

# 电商代运营缘何受关注？ ——消费提振的线上入口

证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

证券分析师：阳靖

执业证书编号：S0600523020005

联系邮箱：yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师：郗越

执业证书编号：S0600524080008

联系邮箱：xiy@dwzq.com.cn

- **2025年政策定调扩大内需、提振消费。**中国经济经历从高速增长到高质量增长的转型，消费成为稳定经济增长的关键因素，2023年中国最终消费支出占GDP比重达56%，但横向对比发达国家占比70%+，消费未来有巨大发展空间。2023年以来经济处于弱复苏状态，2024年政策补贴刺激消费需求释放，效果较为明显。2025年政策强调全方位扩大内需、稳住楼市股市、大力提振消费，我们预计2025年将有望出台更多的消费刺激政策及促消费措施，并可能扩展涵盖更多品类。
- **线下零售&线上代运营，提振消费落地的两条共识路径。**刺激消费政策主要通过激发居民消费意愿，除了消费券和国补等政策（主要是刺激需求），另一个方向可能是供给侧创新“新模式”。刺激消费政策需要在线下、线上品牌、线上代运营等落地实际场景中落地。我们认为【已经形成共识的落地场景】将成为投资机会，最终能够兑现业绩和资产价值的企业，才能真正受益。因此，线下的“百货商超”和线上的代运营、线上品牌等，都是关键的落地场景。
- **促消费政策频出，多角度催化消费。**2024年12月12日，中央经济工作会议提出“……积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”。我们认为政策提出的首发经济、谷子经济、新出现的消费场景微信小店送礼物等，都是消费板块在政策优先支持下有望成为促进内需的措施。我们认为2025年新的经济模式、新兴名词如谷子经济、首发经济和微信小店等，持续不断涌现，展现出“自上而下提振消费的意图”。
- **头部电商代运营公司是线上各种促消费政策的落地入口。**2025年消费板块在政策优先支持下有望成为促进内需的新增长点，电商代运营公司作为线上对接消费者，承接消费需求的公司，具备打造品牌和产品能力，有望把握各种新概念、新渠道带来的新消费场景给予的品牌新合作、宣传机遇，推荐当前头部线上代运营公司如**若羽臣**、建议关注**青木科技**、**水羊股份**、**壹网壹创**、**丽人丽妆**、**南极电商**等抓住2025年消费提振的线上入口，与品牌合作共赢创业绩新高。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

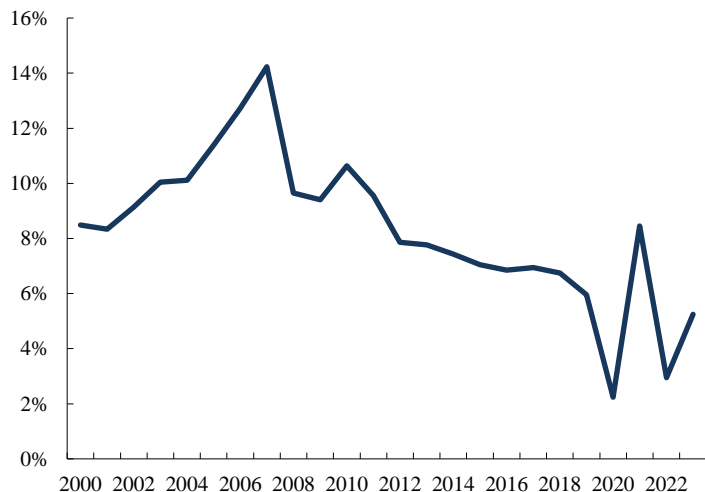


- 1. 2025年政策定调扩大内需、提振消费
- 2. 线下零售&线上代运营，提振消费落地的两条共识路径
- 3. 促消费政策频出，多角度催化消费
- 4. 投资建议
- 5. 风险提示

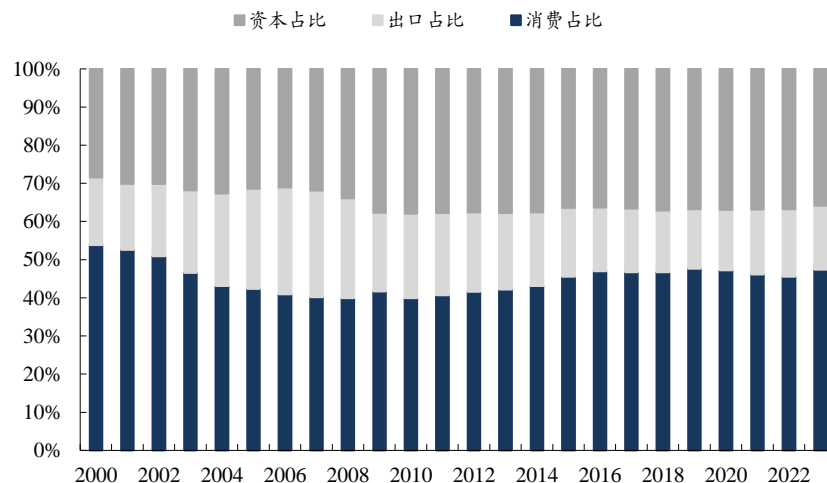
## 一、2025年政策定调扩大内需、提振消费

- **中国经济经历从高速增长到高质量增长的转型。** 2000-2011年间GDP年均增速保持在8%到15%之间；2012-2019年间增速有所放缓，但仍保持在高个位数水平。2020-2022年，受疫情影响经济波动加剧，2023年以来呈现弱复苏。
- **消费成为稳定经济增长的关键因素。** 2023年，中国最终消费支出占GDP比重达56%，其中居民消费占38%，政府消费占18%。在“以国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局下，消费市场的地位愈加重要。

图：中国历年GDP增速

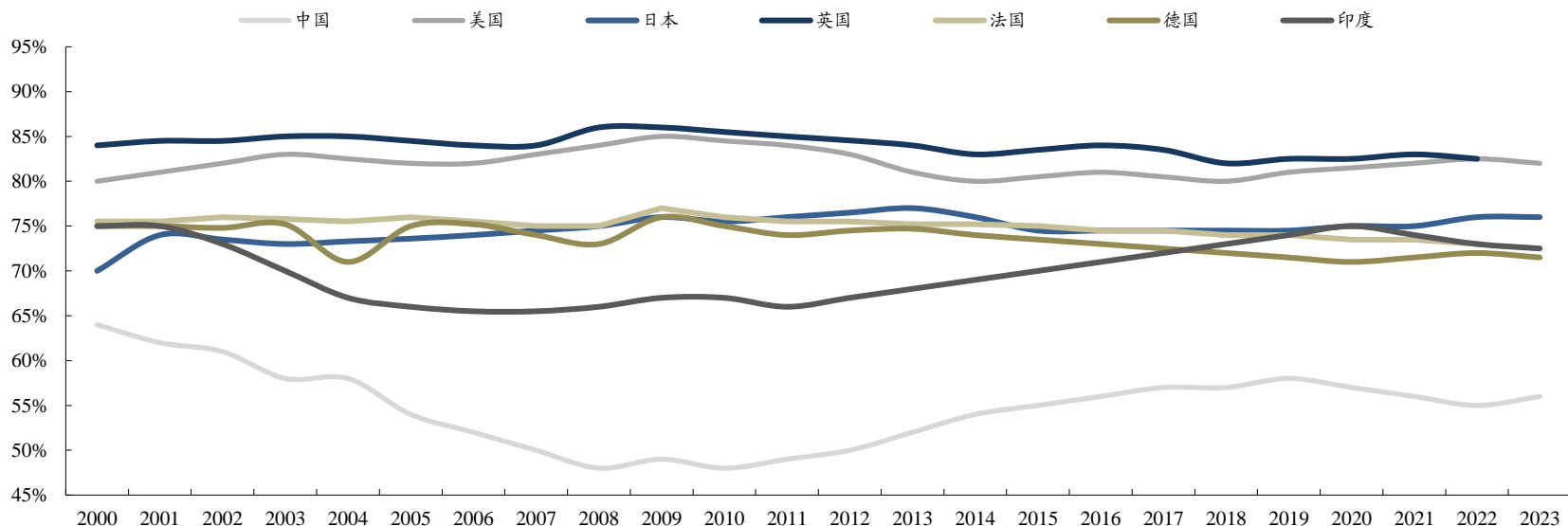


图：消费、投资、出口占中国GDP比重



□ **中国最终消费支出占比仍较低，横向对比发达国家，消费未来有巨大发展空间。**横向对比发达国家，中国最终消费支出占GDP的比重仍显较低，中国最终消费支出占GDP的比重为56%，低于美国（82%）、日本（77%）、以及欧洲发达国家（英国83%、法国77%、德国72%）。随着投资及出口增速回归常态化，中国经济增长或将主要依赖内需消费驱动，消费逐渐愈发重要。

图：各国最终消费支出占GDP比重



## □ 扩大消费是2025年首要的经济重点工作。

- ✓ 2023年发改委、国务院先后发文《关于恢复和扩大消费的措施》等，对扩大商品和服务消费均做出措施部署和方向引导。
- ✓ 2024年12月11日至12日举行的中央经济工作会议对未来一年经济工作部署中，将全方位扩大国内需求作为重点工作中的第一条，较2023年聚焦度进一步提升。
- ✓ 2024年12月16日商务部等七个部门联合发布《零售业创新提升工程实施方案》，明确提出推动品质化供给，聚焦消费者需求，优化商品和服务体验，同时鼓励零售企业发展特色化、差异化战略，走高质量发展道路。

表：促消费及支持消费品质化升级的相关政策

政策	时间	部门	内容
《关于恢复和扩大消费的措施》	2023.8.22	国家发改委	坚持优化供给与扩大需求相结合，充分挖掘超大规模市场优势，创新消费场景，拓展消费新需求
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024.3.7	国务院	实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推动高质量耐用消费品更多进入居民生活
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024.7.24	国家发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024.8.3	国务院	扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点
《中央经济工作会议》	2024.12.11	中共中央、国务院	增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）项目和“两新”（新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新）政策实施
《零售业创新提升工程实施方案》	2024.12.16	商务部等七部门	推动品质化供给，以消费者为中心，诚信经营、品质当先、服务至上，优化商品和服务体验，并引导零售企业特色化发展差异化定位，走质量发展之路

- **2024年国家政策补贴刺激消费需求释放。**2024年7月政府明确提出促进消费品以旧换新，大幅度扩大支持范围和补贴标准，《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》文件指出，将通过安排约3000亿元的超长期特别国债资金，进一步加强对设备更新和消费品以旧换新项目的支持。

图：2024年政府提出促消费品以旧换新的措施

### 关于加力支持大规模设备更新 和消费品以旧换新的 若干措施

发改环资〔2024〕1104号

为全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，认真落实党中央、国务院决策部署，根据《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（国发〔2024〕7号），现就统筹安排**3000亿元**左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新，提出如下措施。

#### （九）支持家电产品以旧换新

对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的**15%**，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，**额外**再给予产品销售价格**5%**的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过**2000元**。

□ 2024年以旧换新政策效应显著，明显推动消费市场的复苏。据国家统计局数据显示，9、10、11月在限额以上商品零售数据中，受以旧换新政策影响的家电、汽车、家具、办公用品等品类的零售额增速较8月有所加快，表明政策实施有效激发消费需求。

表：以旧换新政策有效促进国内消费市场增长

	2024.5	2024.6	2024.7	2024.8	2024.9	2024.10	2024.11	2024.1~11
限额以上商品零售	3.5%	-1.0%	0.0%	-0.7%	<b>2.8%</b>	<b>6.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.5%</b>
粮油、食品类	9.3%	10.8%	9.9%	10.1%	11.1%	10.1%	10.1%	<b>9.9%</b>
饮料类	6.5%	1.7%	6.1%	2.7%	-0.7%	-0.9%	-4.3%	<b>3.2%</b>
烟酒类	7.7%	5.2%	-0.1%	3.1%	-0.7%	-0.1%	-3.1%	<b>5.2%</b>
服装鞋帽、针纺织品	4.4%	-1.9%	-5.2%	-1.6%	<b>-0.4%</b>	<b>8.0%</b>	<b>-4.5%</b>	<b>0.4%</b>
化妆品类	18.7%	-14.6%	-6.1%	-6.1%	-4.5%	40.1%	-26.4%	<b>-1.3%</b>
金银珠宝类	-11.0%	-3.7%	-10.4%	-12.0%	-7.8%	-2.7%	-5.9%	<b>-3.3%</b>
日用品类	7.7%	0.3%	2.1%	1.3%	<b>3.0%</b>	<b>8.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>2.7%</b>
体育娱乐用品类	20.2%	-1.5%	10.7%	3.2%	<b>6.2%</b>	<b>26.7%</b>	<b>3.5%</b>	<b>10.5%</b>
家用电器和音像器材类	12.9%	-7.6%	-2.4%	3.4%	<b>20.5%</b>	<b>39.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>9.6%</b>
中西药品类	4.3%	4.5%	5.8%	4.3%	5.4%	1.4%	-2.7%	<b>3.6%</b>
文化办公用品	4.3%	-8.5%	-2.4%	-1.9%	<b>10.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>-5.9%</b>	<b>-1.3%</b>
家具类	4.8%	1.1%	-1.1%	-3.7%	<b>0.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>2.9%</b>
通讯器材类	16.6%	2.9%	12.7%	14.8%	12.3%	14.4%	-7.7%	<b>9.5%</b>
石油及制品类	5.1%	4.6%	1.6%	-0.4%	-4.4%	-6.6%	-7.1%	<b>0.6%</b>
汽车类	-4.4%	-6.2%	-4.9%	-7.3%	<b>0.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>-0.7%</b>
建筑及装潢材料类	-4.5%	-4.4%	-2.1%	-6.7%	-6.6%	-5.8%	2.9%	<b>-2.3%</b>

□ **扩大消费是2025年首要的经济重点工作，有望出台更多促消费政策及措施。** 2024年中央政治局会议定调较为积极，强调2025年**全方位扩大内需、稳住楼市股市**，中央经济工作会议指出**首要任务为大力提振消费**。据国务院研究室综合一司司长刘日红解读2024年中央经济工作会议精神，2025年将“实施更加积极有为的宏观政策”，并强调打好政策“组合拳”，从规模上看2025年将提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券的发行使用，**我们预计2025年将有望出台更多的消费刺激政策及促消费措施，并可能扩展涵盖更多品类。**

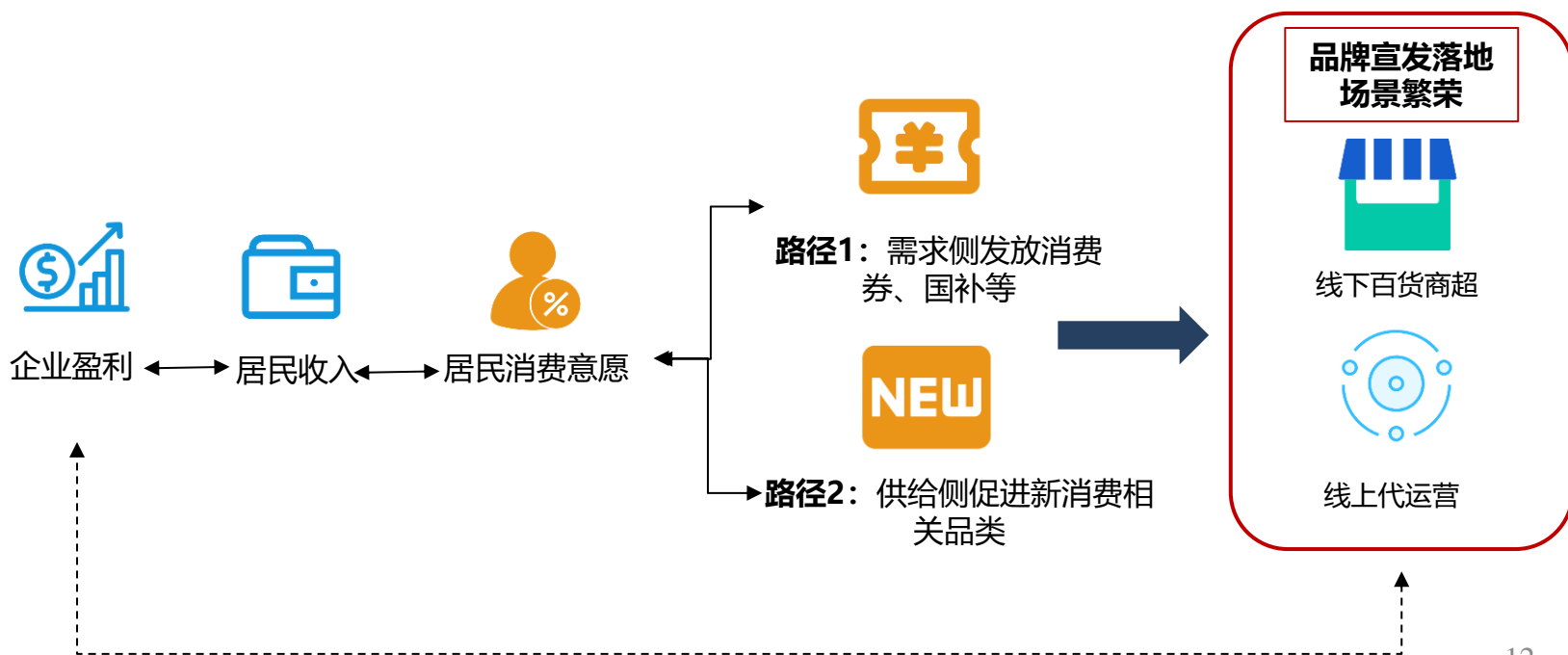
表：近期针对促经济的重要会议表述

类型	2024年9月中央政治局会议	2024年12月中央政治局会议	2024年中央经济工作会议
	2024年9月26日	2024年12月9日	2024年12月11日-12日
财政货币	要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新...要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定...	<b>实施更加积极有为的宏观政策，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性...</b>	<b>要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。要实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕...</b>
地产	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	<b>稳住楼市股市</b>	<b>持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险。</b>
消费	要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。 <b>要培育新型消费业态。</b>	<b>要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求</b>	<b>大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级...</b>
资本市场	要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。	<b>稳住楼市股市</b>	<b>深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。</b>

## 二、促消费的两条路径及逻辑

- 刺激消费政策主要通过激发居民消费意愿，除了消费券和国补等政策（主要是刺激需求），另一个方向可能是供给侧创新“新模式”。我们认为2025年新的经济模式、新兴名词如谷子经济、首发经济和微信小店等，持续不断涌现，展现出“自上而下提振消费的意图”。
- 刺激消费政策需要在线下百货商超、线上代运营等品牌宣发渠道落地。我们认为【已经形成共识的落地场景】将成为投资机会，最终能够兑现业绩和资产价值的企业，才能真正受益。因此，线下的“百货商超”和线上的代运营、线上品牌等，都是关键的落地场景。同时品牌宣发落地场景繁荣促相关企业盈利，正向刺激提升居民收入及消费意愿。

图：促消费的两条路径及逻辑



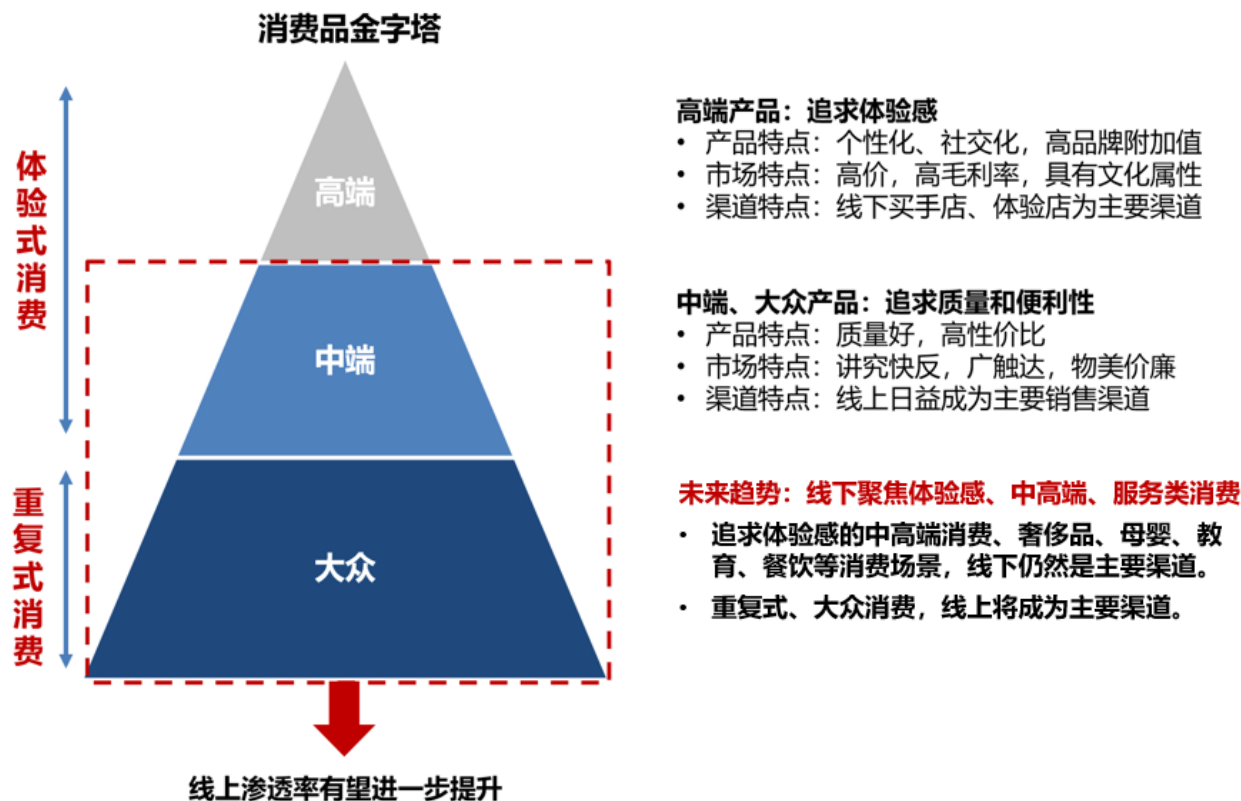
□ **2025年消费券刺激对终端消费增量规模有望达3696~9943亿元，效果显著但幅度有限。**我们此前外发《2025消费展望：消费券刺激效果如何预期？》详细拆解预测了2025年消费刺激政策对增量需求的刺激规模，我们假设净提升的政府赤字中用于消费补贴/刺激的比例在15%（具体测算及详细假设可参考消费券报告），则有122~2233亿元的可能规模。综合测算2025年消费券/补贴发放规模有望达1789~3900亿元，新增政府赤字用于终端消费刺激的部分对增量需求刺激倍数为2.96，估算2025年消费刺激对终端消费增量规模有望达3696~9943亿元，对比2023年我国社零总额47万亿元，消费券补贴效果有效但较为有限。

**表：2025年净增财政赤字中用于消费刺激政策可能的规模（基于2025年GDP增速及财政赤字率变化的敏感性分析）（单位：亿元）**

	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%
3.0%	122	128	134	140	146	152
3.2%	537	543	549	556	562	568
3.4%	951	957	964	971	978	984
3.6%	1365	1372	1379	1386	1393	1401
3.8%	1779	1787	1794	1802	1809	1817
4.0%	2193	2201	2209	2217	2225	2233

- 未来重复消费将线上化，线下消费将聚焦于“体验感”，服务类及中高端消费是未来线下商业的重要发展方向。线下消费的优势在于实地体验感，线上消费的优势在于快反、广泛触达、物美价廉。因此电商适合重复式的大众消费，而线下消费适合需要体验感的中高端、以及服务类消费。

图：未来线下消费将聚焦于体验感、中高端、服务类消费



- **谷子经济吸引年轻客流，激发线下零售年轻活力。**谷子经济，即IP及衍生经济。以上海百联ZX为例，百联ZX集二次元品牌、主题餐饮、书店、社交空间、游戏体验于一身，开业首年百联ZX凭借年度举办的450余场线下活动，吸引顾客近千万人次，创造了3亿元的年销售额。
- **谷子经济、首发经济等赋予线下零售新产业、新业态、新增长，百货商超是新业态的线下宣发渠道。**2024年12月底百联ZX二店开业，目前已入驻60多家全新品牌商户，包括常设店及快闪店，其中覆盖1家全球首店、10家全国首店、9家上海首店，以及近30家区域首店，首店比例近80%。项目不仅与众多本土品牌达成首次合作，还精心打造了多家“零售+”品牌升级店和主力旗舰店。

图：百联ZX白色相簿的季节主题展

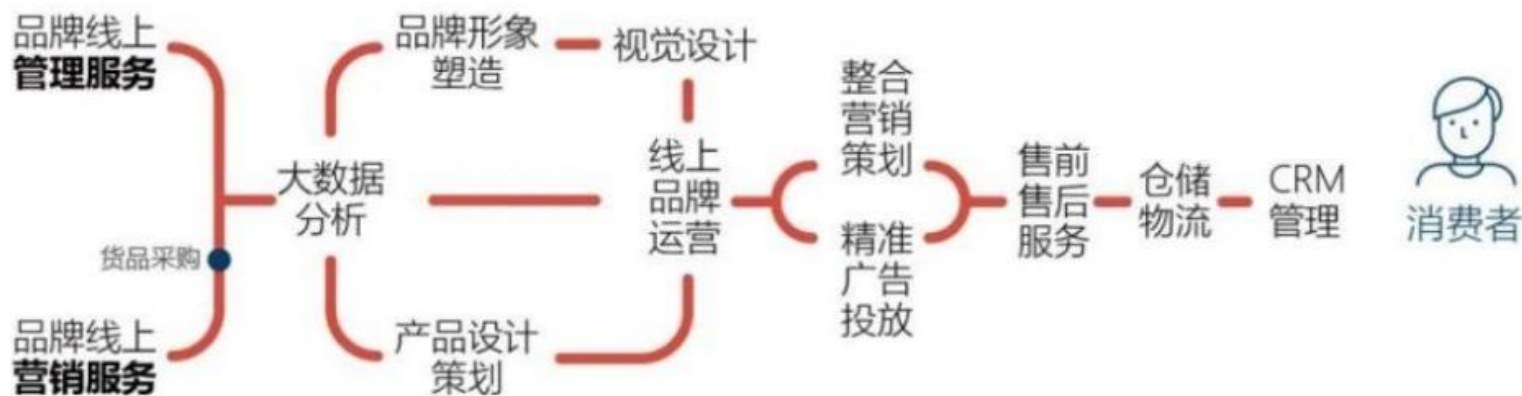


图：百联ZX二店落子上海五角场



- 电商代运营作为品牌线上宣发承接者，是线上促消费落地场景之一。政策通过促进新消费相关品类，无论是谷子经济、首发经济、或者新涌现的微信小店“送礼物”渠道，线上亦需要宣发和落地渠道。线上代运营服务承接从品牌到终端消费者全流程，直接助推各类品牌在线上渠道的宣发推广等，同样是刺激消费政策关键的落地场景之一。

图：线上代运营服务承接从品牌到终端消费者全流程



- **潮玩IP等新品类积极加码线上布局，电商代运营针对性运营赋能品牌发展。**2023年淘宝天猫平台吸引了7万潮玩商家入驻，2023年双11期间，淘宝天猫超800个玩具潮玩商家成交额翻倍。头部电商代运营公司如若羽臣，与天猫平台联合共创，通过针对性的用户运营方案和产品策略，助力某国际知名IP品牌冲登2023年天猫毛绒玩具行业TOP1。
- **微信小店塑造品牌新形象，具备打造品牌和产品能力的线上代运营迎机会。**微信具备强社交属性、拥有众多活跃客户，“送礼物”从微信聊天框发出，作为人情往来的一种“附属品”，送礼物的“蓝包”，类似微信红包，能够塑造品牌【适合送礼】的新形象，亦是消费新落地场景之一，线上代运营具备打造品牌和产品能力，新渠道下有望迎新机会。

图：微信小店开启送礼物功能



图：若羽臣获2023年淘天玩具潮玩优秀合作伙伴



### 三、促消费措施频出，多角度催化消费

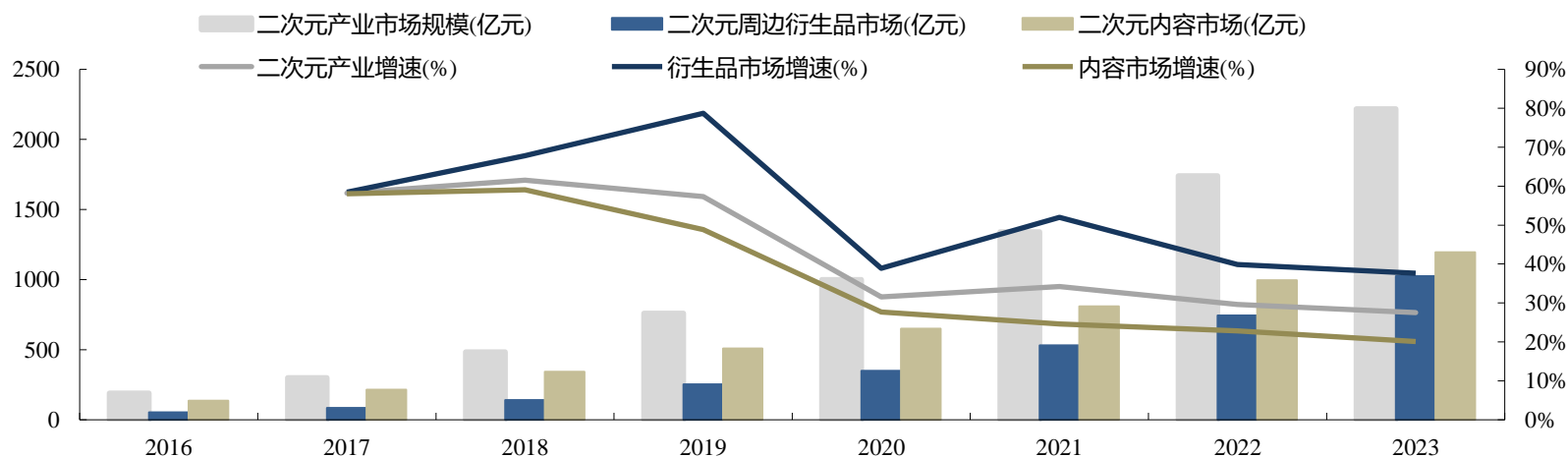
- 如上一章节我们推行的，除政策补贴外，新概念、新渠道带来的新消费场景同样是国家促消费的重要措施。2024年12月12日，中央经济工作会议提出“……积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济”。我们认为政策提出的首发经济、谷子经济、冰雪经济以及新出现的消费场景微信小店送礼物等，都是消费板块在政策优先支持下有望成为促进内需的措施。

表：新经济概念释义及相关赛道

经济概念	概念释文	相关赛道
谷子经济	"谷子"是英文"Goods" (商品) 的谐音，指漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的周边产品，包括海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等	游戏、商场、潮玩、卡牌、IP授权等
首发经济	指企业首次推出新产品，新业态，新模式，新服务或新技术，以及开设首家店铺等活动，它不仅关注产品或服务的首次亮相，还涵盖了从创新概念的发布到最终落地开设门店，设立研发中心乃至企业总部的全过程。	连锁餐饮、教育(AI+)、会展、美妆等各种业态
冰雪经济	冰雪经济是中国消费经济中新的增量市场，其中冰雪旅游意义在于带动每年冬、春淡季旅游市场。同时特别对激活东北及其他关区域经济有很强的现实意义。	景区、连锁酒店、平台型公司、OTA等

- 在二次元文化中，“谷子”是英文“Goods”（商品）的谐音，指漫画、动画、游戏、偶像、特摄等版权作品衍生出的周边产品，包括海报、徽章、卡片、挂件、立牌、手办、娃娃等。
  - ✓ **谷子经济持续景气**，据艾瑞咨询统计，2016-2023年二次元产业/二次元周边衍生品/二次元内容市场规模CAGR分别达42%/53%/36%，至2023年市场规模合计达4438亿元。
  - ✓ **人民日报评论对谷子经济积极引导**：“吃‘谷’、吃‘药’，是治疗现实世界中各种外耗内耗的有效方式”、“年轻人为二次元文化慷慨解囊、倾情消费，不如从社会进步、经济转型等积极视角去看待”。
  - ✓ **线下消费场景的政策支持助推谷子经济出圈**。除了“情绪价值消费”的推波助澜外，2024年“谷子经济”适逢线下消费场景的政策支持，首先由线下商场引领、带入，才逐渐进入大众视野。

图：二次元产品及衍生品周边市场规模&增速



- **首发经济：开新店、推新品、新业态、新模式。** 首发经济即企业发布新产品，推出新业态、新模式、新服务、新技术，开设首店等经济活动的总称，涵盖了企业从产品或服务的首次发布、首次展出到首次落地开设门店、首次设立研发中心，再到设立企业总部的链式发展全过程。
- ✓ 强调“首次”亮相，且围绕整个链式发展过程，包括新品研发、发布、展示、推广和销售的完整体系，具有时尚、品质、新潮的特征，符合消费升级趋势。
- ✓ 12月11日至12日，中央经济工作会议提出，积极发展首发经济等，引导首发经济相关产业链发展。

图：首发经济相关示意图

首发产品



小米SU7首发



首款国产3A游戏《黑神话：悟空》

首店开业



武商集团WS热雪奇迹项目

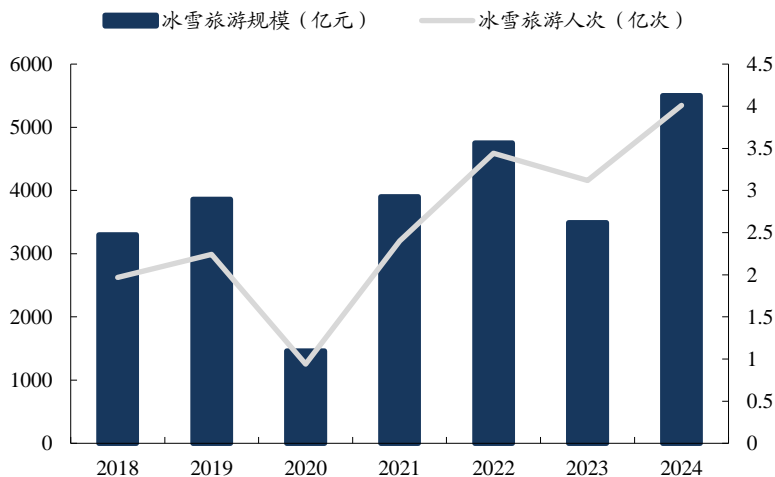
新业态



“TO GO”美妆无人店

- ❑ **冰雪经济贡献消费新增量，政策吹响产业地位。**冰雪经济为围绕冰雪资源展开的一系列经济活动，涵盖多个领域，其中包括冰雪旅游、冰雪运动、冰雪文化以及冰雪装备制造等。近年来冰雪经济已成为中国北方地区经济增长的重要引擎，2023年哈尔滨市冬季旅游接待游客达到了1200万人次，带动了约150亿元人民币的直接经济收入。
- ✓ **“冷资源”不断释放“热效应”，冰雪经济规模持续增长。**据《中国滑雪运动趋势洞察2024》统计，2023年~2024雪季，我国冰雪旅游人次超过4亿次，冰雪旅游收入达到5500亿元。
- ✓ **冰雪经济规划出台，长远发展可期。**2024年11月国务院办公厅出台《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，首次提出支持冰雪经济发展，明确到2027年，冰雪经济总规模达到1.2万亿元，到2030年，冰雪经济总规模达到1.5万亿元。

图：冰雪经济市场规模及旅游人次



图：哈尔滨冰雪经济游客众多



- 2024/12/19微信小店启动“送礼物”功能的灰度测试，除了珠宝首饰和教育培训类商品外，其他商品将默认支持此功能，且商品的款式原价不得超过1万元。从时间表上看，“送礼物”功能仍在逐步灰度测试中。我们认为特别是进入1月后，年货节、元旦、春节、情人节和女生节等重要节日接踵而至，作为人际关系和亲密互动的高峰时刻，微信“送礼物”这一功能，有望在春节等重要节日之前推出，成为用户“送礼物”的新入口。
- 送礼物是有明确社交属性的场景需求，与微信的强社交平台契合，同时微信小店“送礼物”省去询问地址和款式等繁琐步骤，大大降低实物流通门槛。“送礼物”从微信聊天框发出，作为人情往来的一种“附属品”，送礼物的“蓝包”，类似微信红包，通过精准客户服务到位后，精准客户继续推荐其他精准客户使用，有望在微信实现私域社群裂变。

图：微信小店送礼物功能展示



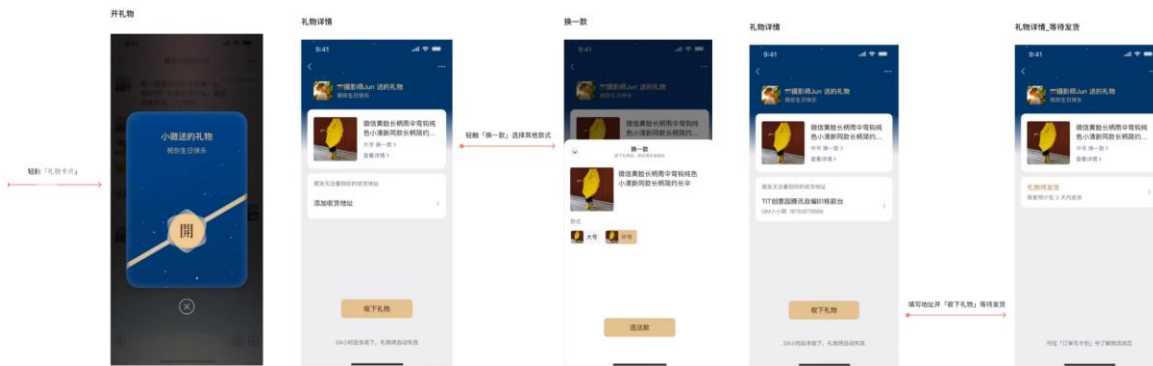
- 微信小店“送礼物”省去询问地址和款式等繁琐步骤，有望解决送礼部分痛点。微信小店的“送礼物”功能流程简单明了。赠送方只需选择礼物款式、浏览金额并在“送礼物”页面选择收礼人，完成支付后，礼物将自动发送。接收方点击聊天中的礼物消息，填写收货地址并点击“收下礼物”即可完成领取。在此之前，接收方还可选择更换价格相同的其他款式，并拥有订单管理权限。

图：微信小店送礼物&收礼物流程

送礼物



收礼物



□ **【适合送礼】的美妆，零食等板块，受益于微信小店送礼功能。** 微信小店“送礼物”功能的推出，从供给端出发，主要的边际变化机会来自于品牌形象塑造，即打造具备【适合送礼】的形象，适合送礼并不是一定需要“高端”，而是强调“适合”，因此我们认为具有适合送礼物特征的标品，如美妆、零食、小家电等。同时珠宝首饰类产品目前灰度测试暂不支持微信小店“送礼物”功能，但珠宝首饰送礼属性较强，期待正式上线“送礼物”功能后相关品类需求增长。

□ 从美妆品牌角度看，国货美妆品牌布局微信小店速度领先国际品牌，部分国际大牌如资生堂、修丽可、OLAY等均未布局微信自营小店。

表：美妆品牌微信小店销售情况（仅自营）

公司	品牌	已售销量 (万件)	假设单价(元)	预计累计销 售额 (万元)
贝泰妮	薇诺娜	6.5	236	1,531
润本股份	润本	9.3	41	384
珀莱雅	珀莱雅	11.0	285	3,134
丸美生物	丸美	18.1	222	4,016
华熙生物	夸迪	12.9	375	4,838
	润百颜	5.0	288	1,440
上海家化	佰草集	0.4	212	85
	六神	0.3	41	10
福瑞达	瑷尔博士	1.5	108	161
	颐莲	1.7	68	115
巨子生物	可复美	4.7	253	1,189
上美股份	韩束	35.2	115	4,057
毛戈平	毛戈平	3.7	217	804
国内其他品牌	自然堂	21.7	252	5,459
	花西子	9.1	177	1,611
海外品牌	雅诗兰黛	1.8	541	973
	欧莱雅	新店开张暂无数据		

## 四、投资建议

□ **头部电商代运营公司是线上各种促消费政策的落地入口。**2025年消费板块在政策优先支持下有望成为促进内需的新增长点，电商代运营公司作为线上对接消费者，承接消费需求的公司，具备打造品牌和产品能力，有望把握各种新概念、新渠道带来的新消费场景给予的品牌新合作、宣传机遇，推荐当前头部线上代运营公司**如若羽臣、建议关注青木科技、水羊股份、壹网壹创、丽人丽妆、南极电商等**，抓住2025年消费提振的线上入口，与品牌合作共赢创业绩新高。

表：线上代运营公司情况一览

公司	水羊股份	丽人丽妆	如若羽臣	壹网壹创	青木股份	南极电商
2023 年营收 (亿元)	44.93	27.62	13.66	12.88	9.67	26.92
2023 年营收 YOY	-4.86%	-14.78%	12.25%	-16.31%	14.27%	-18.66%
2023 年净利 (亿元)	2.94	0.3	0.54	1.08	0.52	1.12
2023 年净利润 YOY	135.42%	121.19%	60.93%	-40.05%	20.95%	137.49%
2023 年毛利率	58.44%	34.54%	40.26%	29.35%	42.09%	15.73%
主要赛道	护肤、彩妆、个护、香水、健康食品	美妆、母婴、食品	大健康、美妆个护、母婴、食品饮料	个护、美妆、大健康	时尚服饰、鞋履、家居用品、奢侈品	男装、童装、内衣等
合作品牌	LUMENE、KIKO、大宝、强生婴儿等	雪花秀、后、施华蔻、芙丽芳丝、雅漾	钙尔奇、善存、Doctor's Best、倍舒痕、悦鲜活	百雀羚、伊丽莎白雅顿、宝洁、OLAY	Skechers、ECCO、Lacoste、Emporio Armani、Jellycat、Samsonite、波司登、泡泡玛特	南极人、卡帝乐鳄鱼、精典泰迪
应对策略	重点布局高奢自有品牌	布局新兴渠道 发展自有美妆品牌	转型品牌管理 发展自有家清、香氛品牌	拓展代运营合作	转型品牌管理	构建品牌轻奢认知、加强管控清理历史问题

- 南极电商业务主要分为①**南极电商本部**（主要利润来源，包括南极人、百家好、卡帝乐鳄鱼等品牌授权业务），②**时间互联业务**（17年收购，主营互联网广告投放业务，是主要的收入来源，但利润率远低于本部）。南极电商近期经营逐渐改善：南极人轻奢系列发力，GMV显著提升；百家好进入主升浪成长阶段。
- ✓ **南极人轻奢系列发力：①强管控加盟模式下**。公司只保留少量优质现代化工厂，对所有工厂的产品进行严格的品控审核，改变之前老南极人粗放的贴牌授权模式所产生的品控质量糟糕、供应商卷价格忽视质量的问题；②**短期内进行大量投放**，如梯媒、交通枢纽广告，请谢霆锋作为代言人等，取得良好成效。
- ✓ **百家好：采取强管控加盟模式**，杜绝抄款，加盟供应商更有动力推出独创新款。目前抖音销售额处于top 3，仍保持较快增速；未来或开拓天猫、线下等渠道。
- ✓ **风险提示**：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

图：南极电商自有品牌矩阵

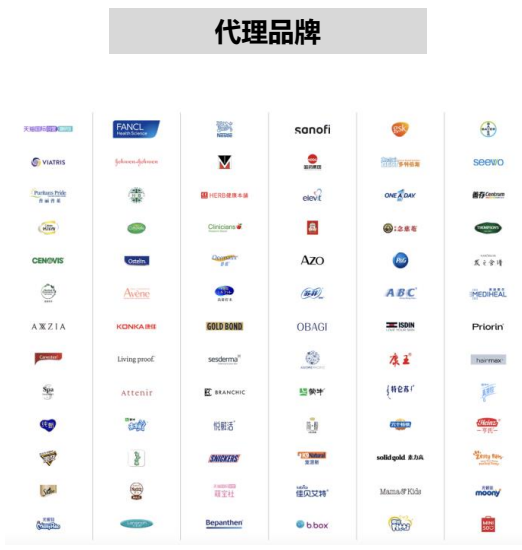


图：南极人轻奢的代言&梯媒广告硬广投放

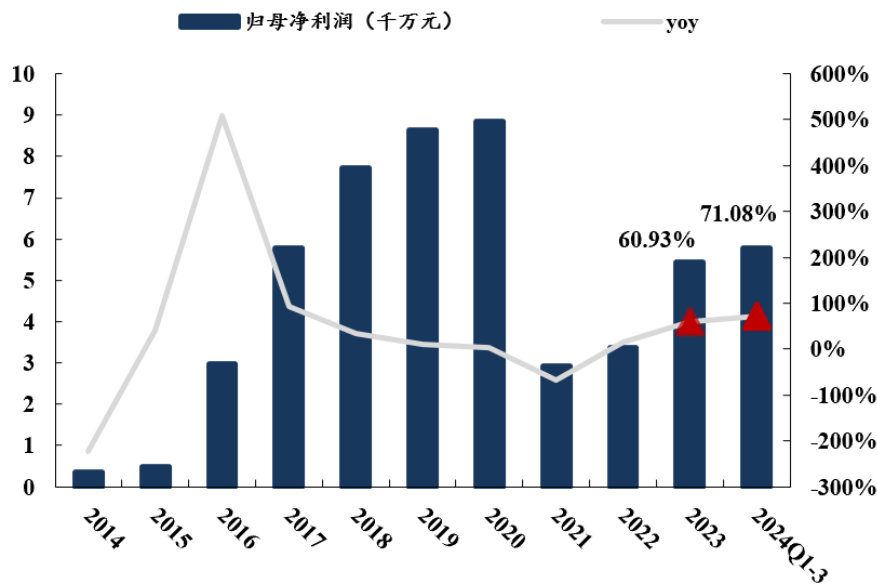


- 若羽臣成立于2011年，公司业务主要分为三大板块：自有品牌、品牌管理和代运营，2023年营收占比分别为19%/12%/69%。
- ✓ **自有品牌：验证品牌孵化力**，2020年推出绽家切入高端家清市场，品类场景双拓下有望长期高增，2024年推出斐萃布局抗衰老赛道，并与全球唯一红宝石油生产商达成战略合作，未来有望推出更多中高端保健品品牌，长期续航增长；
- ✓ **品牌管理：携手大客户转型**，全权负责品牌的引进、销售运营及营销推广，提升利润空间，与拜耳、强生集团深度合作，赋能康王、艾惟诺等品牌全渠道生意增长，助推合作企业快速打开业绩天花板，实现多渠道声量&销量放量增长；
- ✓ **代运营：优化品牌矩阵**，公司目前已经在大健康、美妆个护、母婴等领域建立头部优势，代理品牌包括钙尔奇、善存、Doctor's Best、倍舒痕、悦鲜活等。
- ✓ **风险提示**：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

图：若羽臣自有及代理品牌矩阵



图：若羽臣归母净利及同比增速



- 青木科技成立于2009年，公司业务主要分为三大板块：电商代运营、品牌孵化与管理、技术解决方案与消费者运营服务，2023年营收占比分别为50%/37%/13%。
- ✓ **电商代运营：深度布局服饰、潮玩赛道**，大服饰领域头部优势显著，与Skechers、ECCO、Lacoste、Emporio Armani深度合作，2023、2024年相继拓展POP MART、Jellycat线上运营合作，挖潜潮玩市场开拓盈利增长点；
- ✓ **品牌孵化与管理：卡位小而美赛道**，瞄准宠物食品和大健康产业等高毛利赛道，渠道推广发力定位高净值人群，合作品牌包括ZUCCARIO、宇津、cumlaude lab等。
- ✓ **技术解决方案与消费者运营服务：AI赋能降本增效**，自研数据平台，精准赋能品牌运营全流程管理。
- ✓ **风险提示：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。**

图：青木科技代理品牌矩阵

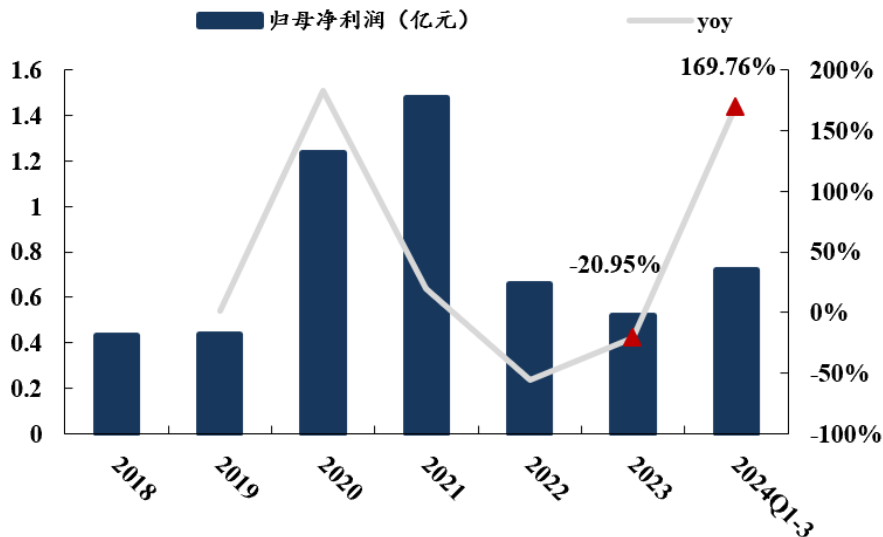
电商代运营业务服务品牌



品牌孵化与管理业务服务品牌



图：青木科技归母净利润及同比增速

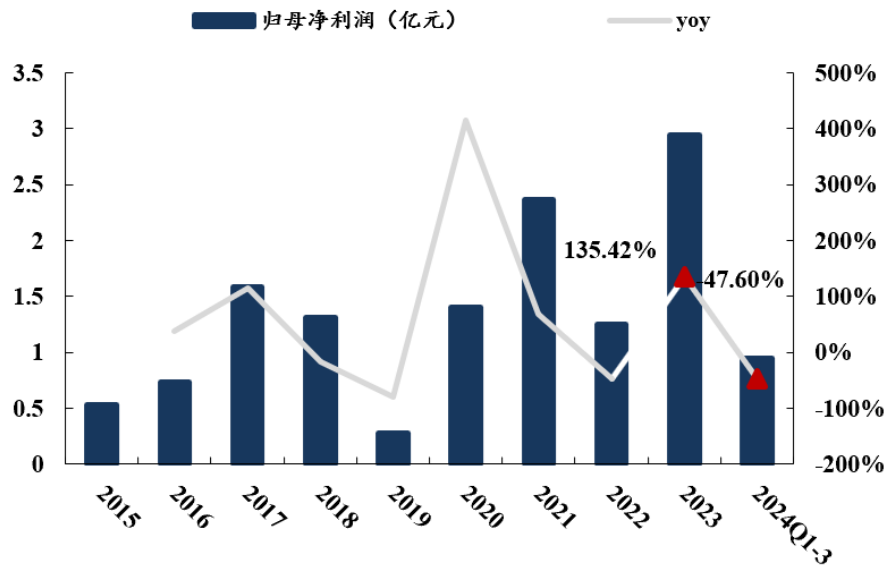


- 水羊股份成立于2012年，原名御家汇，公司业务主要分为两大板块：自有品牌和代理品牌。
- ✓ **自有品牌：重点布局高奢**，公司自有品牌涵盖多个系列，2022年正式收购法国高端品牌伊菲丹切入高奢市场，2023、2024年分别收购PA、RV等品牌补充高奢品类，同时公司亦布局御泥坊、小迷糊、大水滴、VAA等国潮和大众品牌；
- ✓ **代理品牌：独创CP模式**，深度布局大美妆赛道，形成护肤、彩妆、个护、香水、健康食品五大品类布局（品牌如LUMENE、KIKO），代理业务独创CP(China Partner)模式，为海外合作伙伴提供全渠道、全维度的完整解决方案。
- ✓ **风险提示**：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

图：水羊股份自有及代理品牌矩阵



图：水羊股份归母净利润及同比增速



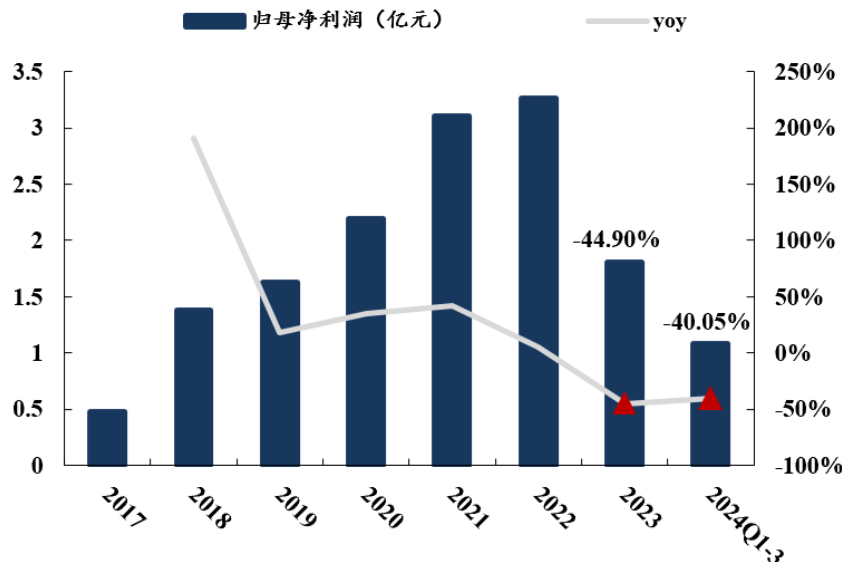
□ 壹网壹创成立于2012年，公司业务主要分为四大板块：品牌线上营销服务、线上管理服务、线上分销、内容电商服务，2023年营收占比分别为36%/23%/33%/8%。

- ✓ **业务结构：线上分销成增长主动力**，2024年线上分销营收占比提升至41%（同比+11.6pct），成为新增长动力；
- ✓ **品牌结构：精简提效，拓展高潜力市场**，2023年公司清理盈利能力较弱的业务并有序拓展知名品牌客户，2024H1聚焦防晒、大健康、母婴等市场，与飞鹤、安热沙、养生堂等合作，新增波兰高端护肤品牌Dr Irena Eris等的合作，向头部服务商集中；
- ✓ **渠道结构：新兴渠道持续发力**，持续在抖音、小红书及微信小程序等新兴渠道发力，与各头部达人紧密合作。
- ✓ **风险提示：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。**

图：壹网壹创代理品牌矩阵



图：壹网壹创归母净利及同比增速



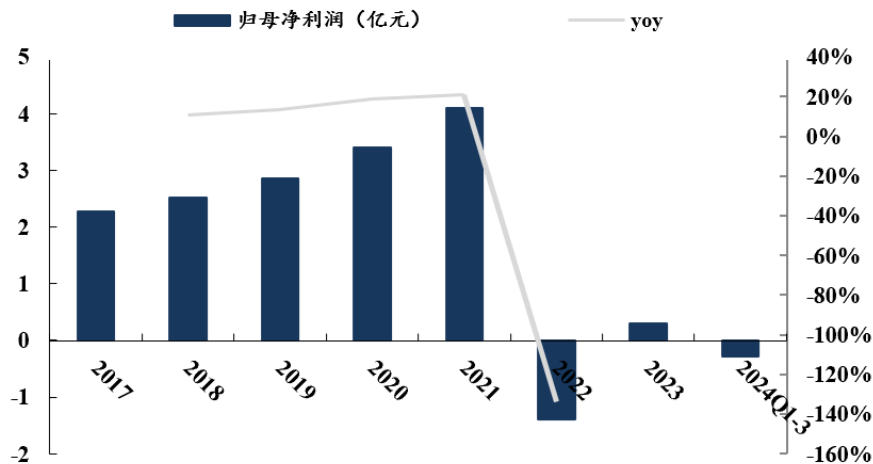
□ 丽人丽妆成立于2007年，公司业务主要分为两大板块：自有品牌和代理品牌。

- ✓ **自有品牌：打造国潮品牌**，公司秉持现代护肤科技与中式草本养肤相结合的理念，成功孵化敏感肌护肤品牌玉容初、温和功效护肤品牌美壹堂等，持续布局护肤、食品、茶饮领域；
- ✓ **代理品牌：品类、渠道双拓**，公司长期深耕美妆领域，与雪花秀、施华蔻、芙丽芳丝、雅漾等品牌稳定合作，持续丰富美妆个护、食品品牌矩阵，与资生堂专业美发、native，雀巢冰淇淋、梦龙冰淇淋等达成合作。
- ✓ **风险提示**：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

图：丽人丽妆自有及代理品牌矩阵



图：丽人丽妆归母净利及同比增速



- 2024年自9月底的市场行情以来，零售重估形成了趋势性行情，主要原因就是9月23日，名创优品承担了重估永辉超市的催化的角色，带来了整个板块的重估趋势。
- 在目前市场环境下，零售股的主要关注方向是：
  - ① **PB≤1的公司**：如大商股份、武商集团、友阿股份、欧亚集团、轻纺城、海宁皮城等。
  - ② **账上净现金（现金-短债）较多，市值较低的公司**：如高鑫零售、百联股份、杭州解百、大商股份、银座股份等。
  - ③ **有国企改革等改革催化的公司**（国企改革方式包括且不限于混改，市场化改革，国资入股，股权激励，赋予牌照等）：如永辉超市、重庆百货、小商品城、红旗连锁等。
- 风险提示**：经济复苏不及预期、行业竞争加剧、平台政策调整风险等。

表：申万零售行业公司估值表（2025-1-3）

个股	个股代码	市值（亿元）	净现金 MRQ, 亿元	归母净利润（亿元）			PE			PB-MRQ
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
小商品城	600415.SH	730	9	26.8	29.2	34.6	27	25	21	3.7
永辉超市	601933.SH	617	84	-13.3	-2.5	3.2	-	-	191	10.6
豫园股份	600655.SH	247	-60	20.2	18.5	22.2	12	13	11	0.7
居然智家	000785.SZ	237	-8	13.0	10.7	11.9	18	22	20	1.2
高鑫零售	6808.HK	174	192	1.1	-16.1	-	159	-	-	0.8
百联股份	600827.SH	198	206	4.0	16.5	5.2	50	12	38	1.0
王府井	600859.SH	176	90	7.1	5.8	7.2	25	30	25	0.9
美凯龙	601828.SH	142	-120	-22.2	-11.5	0.8	-	-	182	0.3
重庆百货	600729.SH	134	48	13.1	12.4	13.4	10	11	10	1.9
农产品	000061.SZ	118	-2	4.5	-	-	26	-	-	1.9
步步高	002251.SZ	112	-67	-18.9	-	-	-	-	-	1.3
富森美	002818.SZ	112	16	8.1	7.5	8.1	14	15	14	2.0
红旗连锁	002697.SZ	88	22	5.6	5.8	6.1	16	15	14	2.0
家家悦	603708.SH	79	22	1.4	2.1	2.4	58	38	33	3.2
大商股份	600694.SH	81	46	5.1	5.9	6.3	16	14	13	0.9
翠微股份	603123.SH	67	8	-5.8	-	-	-	-	-	2.7
武商集团	000501.SZ	85	-38	2.1	2.2	2.3	40	39	37	0.8
茂业商业	600828.SH	80	-30	0.5	-	-	157	-	-	1.1
华联股份	000882.SZ	63	11	0.3	-	-	219	-	-	0.9
天虹股份	002419.SZ	69	31	2.3	1.8	2.1	31	38	33	1.7
三江购物	601116.SH	60	23	1.4	-	-	44	-	-	1.9
海宁皮城	002344.SZ	61	7	1.8	-	-	34	-	-	0.7
文峰股份	601010.SH	56	9	1.7	-	-	33	-	-	1.3
轻纺城	600790.SH	56	-9	2.1	-	-	26	-	-	0.9
新世界	600628.SH	55	20	0.3	-	-	174	-	-	1.3
杭州解百	600814.SH	64	50	2.6	-	-	25	-	-	1.8
合百集团	000417.SZ	55	8	2.6	2.8	3.2	21	19	17	1.2
中央商场	600280.SH	49	-3	-1.5	-	-	-	-	-	6.0
利群股份	601366.SH	46	-4	0.3	-	-	156	-	-	1.1
新华都	002264.SZ	45	9	2.0	2.7	3.4	23	17	13	2.5
友阿股份	002277.SZ	85	-10	0.5	-	-	175	-	-	1.2
广百股份	002187.SZ	55	26	0.4	-	-	152	-	-	1.3
中百集团	000759.SZ	96	12	-3.4	-1.6	-0.8	-	-	-	4.9
丽尚国潮	600738.SH	39	-3	0.8	1.0	1.5	47	38	27	2.0
徐家汇	002561.SZ	39	16	0.8	-	-	52	-	-	1.8
汇嘉时代	603101.SH	45	2	1.6	-	-	28	-	-	3.3
国光连锁	605188.SH	39	8	0.1	-	-	268	-	-	3.5
东百集团	600693.SH	67	-25	0.4	-	-	191	-	-	1.9
百大集团	600865.SH	47	13	0.1	-	-	343	-	-	2.0
上海九百	600838.SH	42	4	0.6	-	-	67	-	-	2.7
国芳集团	601086.SH	41	8	1.6	-	-	26	-	-	2.7
南宁百货	600712.SH	41	1	0.1	-	-	559	-	-	4.9
中兴商业	000715.SZ	30	8	1.3	0.8	0.8	23	40	39	1.6
新华百货	600785.SH	31	4	1.4	1.1	1.1	23	29	28	1.4
银座股份	600858.SH	30	25	2.2	0.9	1.0	14	34	29	1.1

## 风险提示

- **经济复苏不及预期。**若宏观经济复苏进程低于市场预期，可能导致公司业务增长放缓或营收压力加剧，对整体经营表现造成不利影响。
- **行业竞争加剧。**随着电商行业竞争日益激烈，新兴平台或大品牌的崛起可能分流现有客户，导致市场份额缩小，进而影响公司业务增长和盈利能力。
- **平台政策调整风险。**主要电商平台的政策变动（如佣金费用、流量分配等）可能会直接影响代运营业务的盈利模式及客户的粘性，导致收入波动或客户流失。

# 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500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），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园