开源证券

私域零售轻风起，消费复苏正当时

商贸零售行业2020年中期投资策略

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

2020年 6 月23日

投资要点

1.超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

必选消费稳健叠加食品类CPI维持相对高位，超市业态短期经营仍将保持高景气；长期看，随着行业内食品卫生标准提高和农改超政策推进，超市对农贸市场替代仍是行业核心逻辑。此外，疫情推动到家配送需求提升，具备生鲜供应链优势和线上布局的超市龙头价值凸显。

推荐标的：永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高

2.可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型

随着疫情缓和，商场恢复开店、客流量逐步回升，线下消费复苏进行时，百货、黄金珠宝、母婴零售等部分前期承压板块经营正在逐步回暖。另一方面，疫情也推动线下实体零售企业加速数字化转型，线上线下全渠道能力融合，长期将带动细分板块龙头公司核心竞争力提升。

推荐标的：爱婴室、老凤祥；受益标的：天虹股份、周大生

3.化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起

化妆品消费由“可选”变为“刚需”，疫情冲击不改行业高景气。短期看，线上渠道帮助化妆品率先复苏，618购物节品类表现亮眼；长期看，“低线红利、美妆意识觉醒、社媒营销”构成行业持续驱动力。而受益于“国潮风+快迭代+下沉市场”，国货美妆品牌正悄然崛起。

受益标的：珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、青松股份、华熙生物

4.电商：线上私域零售风起，关注新兴业态

疫情之下部分消费渠道转移，线上渠道保持高景气，618购物节各大电商平台销售额纷纷再创新高。除传统电商平台外，随着私域流量风起，在零售去中心化背景下，社交电商、直播电商等新业态也快速兴起，从“人货场”等多方面对零售行业带来升级创新。

5.风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧等。

目录

CONTENTS

1 超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

2 可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型

3 化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起

4 电商：线上私域零售风起，关注新兴业态

5 投资建议与盈利预测

1.1 超市：必选消费稳健+CPI维持相对高位，行业有望持续高景气

一季度超市板块业绩高增长。以行业内8家典型超市上市公司作为研究样本进行测算，2020Q1超市板块整体营收同比+19%、扣非归母净利润+11%，成为疫情中为数不多的受益板块。

必选消费需求稳健，CPI维持相对高位。根据国家统计局数据，2020年1-5月以粮油、食品为代表的必选消费品类增速稳健；2020年5月，国内CPI同比上涨2.4%、食品价格同比上涨10.6%，食品CPI仍保持在相对高位。必选消费需求稳健及CPI因素，有望继续驱动超市行业高景气。

图1：疫情以来，粮油、食品等必选消费品类仍保持稳健增

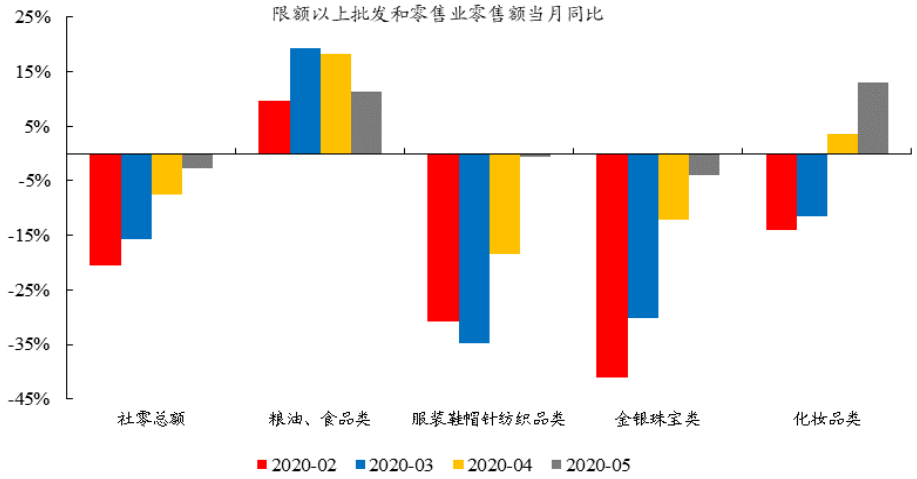
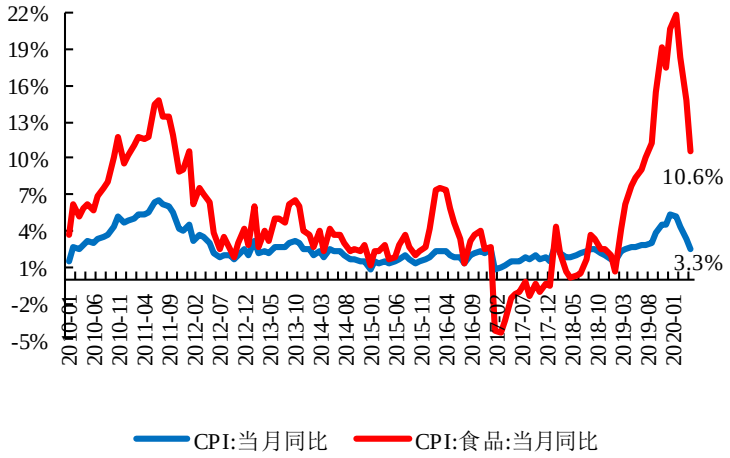


图2：食品CPI保持相对高位



KYSEC

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.1 超市：疫情加速消费渠道分化，到家业务迎来快速增长

疫情加速消费渠道分化，到家需求快速增长。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。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也出现显著增加。随着消费者习惯得到培育，未来线上线下融合有望成为实体商超发展的主流模式。

供应链优化、品类丰富和高效物流配送，是生鲜到家领域最主要的成功因素。生鲜品类低毛利率与高配送成本之间的矛盾、扩大SKU品类与降低存货损耗的矛盾，导致目前生鲜到家业务盈利能力还较弱。未来，后端加大直采建设、前端通过数据驱动精准选品，将成为提升到家业务盈利能力的关键。

图3：超市到家小程序日均活跃用户规模同比大幅增加

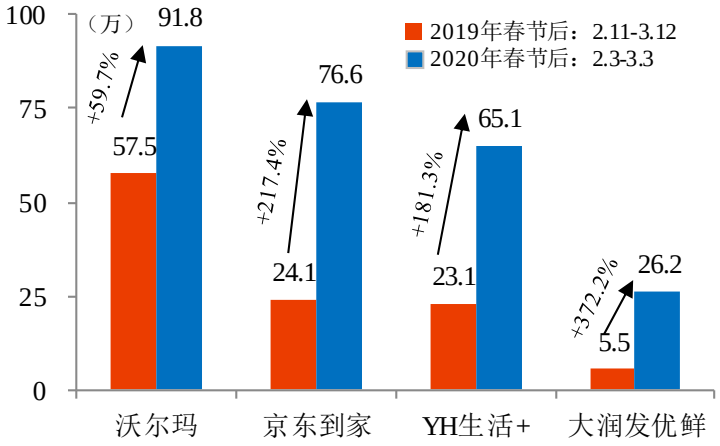
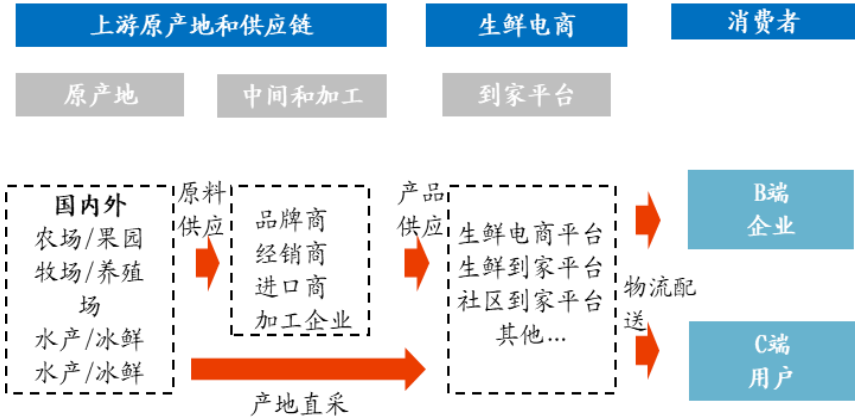


图4：供应链、品类丰富度是生鲜到家领域最主要的成功因素



资料来源：QuestMobile、开源证券研究所

1.1 超市：长期来看，超市对农贸市场的替代是行业重要趋势

现代超市渠道具有便利、体验、品质等诸多优势，渗透率逐渐提升。生鲜消费渠道方面，传统农贸市场份额仍然最高，但大型超市占比在持续提升。相较传统农贸市场而言，现代超市渠道具有便利、购物体验好和提供高品质产品等优势。

超市对农贸市场替代将是行业重要趋势。传统生鲜物流渠道中间环节多，终端加价倍数较高同时产品质量难以溯源。现代超市渠道凭借直采模式提高了物流效率，也有利于对产品质量的把控。长期来看，行业内食品质量、卫生标准的提高以及农改超政策的实施，将推动超市对农贸市场的逐渐替代。

推荐标的：永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高。

图5：生鲜终端消费渠道中，超市渗透率逐年提升

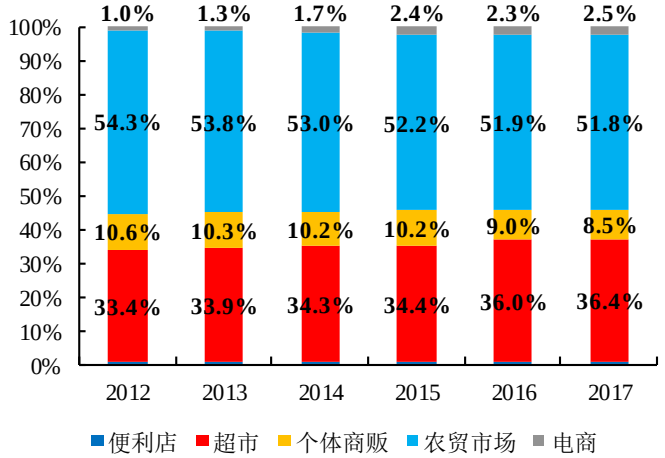
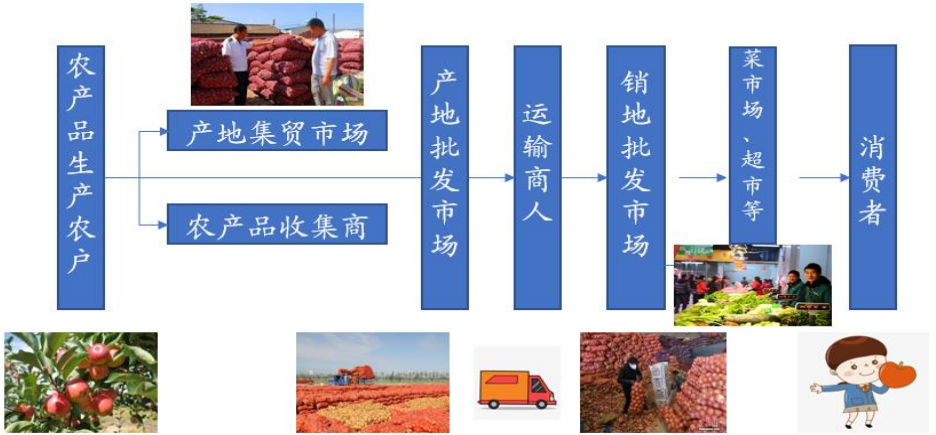


图6：传统农产品物流模式中间环节多，终端加价高、产品质量难以溯源



KYSEC

资料来源：Euromonitor、任青青《生鲜农产品物流供应链发展及其模式设计》、开源证券研究所

1.2 永辉超市：线下门店加速扩张，到家业务占比持续提升

线下门店加速扩张，全国化布局进一步完善。2019年公司新增大卖场/mini店205家/529家，2020Q1新开大卖场/mini店16家/7家。截至2020年6月21日，公司线下门店合计938家，并计划全年新开大卖场店130家；省区拓展方面，湖北签约11家、云南签约8家，并新增甘肃、山东、青海、内蒙古4个省，全国化布局进一步完善。

线上到家业务占比持续提升。公司持续推进全渠道运营平台建设，2019全年/2020Q1线上到家业务实现销售额35亿元/21亿元，占比4.4%（+2pct）/7.3%；截至2020年3月份，永辉生活APP占到家业务比重已提升至57%。2020年，公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级APP注册用户，竞争力将进一步增强。

图7：公司线下门店加速扩张

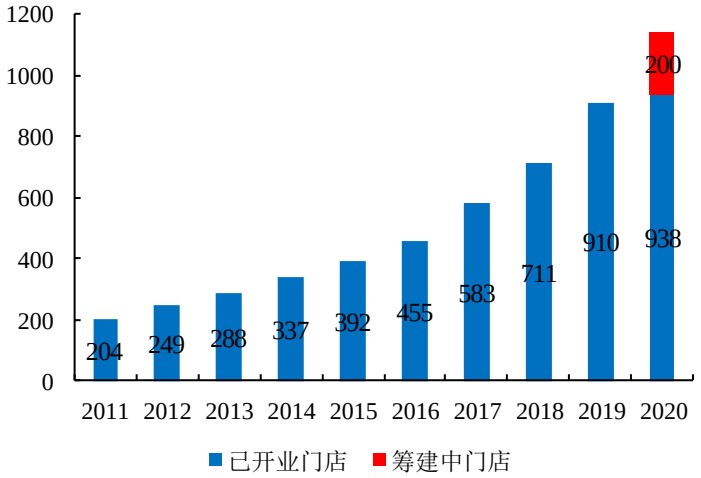
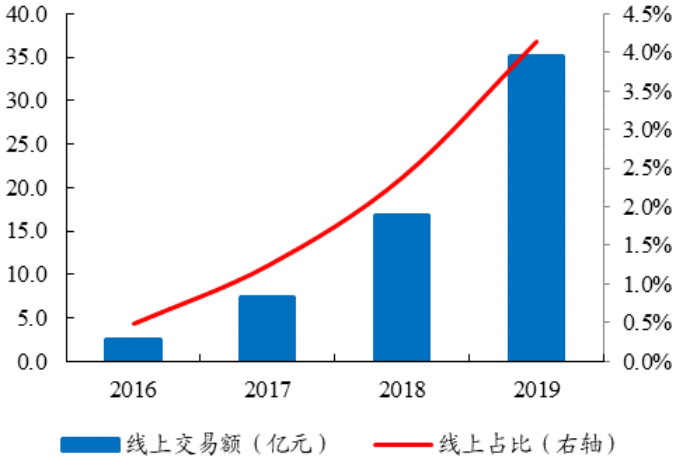


图8：公司线上到家业务快速发展



KYSEC

数据来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2 家家悦：运营效率持续提升，省内外加速整合扩张

公司开启全国化布局，经营管理及供应链能力为并购标的多元赋能。公司深耕胶东市场，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，同时通过并购方式加速省外扩张，已陆续进入河北、安徽市场，开启全国化布局。青岛维客等前期并购标的，在公司进行整合后业绩已有明显改善（2019年净利润0.17亿元，2018年仅有0.02亿元）。未来，在公司强势供应链赋能及经营管理提效帮助下，河北家家悦（2019年亏损0.3亿元）、山东华润万家等均有望复制青岛维客经验，为公司带来业绩增量。

疫情期间同店增速表现亮眼，业绩高增长。公司2020年一季度实现营收52.87亿元(+38.96%)，归母净利润1.76亿元(+24.86%)，扣非净利润1.73亿元（+30.97%）；经营性现金流净额7.38亿元（+81.82%），业绩实现高增长。

图9：公司开启全国化布局

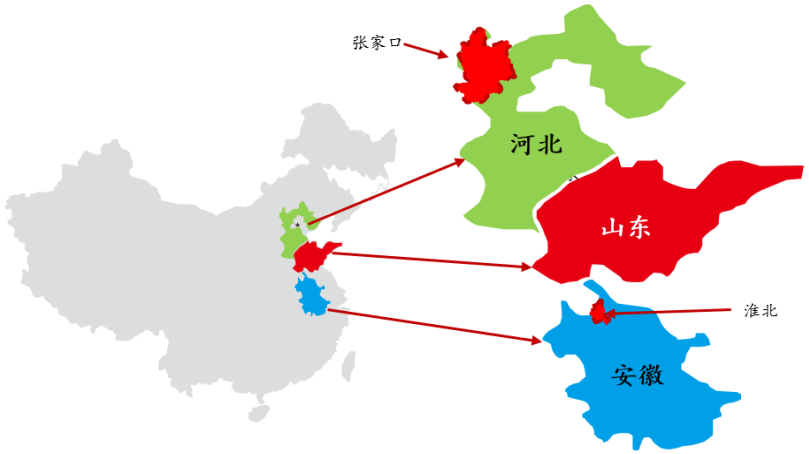
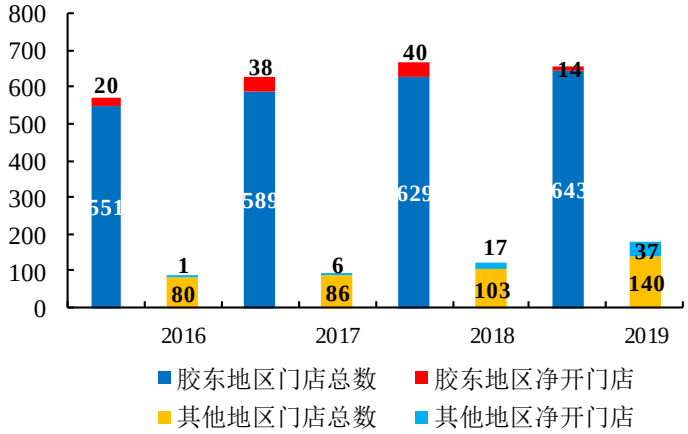


图10：公司在非胶东区域门店扩张加快



KYSEC

资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2 红旗连锁：川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间

前期并购整合基本完成，公司重启门店加速扩张。近年来，公司通过自建+并购方式快速扩张，随着前期并购整合完成，2019年起（净开253家）门店拓展速度明显提高。根据公司官网，目前（截至6月22日）公司共有3171家门店，年初至今净增门店102家，疫情背景下仍实现快速展店。同时，疫情中部分中小可选消费业态经营承压，也将为公司在并购整合与选址优化方面提供更多运作空间。

品类优化驱动毛利率持续提升，一季度业绩高增长。公司在门店中持续引入高毛利率的熟食、快餐、进口食品等品类，经营品类结构持续优化。近年来公司毛利率持续提升，2019年已达到30.9%。公司2020Q1实现营收23.45亿元(+23.96%)，归母净利润1.43亿元(+80.70%)；扣除新网银行投资收益后主业利润0.99亿元（+89%），业绩实现高增长。

图11：2019年公司门店重启加速扩张

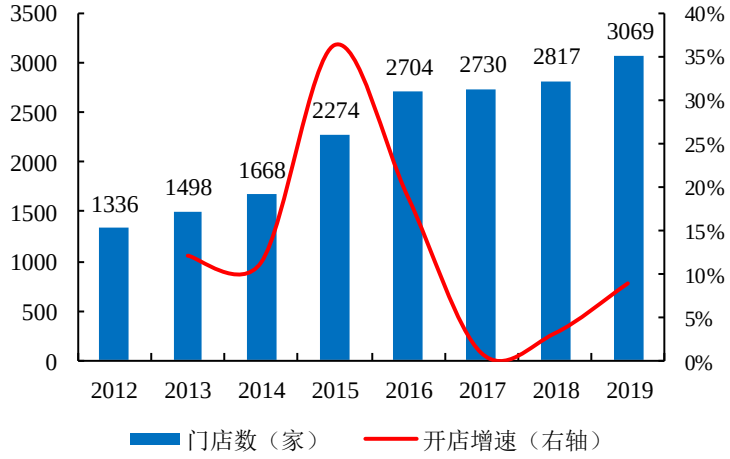
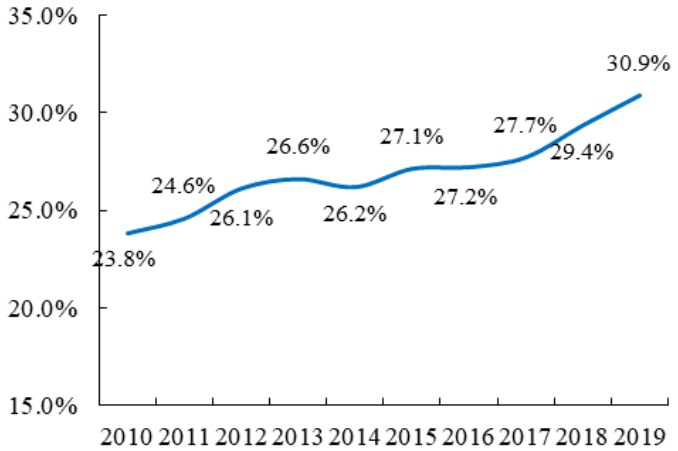


图12：公司毛利率持续提升



KYSEC

数据来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2 步步高：回归超市主业，供应链建设与数字化赋能驱动经营效率提升

公司战略重心回归超市主业，省内外提速开店。2019年公司超市门店净增58家（2017/2018年分别为45、23家），展店明显提速。公司立足湖南并加速向周边省域渗透，目前江西、广西等区域零售竞争环境仍相对宽松，存在较大扩张发展机会。

供应链变革与数字化赋能驱动经营效率提升，到家业务快速发展。一方面积极推进生鲜供应链建设，加大生鲜直采比例，2019年门店生鲜产品渗透率达40%；另一方面，公司通过线上会员运营与到家业务的较早布局持续加强数字化建设，截至2020年一季度末，公司数字化会员数量达1882万，会员销售占比达70%；公司Better购超市到家门店341家、京东到家门店151家、其它第三方平台316家，有望长期提升精准营销与品类优化能力，打开盈利成长空间。

图13：公司省内外门店加速扩张

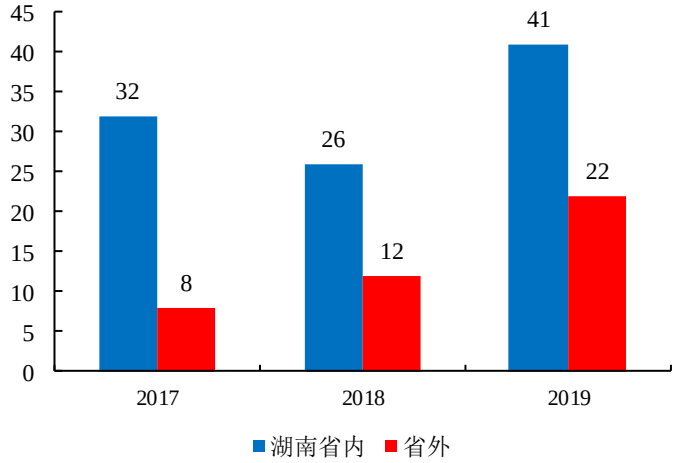
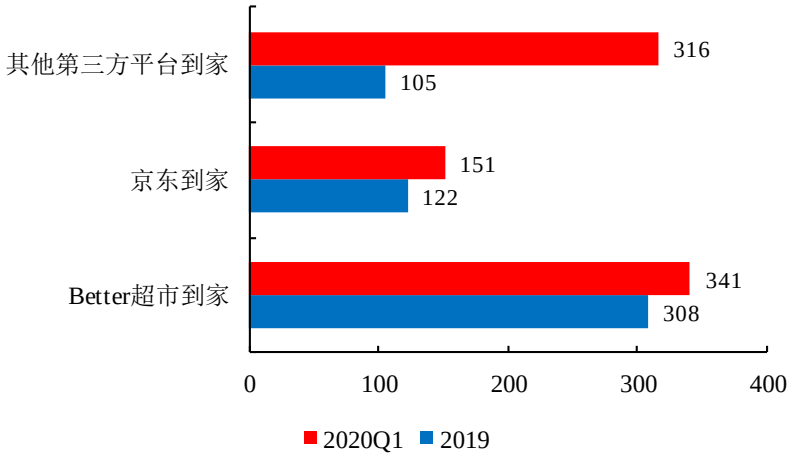


图14：公司接入到家业务门店数大幅增加



KYSEC

数据来源：公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

2 **可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型**

3 化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起

4 电商：线上私域零售风起，关注新兴业态

5 投资建议与盈利预测

2.1 可选：一季度疫情影响客流，线下可选消费板块公司业绩承压

年初以来疫情对线下消费影响显著，社零增速明显下滑。疫情期间，受居民外出减少影响，各类商场客流明显下滑。2020年1-5月，我国社零总额为138730亿元，名义值同比下滑13.5%，其中线下社零总额（由社零总额减去网上零售总额计算得到）为98554亿元，同比下滑19.8%，整体社会消费受到疫情明显冲击。

一季度部分线下可选消费板块公司业绩承压。2020Q1受疫情影响，终端客流大幅下滑，线上可选消费的代表性板块百货、珠宝和母婴连锁等业绩均受到较大冲击。我们以行业内典型上市公司样本进行测算：一季度百货板块整体营收同比-44%、扣非归母净利润-120%；黄金珠宝板块整体营收同比-11%、扣非归母净利润-36%；化妆品板块整体营收同比-8%，扣非归母净利润-17%。

图15：疫情对社会消费冲击明显

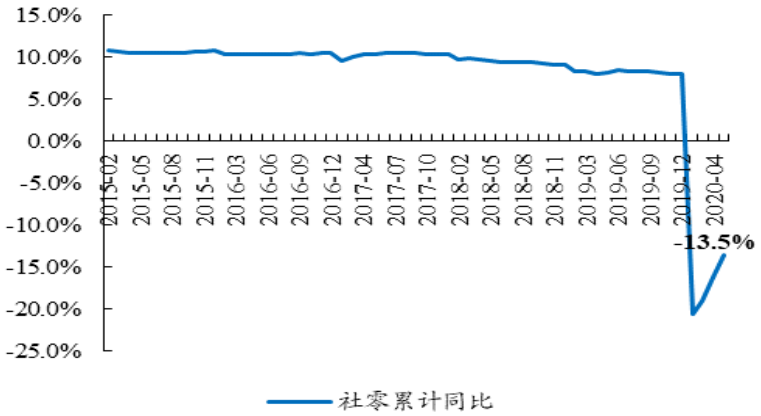


表1：2020Q1部分线下可选消费板块公司业绩承压

公司简称	营业收入（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	扣非归母净利润增速
百货	395.0	-5.7	-43.6%	-120.0%
黄金珠宝	167.7	4.6	-10.6%	-35.9%
化妆品	33.3	3.4	-7.9%	-16.7%
专业连锁	18.1	1.0	8.5%	7.7%

数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

2.2 百货：近期客流复苏明显，线下实体零售企业加快数字化转型

随着疫情缓和，近期线下商场经营逐渐恢复。随着疫情缓和，商场恢复开店、客流量逐步反弹，叠加针对性消费券等政策刺激，线下消费正在稳步复苏，有望带动相关板块公司经营业绩回暖。根据国家统计局“社零”数据，餐饮、服装、黄金珠宝等前期受影响较大的业态，零售额增速自4月来已经见到明显改善。

长期来看，疫情将加速线下实体零售企业的数字化转型。从线下实体零售企业角度，疫情期间为展开自救，商家积极通过APP、小程序、微信社群运营、直播电商等新型营销方式触达消费者，并提供到家服务，积累了线上经营的经验。从消费者角度来看，疫情期间“宅经济”催生O2O购物模式，消费习惯得到初步培育建立，疫情之后也有望获得进一步发展。

受益标的：天虹股份。

图16：随着疫情缓和，可选消费正在明显复苏

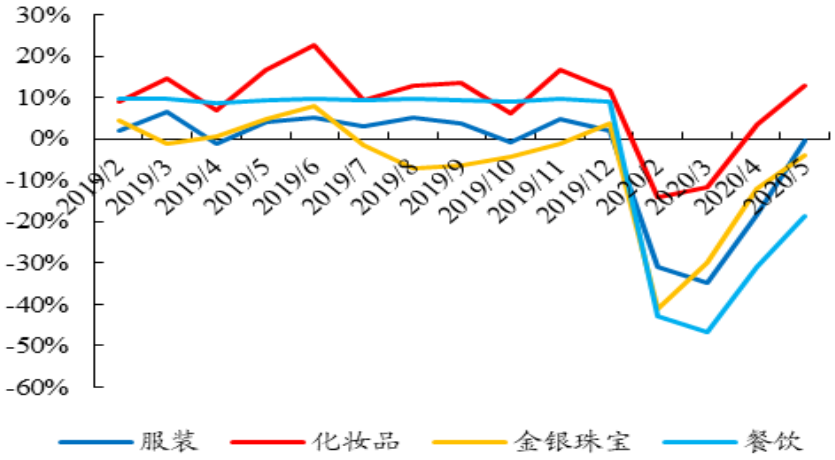
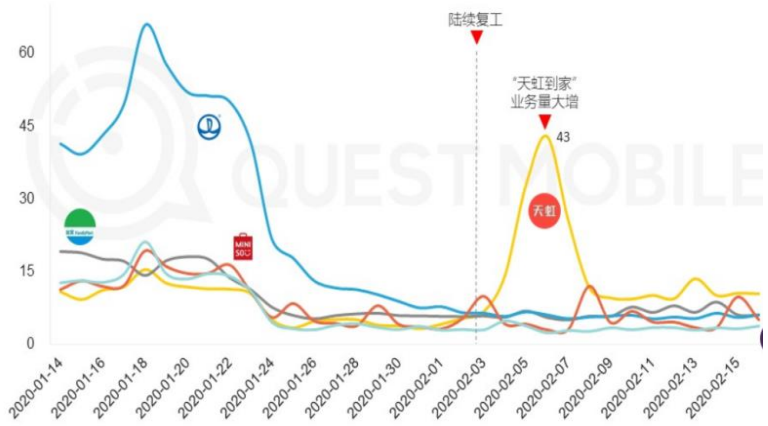


图17：疫情期间“天虹到家”业务量大幅增长



QUESTMOBILE

KYSEC

资料来源：国家统计局、QuestMobile、开源证券研究所

2.3 黄金珠宝：国内市场空间广阔，行业集中度有望持续提升

黄金珠宝市场规模稳健增长，渗透率仍有提升空间。过去十年我国黄金珠宝行业规模稳步增长。根据Euromonitor数据，2018年国内黄金珠宝市场总规模为6965亿元。相比海外成熟市场，国内人均珠宝消费目前仍较低，存在较大提升空间。

龙头公司凭借品牌、渠道、规模等优势进行扩张，行业集中度有望持续提升。根据Euromonitor数据显示，2018年行业CR5/CR3分别为23.6%/ 19.2%，与2014年相比分别提高5.4/3.5pct（不包括港澳台业务）。2020年一季度以来，受疫情影响，中小品牌企业现金流承压，而头部公司在品牌、融资、渠道及规模上具有明显优势，抗风险能力更强，有望逆势扩张，未来行业集中度有望进一步集中。

推荐标的：老凤祥；受益标的：周大生。

图18：国内黄金珠宝市场规模持续增长

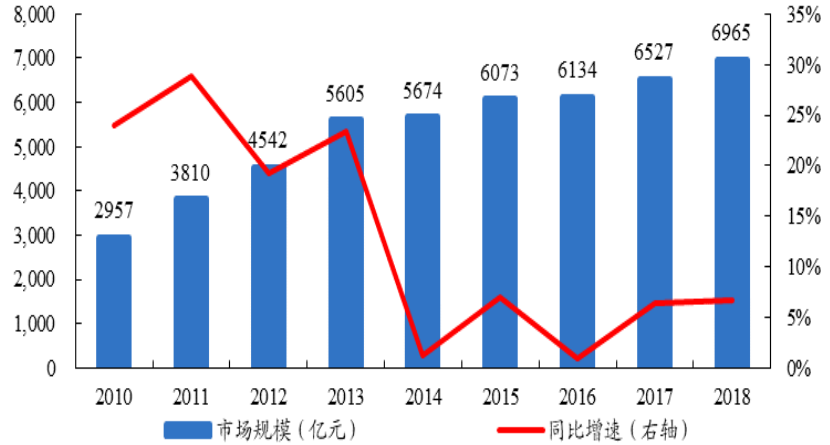
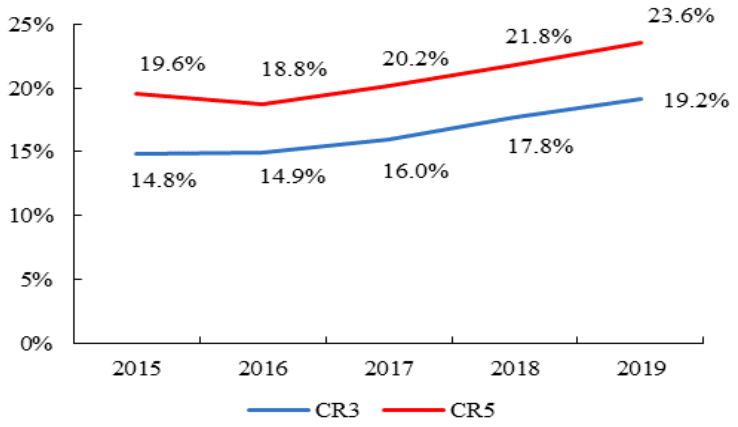


图19：近年来黄金珠宝行业集中度稳步提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

2.3 老凤祥：黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展

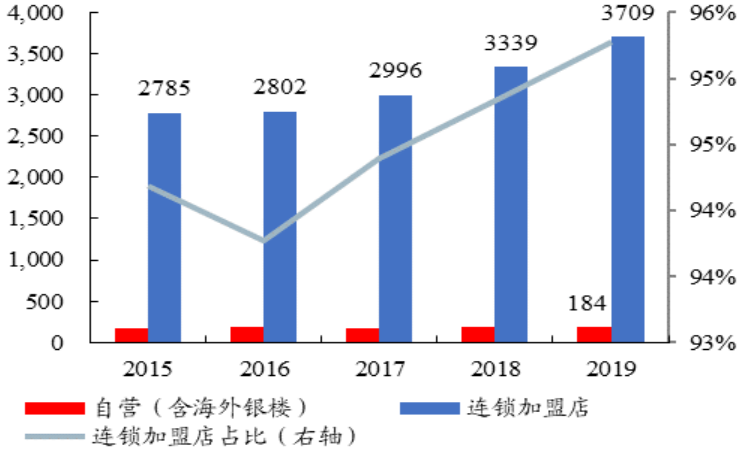
公司品牌底蕴深厚，在品类结构上持续优化。公司品牌成立170余年，在品牌底蕴、工艺设计和产品品质方面积淀深厚。产品方面，公司不断加大对高毛利率精品黄金以及镶嵌类等非黄金产品布局，品类结构持续优化。

门店扩张驱动长期发展。渠道方面，公司通过轻资产加盟模式快速扩张，2019年净增门店372家（2017/2018年分别新增186/347家），门店扩张明显提速。此外，公司还积极拓展海外市场，已经在香港、加拿大、美国布局门店。根据规划，公司未来还将进一步拓展东南亚市场，目标打造东南亚第一品牌。

图20：公司不断扩大产品矩阵



图21：公司线下门店提速扩张



KYSEC

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

2.4 母婴：上下游需求更新催生行业变革，母婴连锁店渠道价值提升

消费升级驱动万亿母婴市场发展，上下游需求更新催生行业变革。产品+服务构成母婴行业3万亿大市场，多元渠道业态百花齐放；目前，消费升级过程构成行业主要发展驱动力，产品高端化、品牌化趋势明显；而从消费者画像来看，新生代母婴人群对知识、品质、便利和服务等方面的需求在持续提升。

母婴连锁店崛起：“专业+品质+服务”满足品牌方和消费者需求。对下游消费者：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：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。

图22：“产品+服务”构成母婴消费万亿市场，上下游多元业态百花齐放

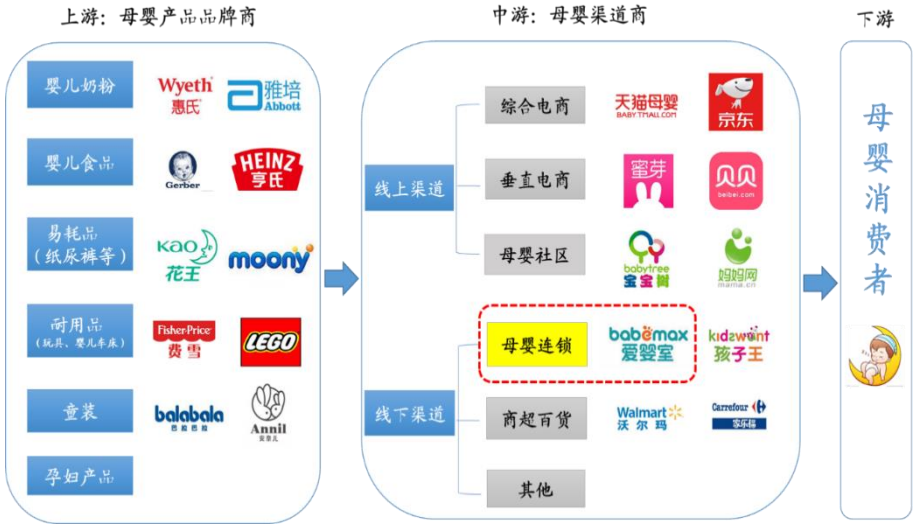


图23：母婴连锁门店是品牌商新品宣传和新客获取的最好渠道



KYSEC

资料来源：罗兰贝格、爱婴室官网、开源证券研究所

2.4 爱婴室：渠道稳步整合扩张，长期受益母婴消费品牌化升级。

A股母婴零售第一股，自建+并购稳步推进线下渠道整合扩张。公司现有门店297家（截止2020Q1），上市以来开店明显提速；积极进行外延并购（重庆泰诚、日本皇室玩具），拓展产业链布局；华东区域加密，扩军西南、华南，全国性布局跃然纸上。

补足线上电商短板发力全渠道营销，打造母婴综合生态。公司积极进行APP等线上渠道建设，2019/2020Q1电商业务收入大幅增长67%/113%；2019年2月与腾讯达成战略合作，发力智慧零售；推出Max Pro会员，探索会员营销、玩转私域流量。

短期受到疫情一定影响，无碍长期受益母婴消费品牌化升级。一季度面对疫情下大量商场门店被关闭等不利影响，公司以多种形式应对自救，并顺势发展线上APP营销、到家和直播，营收端呈现出较强韧性；二季度以来，随着疫情缓和、客流量恢复，线下消费复苏正在进行时。长期来看，公司母婴连锁零售模式将显著受益于母婴消费品牌化升级红利。

图24：公司在购物中心开设直营门店



图25：自建+并购推进线下渠道整合扩张



注：门店数截止2020年一季度

图26：依托爱婴室APP等线上平台推进全渠道营销



KYSEC

资料来源：公司官网、公司公告、爱婴室APP、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

2 可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型

3 **化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起**

4 电商：线上私域零售风起，关注新兴业态

5 投资建议与盈利预测

3.1 化妆品：“颜值经济”千亿市场，行业持续高景气

化妆品消费由“可选”变为“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%，2014-2019年五年CAGR达到9.92%，预计2020-2024年复合增速有望达到13.0%，行业规模保持较快增长。

横向对比来看，化妆品社零增速明显高于社零整体增速和其他可选消费品类增速。根据国家统计局数据，我国化妆品类社零总额长期保持2位数增长，明显高于社零整体增速和其他可选消费品类增速，行业呈现出更高的景气度。

图27：化妆品市场规模已超过4700亿元（2019年）

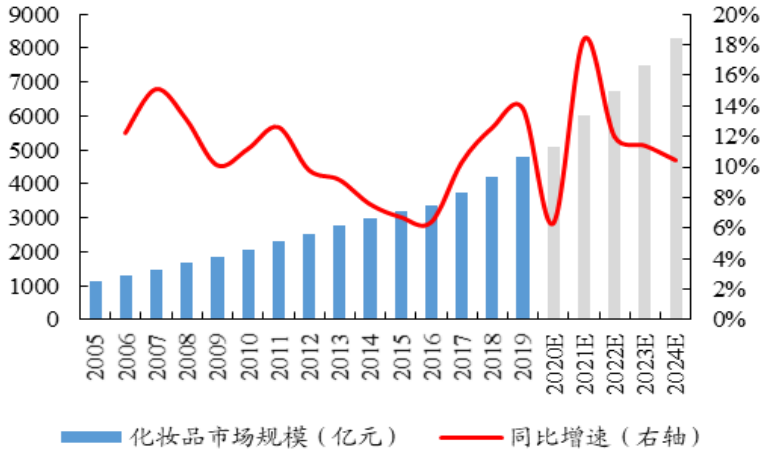
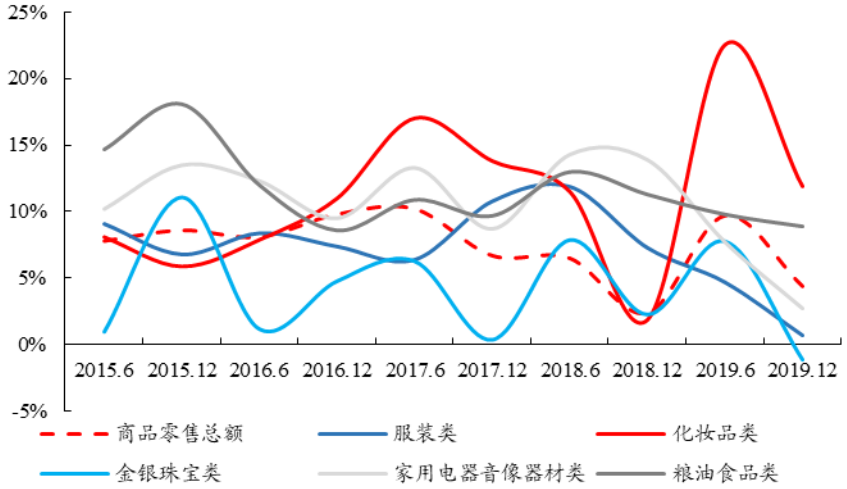


图28：化妆品社零增速明显高于其他消费品类



KYSEC

数据来源：Euromonitor、国家统计局、开源证券研究所

3.2 短期逻辑：疫情催生营销、渠道场景变革，线上渠道帮助化妆品率先复苏

疫情催化营销、渠道场景变革，电商购物节化妆品类表现亮眼。疫情催化下，直播电商等新业态快速发展，带来营销、渠道的场景变革。618购物节中，美妆品类表现亮眼，天猫美妆7分钟成交额超过5亿，京东开场1小时美妆成交额同比增500%，外资品牌欧莱雅、兰蔻、玉兰油分别位于天猫美妆行业排行榜前三，国货品牌HFP、完美日记、玉泽、薇诺娜等也表现抢眼。

线上渠道在化妆品销售渠道中占比逐渐提升，帮助化妆品品类在疫情冲击下实现更快恢复。疫情对线下消费冲击较大，而线上渠道则保持较强韧性。由于多数化妆品品牌已实现线上线下全渠道布局，因此在可选消费整体承压下，凭借电商渠道的亮眼表现，化妆品行业率先实现复苏。4月化妆品社零即实现正增长，5月零售额同比增速更达到12.9%。未来，随着线下客流恢复，叠加线上渠道高景气，化妆品行业增长前景仍然乐观。

图29：直播带货推动化妆品行业发展



图30：化妆品社零数据率先复苏

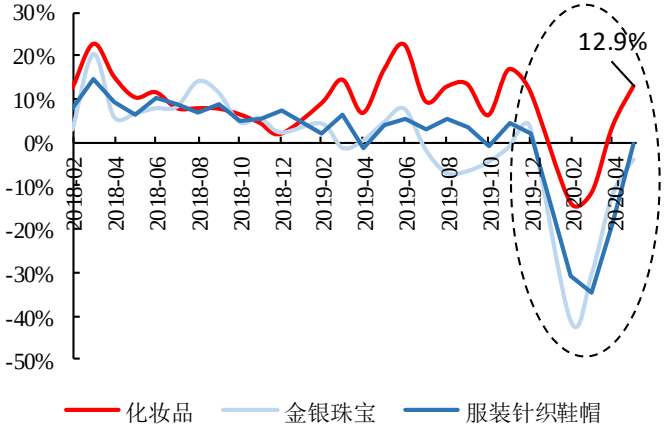
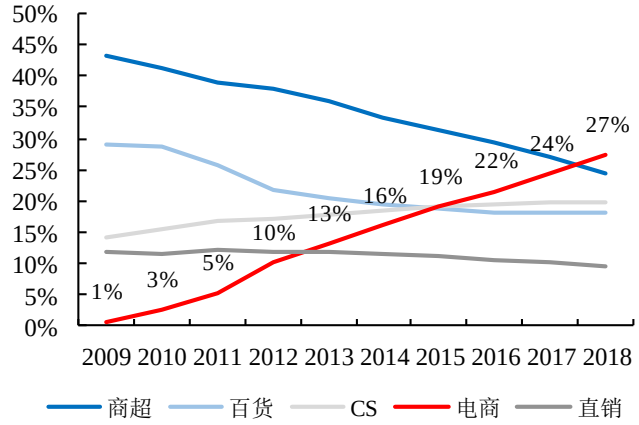


图31：化妆品线上渠道占比已达到27%



KYSEC

资料来源：国家统计局、Euromonitor、淘宝直播、开源证券研究所

3.2 长期逻辑：“低线红利、美妆意识觉醒、社媒营销” 构成行业持续驱动力

驱动力一：低线消费升级，下沉市场仍有增量红利。低线城市房价低、生活节奏慢、压力小，小镇青年闲暇时间充裕，在化妆品领域的消费升级，具备较大开发潜力。2019年双11电商平台新增用户中，有60%以上来自下沉市场。

驱动力二：新生代美妆意识觉醒，从“延续青春”到“表达自我”。当下化妆品市场呈现消费群体年轻化、品类多样化和诉求功能化等三个重要趋势。在新生代美妆意识觉醒的背后，是“延续青春”的客观生理需求，也是“表达自我”的主观心理渴望。

驱动力三：新型社媒组合式营销发力，深挖美妆需求，私域运营创造增量。社交电商、直播电商等新型社媒的普及，和“货找人”营销模式创新，将美妆进一步融入消费者日常生活，催生出更多需求；而化妆品营销的下一阶段，主题是会员精细化运营，核心是私域流量的有效沉淀和转化。

图32：双十一电商APP新增用户主要来自下沉用户

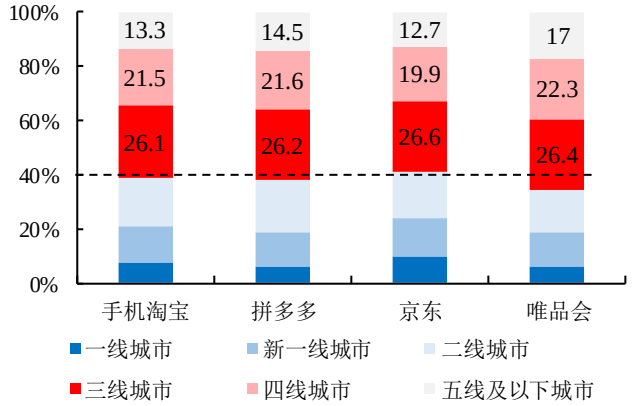


图33：单个消费者美妆品类需求在不断拓展、延伸

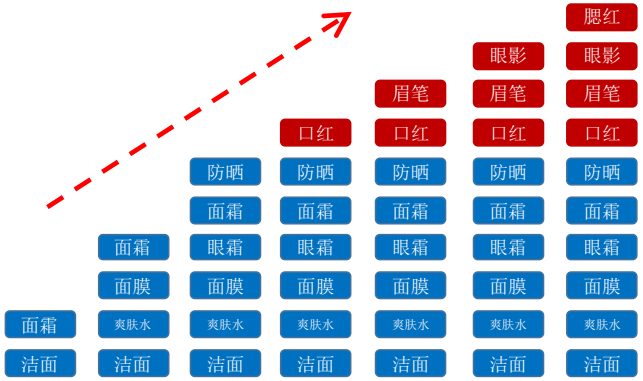
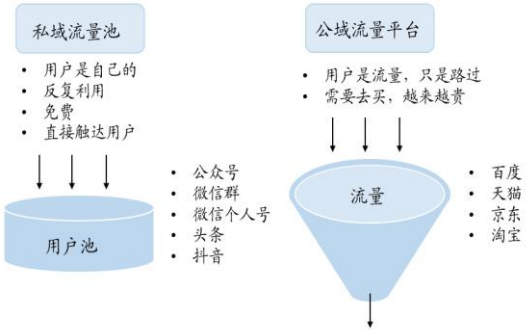


图34：未来私域流量价值将更加凸显



KYSEC

资料来源：麦肯锡、QuestMobile、凯度、开源证券研究所

3.3 国货崛起：“国潮风+快迭代+下沉市场”，助力国货美妆弯道超车

“国潮+美妆”跨界营销，“中国风”有望成为下一个风口。相较老一辈，新一代年轻国人呈现出更强的民族自豪感和文化自信，东方美学再次翻红。国产品牌以“国潮+美妆”跨界营销打造爆款，并将逐步转化为品牌沉淀。

行业迭代加快，国产品牌反应和决策机制灵活，通过爆款打造抢占年轻市场。相较跨国运作的国际品牌而言，国产品牌得益于本土化的决策、生产、营销模式，决策机制更加灵活，对市场潮流反应更快。未来在化妆品行业产品迭代加快背景下，国产品牌有望扬长避短，通过爆款打造抢占年轻市场。

增量下沉市场潜力大，国产品牌“线上+线下”渠道轻车熟路。面对增速更快的下沉市场，国产品牌在线上电商基因、线下CS渠道布局和新型社媒营销方面早已轻车熟路，在小镇青年的心智占领方面已悄然占据先机。

图35：“民族自豪感”打分，90、00后更高

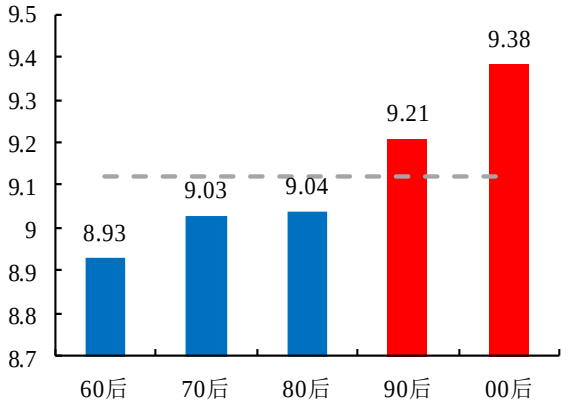


图36：国产品牌反应决策更加快速灵活

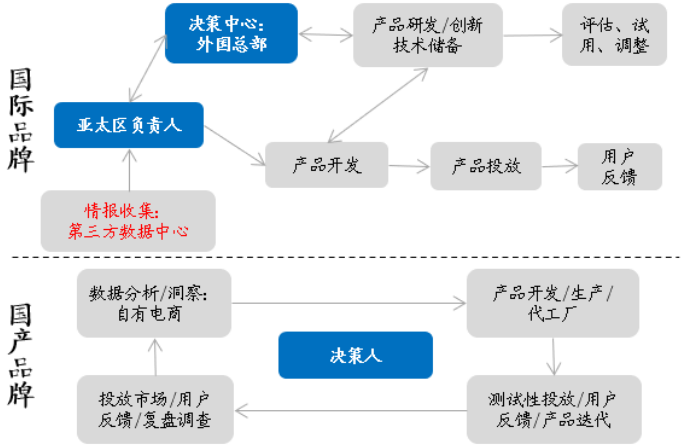


图37：故宫x润百颜联名系列口红一支难求



KYSEC

资料来源：中国青年报、聚美丽、天猫、Wind、开源证券研究所

3.3 受益标的：优质国货美妆品牌和产业链相关公司

我们看好化妆品行业的长期发展前景和国货美妆品牌中未来孕育出世界级化妆品集团的机会。

受益标的：珀莱雅（大众护肤龙头，线上优势结合爆款策略持续高增长）、**丸美股份**（卡位眼部护理高端赛道，电商重点发力）、**上海家化**（玉泽表现亮眼，换帅带来渠道营销转型升级）、**御家汇**（持续优化产品结构，加大拓展代运营业务）、**青松股份**（收购化妆品ODM龙头诺斯贝尔，双主业驱动业绩增长） 和**华熙生物**（技术领先的玻尿酸龙头，全产业链布局，品类与渠道双扩张）等。

表2：化妆品行业受益标的公司盈利预测与估值

证券代码	股票简称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603605.SH	珀莱雅	167.80	2.42	3.15	3.94	69	53	43
603983.SH	丸美股份	84.50	1.45	1.75	2.05	58	48	41
600315.SH	上海家化	46.63	0.75	0.89	1.00	62	52	46
300740.SZ	御家汇	14.88	0.15	0.21	0.30	102	70	50
300132.SZ	青松股份	22.24	1.09	1.26	1.44	20	18	15
688363.SH	华熙生物	133.66	1.54	2.08	2.69	87	64	50

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价时间2020/06/22，EPS使用Wind一致预期数据）

目录

CONTENTS

1 超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

2 可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型

3 化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起

4 **电商：线上私域零售风起，关注新兴业态**

5 投资建议与盈利预测

4.1 电商：疫情冲击下行业景气度不减，618购物节彰显消费复苏潜力

疫情冲击带来消费渠道转移，线上电商渠道呈现高景气；私域零售风起，新兴业态蓬勃发展。2020年疫情对线下消费带来较大冲击，部分消费需求转移至线上，带动电商渠道呈现高景气。2020年1-5月，实物商品网上零售额累计同比增速达11.5%，占社零比重已提升至24.3%。除传统电商平台外，零售去中心化背景下，由私域流量运营衍生出的直播电商、社交电商等新兴业态，也迅速站上风口，通过对零售行业 “人货场”的全方位创新重构，展现出旺盛的发展生机。

618年购物节，各大电商平台下单金额纷纷打破记录，彰显消费复苏潜力。作为疫情以来最大消费季，2020年618购物节战况新近出炉：天猫618消费季累计下单金额为6982亿元，京东618累计下单金额2692亿元（同增约33.6%），均打破历史记录。本次年中购物节的火爆，呈现出电商渠道的高景气，也显示出整体消费复苏的潜力。

图38：2019年实物商品网上零售额达到8.5万亿

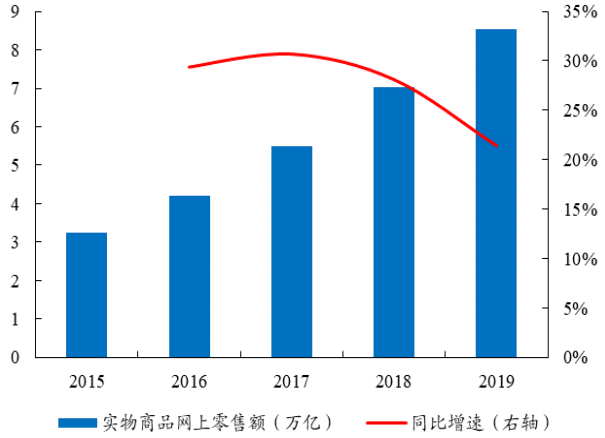


图39：实物商品网上零售额占比已提升至24.3%

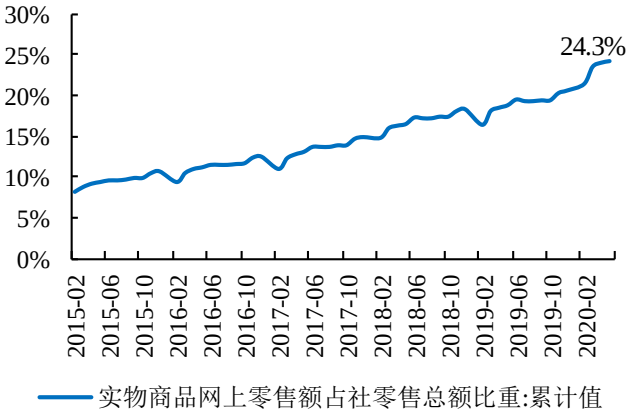


图40：天猫618消费季累计下单金额6982亿元



资料来源：国家统计局、Wind、天猫官网、京东官网、开源证券研究所

4.2 私域：公域流量成本上升，私域零售顺势而起，规模已过万亿

移动互联网渗透率见顶，公域流量成本上升，私域流量价值凸显。2020年Q1中国移动互联网月活跃用规模达到11.5亿人，增速放缓至1.4%，用户渗透率接近天花板。随着增量用户减少，电商平台获客难度加大，成本转嫁导致商家在公域进行推广营销的成本快速上升。因此，私域流量的价值在逐渐凸显。

私域流量本质是强关系链客户群，带货规模已达万亿。私域流量本质是单一个体拥有的，能够直接触达、无需付费、反复利用的强关系链客户群。一般来说，私域流量由公域流量经直播、公众号等方式引入并沉淀至商家/个人私域，具有低引流成本、流量可控、可深入服务等优势。在零售去中心化背景下，**直播电商、社交电商**等新业态快速兴起，为商家的私域建设打开了突破口。目前，私域流量运营（带货）的市场规模已超过万亿。

图41：移动互联网渗透增速已明显放缓

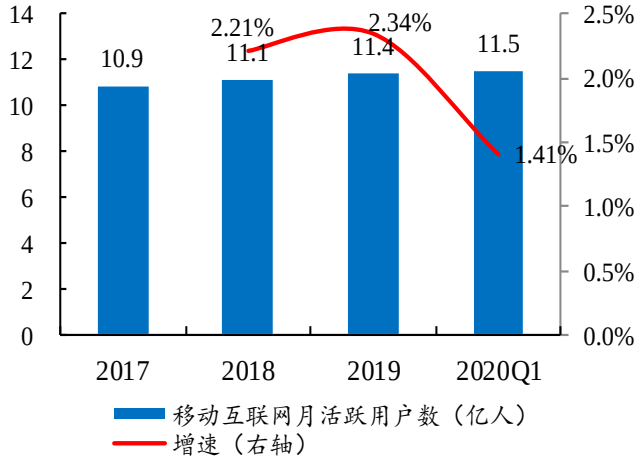


图42：中心化电商平台获客成本上升

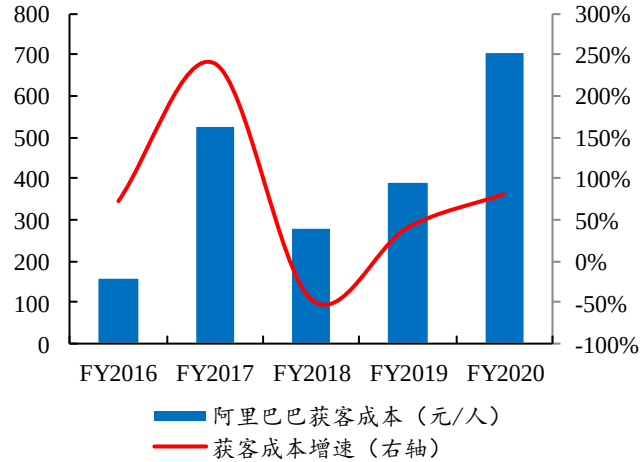
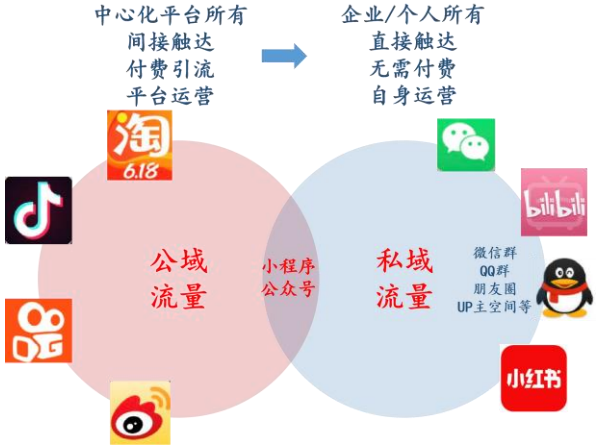


图43：公域流量与私域流量的区别



资料来源：QuestMobile、艾媒咨询、开源证券研究所

4.2 私域：多方位变革传统零售，提高营销效率，为商家带来新机遇

私域为传统零售带来多方位创新变革：从收割流量到用户运营，降本增效促裂变。1）思维：私域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，并提升转化和留存的思维；**2）渠道：**商家以直播等方式主动引导流量沉淀至私域，再通过社交群、个人号、小程序等渠道将私域流量激活并实现转化；**3）效率：**私域零售拥有流量成本低、转化率高、客单价高等优势。

私域零售为线上线下商家带来新机遇。1）传统电商加大直播投入，为中小商家提供了更多曝光机会；2）微信、快手、B站等新兴私域零售平台发展，为商家提供了从种草、直播到开箱测评等多样化的品牌营销模式；3）线下商家也通过建立私域流量，获得了转型线上营销机会。以**完美日记**为例，公司通过线下门店与线上红包将用户引流至微信私域，并以网红 IP “小完子”为运营核心，通过朋友圈、微信群、公众号、小程序等渠道进行高效营销推广，创立仅 3 年即以 20 亿美元估值成为美妆行业“国货之光”。

图44：私域零售的主要运营模式

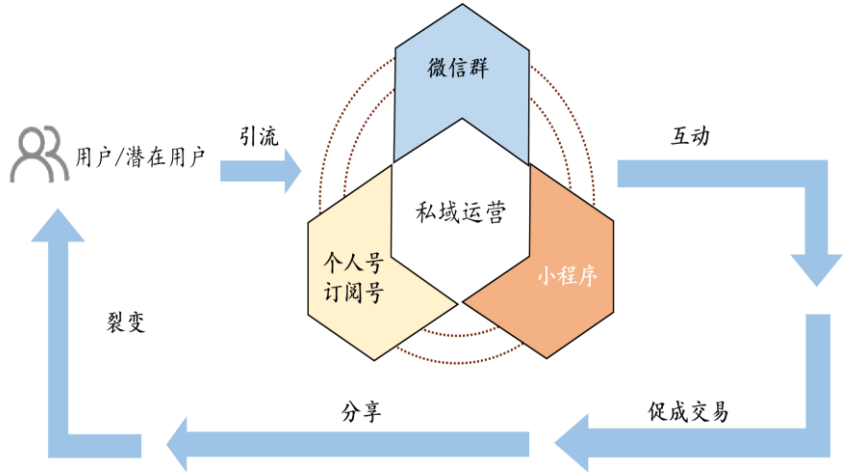
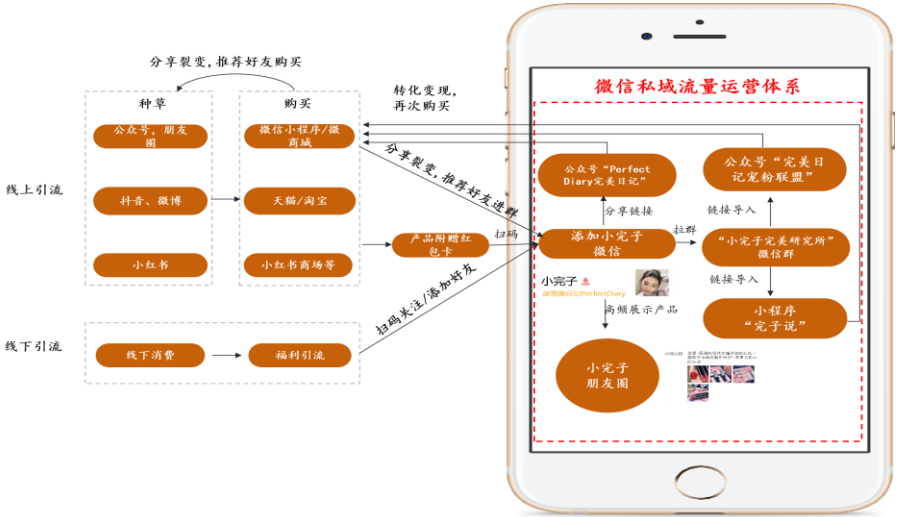


图45：完美日记通过“小完子”微信私域运营体系高效营销



KYSEC

资料来源：艾媒咨询、完美日记官网、开源证券研究所

4.3 社交电商：借助社交网络低成本引流，行业规模爆发式增长

社交电商行业发展迅速，对“人货场”多元创新。随着社交流量与电商交易的融合程度深入，社交电商占网络购物市场比例也不断增加，2018年占比已达到7.8%。社交电商模式下，形成了新型“人、货、场”关系：“人”——社交裂变，既是购买者也是推广者，“货”——去中心化传播，“场”——从搜索式购物到发现式购物，转化率不断提高。

社交电商模式创新百花齐放，拼购类代表拼多多发展迅猛。社交电商可分为拼购类、会员制、社区团购和内容类四种：其中前三者均以强社交关系下的熟人网络为基础，通过价格优惠、分销奖励等方式引导用户自主传播；内容类则起源于社交社区，通过优质内容与商品形成协同，吸引用户购买。拼购类社交电商以**拼多多**为代表，以低价切入市场，结合微信平台裂变与红包补贴迅速吸引大批用户。截至2020Q1，拼多多年度活跃买家已达到6.28亿，GMV1.16万亿元，同比增长108%。

图46：我国社交电商行业规模快速增长

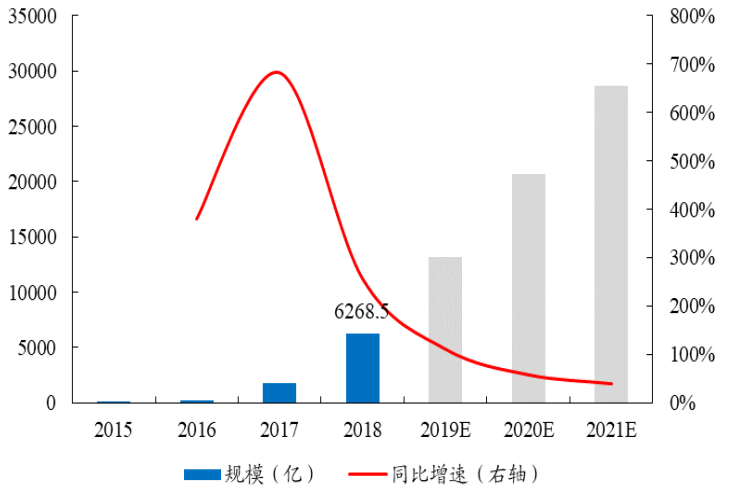
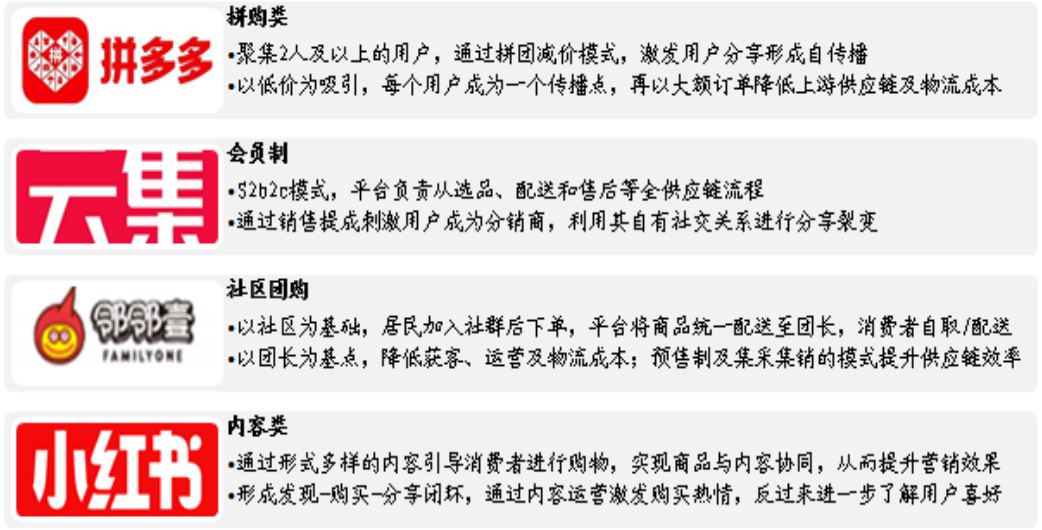


图47：社交电商模式创新、百花齐放



KYSEC

资料来源：商务部、艾瑞咨询、开源证券研究所

4.4 直播电商：产业链（电商平台、内容平台和品牌方）多方共赢

直播电商行业规模高速增长，渗透率仍有较大提升空间。2019年直播电商市场规模达4338亿，同比增长226%。预计2020年市场规模将达到9610亿，增长迅猛。但从绝对值来看，目前直播电商零售额仅占网络零售额整体的4%，随着用户习惯的进一步培育，行业渗透率仍有较大提升空间。

电商平台、内容平台和品牌方通过直播电商实现共赢。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的重要途径；对于商家来说，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。直播电商的创新模式，为品牌商实现了品销合一。

图48：直播电商行业规模高速增长

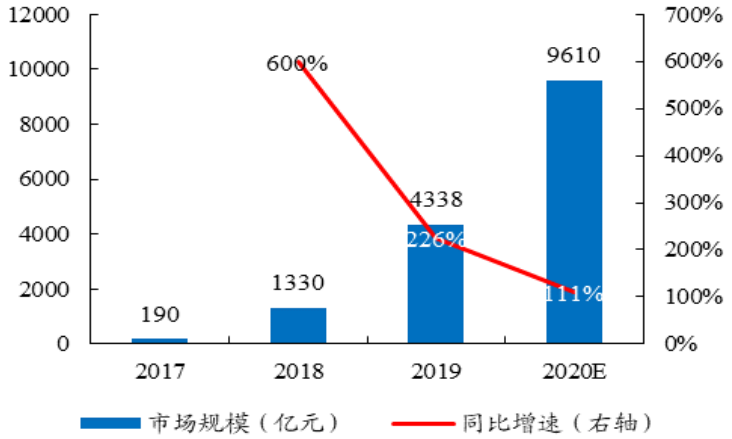
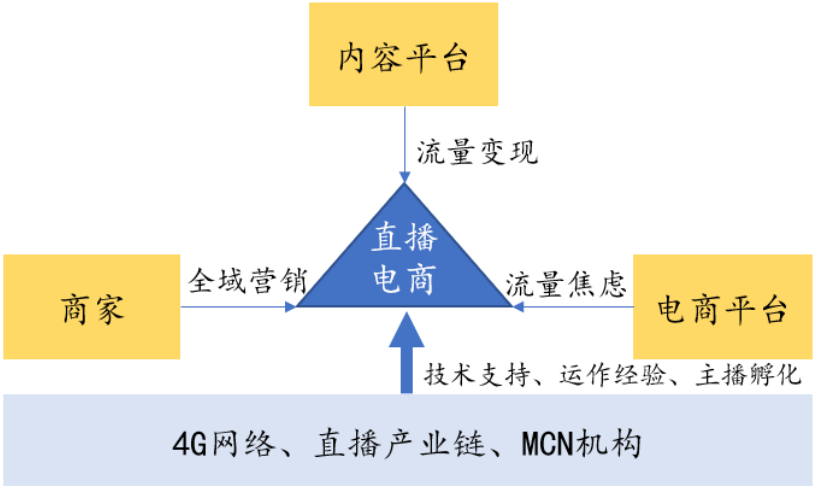


图49：直播电商实现了电商平台、内容平台和品牌方等多方共赢



KYSEC

资料来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

4.4 直播电商：“人货场”全方位升级，品牌加大直播渠道布局

直播电商全方位升级零售“人货场”。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，主播凭借与粉丝之间的情感联系成为流量中心；货由于中间流通环节减少和主播强溢价能力下，实现了极致的性价比；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。

直播电商已成为品牌的重要推广和销售渠道。渠道和营销的变革也给品牌端带来了新的机会。一方面，新锐品牌如花西子、三顿半等凭借对新型流量红利的精准把握，迎来了爆发式增长。另一方面，传统线下品牌也积极试水直播带货，疫情期间，奢侈品品牌Gucci通过直播渠道进行营销卖货，为消费者带来了更深入的数字化体验与定制化服务。

图50：直播电商模式下，“人货场”迎来全方位升级



图51：李佳琦担任花西子首席推荐官



资料来源：微播易、网易财经、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 超市：必选消费稳健、到家需求爆发，供应链能力是关键

2 可选消费：疫情缓和客流恢复，线下实体零售企业加速数字化转型

3 化妆品：“颜值经济”千亿市场，社媒营销驱动国货崛起

4 电商：线上私域零售风起，关注新兴业态

5 **投资建议与盈利预测**

5 投资建议与盈利预测

投资主线1：看好短期（必选稳健+CPI）和长期（替代农贸市场）逻辑兼备的超市板块，关注供应链优势突出的龙头公司。

超市：重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高。

投资主线2：消费复苏主线关注受益疫情缓和、客流量回升的线下可选消费板块，关注优质细分行业龙头。

1）母婴零售：重点推荐爱婴室；**2）黄金珠宝：**重点推荐老凤祥，受益标的周大生；**3）百货：**受益标的天虹股份。

投资主线3：“低线红利+美妆意识觉醒+社媒营销”共同驱动发展的化妆品板块，关注优质国货美妆公司。

化妆品：受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、青松股份、华熙生物等。

表3：开源零售重点推荐个股盈利预测与估值

证券代码	股票简称	评级	所属行业	收盘价（元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	超市	9.34	0.27	0.34	0.43	35	27	22
603708.SH	家家悦	买入	超市	42.41	0.91	1.07	1.25	47	40	34
002697.SZ	红旗连锁	买入	超市	11.11	0.48	0.56	0.64	23	20	17
002251.SZ	步步高	买入	超市	12.75	0.26	0.33	0.45	50	38	28
600612.SH	老凤祥	买入	珠宝首饰	48.09	2.83	3.30	3.79	17	15	13
603214.SH	爱婴室	买入	专业连锁	32.29	1.25	1.57	1.96	26	21	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2020/06/22）

风险提示

1）社会消费与宏观经济密切相关，若经济增速持续放缓，消费者消费信心下滑，零售行业也将整体承压；

2）若疫情出现反复，对行业中部分公司的门店扩张数量和节奏带来影响；

3）行业竞争加剧，价格战等可能影响公司盈利。

分析师声明

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。

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R3（中风险），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C3、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C3、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。

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（underperform）	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（underperform）	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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券