重点关注数字零售逆流前行

商业贸易行业 2020 年中期策略

分析日期 2020 年 06 月 05 日

行业评级： 标配(40)

证券分析师：江迎若

执业证书编号：S0630517040001

电话：20333452

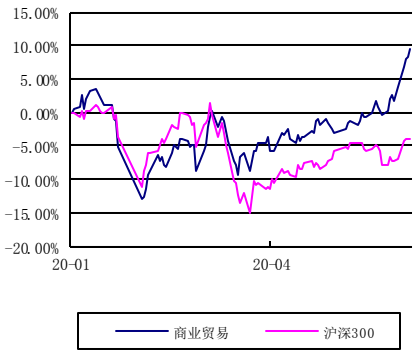
邮箱：jyr@longone.com.cn

联系人：张季恺

电话：021-20333634

邮箱：zjk@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

1.东海证券：商业贸易行业周报

2.东海证券：商业贸易行业周报

3.东海证券：商业贸易行业周报

4.东海证券：商业贸易行业周报

5.东海证券：商业贸易行业周报

◎ 投资要点：

◆二级市场回顾。今年截止 6 月 5 日，沪深 300 较年初下跌了 2.33%，相比之下，商业贸易行业上涨 10.15%，跑赢大盘 7.82 个百分点。商业贸易板块涨幅在 28 个申万一级行业中排第 6 位，处于上游位置。

◆社会消费对 GDP 贡献巨大。截至 20 年一季度，社会消费品零售累积总额为 7.86 万亿元，同比减少 19.00%，4 月社零当月总额 2.82 万亿元，同比减少 7.5%，较 3 月同比-15.80%相比降幅有所收窄。2019 年，我国最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，比上年下降 8.1 个百分点，超过资本形成总额贡献率 26.6 个百分点，为经济增长的第一驱动力。从社会零售总额的增速来看，三四线城市在过去几年的增速达到 12%~13%，而一、二线城市的增速却在降低。除了增长速度之外，在整体盘子上，三、四线城市也更大，占到了整个社会零售总额的 63%。

◆超市必需品消费韧性强，修复快。超市产品以粮油、食品和日用品为主，属于生活必需品，具有一定的需求刚性，相较于其他可选消费，始终维持在高位。2019 年粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类的消费增速较之 2018 年出现了明显的下滑，但增速都仍保持在 5%以上，日用品更是保持在 10%以上，呈现出一定的韧性。疫情期间日用品增速出现了大幅的下滑至-5%以下，但随复产复工又迅速回归 5%以上增速。而对于粮油食品类由于其刚需品属性，加上疫情导致的供求不平衡因素，增速大幅增长至接近 20%的水平。在经济下行压力不断加大、消费骤停后逐渐恢复的情况下，超市子行业整体营收增速始终优于、甚至大幅跑赢一般零售。

◆数字生鲜零售发展正当时。根据零售业生命周期理论，2019 年我国人均 GDP 达 10000 美元，刚好处于便利店流行及仓储式商店开始繁荣的阶段。数字生鲜零售也正是得益于其大型线下零售的出身与网络零售混血基因，一方面很早便是超市生鲜的玩家，在为消费者提供了舒适的购物环境的同时，也提供了丰富可选的优质商品；另一方面在 2020 年初的一场黑天鹅中因祸得福：销售商品为刚需，居民消费无论如何收缩都要买菜吃饭；数字化管理带来强大的供应链优势和较低的人力需求，在疫情期间也能做到正常营业，即为人无我有，人息我作。

◆投资策略：后疫情时期有两个重点，一是需要关注消费复苏、市场预期改善带来的行情修复；二是要提防第二播疫情爆发的风险。那么首选的必然是盈利模式清晰、未来业绩较为确定，同时有一定抗风险能力的标的。因此我们认为，当前更应当着重关注有数字零售加持、确定度高、盈利能力强的行业龙头。

◆风险因素：1、宏观经济波动风险 2、原材料价格上涨风险 3、国际贸易政策风险 4、全球疫情发展失控 5、市场波动风险

正文目录

1. 二级市场回顾 4
1.1. 行业二级市场表现 4
1.2. 子行业表现 4
1.3. 个股市场表现 5
2. 行业基本面分析 7
2.1. 国民经济面临较大挑战 7
2.1.1. 国民经济面临挑战前所未有 7
2.1.2. 国民经济外部压力继续增大 8
2.1.3. 全国开启有序复工复产 9
3. 国民消费现状 9
3.1.1. 零售业整体复苏在即 9
3.1.2. 社会消费对 GDP 贡献巨大 10
3.1.3. 必须品消费具有良好的韧性，可选消费品全面萎缩 11
3.1.4. 下沉市场是消费的基本盘 12
4. 疫情时代数字零售自带天然抵抗基因 13
4.1. 网络零售受到冲击，获客成本持续走高 13
4.2. 数字零售是中流砥柱 14
4.2.1. 零售本质仍是物资再分配 14
4.2.2. 实体零售不可替代 14
4.2.3. 数字零售是互联网延伸向实体的产物 15
4.2.4. 在实体接触有限背景下数字零售拓展阵地 15
4.2.5. 5G 时代消费者与零售的最后一公里 16
5. 重点子行业推荐 16
5.1. 超市行业韧性强，生鲜新零售逆势前行 16
5.1.1. 超市必需品消费韧性强，修复快 16
5.1.2. 生鲜零售发展正当时 17
5.2. 百货龙头触底反弹 18
5.2.1. 百货最艰难的时刻已经过去 18
5.2.2. 君子豹变，百货一样可以拥抱数字零售 19
5.3. 放不下的消费甜点——美妆 19
6. 下半年策略 20
7. 风险因素 20

图表目录

图 1 商业贸易行业与沪深 300 走势图（2020/01/01-2020/06/05，%） 4
图 2 申万一级行业指数各版块涨跌幅（2020/01/01-2020/06/05，%） 4
图 3 商业贸易子版块和沪深 300 指数走势图(2020/01/01-2020/06/05，%) 5
图 4 有数据记录以来 GDP 增速首次为负 7
图 5 进出口贸易出现明显收缩 9
图 6 社会零售受到冲击 10
图 7 最终消费对 GDP 贡献保持稳定 11
图 8 超市类商品销售同比（%） 12
图 9 百货类商品销售同比（%） 12

图 10 家居类商品销售同比（%）.....12
图 11 汽车相关商品销售同比（%）.....12
图 12 我国居民年龄结构变化.....13
图 13 人均可支配收入对比.....13
图 14 消费者信心指数保持高位.....13
图 15 中国网购用户数量及渗透率.....14
图 16 实物商品网上零售占比情况.....14
图 17 实物商品网上零售总额.....14
图 18 电商获客成本显著走高.....14
图 19 2019 年网购商品类别比例（部分预测）.....15
图 20 营收增速同比（%）.....17
图 21 归母净利润增速同比（%）.....17
图 22 日本人均 GDP 与百货超市业发展.....17
图 23 百货行业营收和归母净利润增速同比（%）.....19
图 24 行业 PE 值变化.....19
图 25 15Q1-18Q1 四大消费品类零售额同比增速.....20

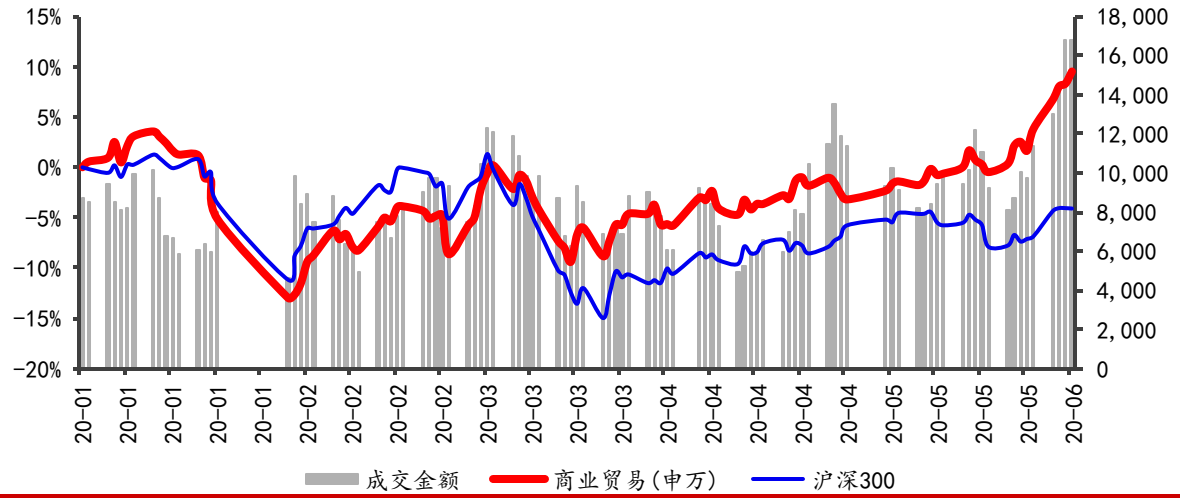
表 1 各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 5 日）.....5
表 2 2020 上半年个股涨幅前五位（截止到 6 月 5 日）.....5
表 3 2020 上半年个股跌幅前五位（截止到 6 月 5 日）.....5
表 4 中央政治局会议决议对比.....7
表 5 主要百货企业的数字零售方案（截止到 6 月 5 日）.....19

1.二级市场回顾

1.1.行业二级市场表现

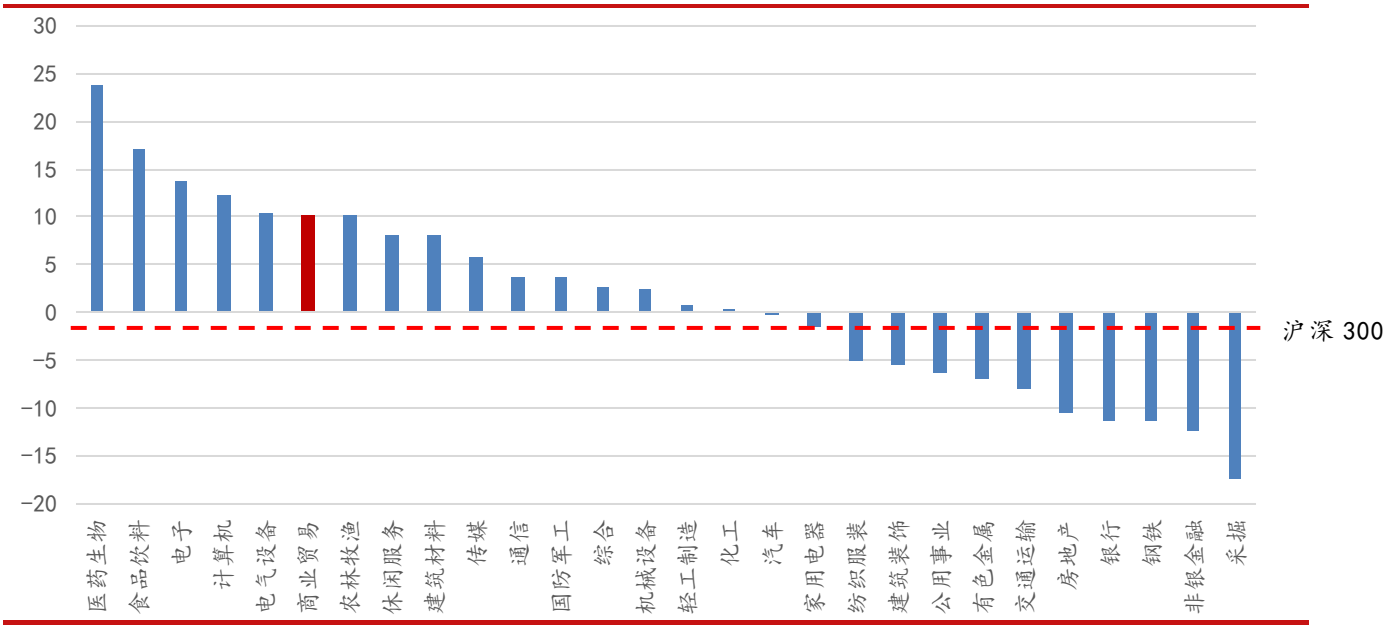
今年截止 6 月 5 日，沪深 300 较年初下跌了 2.33%，相比之下，商业贸易行业上涨 10.15%，跑赢大盘 7.82 个百分点。商业贸易板块涨幅在 28 个申万一级行业中排第 6 位，处于上游位置。

图 1 商业贸易行业与沪深 300 走势图（2020/01/01-2020/06/05，%）



资料来源： WIND，东海证券研究所

图 2 申万一级行业指数各版块涨跌幅（2020/01/01-2020/06/05，%）

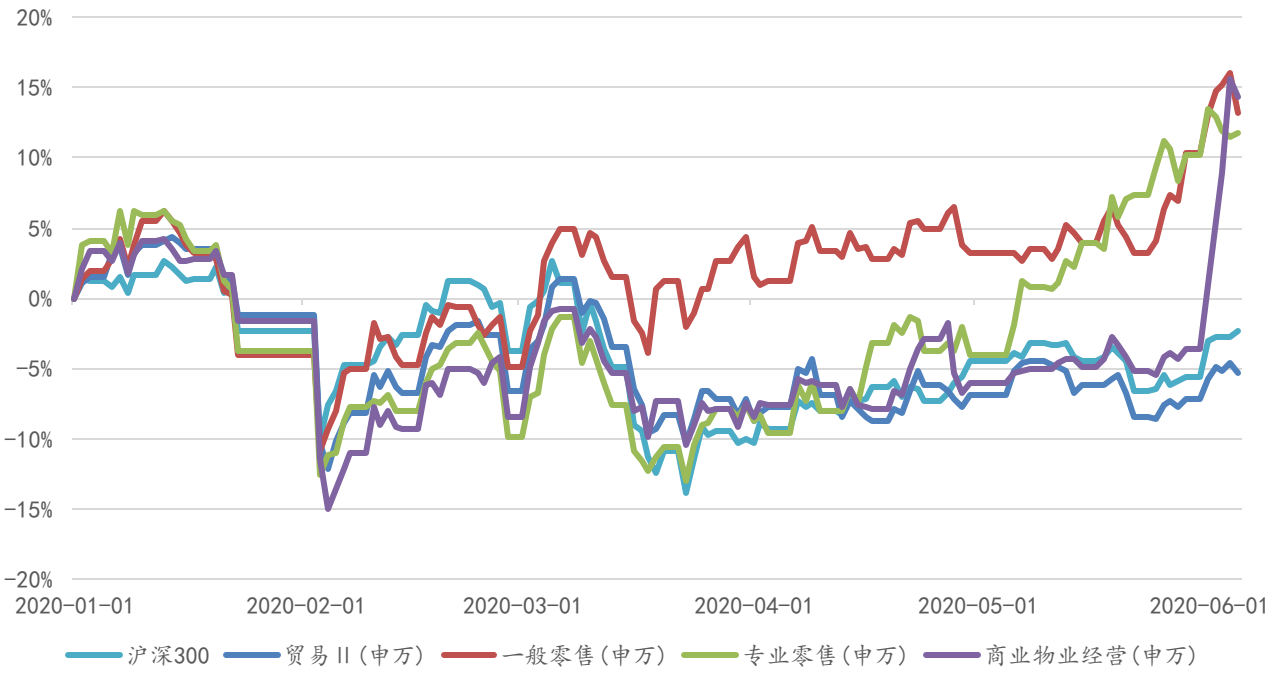


资料来源： WIND，东海证券研究所

1.2.子行业表现

各子行业除贸易外表现均优于沪深 300。一般零售涨 13.13%，专业零售涨 11.78%，商业物业经营涨 14.38%，贸易跌 5.31%。

图 3 商业贸易子版块和沪深 300 指数走势图(2020/01/01-2020/06/05，%)



资料来源： WIND，东海证券研究所

表 1 各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 5 日）

子行业名称	自年初以来的绝对涨幅	相对沪深 300 涨幅	相对行业涨幅
贸易 II	-5.31%	-2.99%	-15.46%
一般零售	13.13%	15.46%	2.99%
专业零售	11.78%	14.11%	1.64%
商业物业经营	14.38%	16.71%	4.24%

资料来源： WIND，东海证券研究所

1.3.个股市场表现

表 2 2020 上半年个股涨幅前五位（截止到 6 月 5 日）

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅（%）	最新价格	市值(亿元)
1	000564.SZ	供销大集	119.25	5.24	105.11
2	600861.SH	北京城乡	87.66	15.97	50.59
3	600859.SH	王府井	76.05	24.63	140.09
4	002127.SZ	南极电商	71.41	18.58	362.99
5	603708.SH	家家悦	70.57	40.96	249.20

资料来源： WIND，东海证券研究所

表 3 2020 上半年个股跌幅前五位（截止到 6 月 5 日）

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅（%）	最新价格	市值(亿元)
1	600122.SH	*ST 宏图	-53.96	1.22	14.13
2	600247.SH	ST 成城	-47.54	1.92	6.46
3	600280.SH	*ST 中商	-44.24	1.55	17.80

4	600712.SH	南宁百货	-42.36	5.58	30.04
5	002640.SZ	跨境通	-31.87	5.26	64.89

资料来源： WIND，东海证券研究所

涨幅居前的个股：供销大集、北京城乡、王府井、南极电商和家家悦涨幅超过了 70%，而其中仅家家悦外有坚实业绩支撑，其余大多借助了“地摊经济”、“网红带货”、“免税牌照”等概念的热度。

跌幅靠前的个股：*ST 宏图、ST 成城、*ST 中商和南宁百货跌幅均达到了 40%。

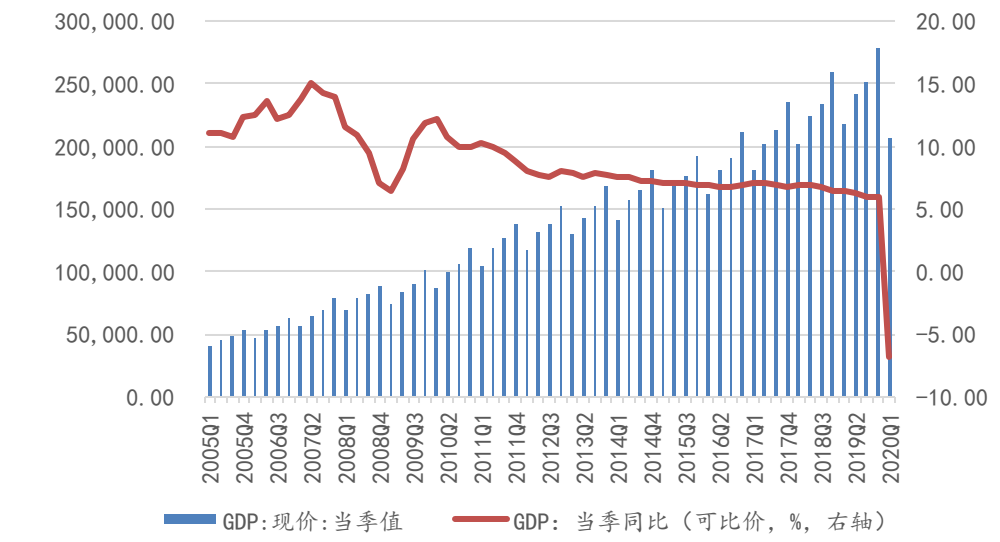
2.行业基本面分析

2.1.国民经济面临较大挑战

2.1.1.国民经济面临挑战前所未有

受新冠疫情影响，我国 2019 年 GDP 增速显著下滑。2020 年初，新冠肺炎爆发，全国进入居家隔离停摆模式，直到 4 月 8 日武汉解封，象征全国基本结束病毒阻击战，进入到内松外严防御境外输入的阶段。但仍不可避免地，整体宏观经济受到重挫。同时不可忽视的是，西方国家借助疫情大肆抨击中国，并进一步在行动上落实脱钩中国。2019 年我国实现GDP为99.0865万亿，同比增6.1%。分季度看，2019年四个季度分别同比增长6.4%、6.2%、6.0%、6.0%。而 2020 年一季度 GDP 同比减少 6.8%，为有数据记载以来首次出现负值。

图 4 有数据记录以来 GDP 增速首次为负



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

同时中央政治局会议也对先前的若干政策再定调，对部分目标和预期进行了下调。其中尤其强调了疫情对未来经济社会冲击的认识、财政政策由稳健转为积极、继续扩大内需和产业升级投资、坚持房住不炒、保障粮食供应等。同时，第十三届全国人大三次会议上，政府工作报告指出对 2020 年不设 GDP 增速指标。从这一系列会议内容来看，足见未来不可避免地将有一段困难时期。

表 4 中央政治局会议决议对比

	2020 年 4 月政治局会议	2019 年 12 月政治局会议
形势判断	当前经济发展面临的挑战前所未有，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。	当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变。
货币和财政政策	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充	坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具。

	裕，引导贷款市场利率下行。	
六稳和六保	加大“六稳”工作力度，首次提出“六保”，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安去、保产业链供应链稳定、保基层运转。	做好“六稳”工作，保持经济社会持续健康发展。
内需和基建	积极扩大国内需求，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统农业改造升级，扩大战略新兴产业投资。	加快现代化经济体系建设，加强基础设施建设，提升科技实力和创新能力，深化经济体制改革，建设更高水平开放型经济新体制。
工作基调	要坚持稳中求进工作总基调。确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。	坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，推动高质量发展，做好“六稳”工作。
目标任务	确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。	确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官。
房地产定位	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。	/
农业	要抓好农业生产和重要副食品保供稳价，夯实农业基础。	/
就业	要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重。	/
民生	完善社会保障，做好低保工作，及时发放价格临时补贴，确保群众基本生活。	/

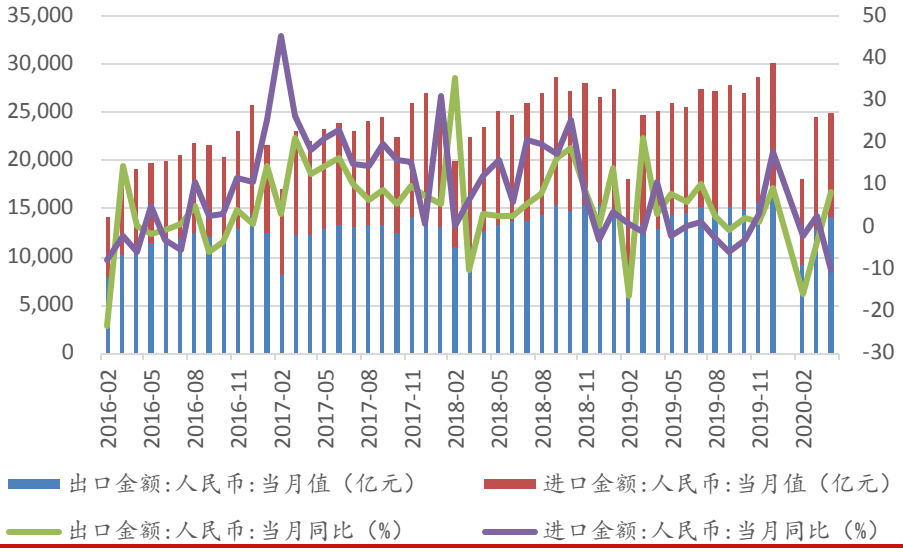
资料来源： 全景网，东海证券研究所

2.1.2. 国民经济外部压力继续增大

从出口数据来看，4 月份，货物进出口总额 24966 亿元，同比下降 0.7%，降幅比 3 月份收窄 0.1 个百分点。其中，出口 14074 亿元，增长 8.2%，3 月份为下降 3.5%；进口 10892 亿元，下降 10.2%。进出口相抵，贸易顺差 3181 亿元。1-4 月份，货物进出口总额 90713 亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 47435 亿元，下降 6.4%；进口 43278 亿元，下降 3.2%。

值得注意的是，尽管 4 月出口额录得正增长 8.2%，远超预期，主要原因仍为已有订单的延期执行和防疫物资的出口拉动，叠加国外疫情逐渐失控而国内最早控制疫情，供应链恢复较好。这也说明此次出口超预期增长非但不能说明外贸春天的降临，反而需要警惕可能即将发生的外需萎缩。

图 5 进出口贸易出现明显收缩



资料来源： 海关总署，东海证券研究所

2.1.3.全国开启有序复工复产

4 月 8 日武汉解封，标志着我国基本结束全面抗疫，新冠肺炎在国内的全面流行也基本结束，防疫重心转为严控境外输入，全面复产复工。截至 5 月 18 日，全国规模企业平均开工率已达到 99.1%。目前，工业经济秩序在常态化疫情防控中加快恢复。但随着全球疫情快速蔓延，不稳定不确定因素增多，企业生产经营仍面临困难，工业经济恢复还需要一段时间。随着前期出台的财税金融等政策加快落地见效，逆周期调节政策同步发力，庞大的产业规模、完整的产业体系和巨大的内需市场使我国工业经济展现出应对复杂严峻局面的强大韧性和活力。

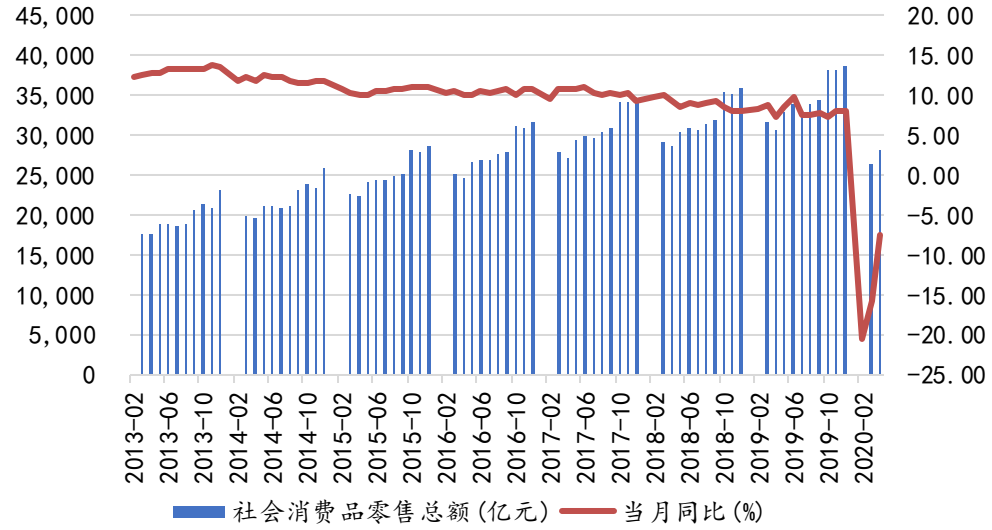
3.国民消费现状

3.1.1.零售业整体复苏在即

2019 年全年我国社会零售总额较上年增长 8.0%，全年社会消费品零售总额 411,690 亿元，继 2018 年首次出现两位数以下的增速后，增速进一步收缩。从城乡情况来看，城镇消费品零售额 351,318 亿元，增长 7.9%；乡村消费品零售额 60,332 亿元，增长 9.0%，乡村零售额仍保持高于城镇增长，乡村渠道日渐重要，城乡消费额之比从 2014 年的 6.30 降至目前 5.23 左右。

截至 20 年一季度，行业各项数据都显示受到新冠疫情的猛烈冲击，社会消费品零售累积总额为 7.86 万亿元，同比减少 19.00%，4 月社零当月总额 2.82 万亿元，同比减少 7.5%，较 3 月同比-15.80%降幅有所收窄；一季度限额以上企业商品零售累积总额为 3.58 万亿元，同比下降 15.80%，4 月限额以上企业零售当月达 1.01 万亿元，同比下降 1.50%，较三月同比降 12.90%有明显复苏。

图 6 社会零售受到冲击



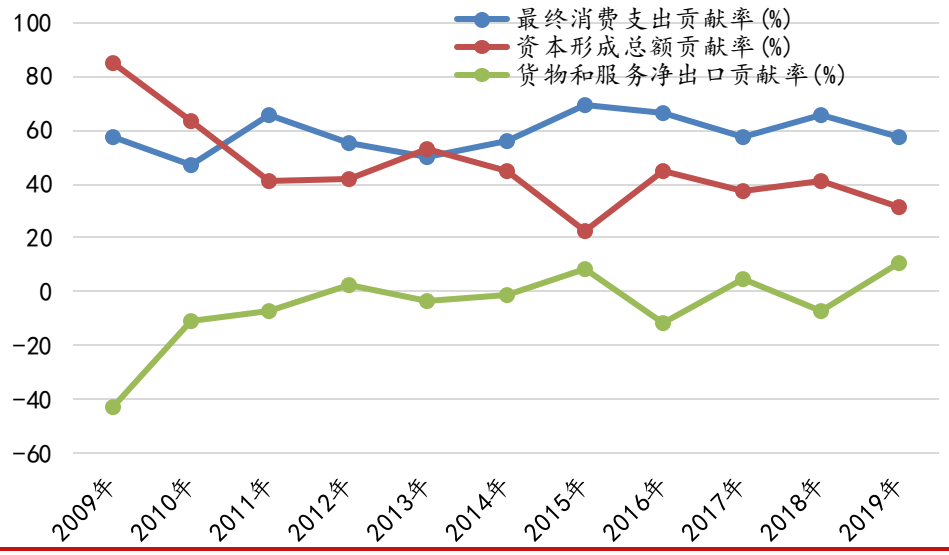
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.1.2.社会消费对 GDP 贡献巨大

随着我国居民消费总体规模稳步扩大，消费已成为经济增长的第一驱动力。过去十年，消费对经济增长的贡献率稳定保持在 45%以上，2019 年，我国最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，比上年下降 8.1 个百分点，超过资本形成总额贡献率 26.6 个百分点。相比之下，2018 年最终消费对美国的 GDP 贡献率分别为 80.6%，结合我国当前的经济发展情况，消费市场仍存在较大的扩展空间。在内部经济发展遭遇疫情黑天鹅陷入停滞、外部贸易环境持续恶化的环境下，加强内需对我国经济的拉动作用也是必然的方向。预计未来将会出台更多政策增加居民收入，刺激消费增长。

本次疫情爆发后，全国迅速进入停摆隔离状态，尽管是世界上首个结束疫情和恢复正常生产社会秩序的国家，长时间的隔离休克疗法和外需的进一步萎靡着实带来了严峻的挑战。为了迅速拉动内需的恢复并进一步发展内需，作为应对措施，170 多个地市政府联合企业进行了消费券的发放，总计达 190 亿元，其对拉动消费的积极作用已经显现。但消费券作为一种特定条件的消费，不宜被过于依赖，预计后续各地政府将工作重心更多地转为常规性的消费促进机制建设。截至目前多地相继放开地摊经济、鼓励更多人投入到销售消费经济圈，亦为一种鼓励下沉消费市场发展的举措。

图 7 最终消费对 GDP 贡献保持稳定



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.1.3.必须品消费具有良好的韧性，可选消费品全面萎缩

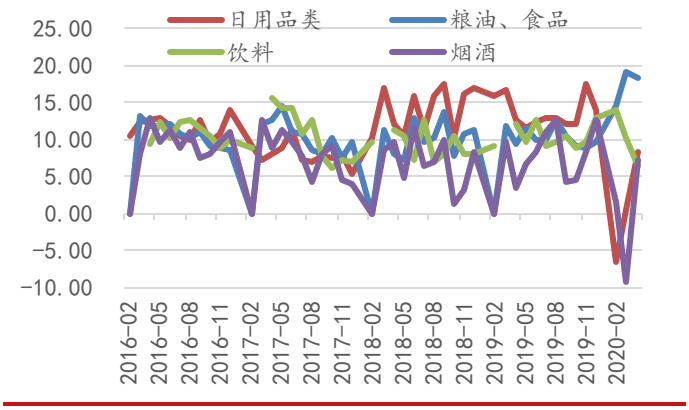
2019 年粮油、食品、饮料、烟酒类和日用品类的消费增速较之 2018 年出现了明显的下滑，但增速都仍保持在 5%以上，日用品更是保持在 10%以上，呈现出一定的韧性。疫情期间日用品增速出现了大幅的下滑至-5%以下，但随复产复工又迅速回归 5%以上增速。而对于粮油食品类由于其刚需品属性，加上疫情导致的供求不平衡因素，增速大幅增长至接近 20%的水平。

金银珠宝类、服饰类的商品销量增速出现明显走低，化妆品类增速同样降至负数，但值得注意的是，化妆品类商品零售增速依然显著高于二者，并且在疫情末期修复也显著快于二者。这可以认为是口红效应和标准化商品性质的体现：宏观经济环境挤压居民消费空间的情况下，人们趋向于选择更为廉价的奢侈品释放消费欲望，并且化妆品类属性较为固定，消费者并不完全依托于实体销售场景。因而其销售更加稳定，消费需求也相对更具韧性。

与房地产相关的家具建材类商品零售增速长期处于下跌趋势，这与商品房成交量走低、整体房地产市场低迷相一致，并且疫情期间房地产协会协调全行业暂停交易，相关商品销售更是出现断崖式下跌。截至 6 月 3 日贝壳研究院数据楼市因积压需求释放，成交量出现新高，但政策并未放松，后续大概率将会回落。与之对应的商品零售势必也将出现一个上扬后趋稳的过程。

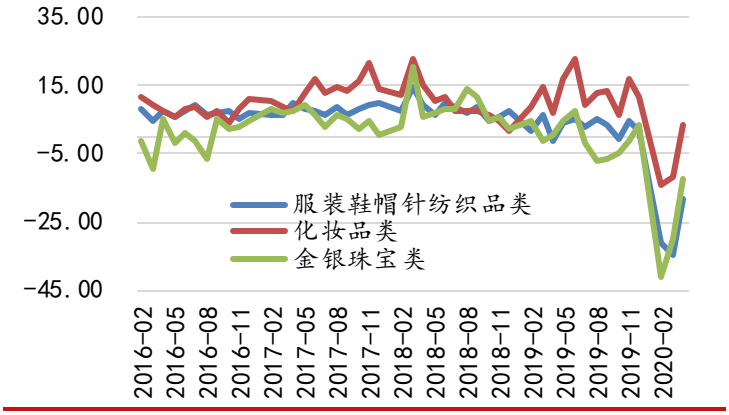
汽车类零售则在 2019 年就因受中美贸易战影响出现了较大的波动，疫情期间因为居家隔离政策，同样出现断崖式下跌。由于中美双方达成一致的前景并不明朗，美国进口汽车的销量将持续走低，但消费者也将转向替代商品，汽车相关消费也将随经济恢复正常运转而逐渐复苏，叠加国家出台的一系列刺激政策，预计未来将趋于平稳，但增速将处于一个较低的区间。

图 8 超市类商品销售同比（%）



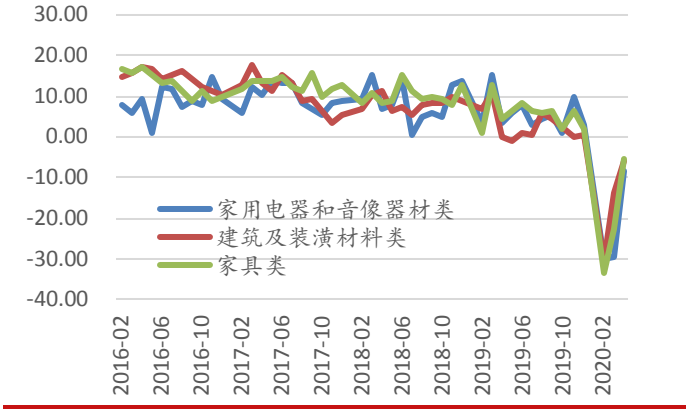
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 9 百货类商品销售同比（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 10 家居类商品销售同比（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 11 汽车相关商品销售同比（%）



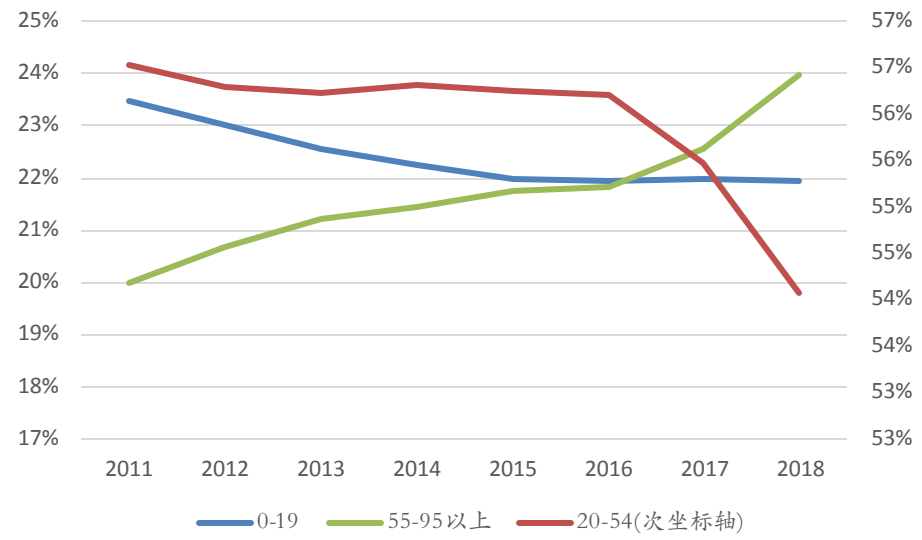
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.1.4.下沉市场是消费的基本盘

14 年到 19 年，城镇居民可支配收入增速均保持在 8%左右，城镇居民人均可支配收入从 26467 元增长至 42359 元，农村居民人均可支配收入从 9430 元增长至 16021 元，农村居民人均可支配收入增速各年均高于城镇居民，但城乡居民人均可支配收入差显著扩大，从 2014 年的 18355 元增加到了 2019 年的 26338 元。根据国家统计局抽查数据，我国 20-54 岁人口比重自 2011 年至 2018 年持续由 57%持续下降至 54%，并且从 2016 年起呈加速下降的趋势，55 岁以上人口比重则从 20%加速上升至 27%。但值得注意的是，至 2018 年，20-59 岁人为主要消费人口，比例仍然占到了 60%，我国国民消费群体结构仍然保持良好。

截至 2020 年 3 月，我国消费者信心指数降至 122.5，仍然处在相对高位。自 2018 年 11 月，我国消费者信心指数始终保持在 120 以上，说明我国消费者对未来持乐观意愿，仍有一定的消费潜力。由于 3 月仍处于疫情攻坚期，随着 4 月开启的全面复工，居民紧张的财务状况得到缓解，预计消费意愿将得到进一步释放。

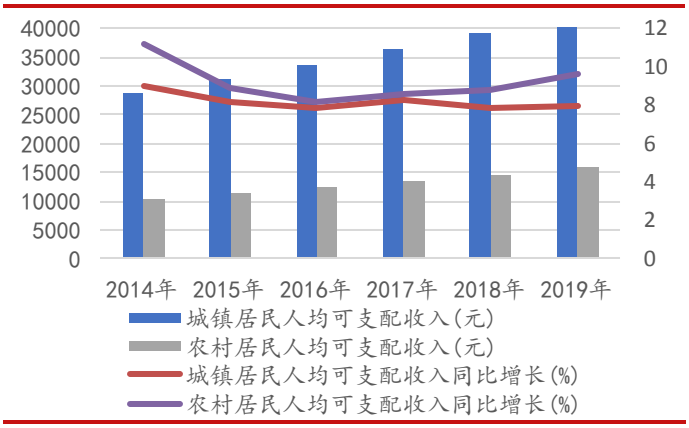
图 12 我国居民年龄结构变化



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

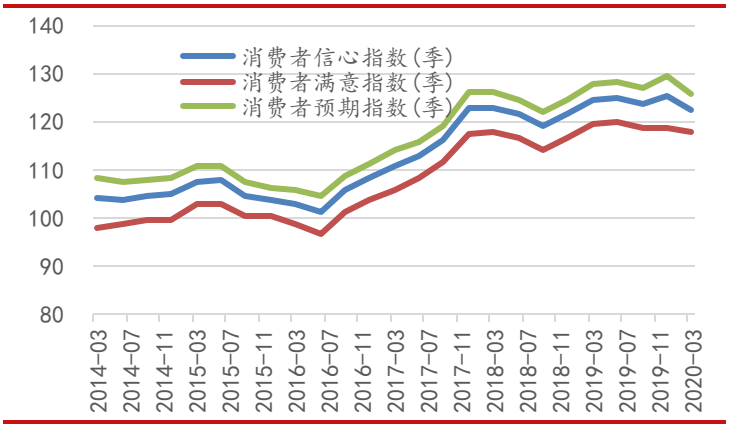
从收支情况上来看，2019 年，一线城市人均可支配收入约为 5600 元/月，生活成本约为 4000 元/月，三四线城市人均可支配收入约为 4000 元/月，而生活成本约为 2200 元/月。一线城市居民虽然收入更高，但实际可供额外消费支出的更少，心理压力也更大。而下线城市居民收入相对可供额外消费的空间则更大，心理上也收入增长的边际效益也更强，消费信心自然也就越强。同时，从社会零售总额的增速来看，三四线城市在过去几年的增速达到 12%~13%，与此同时，一、二线城市的增速却在降低。除了增长速度之外，在整体盘子上，三、四线城市也更大，占到了整个社会零售总额的 63%。

图 13 人均可支配收入对比



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 14 消费者信心指数保持高位



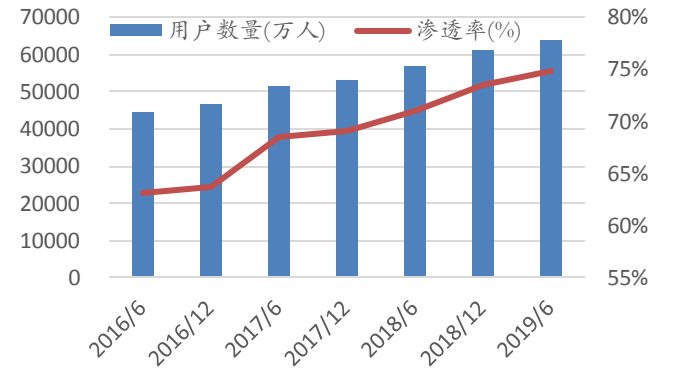
资料来源： WIND，东海证券研究所

4.疫情时代数字零售自带天然抵抗基因

4.1.网络零售受到冲击，获客成本持续走高

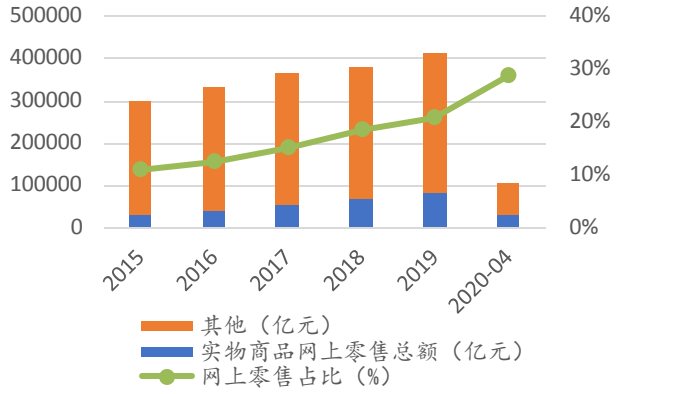
截至 2019 年 6 月的最新数据，我国互联网用户从 2016 年底的 7.32 亿人增长至约 8.54 亿人，网购用户从 4.67 亿人增长至约 6.39 亿人，渗透率从 63.8%增长至 74.8%，可开发空间已所剩不多。受疫情影响，2020 年 4 月，实物商品网上零售总额累计达 3.07 万亿元，尽管网上零售占比达到 28.75%创下新高，但同比增速骤降至-64%；且 2019 年全年同比增速也仅为 22%，为近 5 年间最低。

图 15 中国网购用户数量及渗透率



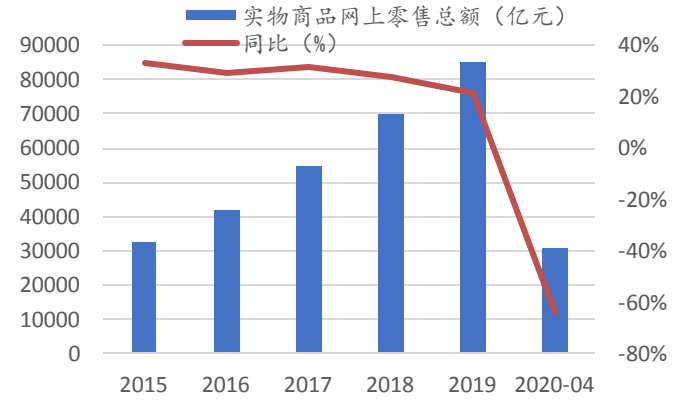
资料来源： 艾媒数据，东海证券研究所

图 16 实物商品网上零售占比情况



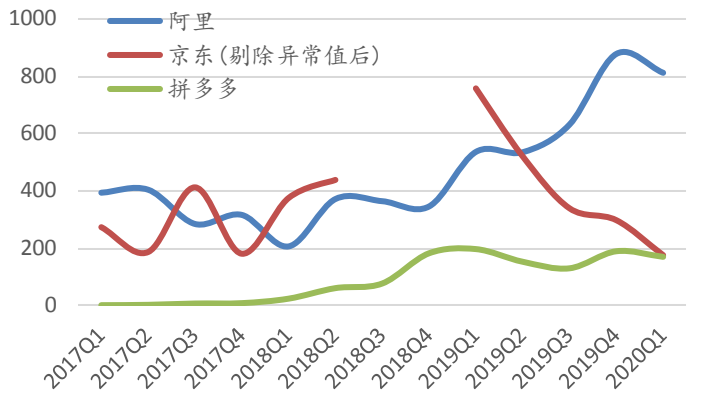
资料来源： 艾媒数据，东海证券研究所

图 17 实物商品网上零售总额



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 18 电商获客成本显著走高



资料来源： 公司季报，东海证券研究所

获客成本方面，三大电商平台中有两个获客成本均出现明显上涨，阿里、拼多多最近三季度平均同比分别上涨了 187%和 1115%。2020 年一季度阿里、京东、拼多多三家电商的营销成本已分别达到其收入的 11%、3%和 112%，当前阿里和京东更是跟随拼多多相继推出百亿补贴计划，可以见得电商发展依旧不可避免地进入了存量市场的争夺局面，尤其在后疫情时代消费萎缩的背景下，增长将进一步放缓。

4.2.数字零售是中流砥柱

值得注意的是网络零售在此次疫情间退中有进，即实物商品网上零售占比显著增长了 8 个百分点，这是由其零售形式和特定的社会环境共同决定的。而这一现象，也揭示了在后新冠疫情时代——全球长期流行和秋冬季再爆发阴霾下，对零售业投资的一种新逻辑。

4.2.1.零售本质仍是物资再分配

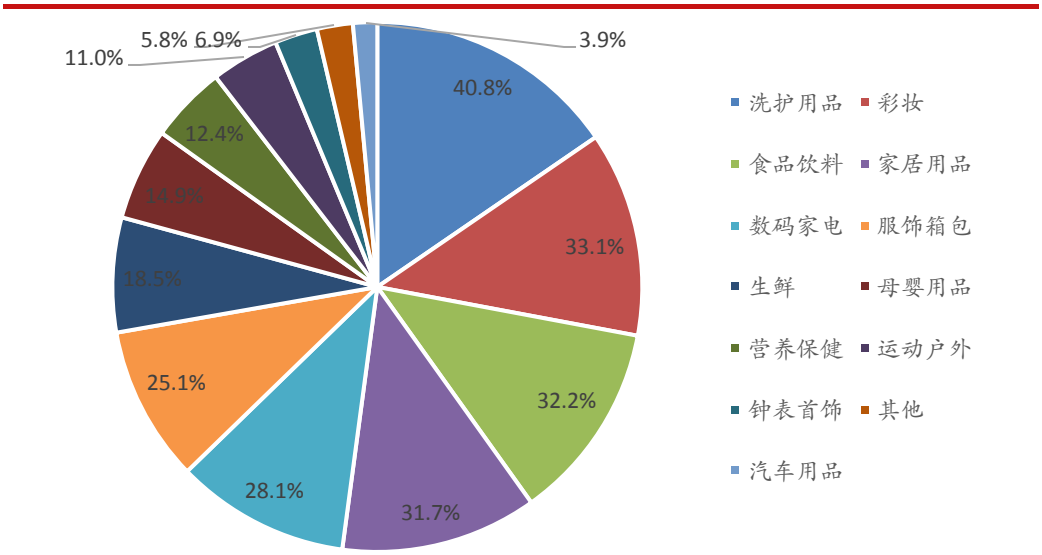
零售究其本质仍然是物资的再分配。网络零售与物流相互依存的爆发式发展本质上就是利用了这一点，相较于信息流通较不发达的时期，极大地拓展了商品的受众群体或者是潜在客户，以及流通渠道。在这种情况下，零售，始终是“消费者”、“供货商”和“销售渠道”三方的罗曼史，那么其中不变的是“消费者为市场中心”的核心逻辑，变的就可以是各类用现代技术武装起来的营销手段、销售渠道。

4.2.2.实体零售不可替代

在实物商品的网络销售过程中，消费者与销售方始终存在着信息不对称的问题，即消费者无法知晓自己将选购商品的全部细节。正式这种信息不对称，可能会误导消费者继而购买了不适合自己的商品，也有可能使消费者因缺乏信任而放弃选购。对于标准化的商品，如数码产品、休闲零食、洗护用品、家居用品等，其价值属性客观功能居多，且其属性可通过文字、数字准确描述，消费者与零售方的信息壁垒较小，适合网络零售。

而对于非标准化的商品，如服饰、首饰、生鲜等，其属性难以通过文字语言进行精确描述，尤其生鲜类在运输途中极易发生质变，具有不稳定性，又例如服饰首饰的价值需要配合消费者本身才能得到实现，在消费者个体间存在巨大差异。这类商品无疑是难以通过网络进行零售的，因为消费者需要在实体店与该类商品进行近距离接触才能洞悉其全部细节，从而决定是否购买。

图 19 2019 年网购商品类别比例（部分预测）



资料来源： 艾媒数据，东海证券研究所

4.2.3.数字零售是互联网延伸向实体的产物

下沉实体零售同样是一种重要电商发展趋势。结合互联网电商在供应链管理的技术积累，原本实体零售出身的重资产企业则能在这个领域获得更多优势。以苏宁和永辉为例，充分利用数字化基础设施，链接外部商户品牌，搭建密集服务网络，协同云端数据管理，优化效率，以仓储、物流、店面为基础构建服务网络，使得消费者无论线上线下，都能获得场景购物的便捷，这种新零售模式的即时性和便利性是其他电商难以企及的。

同时，我们需要明确的是，数字零售描述的不仅仅是运用供应链管理、线上线下零售并举的新零售，它更是一种将消费场景全面数字化包含在内的概念，其内涵包括但不局限于供应链管理、个性化厂家定制直销、线上线下并举、包括 AR/VR 演示的场景购物、即时+无人送货上门等等。零售商囊括的数字化技术越多，那么就越接近成熟的数字零售。

4.2.4.在实体接触有限背景下数字零售拓展阵地

一般情况下，纯网络零售与实体零售间的阵地争夺更多集中在半标准化商品，如服饰和彩妆：这些商品对于消费者是非标准的，而对于零售方则是标准化的，即横向比较同一型号不存在差异，纵向与消费端的关系存在差异。那么这意味着消费者完全可以通过在实体店进行试用体验后，进而选择在网络上选择因在仓储经营管理等方面更具成本优势的同一型号的商品，一次确认过眼神，终身适用。

而在后疫情时代，数字零售具有两大优势：

额外的用户培养。疫情期间全国实行隔离，疫情后人际隔阂犹在，防聚集防扎堆仍是也将长期是扎根于人们内心的防疫观念，也是政府防控疫情二次爆发的重要政策武器，这也就意味着实体零售短时间内难以再次获得原本的客流量，而消费者也更多地半被强制地去选择网购新品，去扩大他们习惯性网购商品的类别范围。同样这一趋势也倒逼零售商去革新他们的销售技术，去为消费者提供商品更全面且直观的信息，如直播带货的全面普及就是一种“主播替代用户体验”的商品信息的全面展示方式。

高效的供应和销售管理。数字零售企业，尤其是实体零售出身，随后拥抱数字零售技术的企业，在疫情期间得益于其高效、自动化或云管理，对于实地人力的需求更低，即便是突发重大事件的情况下也能保证其正常运转。市场的争夺中，人无我有，人息我作，即是胜利。

4.2.5.5G 时代消费者与零售的最后一公里

为了对冲 2020 年一系列黑天鹅事件对国民经济的冲击，中央政治局、工信部、发改委等部门定调加快新基建投资建设，而其中一大重要组成部分即为 5G 基础网络和配套数据中心建设。

远超乎大众对 5G 认知的是，5G 的高速、高容、低延迟不仅仅意味着缓冲时间的缩短，而从最基本的层面上丰富了设备的应用空间，其中一项重要应用即为万物互联。万物互联就是基于容量的应用场景，是指利用网络将所有的物品连接起来，包括人与物的交互，物与物的交互。

当原本单一孤立的硬件设备加装了接收设备，即可摇身一变成为智能设备，物流交通进化为无人智能运输，家居进化为智能家居。当下多家企业已加紧布局无人配送：菜鸟、美团、京东等都已与技术供应方签订协议，甚至有的已推出部分原型设备；同样的，在家居领域小米、国美也进行了智能化布局，苏宁更是领先发布了全屋智能解决方案 Biu OS。可以说，智能配送打破了物流与消费者最后一公里的隔阂，而智能家居通过形成生态联动，购物终端将从手机移动端拓展到家居智能屏，联动新零售布局，从而消除消费者与零售商最后一公里的距离。

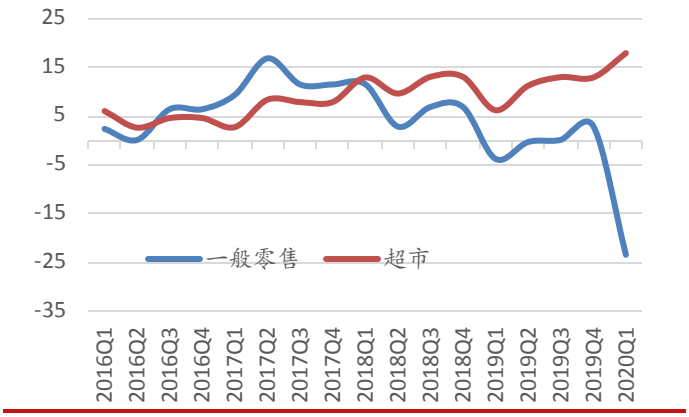
5.重点子行业推荐

5.1.超市行业韧性强，生鲜新零售逆势前行

5.1.1.超市必需品消费韧性强，修复快

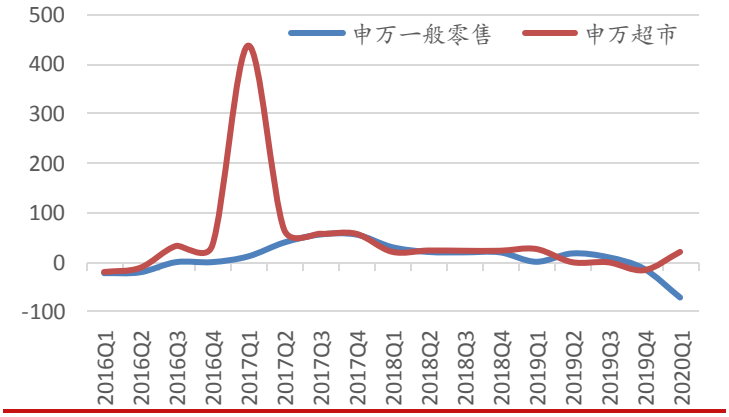
超市产品以粮油、食品和生活必需品为主，属于生活必需品，具有一定的需求刚性，相较于其他可选消费，始终维持在高位。在经济下行压力不断加大、消费骤停后逐渐恢复的情况下，超市子行业整体营收增速始终优于、甚至大幅跑赢一般零售。2016 年行业整体触底反弹，一般零售营收增速在 2017 年后转头再次向下，到今年一季度更是出现断崖式下跌。而超市行业与之明显分化，营收增速不断修复，显示出良好的韧性和抗压能力。2020 年一季度超市板块实现累计营业收入同比增长 17.91%，实现归母净利润同比增 21.22%，均远高于行业平均水平。

图 20 营收增速同比（%）



资料来源： WIND，东海证券研究所

图 21 归母净利润增速同比（%）

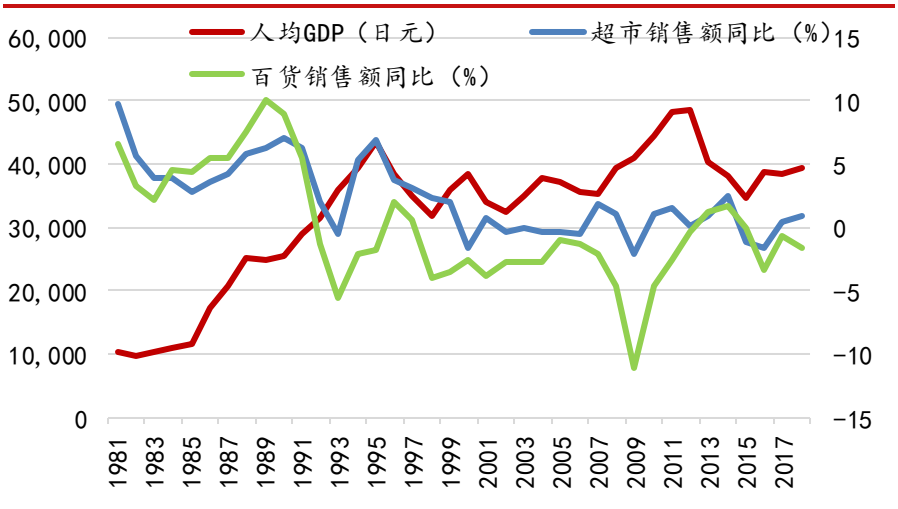


资料来源： WIND，东海证券研究所

5.1.2.生鲜零售发展正当时

根据零售业生命周期理论，人均 GDP 在 1,000 至 3,000 美元是现代百货业的高速发展期，3,000 美元以上大型综合超市开始兴起，6,000 美元以上便利店业态流行，10,000 美元及 12,000 美元以上仓储式商店和大型购物中心逐步繁荣。2019 年我国人均 GDP 达 10000 美元，刚好处于便利店流行及仓储式商店开始繁荣的阶段。以日本为例，日本超市及百货销售保持高速增长直至人均 GDP 达到 30000 美元左右。当居民的钱包鼓起来了，自然会追求更高的生活质量。一方面食材的质量要得到保证，另一方面，购物场景的舒适度也要纳入考虑范围。大型零售超市凭借其资本、货源、管理的优势，很早便是超市生鲜的玩家，在为消费者提供了舒适的购物环境的同时，也提供了丰富可选的优质商品。但纯线上或纯线下渠道的消费已无法满足消费者的需求，基于互联网的体验式消费需求不断提升，大型仓储式超市的线下购物始终无法打通与消费者的最后一公里。

图 22 日本人均 GDP 与百货超市业发展



资料来源： WIND，东海证券研究所

生鲜零售在传统实体零售中显得极为特殊——商品易损耗、标准化程度低、供应链分散，同时消费者对于商品的质量要求极为苛刻，往往使得生鲜毛利率较低，销售规模和效率则成为支撑商店生存的重要因素。其中供应链整合管理、用户黏度、覆盖规模为支持销量和效率的主要因素：

供应链整合重构。一般来说传统的生鲜终端零售采用农贸市场采购模式或超市供应采购模式，从产地到消费者往往需要四层以上转销，而我国冷链物流发展极不完备，物流运

输作业欠缺规范，往往导致运输途中产生大量损耗，徒增成本；而新零售模式下，零售商采用直采模式，减少流通环节，规范储运流程，配合消费端信息反馈，浮动调节供应链达到供需平衡，获得更多毛利空间和价格优势。但与之对应的是前端大量的资金投入，以建成良好的品控体系。

保持用户黏度和复购频率。在原有实体零售上发展线上商店，提供上门配售服务，利用大数据、运筹管理、高效物流等实现精准投放、订单整合、统筹配送，省略门店周转，通过线上商店维持用户的黏度和复购频率。

覆盖规模。互联网公司前期运营思路的一个基本特征即为用空间换时间。通过大量的资金投入迅速铺开市场，先扩大规模，再逐步提升效率，降低边际费用，提升盈利能力。

数字生鲜零售也正是得益于以上特性，在 2020 年初的一场黑天鹅中因祸得福：销售商品为刚需，居民消费无论如何收缩都要买菜吃饭；数字化管理带来强大的供应链优势和较低的人力需求，在疫情期间也能做到正常营业，即为人无我有，人息我作；封闭隔离避免人员接触的情况下仍配有送货服务，消费者只需在家下单等待送货上门，出于避险需求抛弃农贸市场。

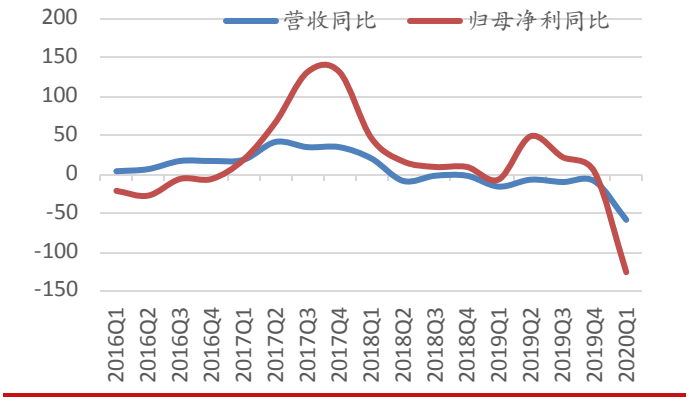
诚然生鲜新零售销售的并非标准化商品，在品质竞争上相较于农贸市场有天然劣势，但这一特殊时期对于客户习惯和观念的培养是零售商补贴远不能及的。同样的，客户的消费习惯一旦养成，出于习惯惰性便转变为了粘性客户，对于零售商的收益是较为确定的。

5.2.百货龙头触底反弹

5.2.1.百货最艰难的时刻已经过去

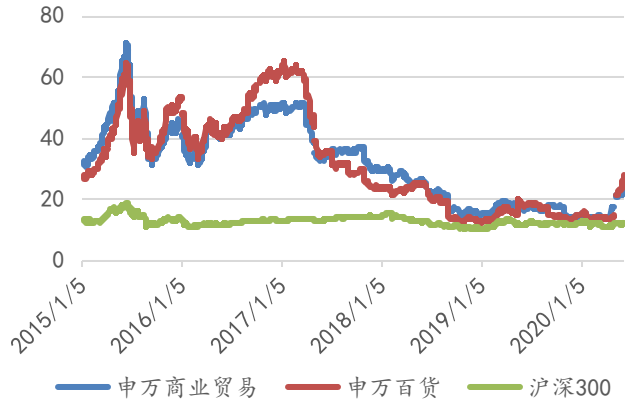
从 2011 年打击三公消费和固定资产投资放缓以来，高端消费需求被抑制，随后的住宅价格暴涨又进一步挤压了居民的消费空间，居民负债一路攀升。自 2017 年以来，外部贸易环境不断恶化，加上国内经济下行压力加剧，实体百货业绩不断走低。原本百货行业在 2019 年底就已经达到了一个底部的位置，到 2020 年更是因为疫情直接击穿地面，一季度营收和归母净利同比增长-58.61%和-125.98%，但其中龙头企业盈利能力基本保持良好，以百联股份、王府井、天虹股份、鄂武商 A 为例，2020 年一季度毛利率分别为 22.02%、25.89%、36.67%和 29.75%，相较于去年同期的 20.03%、20.91%、27.72%和 20.71%，表现基本良好，虽然净利受到疫情冲击大多出现严重下滑，头部百货依旧展现出了一定的韧性。寒冬过后消费逐渐复苏，百货行业也将迎来新的增长期，一季报发布后百货行业股价出现了一定的修复行情，截至 6 月 5 日申万百货相较年初上涨了 13.27%，其估值也从低点的 14 倍一路上升至当前的 28 倍。可以推断，百货行业的修复行情已经启动，但未来还取决于宏观经济的韧性和业绩好转的水平。

图 23 百货行业营收和归母净利润增速同比（%）



资料来源： WIND，东海证券研究所

图 24 行业 PE 值变化



资料来源： WIND，东海证券研究所

5.2.2.君子豹变，百货一样可以拥抱数字零售

数字零售的发展必然使实体百货遭到分流，但中国的消费市场仍处于发展阶段，国民生活水平远没有达到发达国家水平，电商与百货更不是红海竞争的关系，与其争夺市场不如做大蛋糕。百货公司大多带有区域特征，是当地带有地标意味的实体零售巨头，本身就享有当地广大的群众基础。开发线上渠道，一方面给消费者提供了商场的实时动态和打折信息，激发消费者的购物欲望；另一方面，线上线下并举有助于消费者进行“线下体验、线上消费”的朴素数字零售活动，消费者获得了更理想的价格和购物便利，商场获得了更多的流水和利润。同时，AI、物联网等技术的应用使得智慧门店成为可能，更多智能化、场景化、娱乐化的元素将吸引更多具备强大消费能力的年轻人进行实地体验，进一步带动餐饮、娱乐相关业务流水。传统百货拥抱数字零售本身就是一种值得肯定的探索，也是未来零售业发展的趋势。

表 5 主要百货企业的数字零售方案（截止到 6 月 5 日）

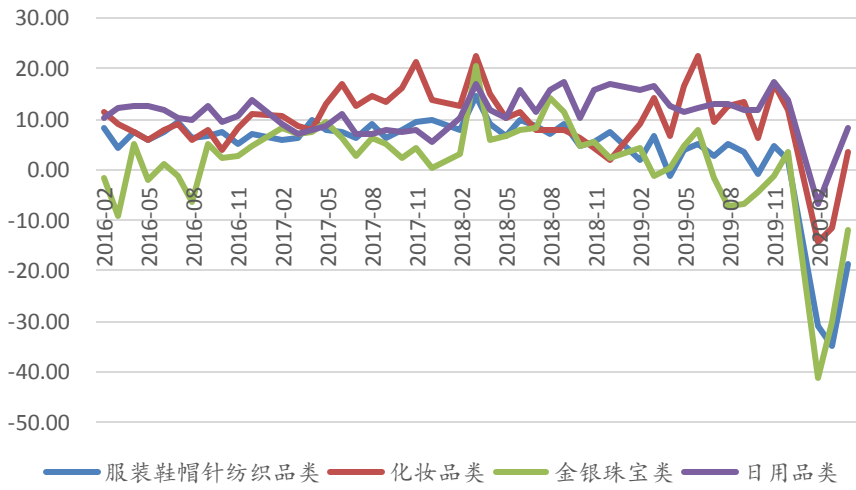
企业名称	方案	补充说明
百联集团	App、公众号、BL.com、小程序	小程序为到家服务，其余为电商平台
重庆商社	sjgo365.com	电商平台
武汉武商	wushang.com、App 公众号	电商平台，且公司主页明确有供应链系统 百货咨询平台
王府井	公众号、小程序、天猫旗舰店	电商平台
天虹商场	天虹 App、公众号、小程序、tianhong.cn 公众号、小程序	电商平台 服务信息、快速买单、到家服务

资料来源： 公开信息、前瞻产业研究所、东海证券研究所整理

5.3.放不下的消费甜点——美妆

2012 年到 2019 年，中国的化妆品市场规模从 2484 亿元增长到 4256 亿元，年复合增长率 7.9%。推测 2019 年世界化妆品规模约为 5075 亿美元，我国占据市场规模约为 12.3%，是世界上第二大市场。随着国民生活和收入水平提高，对于生活质量的要求也水涨船高。即便是受到疫情冲击，国民对于生活质量的追求仍使得化妆品类商品的销售增速相较于其他商品保持一个相对较高的位置。当前我国已率先打赢了病毒阻击战，全面恢复了经济的正常运作，国民收入也在逐步修复。那么可以预见的是化妆品——凭借其固有的奢侈品属性和相对容易接受的定价，也将率先迎来销售的修复。

图 25 15Q1-18Q1 四大消费品类零售额同比增速



资料来源： WIND，东海证券研究所

6.下半年策略

后疫情时期有两个重点，一是需要关注消费复苏、市场预期改善带来的行情修复；二是要提防第二播疫情爆发的风险。那么首选的必然是盈利模式清晰、未来业绩较为稳定，同时有一定抗风险能力的标的。因此我们认为，当前更应当着重关注有数字零售加持、确定度高、盈利能力强的行业龙头。

下半年将重点跟踪：超市方面选择确定性好，持续经营能力强，业绩在疫情期间业绩能够逆势上扬的数字生鲜零售，如家家悦、永辉超市；百货方面选择拥有数字零售能力和超市业务的百货龙头，如百联股份、天虹股份。

7.风险因素

风险因素：1、宏观经济波动风险 2、原材料价格上涨风险 3、国际贸易政策风险 4、全球疫情发展失控 5、市场波动风险

分析师简介：

江迎若，伦敦大学学院硕士，具有三年以上行业研究经验。主要跟踪覆盖休闲服务、商业贸易、食品饮料行业超过三十家主要上市公司的经营动态和定向增发项目。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089