

关注兴趣消费，看好线上平台发展

——商贸零售行业2025年投资策略

2024年10月17日



作者：姜浩 S0930522010001

田然 S0930523050001

梁丹辉 S0930524070007



证券研究报告

社消低位蓄势，企业端仍处调整期


2024年1-8月，我国社消零售总额共计31.2万亿元，同比增长3.4%，增速相比2023年同期下滑3.6pct。1H2024零售行业主要的51家上市公司收入同比下滑1.79%（整体法，下同），增速同比1H2023下降4.1pct；从利润端看，1H2024年零售行业主要的51家上市公司归母净利润同比下降30.18%，增速同比1H2023下降59.25pct。2024年以来截至10月15日（188个交易日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为7.6%和5.7%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-12.4%，跑输大盘。

消费者信心仍待提振，线上渠道/兴趣消费表现突出

国家统计局数据显示，2024年7月我国消费者信心指数为86.0，低于去年同期的86.4，环比2024年6月的86.2亦进一步下行，仍有较大的提升空间。尼尔森IQ的调查显示，37%的受访者选择在网上购物以获得更多优惠价格，28%的受访者通过权衡产品属性节省开支，而线上渠道为消费者提供更便捷的比较通道。在消费观念更加注重性价比的同时，个人爱好、情绪价值等多方面因素也更加被消费者看重，情绪消费受到消费者认可。知萌咨询的调查显示，60.3%的受访消费者认为情绪消费有助于缓解压力，46.8%受访者认为情绪消费是疏解情绪的途径。

推荐标的：关注线上渠道+兴趣消费消费场景标的

我们推荐：1) **美团-W (3690.HK)**：盈利能力持续向好，闪购业务发展较快；2) **阿里巴巴-W (9988.HK)**：进入港股通，基本面筑底回暖；3) **拼多多 (PDD.O)**：提出投入百亿资源，扶持优质商家和产业带；4) **京东集团-SW (9618.HK)**：深化品牌战略合作，大商超和物流增速较快；5) **名创优品 (9896.HK)**：国内稳健扩张，期待下半年海外旺季表现；

 风险提示：宏观经济增速和居民收入增速未达预期，地产后周期影响部分细分行业收入增速，渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价（港元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	
3690.HK	美团-W	170.8	2.22	5.34	6.99	70	29	22	买入
9988.HK	阿里巴巴-W	99.9	3.91	4.46	4.73	23	20	19	买入
PDD.O	拼多多	128.2美元	10.91	22.74	33.20	21	10	7	买入
9618.HK	京东集团-SW	160.4	7.60	11.07	13.09	19	13	11	买入
9896.HK	名创优品	34.0	1.41	2.11	2.62	22	15	12	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-15；港元汇率按1HKD=0.91CNY换算，美元汇率按1USD=7.1CNY换算；1ADR=4普通股；如不标注港/美元，本文元均指人民币，阿里巴巴23/24/25年度分别对应FY2024/25/26

- 社消低位蓄势，企业端仍处调整期
- 线上业态：表现优于大盘，看好线上渠道表现
- 线下业态：表现相对承压，关注兴趣消费场景
- 推荐标的：关注线上渠道/兴趣消费消费场景标的
- 风险分析

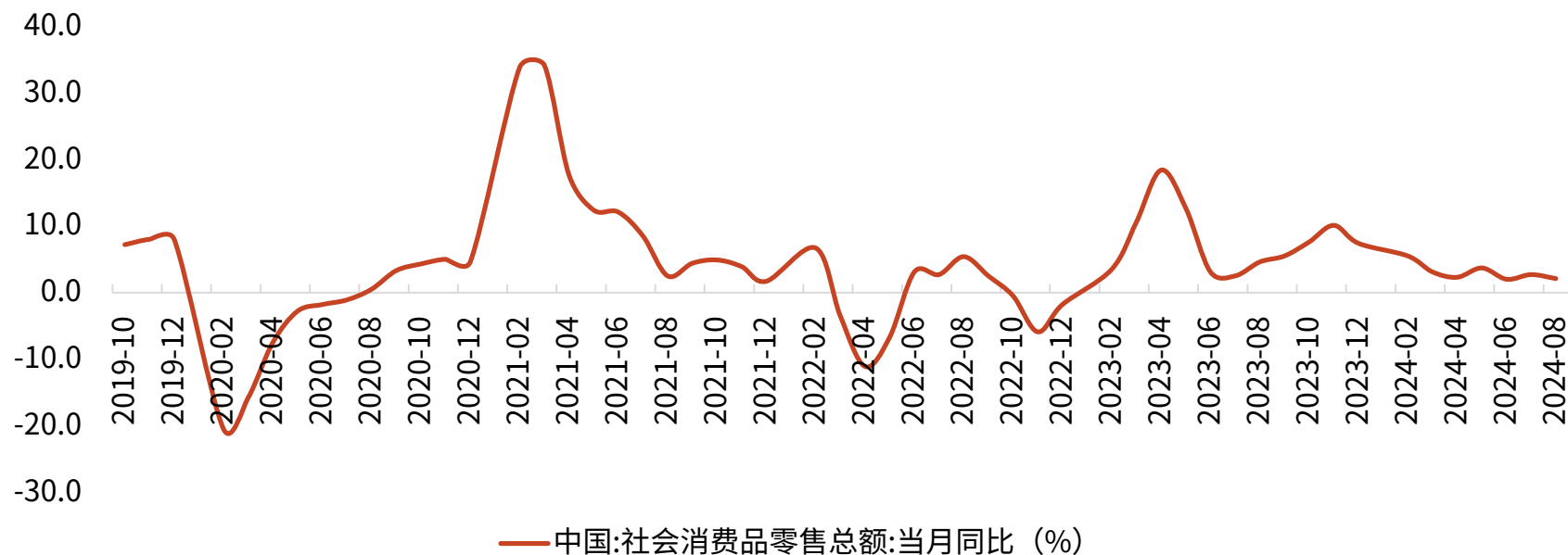
社消低位蓄势，企业端仍处调整期

社消零售总额同比增速仍处于低位蓄势阶段

整体社消零售总额增长短期相对承压。2024年1-8月，我国社消零售总额共计31.2万亿元，同比增长3.4%，增速相比2023年同期下滑3.6pct，环比2024年1-7月亦有0.1pct下滑。

分月度来看，同比增速受基数影响有一定波动。在2024年1-2月，受线下活动恢复程度的影响，去年同期基数较低，因而社消零售总额增速相对较高，达到5.5%；而进入夏季后，受暑期出行等因素影响，去年基数更高，同时整体消费相对承压，2024年同比增速有所下降，6-8月分别为2.0%/2.7%/2.1%。

图1：社会消费品零售总额当月同比增速（2019.10--2024.08）



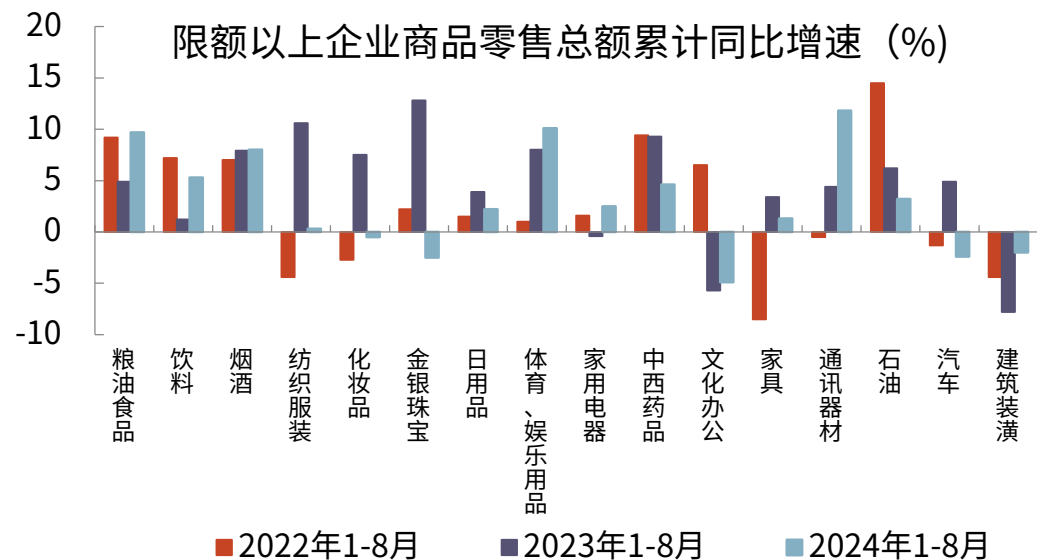
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

社消低位蓄势，企业端仍处调整期

从细分品类看，2024年1-8月社消各品类中必选品表现相对稳健，可选品中体育娱乐用品、通讯器材表现较好。

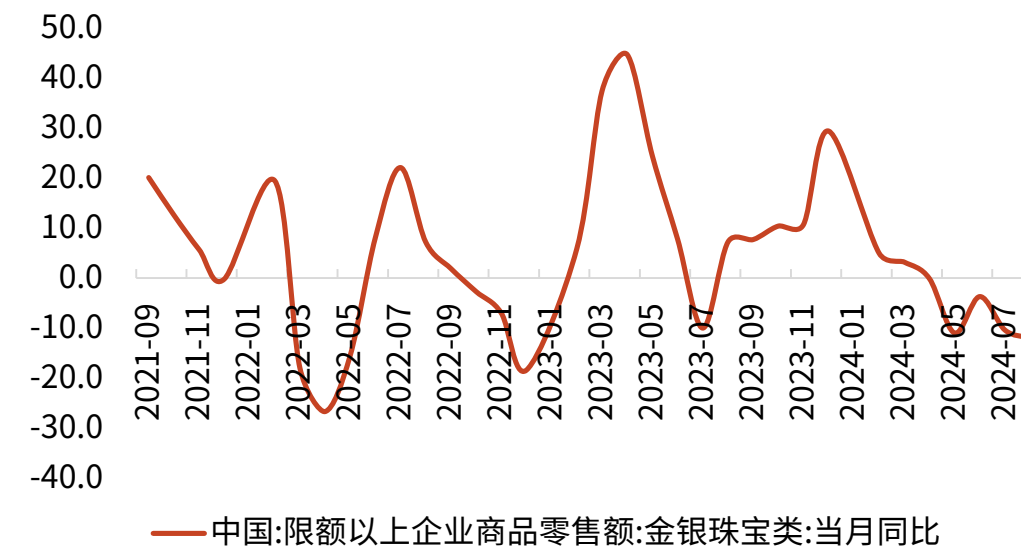
2024年1-8月，零售子行业（不包括石油品类）中，限额以上累计零售额同比增速位列前三的子行业为：通讯器材/体育娱乐用品/粮油食品（对应增速11.8%/10.1%/9.7%），主要受益于以旧换新等政策驱动以及户外活动需求的提升；同比增速最低的两个子行业为：文化办公/金银珠宝/汽车（对应增速-4.9%/-2.5%/-2.4%），金银珠宝累计增速较低主要由于近期金价高位波动影响，消费者需求受到抑制。

图2：限额以上分品类社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图3：全国限额以上金银珠宝类商品零售额当月同比增速（%）

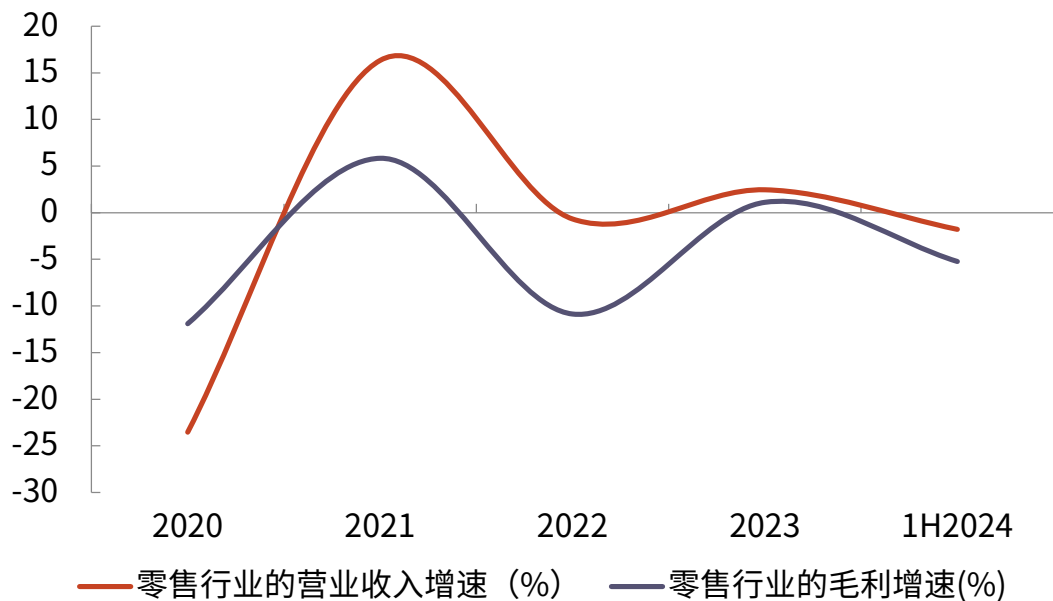


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，统计时间为2021.9--2024.08

2Q2024营收同降4.98%，归母净利润同降47.33%

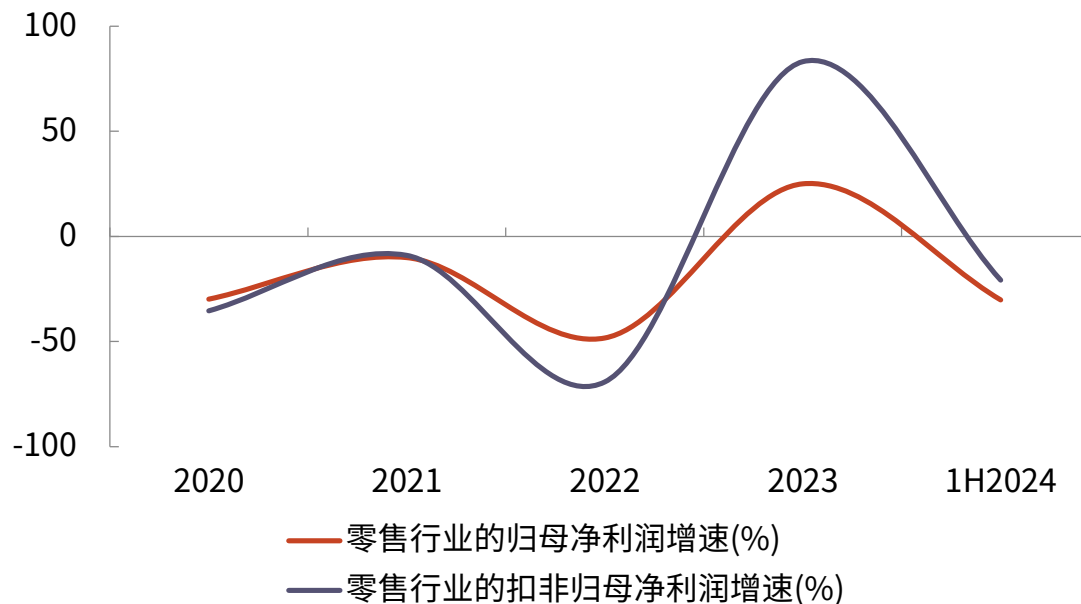
1H2024零售业态仍处调整期。1H2024零售行业主要的51家上市公司收入同比下滑1.79%（整体法，下同），增速同比1H2023下降4.1pct；从利润端看，1H2024年零售行业主要的51家上市公司归母净利润同比下降30.18%，增速同比1H2023下降59.25pct。

图4：零售行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2020-1H2024）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图5：零售行业主要上市公司(扣非)归母净利润同比增速（2020-1H2024）



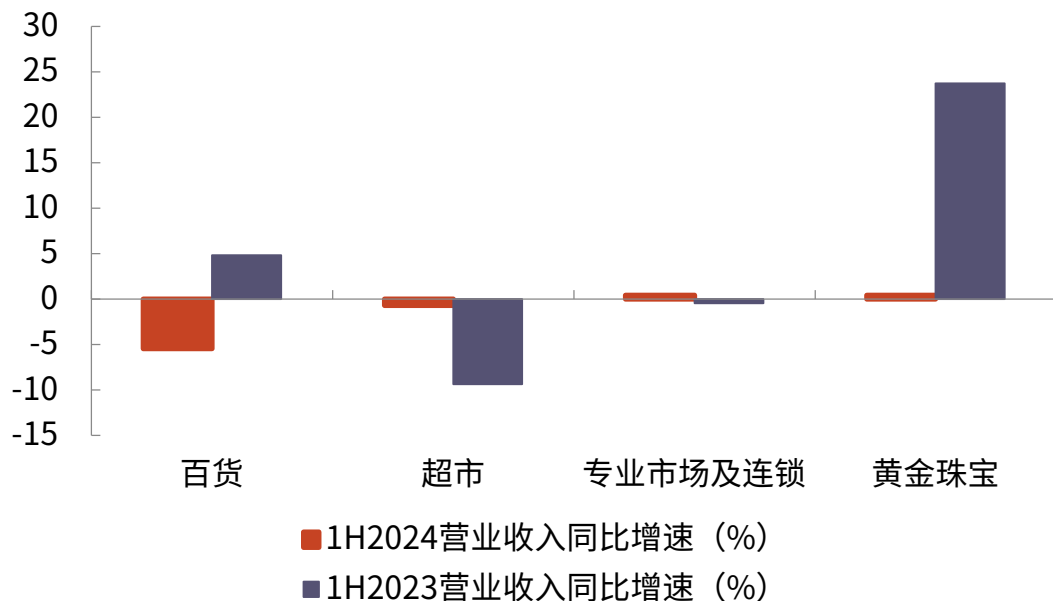
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2Q2024营收同降4.98%，归母净利润同降47.33%

从细分行业看，在1H2024，除专业市场及连锁和黄金珠宝外，其余业态收入均承压。

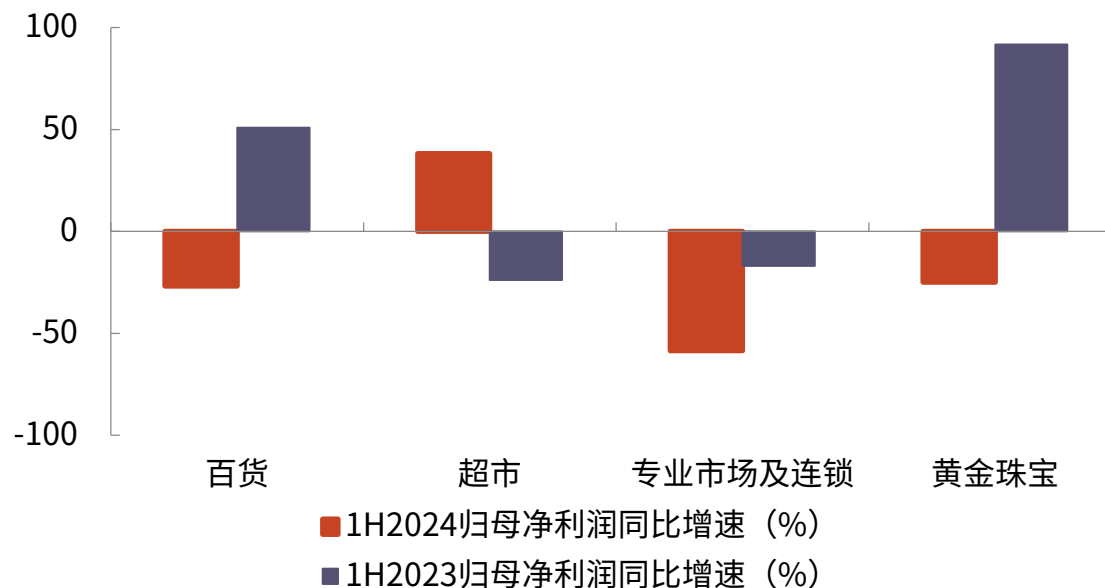
1H2024，零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业主要上市公司营收平均增速为0.41%（整体法，下同），归母净利润增速为-24.87%。2) 百货行业营收增速为-5.47%，归母净利润增速为-26.76%。3) 超市行业营收增速为-0.71%，归母净利润增速为38.16%。4) 专业市场及连锁行业的收入增速为0.42%，归母净利润增速为-58.45%。

图6：1H2024零售行业主要细分行业的营业收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图7：1H2024零售行业主要子行业归母净利润同比增速

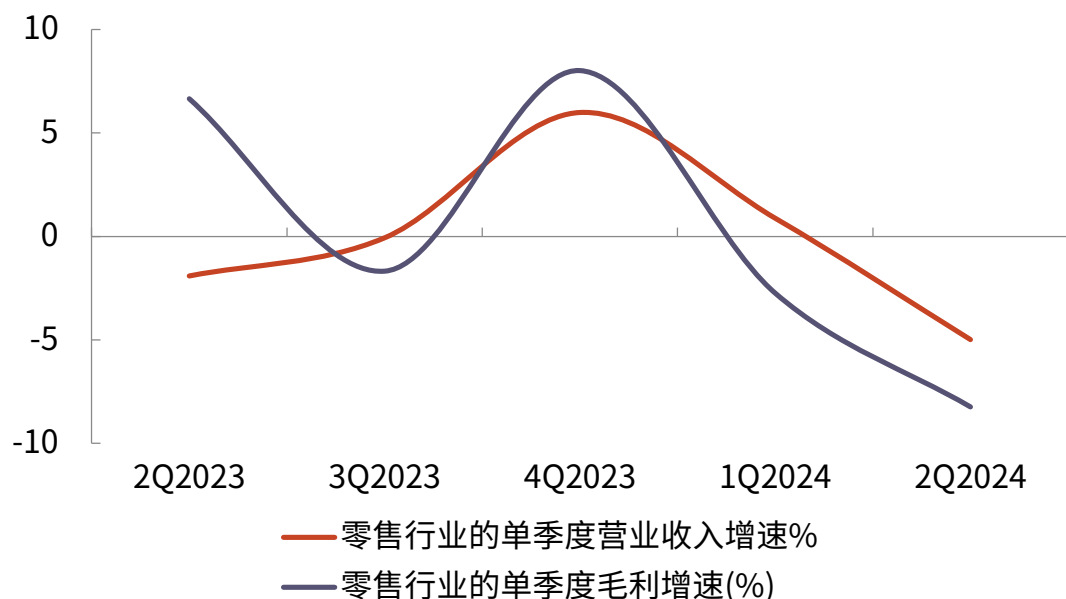


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2Q2024营收同降4.98%，归母净利润同降47.33%

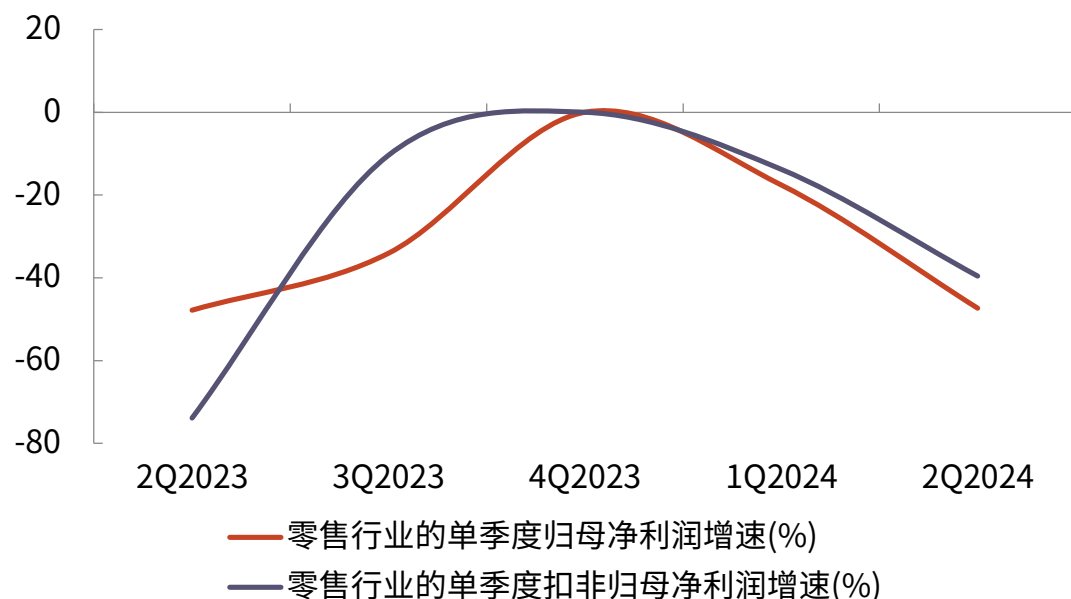
从单季度角度看，2Q2024零售行业营收和归母净利润同比增速环比走弱。零售行业主要的51家上市公司2Q2024实现营业收入1286.09亿元，同比下滑4.98%，增速较1Q2024下降5.86pct；实现归母净利润29.09亿元，同比下降47.33%，增速较1Q2024下降29.76pct。

图8：零售行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速（2Q2023-2Q2024）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图9：零售行业主要上市公司单季度（扣非）归母净利润同比增速（2Q2023-2Q2024）

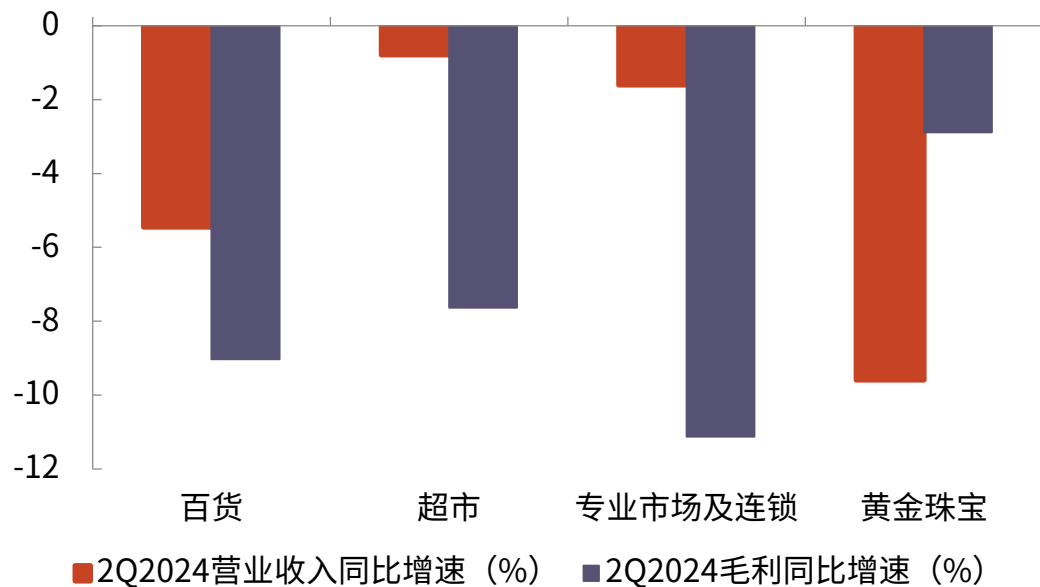


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2Q2024营收同降4.98%，归母净利润同降47.33%

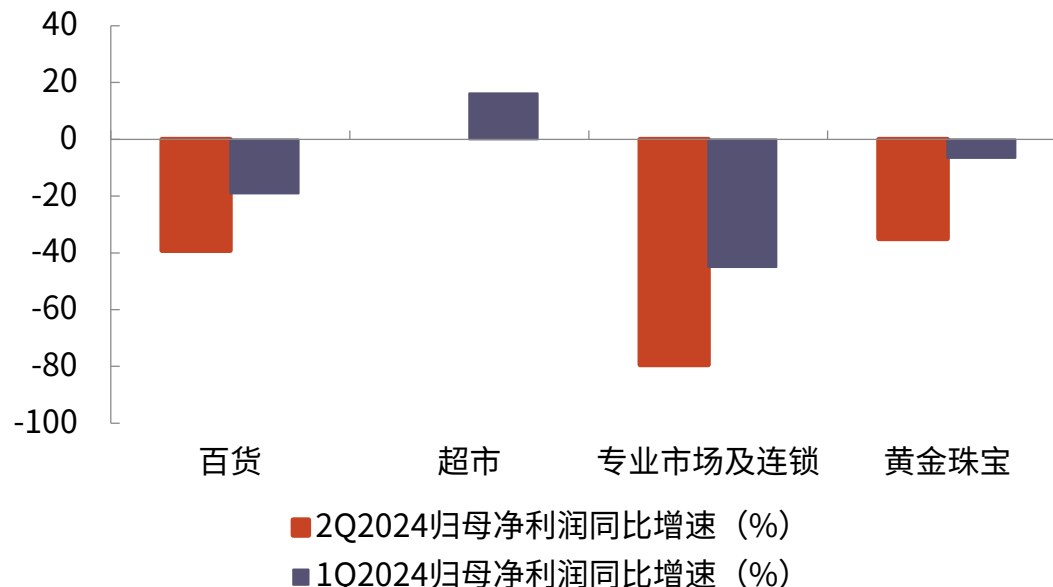
从细分行业看，2Q2024零售行业的主要细分行业中环比表现均相对承压。1) 黄金珠宝行业营收平均增速为-9.59%，归母净利润增速为-34.94%。2) 百货行业营收增速为-5.45%，归母净利润增速为-39.16%。3) 超市行业营收增速为-0.79%，归母净利润亏损同比收窄1.09亿元。4) 专业市场及连锁行业的收入平均增速为-1.60%，归母净利润增速为-79.40%。

图10：2Q2024零售行业主要细分行业营业收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图11：1Q/2Q2024零售行业主要细分行业归母净利润增速



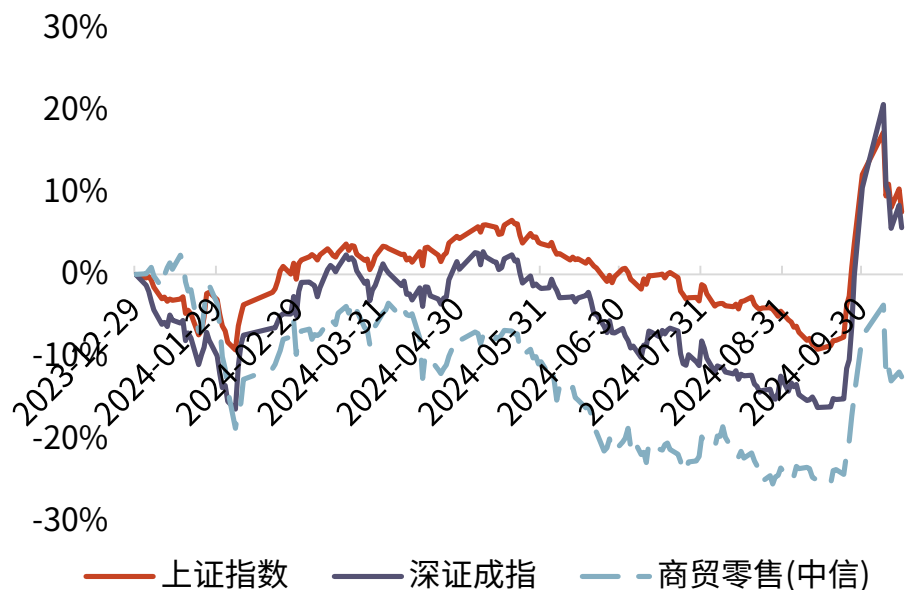
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA表示因基值为负无法计算

2024年至今A股零售板块跑输大盘

2024年以来截至10月15日（188个交易日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为7.6%和5.7%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-12.4%，跑输大盘。

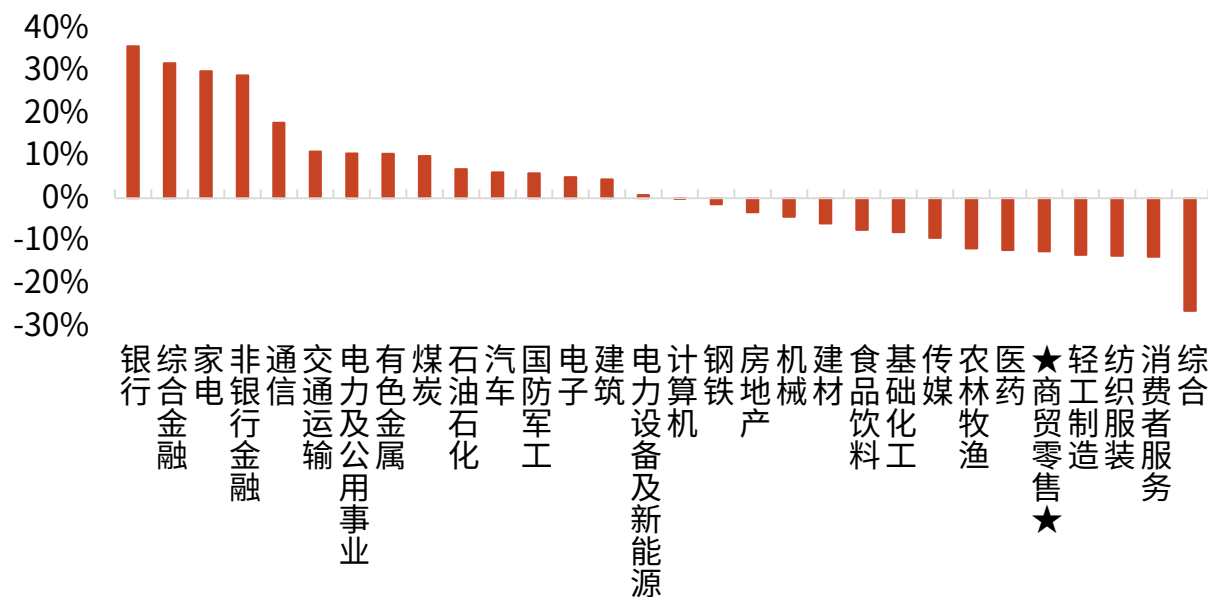
2024年以来截至10月15日，商贸零售行业涨幅为-12.4%，位列30个中信一级行业涨幅榜第26位。2024年以来截至10月15日，中信一级行业涨幅最大的前三位是银行、综合金融、家电，分别为35.7%、31.7%和29.9%。2024年以来截至10月15日，跌幅最大的前三位行业分别是综合、消费者服务、纺织服装，分别为-26.4%、-13.7%和-13.5%。

图12：2024年以来零售板块表现情况（截至2024/10/15）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图13：2024年以来30个中信一级行业的涨幅（截至2024/10/15）

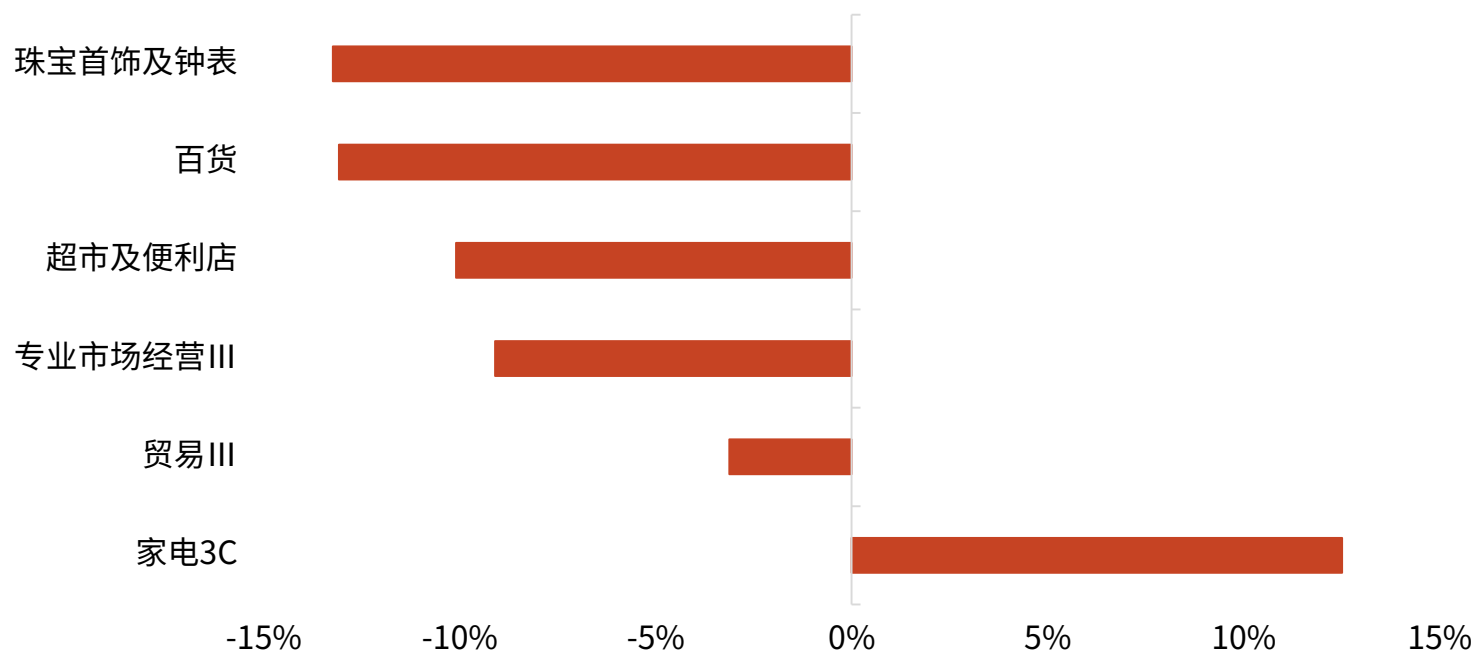


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2024年至今A股零售板块跑输大盘

分板块来看，2024年以来截至10月15日，零售板块子行业中，涨幅排名前三位的子行业分别是家电3C、贸易和专业市场经营，涨幅分别为12.5%、-3.1%和-9.1%。

图14：2024年以来零售子板块表现情况（截至2024/10/15）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

消费者信心仍待提振，消费倾向趋于保守

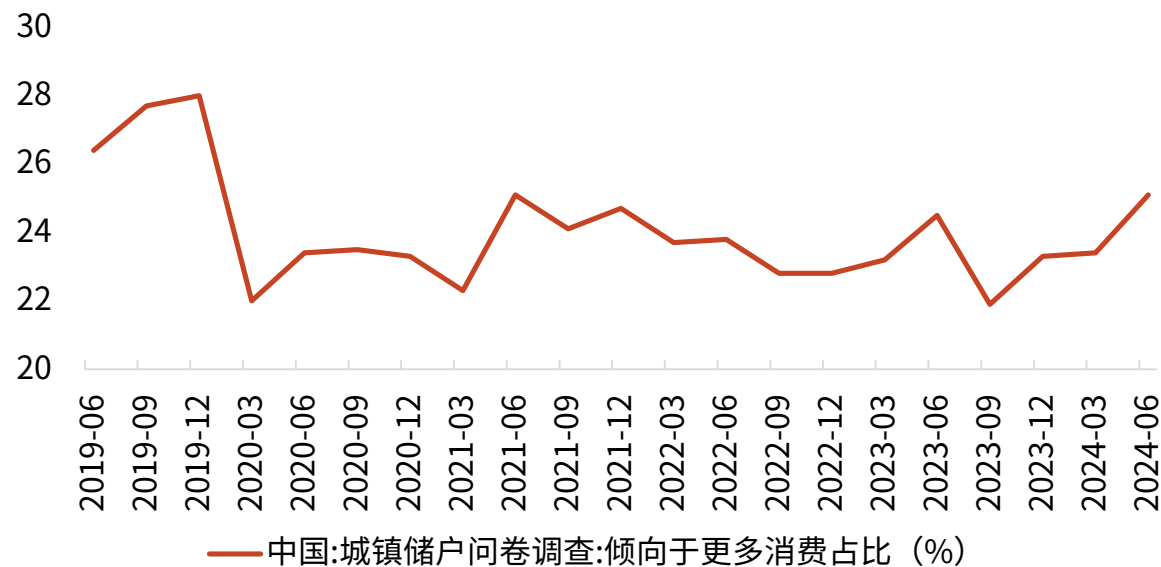
消费者信心仍有提升空间，消费倾向趋于保守。国家统计局数据显示，2024年7月我国消费者信心指数为86.0，低于去年同期的86.4，环比2024年6月的86.2亦进一步下行，仍有较大的提升空间。另一方面，中国人民银行的调查显示，2Q2024受访居民中倾向“更多消费”的占比为25.1%，环比1Q2024的23.4%有所提升，但仍低于2019年同期的26.4%。

图15：消费者信心仍处于低位



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图16：居民消费倾向低于2019年同期



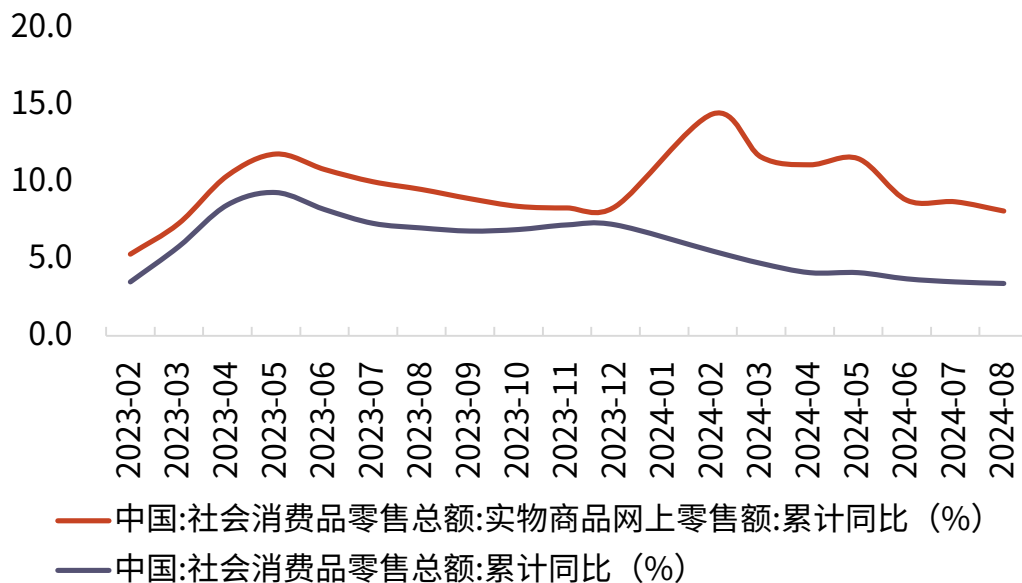
资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

- 社消低位蓄势，企业端仍处调整期
- 线上业态：表现优于大盘，看好线上渠道发展
- 线下业态：表现相对承压，关注兴趣消费场景
- 推荐标的：关注线上渠道/兴趣消费消费场景标的
- 风险分析

线上渠道表现占优，满足消费者多方面需求

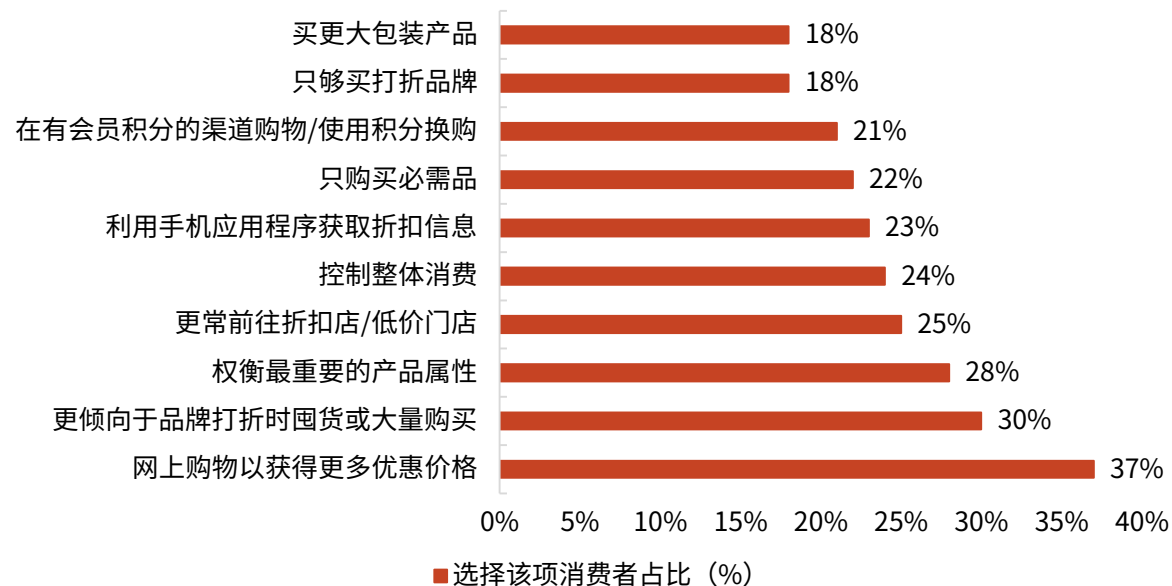
国家统计局数据显示，2024年1-8月我国实物商品网上零售额同比增速为8.1%，高于同期社消零售总额同比增速3.4%，且该趋势自2024年以来持续维持。在消费相对承压的背景下，消费者对性价比、种类等多方面要求更高，线上渠道能更好地满足消费者需求。尼尔森IQ的调查显示，37%的受访者选择在网上购物以获得更多优惠价格，28%的受访者通过权衡产品属性节省开支，而线上渠道为消费者提供更便捷的比较通道。

图17：线上渠道表现优于大盘



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图18：线上渠道满足消费者性价比需求



资料来源：尼尔森IQ，光大证券研究所，统计时间为2024年

本地生活板块：竞争趋缓，美团盈利能力回升

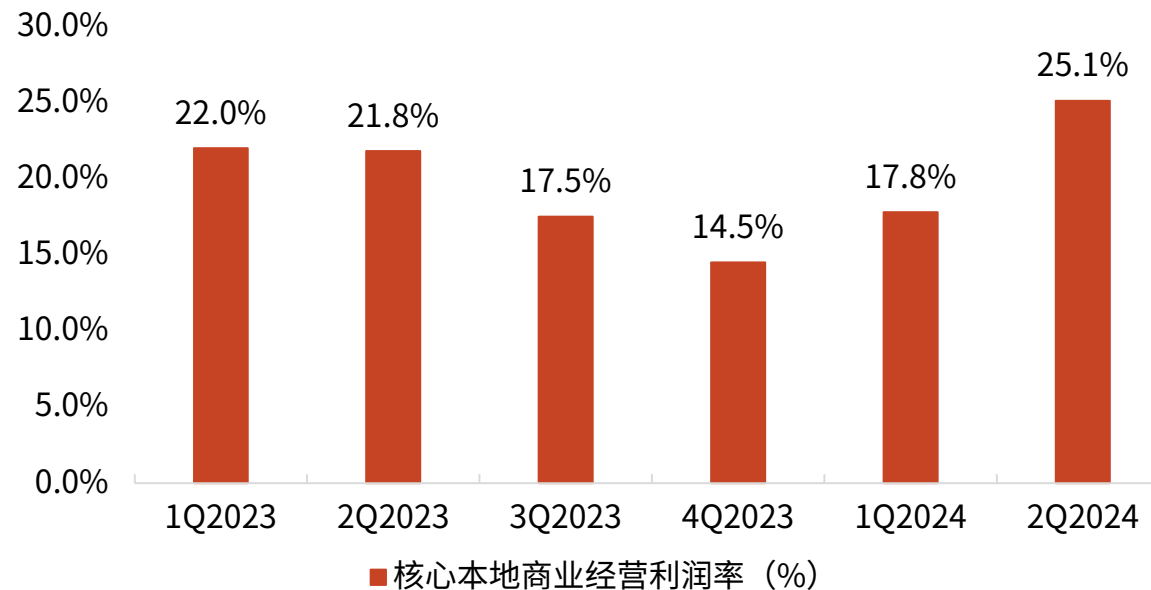
2023年以来，美团与抖音在本地生活领域展开竞争，为应对抖音的业务扩张，美团通过补贴、优惠等各种投入方式来稳固市场份额，推出直播等新形式，从而导致其盈利能力有所下降，3/4Q2023核心本地商业经营利润率分别下降至17.5%/14.5%。进入2024年，随着竞争格局逐渐稳固，竞争投入效率更高，公司盈利能力持续回升，1/2Q2024核心本地商业经营利润率环比持续提升至17.8%/25.1%，展现美团在本地生活领域的壁垒。

图19：美团推出直播新形式



资料来源：美团，光大证券研究所

图20：美团盈利能力有所回升



资料来源：公司公告，光大证券研究所

商品电商板块：理性竞争，健康成长

商品电商方面，阿里巴巴、拼多多等主流电商平台在经历了以低价为核心的一系列竞争后，开始更加注重平台长期发展，建设核心竞争力，避免不理性竞争手段。2024年8月22日，京东、拼多多、阿里巴巴、快手、抖音5家平台在北京联合签署《网络交易合规经营自律公约》，从落实平台责任、消费者权益保护、严禁不正当竞争行为、规范价格行为、政企协同共治五个方面发出倡议。淘宝也优化了“仅退款”策略，对店铺综合体验分大于等于4.8分的商家，平台不会通过旺旺主动介入、支持收货后的仅退款，而是鼓励商家先跟消费者协商。

在竞争趋缓且更加理性的背景下，我们看好后续电商平台的发展，推荐美团-W、阿里巴巴-W、拼多多、京东集团-SW。

图21：五大电商平台签署公约



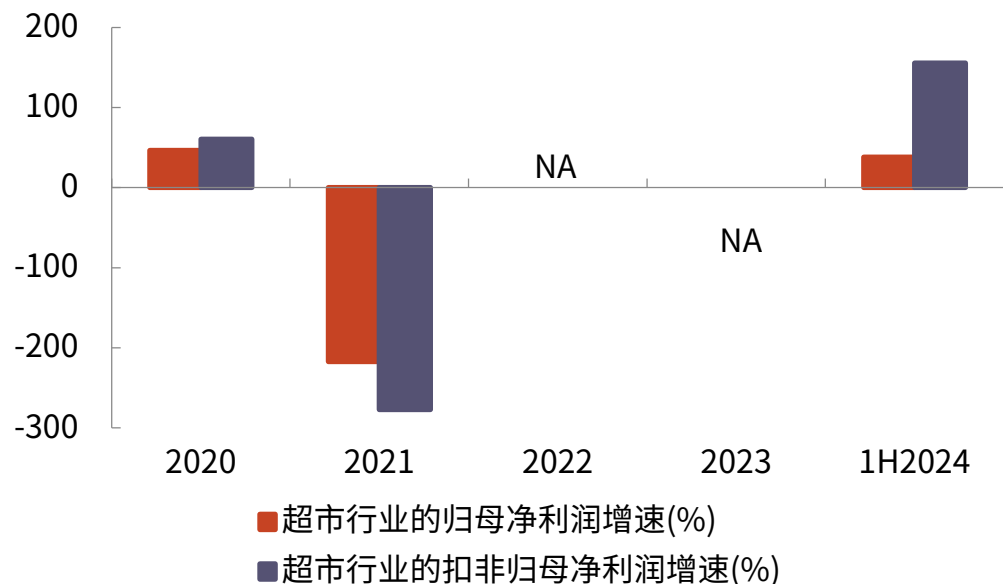
资料来源：腾讯网，光大证券研究所

- 社消低位蓄势，企业端仍处调整期
- 线上业态：表现优于大盘，看好线上渠道表现
- 线下业态：表现相对承压，关注兴趣消费场景
- 推荐标的：关注线上渠道/兴趣消费消费场景标的
- 风险分析

必选品：表现相对稳健，超市数字化转型持续

在整体消费相对承压的背景下，以必选品消费为主的超市业态表现相对好于其他业态。1H2024超市行业上市公司营收同比下降0.71%，归母净利润增长38.16%。在消费渠道更多元化的背景下，超市持续进行数字化转型，拥抱线上渠道。例如中百集团“中百邻里购”自营线上业务平台1H2024销售同比增长144%，“抖音小时达”累计直播时长超4500小时。

图22：超市行业表现相对稳健



资料来源：Wind，光大证券研究所，NA表示因负值无法计算

图23：超市拥抱线上渠道



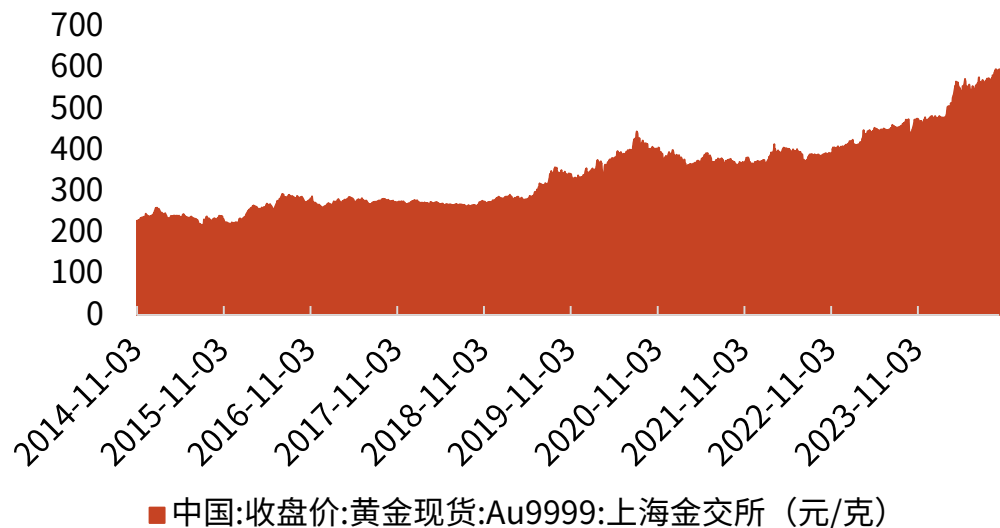
资料来源：中百邻里购小程序，光大证券研究所

可选品：传统业态表现较弱，兴趣消费突出

金价高位抑制消费需求，强调产品文化属性。在经历2024年初的快速上升后，黄金价格在高位持续爬坡。截至2024年10月11日，上金所黄金现货收盘价达到597.30元/克，为近10年最高点。高位的黄金价格导致消费需求受到抑制，影响黄金珠宝零售商表现。另一方面，黄金珠宝零售商持续强化产品力，通过独特的文化属性提升消费者购买意愿。例如周大生将黄金饰品与《千里江山图》、莫高窟等文物结合，推出“国家宝藏国韵”系列；周大福结合传统红色色调与“福”字推出传福系列等等。

尽管短期金饰需求受到抑制，但长期而言我们仍看好黄金“悦己+保值”的双重属性，持续关注黄金珠宝零售商发展。

图24：金价仍处较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

图25：黄金珠宝饰品文化属性提升



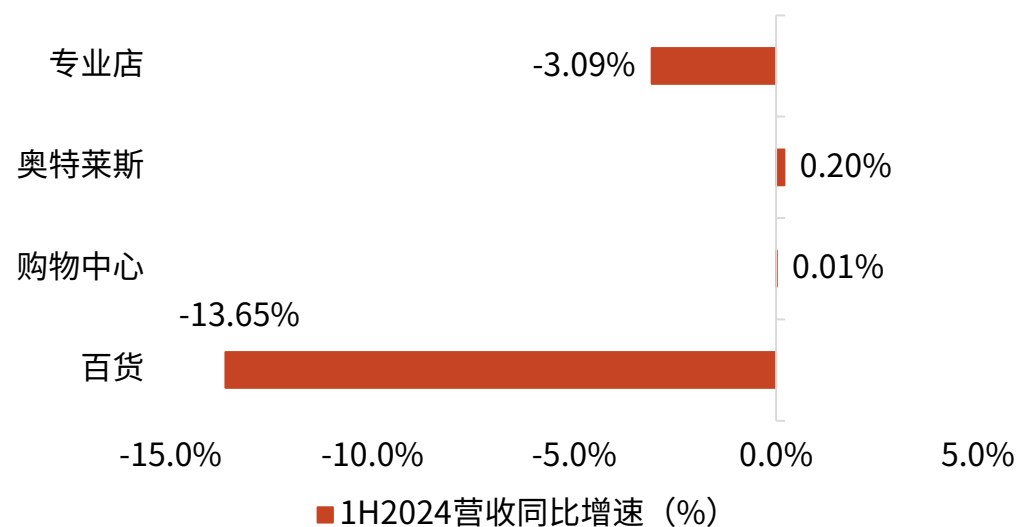
资料来源：周大福、周大生公司公告，光大证券研究所

可选品：传统业态表现较弱，兴趣消费突出

传统购百业态表现欠佳，高端酒水价格承压。受整体消费偏弱的影响，可选品消费表现承压，对应以可选品为主要消费类别的购百业态表现较弱。例如百货龙头王府井1H2024百货、购物中心、奥特莱斯、专业店业态营收分别同比变化-13.65%/0.01%/0.20%/-3.09%。另一方面，高端酒水价格也呈现下行趋势，影响酒水经销商业绩表现。国家发改委数据显示，2024年3月52度高档500ml白酒价格为1220.85元/瓶，自2023年5月以来持续下行。

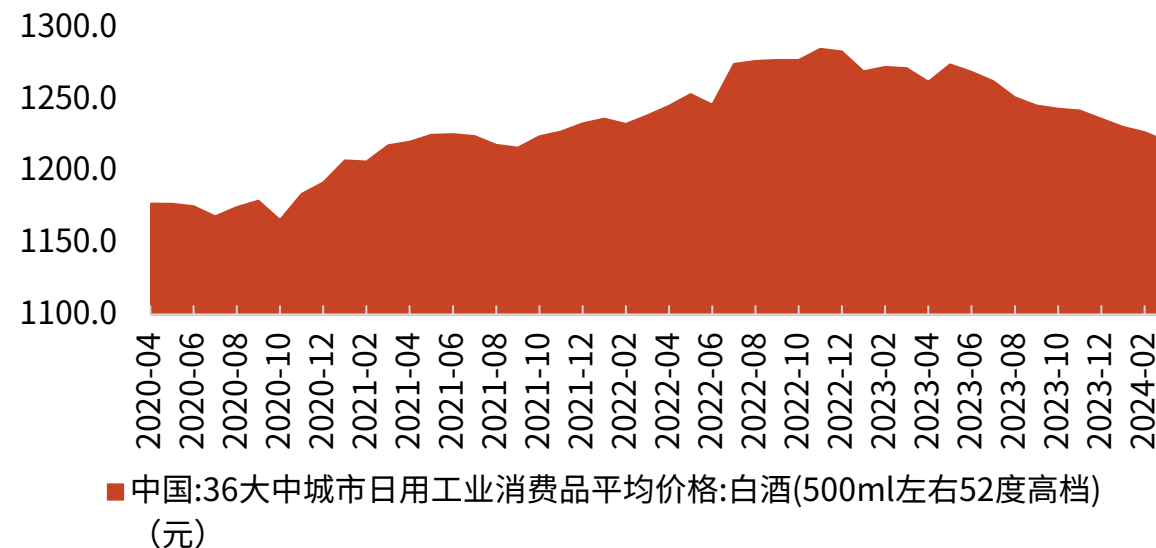
可选消费的支出受消费者意愿与信心影响较大，展望未来，我们期待政策支持和消费者信心修复推动相关业态表现改善。

图26：王府井购百业态表现承压



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图27：高端酒水价格呈现下行趋势

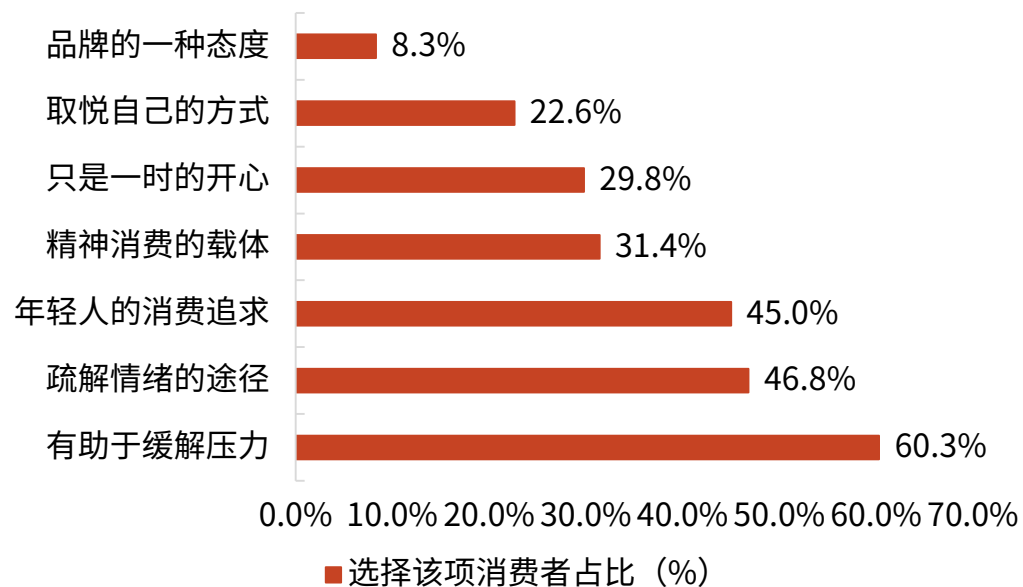


资料来源：Wind，光大证券研究所

可选品：传统业态表现较弱，兴趣消费突出

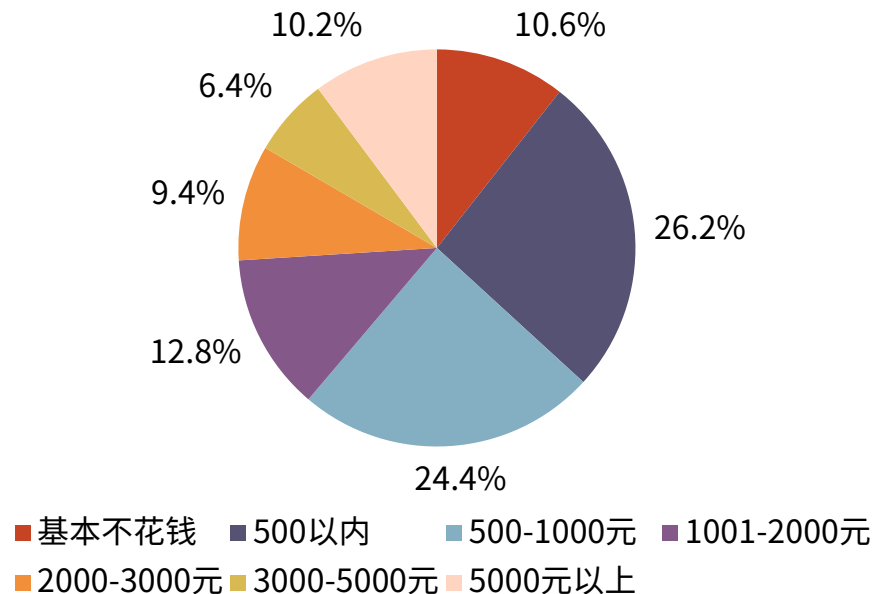
消费者更注重消费自我满足，兴趣消费当道。在消费观念更加注重性价比的同时，个人爱好、情绪价值等多方面因素也更加被消费者看重，情绪消费受到消费者认可。知萌咨询的调查显示，60.3%的受访消费者认为情绪消费有助于缓解压力，46.8%受访者认为情绪消费是疏解情绪的途径。同时，Soul针对Z世代的调查显示，89.4%的受访者每月会为兴趣爱好花钱，其中10.2%的受访者每月兴趣爱好消费在5000元以上。随着Z世代消费能力的提升，兴趣消费仍有较大空间。

图28：消费者对情绪消费态度正面



资料来源：知萌咨询，光大证券研究所，统计时间为2024年

图29：Z世代愿意为兴趣爱好买单



资料来源：Soul研究院，光大证券研究所，指标为每月为兴趣爱好消费金额在该区间的受访者占比，调查时间为2024年

可选品：传统业态表现较弱，兴趣消费突出

建议关注兴趣消费相关业态。尽管整体消费承压，但线下零售商仍通过兴趣消费来吸引消费者，二次元、IP联名等满足情绪需求的商品受到消费者欢迎。例如名创优品推出一系列IP联名产品，并于3月29日在上海静安大悦城举办的Chiikawa主题快闪，单店10小时销售268万元；百联推出ZX创趣场，专注二次元文化，2023年1月开业以来累计超过1500万人次，销售额超5亿元。

我们看好兴趣消费业态的发展，推荐国内头部潮流生活家居零售商名创优品。

图30：名创优品联动Chiikawa快闪



资料来源：第一财经，光大证券研究所

图31：百联ZX创趣场专注二次元文化



资料来源：中商资讯，光大证券研究所

- 社消低位蓄势，企业端仍处调整期
- 线上业态：表现优于大盘，看好线上渠道表现
- 线下业态：表现相对承压，关注兴趣消费场景
- **推荐标的：关注线上渠道/兴趣消费消费场景标的**
- 风险分析

我们推荐：

- 1) 美团-W (3690.HK)：盈利能力持续向好，闪购业务发展较快；
- 2) 阿里巴巴-W (9988.HK)：进入港股通，基本面筑底回暖；
- 3) 拼多多 (PDD.O)：提出投入百亿资源，扶持优质商家和产业带；
- 4) 京东集团-SW (9618.HK)：深化品牌战略合作，大商超和物流增速较快；
- 5) 名创优品 (9896.HK)：国内稳健扩张，期待下半年海外旺季表现。

美团-W：盈利能力持续向好，闪购业务发展较快

- 美团是本地生活电商龙头，用科技连接消费者和商家，坚持“零售+科技”战略，以“帮大家吃得更好，生活更好”为使命。
- 2Q2024公司核心业务经营利润率达25.1%，同比提升3.35pct。即时配送交易笔数为61.67亿笔，同比增长14.2%。
- 分业务看，餐饮外卖业务方面，2Q2024美团拼好饭供给侧持续优化，降低拼单门槛，拼好饭用户留存及下单频次同比提升显著，二季度拼好饭单日订单量峰值突破800万单；餐饮品牌方面，美团继续与更多餐厅合作拓展“品牌卫星店”，为消费者提供低价且优质的选择。
- 闪购业务维持较快增长，2Q2024美团闪购与多个品类的头部品牌达成深度合作，引入大量品牌门店入驻，同时“美团闪电仓”拓展到了更多地区，自营酒水即时零售品牌“歪马送酒”持续扩张，医药品类在部分城市开通了非处方药在线医保支付渠道。
- 到店酒旅业务方面，2Q2024订单量同比增长超过60%，年度交易用户及年度活跃商家数量均创历史新高。2Q2024推出新产品“美团团购”，同时在试点城市将“神会员”体系扩展到到店酒旅的更多品类，并于7月进一步在全国范围推出。此外，美团推出到店餐饮“秒提”服务。消费者可以同时完成在线下单和验券，避免了在线下花费时间验券和排队。酒旅方面，美团推出“住+X”套餐，帮助商家交叉销售其他服务。
- 新业务方面，2Q2024美团优选亏损环比、同比均大幅收窄，小象超市在商品、运营和履约方面也取得显著进展，效率不断提升。

美团-W：盈利能力持续向好，闪购业务发展较快

- **业绩表现：**1H2024实现营业收入1555.27亿元，同比增长22.87%，实现本公司股东应占溢利167.20亿元，同比增长107.81%；实现经调整净利润210.95亿元，同比增长60.40%。单季度拆分来看，2Q2024实现营业收入822.51亿元，同比增长21.02%，实现本公司股东应占溢利113.52亿元，同比增长142.16%，实现经调整净利润136.06亿元，同比增长77.63%。
- **推荐逻辑：**1) 公司餐饮外卖业务发展稳定向好，竞争壁垒较高。2) 公司到店酒旅业务与抖音竞争态势趋缓，盈利能力有所改善，核心竞争力逐渐凸显。3) 公司闪购业务发展较为迅速，有利于拓宽公司服务边界。4) 公司新业务减亏幅度较大，有利于进一步改善公司盈利水平。
- **盈利预测和评级：**我们维持对公司2024/2025/2026年股东应占溢利的预测325.07/425.06/540.08亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业内竞争加剧，直播电商冲击影响超预期，新业务减亏不及预期。

表1：美团-W盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万）	219,955	276,745	332,286	387,773	448,113
营业收入增长率(%)	22.79%	25.82%	20.07%	16.70%	15.56%
公司股东应占溢利（百万）	-6,686	13,856	32,507	42,506	54,008
经调整净利润（百万）	2,827	23,253	41,623	51,325	62,528
GAAP EPS（元人民币）	-1.09	2.22	5.34	6.99	8.88
PE（GAAP）	NA	70	29	22	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-15，汇率按1HKD=0.91CNY换算

阿里巴巴-W：进入港股通，基本面筑底回暖

- 阿里巴巴是国内电商领域的先行者，借助其在电商领域的优势迅速扩大业务，成为集电商、物流、云计算、数字媒体及娱乐等多个领域于一体的大型互联网公司。
- 分业务看，2024年4月淘天集团推出了一款新的AI驱动全平台市场营销工具“全站推广”，具备自动出价、优化目标人群定位和效果广告牌可视化功能，有望提高商家市场营销投入及改善其市场营销效率。1QFY2025（2Q2024，下同）淘天集团实现在线GMV同比高单位数增长和订单量同比双位数增长，88VIP会员数量持续同比双位数增长，超过4,200万。
- 云智能集团方面，1QFY2025云智能集团收入同增6%，其中AI相关产品收入实现三位数同比增长，阿里云已获明确认可为中国首选的用于AI训练和应用的云服务提供商。2024年巴黎奥运会上，阿里云的技术通过云基础设施实现远程视频制作和传输，在奥运史上首次代替卫星成为主要的传输方式。三分之二的转播商使用阿里云在全球实时传输奥运直播信号，覆盖数十亿观众。
- 国际数字商业集团方面，1QFY2025国际数字商业集团收入同增32%，其中速卖通和Trendyol平台加大对欧洲和海湾地区等特定市场的投入，速卖通与巴西领先零售商Magazine Luiza建立合作关系。此外，1QFY2025 Choice业务的单位经济效益环比显著改善。
- 菜鸟集团方面，1QFY2025菜鸟集团收入同增16%，主要由跨境物流履约解决方案收入增长所带动。
- 本地生活服务集团方面，1QFY2025本地生活服务集团运营效率持续改善，业务规模继续提升，亏损同比大幅收窄。
- 大文娱集团方面，1QFY2025大文娱集团收入同增4%，主要由其演出赛事在线票务平台的GMV及收入增长所带动。
- 股东回报方面，1QFY2025阿里巴巴以58亿美元的总价回购总计6.13亿股普通股（相当于7,700万股美国存托股），包括于2024年5月23日可转换票据发行同时透过非公开市场交易回购的约12亿美元的美国存托股。

阿里巴巴-W：进入港股通，基本面筑底回暖

- **业绩表现：** 1QFY2025实现营业收入2432.36亿元，同比增长3.88%，实现归属于普通股股东净利润242.69亿元，同比减少29.31%，对应摊薄EPS为1.24元，实现非公认会计准则净利润406.91亿元，同比减少9.42%。
- **推荐逻辑：** 1) 公司于2024年9月10日正式进入港股通，市场关注度提升。2) 公司作为电商龙头平台，电商生态和商户供给完善，优势品类竞争壁垒较强。3) 公司组织架构和管理层调整基本完成，未来发展策略逐步明晰，盈利能力有望持续改善。4) 公司账上现金充裕，重视股东回报。
- **盈利预测和评级：** 我们维持对公司FY2025/FY2026/FY2027归属于普通股股东净利润的预测854.49/907.02/945.62亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 新业务发展不及预期，业内竞争加剧，直播电商冲击。

表2：阿里巴巴-W盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万元）	868,687	941,168	1,017,326	1,089,116	1,159,491
营业收入增长率(%)	1.83%	8.34%	8.09%	7.06%	6.46%
GAAP归母净利润（百万元）	72,509	79,741	85,449	90,702	94,562
GAAP净利润同比增速（%）	16.92%	9.93%	6.80%	6.15%	4.26%
Non-GAAP净利润（百万元）	141,379	157,479	163,041	168,081	172,009
Non-GAAP净利润同比增速（%）	3.66%	11.39%	3.53%	3.09%	2.34%
EPS（元）	3.42	3.91	4.46	4.73	4.94
PE	23	20	19	18	18

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-10-15，汇率按1HKD=0.91CNY换算

拼多多：提出投入百亿资源，扶持优质商家和产业带

- 拼多多是国内龙头电商之一，以性价比为自身主要竞争优势，出海业务TEMU发展打开公司第二增长曲线。
- 拼多多逐渐完善平台商户生态，第二季度财报电话会议上，公司表示将投入100亿扶持新质商家。自2024年8月中旬，拼多多“百亿减免”先后推出多项重磅减免举措，持续推动平台及农产区、产业带转向高质量发展。具体举措如下：
 - 1、商家参与站内活动产生的商品订单，用户发起退款后，平台将向商家全额返还0.6%的技术服务费；
 - 2、先用后付技术服务费降至0.6%，并从先用后付活动订单扩大至所有订单；
 - 3、推广服务费开通退返权益，消费者在发货前全额退款的订单，以红包形式自动返还商家推广软件服务费，且无需商家发起申诉；
 - 4、店铺基础保证金从1000元下调到500元，首批已覆盖70个类目；
 - 5、开通绿色通道，成立专项售后服务团队，升级商家售后服务体系，全面支持商家对异常订单、恶意投诉订单、消费者负向体验订单等进行申诉，商家申诉成功后将由平台对相关订单进行赔付，并不再限定商家的申诉次数；
 - 6、免除商家偏远地区物流中转费，商家只需将订单发送至中转仓，中转仓二次发货至新疆、内蒙古等偏远地区的物流中转费，全部由平台承担。

拼多多：收入增速持续领跑，TEMU出海业务发展顺利

- **业绩表现：** 1H2024实现营业收入1838.72亿元，同比增长104.49%，实现GAAP归母净利润600.07亿元，同比增长182.93%；实现Non-GAAP归母净利润650.34亿元，同比增长156.08%。单季度拆分来看，2Q2024实现营业收入970.60亿元，同比增长85.65%，实现GAAP归母净利润320.09亿元，同比增长144.20%；实现Non-GAAP归母净利润344.32亿元，同比增长125.50%。
- **推荐逻辑：** 1) 国内主站性价比心智壁垒较强，具有一定核心竞争力。2) TEMU出海业务发展顺利，有利于打开公司第二成长曲线。3) 多多买菜模型跑通，和主站有一定协同效应。
- **盈利预测和评级：** 我们维持对公司2024/2025/2026年GAAP归母净利润的预测1263.48/1844.46/2474.26亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 业内竞争加剧，多多买菜和TEMU进展不及预期，直播电商冲击。

表3：拼多多盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	130,558	247,639	421,284	596,257	773,596
营业收入增长率	39%	90%	70%	42%	30%
GAAP归母净利润（百万元）	31,538	60,027	126,348	184,446	247,426
GAAP归母净利润增速（%）	306%	90%	110%	46%	34%
Non-GAAP归母净利润（百万元）	39,530	67,899	134,327	192,425	255,405
Non-GAAP归母净利润增速（%）	186%	72%	98%	43%	33%
EPS（GAAP，元）	5.97	10.91	22.74	33.20	44.54
P/E	38	21	10	7	5
P/B	10.2	6.7	3.9	2.5	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2024-10-15，美元汇率按1美元=7.1人民币计算，1ADR=4股普通股

- 京东集团是国内电商龙头之一，分为自营和平台两种经营模式，以3C家电为优势品类。
- 分业务看，2Q2024京东零售集团与小米、联想、OPPO等多家品牌签订战略合作协议，将围绕智能产品、智能供应链和AI技术融合等多方面深化战略合作。京东已与上述品牌方确立未来三年的销售目标，将共建共融，发挥各自优势，开拓市场增长新空间。2Q2024高奢服饰品牌盟可睐MONCLER、美国生活方式奢侈品牌alexanderwang等正式入驻京东平台。同时，京东与全球最大的时尚零售集团之一Inditex爱特思集团达成战略合作，Massimo Dutti成为其旗下首个入驻京东的品牌。
- 京东健康方面，2Q2024多家药企的新特药在京东健康平台实现首发上线，包括兴齐眼药、赛诺菲及金赛药业等。此外，6月京东健康售出了国内首单阿尔茨海默病靶向药乐意保。
- 京东物流方面，2Q2024京东物流在网络布局、基于算法的车辆调度能力、产品结构方面持续进行优化，实现降本增效，盈利水平显著改善。
- 分产品看，1H2024公司商品收入同比增长3.0%，其中：电子产品及家用电器商品收入同比下滑0.3%，日用百货商品收入同比增长8.6%；1H2024公司服务收入同比增长7.5%，其中：平台及广告服务收入同比增长2.7%，物流及其他服务收入同比增长10.7%。
- 股东回报方面，2Q2024京东集团回购共计136.8百万股A类普通股（相当于68.4百万股美国存托股），总额为21亿美元。1H2024京东集团回购共计224.3百万股A类普通股（相当于112.2百万股美国存托股），总额为33亿美元。

京东集团-SW：深化品牌战略合作，大商超和物流增速较快



- **业绩表现：**1H2024实现营业收入5514.46亿元，同比增长3.87%，实现GAAP归母净利润197.74亿元，同比增长53.98%，实现Non-GAAP口径下归母净利润233.59亿元，同比增长44.66%。单季度拆分来看，2Q2024实现营业收入2913.97亿元，同比增长1.20%，实现GAAP归母净利润126.44亿元，同比增长92.13%，实现Non-GAAP口径下归母净利润144.60亿元，同比增长68.98%。
- **推荐逻辑：**1) 平台生态和商户供给不断完善，利于提升消费者购物体验。2) 组织架构调整后，大商超品类增长较快，利于改善公司毛利率水平。3) 京东物流运营效率不断优化，盈利能力不断改善。
- **盈利预测和评级：**我们维持对公司2024/2025/2026年Non-GAAP归母净利润的预测435.41/498.88/545.87亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**消费意愿和信心恢复进程不及预期，业内竞争加剧。

表4：京东集团-SW盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	10,462	10,847	11,416	12,012	12,595
营业收入增长率	9.95%	3.67%	5.25%	5.22%	4.86%
GAAP归母净利润（百万元）	10,380	24,167	35,239	41,686	46,385
Non-GAAP归母净利润（百万元）	28,220	35,200	43,541	49,888	54,587
GAAP EPS（元）	3.26	7.60	11.07	13.09	14.57
P/E	45	19	13	11	10
P/B	2.2	2.0	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2024-10-15，汇率按1HKD=0.91CNY换算

名创优品：国内稳健扩张，期待下半年海外旺季表现

- 名创优品是国内生活家居潮流零售头部企业，主要以线下门店开展各种生活家居用品以及IP产品等兴趣消费产品的销售。
- 1H2024中国业务收入为50.3亿元，同比增长17.2%，主要得益于：1) 中国的名创优品门店平均门店数同比增长16.0%，同店销售为去年同期的98.3%，带动来自名创优品中国线下门店的收入同比增长16.5%；2) TOP TOY的平均门店数同比增长，且同店销售同比增长13.6%，带动来自TOP TOY的收入同比增长37.9%。
- 1H2024国际业务收入27.3亿元，同比增长42.6%，占总收入比例达到35.2%。国际业务收入增长主要得益于海外平均门店数量同比增加21.8%与海外同店销售同比增长16.3%。
- 1H2024公司综合毛利率为43.69%，同比上升4.10个百分点。单季度拆分来看，2Q2024公司综合毛利率为43.95%，同比上升4.10个百分点。公司毛利率同比高增主要由于：1) 海外方面直营市场持续快速发展；2) 国内业务方面，公司的IP战略和产品升级持续发力，同时TOP TOY产品优化助力毛利率提升。
- 1H2024公司期间费用率为25.54%，同比上升5.30个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为19.62%/5.39%/0.52%，分别同比变化+4.83/+0.24/+0.23个百分点。2Q2024公司期间费用率为26.71%，同比上升6.63个百分点，其中销售/管理/财务费用率分别为20.47%/5.63%/0.61%，分别同比变化+5.74/+0.57/+0.32个百分点。销售费用率提升主要是因为海外直营业务发展，1H2024海外直营门店收租金、折旧摊销、人工等费用同比增长82.7%。

名创优品：国内稳健扩张，期待下半年海外旺季表现




- **业绩表现：**1H2024实现营业收入77.6亿元，同增25.0%，实现公司权益股东应占利润11.7亿元，对应基本EPS为0.94元，同增17.5%；实现经调整净利润12.4亿元，同增17.8%。单季度拆分来看，2Q2024实现营业收入40.4亿元，同增24.1%，实现公司权益股东应占利润5.9亿元，同增9.0%；实现经调整净利润6.2亿元，同增9.4%。
- **推荐逻辑：**1) 国内变现稳健，下半年新品上线结合O2O等新渠道稳固同店表现。2) 海外上半年加速开店，有望在下半年旺季带来超预期表现。3) 公司持续执行回购计划，提升股东回报。
- **盈利预测和评级：**我们维持对公司2024/2025/2026年权益股东应占利润的预测26.6/33.0/40.3亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店拓展不及预期，客流恢复不及预期，消费恢复进程不及预期。

表5：名创优品盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,925	13,838	17,055	20,415	23,058
营业收入增长率（%）	-2.0%	39.4%	23.2%	19.7%	12.9%
权益股东应占利润（百万元）	1,066	2,253	2,659	3,295	4,027
权益股东应占利润增长率（%）	NA	111.5%	18.0%	23.9%	22.2%
EPS（元）	0.88	1.41	2.11	2.62	3.20
ROE（摊薄）	13.6%	24.7%	22.6%	21.8%	21.0%
P/E	35	22	15	12	10

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间2024-10-15，汇率按1HKD=0.91CNY换算

- 社消低位蓄势，企业端仍处调整期
- 线上业态：表现优于大盘，看好线上渠道表现
- 线下业态：表现相对承压，关注兴趣消费场景
- 推荐标的：关注线上渠道/兴趣消费消费场景标的
- 风险分析

-  **宏观经济增速和居民收入增速未达预期。**宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。
-  **地产后周期影响部分细分行业收入增速。**家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、专业市场经营行业可能受较大负面影响。
-  **渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。**线上线下渠道变革的逐步推广对现有商业模式将造成一定冲击，转型或提出应对举措较慢的公司，在这一变革周期中的经营情况也可能会受到负面影响。

衷心 感谢

光大证券研究所



商贸零售研究团队

分析师：姜浩

📄 执业证书编号：S0930522010001

☎ 电话：021-52523680

✉ 邮件：jianghao@ebscn.com

分析师：梁丹辉

📄 执业证书编号：S0930524070007

☎ 电话：021-52523820

✉ 邮件：liangdanhui@ebscn.com

分析师：田然

📄 执业证书编号：S0930523050001

☎ 电话：021-52523799

✉ 邮件：tianran@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。