



上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

证券研究报告
2022年12月19日
行业：商贸零售
增持（维持）

蓄势待发，关注疫后复苏弹性

——零售行业2023年年度投资策略

分析师：彭毅 SAC编号：S0870521100001

联系人：张洪乐 SAC编号：S0870121040018

行业回顾：2022年前三季度社零呈现V型走势，国内消费缓慢复苏

2022年受全国各地散发疫情冲击，需求低迷，依赖于线下渠道的业态普遍承压。我们认为国内与入境疫情管控政策优化后，以商超便利店为主的零售业态、依赖线下场景的黄金珠宝行业、业绩承压的百货行业均有望实现边际改善，复苏弹性较大。

行业展望：关注各板块行业龙头的短期疫后复苏弹性与长期集中度提升的趋势

- ◆ **黄金珠宝：**短期承压，中长期来看，疫后格局持续优化，行业集中度有望继续提升；供需的结构性变化是未来驱动黄金销售的主逻辑。外部环境催化中小品牌出清，行业加速洗牌，叠加头部品牌加速下沉扩张，行业集中度有望继续提升。需求结构性变化促进行业渗透率提升；供给侧黄金工艺提升与黄金的投资避险属性刺激终端消费。
- ◆ **传统零售：**社区团购降温，行业竞争环境缓和。公司本身来看，供应链能力是超市行业的根基，为公司建立规模经济保驾护航，此外公司数字化赋能+线上线下联动触及更多消费者，积极探索新业态共同推动长期平稳发展。国内零售商近年来纷纷试水仓储会员新业态，供应端效率制胜，需求端体验升级，盒马供应链能力高筑壁垒，永辉超市及家家悦积极转型谋求增量与再发展。
- ◆ **电商平台：**政策监管常态化，未来有望迎来价值回归。政策监管常态化促进行业规范健康有序发展、竞争格局趋于良性及多元化、各电商平台回归初心，聚焦主业，助力实业发展。京东聚焦零售，坚持“以实助实”，以供应链为基石，物流壁垒保障公司业绩稳健增长；阿里巴巴从探索式逐渐转向聚焦式，注重核心业务的提质增效；拼多多基本盘盈利持续改善，重投农研着眼长线发展，借供应链优势积极布局出海业务；美团战略从“Food+Platform”升级为“零售+科技”，业务重心重回零售领域；唯品会不忘初心，稳居品牌特卖折扣电商龙头。



未来十二个月内，维持零售行业“增持”评级。

- ◆ 投资主线一：建议关注疫后复苏弹性较大的黄金珠宝龙头，全渠道布局，具有品牌竞争壁垒的**周大生**；百年黄金品牌且经营稳健的**老凤祥**；践行忠贞品牌理念，具有品牌区隔度的新晋钻石婚戒龙头**迪阿股份**。
- ◆ 投资主线二：建议关注短期基本面边际改善的超市龙头，具有生鲜供应链壁垒与规模经济优势的**永辉超市**；加速省外突破进行全国化布局的**家家悦**；践行密度经济的区域便利店龙头**红旗连锁**；估值水平偏低且完善生鲜供应链与线上布局的**高鑫零售**。
- ◆ 投资主线三：建议关注以零售为王，重履约效率，倡“以实助实”，以供应链优势高筑护城河的**京东集团**；国内电商基本盘稳健，全球化战略持续推进的**阿里巴巴**；盈利持续改善，重农长线发展，积极布局出海的**拼多多**；本地生活龙头地位稳固，新零售业务打开第三增长曲线的**美团**；聚焦品牌特卖的折扣电商龙头**唯品会**。

风险提示：经济复苏不及预期；感染新冠病毒风险；政策趋严；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；新业态转型不及预期



目录

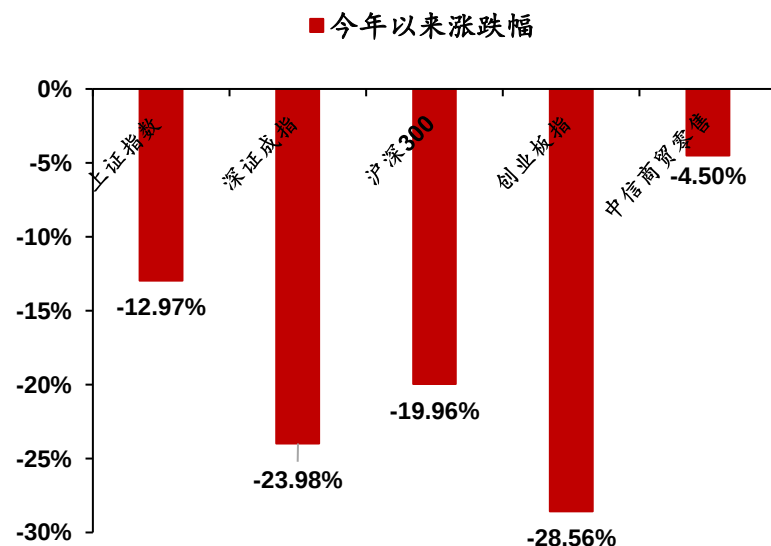
Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议
- 七、风险提示

1.1 行情回顾：今年以来商贸零售板块表现优于大盘

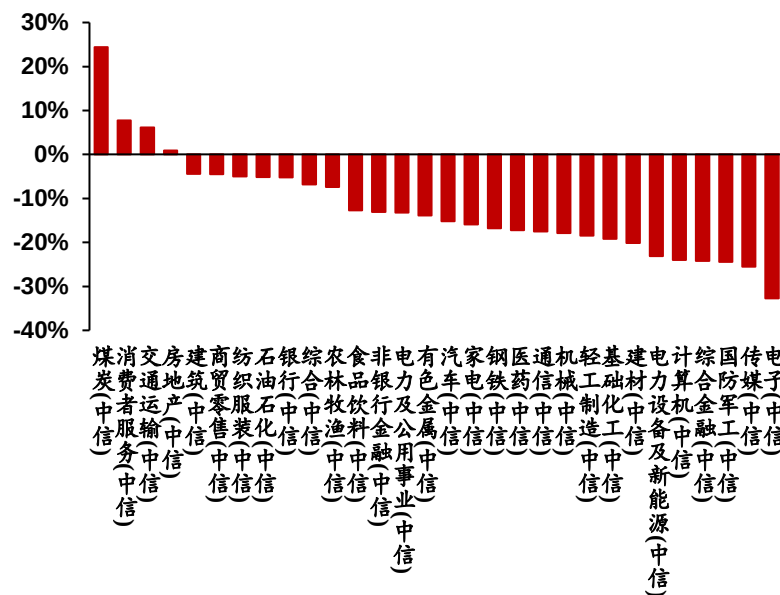
- ◆ 截至2022年12月16日，商贸零售指数下跌4.5%，跌幅小于沪深300指数15.46pct，表现优于大盘。
- ◆ 30个中信一级行业中商贸零售板块表现优于大部分行业，排名第6位，其中有4个行业上涨。
- ◆ 零售板块子行业中，今年以来百货、超市及便利店、综合业态分别上涨16.87%、14.70%、3.21%，其他子板块均下跌，其中黄金珠宝和电商分别下跌16.13%和23.33%。

图1 年初至今CS商贸零售指数跌幅小于沪深300



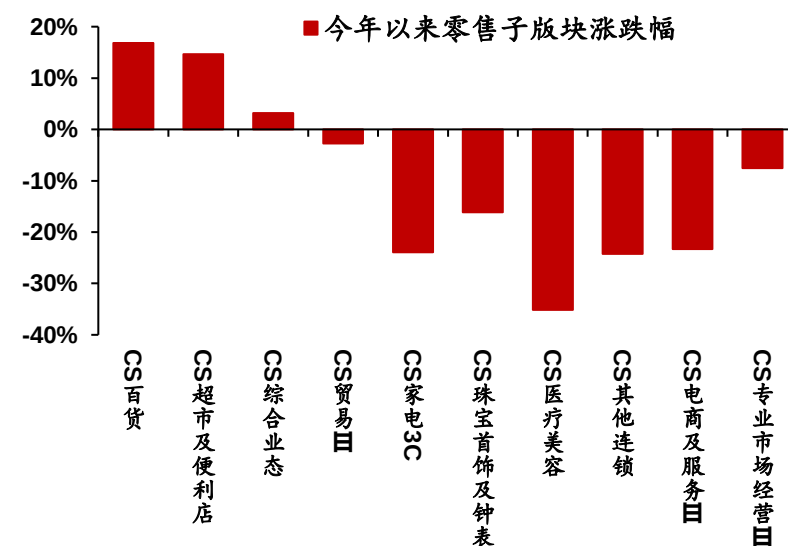
资料来源：Wind，上海证券研究所

图2 年初至今CS商贸零售板块位居第6位



资料来源：Wind，上海证券研究所

图3 年初至今CS商贸零售板块子行业涨跌幅



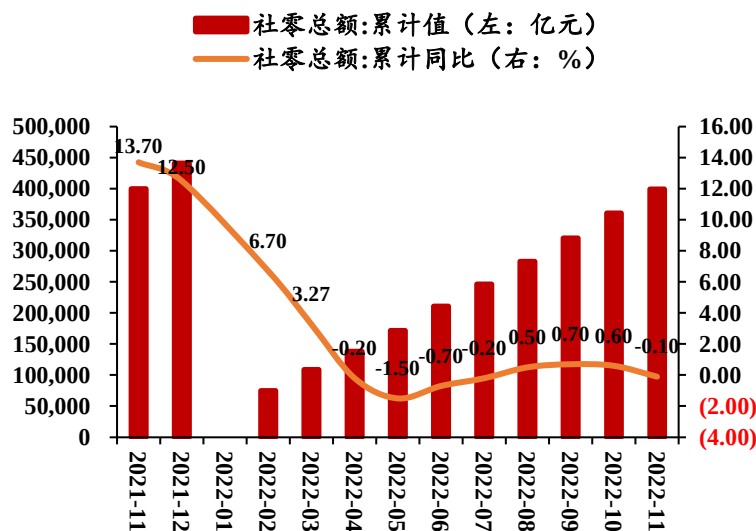
资料来源：Wind，上海证券研究所



1.2 零售数据回顾：疫情冲击，需求低迷 (1/3)

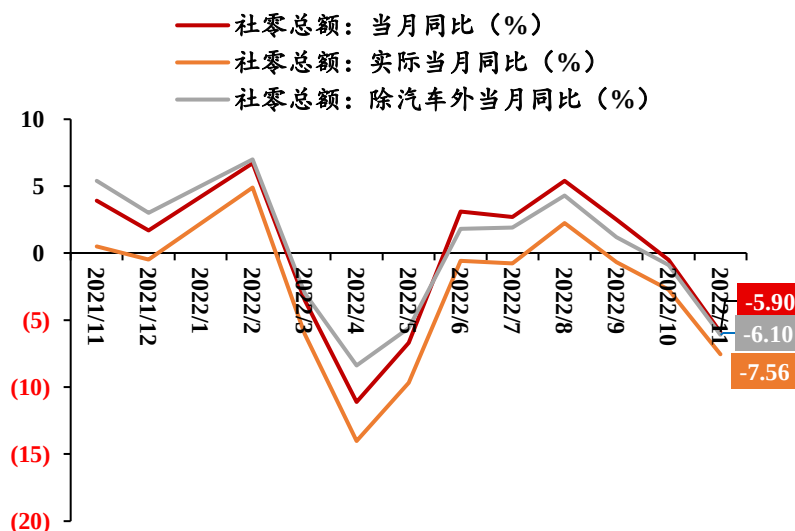
- ◆ **2022年前三季度社会消费呈现V型走势。**2022年前三季度，我国社零总额为32万亿元，同比+0.7%。其中Q1/Q2/Q3单季度同比分别+3.3%/-4.6%/+3.5%，二季度受全国各地散发疫情冲击，消费普遍承压，6月份开始社零增速转正，缓慢恢复。
- ◆ **2022年11月单月社零同比-5.9%，增速环比-5.2pct。**扣除价格因素同比-7.56%；剔除汽车同比-6.1%。分区域看，城镇同比-6%，农村同比-5.2%。分类型看，餐饮服务收入下降幅度仍然很大，为-8.4%，商品零售同比大幅-5.6%。
- ◆ **消费者信心仍有待恢复。**消费者信心于2022年4月达到2020年疫情开始以来的最低，仅为86.7。后有边际改善，2022年10月为86.8。预计随着疫情防控优化，消费者信心有望继续提振。

图4 社零总额累计值及同比增速



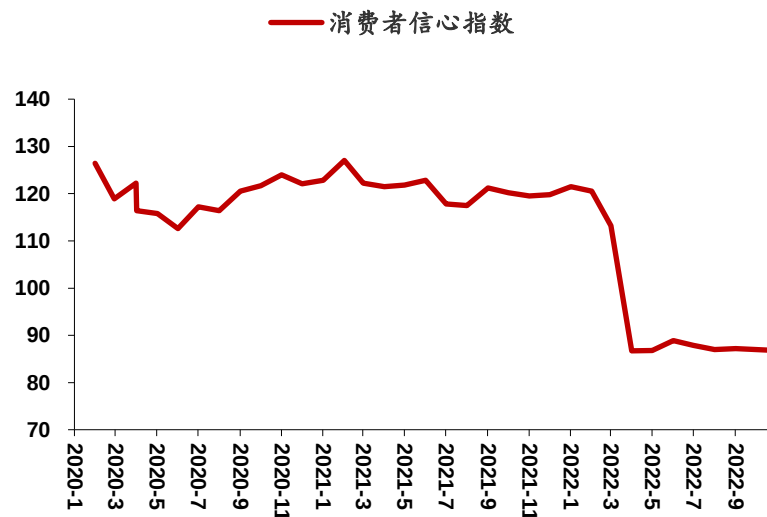
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图5 社零总额当月同比增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图6 消费者信心指数



资料来源：国家统计局，上海证券研究所



1.2 零售数据回顾：必选消费表现稳健，可选消费承压（2/3）

分品类看，

◆ 必选消费表现稳定，11月 CPI 同比上升

1.6%。疫情期间居民消费意愿下降，消费需求更多集中于生活必需品。粮油食品/饮料/烟酒零售额11月分别同比+3.9%/-6.2%/-2%，增速环比-4.4pct/-10.3pct/-1.3pct。

◆ 可选消费因疫情波动明显，有不同程度的下降，期待疫后复苏弹性。黄金珠宝/服装鞋帽/化妆品/家电11月增速同比分别-7%/-

15.6%/-4.6%/-17.3%，增速环比分别-4.3pct/-8.1pct/-0.9pct/-3.2pct。

表1 限额以上商品零售细分品类增速

大类	分品类	2021年11月	2022年10月	2022年11月	增速同比变化	增速环比变化
合计	限额以上总额	4.50%	6.60%	-5.70%	-10.20%	-12.30%
	粮油、食品类	14.80%	8.30%	3.90%	-6.50%	-4.40%
必选消费	饮料类	15.50%	4.10%	-6.20%	-11.40%	-10.30%
	烟酒类	13.30%	-0.70%	-2.00%	-14.00%	-1.30%
	中西药品类	9.30%	8.90%	8.30%	-0.40%	-0.60%
	金银珠宝类	5.70%	-2.70%	-7.00%	-8.40%	-4.30%
	化妆品类	8.20%	-3.70%	-4.60%	-11.90%	-0.90%
	家用电器和音像器材类	6.60%	-14.10%	-17.30%	-20.70%	-3.20%
可选消费	服装鞋帽针纺织品类	-0.50%	-7.50%	-15.60%	-7.00%	-8.10%
	家具类	6.10%	-6.60%	-4.00%	-12.70%	2.60%
	建筑及装潢材料类	14.10%	-8.70%	-10.00%	-22.80%	-1.30%
居住类	汽车类	-9.00%	3.90%	-4.20%	12.90%	-8.10%
	石油及制品类	25.90%	0.90%	-1.60%	-25.00%	-2.50%
汽车类	文化办公用品类	18.10%	-2.10%	-1.70%	-20.20%	0.40%
	通讯器材类	0.30%	-8.90%	-17.60%	-9.20%	-8.70%
文娱其他						

资料来源：国家统计局，上海证券研究所

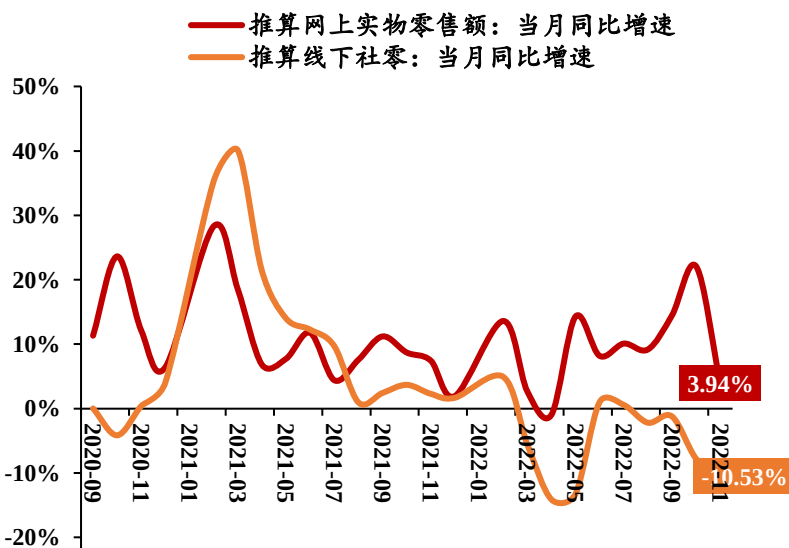


1.2 零售数据回顾：11月电商渗透率创历史新高，线下消费仍待恢复（3/3）

分渠道看，11月电商渗透率创历史新高，线下消费仍待恢复：

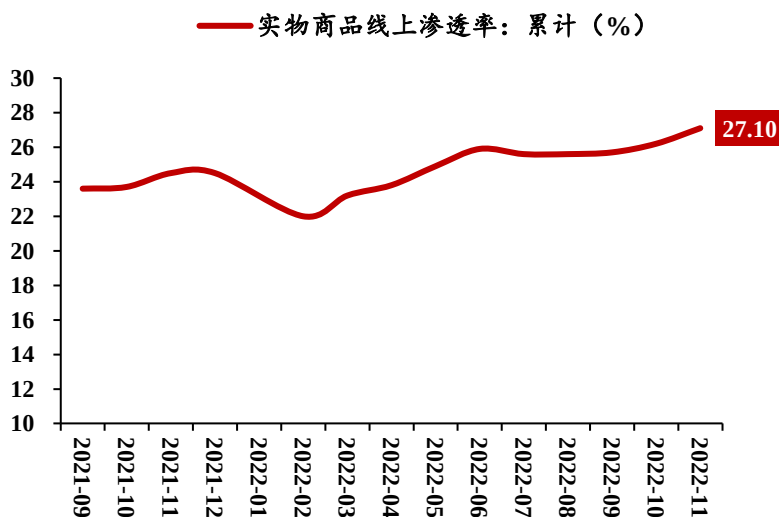
- ◆ **线下消费受限，超市便利店表现相对突出。**11月推算线下零售额为2.5万亿元，同比-10.53%，增速环比-2.7pct；1-11月推算线下零售额增速为-3.45%，其中超市便利店等业态逆势上涨，**1-11月限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店零售额同比分别增长3.1%、4.3%、3.6%，**专卖店与去年基本持平，百货店下降8.0%。
- ◆ **电商渗透率创历史新高，单11月实物线上增速为今年以来最高。****1-11月全国实物商品网上零售额为10.8万亿元，同比+6.4%，**推算11月单月同比增加3.94%，线上消费需求释放带动作用明显。1-11月电商渗透率为27.1%（环比+0.9pct，同比+2.6pct），创历史新高。1-11月实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类分别+15.1%/+3.4%/+6.1%。

图7 推算实物商品线上及线下零售额当月同比增速



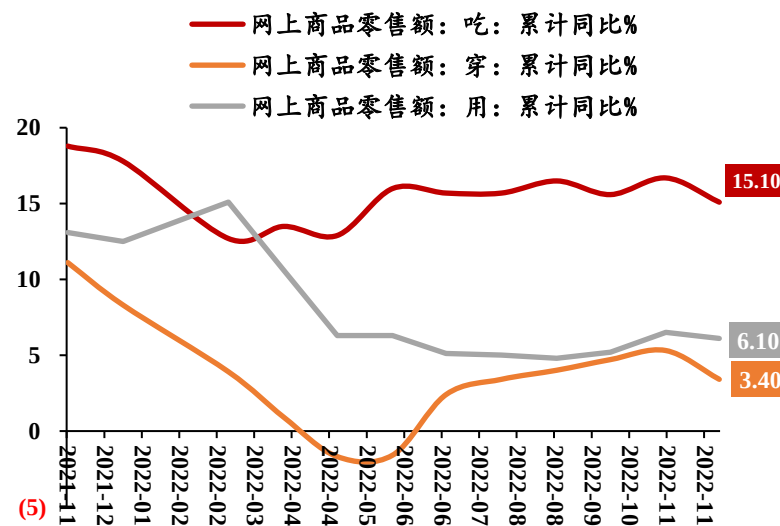
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图8 实物商品线上渗透率维持高位



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图9 网上商品零售额吃/穿/用累计同比



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

目录

Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线**
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议
- 七、风险提示

2. 2023年零售行业三大投资主线：

- 1. 关注疫后复苏弹性较大的低估值板块。**线下业态（包括百货/商超/便利店/黄金珠宝）受疫情影响较明显，受限于线下消费场景，因此疫情有效控制后复苏弹性较大。12月7日，国家卫健委发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，继疫情防控的二十条措施后，又部署落实了新十条防控措施。随着国内疫情管控政策的优化，我们认为以商超便利店为主的零售业态、依赖线下场景的黄金珠宝行业、业绩承压的百货行业均有望实现边际改善，复苏弹性较大。
- 2. 关注行业集中度不断提升的趋势。**疫情、竞争激烈、需求端消费信心不足等负外部因素共同影响下，行业加速洗牌，随着市场竞争的白热化，大部分企业收入和利润端均会受到不同程度的影响，因此具有较高护城河优势、较强风险抵御能力的商超、黄金珠宝龙头公司有望率先抢占市场份额，倒逼能力不足的中小企业快速出清，行业集中度不断提升。
- 3. 关注实体经济的发展以及电商平台型企业价值回归。**线下百货商超便利店均为民生渠道，为居民提供便利，电商平台也是服务实体经济的重要渠道。过去两年，国家反垄断以及平台监管加强，叠加平台之间的竞争白热化，部分电商平台公司基本面和估值“双杀”；随着各项法规政策落地，平台经济进入良性发展阶段，与实体经济结合更加紧密的平台公司价值有望突显。



目录

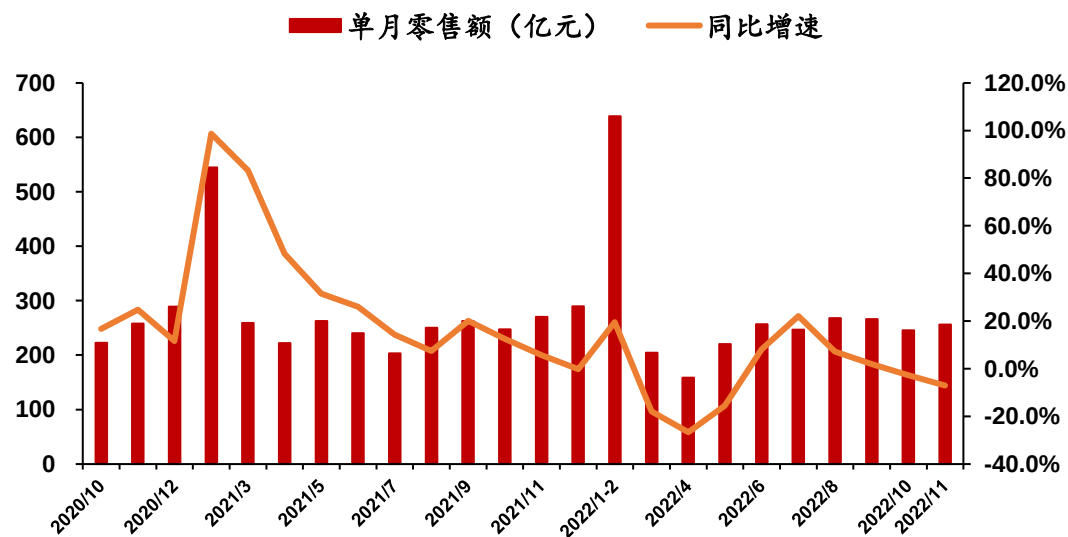
Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大**
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议
- 七、风险提示

3.1 黄金珠宝行业零售额在可选消费板块中显韧性

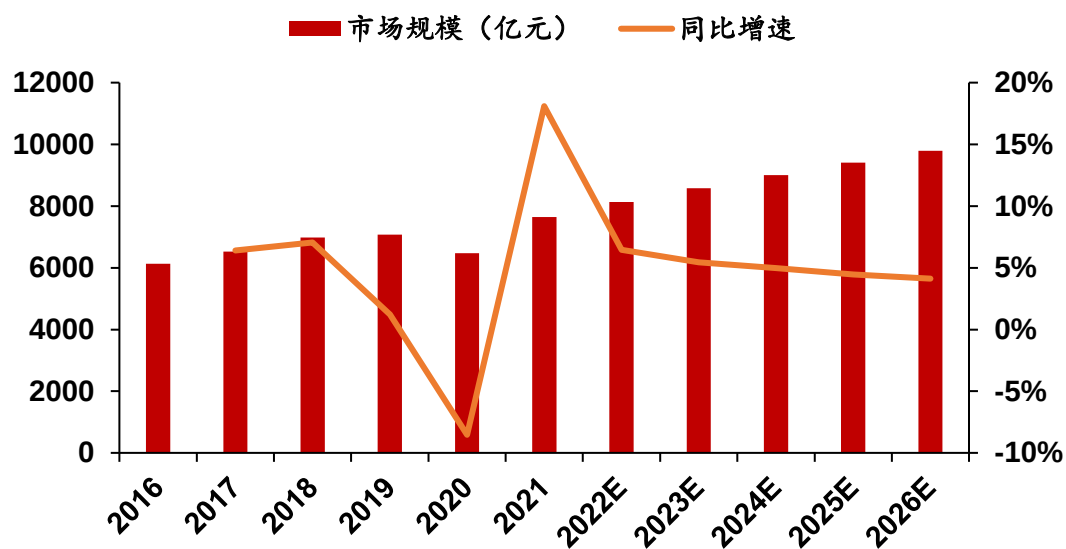
- ◆ **黄金珠宝行业零售额在可选消费板块中显韧性。**2022年1-11月份，金银珠宝类社零总额为2770亿元，同比增长0.8%，在可选消费板块中表现显韧性。11月金银珠宝类社零总额为256亿元，同比下降7%，婚庆等刚需疫后有望率先释放，期待疫后行业复苏反弹。
- ◆ **从行业规模来看，**据欧睿国际的数据显示，黄金珠宝行业总量大(2021年7642亿元)，增长平稳(欧睿预计未来五年CAGR+5.1%)；2021年我国是全球第一大珠宝消费市场，占比达到35%，其次为美国（19%）、印度（17%）；细分赛道来看，我国是黄金消费第一大国和钻石消费第二大国。

图10 黄金珠宝单月零售额及同比增速



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图11 我国黄金珠宝首饰行业市场规模及同比增速



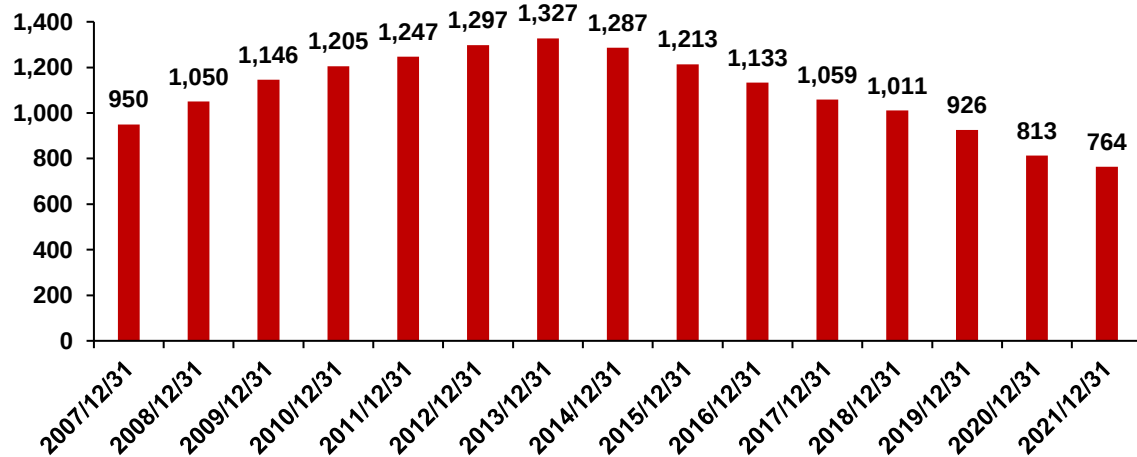
资料来源：欧睿国际，上海证券研究所



3.2 行业集中度不断提升，供需的结构性变化是未来驱动黄金销售的主逻辑

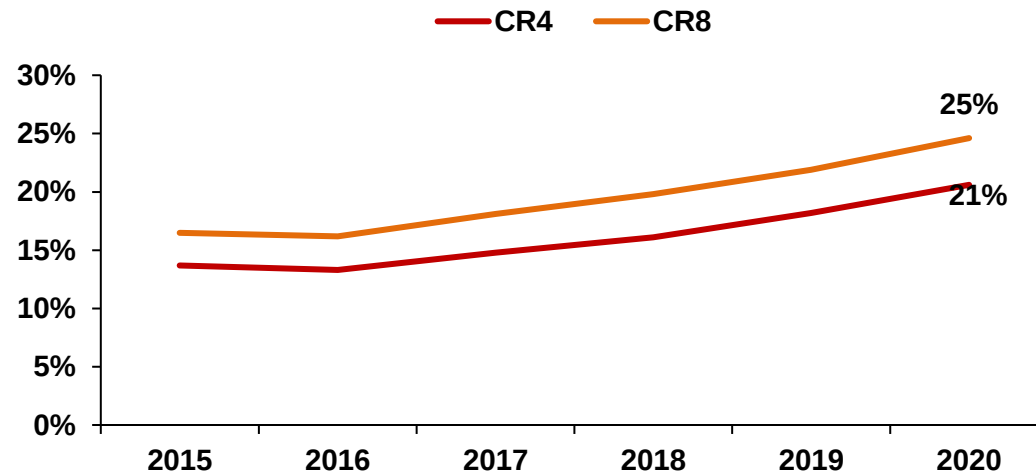
- ◆ **从需求端来看，婚嫁需求弱化，可选消费需求增强。**据世界黄金协会数据，2020年珠宝最主要需求为自戴需求（32%），其次为婚嫁需求（28%）。一方面，我国结婚登记对数逐年下降，自2011年1247万对降至2021年764万对，婚嫁需求下降。另一方面，Z世代消费者在审美觉醒、国潮崛起趋势下珠宝悦己需求加强，珠宝消费更加日常化及年轻化，未来行业渗透率有望继续提升。
- ◆ **从供给侧来看，行业集中度不断提升，马太效应凸显。**产品端，黄金品类工艺升级（3D、5G、古法金）及设计迭代刺激终端消费，黄金避险与投资属性促进需求复苏；价格端，一口价黄金改克重变革促进定价机制透明化与行业规范化；渠道端，头部品牌积极拓展下沉市场，加速争夺市场份额。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，促进行业竞争格局优化。

图12 近十年结婚登记对数逐年下降（单位：万对）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图13 黄金珠宝行业集中度持续提升



资料来源：欧睿国际，上海证券研究所



3.3 周大生：Q3业绩承压，长期看展店提速及黄金产品升级

- ◆ **公司渠道与品牌双向互哺。**公司品牌在三四线城市更具辨识度，消费者更具粘性和忠诚度，公司不断推进渠道下沉，以省代发力广覆盖，以自管理理想样板店精细化经营，提高公司品牌知名度和影响力。
- ◆ **2022Q3收入略有增长，业绩承压。**2022年前三季度实现营收89.37亿元（同比+38.05%），归母净利润9.31亿元（同比-7.48%），单季度看，Q3收入略有增长，业绩承压。分渠道看，加盟业务贡献主要收入，电商收入同比略有下滑；分品类看，黄金产品延续高景气度，镶嵌品类因三季度订货会影响销售占比下滑。我们认为未来随着渠道加速扩张、订货会顺利展开以及第四季度双十一等节日加持，收入规模或将实现稳定增长。
- ◆ **全渠道经营，线上线下联动，省代进入轨道期。**截止2022三季度末，公司门店数量达到4573家，其中加盟门店4339家，自营门店234家。前三季度累计新开门店415家，关闭优化整合门店344家，净增门店数量71家，其中Q3净增48家。预计未来总部、区域办事处、省代、加盟商四方共同赋能，激发渠道活力，加快拓店节奏。
- ◆ **未来黄金作为公司主力产品有望持续放量。**公司持续落实以黄金产品为主线的产品战略调整，黄金研创力度不断加强，黄金产品体系日益完善，着力构建时尚、文创类黄金产品的差异化竞争优势，黄金产品工艺提升等结构性变化是推动黄金销售的主驱动力。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；门店扩张不及预期；省代模式推进不及预期；行业竞争加剧；

金价波动



3.4 老凤祥：经营稳健韧性凸显，渠道稳步扩张争夺市场份额

- ◆ **老凤祥岁月不败风华，经典历久弥新。** 公司具有174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”，2022年10月老凤祥作为大中华区唯一入选珠宝首饰品牌，在“2022全球高档和奢侈品牌价值50强”中位列第28位。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。
- ◆ **渠道端未来在“五位一体”营销体系带动下，有望继续推进渠道下沉，不断提升市场覆盖面和占有率。** 截至2022H1，公司营销网点数量**5055家**（含海外银楼15家），2020/2021/2022H1公司分别净增加营销网点557/495/110家。2022年，公司将重点关注和培养年销售额在 20 亿以上新兴区域市场，深挖全国市场潜力，计划新增银楼专卖店（加盟店）、经销网点（专柜）不少于 300 家。
- ◆ **公司经营稳健，不断优化产品结构。** 2022年前三季度实现营业收入535.38亿元（同比+7.54%），归母净利润13.56亿元（同比-9.49%），扣非归母净利润13.75亿元（同比+8.60%），疫情影响下公司仍实现营收利润稳健增长。公司创新研发，丰富产品体系，9月围绕“国潮、国风、国韵”推出黄金典藏级作品和高端精品“藏宝金”系列，弘扬匠人匠心的精神和国潮文化，体现老凤祥传统工艺与现代技术的融合，成为公司激发消费的“新动能”，引领消费的“新赛道”。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；门店扩张不及预期；行业竞争加剧；金价波动



3.5 迪阿股份：经营阶段性承压，拓店持续性推进

- ◆ **新晋的钻石婚戒企业，忠贞爱情守护者。**公司坚守“一生只送一人”的创新经营理念，主打求婚钻戒和结婚对戒赛道，进而建立品牌区隔度，深化品牌竞争壁垒。未来叠加定制化销售模式、全自营渠道、高效信息系统、柔性供应链等优化，持续提升品牌势能、美誉度以及品牌质感。
- ◆ **ROE水平高，短期经营承压。**公司采取全自营经营模式，毛利率水平保持70%左右高位，显著高于行业平均水平。得益于定制化、轻资产运营的商业模式，公司盈利能力和资产周转率较强，公司录得行业最高ROE水平，2020/2021年分别为63%/33%。2022年前三季度实现营业收入30.43亿元（同比-10.79%），归母净利润7.73元（同比-22.00%），经营阶段性承压主要系国内散发疫情影响线下客流及消费者购买意愿。
- ◆ **持续性推进门店扩张，完善产品矩阵。**截至2022H1，公司门店数量为552家，2022上半年公司新开自营门店91家，7-9月分别新开36/16/33家，公司在疫情影响下仍逆势展店。2022年6月，公司发布黄金婚嫁系列上线试水，扩展完善产品矩阵；此外公司与顶级珠宝设计师合作，将品牌LOGO 植入到产品，如D系列可以拆分为I+U，代表“我和你”，深受用户喜爱。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；门店扩张不及预期；行业竞争加剧；品牌理念影响力下滑



目录

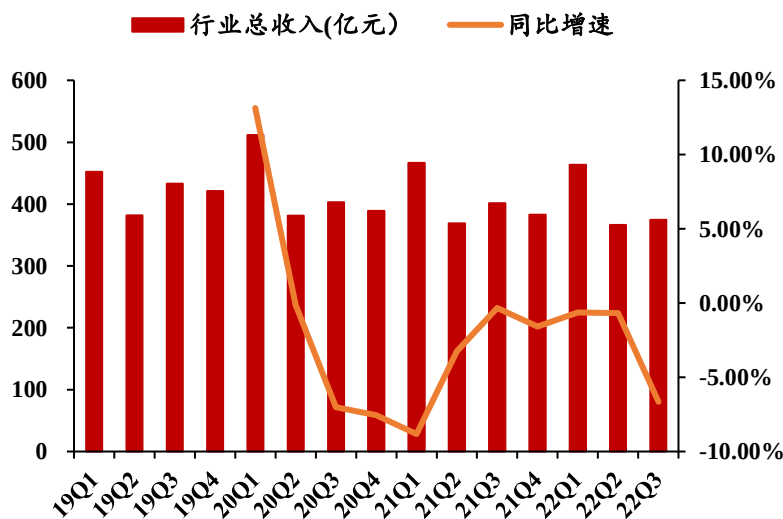
Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效**
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议
- 七、风险提示

4.1 线下商超2022年前三季度业绩亏损收窄，基本面有边际改善

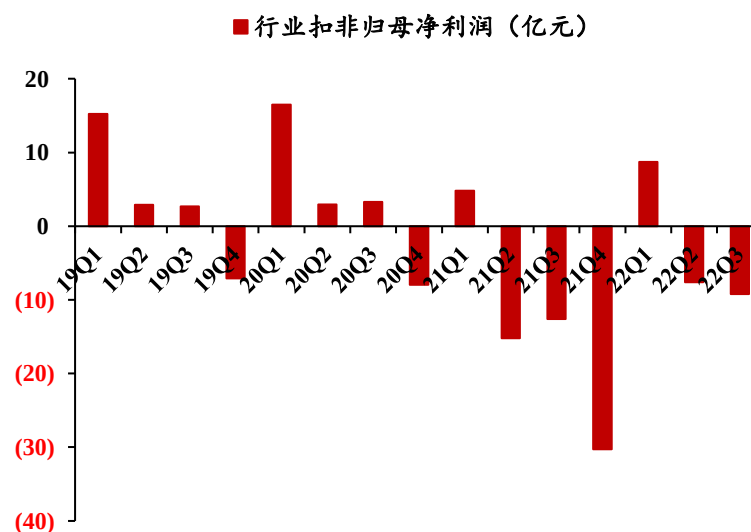
- ◆ **2022年超市板块收入整体下滑。**我们选取超市行业8家主要上市公司（下称“超市行业整体”），2022年前三季度超市行业整体实现营业收入1205亿元（-2.6%），Q1/Q2/Q3单季度分别-0.64%/-0.68%/-6.64%，均有不同程度的下滑。
- ◆ **2022年业绩亏损收窄，基本面有边际改善。**2022年前三季度超市行业整体亏损8亿元，亏损收窄15亿元。分季度看，Q1扣非归母净利润扭亏，同比+82%，Q2/Q3均有不同程度的亏损，但亏损幅度小于2021年。行业平均毛利率水平2022Q3提升至27.11%。其中，行业龙头永辉超市2022Q1业绩出现反转，实现扣非归母净利润6.28亿元；家家悦和红旗连锁连续三个季度实现盈利，表现优于行业。

图14 2022Q1/Q2/Q3超市行业整体营收增速下滑



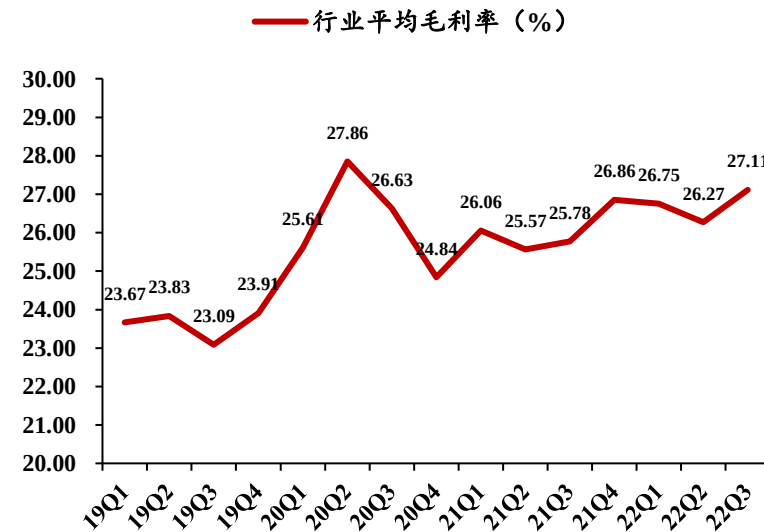
资料来源: wind, 上海证券研究所

图15 2022年超市行业整体业绩优于前一年



资料来源: wind, 上海证券研究所

图16 2022年前三季度超市行业平均毛利率逐步提升



资料来源: wind, 上海证券研究所



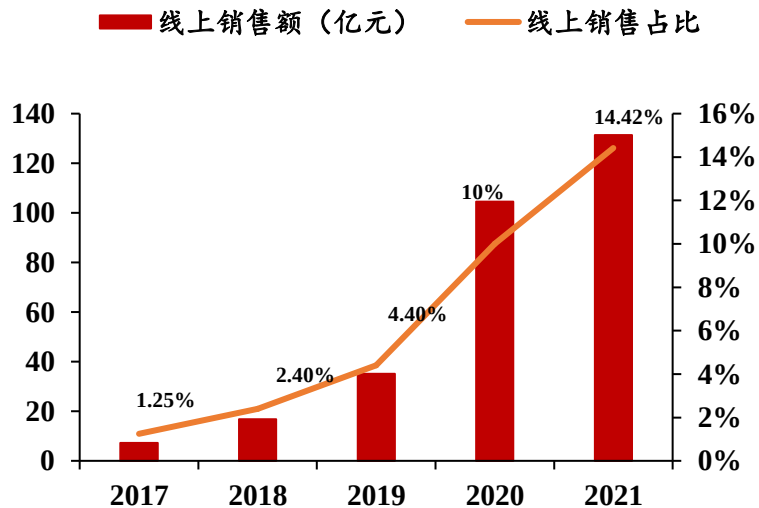
◆ **强供应链能力与规模优势双向互哺：**生鲜为超市核心的引流品类，需要冷链物流等强供应链能力支撑。超市行业龙头公司加密展店，建立规模经济也需要供应链广覆盖与强配置：永辉超市仓储中心布局全国29个省市，物流配置领先，有效保证生鲜品质；家家悦坚持胶东区域密集布局，立体式物流网络实现深度覆盖。同时，公司凭借其门店规模优势可以获得上游较强议价权，进而提高直采比例与自有品牌建设，提高采购效率，提升盈利能力，最终强化供应链能力建设。

◆ **龙头公司加大数字化建设，加强线上线下联动：**永辉与家家悦均持续加大科技投入，加快推进数字化转型，赋能供应链与门店优化，提升经营效率。同时，线上线下联动互相引流，到店到家协同提高全渠道运营能力。截至2022三季度末，永辉超市线上业务销售额占比达16.35%，家家悦创新线上直播、社群团购、云超模式提升其优鲜平台的体验。

图18 永辉彩食鲜全国布局广



图19 永辉超市大力发展线上业务



资料来源：公司官网，上海证券研究所

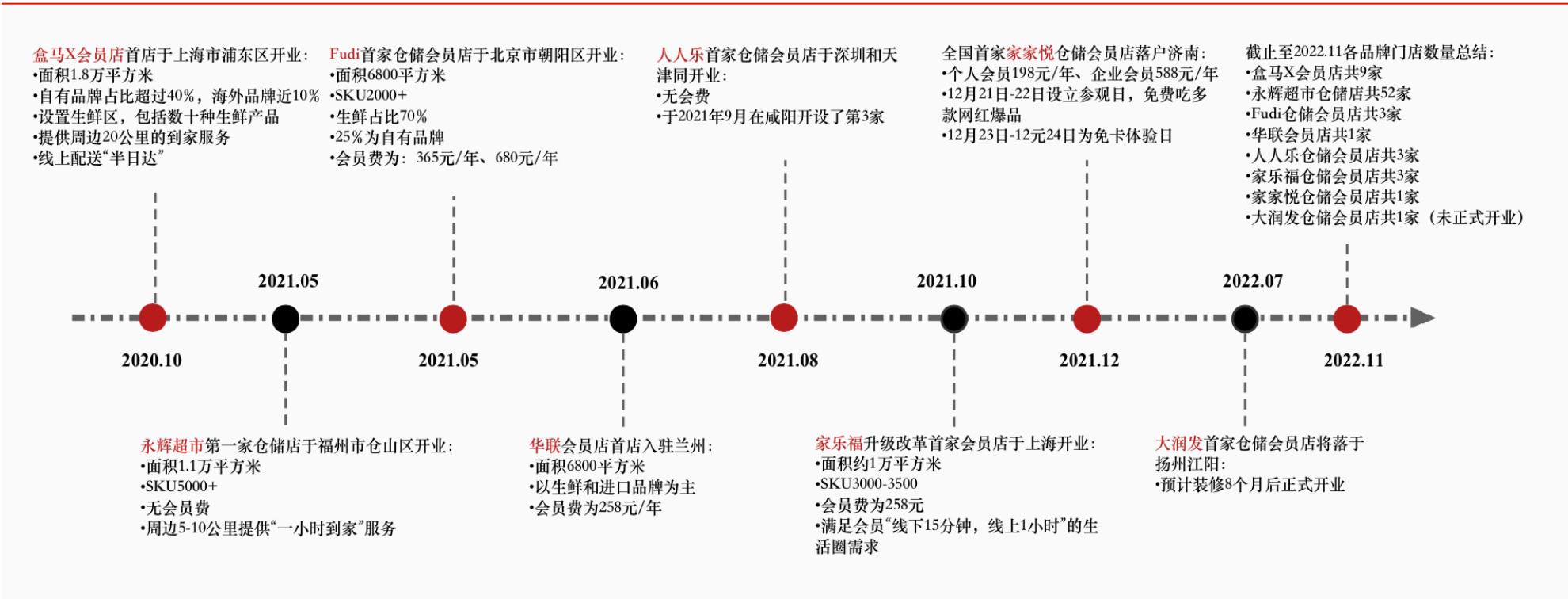
资料来源：公司公告，上海证券研究所



4.3 超市探索新模式，试水新业态，谋求创新与再发展 (1/2)

◆ **超市积极创新，探索仓储会员新业态：**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个月后就实现单店盈利，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。仓储会员店模式优化精简SKU，提高商品周转率，创造新消费场景吸引客流，提高用户购物频次，占领消费者心智。其中永辉超市定位“民生仓储店”，零会员费，主打高频的民生流量商品，差异化运营初显成效，2021年底仓储会员门店达到53家。

图20 国内仓储会员业态发展历程



资料来源：界面新闻、第一财经商业数据中心、DOWNS、新浪财经、壹览商业、智慧研究所、零售圈、中视快报、家乐福官网、新民晚报、EMBA、商业地产头条、赢商网、家家悦会员店公众号、开店邦、金融界、永辉公司公告、职业零售网、福布斯中国、新浪、上海证券研究所



4.3 超市探索新模式，试水新业态，谋求创新与再发展（2/2）

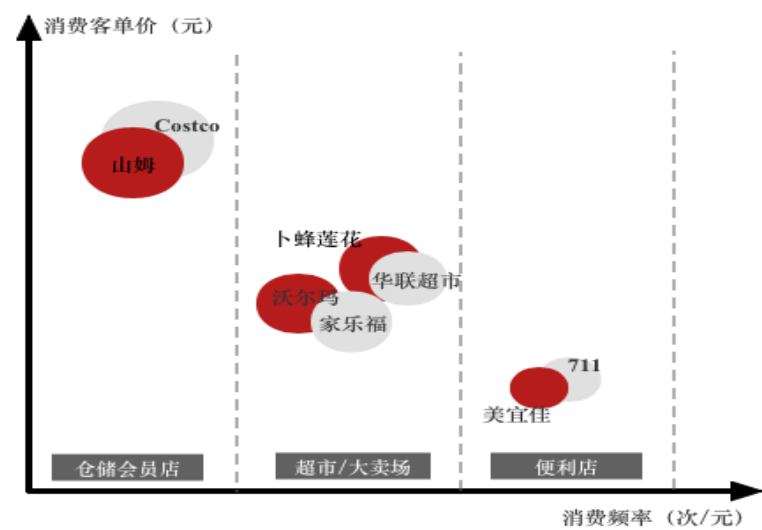
- ◆ **与传统商超业态相比，仓储会员店的优势：低SKU、高周转、高ROE、高客单、高坪效。** 仓储会员业态精简SKU，提高商品的周转率及单品销售额，进而提高ROE水平；仓储业态定位中高端客群，消费客单价较传统模式高；叠加仓储销一体的模式最大化利用空间录得新业态的高坪效。
- ◆ **长期来看，供应链水平是仓储会员业态长青的基石：**企业选品能力和商品组合能力依赖其强供应链水平，自有品牌占比高是仓储会员业态的核心之一，山姆的自有品牌占比达35%以上，盒马X会员店自有品牌占比达40%，主要系自有品牌在提高毛利率水平的同时也增强会员店消费者粘性。我们认为供应链壁垒高的企业在新业态运营中或更快实现盈利。

表2 杜邦分析法拆解两种业态2021年ROE

	Costco	沃尔玛	永辉超市	红旗连锁	家家悦
销售净利率（%）	2.59	2.43	-4.94	5.14	-2.03
总资产周转率	3.41	2.30	1.43	1.37	1.42
权益乘数	3.20	3.03	4.25	1.91	4.73
ROE（%）	27.93	16.66	-26.28	13.51	-11.32

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

图21 不同业态消费客单价与消费频率对比



资料来源：中国连锁经营协会，前瞻产业研究院，上海证券研究所



4.4 盒马：强供应链能力支持多业态协同发展

- ◆ **盒马升级为三大事业部+三大中台的“三横三纵”业务架构。**2022年9月，CEO侯毅宣布完成新一轮组织架构升级，纵向设置盒马鲜生事业部（负责盒马鲜生、盒马mini）；盒马MAX事业部（负责盒马X会员店）；盒马NB事业部（负责盒马邻里及盒马奥莱）。2022年盒马鲜生销售额同比增长超25%，盒马X会员店增长超247%，奥莱和邻里的增长高达555%。
- ◆ **强供应链能力支持盒马多业态协同发展。**盒马不断加强供应链能力建设，已建立以三级网络和五大中心为代表的立体的供应链网络的形态。三级网络为CDC全国中央仓，RDC区域中心仓和FDC城市仓；五大中心包括常温物流中心、低温物流中心、服务于蔬菜、水果的加工中心，以及服务于活鲜的活鲜月库暂养中心。生鲜领域，公司在上游建立140个“盒马村”，在武汉和成都分别布局供应链中心，把生鲜店仓网络越织越密，为生鲜农产品自有品牌提供硬件支撑。截至10月底，盒马的自有品牌商品类目已经达到1200多种，催生了10个销售规模过亿的“盒品牌”。
- ◆ **盒马X会员业态：**以商品品质为导向，着力打造5个新的零售场景，以及12个拓展分类。目前在全国已布局9家门店，分布于北京、上海、苏州和南京。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，开展跨区域扩张。
- ◆ **盒马奥莱业态：**是折扣零售业态，主攻下沉市场的需求和拓展。目前采用硬折扣+软折扣相结合的方式，一方面大力发展毛利率水平较高的自有品牌，另一方面为盒马鲜生处理临期、短保、易损耗的商品，降低损耗，提高周转效率。目前在全国开设50多家奥莱店，以上海第一家盒马奥莱为例，其单店面积500平方米，日均销售额达15万元，毛利率约为15%，坪效约为普通大卖场的7倍以上。我们认为此业态以低价折扣商品作为引流，以自有品牌实现盈利，未来或将聚焦于品牌力与产品力的建设。

4.5 永辉超市：超市行业龙头，数字化赋能强生鲜供应链

- ◆ **关注公司优化门店、经营调整后盈利能力改善的弹性。** 公司2021年实现营收910.62亿元（同比-2.3%），2022年前三季度实现营收709.07亿元（同比+1.53%），2021年因内外因素共同影响亏损严重，2022Q1扭亏实现6.28亿元扣非归母净利润，Q2亏损5.34亿元（同比减亏5.64亿元），Q3亏损7.4亿元（同比减亏1.66亿元），亏损幅度均有所收窄。预计随着门店优化调整进度不断推进，盈利能力将稳步修复。
- ◆ **积极推进数字化转型，生鲜供应链是公司可持续发展的强竞争壁垒。** 公司形成“基地-物流中心-门店”扁平化的供应链体系，能够大大缩减周转环节，降低生鲜损耗率，提高运营效率。高直采比例保证自有品牌产品质量，公司通过股权收购来绑定上下游，提升议价能力，形成规模效应。此外，公司自主研发全链路零售数字化系统“YHDOS”已规模性投入使用，有望降本提效。
- ◆ **探索新业态优化单店模型并积极布局线上业务。** 截至2022年11月，公司门店覆盖福建、浙江、广东、江西等29个省市，包含553个城市，共设有1044家门店，经营面积超过800万平方米，规模处于行业领先地位。2021年5月开始试行仓储会员店模式，至2021年底共开业53家，可比同店增速达32.9%。2022年前三季度线上平台“永辉生活”自营到家业务已覆盖987家门店，实现销售额63亿元（同比+17.32%），日均单量31万单；第三方平台到家业务覆盖915家门店，实现销售额53亿元，日均单量为21万单，O2O业务的大力发展提升店效，助力优化公司单店模型。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；仓储会员店进展不及预期；数字化改革成效不及预期

4.6 红旗连锁：区域便利店龙头经营稳健，是密度经济的优秀践行者

- ◆ 从商品类别到消费方式均不同于社区团购，在此业态冲击下，公司基本盘依旧稳健。公司2021年实现营收93.51亿元（同比+3.29%），归母净利润4.81亿元（同比-4.66%）；2022年前三季度实现营收75.73亿元（同比+8.18%），归母净利润3.57亿元（同比+2.27%），若扣除投资收益部分，归母净利润为2.94亿元（+16.6%）。从收入结构看，食品、烟酒占比最大，2022年H1烟酒占比提升至33%，食品略有下降至46%。食品类营收增速为2.34%，烟酒类商品受社区团购等新业态冲击有限，营收仍实现14.25%的增长。
- ◆ 坚持“商品+服务”的差异化竞争策略。公司持续优化商品结构、丰富增值服务内容；加密展店，且大部分门店贴近社区，一站式解决居民生活需求，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。不同于社区团购次日达模式，便利店可满足居民即时性消费需求，客户粘性强。
- ◆ 以成都为中心向川内多地拓展门店，是密度经济的优秀践行者。2022年上半年新开门店34家，老店升级改造142家。截至2022年上半年，共有门店3557家（大多分布于大成都23个市县），其中24小时门店147家，甘肃红旗便利店97家。公司继续加强全川门店加密布局，计划三年开千店，是密度经济的优秀践行者。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；门店扩张不及预期；行业竞争加剧



4.7 家家悦：加速省外突破进行全国化布局，数字化转型提质增效

- ◆ **2022年起业绩边际改善。**公司2021年实现营收174.33亿元（同比+4.52%），2022年前三季度实现营收139.63亿元（同比+5.76%）。2021年因商誉减值损失等原因全年扣非归母净利润-3.42亿元，2022年起扭亏，前三季度实现扣非归母净利润1.58亿元（同比+2.16%）。
- ◆ **深耕山东市场，加快省外突破，进行全国化战略布局。**2022年前三季度新开直营门店35家，闭店37家。截至2022三季度末，公司门店总数1006家（其中直营店969家，加盟店37家），公司坚持区域密集立体化布局、多业态协同发展，并持续进行业态优化创新，区域市场覆盖率高。全渠道方面，截至2022H1，通过美团、京东等第三方平台及家家悦优鲜平台提供到家服务的门店511家，比年初增加了60余家，2022H1门店线上销售占比约4%，线上销售和订单量同比增长均超过了80%，到店自提业务的客流线下转化率不断提升。
- ◆ **不断完善生鲜供应链和渠道建设，数字化转型提质增效。**公司初步完成全国化物流布局，支撑公司进一步深耕下沉；搭建生鲜农产品全产业链的供应链平台，生鲜标准化水平高，2022年H1生鲜营收占比达41.26%，自有品牌销售占比在国内同行业处于前列，自有品牌的生产加工和市场竞争能力不断提升。此外，公司积极推进数字化转型，加速线上线下融合，提高运营和配送效率，向综合型、平台型、技术型零售服务商转变。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；仓储会员店进展不及预期；数字化改革成效不及预期

4.8 高鑫零售：低估值水平下随着业绩边际改善，未来反弹空间较大

- ◆ **线上销售、社区团购供给业务及费用管理成效凸显，弥补线下颓势。**公司2023H1实现营收406.11亿元（同比-2.2%），剔除减值损失影响，净利润约为0.2亿元，基本盈亏平衡。其中线下渠道因受疫情防控等影响，业绩呈现颓势；线上销售、社区团购供给业务及费用管理成效凸显，弥补线下颓势。商品力驱动的客单价增长，2023H1公司全渠道客单增长25%，B2C业务客单价达75元，同比增长11.9%。在费用管理方面，公司通过流程优化、组织创新和技术应用，成功提效，实现同比-5.9%的费用优化。
- ◆ **不断完善生鲜供应链，积极打造差异化商品。**公司致力于打造“购物+体验+服务+社交”的用户价值，2023H1资本投入2.58亿元，主要用于门店重构及生鲜供应链建设。上半年大卖场重构2.0推广至华东4家门店，实现线下营收两位数的增长。上半年公司已在华东地区，完成了70%的基础设施打造以及50%-60%的经营能力建设，并以华东为基点向各区推进。现已完成八个拥有系统设备和组织支持的生鲜标准仓，并结成仓网，已覆盖40%的门店，约213家。计划在财年年底，实现350家门店的全覆盖，公司生鲜供应链有望达到行业第一梯队水平。商品方面，提高品类丰富度、提高自有产品比例，建立差异化进而提高客单价及毛利率。
- ◆ **顺应宏观趋势，各业态重构布局。**截至2023H1，公司门店覆盖华东、华中、华南等全国6大区域，总门店数为597家，目前有大中小超、社区团购、会员超市等多种业态。为适应疫情所导致的线下客流减少和商超供大于求的现象，集团进行了各业态布局的调整优化，中润发作为大润发的低成本、低门槛的拓展，小润发回归南通大本营打磨社区小店商业模式，22年7月开始试水仓储会员业态，优化业态进而提高门店经营效率。

风险提示：短期新冠病毒快速传播影响线下客流；门店扩张不及预期；门店重构不及预期；行业竞争加剧



目录

Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展**
- 六、投资建议
- 七、风险提示

5.1 政策转暖，电商行业监管常态化

- ◆ 2020年底中央经济工作会议首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”，2021年围绕此政策基调，出台了一系列监管和规范政策，2022年起政策转向，7月中央政治局会议延续今年以来的常态化监管思路，集中推出一批“绿灯”投资案例。
- ◆ 经过政策梳理可以看到监管重心从“规范”→“发展”→“支持”，政策拐点已现，行业进入常态化监管阶段。政策边际转暖，有效提振市场对行业发展的信心，有望促进行业规范健康有序发展，促使各电商平台回归初心，聚焦主业，未来有望迎来估值修复。

表3 电商行业相关政策梳理

时间	事件	主要内容
2020/12	中央经济工作会议	将“ 强化反垄断和防止资本无序扩张 ”确定为 2021年的八项重点任务之一。
2021/3	中央财经委员会第九次会议	“要坚持正确政治方向，从构筑国家竞争新优势的战略高度出发，坚持 发展和规范 并重，把握平台经济发展规律……”。
2021/4	中央政治局会议	引领 产业优化升级，积极发展工业互联网，加快产业数字化。 加强和改进 平台经济监管，促进公平竞争。
2021/8	中央全面深化改革委员会	第二十一次会议审议通过《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》。
2021/12	中央经济工作会议	发挥资本作为生产要素的积极作用，同时有效控制其消极作用。毫不动摇巩固和发展公有制经济， 鼓励、支持、引导 非公有制经济发展。
2022/3	国务院金融稳定发展委员会会议	稳妥推进 并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展。
2022/4	中央政治局会议	促进 平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施 常态化监管 ，出台 支持 平台经济规范健康发展的具体措施。
2022/5	全国政协召开专题协商会	以“推动数字经济持续健康发展”为题， 支持 平台经济、民营经济持续健康发展，以开放促竞争，以竞争促创新。
2022/7	中央政治局会议	推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管， 集中推出一批“绿灯”投资案例 。

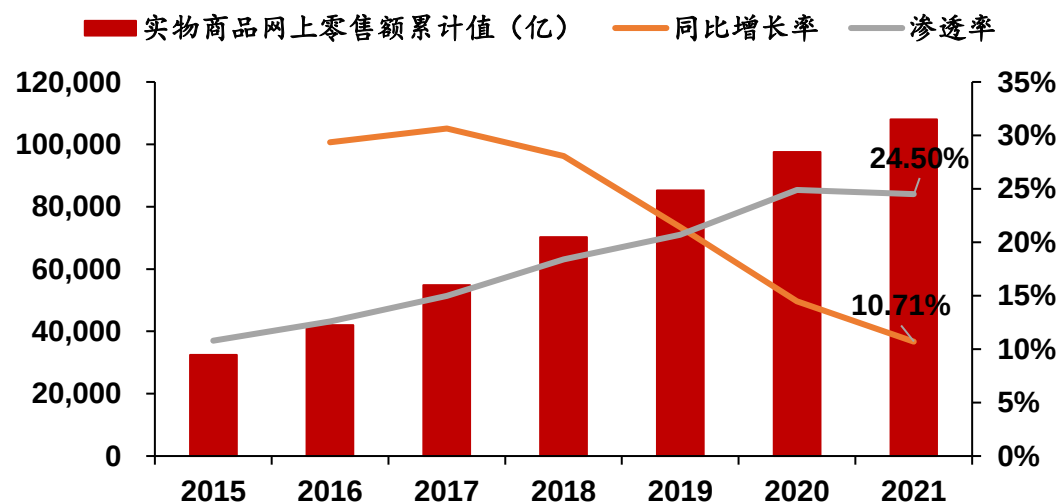
资料来源：央视网，上海证券研究所



5.2 疫情促进消费线上化提升，竞争格局趋于多元化

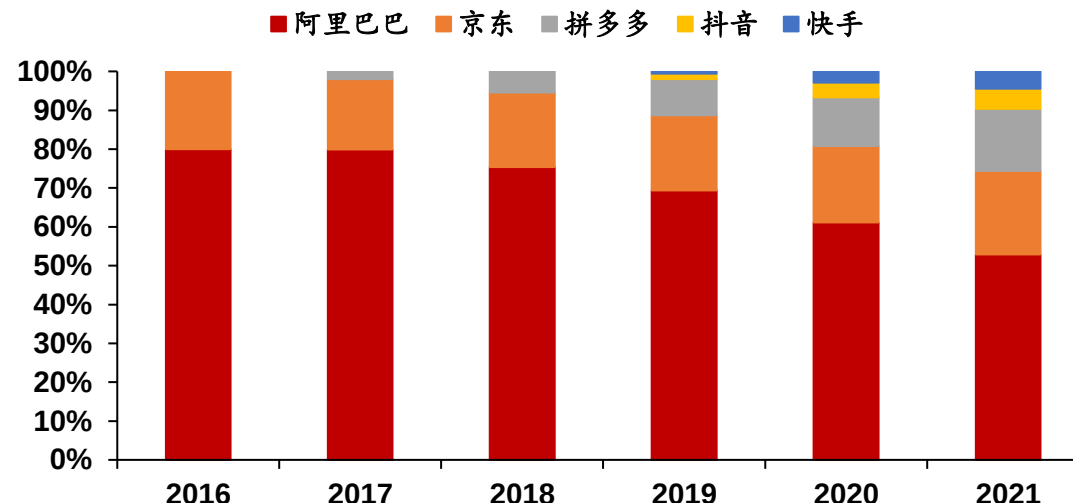
- ◆ **电商规模增长趋缓，线上渗透率维持高位。**从规模看，实物网上零售额从2015年3.24万亿提升至**2021年10.8万亿**（2021年社零总额达44.1万亿），整体规模平稳增长。**从线上渗透率看**，实物网上零售额占社零总额比例从2015年10.8%逐步提升至**2021年的24.5%**，**2022年1-11月达到27.1%**，疫情催化下渗透率维持高位，消费线上化趋势不变。
- ◆ **竞争格局逐渐发散，多元发展促良性竞争。**2018年起，随着拼多多以及抖音、快手等新兴电商快速崛起，电商流量被逐步打散，竞争格局从两强相争、三足鼎立逐渐**分化成多元竞争的格局**。随着监管部门持续规范头部电商平台“二选一”等行为，平台间的竞争逐渐趋于良性，商家也有更多的渠道选择和更广的品牌覆盖面，从而更好地获客引流，进而反哺电商平台。

图22 实物商品网上零售额平稳增长，渗透率维持高位



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图23 电商市场竞争格局逐渐发散



资料来源：各公司公告，天眼查，证券市场周刊，上海证券研究所



5.3 平台增长趋势性放缓，龙头聚焦主业、助力实业

- ◆ **平台营收增速趋于稳定，龙头聚焦主业发展。**近年经济增速放缓导致平台增长趋势性放缓，在疫情以及“强监管”政策的冲击下，各平台利润表现分化甚至出现不同程度的亏损，但随着政策趋暖，各平台聚焦主业发展，后续行业盈利有望迎来边际改善。
- ◆ **平台强调扎根实体经济，助力实业发展。**2022年双11，阿里京东均强调助力实业发展。阿里CEO张勇表示，阿里会始终扎根实体经济，积极参与网络空间命运共同体的建设，利用好数字技术帮助中小企业，推动产业变革加速到来。京东零售CEO辛利军表示，农业、工业、商业服务业都是实体经济的重要组成部分，京东也将一如既往地尽全力在乡村振兴、制造业升级、线下零售业发展中发挥更大的价值。我们认为未来与实体经济结合更加紧密的平台公司价值或更加突显。

图24 互联网平台企业营收（亿元人民币）及增速

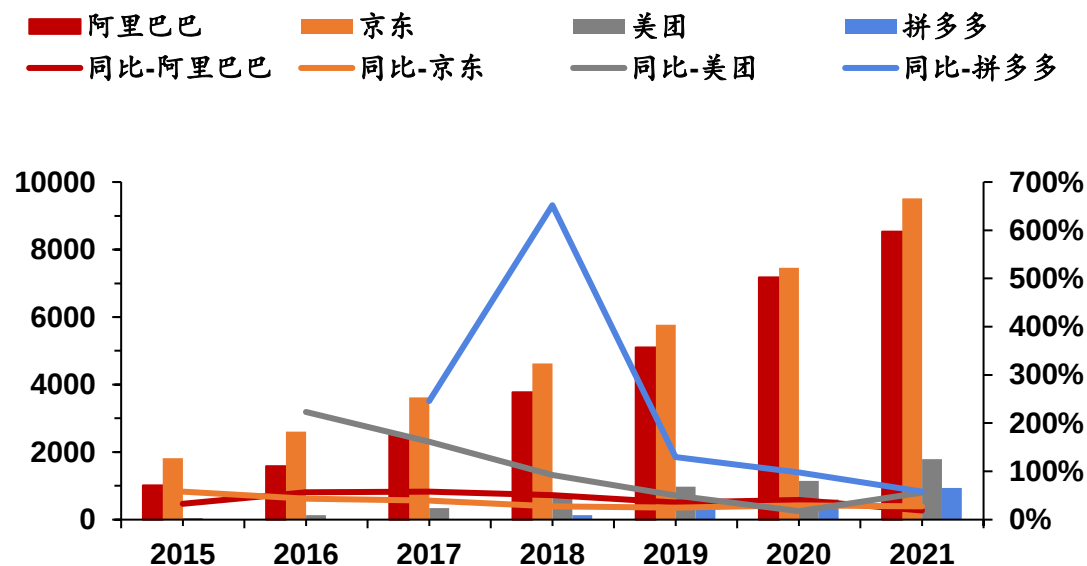
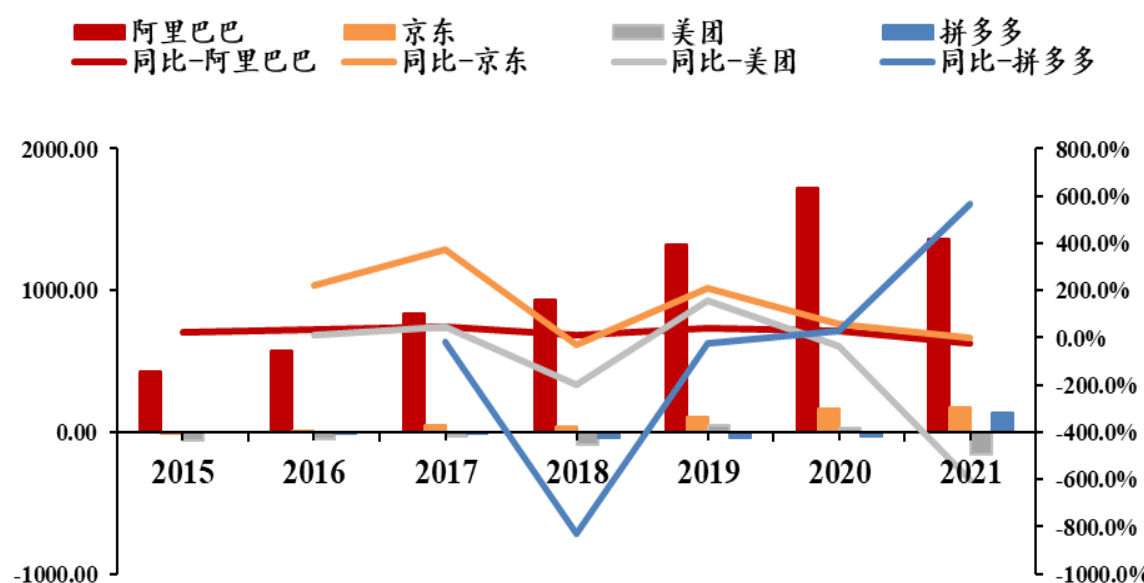


图25 互联网平台企业Non-gaap净利润（亿元人民币）及增速



资料来源：各公司公告，上海证券研究所



5.4 平台经济回归初心，聚焦主业发展——京东发展历程（1/4）



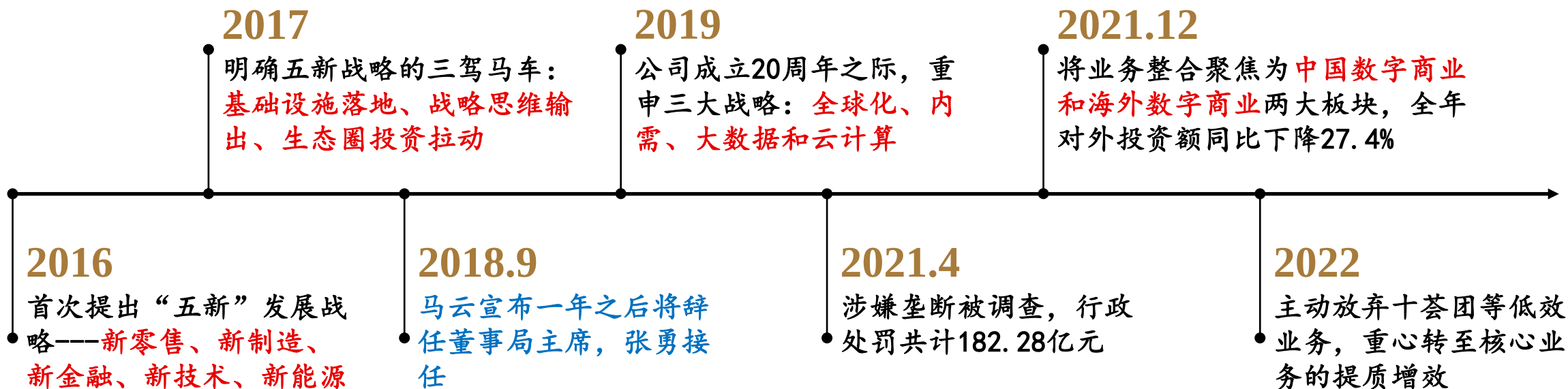
◆ 2015-2020年：公司致力于扩大市场份额、建立规模，提升品牌知名度，探索创新模式。

◆ 2021年起：公司聚焦零售，打造“新型实业”模式，坚持“以实助实”，实现可持续的高质量增长。业务方面针对“二选一”回归的品牌制定不同的支持计划，同时公司优化用户运营，打造消费者心智。内部控制方面，公司建立内部检测系统，主动自查数据和算法的使用，持续加强保护用户隐私安全。

资料来源：公司公告，公司业绩交流会，亿邦动力，人民网，上海证券研究所



5.4 平台经济回归初心，聚焦主业发展——阿里巴巴发展历程（2/4）

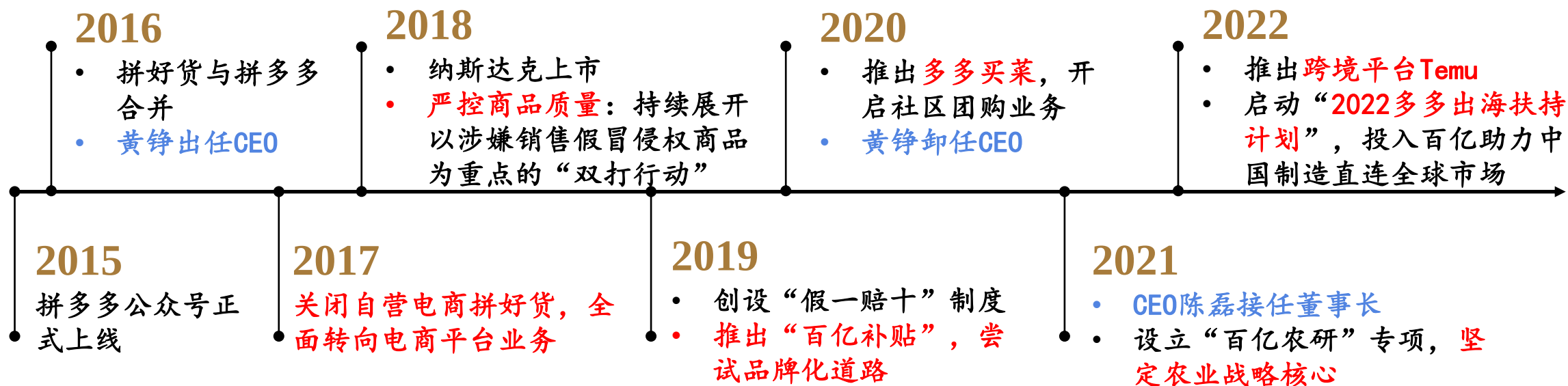


- ◆ 2016-2020年：从首次提出“五新”战略以及其三驾马车，到张勇接班马云后重申三大战略，主要是围绕已有业务和用户实现关联产品的打造和多元需求的挖掘，满足用户的互补性需求，实现有飞轮效应的商业模式。
- ◆ 2021年起：涉嫌垄断被查后，面对消费疲软、竞争分流的大环境，开始大力整合国内外业务，并主动放弃一些低效业务，从探索式逐渐转向聚焦式，注重核心业务的提质增效，回归初心。

资料来源：公司公告，阿里研究院，阿里内部信，国家市场监督管理总局，电商报，界面新闻，上海证券研究所



5.4 平台经济回归初心，聚焦主业发展——拼多多发展历程（3/4）



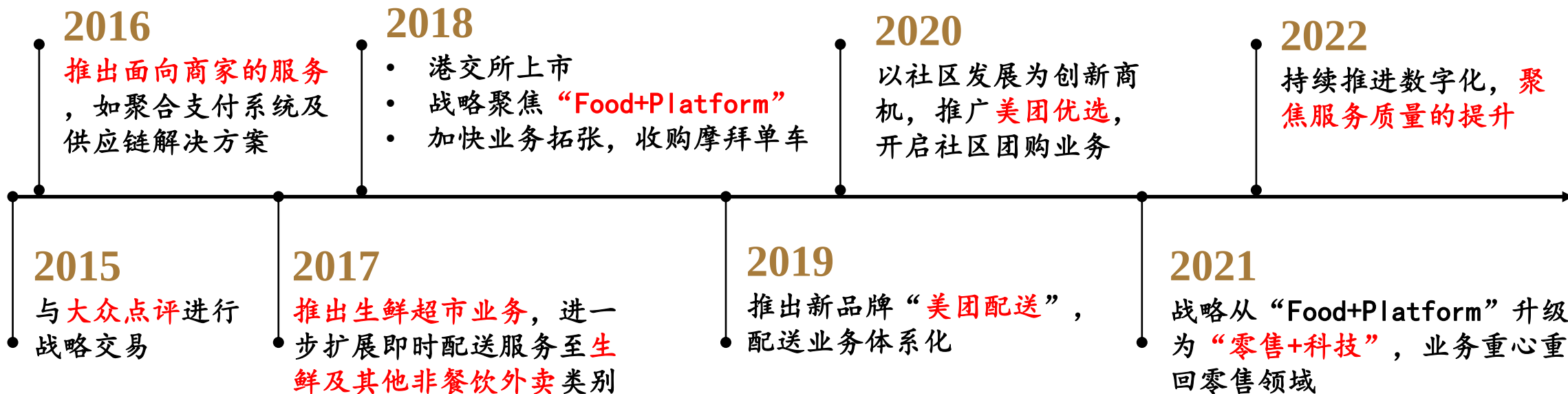
◆ 2015-2020年：拼多多上线之初以拼单模式迅速覆盖全品类商品，从自营型生鲜电商平台逐步发展为一家主打低价商品、以社交拼团为主要模式的第三方电商平台。

◆ 2021年起：公司设立“百亿农研”专项，继续坚定农业战略核心，自2020年成为中国最大的农（副）产品上行平台后，公司继续坚持对农业科技领域长期投入；2022年正式上线跨境电商平台TEMU后，推出“2022多多出海扶持计划”，助力中国制造企业开拓海外市场，从品牌代工升级为品牌出海。

资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所



5.4 平台经济回归初心，聚焦主业发展——美团发展历程（4/4）



◆ 2015-2020年：美团持续拓展业务边界，致力于打造全面的本地服务平台。2018年，公司于港交所上市，并确定集中实施“**Food+Platform**”战略。

◆ 2021年起：公司战略升级为“**零售+科技**”，业务重心重回零售领域，且持续推进数字化，聚焦服务质量的提升。公司的发展自外延粗放转向精细集约，社区团购业务开始收缩，美团优选在年初裁撤西北业务以优化盈利结构，裁减部门员工以优化人员结构，同时公司放缓了资本扩张的步伐，更加关注高质量增长及经营效率的提高。

资料来源：公司公告，公司官网，业绩交流会，上海证券研究所



5.5 京东：以零售为王，重履约效率，倡“以实助实”，一体化供应链高筑护城河

- ◆ **京东受行业β影响较弱。**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，公司受监管风险较小且受益于“二选一”的解除，发展方向符合共同富裕目标。电商行业增速趋缓，平台流量内卷，竞争者存量博弈，京东以零售为王，对流量依赖有限；重履约效率，一体化供应链高筑护城河。
- ◆ **零售业务是京东业绩增长的主力。**2021年自营收入占比86%；分品类看，3C家电仍为公司基本盘，营收占比52%；同时公司推进百货商品等必需品类稳定增长。2021年京东在家电市场的市占率为32.5%，稳坐家电行业龙头，随着苏宁在该品类能力建设的弱化，京东的龙头效应有望进一步加强。
- ◆ **京东以供应链为基石，物流壁垒保障公司业绩稳健增长。**因公司数字化集成供应链物流服务的独特优势，2022Q3受外部一体化供应链客户数量增长以及ARPC增加所带动，整体物流收入保持38.9%的增速。公司收购达达集团与德邦物流协同赋能，扩大辐射范围，进一步提高履约效率，保障用户优质的购物体验，强化用户心智，提高用户购买频次；公司关注现有用户精细化运营的同时，不断改善新用户的质量，截至2022Q3，年度活跃用户规模达5.88亿，同比增长6.5%。
- ◆ **京东坚持“从实体中来，到实体中去”。**作为新型实体企业，公司积极发挥供应链降本增效与数智化的价值，为实体经济伙伴提供扎扎实实的供应链技术和服务。在乡村振兴领域，公司深度融合的“三网通”供应链体系，正成为提升乡村产业能力、促进农民增收的新一代基础设施。公司的全渠道业务通过推动线下实体的数实融合，激发了更大的消费潜力，提升了整个零售产业的融合价值。

风险提示：行业竞争加剧；新业务进展不及预期；政策变动的风险；疫情对物流的影响



5.6 阿里巴巴：国内电商基本盘稳健，全球化战略持续推进

- ◆ **国内电商基本盘稳健，下沉市场快速打开。** 2023财年Q2中国商业收入达1354亿元（同比-1%），EBITA 440亿元，EBITA margin达32%，是经营利润的主要来源。截至22年3月底，中国市场活跃消费者超10亿，基本覆盖国内具有消费能力的用户，其中1.24亿消费者的年度ARPU超过1万元，这些消费者的跨年活跃率高达98%。此外，淘特淘菜菜等新业务高速渗透下沉市场，淘特AAC已超3亿，淘菜菜AAC达9000万。M2C模式助力阿里生态覆盖面进一步扩大，持续完善业务矩阵。
- ◆ **全球化战略持续推进，海外开拓初见成效。** 2023财年Q2国际零售业务收入继续保持增长，同比增长3%，其中Trendyol订单量同比劲增超过 65%，Alibaba.com完成的交易额实现了8%的稳健增长。2021年Lazada全年订单量增长60%，东南亚本地化策略取得良好效果，土耳其和中东市场的电商平台Trendyol增速达68%。在大力整合国内外业务，优化组织结构后，电商、物流等海外业务协同效应有望进一步提高。
- ◆ **基础设施能力全球第一，云计算贡献新增量。** 2021年度，阿里云实现了13年来首次年度盈利，成为中国唯一实现年度盈利的云服务商，2022Q3，阿里云经调整EBITA同比增长4%至4.34亿元，继续保持盈利。阿里云2021年市场份额全球第三，在Gartner2021年报告中，其IaaS基础设施总得分更是首次超越亚马逊位居全球第一。受益于数字经济、东数西算等政策，顺应数字化转型大势，云计算业务有望继续贡献业绩新增量，推动集团收入结构的多元化发展。

风险提示：行业竞争加剧；新业务进展不及预期；市场监管风险；海外业务进展不及预期；疫情对物流的影响



5.7 拼多多：盈利持续改善，重农长线发展，积极布局出海

- ◆ **基本盘盈利持续改善，重投农研着眼长线发展。** 2022Q3，公司营收同比增长65%至355亿元，净利润105.9亿元，同比增长546%，盈利能力持续改善。在大力引入品牌、促进平台商业生态升级后，2022H1公司广告业务收入实现433.3亿，仅次于阿里巴巴。此外，公司坚定农业战略核心，做“腿上有泥”的新电商，自2020年成为中国最大的农（副）产品上行平台后，继续坚持对农业科技领域长期投入，2021年起公司设立“百亿农研”专项，着眼长线高质量发展。
- ◆ **社区团购业务降本增效，协同主站提升流通效率。** 中商产业研究院数据显示，2021年生鲜电商交易规模达4658.1亿元，同比增长27.92%，随着人们网购生鲜的习惯逐渐养成，预计未来生鲜电商行业规模将继续增长。2021年以来随着政策趋严走向规范阶段，行业竞争格局逐渐优化。2021年多多买菜GMV约800亿元，持续推进降本增效的同时，其创新供应链及“田间直达餐桌”模式，协同主站提升农副产品流通效率，有望进一步占据生鲜电商市场份额。
- ◆ **借力国内供应链优势，积极布局出海业务。** 2022年9月初，跨境电商平台TEMU正式上线，首站进军美国市场后，10月18日超越Amazon Shopping登顶美国App Store免费购物应用榜单第一。此外，公司还宣布正式启动“2022多多出海扶持计划”，将通过提供数实融合、品牌孵化、物流支持、法律支撑、资源补贴等一体化服务，助力中国制造企业开拓海外市场，从品牌代工升级为品牌出海。2021中国跨境电商市场GMV超14万亿，疫情以来，跨境电商成支持“外循环”的重要引擎，公司出海业务有望受益于国内供应链优势，发展前景广阔。

风险提示：行业竞争加剧；新业务发展不及预期；市场监管风险；疫情对物流的影响



5.8 美团：本地生活龙头地位稳固，新零售业务打开第三增长曲线

- ◆ **公司为服务电商龙头，本地生活业务壁垒高筑。** 2022Q3包括外卖、到店、酒店、旅游分部、闪购、民宿等业务在内的核心本地商业分部收入同比增长24.6%至463亿元；经营溢利93亿元，同比增长124.6%，经营利润率提高至20.1%。10月抖音本地生活超100亿，1-10月累计GMV已逼近600亿，相较于短视频平台本地业务的简单促销，美团则是同时提高B、C端布局，满足用户增长需求同时，帮助商家在线营销。因此抖音等平台在本地生活领域的高速增长并未影响到美团本地生活业务经营溢利与利润率的快速提高，美团本地生活壁垒高筑，核心业务稳固。
- ◆ **外卖及闪购业务为公司的基本盘，龙头地位稳固。** 2022Q3外卖及闪购业务总订单量同比增长16.2%，8月外卖最高日单量超6000万单，闪购订单达到970万单的新高。2021年美团外卖GMV同比+43.6%至7021亿元，在整个餐饮外卖市场中的市占率约达70%，行业龙头地位凸显，用户粘性较强。
- ◆ **酒旅及到店业务贡献主要经营利润及现金流。** 美团基于全体系的服务“心智”，结合“点评”积累了大量用户，消费者粘性及忠诚度较强，到店业务具有较高竞争壁垒。该业务为公司主要利润来源，2021年贡献61%营业利润，今年暑期年度活跃商家及季度交易用户的数目均达历史高位；此外，该板块贡献的现金流稳定持续，为新业务的开展储备弹药。
- ◆ **新零售业务有望形成协同效应，打开第三增长曲线。** 借助到店和外卖所带来的巨大流量以及同城配送的基础设施，美团优选和美团买菜等零售新业务持续向下沉市场扩张，未来增长空间大。今年10月，美团优选正式升级为“明日达超市”，与美团闪购、美团买菜的即时零售，正好覆盖不同需求下的消费场景，零售业务进一步完善，并有望形成更大的协同效应。

风险提示：行业竞争加剧；新业务发展不及预期；市场监管风险；疫情对到店业务的影响



5.9 唯品会：在线品牌折扣零售商龙头，抗周期性稳固特卖平台的长期价值

- ◆ **持续聚焦核心品牌，捕捉新兴消费趋势。** 公司是国内领先的在线品牌折扣零售商，成立以来累计与3万多个品牌达成合作，利用站内品牌集群势能品牌扩大影响力，并持续将大牌奥莱的理念传递给用户，增强会员凝聚力，已连续10年实现稳定盈利。2022Q3超级大牌日整体销售额同比去年增长近六成，新锐品牌整体销售额同比增长60%。公司与核心品牌伙伴在唯品会定制款商品上展开了更密切的合作，并推出唯品独家栏目，唯品会定制款商品数量及整体销售额均较上一季度增长近90%，同时，公司引入了更多高质量的品牌合作伙伴，升级好货、打造消费新场景，Z世代和男性用户占比逐步上升。
- ◆ **严格审慎控营销，降本增效提盈利。** 2022Q3，唯品会开始严格审慎投放，不再盲目打折，营销费用从去年同期的12亿元降至5.7亿元人民币，降幅高达53.9%，实现调整后净利润16亿元，同比增长55%，毛利率从去年同期的19.4%上升至21.7%。通过持续地降本增效与精细化运营，未来各项费率仍有下降空间，净利率有望继续提升。
- ◆ **SVIP活跃用户数持续增长，联动品牌资源强化会员权益。** 唯品会长期深耕核心用户运营，为SVIP提供丰富的会员权益与增值服务，围绕会员消费偏好与个性化需求，精选热销商品打造V-Mart爆款项目，为SVIP提供长期、稳定的深度折扣；同时与品牌伙伴开展联合运营，推出超V专属买赠等新福利，提升会员体验，2022Q3 SVIP活跃用户数同比增长21%，对线上净GMV贡献占比达40%，超级VIP用户活跃度与粘性持续提升。公司通过撬动品牌资源从而实现的兼顾性价比与品质的特性，与疫情下消费回归理性的趋势相契合，使得折扣零售具有更强的抗周期性，特卖平台长期价值确定性稳固。

风险提示：行业竞争加剧；市场监管风险；疫情对物流的影响



目录

Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议**
- 七、风险提示

六、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：建议关注疫后复苏弹性较大的黄金珠宝龙头，全渠道布局，具有品牌竞争壁垒的周大生；百年黄金品牌且经营稳健的老凤祥；践行忠贞品牌理念，具有品牌区隔度的新晋钻石婚戒龙头迪阿股份。
- ◆ 投资主线二：建议关注短期基本面边际改善的超市龙头，具有生鲜供应链壁垒与规模经济优势的永辉超市；加速省外突破进行全国化布局的家家悦；践行密度经济的区域便利店龙头红旗连锁；估值水平偏低且完善生鲜供应链与线上布局的高鑫零售。
- ◆ 投资主线三：建议关注以零售为王，重履约效率，倡“以实助实”，以供应链优势高筑护城河的京东集团；国内电商基本盘稳健，全球化战略持续推进的阿里巴巴；盈利持续改善，重农长线发展，积极布局出海的拼多多；本地生活龙头地位稳固，新零售业务打开第三增长曲线的美团；聚焦品牌特卖的折扣电商龙头唯品会。



目录

Content

- 一、行业回顾：2022年受全国各地疫情扰动，需求低迷
- 二、行业展望：2023年零售行业三大投资主线
- 三、黄金珠宝短期销售承压，疫后复苏弹性较大
- 四、线下商超业绩亏损收窄，仓储会员新业态初显成效
- 五、电商行业龙头聚焦主业，助力实业发展
- 六、投资建议
- 七、风险提示

七、风险提示

- 1. 经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，零售行业复苏承压。
- 2. 感染新冠病毒风险：**国内疫情防控政策优化，短期随着感染病毒的人数激增，可能会影响部分企业经营，可能会导致快递运力不足。
- 3. 政策趋严风险：**疫情防控政策趋严或将影响线下业态经营的开展；电商平台监管政策趋严或将影响其业务扩张与发展。
- 4. 行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，使得市场空间进一步被切割，可能对企业战略转型及业绩增长造成压力。
- 5. 门店扩张不及预期：**黄金珠宝和线下超市板块，公司依托门店扩张带动营收规模增长，若新开和改造门店不达预期，可能导致公司营收增速放缓。
- 6. 新业态转型不及预期：**传统零售商试水仓储会员新业态，此模型仍在打磨期，是否能创造可观利润仍有待市场检验。



行业评级与免责声明

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。



行业评级与免责声明

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。





上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

谢谢

THANK YOU