风险，消费恢复不及预期，由于选取样本数量有限可能带来统计结果偏差，我们选取的公司主要包括 A 股有代表性的上市公司，并不一定能全面代表真实行业状况。

证券研究报告

2022 年 05 月 17 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

李田

联系人

litiana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《商贸零售-行业点评:个护行业自主品牌加速品牌建设, ODM 业务盈利能力受原材料和海运成本制约》 2022-05-15
- 2 《商贸零售-行业深度研究:培育钻石行业研究报告:品牌百花齐放,孕育钻石新生》 2022-04-06
- 3 《商贸零售-行业深度研究:一文看懂仓储会员店:体验升级+效率制胜,渠道新模式行以致远》 2022-03-24

核心观点

零售行业在经历了由互联网公司主导的激烈的扩张、格局动荡，及随后的监管从严后，正在进入由乱到治的新纪元。本报告回顾了超市、百货和电商平台的重要公司年报和已发布的一季报，整体上看：

盈利能力：①主要线上平台 2021 承压，行业主要平台在 2021 年加大费用投放，获客成本整体增长，但对用户的变现能力提升较为有限，显示出一方面受损于短视频平台等电商新参与者的分流，另一方面内卷也在加剧，2022Q1 内卷局面已缓和，但短期受损疫情；②超市方面，2021 年在激烈的社区团购扩张下，整体经营承压，但 2022Q1 已见到盈利拐点，疫情则有望在后续经营中放大相关影响。③百货受疫情冲击较大。

扩张：①线上平台和超市在 2021-2022Q1 整体放缓，整体上都受制于消费低迷，前者还与疫后线上渗透跨越式提升后红利阶段性耗尽有关，超市则受制于竞争加剧扩张路径失效，龙头潜在空间较为广阔，且我们认为后续有望进一步加速。

战略与展望：围绕新用户、新品类和全渠道零售的角逐仍是焦点。直播电商虽在品类扩展上相对较缓，但仍增长迅猛，电商服务商走向流量新红利之地，红人经济发展迅速；重线下的全渠道零售上，由互联网平台以烧钱为路径、由体量胜负决定主导线下零售业的数字化的路径在当下不具备可行性，基于线下履约设施电商业态，其发展仍需围绕业务本身效率，传统零售、电商巨头、新势力在不同方向上各有机会。

内容目录

核心观点	2
1. 超市百货：线上冲击减缓，关注提效显著、有望重回增长通道的龙头	4
1.1. 超市行业——超市行业困境反转，龙头扩张有望加速	4
1.2. 百货行业——疫情反复冲击较大，提升单店经营质量为当下策略	7
2. 电商：行业 2021 年增速趋缓、内卷加剧，2022 有望缓和、格局正在走向群雄格局	9
2.1. 消费下行和流量红利的减退，实物商品网上零售额增速持续下降	9
2.2. 平台基本盘分析：增长下降，获客策略正在发生变化	11
2.3. 生鲜、直播等增量电商格局，监管从严决定行业由“全面战”走向降本提效	13
3. 投资建议	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1：超市门店数和当期净增数（家）	4
图 2：超市行业营收增速趋势（%）	4
图 3：超市行业营收增速趋势（%，剔除永辉）	5
图 4：超市行业毛利率变化趋势（%）	5
图 5：重点公司毛利率（%）	5
图 6：超市行业三费率变化趋势	6
图 7：超市行业三费率变化趋势（剔除永辉）	6
图 8：超市行业期间费用率变化趋势	6
图 9：超市行业期间费用率变化趋势（剔除永辉）	6
图 10：归母净利润增速及扣非归母净利润增速	6
图 11：扣非归母净利率（%）	6
图 12：百货行业营收增速趋势（%）	7
图 13：实物商品网上零售额和快递业务增速 2021 年持续下行	9
图 14：社零实际增速	10
图 15：三线及以下城市贡献电商用户增长（亿人）	10
图 16：主要电商平台收入增速持续下滑（%）	11
图 17：主要电商平台核心业务增速下滑	12
图 18：单客获客成本 2021 持续增加（元）	12
图 19：京喜、京东极速版 MAU（百万）	12
图 20：点淘、淘特 MAU（百万）	12
图 21：抖音直播 GMV 走势图（亿元）	13
图 22：以天猫和抖音 2022M1 品类结构对比为例，抖音在家具、3C 数码等的短板较为明显	14
图 23：直播电商媒体属性强，适合营销而不适合作为复购渠道	14

1. 超市百货：线上冲击减缓，关注提效显著、有望重回增长通道的龙头

为了保证结论具有代表性，我们此次筛选了 11 家超市行业和 10 家百货行业 A 股上市公司作为样本，其中超市行业公司包括红旗连锁、家家悦、永辉超市、步步高、中百集团、华联综超、新华都、三江购物、利群股份、国光连锁、ST 人乐，百货行业公司包括重庆百货、鄂武商 A、天虹股份、百联股份、大商股份、茂业商业、合肥百货、南京新百、中百集团、ST 中商。

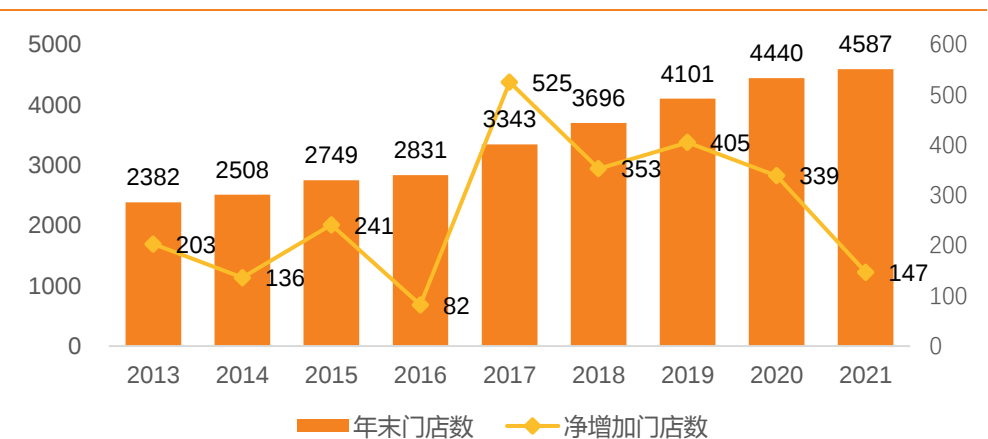
报告中基本面数据指标包括营收增速、毛利率、期间费用率、归母净利润增速、扣非归母净利润率等行业整体指标计算方式为样本公司收入、毛利、期间费用、利润等指标汇总计算后二次计算得到。由于永辉权重影响较大，我们在部分指标解读中增加了不含永辉的测算。

1.1. 超市行业——超市行业困境反转，龙头扩张有望加速

核心观点：2021Q4-2022Q1，超市经历低谷，终走出景气底部，拐点已现，盈利能力显著加强，且增速有望加快；在公司层面，短期景气波动基本同步，有供应链优势和持续管理变革能力的龙头在①费用控制趋势和盈利能力上进一步拉大优势；②潜在扩张上占据显著优势，当下正蓄势后续有望加速。

营收端：超市行业整体有所收缩，不论单店销售还是展店龙头表现均相对较好。2020Q4-2022Q1 超市行业营收增速分别为-9.3%/-8.7%/-3.4%/0/-2.4%/-0.9%，剔除永辉的超市行业营收增速显著慢于行业整体。2021 年超市整体收入承压，单店下半年进一步承压，门店扩张上龙头尚有表现，多数则收缩；2022Q1 超市经营改善，龙头改善幅度仍好于行业。

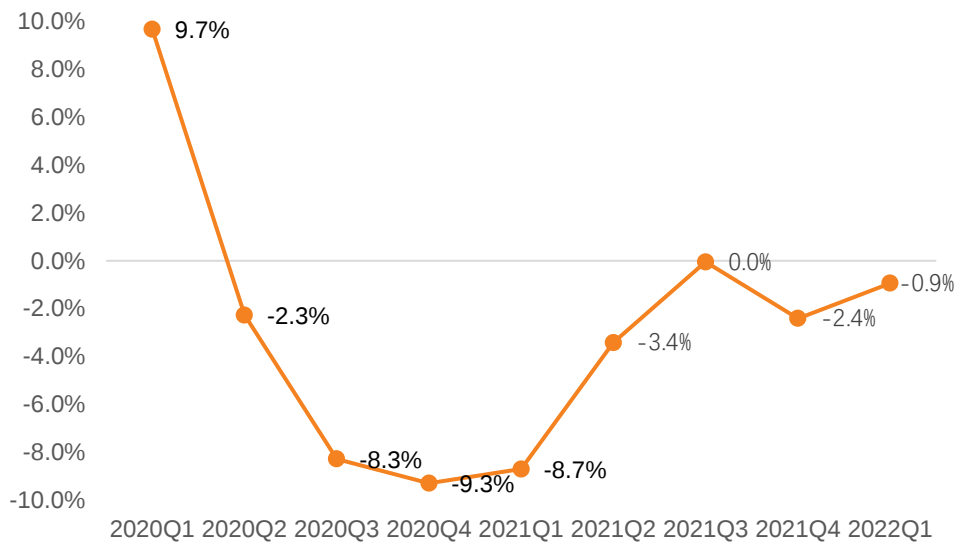
图 1：超市门店数和当期净增数（家）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

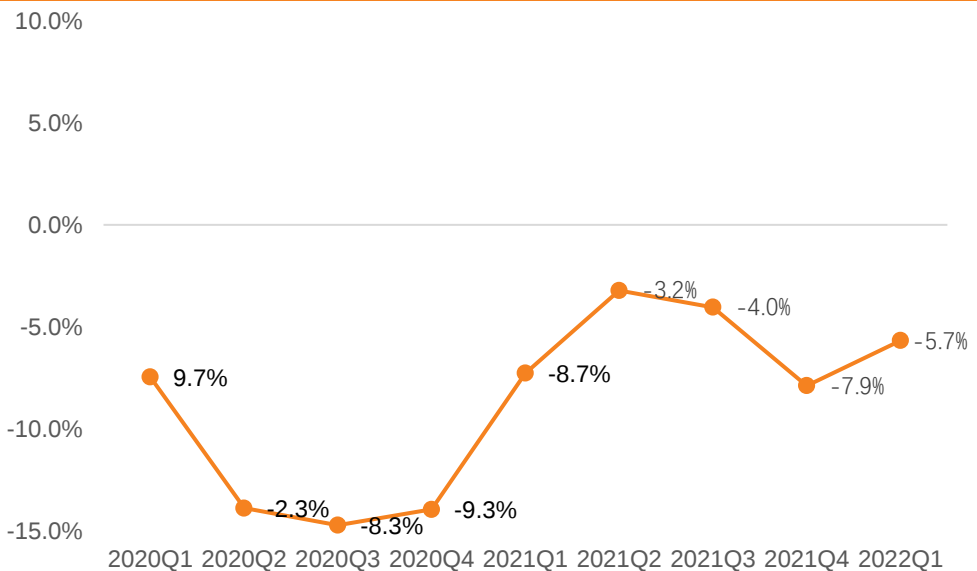
备注：除小店的华联、红旗、高鑫，左轴表示年末门店数，右轴表示当期新开店

图 2：超市行业营收增速趋势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

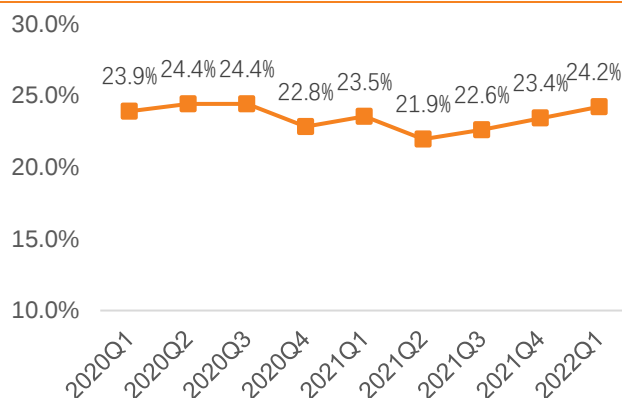
图3：超市行业营收增速趋势（%，剔除永辉）



资料来源：Wind，天风证券研究所

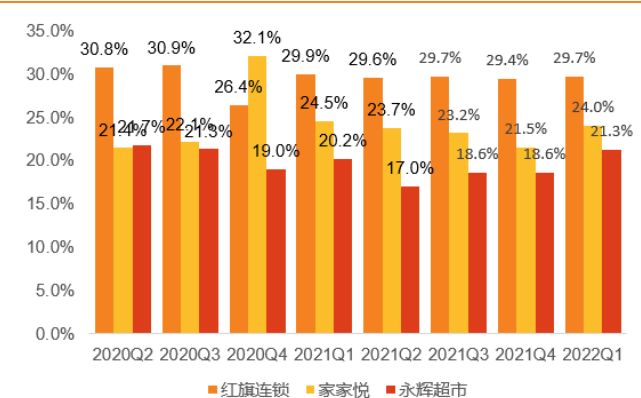
毛利率：21 年行业整体承压，2022Q1 行业反转提升，龙头公司基本一致。2020Q4-2022Q1 超市行业毛利率分别为 22.8%/ 23.5%/21.9%/22.6%/23.4%/24.2%，表观上 2021Q4 毛利率结束下滑趋势， 2022Q1 毛利率改善明显。龙头公司毛利率趋势和行业基本一致。

图4：超市行业毛利率变化趋势（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

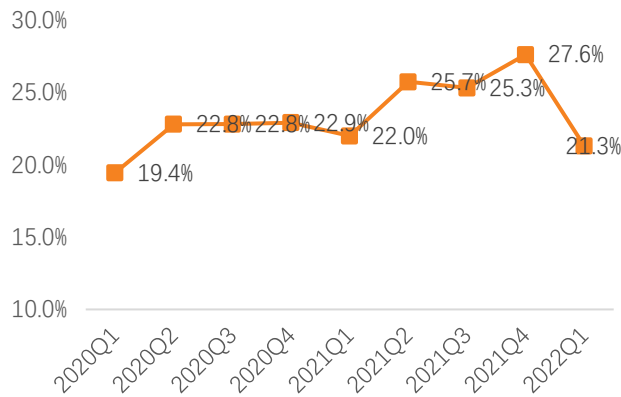
图5：重点公司毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

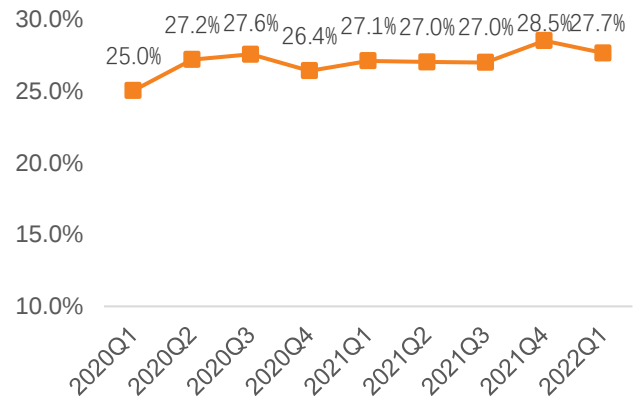
三费费率（不含研发）：短期受益销售改善，长期则取决于管理改进，在数字化和管理扁平化驱动下有望持续得到良好管控。2020Q4-2022Q1 超市行业期间费用率分别为 22.9%/22.0%/ 25.7%/25.3%/27.6%/21.3%。21Q4-22Q1，费用环比费用冲顶后回落，短期表现主要与同店销售有关；同比中，含永辉的行业期间费用率同比下降、不含永辉的行业期间费用率则同比上升，显示龙头在提效上领先行业，永辉数字化及管理扁平化取得显著成效。

图 6：超市行业三费费率变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

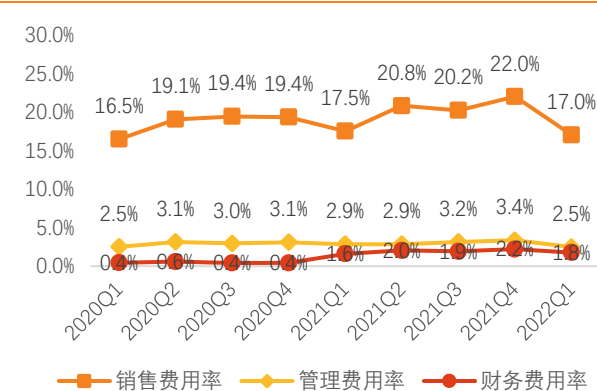
图 7：超市行业三费费率变化趋势（剔除永辉）



资料来源：Wind，天风证券研究所

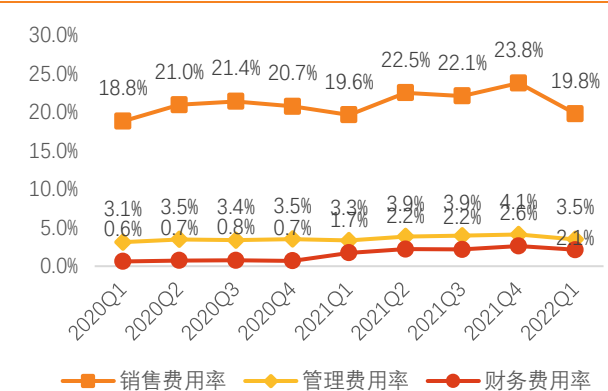
拆分来看， 2020Q4-2022Q1 超市行业销售费用率分别为 19.4%/ 17.5%/ 20.8%/20.2%/22.0%/17.0%，销售费用管控较为良好，细拆龙头人效提升明显；管理费用率分别为 3.1%/ 2.9%/ 2.8%/3.2%/3.4%/2.5%，管理费用管控显著改进更为显著；财务费用率分别为 0.4%/ 1.6%/ 2.0%/1.9%/2.2%/1.8%，会计准则调整后增长明显，但后期将逐渐转变为正贡献。

图 8：超市行业期间费用率变化趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：超市行业期间费用率变化趋势（剔除永辉）

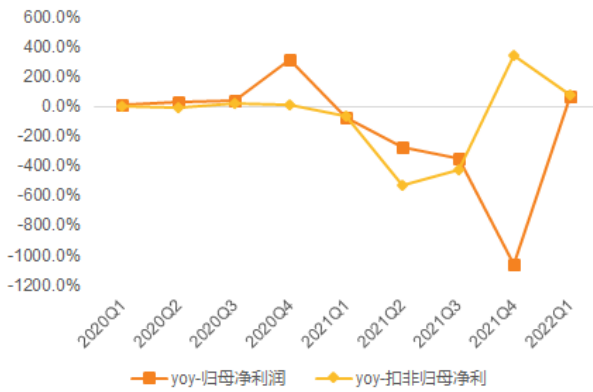


资料来源：Wind，天风证券研究所

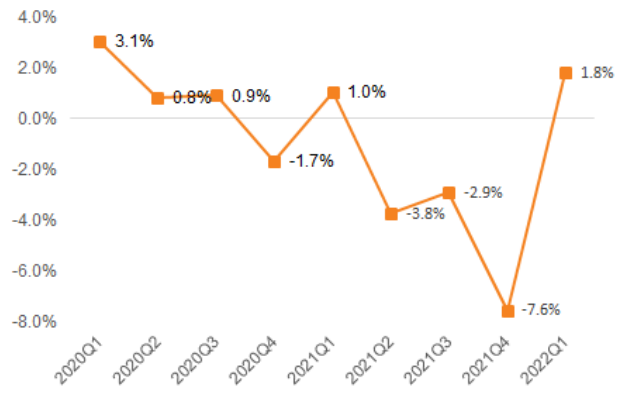
利润端： 2020Q4-2022Q1 超市行业归母净利润增速分别为 309.2%/ -76.9%/ -274.2%/ -346.3%/ -1061.4%/69.5%；扣非归母净利润增速 11.8%/ -69.2%/ -532.1%/ -422.9%/341.3%/72.5%；扣非归母净利率分别为 -1.7%/ 1.0%/ -3.8%/ -2.9%/ -7.6%/1.8%。利润端，2022Q1 行业销售显著改善，净利率有所恢复。

图 10：归母净利润增速及扣非归母净利润增速

图 11：扣非归母净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所



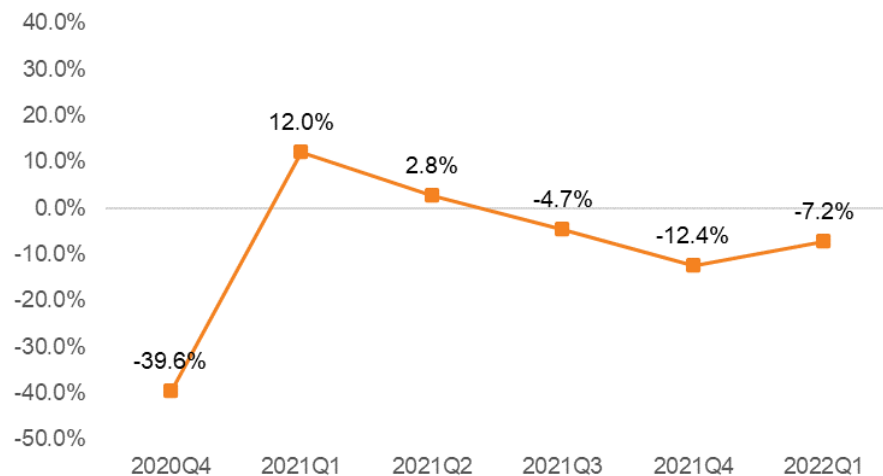
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 百货行业——疫情反复冲击较大，提升单店经营质量为当下策略

核心观点：2021Q4-2022Q1，经历疫情反复需求疲软及新租赁准则的多重影响，百货板块录得行业性亏损，新店拓展逐步放缓；在公司层面，短期波动与区域发展共振，具有区位优势、持续数字化转型变革能力和内部调整优化的龙头在①对接上游供应链能力结合数字技术开发应用正逐步加强；②有的放矢的费用投放思路越发清晰；③以强化体验感为方向，提升单店经营质量和主动关闭无效门店战略正逐步落地。

营收端：20Q4-22Q1 百货行业整体营收增速分别为 -39.6%/+12.0%/+2.8%/-4.7%/-12.4%/-7.2%。主要系百货行业整体在面临多地疫情管控导致的实体店客流下降、货品短缺等多因素扰动下，营收整体承压，出现负增长。

图 12：百货行业营收增速趋势（%）

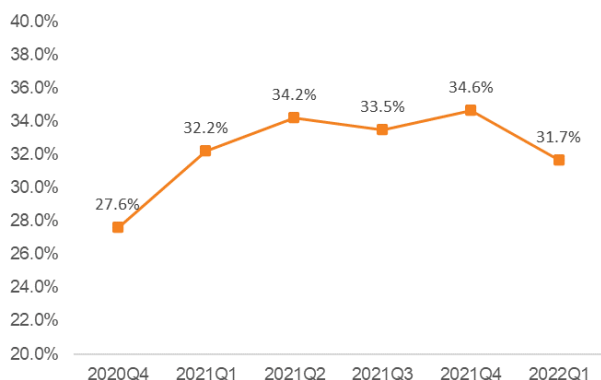


资料来源：Wind，天风证券研究所

毛利率：20Q4-22Q1 百货行业毛利率分别为 27.6%/32.2%/34.2%/33.5%/34.6%/31.7%，分别同比+3.7pcts/+2.5pcts/-0.9pcts/-1.4pcts/+7.0pcts/-0.5pcts。毛利率基本维持稳定，主要系疫情影响下上市公司体内的超市业态和偏刚性需求属性对整体毛利率具有较强支撑。

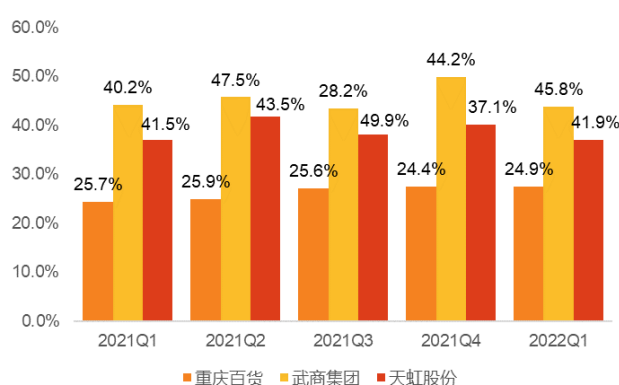
过去一年百货业态积极寻求数字化转型，通过直播销售等方式带动经营多场景多触角触达用户。同时线下门店进一步进行门店调整，并充分调动上游供应链及利用数字化强化会员运营能力，寻求形成商品资源与下游需求的更高效匹配。随着不断调整磨合，渠道溢价有望逐步改善，带动销售毛利率上行。

图 13：百货行业毛利率变化趋势（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

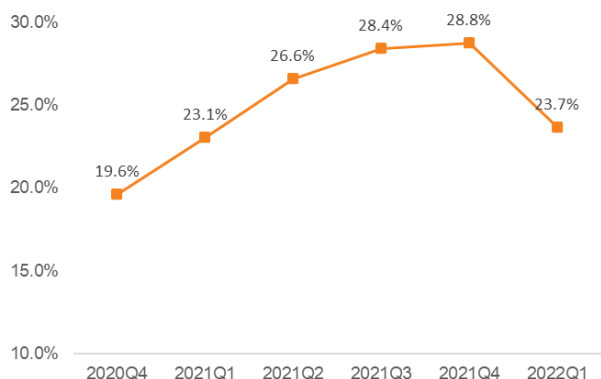
图 14：重点公司毛利率（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

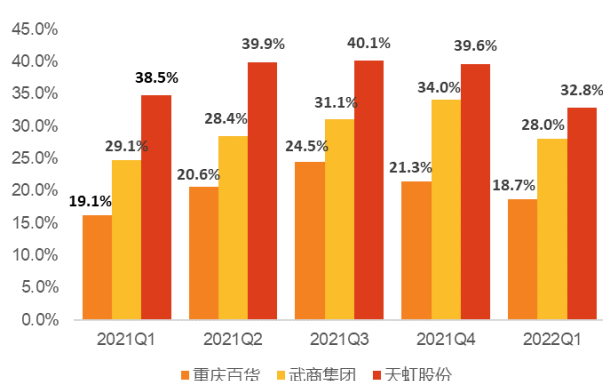
三费率：20Q4-22Q1 百货行业期间费用率分别为 19.6%/23.1%/26.6%/28.4%/28.8%/23.7%，分别同比+2.5%/-4.7%/-0.2%/+0.2%/+9.1%/+0.6%。Q1 百货行业整体期间费率同比有所上升，各头部公司表现有所分化。

图 15：百货行业期间费用率变化趋势（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 16：重点公司期间费用率（%）



资料来源：Wind, 天风证券研究所

销售费用率方面：20Q4-22Q1 百货行业销售费用率分别为 15.9%/15.6%/18.0%/19.0%/18.6%/16.0%，销售费用率上升系社会需求下降及疫情封控影响下，百货行业整体寻求开展社群运营及多种营销活动，加大广告投入及促销力度，导致广告及促销开支、内部管理协调等相关成本增加。

具体拆分来看：

2021 年武商/重百/天虹销售费用率分别为 24.4%/14.3%/32.7%，分别同比 -1.1pcts/-0.2pcts/-4.2pcts。其中：

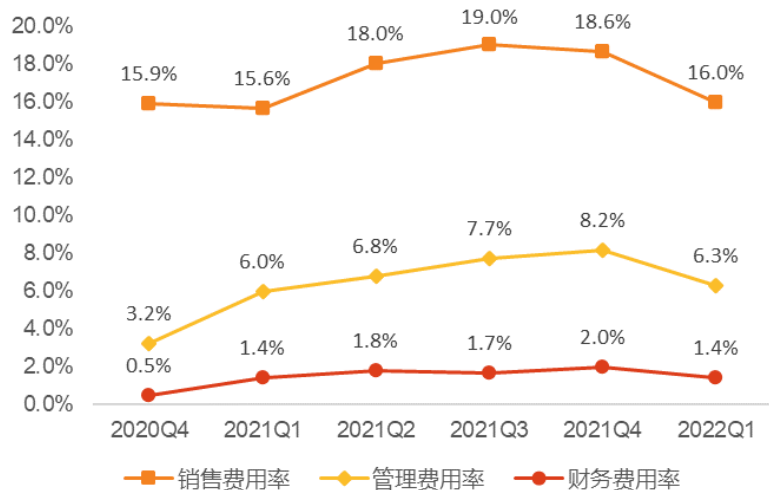
1) 职工薪酬方面，2021 年武商/重百/天虹职工薪酬费率分别为 12.5%/5.5%/13.2%，较上期 +2.1pcts/-0.4pcts/+0.6pcts。主要系单位员工薪酬水平提高，我们推算，2021 年武商/重百/天虹平均员工费用分别同比+7.6%/+9.4%/+6.8%。

2) 租赁费用方面，受 2021 年 1 月执行新租赁准则、疫情期间房租减免等影响，行业整体租赁费率变动较大，2021 年武商/重百/天虹租赁费率分别为 2.5%/0.9%/1.2%，较上期 +0.2pcts/-1.9pcts/-9.5pcts。

管理费用率方面，20Q4-22Q1 百货行业管理费用率分别为 3.2%/6.0%/6.8%/7.7%/8.2%/6.3%，主要系人工费用及水电费用上升。

财务费用率方面，20Q4-22Q1 百货行业管理费用率分别为 0.5%/1.4%/1.8%/1.7%/2.0%/1.4%，财务费用率上升系于 2021 年 1 月 1 日执行新租赁准则，相关利息费用增加。

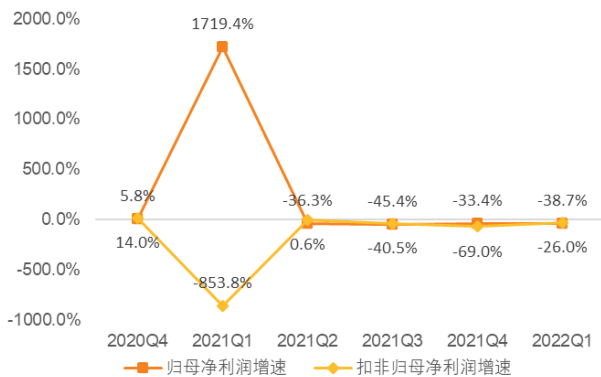
图 17：百货行业销售费用率、管理费用率、财务费用率趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

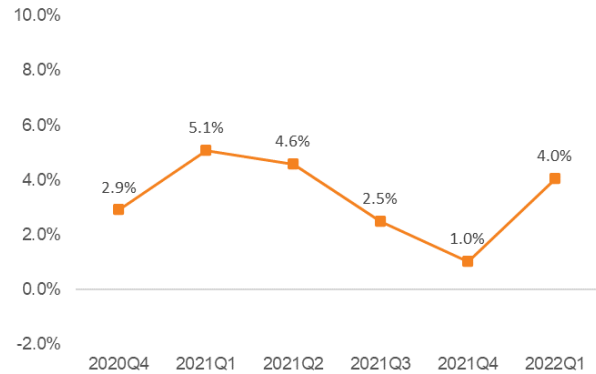
利润端：20Q4-22Q1 百货行业归母净利润增速分别为 5.8%/1719.4%/-36.3%/-45.4%/-33.4%/-38.7%；扣非归母净利润增速分别为 14.0%/-853.8%/0.6%/-40.5%/-69.0%/-26.0%；扣非归母净利率分别为 2.9%/5.1%/4.6%/2.5%/1.0%/4.0%。在疫情不断的背景下，居民减少户外出行，居家线上消费需求明显增长，线下市场受到持续冲击。受此影响，百货行业整体扣非净利润出现下滑。

图 18：归母净利润增速及扣非归母净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：扣非归母净利率（%）



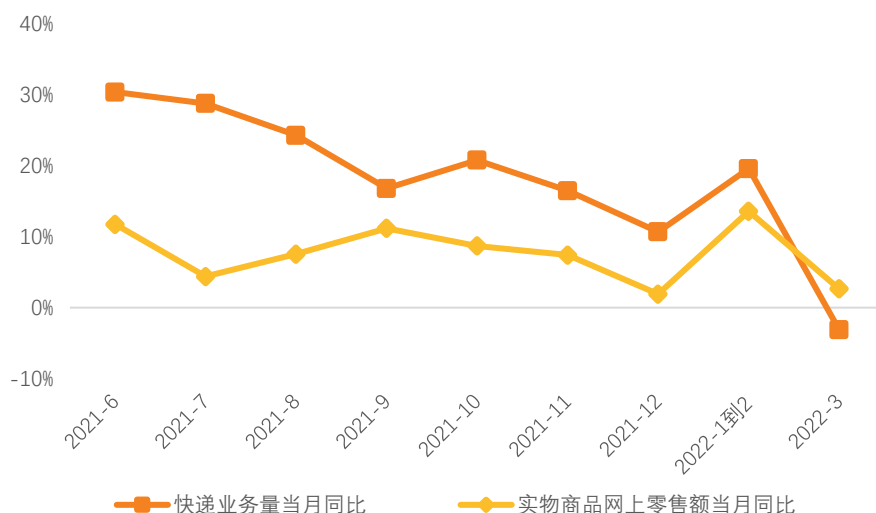
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 电商：行业 2021 年增速趋缓、内卷加剧，2022 有望缓和、格局正在走向群雄格局

2.1. 消费下行和流量红利的减退，实物商品网上零售额增速持续下降

2021 年，社零大盘和线上增速大盘持续下滑，2022 年 1-2 月有所反弹，但 3 月疫情影响下物流受阻，线上增长快速下跌。

图 13：实物商品网上零售额和快递业务增速 2021 年持续下行

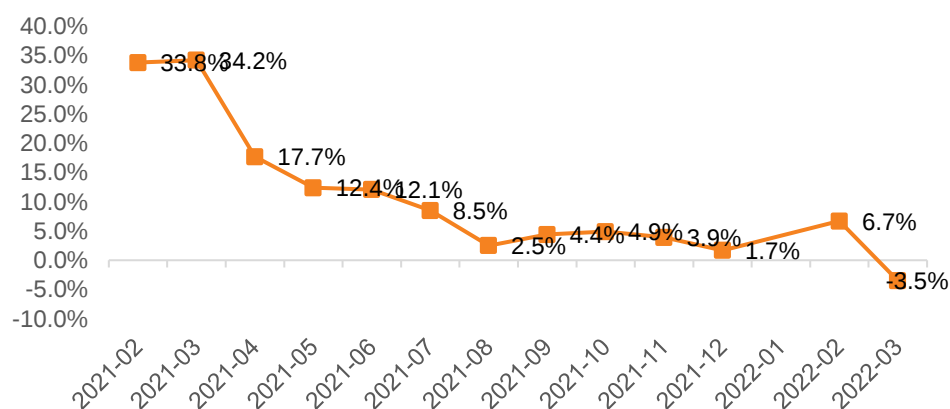


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

这种下降主要由两种因素决定：

① 消费的疲软，社零整体增速相对较弱。

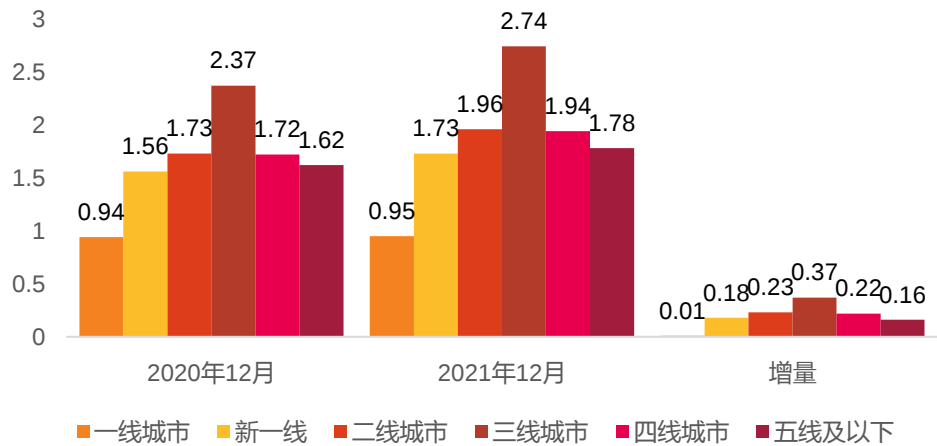
图 14：社零实际增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

② 电商新渗透的用户消费能力相对乏力。虽有直播电商、短视频平台等众多新模式带动，电商在用户侧的渗透率进一步提升，但增量消费者主要在下沉市场、Z世代/偏中高年龄段（根据 Questmobile 数据，截止 2021 年 10 月，银发群体月活跃用户规模已达 2.51 亿，同比+19.3%，是主要增量用户来源），当下对线上消费带动较弱。

图 15：三线及以下城市贡献电商用户增长（亿人）



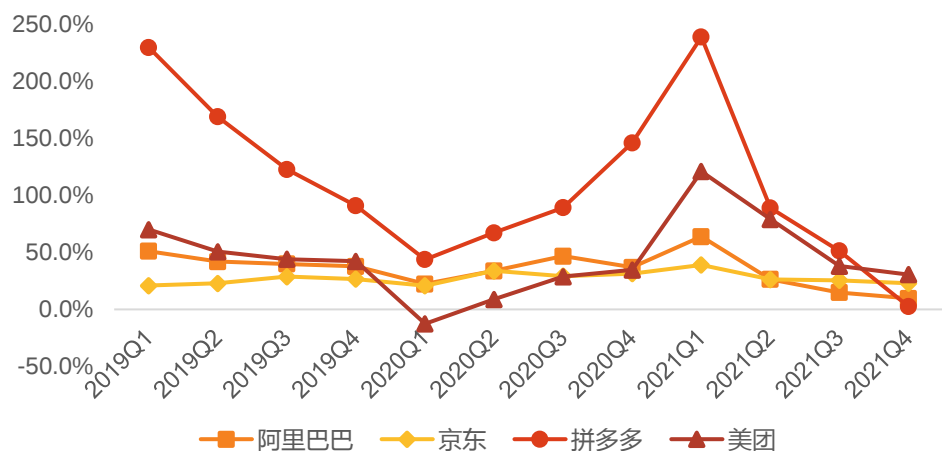
资料来源: Questmobile, 天风证券研究所

2.2. 平台基本盘分析: 增长下降, 获客策略正在发生变化

本节分析主要平台在各自核心业务盘上的增长趋势、获客成本和单客变现价值趋势, 探讨后续演变趋势和主要平台的投入策略。

营收端: 2021 主要电商平台增速也处在下降区间。其中, 京东增长相对比较稳定, 拼多多和阿里巴巴的增长下降较快。

图 16: 主要电商平台收入增速持续下滑 (%)

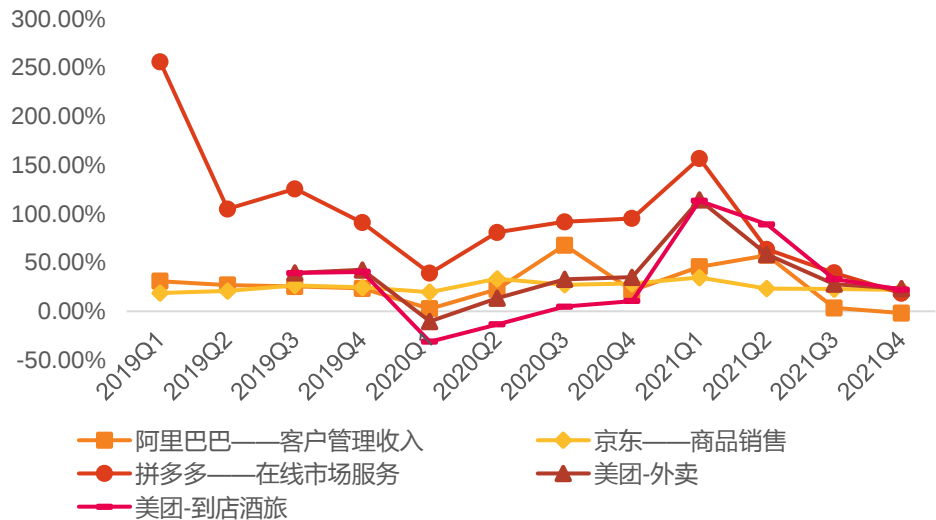


资料来源: Wind, 天风证券研究所

特别是各自平台基本盘的增长上——即阿里巴巴的客户管理收入、京东的商品销售业务、拼多多的在线时长服务收入、美团外卖和到店酒旅的增速, 均在 2021 年下降。我们预计, 整体上 2022Q1-Q2 这样的趋势还会维持, 但在具体公司上:

- **阿里巴巴:** 核心业务 2022Q1、Q2 预计仍有压力, 短视频平台等新电商新参与者的分流及让利 B 端之下核心业务仍承受一定的压力, 后续我们预计随直播电商品类分流影响逐步缓解, 有望改善。
- **京东:** 增速相对稳定, 这样的稳定主要由用户扩张、品类扩张和高收入人群相对较好的收入情况有关, 长期看, 重供应链、重履约的京东壁垒显著, 预计基本盘稳固, 后续增长态势也相对较稳。
- **美团:** 我们预计, 外卖业务 2022Q1 增速有望环比反弹, 到店酒旅业务受损疫情, 但仍有望实现正增长, 疫后修复中两项业务增速均有望进一步加快。

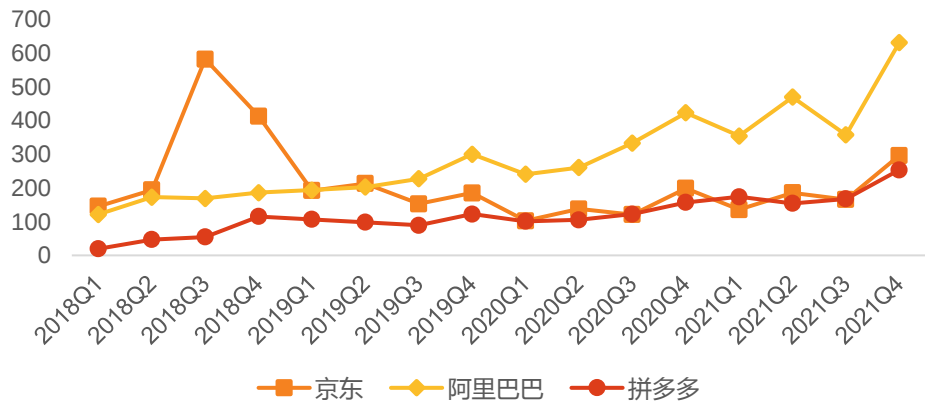
图 17：主要电商平台核心业务增速下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

在变现效率、获客成本——行业主要平台变现效率分化，阿里、拼多多持续提升但京东有所波动，主要因下沉市场获客变现效率影响，2021 年行业获客成本显著增加，主要因集体相对激进的获客，但我们预计后续整体有望稳定或改善。

图 18：单客获客成本 2021 持续增加（元）



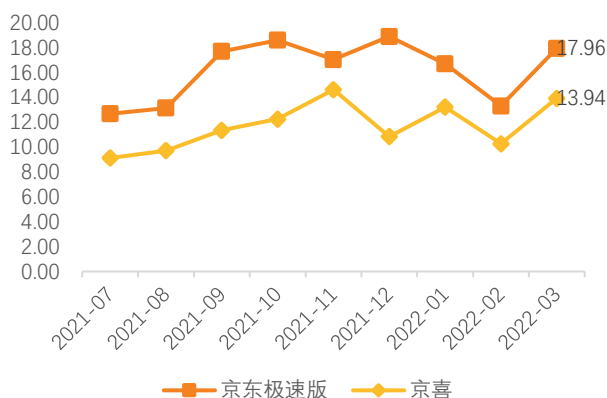
资料来源：wind，天风证券研究所

- 阿里获客成本上持续增加，但变现效率（毛利）提升相对有限。主要因阿里面临竞争分流相对严重，其业务模式在“无二选一”的背景下承压。
- 京东获客成本一度下降，后续有所提升，主要与下沉市场的获客策略先激进后收缩有关。
- 拼多多获客费用和变现效率同比提升，我们认为拼多多的平台运营模式仍具备吸引流量的能力，但下沉市场获客接近边界及品牌化受挫。

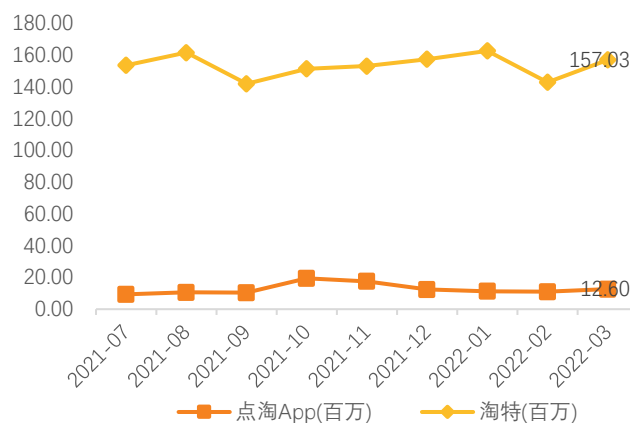
获客策略上——2021 年京东率先收缩，用户获取上，主要平台纷纷收紧相关费用投放，我们看到惊喜、淘特等用户活跃相对停滞。

图 19：京喜、京东极速版 MAU（百万）

图 20：点淘、淘特 MAU（百万）



资料来源：QUESTMOBILE，天风证券研究所



资料来源：QUESTMOBILE，天风证券研究所

2.3. 生鲜、直播等增量电商格局，监管从严决定行业由“全面战”走向降本提效

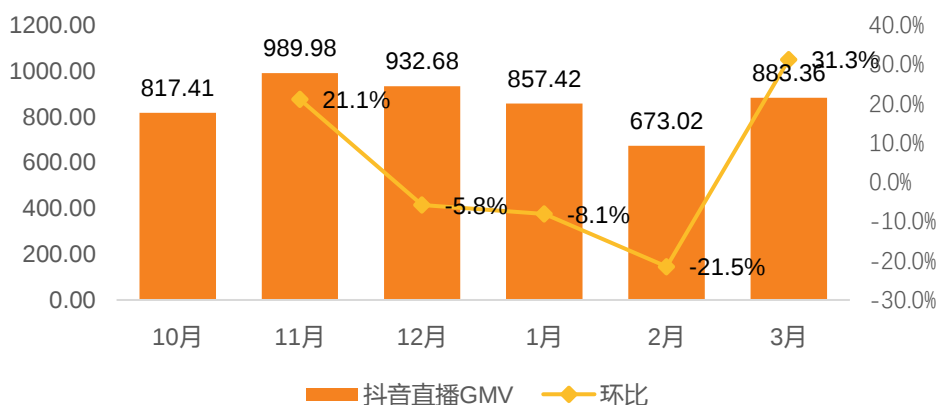
社区团购、直播电商等非纯撮合交易类电商，监管从严之下以低价促销和营销创新等受到制约，各平台纷纷强化业务独立核算，平台边界逐渐明朗：

- ① 在以社区团购为代表的生鲜零售模式创新，其业务模式扩张难以达到此前预设的业务体量，且其获客难以与现有业务形成足够强的协同，主要电商平台均已逐渐收缩相关业务。

我们认为，电商平台在相关业务上的收缩，表明由互联网平台以烧钱为路径、由体量胜负决定主导线下零售业的数字化的路径在当下不具备可行性，基于线下履约设施电商业态，其发展仍需围绕业务本身效率探讨，互联网巨头、第三方企业、线下企业在不同业务上均具备发展的可能，具体看：

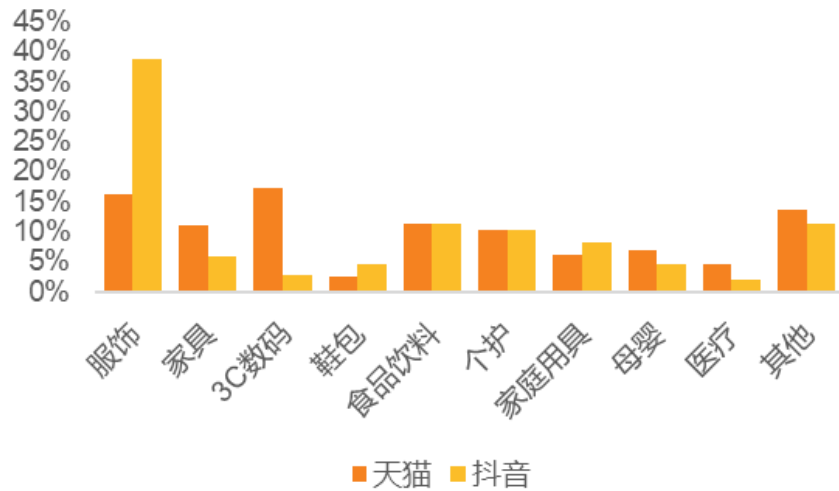
- 拼多多和美团虽有所收缩，仍相对激进。拼多多在社区团购业务上优势更为显著，此外，在直播业态上投入有所放大，我们认为拼多多仍会相对激进的探索成长机会，而美团在即时零售、社区团购、B端业务等领域整体还会维持一定体量的投入。
 - 阿里在淘特、淘菜菜、本地生活、LAZADA及速卖通、盒马等业务上整体投入将减少，从大中台分拆各个业务部门独立负责盈亏，我们预计业务未来整体投入或将显著控制。
- ② 直播业务上，我们关注到虽抖快等基于短视频平台的电商业务直播电商GMV金额表现持续优于行业，但主要受用户渗透推动，品类扩张相对停滞，仍局限在服饰、食品饮料等类目上，在家居、3C数码等重履约、供应链的类目上，劣势明显。

图 21：抖音直播 GMV 走势图（亿元）



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

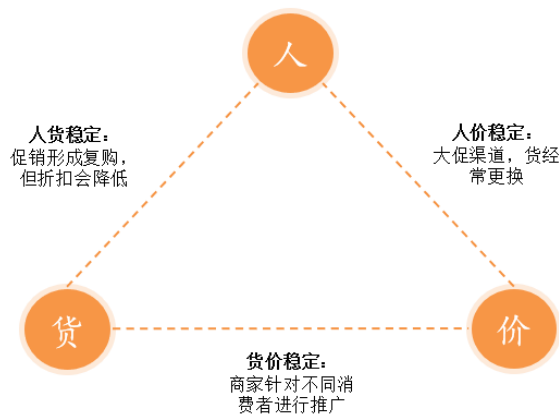
图 22：以天猫和抖音 2022M1 品类结构对比为例，抖音在家具、3C 数码等的短板较为明显



资料来源：飞瓜数据，天风证券研究所

图 23：直播电商媒体属性强，适合营销而不适合作为复购渠道

直播电商促成交易的三个要素中，人、货、价三者中之多有
两两间关系稳定



资料来源：天风证券研究所整理

3. 投资建议

零售行业正在进入由乱到治的新纪元，由全面战向效率战有利于整体长期盈利能力改善。在这其中，

超市：2021Q4-2022Q1，超市已走出景气底部，盈利能力显著加强，且增速有望加快；在公司层面，短期景气波动基本同步，有供应链优势和持续管理变革能力的龙头在①费用控制趋势和盈利能力上进一步拉大优势；②潜在扩张上占据显著优势，当下正蓄势后续有望加速。**超市龙头或有戴维斯双击逻辑，重点推荐永辉超市、家家悦。**

百货：2021Q4-2022Q1，经历疫情反复需求疲软及新租赁准则的多重影响，百货板块录得

行业性亏损，新店拓展逐步放缓；在公司层面，短期波动与区域发展共振，具有区位优势、持续数字化转型变革能力和内部调整优化的龙头在①对接上游供应链能力结合数字技术开发应用正逐步加强；②有的放矢的费用投放思路越发清晰；③以强化体验感为方向，提升单店经营质量和主动关闭无效门店战略正逐步落地。**持续推荐重庆百货、天虹股份。**

电商：行业主要平台在各自核心业务上，2021 年加大费用投放，但加剧内卷且仍面临分流导致获客成本增加及变现效率提升较慢；而在增量电商业务上，监管从严背景下投入策略由“全面战”向“降本增效”靠拢，有望在长期中获得更好的财务回报，直播电商品类扩张相对受阻，我们认为对交易平台的分流影响有望见到拐点。

当下，看好政策缓和、疫后复苏、电商战略调整及行业格局变动带来的结构性机会。看好深耕代运营多年的全域电商服务商**壹网壹创**；看好腰部红人营销为主的红人新经济龙头**天下秀**；平台方面持续关注**美团**。

4. 风险提示

疫情防控趋于常态化：导致部分业态销售持续高于预期或低于预期。

美股审计底稿监管退市风险：美国上市公司退市。

消费恢复不及预期：所有渠道均面向消费者，消费恢复不及预期对公司业绩有影响。

由于选取样本数量有限可能带来统计结果偏差，我们选取的公司主要包括 A 股有代表性的上市公司，并不一定能全面代表真实行业状况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com