商业贸易

2020 年 12 月 06 日

市场下沉、渠道效率升级，新品牌新业态乘风而起

——商贸零售行业 2021 年投资策略

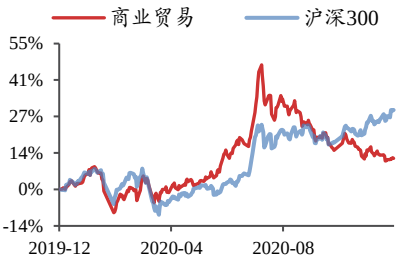
黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-社区团购赛道火热，互联网巨头继续加码》-2020.11.29

《行业深度报告-社区团购：下沉市场的零售效率革命》-2020.11.26

《商贸零售行业周报-10 月化妆品珠宝社零数据亮眼，完美日记登陆美股》-2020.11.22

● **疫情后“人、货、场”持续演进升级，下沉市场和渠道效率是竞争关键**

2020 年，新冠疫情对零售行业影响显著，但随着疫情缓和，整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。后疫情时代，人口代际变迁和渠道流量变革，也在推动“人、货、场”持续演进升级：Z 世代崛起、下沉市场孕育消费潜力；疫情驱动线上电商渗透率提升，直播仍在风口；DTC、C2M 等模式反哺供应链，各类“新物、好物”涌现。对零售企业而言，深挖下沉市场红利，通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现渠道效率提升，仍是未来重要竞争策略和方向。

● **年度零售关键词：“社区团购”、“私域”、“新品牌”、“悦己消费”**

2020 年，**“新品牌”**（元气森林、三顿半、钟薛高等）、**“私域”**（思维从流量收割升级为用户运营，降本增效促裂变）、**“悦己消费”**（颜值经济、潮玩、时尚珠宝）先后成为行业热词。到了下半年，**“社区团购”**兴起：作为依托社区和团长社交关系发展的新零售模式，以“预售+次日达+自提”实现模式创新，大幅优化损耗和履约成本，低客单价下仍能盈利，长期看有望带来下沉市场的零售效率革命。

● **“颜值经济”：一路向“美”，由可选变为刚需**

化妆品行业直播营销仍在风口，品质化升级和数字化赋能是重要趋势。行业发展历程看，每一次渠道流量变革，都孕育着新品牌的机会。我们看好三大细分赛道：（1）功能性和皮肤学级护肤品，国货品牌凭“医研赋能”构筑差异化竞争优势；（2）彩妆：受益“国潮风+快迭代”趋势，国货品牌在大众彩妆市场弯道超车；（3）产业链上游：ODM 龙头更有望充分享受行业整体增长红利。除化妆品外，医美行业也是颜值经济重要构成，其中低风险、高复购的“轻医美”呈现更高景气。目前产业链中，产品生产商占据核心环节，优质国货品牌市占率逐渐提升；产品方面除玻尿酸外，未来童颜针、肉毒素等蓝海赛道潜力也将逐步释放。

● **电商：疫情推动消费向线上转移，电商洼地市场与新兴业态孕育机会**

疫情推动消费渠道向线上转移，重点关注电商洼地（下沉和海外市场）的潜力：电商巨头已纷纷布局下沉市场掘金；跨境电商企业则依托国内供应链优势带来的高性价比，借助 RCEP 等政策红利加速发展。新兴业态方面，我们也注意到随着流量成本上升，私域重要性凸显，品牌商纷纷寻求转化率更高的“场”：直播电商强聚集、高转化，持续占据风口，但主播头部效应也愈发明显；社交电商则依托去中心化网络，实现了低成本的快速获客与营销转化，渗透率不断提升。

● **线下零售：疫情缓和、消费复苏，重点关注竞争力突出的细分赛道龙头**

2020 年受疫情冲击，线下实体门店普遍客流下滑，业绩承压。但另一方面，疫情也倒逼实体零售企业加速数字化建设和全渠道营销升级，到家、直播、小程序等渗透率明显提升，会员体系运营也更加完善。随着疫情缓和、消费复苏，部分竞争力突出的细分赛道龙头有望脱颖而出，重点关注受益婚庆需求释放的黄金珠宝和渠道价值突出的母婴连锁等细分赛道龙头公司。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 疫情为行业最大变量，消费复苏是下半年主旋律 6
1.1、 零售数据：社会消费受新冠疫情影响明显，二三季度以来稳步复苏 6
1.2、 零售板块行情：年初至今累计涨幅为 8.64%，表现弱于大盘 8
1.3、 零售企业经营业绩：疫情缓和后，化妆品、金银珠宝公司恢复较好 9
2、 “人、货、场”持续升级，下沉市场和渠道效率是竞争关键 10
2.1、 “人、货、场”持续演进升级，细分赛道蓬勃发展 10
2.2、 零售企业竞争策略：深挖下沉市场，数字化提效多维赋能 12
3、 年度零售关键词：社区团购、私域、新品牌、悦己消费等 13
3.1、 “新品牌”：各细分赛道诸多新品牌崛起，深受消费者欢迎 13
3.2、 “悦己消费”：悄然兴起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝受青睐 14
3.3、 私域：从收割流量思维升级为用户运营思维，降本增效促裂变 15
3.4、 社区团购：下沉市场的零售效率革命 16
3.4.1、 模式特点：以“预售、次日达、自提”为特点的新零售模式 16
3.4.2、 竞争要素：初期起势靠流量，优质团长为稀缺资源，长期看供应链是关键 18
3.4.3、 行业格局：赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技 20
4、 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需” 21
4.1、 化妆品消费：由“可选”变为“刚需”，渠道流量变革孕育机会 21
4.2、 化妆品发展趋势：品质化升级、数字化赋能、直播营销仍在风口 22
4.3、 化妆品机会赛道：功效性和皮肤学级护肤品、彩妆和产业链上游 24
4.3.1、 皮肤学级、功能性护肤品：国货品牌具备产品、渠道的差异化竞争优势 24
4.3.2、 彩妆：行业高增长，国货品牌在大众彩妆领域表现优异 26
4.3.3、 产业链上游：化妆品 ODM 企业乘下游增长东风，龙头市占率提升 27
4.4、 医美：轻医美消费需求增长，优质国产品牌竞争力突出 27
5、 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会 30
5.1、 下沉市场红利释放，电商巨头涌入低线城市淘金 30
5.2、 跨境电商市场天时地利人和齐具，RCEP 签订再送东风 31
5.3、 直播带货升级“人货场”，流量向头部主播集中 33
5.4、 社交电商通过去中心化网络，实现快速获客与用户自发种草 35
6、 传统线下零售：超市百货承压，珠宝受益婚庆需求释放，母婴连锁渠道价值仍突出 36
6.1、 超市：疫情后收入增速放缓，多业态互补发展是趋势 36
6.2、 百货：受疫情冲击明显，通过多种方式加快向线上转型 38
6.3、 黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔 39
6.4、 母婴：疫情倒逼行业加速变革，母婴连锁店渠道价值仍然突出 41
7、 投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三条主线布局 42
8、 风险提示 43

图表目录

图 1： 2020 年新冠疫情对整体社会消费产生显著冲击 6
图 2： 2020 年整体/食品类 CPI 先冲高、后回落 6
图 3： 必选消费品类社零增速回落但依然稳健，可选消费复苏强劲 6
图 4： “十一”黄金周旅游收入已见到明显恢复 7

图 5: 消费者信心指数三季度以来明显回升 7
图 6: 全网双十一两轮（11.01-11.3 和 11.11 当天）销售额合计达 5250 亿元 7
图 7: 2020 年年初至今零售（商业贸易）指数上涨 8.64% 8
图 8: 2020 年年初至今零售板块（商业贸易指数）表现排在第 19 位 8
图 9: 上半年零售行业收入承压，三季度改善明显 9
图 10: 上半年零售行业业绩承压，三季度增速首次转正 9
图 11: 百货板块收入端受疫情和会计准则变动影响较大 9
图 12: 偏可选类细分板块上半年业绩承压明显 9
图 13: 不同代际人群带来对应细分赛道的成长机会 10
图 14: 低线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比显著增加 10
图 15: 电商 APP 新增用户主要来自下沉市场 10
图 16: 社零消费线上渠道渗透率在持续提升 11
图 17: 淘宝直播双十一预售 10 分钟超过 2019 年全天 11
图 18: 各大电商平台纷纷布局 C2M 模式生产 11
图 19: 盒马大力发展自有品牌“日日鲜” 11
图 20: 各大电商巨头在下沉市场持续深耕 12
图 21: 电商巨头不断变革以挖掘下沉市场红利 12
图 22: 零售企业通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现效率持续提升 12
图 23: 2020 年各类细分赛道出现诸多新品牌崛起，凭借精准定位满足需求，受到消费者喜爱 13
图 24: 以“颜值经济”、“潮玩”、“时尚珠宝”为代表的悦己型消费蓬勃发展 14
图 25: 我国居民人均可支配收入持续提高 14
图 26: 超过 50%Z 世代消费动机为“悦己” 14
图 27: 移动互联网月活跃用户增长放缓 15
图 28: 传统流量分发机制中，中小商家处于劣势 15
图 29: 私域与公域流量的区别在触达、付费和运营方面 15
图 30: 完美日记打造“小完子”私域流量社群 15
图 31: 疫情期间社区团购渠道购买生鲜比例大幅增长 16
图 32: 1/4 的用户在疫情中首次使用社区团购平台 16
图 33: 社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新型零售模式 16
图 34: 社区团购价格明显低于淘宝等传统电商 17
图 35: 社区团购团长主要分布在下沉市场 17
图 36: 预售+自提模式为集单集配提供了操作空间，降低了整个链路的物流配送成本 17
图 37: 社团团购重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达 C 端消费者，蕴藏广告流量价值 18
图 38: 团长在微信群内推送商品信息 19
图 39: 订单量增大后，团长的分拣作业难度加大 19
图 40: 社区团购玩家众多：主要分为创业公司和互联网巨头两种 20
图 41: 我国化妆品市场已超过 4700 亿元（2019 年） 21
图 42: 2019 年电商渠道化妆品销售市场份额达 30.3% 21
图 43: 化妆品品牌崛起机会在渠道变革中孕育 22
图 44: 疫情后消费者对化妆品安全性关注度提升明显 22
图 45: 护肤品类线上客单价持续上升 22
图 46: 在 DTC 模式下，逸仙电商通过强中台带来技术和数据支撑，带动供应链高效运转 23
图 47: 化妆品是直播电商渠道的重要销售品类 23
图 48: 社交媒体是消费者获取美妆产品信息的重要渠道 23
图 49: 功能性、皮肤学级护肤品近年来正处于护肤品细分赛道风口 24

图 50: “烟酰胺”百度搜索指数 2018 年以来迅速上升 24
图 51: 珀莱雅双抗精华液应用 9 大前沿成分主打抗衰 24
图 52: 我国敏感肌人群月均抗敏支出较高 25
图 53: 我国皮肤学级护肤品行业规模持续高增长 25
图 54: 薇诺娜品牌荣获天猫金妆奖 25
图 55: 华山医院背书，玉泽深耕油痘肌 25
图 56: 彩妆赛道在化妆品各细分行业增速领跑 26
图 57: 我国彩妆消费在化妆品消费占比仍较低（2019） 26
图 58: 大众彩妆市场国货品牌表现优异，市占率上升 26
图 59: 完美日记 2020 年双十一蝉联彩妆销售额第一名 26
图 60: 预计中国医美市场将保持快速增长态势 27
图 61: 轻医美收入有望占据医美市场半壁江山 27
图 62: 直播渠道助力医美消费快速增长 28
图 63: 美团医美推出双十一“5 折美上天”促销活动 28
图 64: 医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高 28
图 65: 玻尿酸具有保湿、填充、塑形等功能 29
图 66: 以爱美客为代表的国产品牌市场份额持续提高 29
图 67: 肉毒素通过停止肌肉运动能力达到除皱效果 29
图 68: 童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹 29
图 69: 2020 年中国电商渗透率加速提升 30
图 70: 2020Q3 电商活跃买家仍保持较快增速（亿人） 30
图 71: 农村网上零售额增速快于网上零售整体增速 31
图 72: 2020Q2 互联网新增用户主要来自三四线城市 31
图 73: 预计 2020 年全球电商零售额超过 4 万亿美元 32
图 74: 海外消费者在疫情期间消费习惯向线上转移 32
图 75: 疫情后东南亚用户线上消费金额仍高于疫情前 32
图 76: 高性价比是电商消费者最关心因素 32
图 77: 珠三角汇集了完整的电子产业链 33
图 78: 海外消费者广泛认可中国产品性价比 33
图 79: 直播电商模式下，“人货场”迎来全方位升级 33
图 80: 预计 2021 年直播电商市场规模近 2 万亿 34
图 81: 预计 2021 年直播电商渗透率达 14.3% 34
图 82: 2020 年双十一头部主播带货金额大幅提升（亿元） 34
图 83: 淘宝前十主播销售额中薇娅、李佳琦贡献八成 34
图 84: 社交电商利用拼单与砍价鼓励用户分享裂变 35
图 85: 预计国内社交电商渗透率快速提升 35
图 86: 拼多多社交裂变获客增速效果显著（亿人） 35
图 87: 2020 年 Q3 拼多多首次盈利 35
图 88: 小红书用户以女性和 24 岁以下年轻人为主 36
图 89: 小红书用户自发种草带货完美日记 36
图 90: 2020 年内超市行业整体收入增速呈逐渐放缓趋势 37
图 91: 粮油食品零售额增速年内也呈现逐渐放缓趋势 37
图 92: 生鲜品类线上渗透率仍较低 37
图 93: 超市到家小程序日均活跃用户规模同比大幅增加 37
图 94: 2020 年内百货行业整体收入明显承压 38

图 95： 2020 年内百货行业整体扣非归母净利润明显下滑 38
图 96： 百货通过加快向购物中心转型对抗线上冲击 39
图 97： 苏宁广场通过微信社群引导线上下单 39
图 98： 我国黄金珠宝行业规模达 7000 亿元 39
图 99： 我国人均珠宝消费水平仍远低于日本和美国 39
图 100： 时尚珠宝主要用于日常佩戴，消费频率更高 40
图 101： 2019 年国内时尚珠宝市场空间达千亿 40
图 102： 预计 2020 年直播电商市场规模可达 9610 亿元 40
图 103： 快手主播辛有志在周大生品牌直播专场上带货 40
图 104： 2020 年 7 月后黄金珠宝零售额增速明显恢复 41
图 105： “产品+服务”构成母婴消费万亿市场，母婴连锁店为中游重要渠道 41
图 106： 母婴连锁门店帮助品牌商新品宣传和获客 42
图 107： 孩子王加速向全国扩张（2019 年） 42

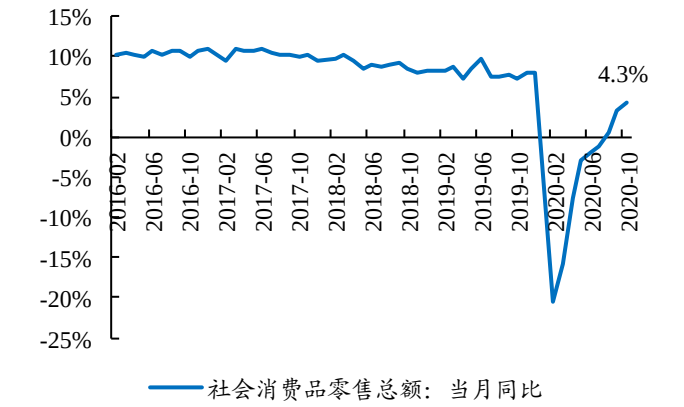
表 1： 相比于共享单车、网约车及外卖等业态，社区团购在模式上更重 19
表 2： 年轻消费群体初次接触美妆年龄提前、美妆需求增强 21
表 3： 盒马旗下拥有多种业态，满足不同群体需求 38
表 4： 投资建议：关注优质零售细分赛道公司 43

1、 疫情为 2020 年行业最大变量，消费复苏是目前主旋律

1.1、 零售数据：社会消费受新冠疫情影响明显，二三季度以来稳步复苏

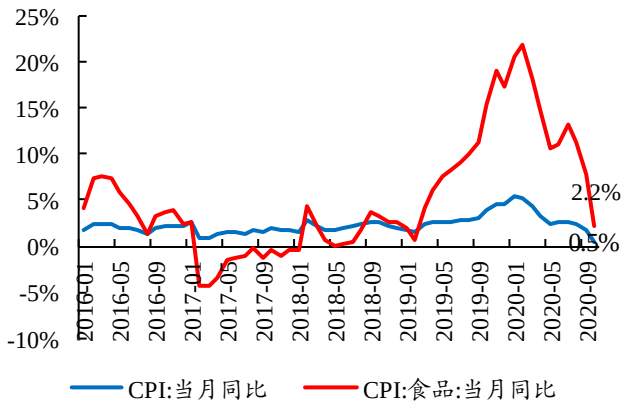
2020 年上半年，整体社会消费受疫情冲击显著，疫情缓和后，社会消费稳步复苏。2020 年上半年，新冠疫情对社会生产生活冲击显著，社零增速大幅下滑（一季度同比-19%，二季度同比-4%）；随着疫情缓和，社会生产生活有序恢复，2020 年 8 月社零增速年内首次转正（+0.5%），三季度社零整体同比+1%，10 月当月社零增速进一步提升至+4.3%。总体来看，社会消费已在稳步复苏。物价方面，年初受猪价及食品供应短缺影响，CPI 大幅上升，之后逐步回落，至 2020 年 10 月，整体/食品类 CPI 同比增速分别为+0.5%/+2.2%，较 2 月高点已回落 4.7pct/19.7pct。

图1：2020 年新冠疫情对整体社会消费产生显著冲击



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

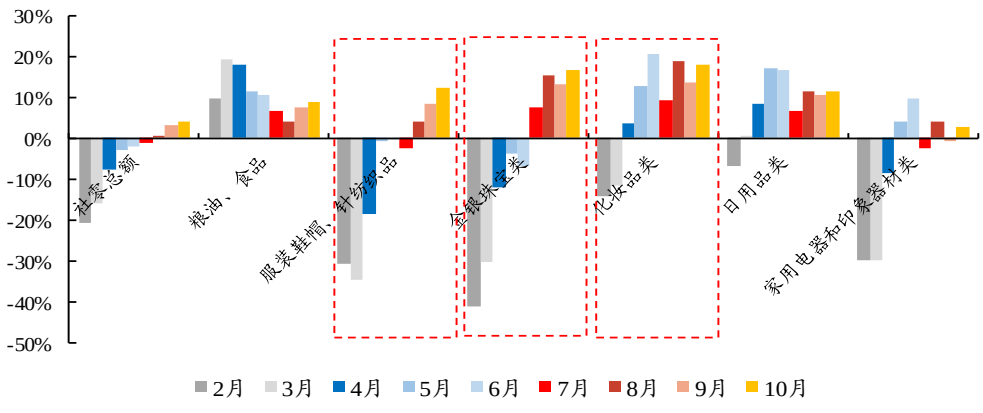
图2：2020 年整体/食品类 CPI 先冲高、后回落



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看，必选消费增速全年表现稳健，黄金珠宝、化妆品等可选消费品稳步复苏。疫情期间，必选消费表现出较强韧性；随着疫情缓和，粮油食品等必选消费品类增速虽有回落但总体仍保持稳健。而在可选消费品方面，化妆品类自二季度以来持续高景气，10 月同比增速达 18.3%；黄金珠宝类三季度来受益于婚庆需求释放，7 月增速年内首次转正后，8-10 月连续实现双位数高增长；此外，服装鞋帽类自 8 月同比增速转正后，也在持续稳步复苏，10 月同比增速已达到 12.2%。

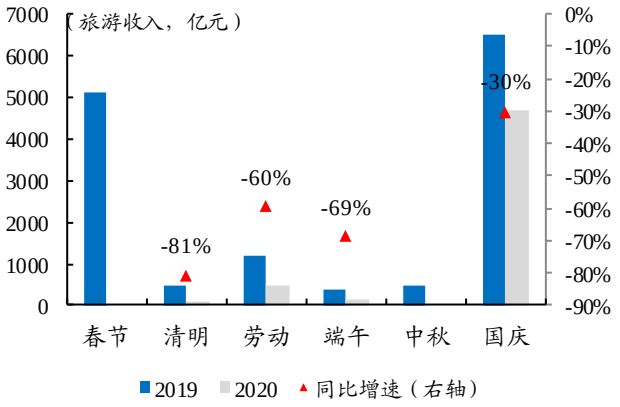
图3：必选消费品类社零增速回落但依然稳健，可选消费复苏强劲



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

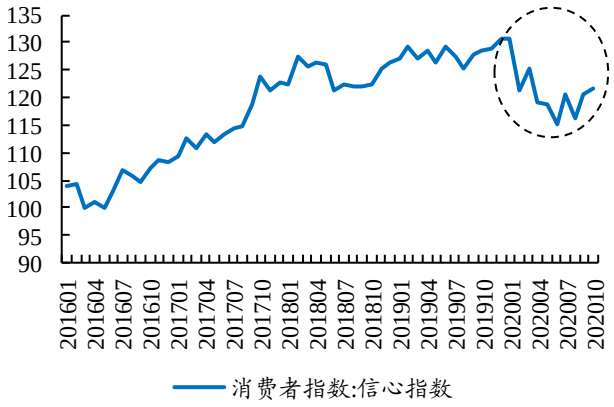
从重大节点消费数据看，至“十一”黄金周，线下消费已出现强劲复苏。回顾 2020 年各个重大消费节点，根据国家文化和旅游部数据，清明节、劳动节、端午节期间疫情影响仍较为严重（旅游收入仅分别为 2019 年同期的 2 成、4 成、3 成）；到了国庆黄金周 8 天假期期间，全国国内游客达 6.37 亿人次，可比口径恢复至 2019 年的 79%，实现国内旅游收入 4666 亿元，可比口径恢复至 2019 年同期的 70%。而从消费者信心指数上讲，三季度起指标也出现明显改善。餐饮消费方面，上半年线下餐饮企业客流受到疫情明显影响，直到 10 月餐饮类社零增速才年内首次实现转正。

图4：“十一”黄金周旅游收入已见到明显恢复



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

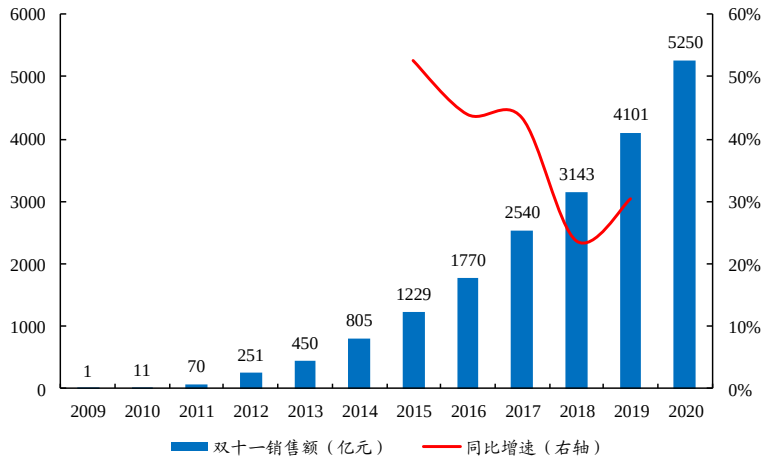
图5：消费者信心指数三季度以来明显回升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

线上方面各类电商购物节销售火爆，双十一各大平台再创新高，消费需求持续释放。618 作为疫情后的首个大型电商购物节，各地政府均推出多项刺激消费政策，联合各电商平台大规模发放补贴和消费券，帮助在疫情中受抑制的消费需求初步释放。而到了年末的“双十一”，消费复苏趋势更加强劲，天猫、京东、苏宁等主流电商平台成交额纷纷创历史新高：天猫双十一全周期累计成交额达 4982 亿，可比口径增速达 26%，超 450 个品牌成交额过亿，210 万线下小店参与；京东全周期累计成交额为 2715 亿元，同比增长 33%；苏宁双十一期间线上订单量同比增长 75%，11 月 11 日开场 19 分钟，苏宁全场景生态渠道 GMV 破 50 亿。总体来看，618 和双十一等电商购物节，有效刺激了被疫情压抑的消费需求，也反映出国内巨大的消费潜力。

图6：全网双十一两轮（11.01-11.3 和 11.11 当天）销售额合计达 5250 亿元

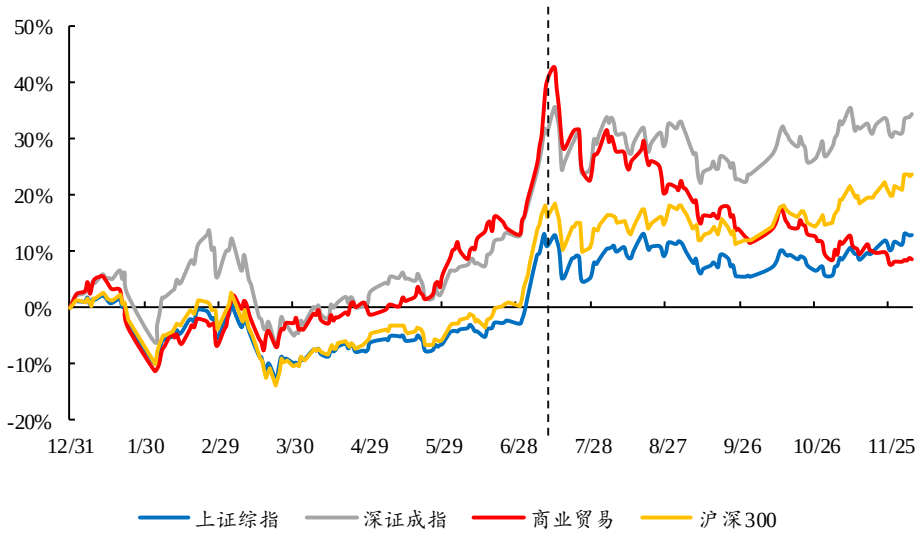


数据来源：星图数据、开源证券研究所

1.2、 零售板块行情：年初至今累计涨幅为 8.64%，表现弱于大盘

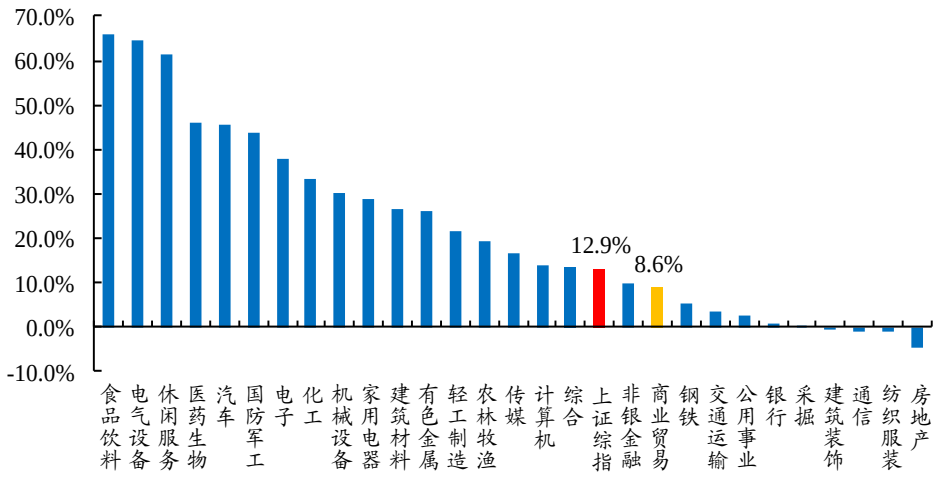
2020 年年初至今零售(商业贸易)指数上涨 8.64%，在所有一级行业中位列第 19 位。2020 年前 7 个月，商业贸易指数表现较为强势：疫情期间超市板块表现坚挺（主营必选消费高景气叠加 CPI 上行利好同店），带动行业指数上行；百货板块受免税概念刺激，年内表现亮眼，对行业指数也有一定带动；截至 2020 年 7 月 13 日，商业贸易指数报收 4630.18，年涨幅达 42.87%（上证指数同期涨幅为 12.89%）。但自三季度起，CPI 回落带来同店压力、社区团购等互联网新业态竞争分流等共同作用下，超市板块大幅回调，拖累行业指数下行；截至 2020 年 12 月 4 日，零售指数报收 3520.84 点，从年初至今累计涨幅仅剩 8.64%，表现弱于大盘(上证指数同期涨幅为 12.93%)。所有行业横向对比看，零售行业（商业贸易指数）表现在 28 个行业中位居第 19 位。

图7：2020 年年初至今零售（商业贸易）指数上涨 8.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2020 年 12 月 4 日）

图8：2020 年年初至今零售板块（商业贸易指数）表现排在第 19 位

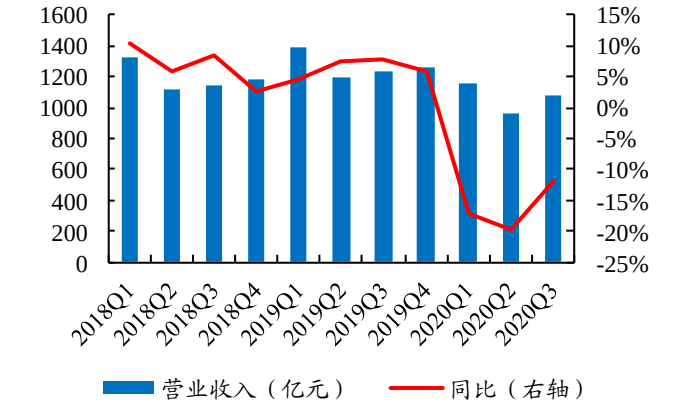


数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2020 年 12 月 4 日）

1.3、 零售企业经营业绩：疫情缓和后，化妆品、金银珠宝公司恢复较好

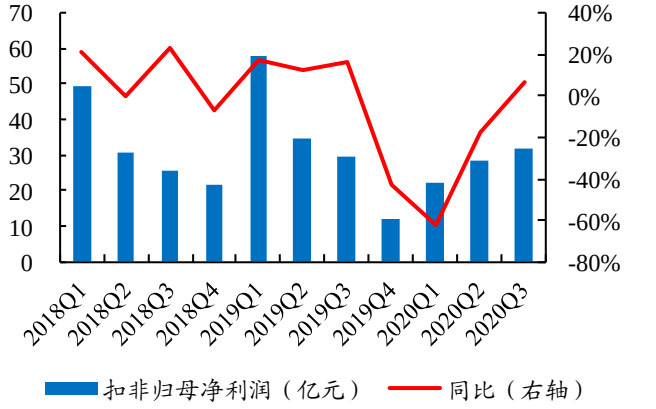
受疫情影响，零售企业上半年经营整体承压，三季度营收、盈利端见到明显改善。我们选取 8 家超市、15 家百货、7 家化妆品、5 家黄金珠宝、2 家专业连锁合计 37 家代表性上市公司作为样本，对零售行业整体板块业绩进行梳理分析。2020 年上半年，板块整体受疫情影响较大，2020Q1、Q2 收入端分别同比-17%、-20%，扣非归母净利润分别同比-81%、-16%；三季度以来，随着疫情影响减小，上市公司经营业绩亦明显改善，2020Q3 板块整体营收 1083 亿元（-12%），增速环比+8pct，实现扣非归母净利润 31.8 亿元（+7%），单季度增速年内首次实现转正，增速环比二季度+24pct。

图9：上半年零售行业收入承压，三季度改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

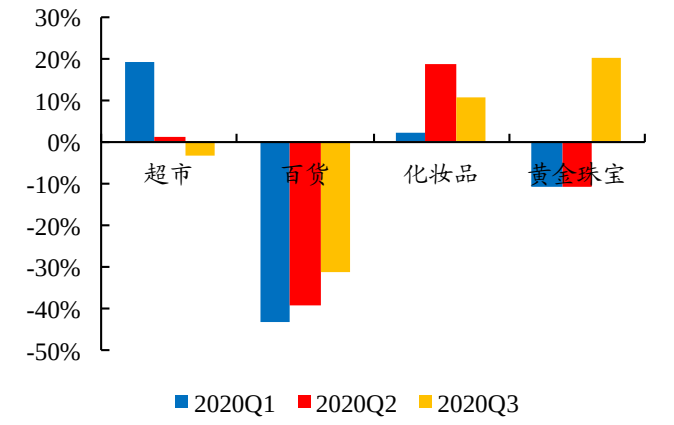
图10：上半年零售行业业绩承压，三季度增速首次转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

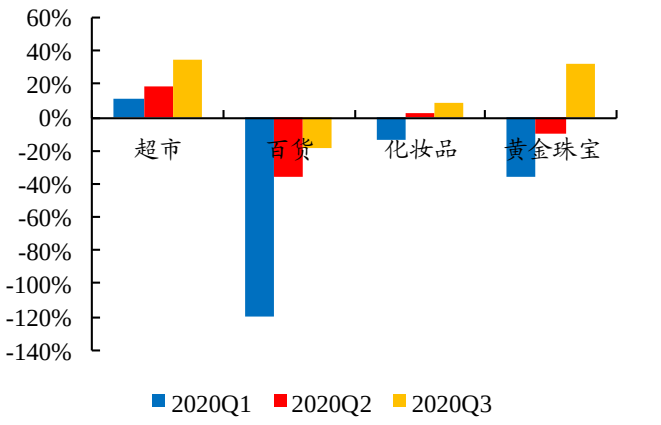
细分板块看，上半年超市表现较好，下半年疫情缓和，黄金珠宝、化妆品相对亮眼。（1）主营必选消费的超市板块在上半年表现出较强韧性，但三季度疫情缓和后，农贸市场、餐饮基本恢复营业，分散超市客流，同店承压，收入增速环比明显回落；（2）百货板块全年受疫情冲击最大，叠加会计准则变动影响，营收端持续承压，但三季度以来利润端受益于客流回暖，下降幅度已大幅收窄；（3）化妆品板块受益于线上渠道高景气增长，二季度最早开始恢复，三季度营收/扣非归母净利润分别同比增长 10.8%/9.4%；（4）黄金珠宝板块上半年承压，三季度受益于婚庆需求逐步释放，单季营收同比+20.5%，扣非归母净利润同比+32.2%，表现出强劲的复苏态势。

图11：百货板块收入端受疫情和会计准则变动影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：偏可选类细分板块上半年业绩承压明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 “人、货、场”持续升级，下沉市场和渠道效率是竞争关键

2.1、 “人、货、场”持续演进升级，细分赛道蓬勃发展

“人”：从消费者年龄代际上看，Z 世代崛起，成为重要的消费新增量。根据 Population Pyramids 数据，目前我国 0-9 岁儿童、10-24 岁人群、50 岁以上老人在人口中占比分别为 11.9%、17.8%、31.9%，对应儿童经济、Z 世代、银发经济等细分年龄代际消费赛道随之产生。其中儿童经济赛道主要包括奶粉、婴童用品和早教等，这部分消费群体以 80、90 后家长为主，中高消费能力用户占比超过 6 成；Z 世代不断崛起，催生了宅文化、偶像经济等新消费业态，年轻一代也成为美妆、手游、社交等领域的消费主力军；银发经济则为电商赛道带来了重要增量。

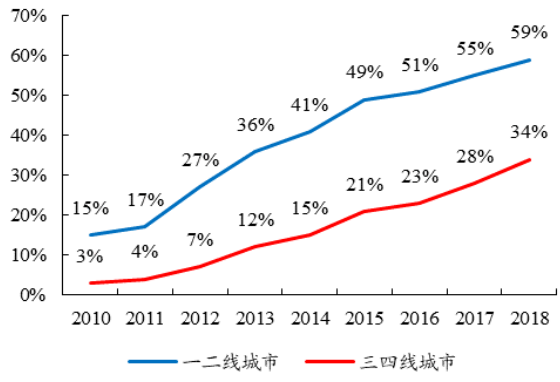
图13：不同代际人群带来对应细分赛道的成长机会

	用户群体	用户群体特点	对应细分赛道
儿童经济	0-12岁儿童家长 **(0-9岁儿童占比11.9%)**	用户规模庞大，线上活跃规模达**3亿**，其中**中高消费**能力用户占比高	奶粉 婴童用品 线上教育等
Z世代	95后+00后 **（10-24岁占比17.8%）**	用户消费能力较高，消费观念转变催生偶像经济、宅文化等新业态，善于接纳**新经济业态、新品牌**	宅文化 偶像经济 美妆 手游 社交等
银发经济	50岁以上的人群 **（人群占比31.9%）**	用户规模庞大，人口占比达1/3，对互联网的使用程度不断**加深**，是**电商重要增量**	家电 食品 电器等标品领域

资料来源：QuestMobile、population pyramid、开源证券研究所

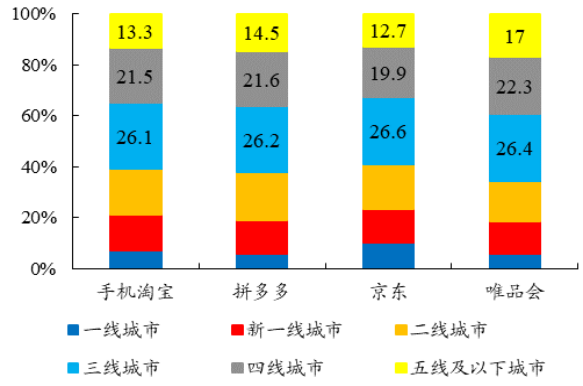
“人”：从消费者城市线级看，下沉市场空间广阔，小镇青年蕴藏更大的消费潜力。我国下沉市场涵盖约 200 个地级市、3000 个县城和 40000 个乡镇，人口超过 10 亿（约占总人口 72%），空间广阔。近年来，随着城镇化持续发展，低线城市人均收入水平显著提高。根据麦肯锡《2020 年中国消费者调查报告》数据，2010-2018 年三四线城市宽裕小康和大众富裕家庭数量的年复合增长率达到 38%（一二线城市为 23%）。相较而言，低线城市房价低、生活节奏慢、压力小，且下沉用户闲暇时间相对充裕，也更热衷社交活动和炫耀性消费。“小镇青年”们，蕴藏着亟待挖掘的无限消费潜力。

图14：低线城市宽裕小康和大众富裕家庭占比显著增加



数据来源：麦肯锡、开源证券研究所

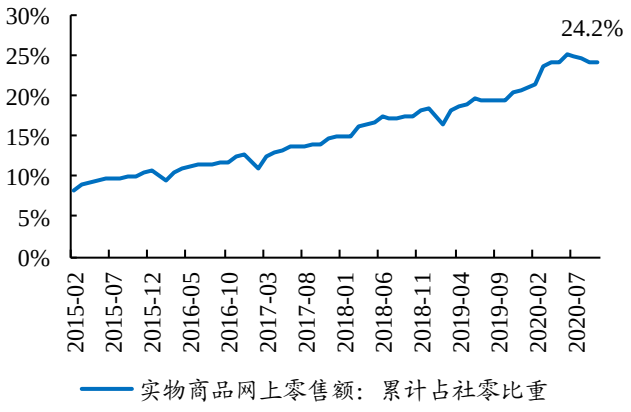
图15：电商 APP 新增用户主要来自下沉市场



数据来源：QuestMobile（2019 年双十一）、开源证券研究所

“场”：从消费场景看，线上渠道渗透率持续提高，直播带货仍在风口。近年来，随着基础设施完善、居民消费观念转变，叠加疫情影响，我国社会消费线上渠道渗透率在持续提升。根据国家统计局数据，2020 年 1-10 月实物商品累计网上零售额占社零比重已达 24.2%（2019 年同期为 19.5%）。除此之外，直播 2020 年依旧占据风口，2020 年双十一淘宝直播预售开场 10 分钟成交超过 2019 年全天，整个双十一周期店铺自播 GMV 同比增长 509%，吸引消费者超 8 亿、吸引品牌超 25 万、吸引商家超 500 万。我们认为，直播可以更加立体、直观地展示商品，聚集效应明显、转化率高，未来仍将保持重要的流量入口地位。

图16：社零消费线上渠道渗透率在持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

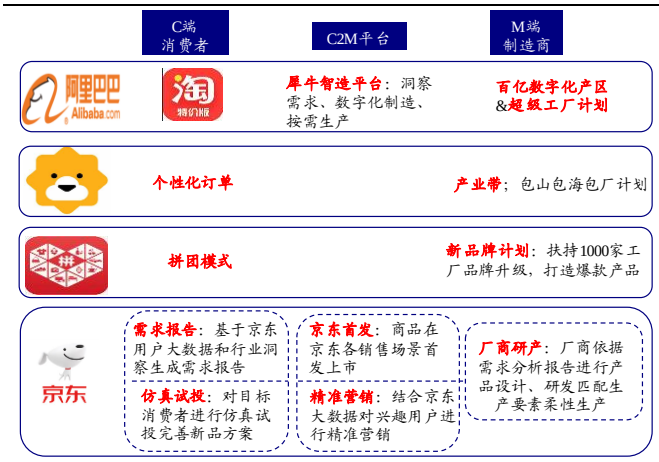
图17：淘宝直播双十一预售 10 分钟超过 2019 年全天



资料来源：天下网商、天猫发言人官微

“货”：人口代际变化和流量渠道变迁，也在促进“货”的持续迭代升级。行业趋势上看，随着当代国人生活水平提升，以提升自身幸福感为出发点的“悦己消费”悄然兴起，颜值经济（医美化妆品）、潮玩（盲盒）、时尚珠宝等“新物、好物”蓬勃发展；从生产模式上看，技术升级带来数据经济渗透率持续提升，C2M 生产模式帮助商家降本增效，提升消费者购物体验，因此也逐渐获得电商巨头加码布局，犀牛智造平台 9 月正式亮相。从上游供给角度讲，一方面品牌方紧抓人口和流量红利，通过切入细分赛道打造了诸多优秀黑马品牌；另一方面，产品端的丰富产能以及渠道端不断提升的话语权，也推动国内自有品牌快速发展。盒马 CEO 侯毅表示，未来自有品牌会占盒马全部销售的 50%，在提升盈利能力同时也将为消费者提供更加优质的商品。

图18：各大电商平台纷纷布局 C2M 模式生产



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

图19：盒马大力发展自有品牌“日日鲜”



资料来源：大众点评

2.2、 零售企业竞争策略：深挖下沉市场，数字化提效多维赋能

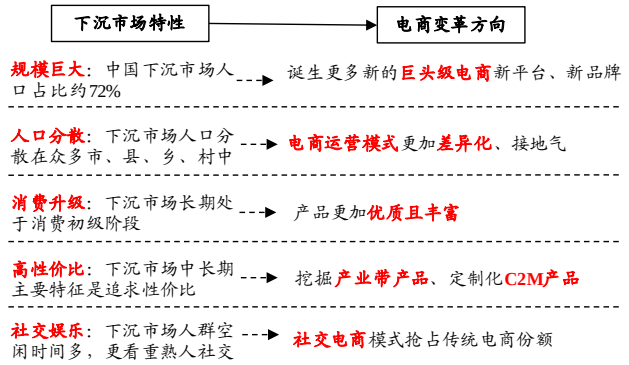
各大电商平台持续下沉，深挖低线市场红利。近年来，低线区域的网络和物流等基础设施不断完善，截至 2019 年底全国乡镇快递网点覆盖率已达 96.6%，为电商下沉奠定基础；此外，《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》、《全国乡村产业发展规划（2020-2025）》等政策先后颁布，下沉市场也成为重点扶持所在。在此背景下，互联网巨头纷纷布局，除拼多多、快手持续精耕细作外，淘宝、京东也分别推出淘宝特价版和京喜，此外社区团购等聚焦下沉市场的新模式持续涌现。我们认为，下沉市场人口数量众多，基础设施完善后，必然成为兵家必争要地。随着各大电商平台布局不断深入，更多新模式、新品牌也有望应运而生。

图20：各大电商巨头在下沉市场持续深耕



资料来源：京喜&亿邦动力研究院、开源证券研究所

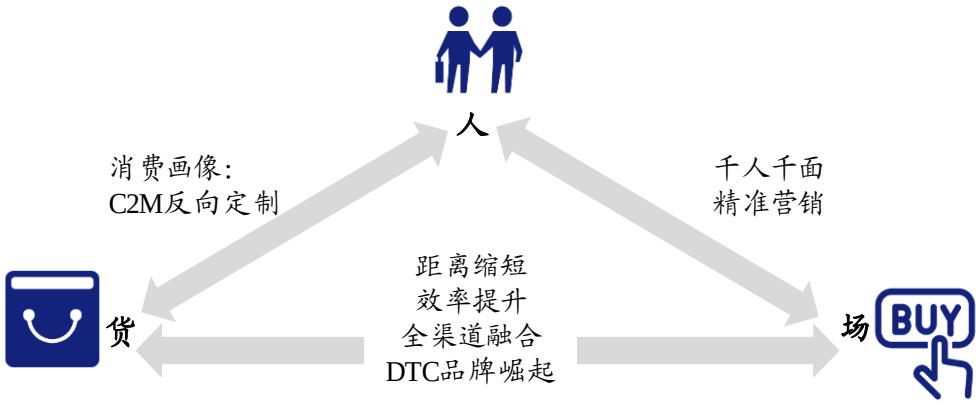
图21：电商巨头不断变革以挖掘下沉市场红利



资料来源：京喜&亿邦动力研究院、开源证券研究所

零售企业通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现全渠道、多维度的效率提升。近年来，零售业态持续围绕数字化提升效率，使“人、货、场”紧密相连，具体来说：（1）人：平台通过数据化，实现“千人千面”，可以对用户需求精准满足，节省购物、选择时间，实现“货找人”；（2）货：借助数据赋能，DTC 模式反哺研发、C2M 反向定制使产品更好满足消费者需求；（3）场：线上、线下全渠道融合明显。我们认为，数字化赋能对产业链整体效率提升明显：对商家而言，数字化建设打通供应链、物流、用户数据，根据个性化需求“先销后产”，生产效率和灵活性提升，在缓解库存压力的同时，生产出更加适销对路的产品；对消费者而言，消费链条缩短也减少了加价倍率，性价比和购物体验提升。未来数据赋能、效率提升仍是行业发展的主旋律，头部零售企业在流量、数据、供应链方面优势会较为明显。

图22：零售企业通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现效率持续提升



资料来源：开源证券研究所

3、 年度零售关键词：社区团购、私域、新品牌、悦己消费等

3.1、 “新品牌”：各细分赛道诸多新品牌崛起，深受消费者欢迎

2020 年，众多细分赛道“网红”新锐品牌凭借精准定位满足需求，受到消费者喜爱。（1）**花西子：**专注彩妆赛道，以“东方彩妆，以花养妆”为核心理念，以花卉精华与中草药提取物为核心成分，与现代工艺结合，打造适合东方女性的彩妆产品，融入中国传统文化元素，设计精美、浑然天成。（2）**元气森林：**切入无糖气泡水赛道，主打“0 糖 0 脂 0 卡”，应用植物代糖赤藓糖醇，在“好喝”同时实现“健康”，产品设计简洁吸睛，符合年轻消费群体审美。（3）**三顿半：**主营精品咖啡，以“让咖啡变得触手可及”为出发点，利用低温萃取技术和冻干技术，口感比传统速溶咖啡更接近现磨咖啡，最大程度兼顾了便捷和口感。产品设计小巧时尚，符合不同消费场景的需要。（4）**钟薛高：**通过内容诠释品牌的鲜活个性，利用全球不同食材制作鲜活雪糕，还原食材风味，瓦片型产品设计风格别出心裁，受到广大年轻消费群体追捧。

双十一期间，大量小众黑马品牌涌现。总结看，这些新锐品牌均有明确的产品定位，通过切入细分消费群体、满足特定需求，从而深受消费者喜爱，迅速在全网走红。2020 年天猫双十一期间，共计有 357 个新品牌跑出细分行业第一，16 个国货新品牌（在天猫平台上线未满 3 年）成交额破亿。除花西子、元气森林、三顿半外，Pidan 获得猫砂品牌 NO.1，至本获得美容护肤旅行装 NO.1。我们认为，不同细分赛道的消费群体特点鲜明，在数据化背景下，产业链上游对消费者画像把控更为精准，通过切入细分人群、细分赛道，新品牌具有巨大成长潜力。

图23：2020 年各类细分赛道出现诸多新品牌崛起，凭借精准定位满足需求，受到消费者喜爱







品牌	花西子	元气森林	三顿半	钟薛高
细分赛道	彩妆	无糖气泡水	精品咖啡	雪糕
定位	东方彩妆，以花养妆	0糖0脂0卡	品质优越、与众不同	口味丰富，形象独特
创新点	将花卉精华与中草药提取物与现代彩妆研发制造工艺相结合。	应用植物代糖赤藓糖醇“好喝”的同时，做到“健康”	采用现磨咖啡的低温萃取技术和医疗行业的冻干技术，兼顾便捷与口感	雪糕采用独特的中式瓦片型设计，产品网罗全球食材制作鲜活雪糕。
品牌荣誉	天猫618彩妆品类第一	2020年双十一元气森林同时斩获天猫和京东饮品类销量第一	2019年12月，获得阿里巴巴ONE商业大会，ONE新品创新奖。	天猫美食年度最受欢迎品牌 全球创新食品品鉴大赛清煮箬叶雪糕最佳冰淇淋奖

资料来源：各品牌官方旗舰店、各品牌官网、开源证券研究所

3.2、 “悦己消费”：悄然兴起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝受青睐

悦己消费悄然兴起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝受青睐。近年来，颜值经济、潮玩、时尚珠宝等“悦己型消费”蓬勃发展：其中，颜值经济以彩妆、护肤、医美为代表，2016-2019 年复合增速分别达到 24.7%（Euromonitor）、12.9%（Euromonitor）、28.1%（艾瑞咨询）；潮玩则以盲盒为代表，根据 Frost & Sullivan 数据，2016-2019 年中国盲盒市场规模由 82 亿元增长至 207 亿元，3 年 CAGR 达到 36.2%；时尚珠宝赛道也蓬勃发展，根据 Euromonitor 数据，2019 年国内时尚珠宝市场规模达到 1045 亿元。

图24：以“颜值经济”、“潮玩”、“时尚珠宝”为代表的悦己型消费蓬勃发展



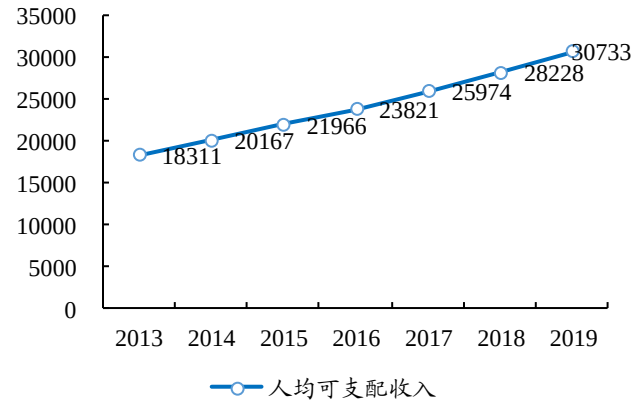


赛道	颜值经济	潮玩	时尚珠宝
规模	彩妆552亿 护肤2444亿 医美1769亿	约207亿	约1045亿（时尚珠宝）
增速	彩妆:2016-2019CAGR=24.7% 护肤:2016-2019CAGR=12.9% 医美:2016-2019CAGR=28.1%	2016-2019CAGR=36.2%	
主要人群	女性群体	年轻一代、Z世代	千禧一代

资料来源：Euromonitor、艾瑞咨询、Frost & Sullivan、开源证券研究所

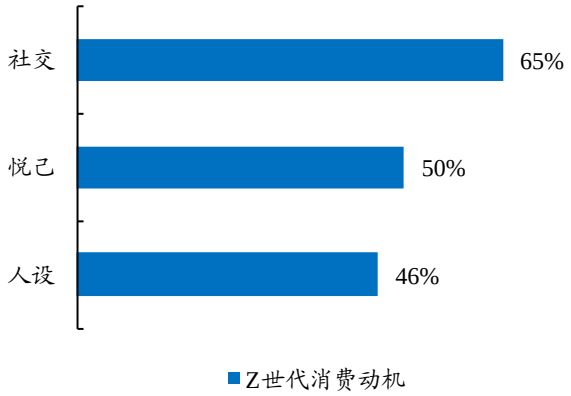
居民收入水平提升、Z 世代崛起，促进悦己型消费发展。从消费属性来看，此类消费以提升自身幸福感为出发点，属于典型的“悦己型”消费。Kantar 数据显示，超过 50%的 Z 世代消费动机为“悦己”。我们认为，一方面居民消费水平整体在稳步提升，另一方面随着 Z 世代逐渐成长、消费能力增强，未来悦己型消费细分赛道有望继续保持较高景气。

图25：我国居民人均可支配收入持续提高



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图26：超过 50%Z 世代消费动机为“悦己”

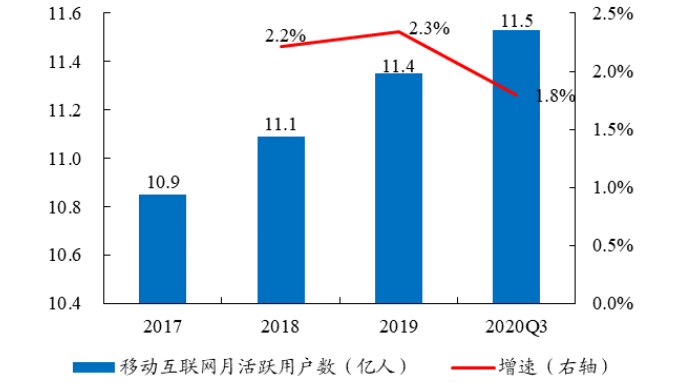


数据来源：Kantar、开源证券研究所

3.3、 私域：从收割流量思维升级为用户运营思维，降本增效促裂变

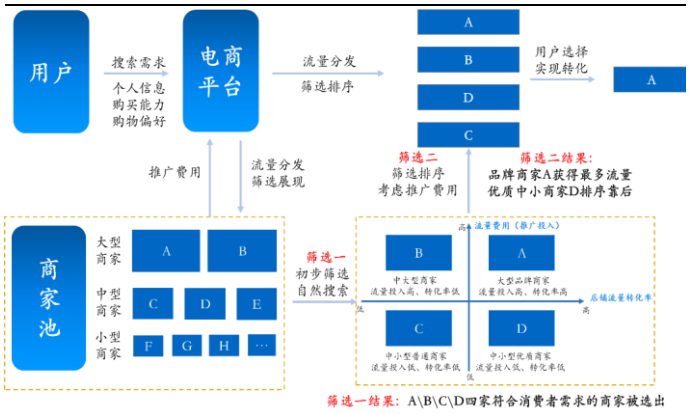
随着公域流量成本日益高企，私域流量价值在逐渐凸显。公域流量通常指传统电商上由平台控制分发的流量。随着移动互联网渗透率逐渐见顶、流量红利衰减，公域流量成本在快速上升。这就导致推广费用充足的大商家在传统中心化平台的流量分发中占据优势，而中小商家因无力承担流量成本而被逐渐边缘化，此时，私域流量价值开始凸显。通常，私域流量指将公域流量经直播、公众号等方式引入并沉淀至商家/个人私域形成的强关系链客户群，具有低引流成本、流量可控、可深入服务等优势。随着 UGC（用户原创内容）丰富和电商社交化、内容化发展，零售去中心化趋势明显，社交电商、直播等业态崛起为商家的私域建设打开了突破口。中小商家与创作者通过直播等方式将公域流量引入私域，并以多种运营方式进行带货变现。

图27：移动互联网月活跃用户增长放缓



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

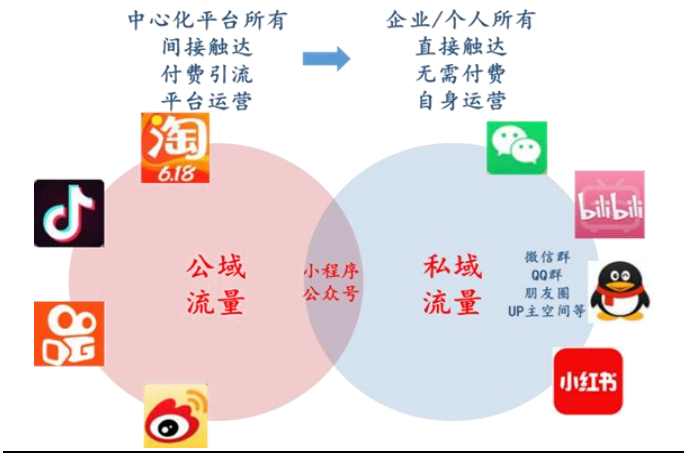
图28：传统流量分发机制中，中小商家处于劣势



资料来源：开源证券研究所

私域崛起对零售行业的变革：从收割流量升级至用户运营思维，降本增效促裂变。（1）思维方面，零售商家由依赖平台、被动购买流量的思维升级为主动吸引用户、提升转化和留存的用户思维。（2）渠道方面，商家主动引导流量沉淀至私域，再通过社交群、个人号等渠道将私域流量激活并实现转化。（3）效率方面，私域零售拥有流量成本低、转化率高、客单价高等优势。以“国货之光”完美日记为例，公司作为 2017 年成立的新锐国货美妆品牌，主营时尚彩妆与护肤产品，凭借高效的“小完子”微信私域营销体系，有效提高了用户粘性和复购，在 2019 和 2020 年连续登顶天猫双十一彩妆榜单榜首，母公司逸仙电商也在 2020 年 11 月 19 日于纽交所成功上市。

图29：私域与公域流量的区别在触达、付费和运营方面



资料来源：开源证券研究所

图30：完美日记打造“小完子”私域流量社群



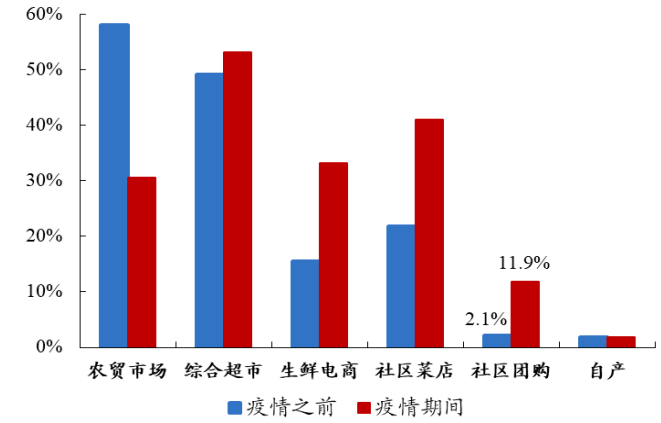
资料来源：小完子微信群、开源证券研究所

3.4、 社区团购：下沉市场的零售效率革命

3.4.1、 模式特点：以“预售、次日达、自提”为特点的新零售模式

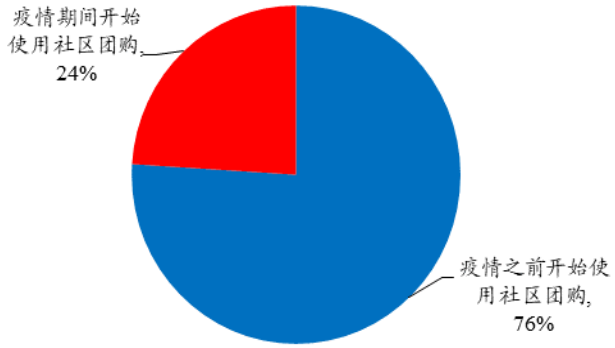
受益于疫情对消费者的充分教育和互联网巨头加码布局，社区团购行业蓬勃发展。疫情期间，居民外出减少、购物渠道受阻，同时信息传达和管理多以社区为单位，社区统一采购配送等模式逐步普及。而社区团购品类恰好以生鲜为主，解决了消费者每日高频、刚性需求，在疫情期间发展火热。根据商务部数据，居民通过社区团购渠道购买生鲜的比例较疫情前大幅增长；根据凯度数据统计，有 1/4 的用户在疫情中首次使用社区团购平台。疫情对消费者起到很好的教育作用，显著降低了社区团购平台的拉新成本。随着互联网巨头相继加码入局，社区团购行业也迎来加速发展。

图31：疫情期间社区团购渠道购买生鲜比例大幅增长



数据来源：商务部流通产业促进中心、开源证券研究所

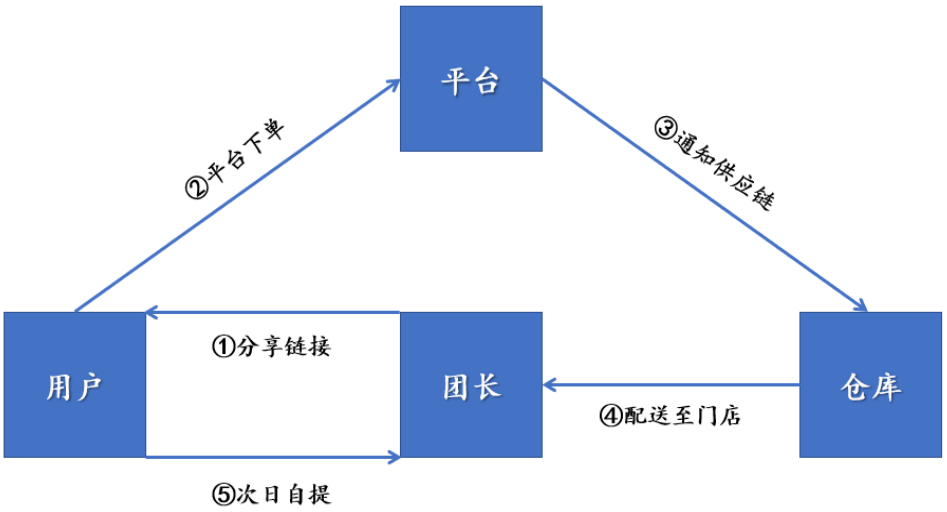
图32：1/4 的用户在疫情中首次使用社区团购平台



数据来源：凯度咨询、开源证券研究所

社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。一个典型的社区团购业务流程是：（1）团长在自建微信群内分享高性价比的商品链接；（2）群内用户在特定时点前（一般为当晚 11 点）点击商品链接或直接通过平台小程序下单，同时选择自提点；（3）平台当天收集完订单后，调动供应链，在第二天由仓库将货发送至自提点（一般为团长所在门店）；（4）用户自行到自提点提货。

图33：社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新型零售模式



资料来源：开源证券研究所

社区团购通过“预售+次日达+自提”模式，实现“更省、更便捷”购物体验，主攻下沉市场。社区团购以生鲜品类切入市场，采用预售方式实现最大化以销定采，降低了生鲜库存损耗；通过次日达+自提的方式，在牺牲一定配送时效性前提下，有效压缩了履约成本，结合平台补贴，提供了更高性价比的商品。横向对比看，生鲜品类在社区团购平台的价格要明显低于淘宝等传统电商平台，因此较好满足了下沉市场特征人群（闲暇时间多、价格敏感）的消费需求。而从地域分布看，根据新经销数据，目前分布在三四线及以下的团长数量占比达到 70%，下沉市场是社区团购的主战场。

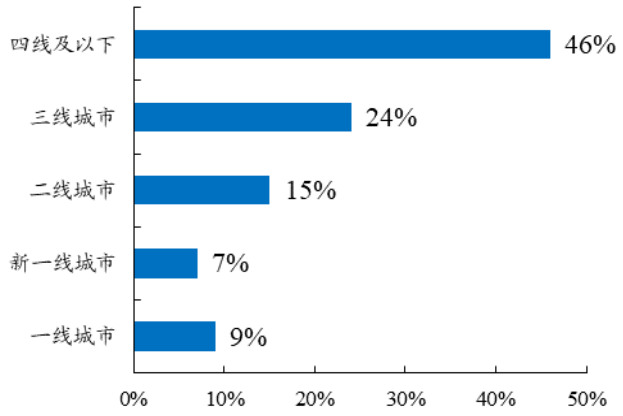
图34：社区团购价格明显低于淘宝等传统电商

团购价在各品类上都低于淘宝价格

团购平台	产品名	规格	团购价	相似产品淘宝包邮价
兴盛优选	红心蜜柚	2个	7.68	13.9
橙心优选	贝贝南瓜	1.5kg	7.59	14.9
橙心优选	巨峰葡萄	250g	3.19	4.9
兴盛优选	包菜	2.5kg	8.99	15.8
兴盛优选	翅中	500g	17.99	29.8
橙心优选	鲜鸡蛋	30枚	16.9	24.9

资料来源：橙心优选、兴盛优选、淘宝网、开源证券研究所

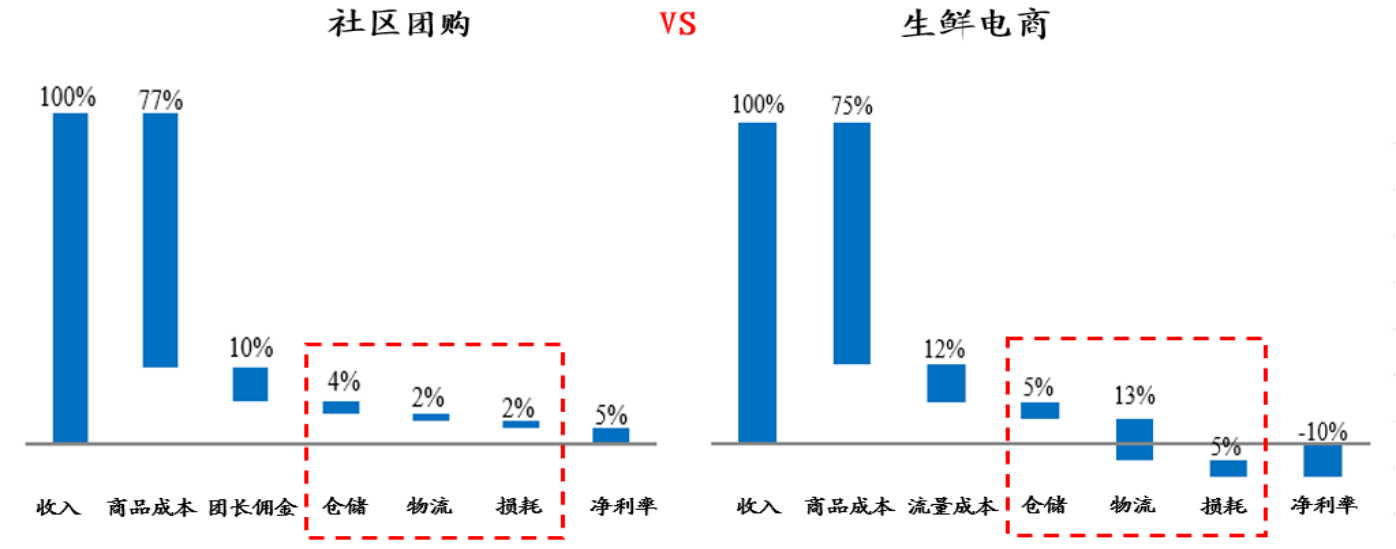
图35：社区团购团长主要分布在下沉市场



数据来源：新经销、开源证券研究所

相较前置仓生鲜电商而言，社区团购对客单价要求低，特别适合下沉市场。近年来，前置仓模式（如每日优鲜、叮咚买菜等）生鲜电商蓬勃发展，在损耗及交付体验上有了明显优化，但仍面临难以集约交付导致的高配送成本难题，因此在低线城市可复制性较差。反观社区团购模式，通过采用“预售、次日达、自提”方式，显著降低了平台损耗；同时由于集约配送及用户自提，大幅降低了配送成本（生鲜电商物流成为 13%，社区团购为 2%）。目前，其配送时效介于传统电商与前置仓之间，在拥有相对较多闲暇时间的低线城市，具备了更强的复制性。

图36：预售+自提模式为集单集配提供了操作空间，降低了整个链路的物流配送成本

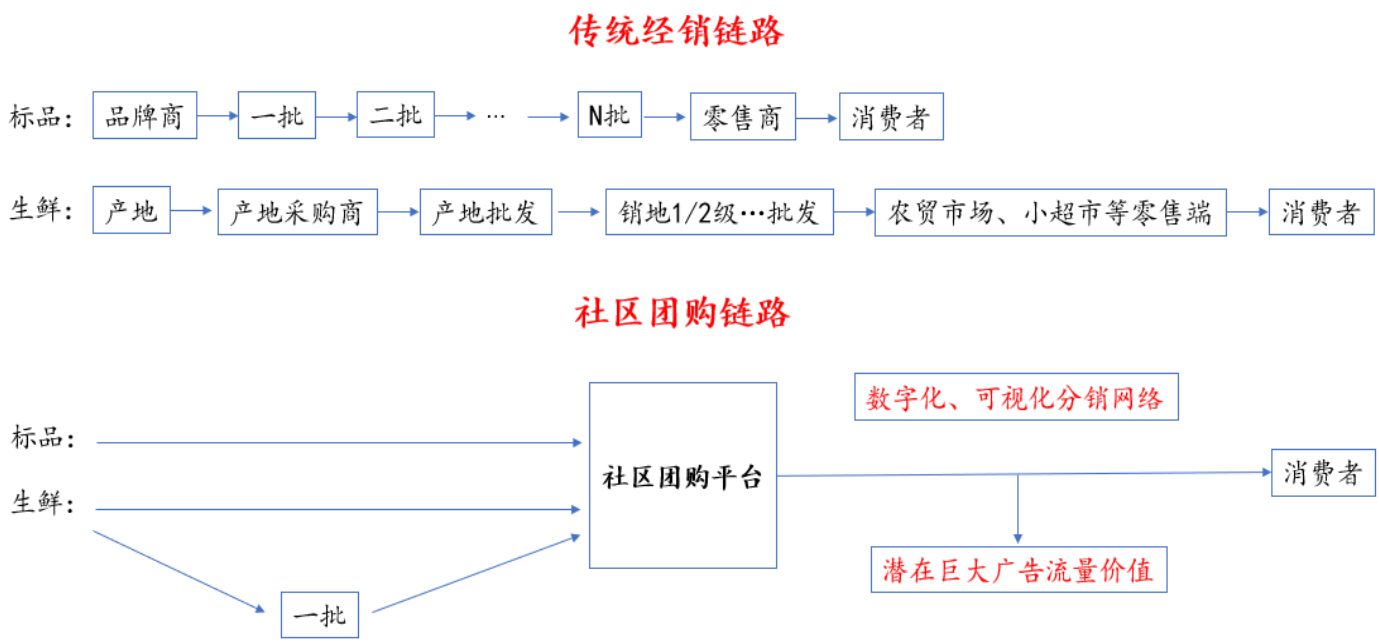


数据来源：兴盛优选、每日优鲜、叮咚买菜、开源证券研究所

长期看，社区团购有望发展为下沉市场的零售基础设施。传统 B2C 电商通过快递履约，但在下沉市场中，由于无法实现足够的订单密度，导致履约成本较高。而在社区团购模式中，通过团长集单，并引入高频生鲜品类做大单量，在物流环节通过集中配送履约，有效降低了物流成本，从而在低客单价前提下也具备了盈利能力。长期来看，社区团购可以发展成为一个连接到村一级的零售基础设施，为海量商品建立一个触达下沉市场的分销网络。

社团团购为品牌商重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达 C 端消费者，蕴藏广告流量价值。传统流通渠道下，品牌商商品一般需要层层经销才能实现下沉，中间环节冗繁、终端加价倍率较高。电商渠道出现为品牌商提供了直达消费者的机会，既能将中间环节利润让利给终端消费者，也可直接从数据中得到反馈指导经营。但在下沉市场，由于经销商布局更早，目前电商的下沉程度仍非常有限。社区团购通过模式上的改进进一步降低了履约成本，并通过生鲜品类高频打低频的方法，触达了海量 C 端消费者。且由于其建立的是数字化、可视化的分销网络，因此也具备了更高的广告流量价值，受到众多互联网巨头重视。

图37：社团团购重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达 C 端消费者，蕴藏广告流量价值



资料来源：开源证券研究所

3.4.2、 竞争要素：初期起势靠流量，优质团长为稀缺资源，长期看供应链是关键

早期优质团长为稀缺资源，头部平台已打响团长争夺战。当前阶段，团长发挥着低价引流、商品推送、交付、售后等多种重要功能，在社区中拥有门店的优质团长仍为稀缺资源。行业竞争加剧之下，各个玩家为了快速做大交易规模，争相从其他平台高价挖团长，团长身兼多个平台已成为常态。从团长角度来看，与平台合作一方面可以赚取佣金，另一方面也可以为自身门店导流，因而会尽可能与更多的平台方合作，而不会只对某一个平台保持忠诚度。对于消费者来说，这种不忠诚会导致单一平台的购物体验下降。此外，团长会更倾向于将社群流量掌握在自身手中，如此才能始终保持对平台的话语权，这也将不利于平台的用户沉淀及团长环节成本的降低。

短期内平台通过多种方式尝试绑定团长，长期看团长的作用将会逐渐弱化。当前团长对于平台快速跑马圈地仍是关键，因此平台方试图通过拉长结算期、排他性协议等方式来绑定团长。长期来看，我们认为平台对团长的依赖会逐渐减少，原因在于：（1）团长前期负责拉新建群、推送商品，群内消费者基于信任关系被动接受推荐，随着消费习惯培育及对平台逐渐信任，部分消费者会有转向直接通过微信小程序下单的趋势，因为在平台内可以主动选择商品且非被动接受微信群繁多消息的打扰；（2）随着订单量增多，团长店内分拣作业难度加大，未来该部分作业可能会前置到网格仓完成。团长在链条中的功能将简化为收货、少量分拣、交付、提供提货点，该部分功能相对更加标准化。减少对团长的依赖也有助于平台更高效的管理。

图38：团长在微信群内推送商品信息



资料来源：兴盛优选团购群

图39：订单量增大后，团长的分拣作业难度加大



资料来源：联讯网

社区团购的模式较重，对于供应链建设的要求更高，造成快速扩张的难度大。生鲜在社区团购中占有较高的比例，平台需要做好选品、采购、分拣、物流等工作，本质上是自营的模式；同时由于生鲜供应的区域化，仓储物流上对冷链要求较高，因而比标品自营模式所需的资金投入、管理复杂程度也更高。相比于共享单车、网约车、外卖的流量打法，社区团购在 SKU 经营（海量）、仓配建设、人员管理（团长、用户、配送员）上要求更高，导致快速扩张的难度更大。

表1：相比于共享单车、网约车及外卖等业态，社区团购在模式上更重

项目	主要参与方	服务或产品	供应端	SKU	资产属性	备注
共享单车	用户、平台、政府	自助式的骑行服务	单车	0/1	重	前期就要供应单车
网约车	用户、平台、司机、政府	轻交互的运输服务	司机或车辆	0/1	轻/重	前期利用出租车和社会车辆存量供应
外卖	用户、平台、商家、骑手	较复杂的配送服务	商家、骑手	0/1	较轻	涉及商家和骑手的组织，重人力和组织，不重资产
社区团购	用户、平台、团长、供应商、配送员	半自助式的配送服务	商家、骑手和基础设施	海量	重	需要建仓配

资料来源：《产品不归路》公众号、开源证券研究所

烧钱可以短期集聚流量，但是行业最终竞争力仍在于供应链能力。尽管从短期来看，流量与补贴可以帮助社区团购平台迅速起量，但是社区团购从本质上仍然经营的是零售生意，长期来看商品的多快好省才是形成竞争力的关键。供应链能力一看**仓配端：**各大平台为了控制物流成本，往往通过招募个体司机方式获得运力，但从长远看，个体司机的管理难度较大，存在较大不稳定性；二看**商品端：**团购平台当前依靠爆品走量，存在品类少、档次低、品质不稳定问题，能否在长期兼顾供应链效率、品类丰富度、质量稳定性，将是平台对消费者形成粘性的关键。

3.4.3、 行业格局：赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技

社区团购赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技。疫情加速社区团购模式发展，目前行业内玩家众多，主要可分为创业公司与互联网巨头两种。创业公司代表如兴盛优选、十荟团、同程生活等，这些玩家进入社区团购行业较早，具有较丰富的零售经验，且在经营上具有明显的区域性特色。另一方面，以美团优选（美团旗下）、多多买菜（拼多多旗下）、橙心优选（滴滴旗下）等为代表的互联网巨头玩家，拥有明显的流量以及资金优势，同时在先前的外卖、打车等行业大战中积累了丰富的地推、组织等经验。此外，也有部分超市企业如步步高、家家悦等，上线了社区团购小程序，但目前规模远小于前两类玩家，对行业格局影响较小。

图40：社区团购玩家众多：主要分为创业公司和互联网巨头两种



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

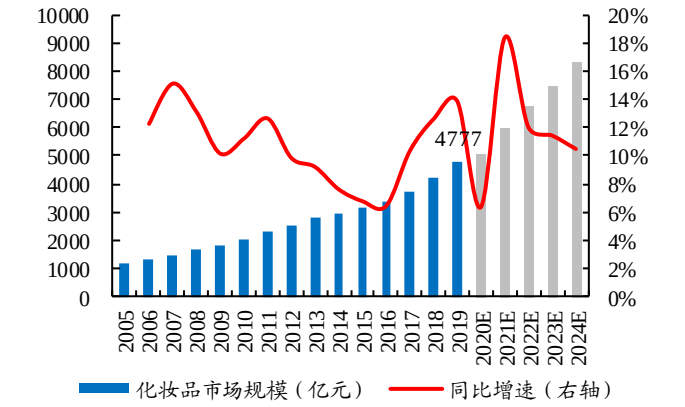
相较而言，互联网巨头中美团和拼多多经验禀赋相对突出，在长期竞争中更具优势。（1）**兴盛优选：**行业内最大独角兽，由芙蓉超市孵化，核心竞争力为数量众多的线下门店、多年零售经验和成熟的供应链仓配体系。（2）**美团：**坐拥 4.5 亿年活跃用户和经验丰富的地推团队，在流量、获客端优势明显；此外通过快驴、美团买菜在生鲜经营 B 端、C 端亦均有布局。（3）**拼多多：**以拼团业务起家，在农产品经营上具有丰富资源积累；此外，拼多多主要位于下沉市场的用户群体也与社区团购主战场高度契合。（4）**滴滴：**跨界入行，依靠补贴取得先发优势，长期生鲜经营竞争力仍待观察。（5）**阿里巴巴：**通过盒马优选和入股十荟团等多线布局，但可能面临微信流量限制。

4、 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4.1、 化妆品消费：由“可选”变为“刚需”，渠道流量变革孕育机会

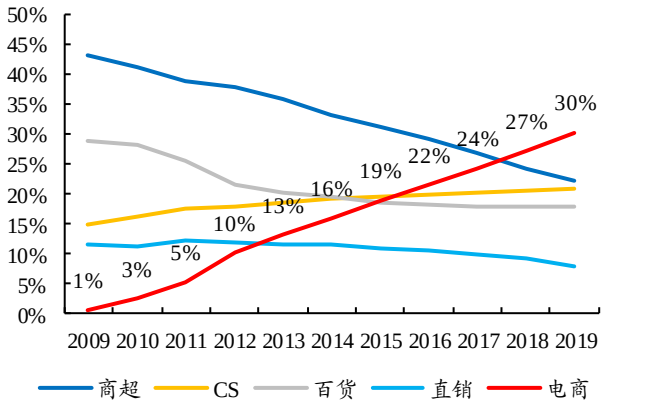
“颜值经济”时代，化妆品消费从“可选”变成“刚需”，四千亿大市场持续高景气。消费升级背景下，近年来化妆品消费逐渐由“可选”变为日常生活“刚需”，行业规模保持较快增长：根据 Euromonitor 数据，2019 年我国化妆品行业市场规模已超过 4700 亿元，同比增长 13.8%，近三年 CAGR 达 12.2%。从渠道角度看，电商渠道迅速崛起，现已成为化妆品行业第一大销售渠道：随着移动互联网发展和消费者消费习惯改变，同时各大国内外美妆品牌先后入驻电商平台，美妆行业线上渗透率不断提高，2010 年以前电商渠道市场份额尚不足 1%，2019 年电商渠道销售占比达 30.3%；除电商渠道外，CS 渠道依托专营店龙头门店扩张，在电商渠道冲击下仍能保持稳健发展，2019 年 CS 渠道市场份额达 20.9%。

图41：我国化妆品市场已超过 4700 亿元（2019 年）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图42：2019 年电商渠道化妆品销售市场份额达 30.3%



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

新生代消费群体美妆意识觉醒，成为化妆品消费主力军。“颜值经济”背后反映的是当代国人生活水平不断提高之下对美的不懈追求，80、90、00 后等新生代已成为美妆市场主流消费群体。与上一代人相比，新生代美妆消费者初次接触美妆年龄提前，并且自我意识更强，会将妆容看作一种个人情感和性格的表达方式。根据阿里数据，当前超过 7 成线上化妆品市场由 80、90 后撑起，95 后消费者的人均美妆消费（天猫渠道）增速在各代际中最高，对增长贡献也最大。CIC 数据显示，Z 世代和千禧一代贡献了 58.5%的化妆品消费，成为化妆品消费主力军。

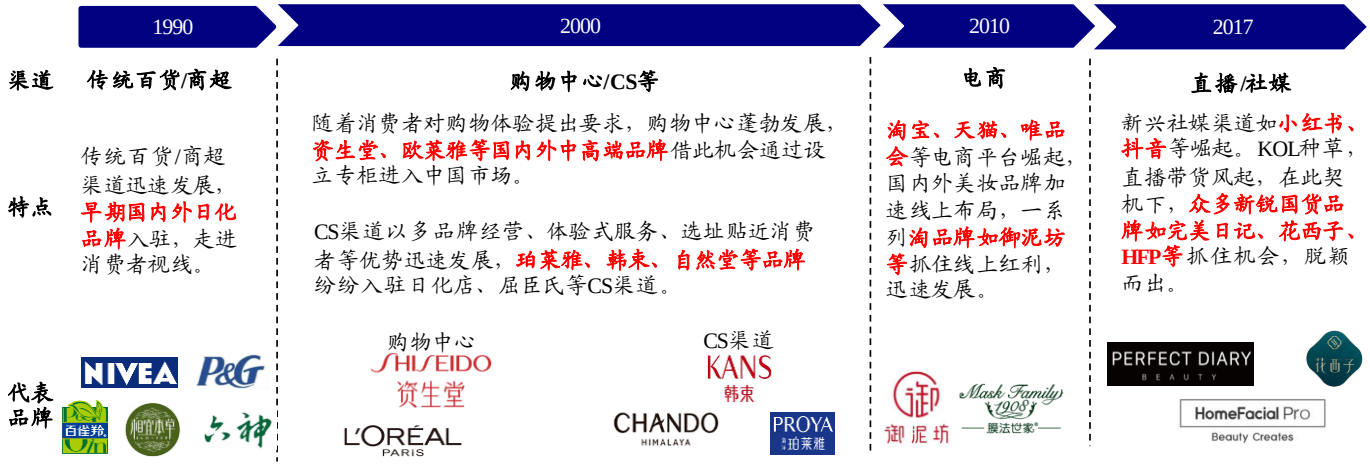
表2：年轻消费群体初次接触美妆年龄提前、美妆需求增强

消费者年龄	10-19 岁	20-24 岁	25-29 岁	30-39 岁	40-49 岁	50-59 岁	60 岁以上
代际	00 后	95 后	90 后	80 后	70 后	60 后	60 前
出生时间	2000-2010	1995-1999	1990-1994	1980-1989	1970-1979	1960-1969	1960 年前
人口占比	11.7%	6%	6.8%	16.1%	15.1%	15.4%	17.3%
初接触年龄	10-15 岁	10-15 岁	15-20 岁	20-25 岁	20-25 岁	20-25 岁	20-25 岁
美妆需求	中	强	很强	很强	中	弱	很弱

资料来源：国家统计局、世界银行、开源证券研究所

化妆品品牌崛起与渠道红利高度相关，每一次渠道流量变革都孕育着新的成长机会。20 世纪 90 年代，百货/商超兴起，宝洁、百雀羚等走进消费者视线；2000 年后，消费体验更好的购物中心蓬勃发展，资生堂、欧莱雅等海外品牌通过进驻购物中心专柜，树立了中高端的品牌形象，而珀莱雅、自然堂等国货品牌也进入屈臣氏等 CS 渠道。2010 年后，互联网电商渠道发展带来线上红利，御泥坊等淘品牌乘风崛起。2017 年后，社交电商、短视频、直播等新兴渠道先后崛起，化妆品企业的渠道营销开始与 KOL 种草、网红主播带货等关键词紧密相连，完美日记、花西子等新锐国货品牌，也抓住社媒流量入口，实现快速增长，逐渐发展成为“国货之光”。

图43：化妆品品牌崛起机会在渠道变革中孕育

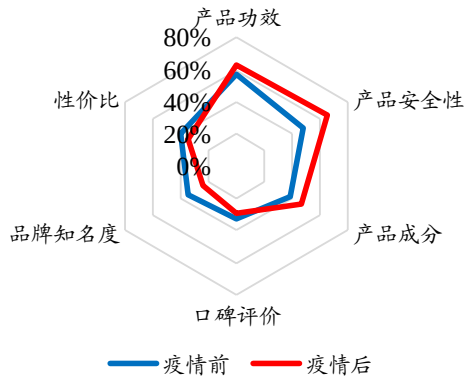


资料来源：百雀羚、欧莱雅、御泥坊、完美日记等品牌官网、开源证券研究所

4.2、 化妆品发展趋势：品质化升级、数字化赋能、直播营销仍在风口

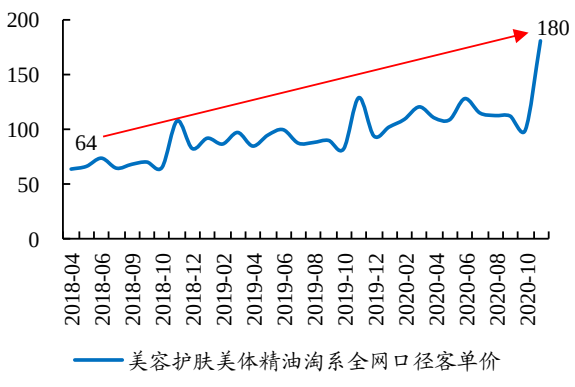
品质化升级：后疫情时代，产品安全性、功效性越来越受到消费者重视。经历了疫情考验后，消费者对护肤品安全性提出更高需求。根据 CBNData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，在消费者选购产品考虑的因素中，产品安全性、产品功效等要素在疫情后明显提升，品牌知名度的关注度则有所下降，因此具有优质产品（但品牌力稍逊）的国货品牌将迎来机会。此外，根据我们的线上数据跟踪，护肤品类线上客单价也上升明显，从 2018 年的 64 元提升到 2020 年的 180 元（截至 11 月 21 日）。我们认为，随着消费者护肤意识提升，品质化升级是行业重要的长期趋势。

图44：疫情后消费者对化妆品安全性关注度提升明显



数据来源：CBNData&欧莱雅中国、开源证券研究所

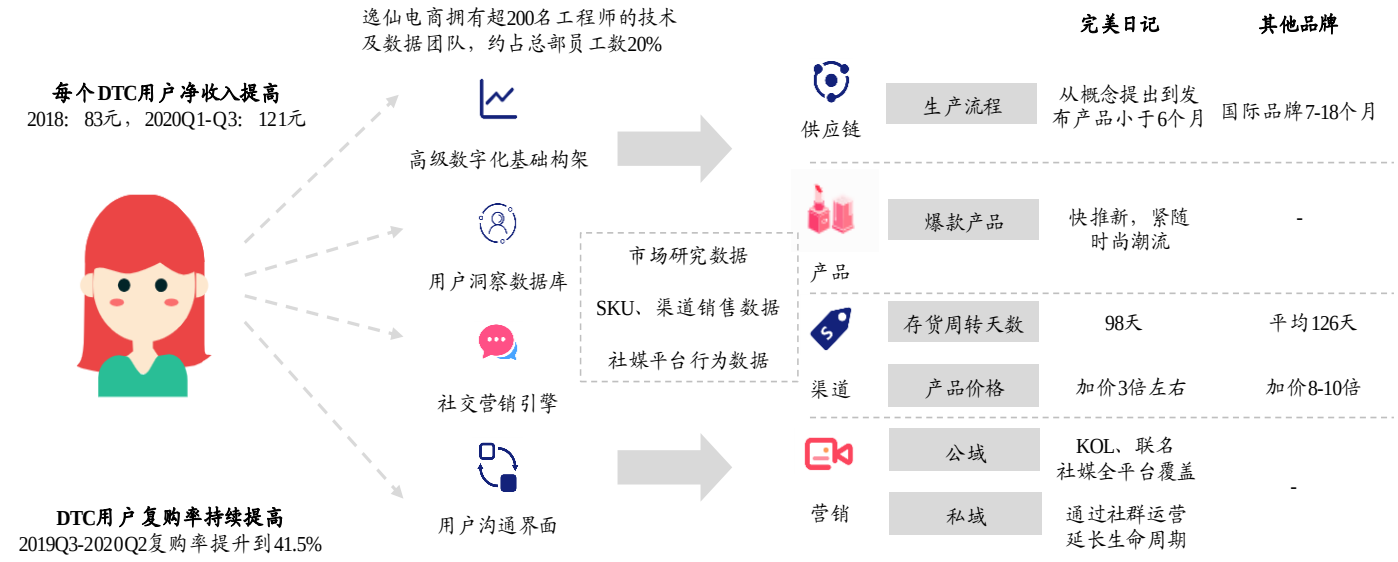
图45：护肤品类线上客单价持续上升



数据来源：淘宝数据、开源证券研究所

数字化赋能：以数据为基础的强中台模式成为化妆品行业商业模式迭代升级的重要方向。随着技术进步、渠道融合，品牌方与消费者距离不断缩短，以数据为基础的强中台模式重要性凸显，各大化妆品公司纷纷加码数据中台建设：完美日记母公司逸仙电商的 DTC 模式是典型的强数据中台模式；上海家化将数字化作为 “一二三”基本方针中的三个助推器之一，摆在重要战略地位；伽蓝集团、上美集团亦纷纷加码“数据中台”建设。以逸仙电商为例，公司的中台系统将数据加工成市场研究数据、销售数据、用户行为数据三种，可以为逸仙电商带来供应链、产品、营销、渠道四方面的全方位竞争优势。我们认为，以数据为基础的强中台 DTC 模式，是美妆行业商业模式迭代升级的重要路径，未来行业企业将围绕数字化建设不断提效赋能。

图46：在 DTC 模式下，逸仙电商通过强中台带来技术和数据支撑，带动供应链高效运转



资料来源：逸仙电商招股说明书、聚美丽、未来消费、开源证券研究所

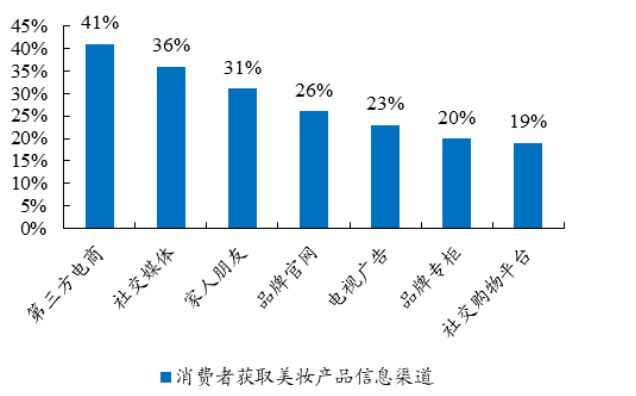
直播、短视频、社媒等营销仍在风口，化妆品行业有望享受发展红利。根据 CBNDATA 和微博数据，36%的消费者通过社交媒体获取美妆产品信息，应该说，营销在化妆品消费者决策过程中起到了重要的引导作用。2020 年来看，直播、短视频等营销模式仍在风口，双十一直播引导成交量创造新高，而化妆品作为直播销售模式下的重要品类，有望充分享受直播流量红利。

图47：化妆品是直播电商渠道的重要销售品类



资料来源：知瓜数据（李佳琦 10 月 20 日直播人气产品，按销量排）、开源证券研究所

图48：社交媒体是消费者获取美妆产品信息的重要渠道



资料来源：CBNDATA&微博、开源证券研究所

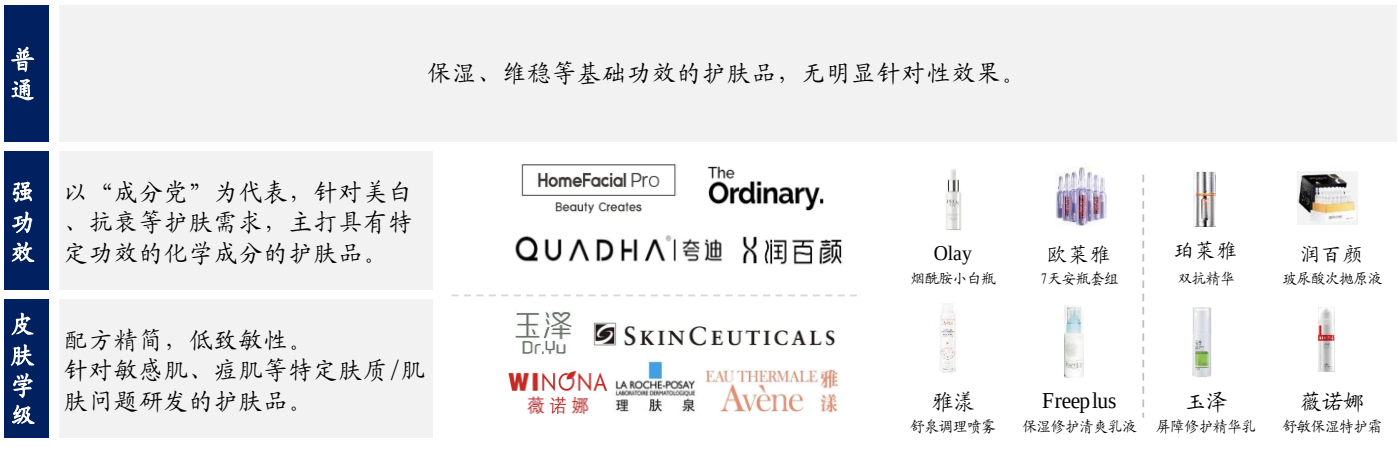
4.3、 化妆品机会赛道：功效性和皮肤学级护肤品、彩妆和产业链上游

展望未来，化妆品行业存在三条重要的优质机会赛道：（1）皮肤学级和功能性护肤品：国货品牌凭借“医研赋能”，构筑产品方面的差异化竞争优势；（2）彩妆：行业高增长，参照海外空间天花板较高，国货品牌在大众彩妆领域表现优异；（3）产业链上游：化妆品 ODM 企业乘下游增长东风，龙头市占率有望不断提升。

4.3.1、 皮肤学级、功能性护肤品：国货品牌具备产品、渠道的差异化竞争优势

功能性、皮肤学级护肤品近年来正处于护肤品细分赛道风口。随着美容知识科普率的提高和美妆消费教育的普及，消费者护肤开始向着规范化与理性化发展，以“成分党”为代表的强功效型护肤品和主打“修复舒缓”的皮肤学级细分赛道兴起。

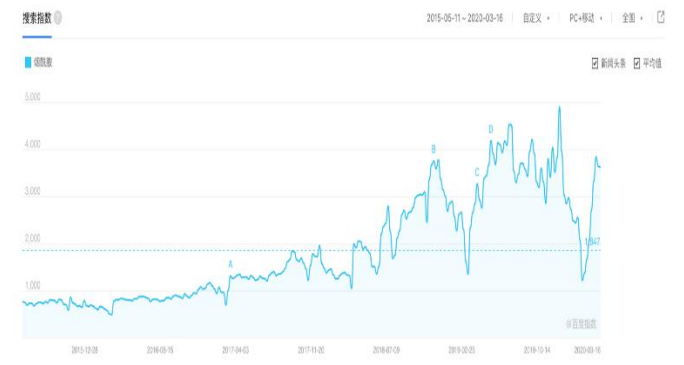
图49：功能性、皮肤学级护肤品近年来正处于护肤品细分赛道风口



资料来源：Euromonitor、各品牌官方旗舰店、开源证券研究所

以“成分党”为代表的强功效型护肤品异军突起，国货品牌纷纷乘东风加码布局。强功效通常包括美白（烟酰胺）、抗衰（麦角硫因、二裂酵母等）、强缩水（透明质酸）等。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国主打抗衰功能的护肤品规模达到 575.3 亿，三年 CAGR 达 17.3%，行业高速增长。百度搜索指数也显示，2018 年以来，美白成分“烟酰胺”搜索指数在迅速上升。国货品牌抓住成分风口积极加码布局，华熙生物旗下润百颜品牌主打保湿修护的次抛原液、珀莱雅的双抗精华均是成分党典型产品。我们认为，在护肤品消费理性化趋势下，国货品牌可以通过专攻细分领域或主推自己的成分优势，解决消费者痛点，实现差异化竞争弯道超车。

图50：“烟酰胺”百度搜索指数 2018 年以来迅速上升



资料来源：百度指数

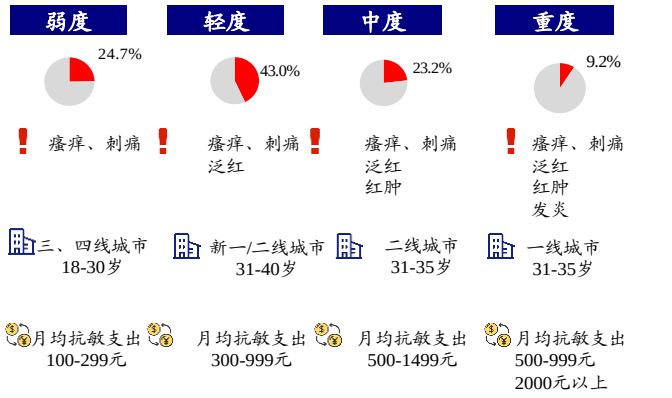
图51：珀莱雅双抗精华液应用 9 大前沿成分主打抗衰



资料来源：珀莱雅官方旗舰店

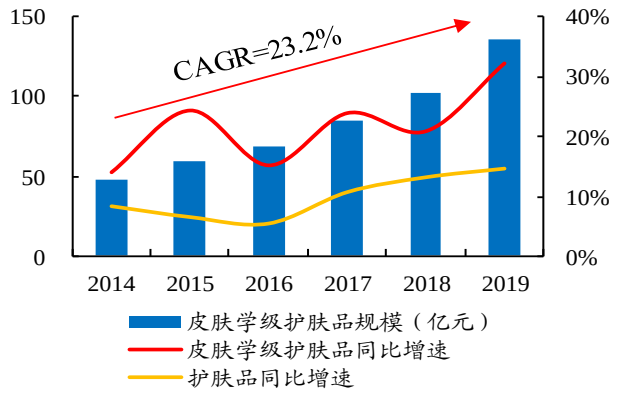
我国皮肤敏感型人群占比高，皮肤学级护肤品 2020 年呈现高增长态势。皮肤学级护肤品通常指的是针对皮肤敏感消费者（敏感肌人群）的护肤产品。《中国敏感性皮肤诊治专家共识》数据显示：我国女性敏感性皮肤发生率约为 36.1%，平均每三个女性就会有一个发生敏感肌肤问题。近年来敏感肌修护话题受到广泛关注，话题持续升温，根据艾瑞咨询数据，2020 年 6 月小红书平台敏感肌话题笔记数量达 121 万篇，仅次于美白排在第二位。从行业规模上看，根据 Euromonitor 数据，2019 年我国皮肤学级护肤品规模为 135.5 亿，同比增长 32.3%，五年复合增速达到 23.2%，行业保持高增长。横向对比来看，我国皮肤学级护肤品占护肤品比例为 5.5%(美国为 14.7%)，渗透率提升空间仍然较大。我们认为，随着消费者护肤品消费意识提升，皮肤学级护肤品赛道有望继续保持高增速，同时，敏感肌消费群体通常具有较高的抗敏支出且用户黏性大（因为更换产品风险高），综合来看皮肤学级护肤品赛道非常优质。

图52：我国敏感肌人群月均抗敏支出较高



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图53：我国皮肤学级护肤品行业规模持续高增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

凭借“医研赋能”，以薇诺娜和玉泽为代表的国货敏感肌修护品牌在产品上具备差异化竞争优势。产品方面，薇诺娜和玉泽均采取与医院联合打造的方式：薇诺娜母公司贝泰妮与昆明医科大学联合组建研发团队进行产品开发，产品的功效性和安全性经过北京大学第一医院、复旦大学华山医院等 54 家国内著名医学机构临床观察；玉泽由上海家化与上海交通大学医学院瑞金医院皮肤科共同打造，源于 2003 年上海家化瑞金医院建立的“医研共创”项目。我们认为，我国皮肤科医生对国人皮肤更为了解，采用与医院联合开发的模式，一方面可以保证产品效果，另一方面也可以起到背书作用，在这一层面上，国货品牌具备差异化竞争优势。

图54：薇诺娜品牌荣获天猫金妆奖



资料来源：天猫数据

图55：华山医院背书，玉泽深耕油痘肌

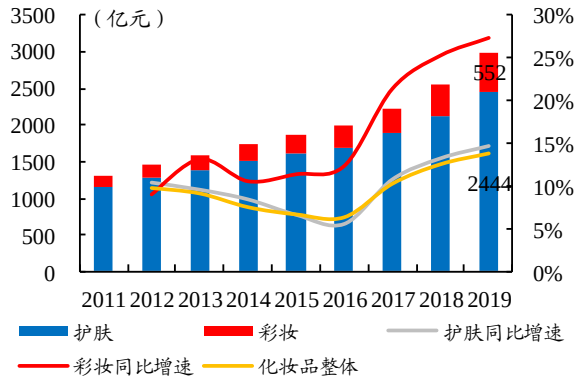


资料来源：玉泽天猫旗舰店

4.3.2、 彩妆：行业高增长，国货品牌在大众彩妆领域表现优异

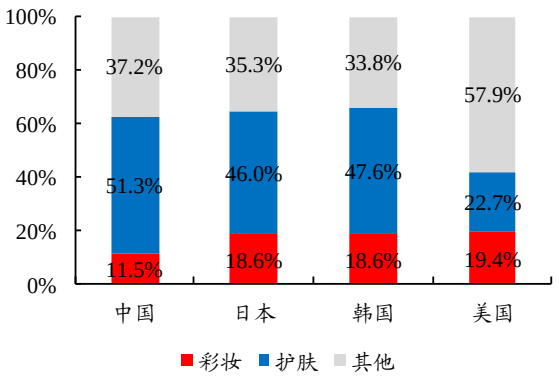
彩妆赛道在化妆品各细分行业增速领跑，但目前在化妆品消费中占比仍较低。根据 Euromonitor 数据，2019 年我国广义化妆品（Beauty and personal care）市场规模达 4777 亿元，其中护肤、彩妆品类规模分别为 2444 亿、552 亿元，彩妆细分赛道 2019 年同比增长 27%，2016-2019 年 CAGR 达 24.7%，保持高速增长。横向对比来看，我国彩妆消费在化妆品消费占比中仍较低，2019 年我国彩妆消费在广义化妆品中占比为 11.5%，相比日本（18.6%）、韩国（18.6%）、美国（19.4%）等相对成熟市场仍有一定差距，未来随着消费者对变美追求的提升，我们认为彩妆赛道有望持续高景气。

图56：彩妆赛道在化妆品各细分行业增速领跑



数据来源：Euromonitor 、开源证券研究所

图57：我国彩妆消费在化妆品消费占比仍较低（2019）



数据来源：Euromonitor 、开源证券研究所

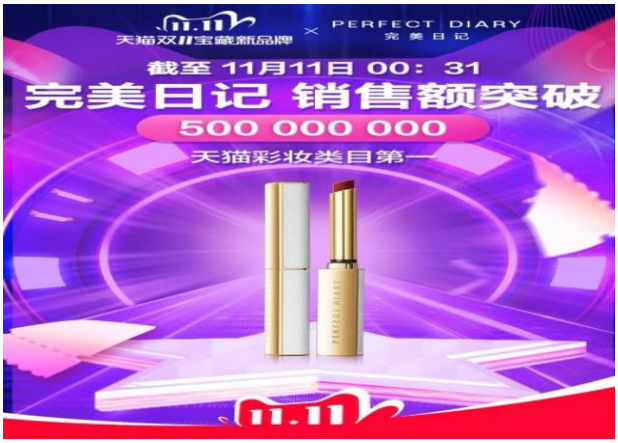
年轻消费群体美妆意识觉醒，直播、社媒营销方式为国货彩妆品牌创造机会。CIC 数据显示，Z 世代和千禧一代贡献了 58.5%的化妆品消费，成为化妆品消费主力军，年轻一代消费群体通常对新品牌接受能力较强，国货品牌如完美日记、花西子等抓住直播、社媒营销风口，切入大众护肤赛道，快速发展。根据 Euromonitor 数据，近年来完美日记、稚优泉在大众彩妆领域（我国大众、高端类别在彩妆品类中占比分别为 50.8%/49.2%）市占率明显上升。2020 年双十一，完美日记继 2019 年夺得彩妆类目第一后，再次领跑彩妆类目。我们认为，在彩妆赛道高景气度背景下，以完美日记、花西子为代表的彩妆品牌，在价格、营销、渠道等多方面构建了竞争优势。“国潮风+快迭代+下沉市场”，将为国产品牌弯道超车创造重要机会。

图58：大众彩妆市场国货品牌表现优异，市占率上升

排行	品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	美宝莲	26.1	23.9	22.5	20.4	19.8	17.9
2	欧莱雅	13.5	12.9	12.2	12.0	12.4	12.5
3	完美日记	-	-	-	2.7	4.2	7.8
4	卡姿兰	6.4	6.9	7.0	7.0	7.1	6.8
5	悦诗风吟	0.8	2.4	4.0	4.4	4.6	4.5
6	梦妆	6.9	6.5	6.1	5.3	4.7	4.2
7	蜜丝佛陀	-	-	4.0	4.5	4.5	4.1
8	稚优泉	0.2	0.3	0.6	1.2	2.4	4.1
9	滋色	-	-	-	1.4	2.1	3.5
10	玛丽黛佳	2.8	3.0	3.4	3.8	4.1	3.4

数据来源：Euromonitor 、开源证券研究所

图59：完美日记 2020 年双十一蝉联彩妆销售额第一名



资料来源：亿邦动力网

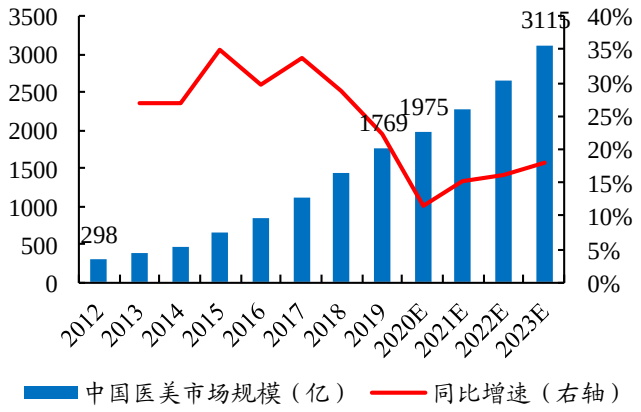
4.3.3、 产业链上游：化妆品 ODM 企业乘下游增长东风，龙头市占率提升

化妆品代工龙头可持续享受“颜值经济”崛起红利，市占率有望不断提升。目前我国化妆品行业处于高速增长阶段，2014-2019 年五年 CAGR 达 9.92%，上游化妆品代工企业有望充分享受行业增长红利。目前我国化妆品代工企业集中度仍相对较低，而龙头化妆品代工企业在产能、研发、客户资源方面优势明显，未来市占率有望不断提升。

4.4、 医美：轻医美消费需求增长，优质国产品牌竞争力突出

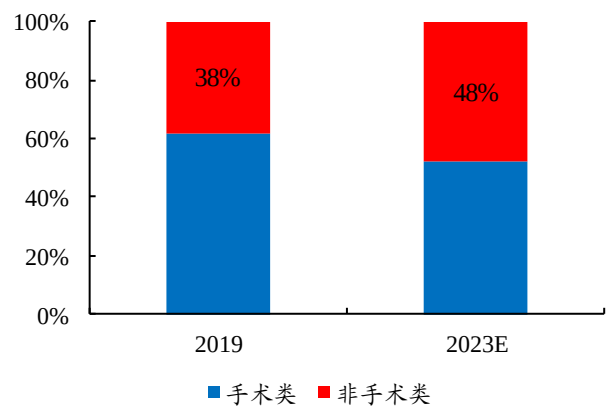
医美市场快速增长，轻医美未来有望占据行业半壁江山。随着消费者对颜值追求的不断升级，传统化妆品已无法满足消费者的全部需求，医美市场快速发展。2012-2019 年，中国医美市场从 298 亿元增长至 1769 亿元，复合增速达到 28.97%。艾瑞咨询预计 2023 年中国医美市场总体规模将达到 3115 亿元，未来四年增速保持在 16%以上。但目前国内医美渗透率仍处于较低水平，2017 年国内 18-40 岁女性医美用户渗透率为 7.4%，仅为韩国的 1/6。相较传统手术类医美项目而言，轻医美在取得类似功效的同时，风险更低，价格更友好（降低消费者体验门槛），且由于轻医美效果具有时效性，也进一步推动了复购率提升，已成为医美行业的重要增量。预计到 2023 年，国内轻医美项目收入占比有望达到 48%，占据医美市场半壁江山。

图60：预计中国医美市场将保持快速增长态势



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图61：轻医美收入有望占据医美市场半壁江山



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

渠道：双十一医美消费量价齐升，本地生活平台和直播成为重要推动力。双十一期间医美消费不仅订单迅速增长，客单价同样明显提升。饿了么数据显示，11 月 1 日-3 日，医美订单较 618 增长近 7 倍，成为最受欢迎的生活服务项目，客单价更是达到 6300 元，相比 618 增长 50%。我们也注意到，美团、饿了么等本地生活电商平台开始成为医美推广的重要新渠道。其中美团 2018 年切入医美领域，2019 年底合作的医美机构数量就超过了 1.1 万家，医美月活用户达 2400 万，2020 年双十一变美狂欢节有超过 7000 名医生为消费者提供线上咨询服务。在购买方式上，双十一期间医美商家普遍在淘宝直播间开播，邀请达人或专家科普医美项目，同时给予消费者优惠价格，所以晚上在直播间囤医美成为 2020 年双十一的新潮流。饿了么数据显示，双十一期间有 30%医美订单来自夜晚直播间。

图62：直播渠道助力医美消费快速增长



资料来源：淘宝直播 APP

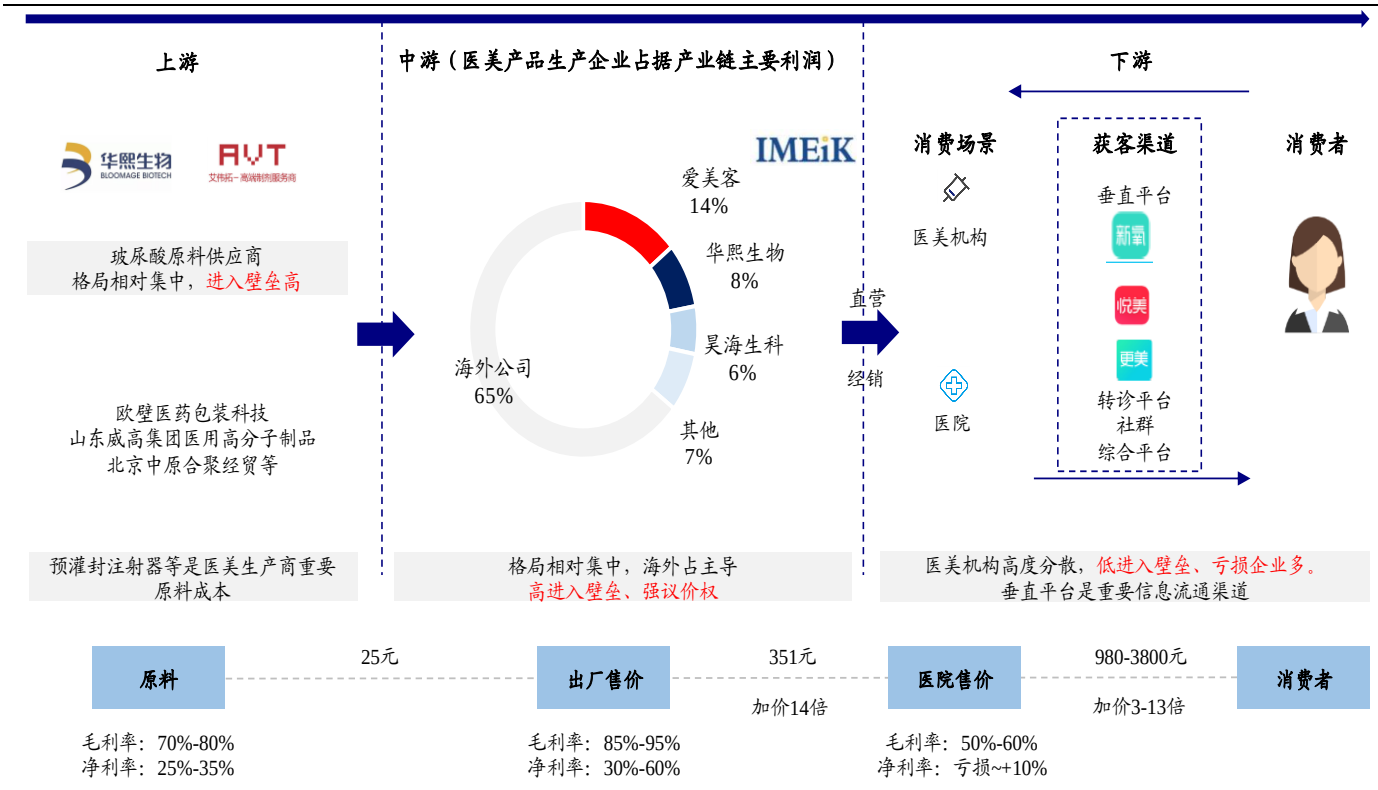
图63：美团医美推出双十一“5折美上天”促销活动



资料来源：美团 APP、开源证券研究所

产业链：中游医美产品生产商壁垒高、易标准化，目前占据产业链核心环节。以代表性医美产品玻尿酸为例：中游的产品生产商从上游原材料厂商采购玻尿酸，并生产成各类玻尿酸产品，再通过直销/经销渠道销售给下游的医美机构/医院，最终由医生等专业人员为消费者注射。在整个产业链中，医美产品生产厂商拥有核心技术，且能够实现大规模标准化生产，通过规模效应降低单位成本，从而实现更高的毛利率。同时，下游医院/医美机构由于较难标准化，行业格局高度分散，无法联合起来与产品/器械生产商议价，因此产业链中生产商拥有较为强势的议价权。

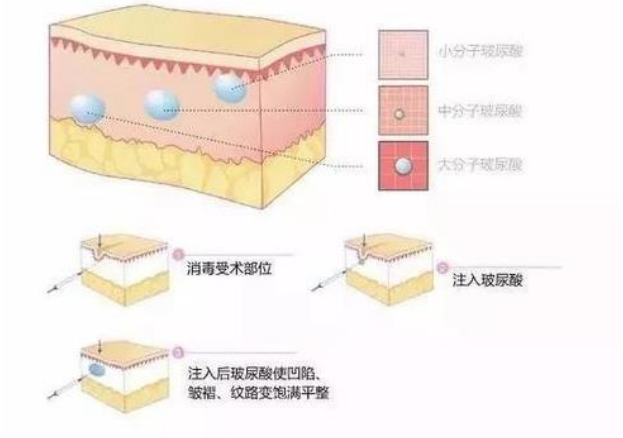
图64：医美产品生产商占据产业链核心环节，利润率较高



资料来源：爱美客公司公告、新氧 APP、开源证券研究所

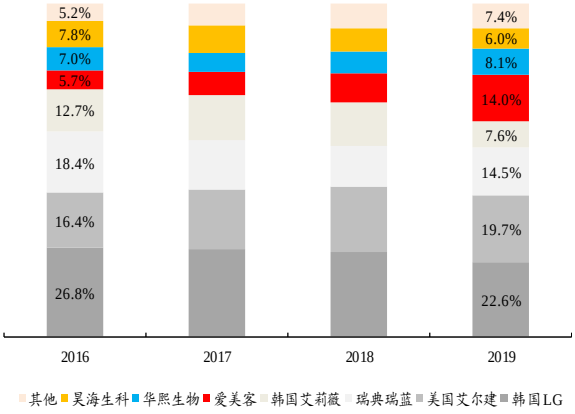
玻尿酸是“轻医美”产品主力，优质国货品牌市占率提升。玻尿酸又名透明质酸，广泛分布在人体组织内部，可保存自身质量 500 倍的水分，具有保湿、填充、塑形等功效。艾瑞咨询数据显示，2020 年中国注射类医美项目中，玻尿酸占比 60%，是轻医美项目主力。Frost & Sullivan 数据显示，2019 年国内玻尿酸市场规模已达 43 亿元，预计 2024 年市场规模将达到 76 亿元。国内玻尿酸市场以海外品牌为主，优质国货正凭借下游渠道的推广优势抢占份额。目前，海外玻尿酸品牌占据近 65%的市场份额，主要因为消费者对海外品牌认可度较高。但近年来，以爱美客嗨体为代表的国产玻尿酸，质量与口碑不断提升，且由于价格相对较低，给下游医美机构留出了较大的利润空间，也得到了下游医美机构更强的推广意愿。

图65：玻尿酸具有保湿、填充、塑形等功能



资料来源：医美街

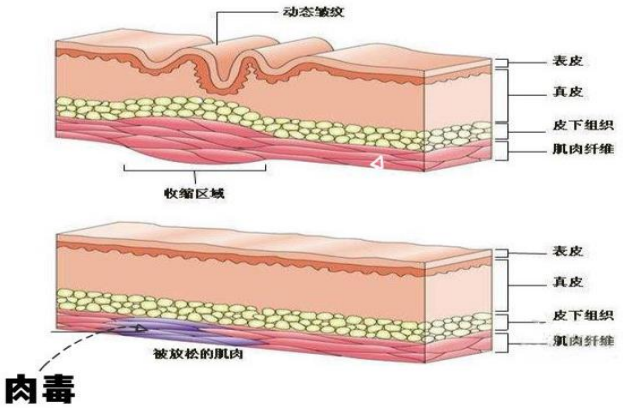
图66：以爱美客为代表的国产品牌市场份额持续提高



资料来源：爱美客招股书、Frost & Sullivan、开源证券研究所

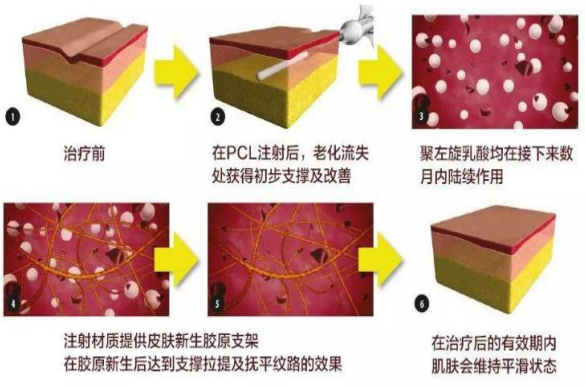
肉毒素、童颜针是医美蓝海赛道，市场空间广阔。肉毒素可有效缓解动态皱纹，由于被国家药品监督管理局划分为毒麻药类药物，管理十分严格，市场竞争不充分，目前仅有 3 家厂商的产品获批。肉毒素在国内主要用于肌张力障碍及中重度皱眉纹，而国际上肉毒素获批的适应症有 30 多种。未来随着终端用途的增加，肉毒素的市场空间将更加广阔。童颜针被称为“液态拉皮”，可有效大面积除皱。与物理填充的玻尿酸以及通过阻断神经对肌肉的传导达到除皱效果的肉毒素相比，童颜针的作用机理是刺激胶原蛋白的自发生长，改善面部凹陷和抚平皱纹。因为是从深层改善皮肤的状态，维持的效果更持久，可达 3 年以上。目前国内还未有任何一款童颜针产品获批，市场仍是蓝海。

图67：肉毒素通过停止肌肉运动能力达到除皱效果



资料来源：好大夫在线

图68：童颜针通过刺激自身胶原蛋白生长以抚平皱纹

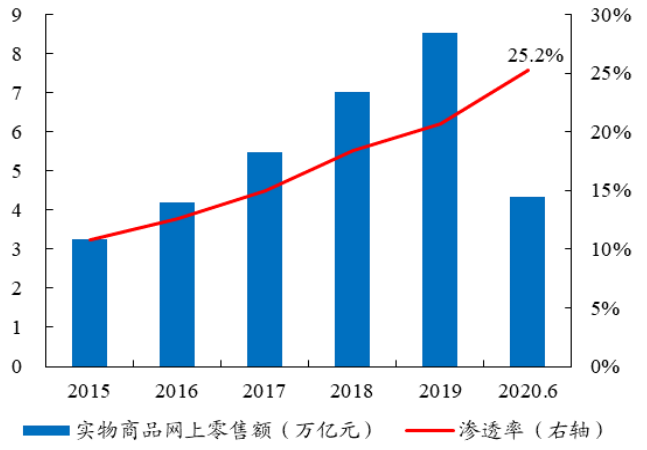


资料来源：新氧科技医学院官方账号

5、 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

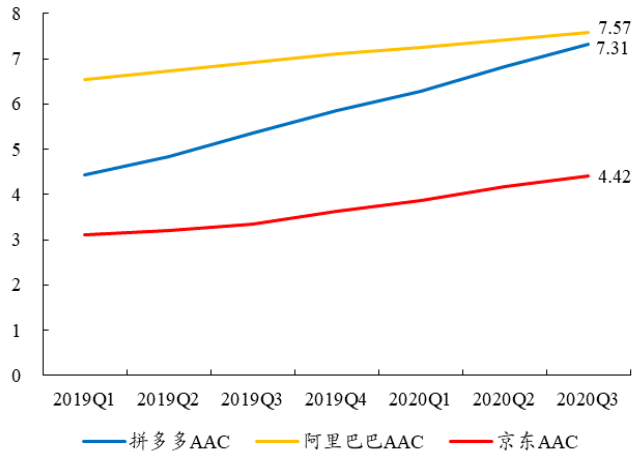
新冠疫情推动消费渠道向线上转移，电商渗透率加速提升。2019 年全年，电商渗透率（实物商品网络零售额/社会消费品零售总额）提升 2.3pct 至 20.7%。而 2020 上半年，电商渗透率已快速提升 4.5pct 至 25.2%。得益于国内高效的疫情防控措施，三季度以来，疫情对线下消费的影响逐渐消退，但消费者的消费习惯已经形成，线上消费热情依然高涨。2020 年三季度，头部电商平台（淘宝、天猫、京东、拼多多）年度活跃买家数(Annual Active Consumer, AAC)继续快速增加，其中拼多多环比新增 4810 万人，京东环比新增 2420 万人，阿里巴巴环比新增 1500 万人。

图69：2020 年中国电商渗透率加速提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图70：2020Q3 电商活跃买家仍保持较快增速（亿人）



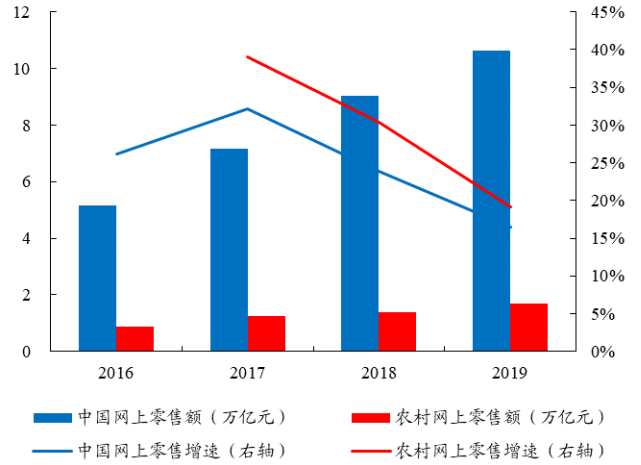
数据来源：拼多多、阿里巴巴、京东公司公告、开源证券研究所

下沉市场和海外市场等电商洼地孕育较大潜力，直播、社交电商等新业态快速发展。两个重要的电商洼地市场：（1）下沉市场：一线城市电商渗透率已基本见顶，而人数超过十亿的下沉市场仍有较大空间，各大电商已开始发力抢占市场份额。（2）跨境电商：疫情推动全球电商渗透率加速提升，带动对高性价比商品的需求。中国商品依托强大制造业和成熟的供应链奠定高性价比优势，在全球市场竞争力突出。随着 RCEP 签订、东亚自贸区建立，跨境电商行业将迎来黄金发展期。**两个重点聚焦效率提升的新兴业态：**（1）直播电商：行业仍处于高速发展期，受益政策支持与疫情对线上消费的刺激，2020 年直播电商市场继续快速增长。（2）社交电商：基于社交关系的拼团、砍价等拉新手段已成为电商平台低成本获客的重要方式，社交电商龙头拼多多的活跃用户继续高增长，并于 2020 年三季度实现首次盈利。

5.1、 下沉市场红利释放，电商巨头涌入低线城市淘金

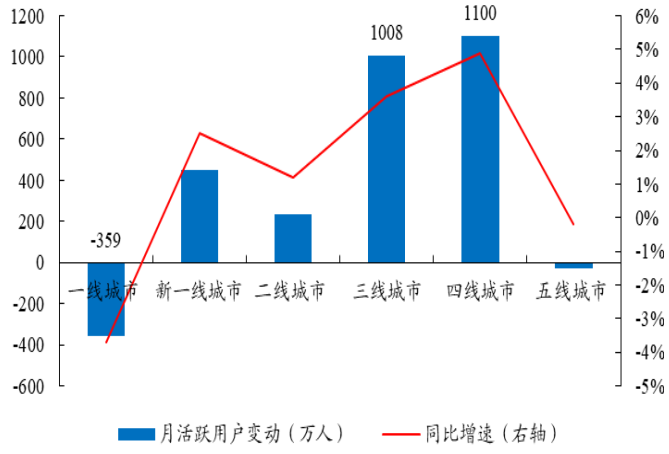
下沉市场空间广阔，电商用户快速增长。下沉市场指三线以下城市、县镇与农村地区，包括约 10 亿人口和 228 个城市。随着移动互联网普及和乡镇快递网点覆盖率的提升，农村及低线城市用户分散以及服务成本高的痛点被克服，下沉市场用户的线上消费能力快速释放。商务部数据显示，2019 年农村网上零售额已达 1.7 万亿，增速为 19.1%，比全国整体增速高 2.6%。新增用户方面，一线城市电商用户增长已面临天花板，而下沉市场用户则在快速增长。QuestMobile 数据显示，2020 年二季度一线城市移动互联网月活跃用户数减少 359 万，而三四线城市则增加了 2108 万，占全国新增月活跃用户的 87.7%。目前，除最早入局下沉市场的拼多多外，淘宝、京东均开始发力抢占下沉市场份额。

图71：农村网上零售额增速快于网上零售整体增速



数据来源：商务部、开源证券研究所

图72：2020Q2 互联网新增用户主要来自三四线城市



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

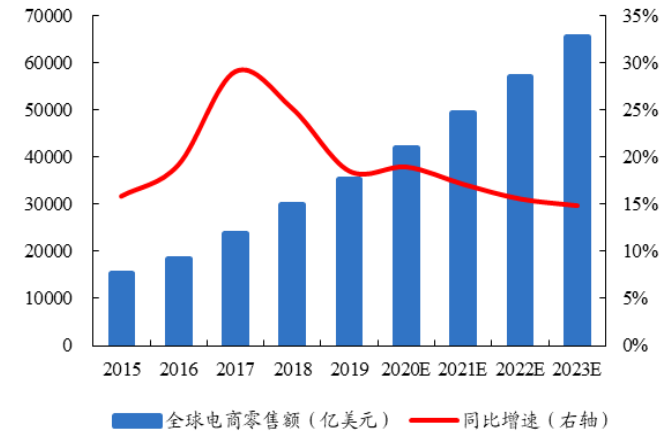
阿里巴巴推出淘宝特价版，主打高性价比商品，助力 C2M 和下沉市场战略发展。2020 年 3 月 26 日，阿里巴巴正式推出淘宝特价版，并公布“超级工厂”和“百亿产区”计划，三者并称为淘宝 C2M 战略三大支柱。其中，淘宝特价版为消费者展示极致性价比的便宜好货，截止 2020 年 9 月，月活跃用户数已达 7000 万。而“超级工厂”和“百亿产区”则从供应链上游为特价版提供商品，目前已吸引全国超 145 个产业带和 120 万商家入驻。基于数字化改造的“工厂直供”模式降低了运营成本和分销成本，同时淘宝特价版将节省的成本让利给消费者，通过低价商品快速吸引下沉市场的用户。2020 年双十一活动期间，淘宝特价版联合平台上的百万工厂开展“1 元更香节”活动，超过 1 亿件商品全部 1 元包邮，年度活跃买家数已快速增长至 1 亿。

京东通过京喜挖掘微信社交流量，快速覆盖下沉市场。2019 年 9 月京东宣布成立社交电商业务部，将京东拼购更名为“京喜”，主攻下沉市场。用户方面，京喜依托微信社交关系，通过京喜农场、京喜工厂等社交拉新玩法，实现用户快速裂变增长。同时，京喜首页设置一级入口，点击即可直接跳转至京东主站，降低了主站引流成本。商品方面，京喜采用“产地直供”模式，直接对接供货源头，省去中间成本，为消费者提供高性价比产品。截止 2020 年 9 月，京喜上线一周年后在下沉市场取得了亮眼的成绩：3-6 线城市用户占比和订单量分别达到 70%和 60%，同时 2020 年二季度来自 3-6 线城市的订单量环比增长 84.2%。

5.2、 跨境电商市场天时地利人和齐具，RCEP 签订再送东风

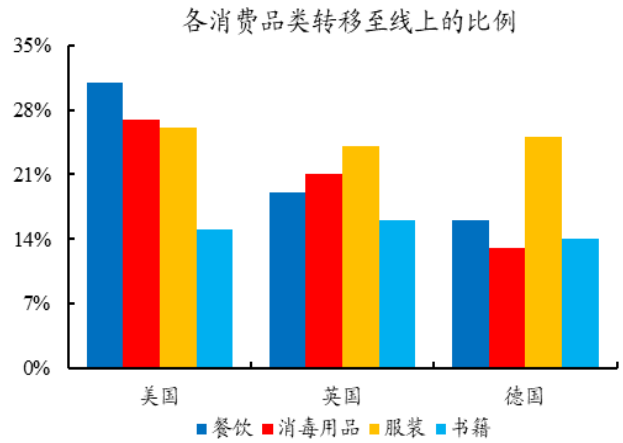
天时：全球电商渗透率持续提升，疫情加速消费习惯向线上转移。近年来全球线上零售业态快速发展，2020 年全球电商零售额预计超过 4 万亿美元，近 5 年复合增速达到 23%。从渗透率来看，全球各国电商渗透率（定义为线上零售额占整体社会零售总额比重）也在不断提升，但东南亚等发展中国家目前还处于起步水平，如印尼的电商渗透率 2019 年刚突破 4%，存在较大提升空间。此外，海外疫情蔓延导致的停工停产与限制出行等措施催生“宅经济”发展，叠加线下实体零售渠道的大量关店，共同催化消费者购物渠道加速向线上转移。疫情期间欧美等国 25%左右的服装购买行为从线下转移到线上。

图73：预计 2020 年全球电商零售额超过 4 万亿美元



数据来源：eMarketer、开源证券研究所

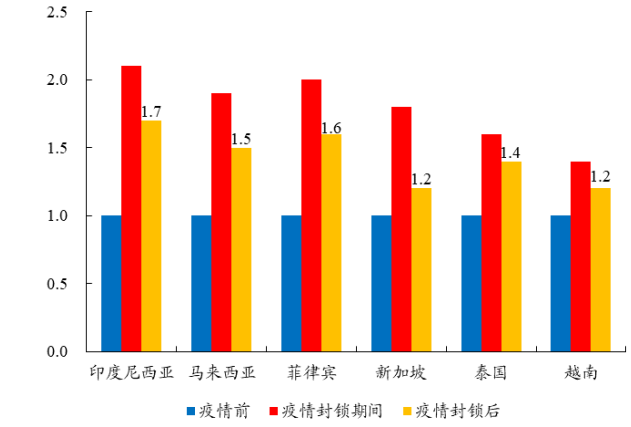
图74：海外消费者在疫情期间消费习惯向线上转移



数据来源：Statista、开源证券研究所

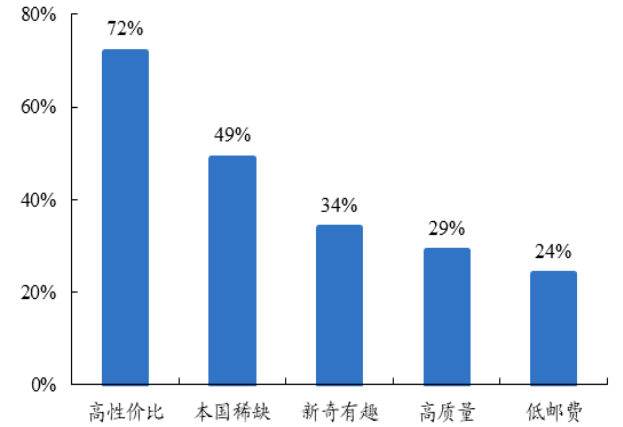
疫情之后消费者的电商消费习惯得到保留，对线上高性价比的商品需求依然旺盛。以东南亚为例，随着疫情影响的消退，三季度东南亚各国逐步解除了封城措施，但消费者的线上购物习惯得到较好保留。《e-Conomy SEA2020》报告以疫情前消费者的电商消费金额为基准 1，统计了东南亚 6 国（越南、泰国、菲律宾、马来尼西亚、新加坡、印度尼西亚）在疫情封城期间与解除封城后消费者的线上消费情况。数据显示，封城期间东南亚 6 国电商用户的线上消费金额大幅提高，解除封城后线上消费金额小幅回落，但依旧显著高于疫情前。此外，疫情期间新增的电商用户中，94%的受访者表示疫情结束之后仍将继续使用电商购物。此外，PayPal 数据显示，对电商消费者而言，高性价比一直是其最关注因素（对消费者吸引力达到 72%）。而中国作为全球高性价比商品最大出口国，跨境电商企业有望充分受益。

图75：疫情后东南亚用户线上消费金额仍高于疫情前



数据来源：《e-Conomy SEA2020》、开源证券研究所

图76：高性价比是电商消费者最关心因素



数据来源：Paypal、开源证券研究所

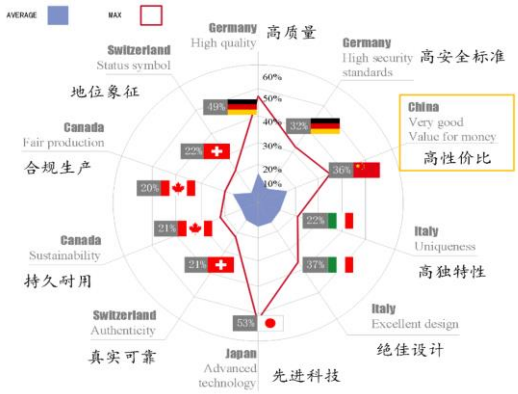
地利：中国供应链优势铸就高性价比商品，受到全球消费者认可。中国制造业体系完善，消费电子与服装生产能力强。根据工信部数据，中国是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。根据世界银行 2019 年统计数据，中国制造业增加值达到 3.9 万亿美元，占全球 28.2%，连续 10 年位列全球第一。同时，中国成熟的工业体系与 15 亿人口消费市场孵化了成熟高效的供应链体系，其中珠三角、长三角等地已经形成了大规模产业集群，为跨境出口电商提供了强大的供应链支持。在成熟的供应链以及高效的物流体系支撑下，中国商品具有明显的高性价比优势。Statista 统计结果显示，全球消费者广泛认可中国商品的高性价比。

图77：珠三角汇集了完整的电子产业链



资料来源：《中国地图册》

图78：海外消费者广泛认可中国产品性价比



资料来源：Statista、开源证券研究所

人和：跨境电商人才丰富，政策利好不断释放，RCEP 签订为跨境电商再送东风。（1）2019 年中国线上零售额达到 10.63 万亿元，已成为全球最大的线上零售市场。规模庞大的市场帮助电商行业积累丰富经验并培养大量人才。2019 年，全国电商从业人员超过 5000 万人，为跨境电商企业的全球市场竞争中提供了充足经验与人才优势。（2）为促进跨境电商发展，2020 年来国家在设立试验区、外汇结算、跨境通关等方面出台了多项支持政策。此外，2020 年 11 月 15 日，中国、东盟十国、日本、韩国等 15 个国家签订 RCEP，东亚自贸区建设正式启动，有望从关税减免、跨境物流效率提升、汇率稳定等方面促进出口跨境电商行业发展。

5.3、 直播带货升级“人货场”，流量向头部主播集中

直播电商全方位升级零售“人货场”，实现电商平台、内容平台和品牌方的共赢。（1）直播电商中，人包括主播和 MCN 机构，货包括品牌方和供应链，场则是直播平台。直播电商模式下，主播成为流量中心；货由于中间流通环节减少和主播强溢价能力下，实现了更高性价比；基于以上两点优势，消费者在场内的购物目的更强，场的聚集效应与转化率也就更高。（2）对电商平台来说，随着移动互联网用户渗透率见顶，通过平台内容化引流成为必然；对内容平台来说，直播电商提供了流量变现重要途径；对商家来说，公域流量成本上升，私域流量成为聚焦消费者注意力的主要阵地。直播电商模式，实现了电商平台、内容平台和品牌方的三方共赢。

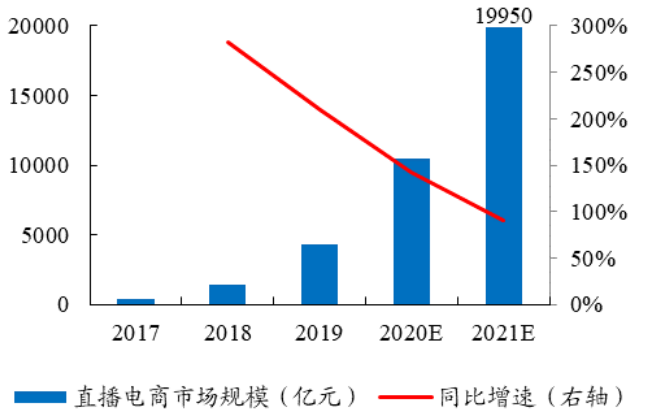
图79：直播电商模式下，“人货场”迎来全方位升级



资料来源：网易财经、开源证券研究所

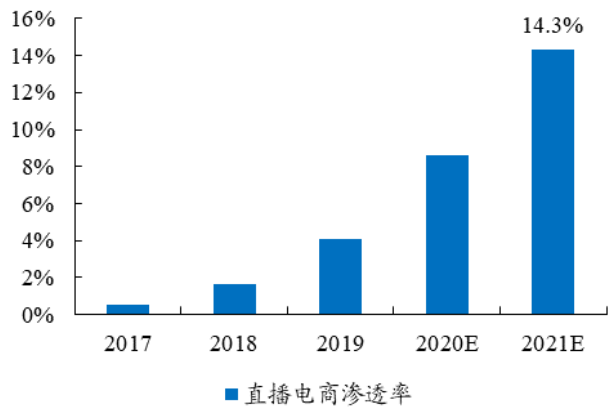
直播电商持续火热，2020 年市场规模有望超过万亿。2019 年直播电商市场规模已达 4338 亿，受益于政策支持与疫情对线上消费的刺激，2020 年直播电商市场持续增长。商务部数据显示，2020 年上半年全国直播电商超 1000 万场、活跃主播超 40 万、观看人次超 500 亿。网信办数据显示，截至 2020 年 9 月，我国电商直播用户规模为 3.1 亿，较 3 月增长 4430 万，占网民整体的 32.9%。阿里研究院和毕马威预测 2020 年和 2021 年直播电商市场规模将分别达到约 1.1 万亿和 2.0 万亿，直播电商渗透率（直播电商成交额/电商成交额）将分别达到 8.6%和 14.3%。

图80：预计 2021 年直播电商市场规模近 2 万亿



数据来源：阿里研究院、毕马威、开源证券研究所

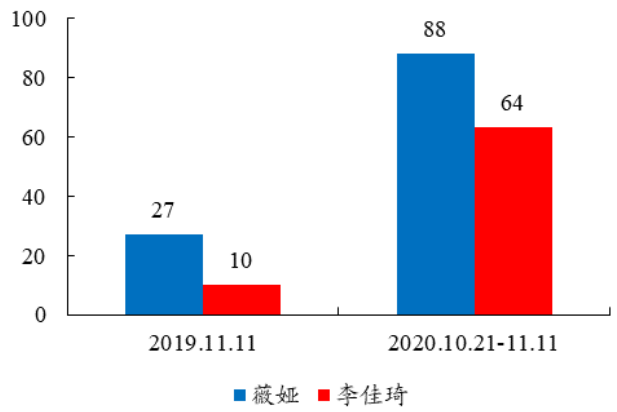
图81：预计 2021 年直播电商渗透率达 14.3%



数据来源：阿里研究院、毕马威、开源证券研究所

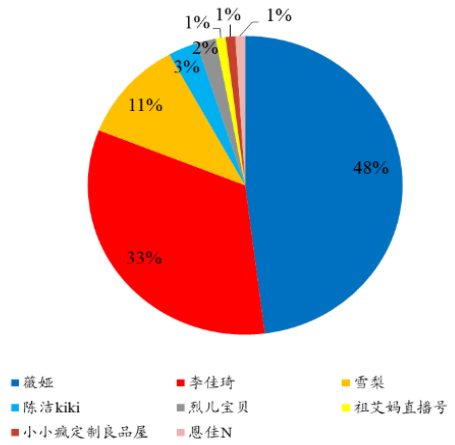
双十一电商直播数据亮眼，流量持续向头部主播集中。（1）2020 年双十一，直播电商再次创下多项销售记录。10 月 21 日天猫双十一直播预售开启 10 分钟后，直播引导成交量就超过 2019 年全天。天猫双十一直播/消费里程碑数据显示，店铺自播 GMV 同比增长 509 %，吸引消费者超 8 亿、吸引品牌超 25 万、吸引商家超 500 万，实时成交额超 1 亿元的品牌达 300 个。（2）以薇娅、李佳琦为代表的头部主播依靠庞大的粉丝体量，拥有较强的议价权，可以从上游厂商拿到较低的商品价格，而低价商品与平台的流量支持反过来帮助头部主播吸引更多的粉丝，形成正向循环。目前，头部主播的粉丝体量与带货能力越来越强：知瓜数据显示，2020 年 10 月 21 日-11 月 11 日，薇娅、李佳琦分别带货 88.1 亿元(+226.3%)、63.5 亿元(+535.0%)。在淘宝销售额前十大主播中，薇娅与李佳琦占比已达到 81%，行业集中趋势明显。

图82：2020 年双十一头部主播带货金额大幅提升（亿元）



数据来源：知瓜数据、开源证券研究所

图83：淘宝前十主播销售额中薇娅、李佳琦贡献八成



数据来源：知瓜数据、艾媒咨询、开源证券研究所

5.4、 社交电商通过去中心化网络，实现快速获客与用户自发种草

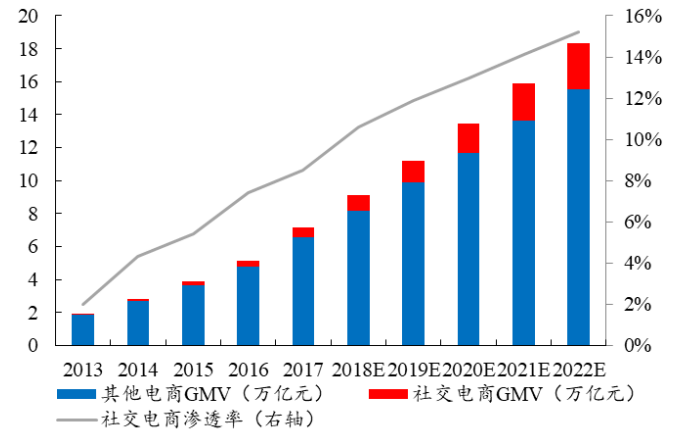
社交电商依靠去中心化网络进行获客和营销，打破平台电商对流量的控制。（1）传统电商上，流量由中心化平台分发到各商家。商家无法主动获取流量与用户信息。无力负担高额流量费用的优质中小商家，在流量分发的竞争中处于劣势。移动互联网流量红利消退，以阿里为代表的传统电商 GMV 增速连续四年下滑，进一步加剧了中小商家获取流量的成本和难度。社交电商通过去中心化网络进行营销，商家重获流量控制权。（2）不同于中心化平台，社交电商上的商家可以通过微信群、公众号、小程序等去中心化网络，主动向目标受众营销并获得客户，同时利用拼团、砍价等方式鼓励用户自发分享链接，将顾客变为去中心化网络中的营销节点。Frost & Sullivan 数据显示，自 2013 年起国内社交电商渗透率逐步攀升，预计 2022 年将达到 15%以上。

图84：社交电商利用拼单与砍价鼓励用户分享裂变



资料来源：拼多多 APP、开源证券研究所

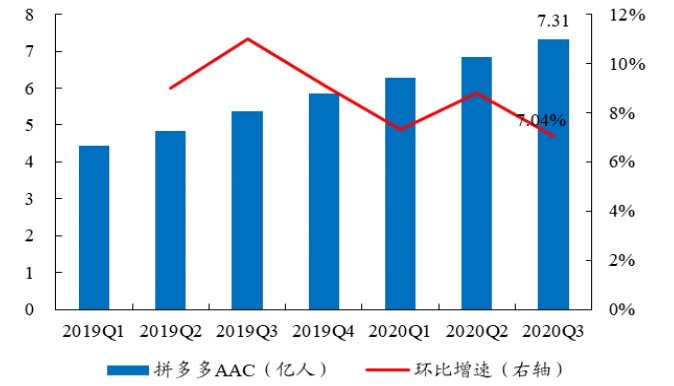
图85：预计国内社交电商渗透率快速提升



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

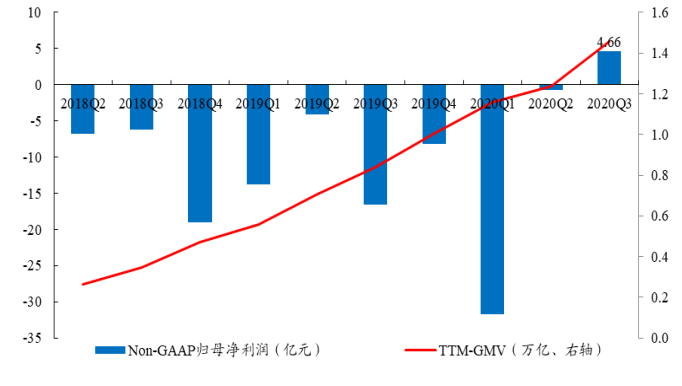
拼多多：借助微信社交关系实现裂变传播，年活跃用户数已达 7.3 亿。拼多多是国内社交电商龙头，前期依托微信社交关系，通过砍价、拼团等方式快速吸引大量价格敏感型用户，建立了“便宜”的平台认知。2019 年来，拼多多推出“百亿补贴”，将平台形象从“便宜”升级为“高性价比”，逐步打入一二线市场。依靠高效低价的社交获客手段，拼多多成立仅 5 年，年度活跃买家数（AAC）已经达到 7.31 亿。且拼多多 2020 年前三季度平均每个季度年活买家净增 4870 万，远高于阿里巴巴的 1533 万。此外，2020 年 Q3 拼多多 GMV 已达 4383 亿元(+76%)，营收超过 142 亿元(+89%)，非美国通用准则(NON-GAAP)下净利润达 4.66 亿元，首次实现单季度盈利。

图86：拼多多社交裂变获客增速效果显著（亿人）



数据来源：拼多多公司公告、开源证券研究所

图87：2020 年 Q3 拼多多首次盈利

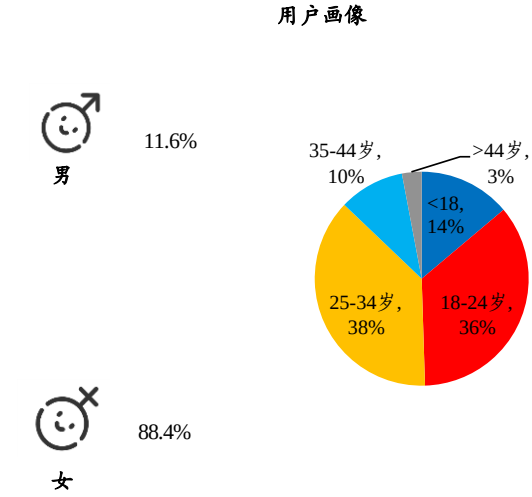


数据来源：拼多多公司公告、开源证券研究所

小红书：立足美妆，打造“三次元社区”，成为女性消费决策重要入口。小红书立足美妆穿搭，搭建了涵盖旅行、消费、运动等多元化内容的 “三次元社区”，鼓励用户和达人自发分享有价值的内容，为年轻人提供了解世界、分享生活的平台。同时，小红书引入“社区+电商”的闭环新玩法，通过用户分享的体验为更多消费者提供购物建议，已成为国内年轻女性消费决策和美妆购买的重要入口。

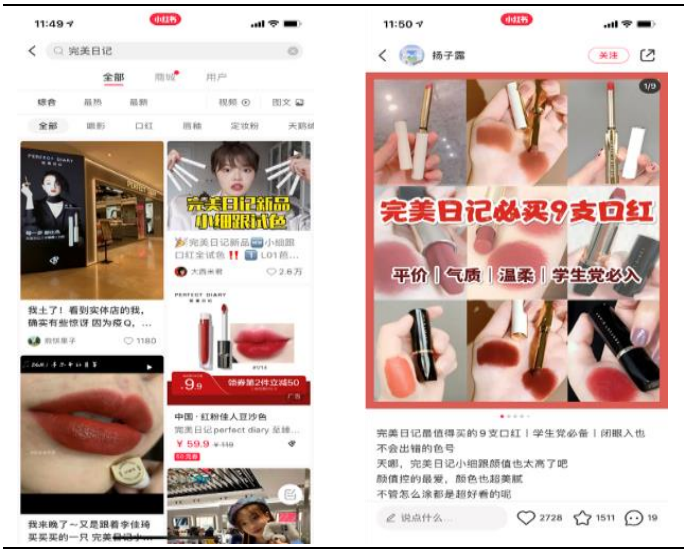
小红书用户自发种草带货，助力新品牌孵化。目前，小红书月活已经超过 1 亿，其中女性用户占比高达 88%，90 后用户占比高达 72%。同时，小红书拥有 3000 万个 KOC，自创作品贡献小红书上 97%的内容与 70%的曝光量。这些有个性、爱生活、兴趣多元、爱分享的创作者，帮助品牌搭建了与消费者沟通的桥梁，也使得小红书成为 “新品牌孵化池”，代表案例如彩妆“独角兽”完美日记。为了把握年轻人的消费趋势，元气森林、花西子等新消费品牌，兰蔻、香奈儿等国际知名美妆品牌，也陆续入驻小红书。截至 2020 年 7 月底，小红书已有超过 3 万个品牌入驻，同比增长 83%，其中美妆护肤品牌增长 5 倍，时尚服饰品牌增长超 10 倍。

图88：小红书用户以女性和 24 岁以下年轻人为主



数据来源：千瓜数据、开源证券研究所

图89：小红书用户自发种草带货完美日记



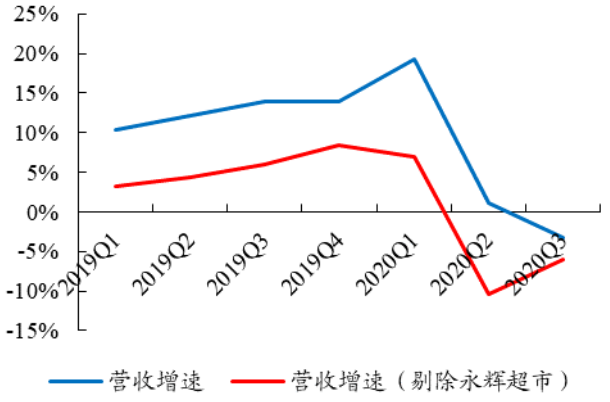
资料来源：小红书 APP

6、 传统线下零售：超市百货承压，珠宝受益婚庆需求释放，母婴连锁渠道价值仍突出

6.1、 超市：疫情后收入增速放缓，多业态互补发展是趋势

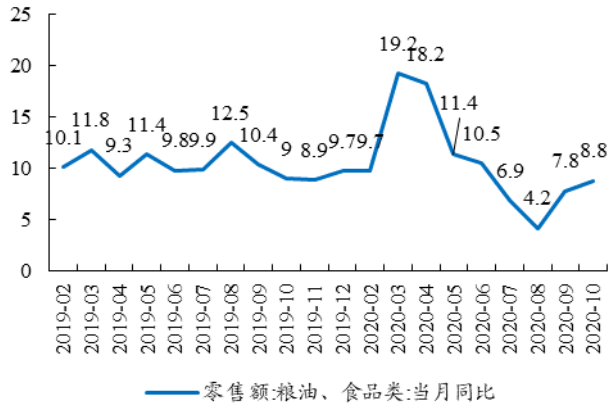
受疫情冲击影响，2020 年内超市行业整体收入增速呈前高后低、逐渐回落趋势。疫情期间，必选消费品类需求呈现较强韧性，叠加居民消费向超市渠道转移和 CPI 维持高位因素，共同带动超市板块收入快速增长，一季度超市行业整体收入增速达到 19%。随着疫情缓和，农贸市场、餐饮等基本恢复正常营业，造成客流分流，叠加 CPI 回落因素影响，量和价的双重影响导致超市同店增长受到明显冲击，二/三季度收入增速分别为+1.1%/-3.3%，收入增速上明显放缓。而从超市经营的重点品类粮油食品的零售额增速来看，在经历 3 月/4 月的高增长（同比增速均在+18%以上）后，也呈现明显的回落趋势（8 月最低时同比增速回落到+4.2%）。

图90：2020年内超市行业整体收入增速呈逐渐放缓趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

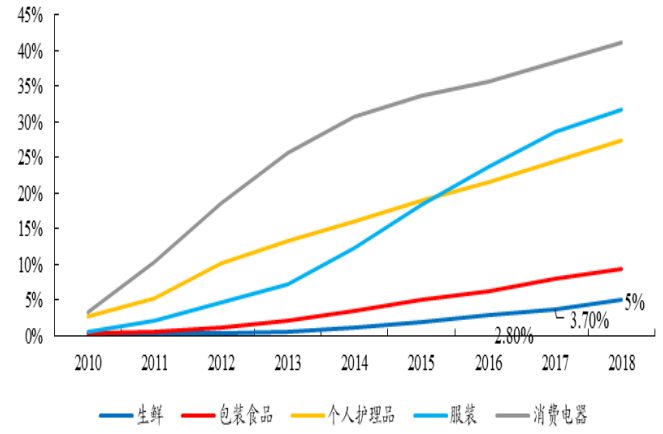
图91：粮油食品零售额增速年内也呈现逐渐放缓趋势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

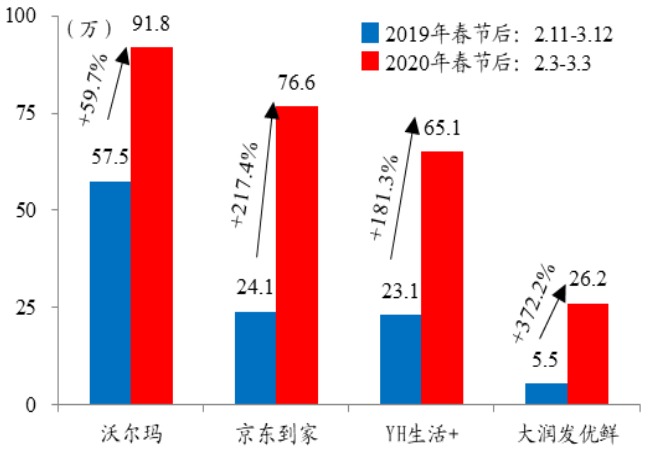
生鲜成为线下超市经营关键品类，到家需求快速增长。生鲜存在客单价低、毛利率低、易腐烂损耗、物流成本高等特点，导致其一直存在线上渗透的难题。近年线下超市凭借生鲜聚客引流抵御线上冲击，生鲜供应链能力也就成为行业竞争制胜关键。此外，疫情期间居民外出减少，线上购物需求增加，尤其以生鲜品类最为明显。因此，各超市企业也纷纷发展到家业务：相较2019年春节后同期，超市企业到家小程序日均活跃用户规模均出现显著增加。随着消费者习惯得到培育，线上线下融合正成为实体商超发展的主流模式。

图92：生鲜品类线上渗透率仍较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图93：超市到家小程序日均活跃用户规模同比大幅增加



数据来源：Statista、开源证券研究所

线下零售多种业态迭出，未来多业态互补才能更好的满足不同需求，加大品牌粘性。近年来多种零售业态如社区生鲜超市、前置仓生鲜电商、会员制超市等，对传统大卖场超市都形成了一定的分流压力。零售的本质是满足消费者多快好省的需求，我们认为，未来没有一种模式可以通吃，多业态互补才是发展终局。以新零售探索者盒马为例：从2016年1月盒马鲜生首家门店在上海金桥国际广场开业起，盒马先后推出了盒马鲜生、盒马F2、盒马mini、盒马小店、盒马菜市、盒马X会员店等多种业态。盒马通过推出多种业态组合并持续迭代，目的在于满足不同人群消费需求，进而占领消费者心智、提高用户粘性。

表3：盒马旗下拥有多种业态，满足不同群体需求

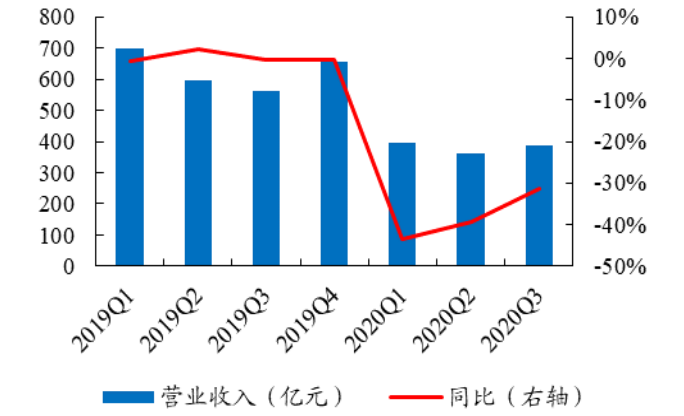
门店类型	特点
盒马鲜生	4000 平米以上大店，选址购物中心。模式为“生鲜+超市+餐饮+外卖”。
盒马 F2	800 平米左右，选址在城市 CBD 写字楼区，主要为商务白领提供早中晚餐及下午茶。
盒马 mini	300-500 平米，定位郊区、城镇、县市，散装非标品为主，海鲜比例提升，同时引入熟食等现制现售品类商品
盒马小店	城市区域前置仓，只提供外送服务，填补盒马鲜生空白区。
盒马菜市	社区菜市场，蔬菜蛋禽蔬菜品为散装，选品更关注一日三餐食材，有海鲜区，没有现制区。
盒马 X 会员店	大型仓储式会员制超市，拥有自主品牌盒马 MAX，主打高性价比消费。提供 20 公里内半日达的配送服务。

资料来源：盒马官网、网易财经、开源证券研究所

6.2、 百货：受疫情冲击明显，通过多种方式加快向线上转型

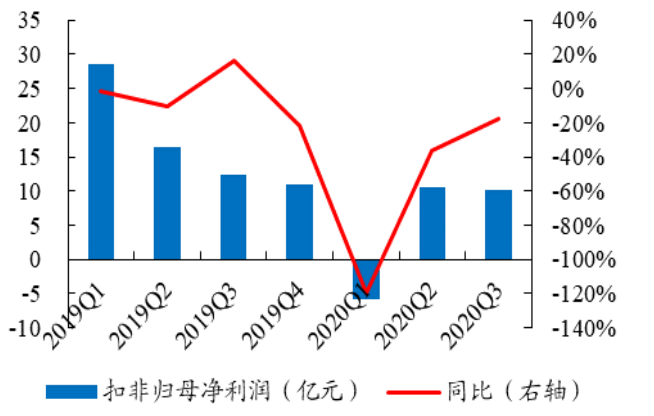
2020 年前三季度百货行业收入、利润受疫情冲击，承压明显。一方面，受疫情冲击影响，商场客流明显下滑，聚集性消费明显减少，以可选品类为主的百货业态收入持续承压。2020 年一/二/三季度百货行业整体收入分别下滑 43.6%/39.4%/31.3%，扣非归母净利润分别下滑-120%/-36%/-18%，收入、利润均明显承压。另一方面，社交电商、直播带货等各类线上购物渠道快速发展，对以百货为代表的传统线下零售业态带来较大分流挑战。

图94：2020 年内百货行业整体收入明显承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图95：2020 年内百货行业整体扣非归母净利润明显下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

百货企业加快向购物中心转型，并积极尝试社群、小程序、直播导购等新零售方式。百货业态主要经营可选消费品类，如服装、珠宝等，近年来受电商冲击分流严重，处于下行周期。百货公司逐渐加大餐饮、影院等娱乐业态占比，加快向购物中心转型。此外为降低疫情对经营的冲击，部分线下百货企业也在试水微信社群、小程序、直播导购等新零售方式。如苏宁旗下的苏宁广场分别建立了自己的营销社群，通过扫码进群、线上点单、物流配送的方式，让消费者足不出户即可享受广场内的产品和服务；天虹百货推出了“百货到家”服务，消费者可以选择“天虹”小程序或者 APP 的专柜发货服务，下单配送到家；此外，越来越多的百货商家也通过直播电商的方式进行营销。从长期来看，疫情将推动线下实体零售企业的数字化转型和线上线下融合加速。

图96：百货通过加快向购物中心转型对抗线上冲击



资料来源：网易财经

图97：苏宁广场通过微信社群引导线上下单

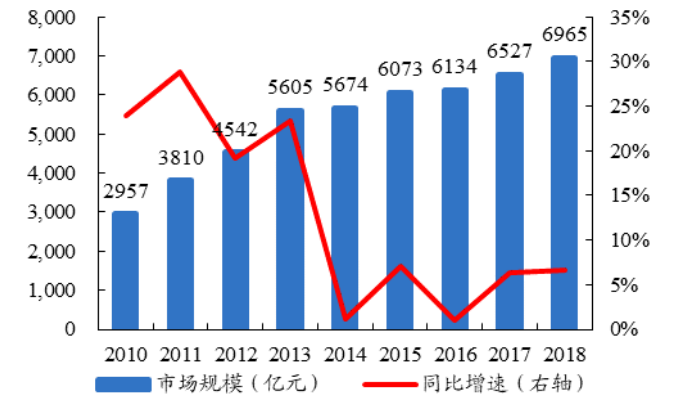


资料来源：苏宁广场小程序、新浪财经

6.3、 黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔

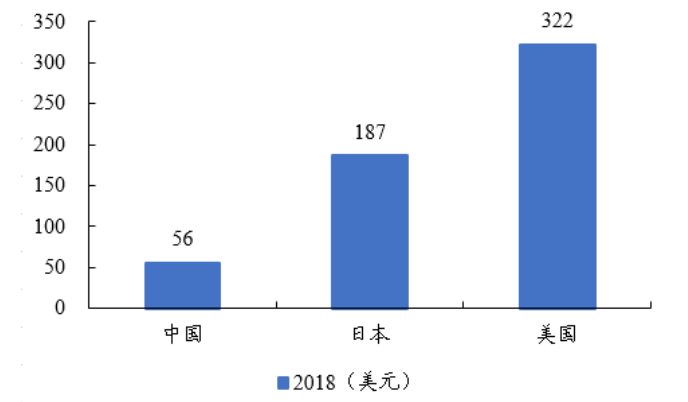
国内珠宝行业空间广阔，渗透率仍有较大提升空间。国内珠宝行业行业规模总量从2010 年的 2957 亿元增长至 2018 年的 6965 亿元，复合增长率达 11.3%。增长率方面，珠宝行业先经过一段时期的高速发展，2013 年因“抢金潮”透支消费能力，行业增速出现回落，2017/2018 年受消费升级、通胀和避险等因素影响，增速稳中有升。对比成熟市场，我国黄金珠宝首饰在人均消费方面仍有提升空间。根据前瞻产业研究院数据，我国 2018 年人均珠宝消费数额仅为 56 美元，而日本和美国分别为 187 美元、322 美元，分别为中国的 3.3 倍、5.8 倍。随着我国经济发展、人均可支配收入不断提高，珠宝消费水平有望逐渐向发达经济体水平靠拢。

图98：我国黄金珠宝行业规模近 7000 亿元（2018 年）



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图99：我国人均珠宝消费水平仍远低于日本和美国



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

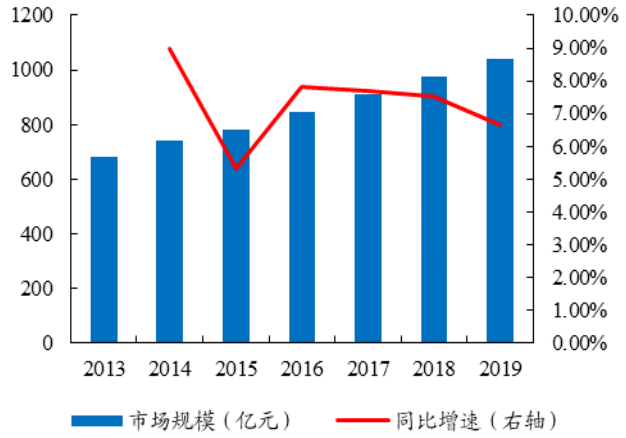
时尚珠宝市场达千亿，与传统珠宝具有不同消费场景。区别于传统由黄金、白金等贵金属及贵重宝石打造的精品珠宝，时尚珠宝一般由银、合金等非贵金属及准宝石加工制造而成，单价明显低于精品珠宝（通常在一千元以内），主要用于日常装饰佩戴且具有更高的消费频率，代表品牌如施华洛世奇、潘多拉等。时尚珠宝具有更多的快消属性，产品样式繁多且迭代更快。根据 Euromonitor 统计，2019 年国内时尚珠宝市场空间为 1045 亿元，占珠宝市场整体比重近 15%。未来随着品牌加大在时尚珠宝上对消费者的宣传教育，市场有望持续保持稳健增长。

图100：时尚珠宝主要用于日常佩戴，消费频率更高



资料来源：施华洛世奇、潘多拉官网

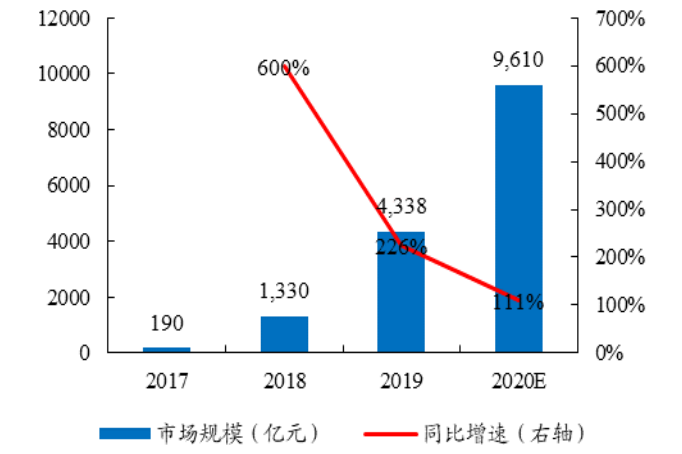
图101：2019 年国内时尚珠宝市场空间达千亿



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

直播电商行业规模高速增长，有望推动时尚珠宝需求不断释放。根据艾媒数据中心，2019 年直播电商市场规模达 4338 亿，同比增长 226%，近年来保持高速增长，预计 2020 年直播电商市场规模达 9610 亿。但相较于 2019 年全国 106324 亿元的网络零售额，直播电商渗透率仍有较大提升空间。而从用户年龄层次上来看，90 后和 80 后占据较大比例，分别约为 40%和 30%，是直播电商的主力人群。此外，年轻消费群体具有更强的悦己性需求，以银饰为代表的时尚珠宝客单价较低，消费场景多为日常装饰性需求，消费者更容易冲动性下单（因为试错成本也低），时尚珠宝需求有望在直播电商渠道中不断释放。2020 年，珠宝品牌周大生与快手头部主播辛有志合作直播带货，效果上佳。

图102：预计 2020 年直播电商市场规模可达 9610 亿元



数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

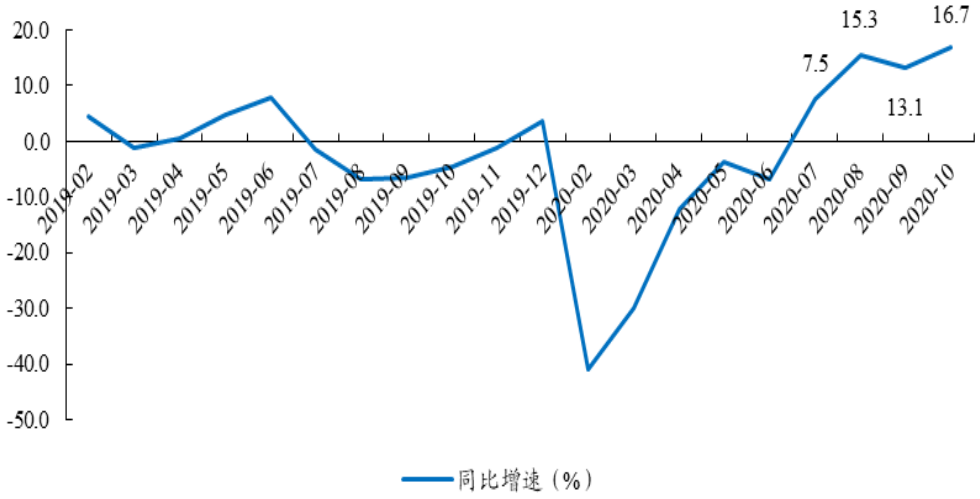
图103：快手主播辛有志在周大生品牌直播专场上带货



资料来源：新浪财经

2020 下半年珠宝消费恢复明显，行业整体持续受益于婚庆需求集中释放。受疫情影响，2020 上半年黄金珠宝门店客流明显下滑，行业零售额出现下滑，2 月/3 月同比增速分别下滑 41.1%/30.1%。随着疫情趋缓，门店客流逐渐恢复，行业零售额增速逐渐改善。此外，由于在上半年受抑制的婚庆需求逐渐释放，自 7 月黄金珠宝零售额增速转正后，8/9/10 月保持双位数增长，增速分别为 15.3%/13.1%/16.7%，表现亮眼。随着元旦、春节等节日临近，婚庆需求进一步释放有望推动行业继续保持较快增长。

图104：2020 年 7 月后黄金珠宝零售额增速明显恢复



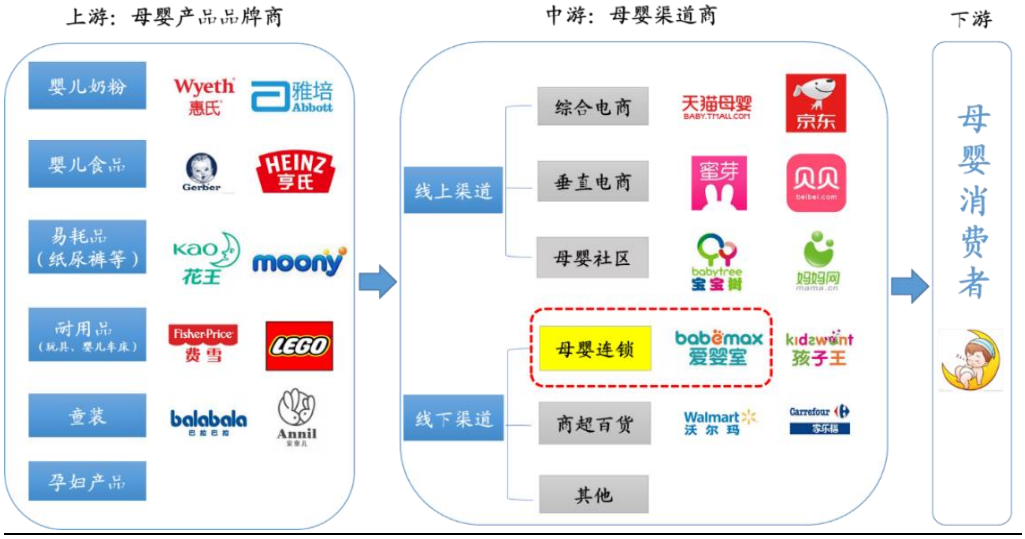
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

6.4、 母婴：疫情倒逼行业加速变革，母婴连锁店渠道价值仍然突出

“产品+服务”构成母婴消费万亿市场，母婴连锁店为重要渠道。根据罗兰贝格咨询分类，母婴行业可分为“产品+服务”两大板块，其中产品包括奶粉、纸尿裤等、玩具等；服务则涵盖婴幼儿教育、娱乐、医疗保健等方面。消费升级驱动母婴行业蓬勃发展，2019 年市场规模已超过 3 万亿元。从产业链来看，上游为母婴产品品牌商，下游为母婴消费者，中游则是以母婴连锁店为代表的线上线下各类母婴零售渠道。

疫情冲击倒逼母婴连锁企业积极推进全渠道营销与到家服务。2020 年，疫情对线下母婴实体门店的客流和经营造成较大影响，玩具等可选品类销售大幅下滑。为应对疫情的冲击，母婴连锁企业加快推进全渠道营销与到家服务的建设。疫情期间，孩子王基于 3 万余个母婴社群，推出到家、直播、育儿在线咨询等服务。爱婴室新增送货上门、直播和“爱婴室优选”三项业务，并投资 MCN 机构蛙酷文化，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体。

图105：“产品+服务”构成母婴消费万亿市场，母婴连锁店为中游重要渠道



资料来源：罗兰贝格、各公司官网、开源证券研究所

母婴连锁店有效满足上下游品牌方和消费者需求，渠道价值仍然突出。对下游消费者来说，母婴店由品牌、渠道的双重背书构成产品品质保障，一站式购物满足便利需求，价格上也具备较强竞争力。对上游品牌方来说，由于行业竞争日趋激烈，新品迭代加快、新客获取重要性提升，线下门店提供了品牌展示宣传的最佳渠道和暖心交流空间，在推新、拉新方面的渠道价值不可替代。

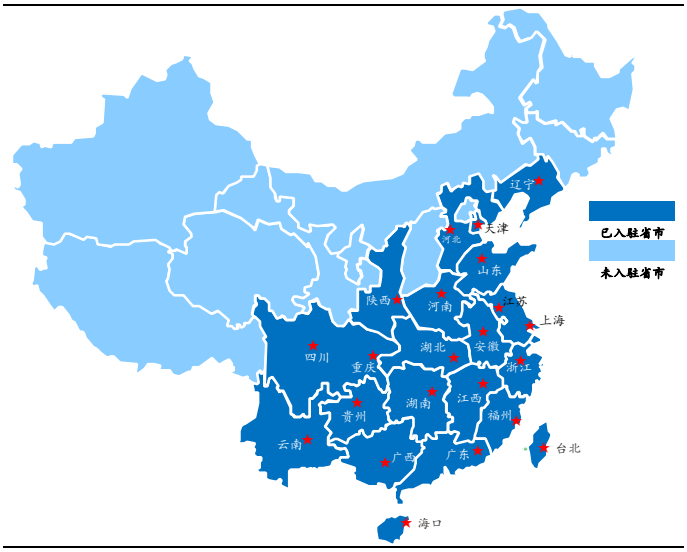
母婴连锁头部企业逐步向全国扩张，行业集中度有望提升。近年来孩子王、爱婴室等头部公司受益资本加持并逐步建立了品牌和规模优势，在人员储备等条件成熟后开始加速对外整合并购扩张，区域性强和集中度低的行业特点正被逐渐改写。爱婴室立足华东，积极向西南、华南地区拓展，目前拥有门店 282 家，另有已签约待开业门店 15 家；孩子王从华东、华中向外快速扩张，截至 2019 年底，已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 19 个省（市）、120 个城市开设了 352 家直营门店。

图106：母婴连锁门店帮助品牌商新品宣传和获客



资料来源：开源证券研究所

图107：孩子王加速向全国扩张（2019 年）



资料来源：孩子王官网、开源证券研究所

7、 投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三条主线布局

沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三条主线布局。业绩层面，随着疫情冲击减退，社会经济持续复苏，零售行业 2021 年业绩增速（考虑 2020 年同期低基数背景）有望呈现前高后平走势。我们也看到，2020 年，疫情后的零售行业在“人、货、场”等多方面持续演进升级：Z 世代崛起，“悦己消费”盛行，下沉市场孕育无限潜力；疫情驱动线上渗透率持续提高，电商、直播站在风口，私域流量重要性提升；DTC、C2M 等模式快速发展，反哺供应链推动货的迭代升级，各类“新物、好物”涌现。我们认为，人口代际变化和渠道流量变迁，也为零售企业发展带来机遇。深挖下沉市场，通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现全渠道、多维度的效率提升，仍是零售企业的重要竞争策略和方向。基于以上分析和判断，2021 年零售行业投资我们建议重点关注“颜值经济”、“新兴电商”和“线下零售细分龙头”三条主线。

“颜值经济”：一路向“美”，由可选变为刚需；重点关注化妆品优质细分赛道，掘金医美产业链。（1）皮肤学级和功效性护肤品：受益标的为凭借“医研赋能”构筑产品差异化竞争优势的贝泰妮（主品牌薇诺娜）。（2）彩妆：“国潮风+快迭代”为国货品牌创造弯道超车机会，受益标的逸仙电商（主品牌为完美日记）。（3）产业链上游：化妆品 ODM 龙头企业有望享受下游增长东风，受益标的青松股份。（4）医美赛道：轻医美消费需求高增长，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客，受益标的华熙生物。

新兴电商：疫情驱动电商渗透率持续提升，重点关注两个电商洼地市场（下沉市场和跨境市场）、两个新兴业态（直播电商和社交电商）。（1）跨境电商：天时地利人和齐具，RCEP 签订再送政策东风，重点推荐东南亚单页电商龙头吉宏股份，受益标的安克创新。（2）社交电商：去中心化网络实现快速获客与用户自发种草，受益标的拼多多。

传统线下零售：疫情缓和，线下消费复苏，重点关注竞争力突出的细分赛道龙头。（1）超市：重点推荐永辉超市、家家悦。（2）黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔，重点推荐在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势的周大生。（3）母婴连锁：渠道价值仍然突出，龙头企业开启全国化布局，重点推荐爱婴室，受益标的孩子王。

表4：投资建议：关注优质零售细分赛道公司

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002803.SZ	吉宏股份	买入	126	33.41	1.69	2.29	3.05	20	15	11
603214.SH	爱婴室	买入	42	29.35	0.92	1.40	1.81	32	21	16
002867.SZ	周大生	买入	199	27.21	1.43	1.78	2.11	19	15	13
601933.SH	永辉超市	买入	748	7.86	0.26	0.33	0.42	30	24	19
603708.SH	家家悦	买入	153	25.10	0.91	1.07	1.25	28	23	20
300896.SZ	爱美客	买入	688	572.05	3.48	5.31	7.61	164	108	75
603605.SH	珀莱雅	-	334	166.05	2.39	3.06	3.80	70	54	44
300132.SZ	青松股份	-	111	21.4	1.03	1.20	1.39	21	18	15
688363.SH	华熙生物	-	705	146.8	1.40	1.90	2.54	105	77	58

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/12/04，其中珀莱雅、青松股份、华熙生物采用 Wind 一致预期预测数据，其他采用开源证券预测数据）

8、 风险提示

1. 宏观经济风险：社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者信心下滑，零售行业经营也将承压；

2. 疫情反复：若疫情出现反复，会对线下客流造成较大影响，也会对行业公司的门店扩张带来影响；

3. 行业竞争加剧：行业如果竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn