

## “五一”消费热情高涨，消费品零售行业一季度稳健复苏，维持推荐优质标的——4月行业动态报告

### 核心观点

#### ● 最新观点：

2023年年初至4月底我们定义的零售指数为-19.98%，跑输沪深300（0.26%），跑赢新零售指数（-53.41%），上年末开始的反弹幅度明显优于上述两项指数。零售行业总体表现与PE变化趋势较为契合，PS和PB整体保持稳定，但PE持续下行。当前行业的PE/PS/PB分别处于2010年年初至今的10%/68.8%/4.2%百分位点，其中PE仍处于低估值区间，其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善，加权平均后影响行业整体PE水平。

**从政策层面来看**，全国开展多样促消费活动，国家持续推进扩大内需战略，多次在会议上强调促进消费的重要性。第三届中国国际消费品博览会顺利闭幕。政治局会议对23年1-4月国内经济运行状况进行了准确、客观的评价，指出了我国经济目前处于向上区间但动力主要来源于疫后恢复，但内生动力还不强，需求不足的问题仍然存在，预计后期仍会通过多种手段刺激消费。

**从行业层面来看**，4月初的清明假期时间较短同时自身具有传统的返乡祭祀属性，娱乐游玩的偏好相对其他节假日较弱，结合今年具体数据来看，清明消费相较去年大幅回暖，与疫前相比亦录得较大幅度的正增长。全国各地“五一”假期消费表现亮眼，增速与去年同期相比明显回升，与春节假期相比增速表现同样更加优异。居民消费需求迎来释放，预计上半年社消增速在“五一”假期消费强势复苏的助力下进一步向疫前水平靠拢。我们预期2023年零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，未来社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

**从市场层面来看**，2022年业绩表现为亏损的趋势，原因为受疫情因素影响，线下门店被迫暂停营业，各种销售渠道受阻，销售规模大幅度削减；消费者信心不足，需求减少；宏观经济增长放缓，公司外部环境承压；国际环境不稳定导致原材料成本提高影响公司净利润。2023年一季度营收同比增长，但仍未恢复到疫前水平。其中，超市板块对应消费品类为必选消费品，电商及代运营板块对应渠道为线上渠道，虽在疫情期间表现出较好的抗压能力，但在疫后复苏中恢复弹性明显不足，营收表现承压；购百板块修复并不明显，对比疫前均值水平仍下滑超过50%，后续仍存有巨大修复空间；化妆品板块保持营收规模较大的水平，但增速显著放缓；个护板块营收规模同样较大，但增速保持低迷；珠宝首饰板块表现亮眼，营收规模持续扩大，增速明显突破前期均值，达到近八年来第二高水平。总的来看，化妆品板块、个护板块、珠宝首饰板块在疫情影响年份以及疫后复苏首年穿越周期，表现较好。

● **投资建议：**维持全渠道配置的逻辑不变，推荐重点关注零售渠道类天虹百货（002419.SZ）、王府井（600859.SH）、永辉超市（601933.SH）、家家悦（603708.SH）、红旗连锁（002697.SZ）、华致酒行（300755.SZ）、豫园股份（600655.SH）、周大生（002867.SZ）、老凤祥（600612.SH）、中国黄金（600916.SH）；以及消费类品的上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、贝泰妮（300957.SZ）、水羊股份（300740.SZ）、可靠股份（301009.SZ）、豪悦护理（605009.SH）、稳健医疗（300888.SZ）、百亚股份（003006.SZ）。

● **风险提示：**政策推行效果不及预期的风险；消费者信心不足的风险；行业竞争加剧的风险。

## 零售行业

**推荐 维持评级**

#### 分析师

甄唯萱

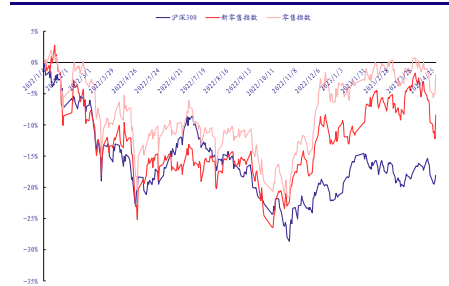
☎：(8610) 80927651

✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

#### 行业数据

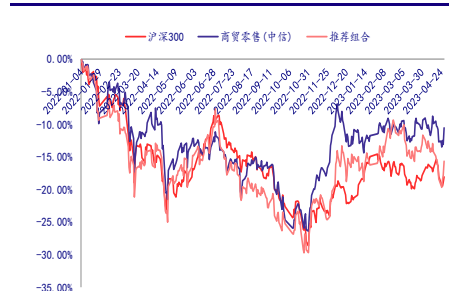
2023.05.05



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 核心组合表现

2023.05.05



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

【银河消费品零售】行业动态报告-“促消费”依旧为政策关键词，短期内积极期待行业内优质标的财报表现-20230306

【银河消费品零售】行业动态报告-积极期待一月内元旦、春节“双节”消费表现，维持推荐优质消费品零售标的-20221229

【银河消费品零售】动态报告-聚焦平台与品牌“双十一”销售成绩单，维持推荐经营稳定的优质消费品零售标的-20221103

【银河消费品零售】动态报告-中秋与国庆节将至，关注“消费季”活动叠加节假日效应带来的消费恢复-20220909

## 目 录

一、零售行业景气度逐步恢复至疫情前水平，2023Q1 零售市场增速呈现企稳向好的迹象.....	4
(一) 消费是个与经济同周期的行业 .....	4
(二) 2023Q1 社消累计增长 5.8%，未来有望进一步向前期增长趋势靠拢 .....	5
1. 2023Q1 社消增速明显改善，积极趋势有望延续.....	5
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待 .....	6
3. 规模以上零售商抗风险能力更强，维持经营优势明显 .....	7
4. 人均可支配收入稳步上涨，消费者信心逐渐回升，购买力攀升 .....	8
二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展.....	9
(一) 线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段 .....	9
(二) 线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定 .....	10
(三) 行业财务分析：疫情拖累 2022 年行业规模出现波动，业绩表现仍未恢复疫情前水平，短期 ROE 表现承压 .....	12
(四) “新零售”拉开数字化科技驱动大幕，“科创板”将重新定义未来零售.....	14
三、零售行业当前存在的问题及建议 .....	15
四、零售行业在资本市场中的表现 .....	17
(一) 零售行业公司跑赢整体市场与新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平 .....	17
(二) 市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持 .....	18
五、投资建议.....	20
(一) 五月配置建议 .....	20
(二) 核心关注组合表现回顾 .....	22
六、风险提示.....	24

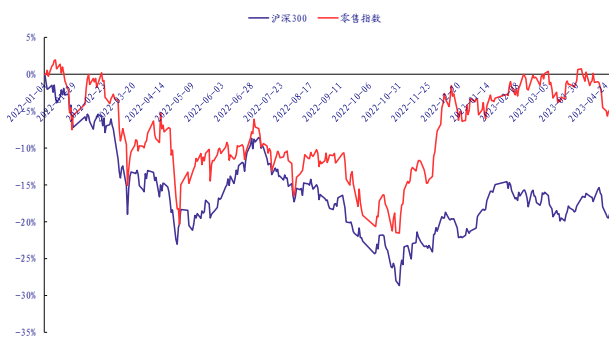
## 行业导语

零售行业在于向最终消费环节的购买者提供所需的商品或者服务，全产业链需要联合中游的交通运输物流将上游的农业工业产品逐步传导到消费者的手中。零售行业的重要性主要体现在以下几个方面中：首先，在拉动 GDP 增长的三驾马车中，除了消费会通过零售行业直接得以实现，投资和进口的部分也会逐步转化成销售额，间接的通过零售渠道展现价值；目前居民消费支出在国家总体 GDP 中占比极高，对于国民经济发展具有重大的影响力，社会经济发展和的和谐与否会首先表现在消费品流通市场中体现。

其次，消费零售行业作为一个劳动密集型行业，自身因为门店分散、渠道繁多、进入门槛低，对于人力的需求数量要求较高，对一个国家和地区的劳动就业也具有巨大贡献，社会劳动力得以相应的发展；此外，零售行业与居民的生活息息相关，零售的多业态发展与消费者多层次、多元化的消费需求相匹配，零售行业的发展与变革不仅仅是消费水平的提升，也是居民生活质量和生活方式的改变与进步。未来，随着经济水平以及居民消费水平的不断改善，消费者结构主力军更替交换，零售行业会与消费需求的改变共同发展。

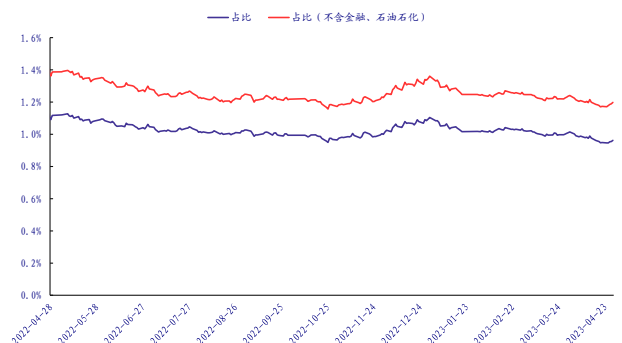
我们参照当前的中信行业分类，覆盖现有的一般零售、专营连锁、电商及服务、专业市场经营分类下的上市公司（仅包含 A 股），构建零售指数。目前 A 股共有零售行业上市公司 100 家，最新市值（2023.04.28）全市场市值比重为 0.96%，扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 1.20%。美股中零售贸易分类（不含餐饮）共有上市公司 129 家，其中亚马逊占比零售行业市值的 9.72% 左右，市值达到 1545 亿美元，对应 2022 年总营收 5139.83 亿美元；中国零售板块的市值龙头为永辉超市，其市值占比零售板块比例为 3.37%，对应市值为 310.37 亿元人民币，2022 年营收 900.91 亿元人民币。

图 1：零售指数与上证综指的走势变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势



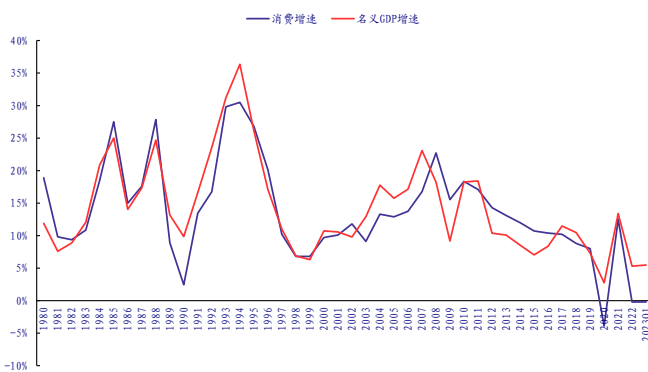
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 一、零售行业景气度逐步恢复至疫情前水平，2023Q1 零售市场增速呈现企稳向好的迹象

### (一) 消费是个与经济同周期的行业

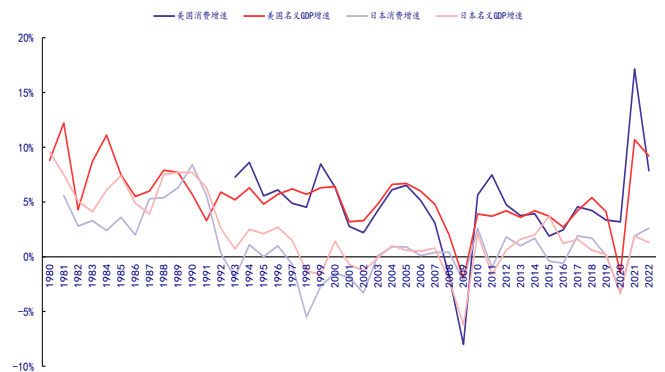
对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出，即使在疫情的影响之下，两者出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

图 3：中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势

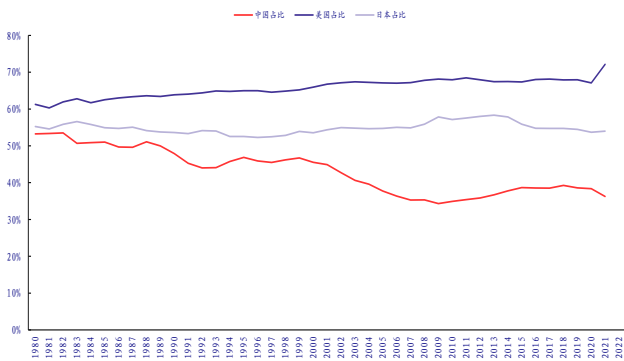


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们认为消费增速和 GDP 指标可以表现为相似的周期变动主要受到以下两个方面因素的影响：

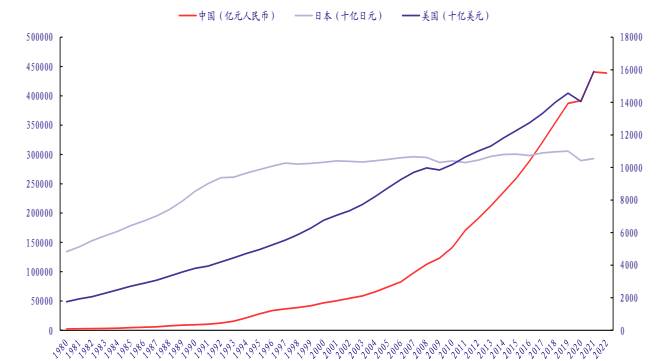
1. 居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。受疫情影响，我国居民消费支出规模增幅放缓，美日略有下滑，后疫情下，2021 年消费支出同比显著上升，并在总体 GDP 的占比依旧保持稳定，进一步验证了二者的同周期属性。

图 5：中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



2. 人口对于经济发展和消费带来的影响结果相似：其数量的不断扩张不仅是劳动力和生产力水平上升的基础，同时也是消费需求扩张的必要条件之一；近年来人口结构变化所带来的影响更为受到关注，老龄化趋势的加重一方面可能会拉低经济增长的潜力，另一方面会改变原有的消费能力水平和偏好。

## （二）2023Q1 社消累计增长 5.8%，未来有望进一步向前期增长趋势靠拢

### 1. 2023Q1 社消增速明显改善，积极趋势有望延续

从消费品零售数据来看，2023 年一季度实现社会消费品零售总额 11.49 万亿元，同比名义增长 5.80%。其中，限额以上单位消费品零售额 4.37 万亿元，同比增长 4.80%；除汽车以外的消费品零售额为 10.41 万亿元，同比增长 6.80%。

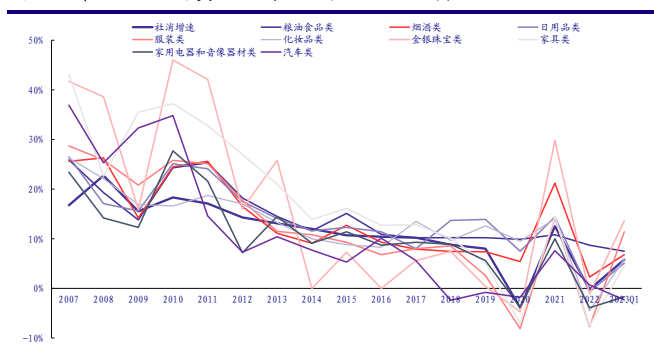
2023 年 3 月增速表现明显环比开年头两月出现改善提升。2022 年同期（一季度内）社消增速呈现出前高后低的趋势，3 月开始的疫情反复对整体消费形成拖累，单月社消增速步入负增长区间并在 4 月增速进一步下行，考虑到基数影响，2023 年一季度内加速恢复的增长表现符合预期，且下月增速表现有望延续当前积极趋势。从品类的角度来看，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，前期受疫情冲击影响更大，但现阶段以及未来长期恢复值得期待，经营弹性更高，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

综合来看 2023 年伊始，居民避险情绪蔓延至元旦假期，对元旦消费情况造成了冲击。但在元旦过后逐步降低，省市主要商圈人流量以及零售额同比出现增长，春节消费活跃复苏。在春节消费有力复苏的驱动下，2023 年 1-2 月已经明显抬升至相对彼时的较高水平；随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前社消表现阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。2023 年一季度基本实现平稳开局，我们认为当前政策环境较为积极乐观，国内经济有望逐步恢复至前期增长轨迹；同时伴随居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复，未来社消增速也有望进一步向疫情前水平靠拢。2023 年“五一”假期，居民出行意愿强烈，消费热情高涨，消费市场保持较快增长。时令、品质、升级类商品销售较为旺盛，特色、多元、体验型服务消费广受青睐，创新、智慧、便捷式新型消费蓬勃发展，生活必需品市场供应丰富、价格平稳。据商务部商务大数据监测，全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%。石油制品、汽车销售额同比分别增长 24.4%和 20.9%。金银珠宝、服装、化妆品、烟酒销售额同比分别增长 22.8%、18.4%、16.5%和 15.1%。通信器材销售额同比增长 20.1%。家电销售额同比增长 13.9%。全国示范步行街客流量、营业额同比分别增长 121.4%和 87.6%。餐饮休闲消费持续火热，重点餐饮企业销售额同比增长 57.9%。生活必需品量足价稳。据商务大数据监测，全国百家大型农副产品批发市场粮油、肉类、禽蛋、蔬菜、水果库存充足。从价格看，牛肉价格比节前（4 月 28 日）下跌 0.4%，30 种蔬菜平均批发价格比节前上涨 0.8%，其他生活必需品价格与节前基本持平。为了合理引导消费市场预期，结合商务部《“十四五”商务发展规划》中的 2025 年国内消费市场发展规划，我们预测 2023 年全年社消同比增速大概范围为 5%-5.5%。

分结构来看，随着疫情影响的消退，居民消费力度持续反弹，2023 年一季度增速表现基

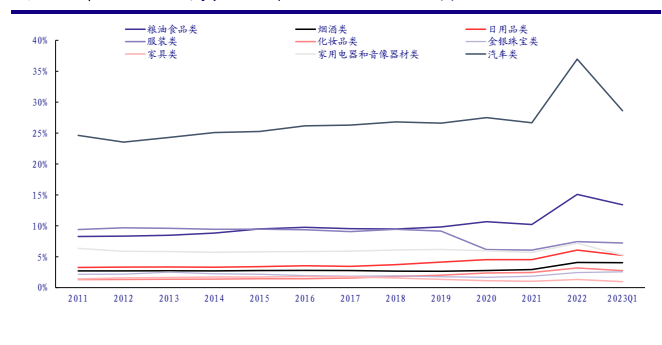
本达到前期历史中枢增长水平，但复合增速表现仍有提振改善空间。从增速的角度来看，**基本生活类粮油食品**正增长走势最为稳健，是近三年除中西药品类以外唯一一个全年各月均可保持正增长的品类；该品类需求走势更为稳定，价格主要关注 CPI 波动带来的潜在影响。综合一季度的价格因素考量，食品价格基本稳定；叠加需求韧性，对应超市等必选消费渠道的表现稳定符合预期。**烟酒类**上年单月已实现正增长，2023 年同比与环比增速表现均有提振，年初消费场景包括春节备货与补偿性聚会宴请等，表现回升符合节假日特征，该品类的增长趋势也与餐饮大类消费相对应。**饮料类与日用品类**表现波动较大，受 2022 年同期增速基数影响，同时结合相关产品囤货属性较强，可能出现消费集中在个别月份的情形。**服装鞋帽**前期受疫情影响线下客流、整体需求不景气等因素的影响，持续承压，今年在低基数的基础上有望延续恢复趋势。**化妆品**自 2022 年下半年开始表现相对承压，考虑到品类销售数据为限额以上企业经营情况，因此不排除消费需求向海外品牌溢出、向国产头部品牌集中的情形，对于行业整体增速表现不必过分担忧，重点关注头部企业的经营数据；同时观察到自 2022 年末至 2023 年一季度，化妆品类单月增速已经出现明显的环比改善趋势。2023 年初开始的“情人节”、“三八妇女节”等一季度内的重要动销时点化妆品行业内优质品牌均有亮眼表现。**金银珠宝类**本月增速表现位居各品类之首位，该品类一方面有上年同期低基数的增长基础，另一方面本年年初持续表现出高景气趋势。黄金的市场价格虽有波动，但自 22 年 7 月开始整体遵循波动上升趋势，现阶段金价已经处于历史高位水平，同时婚庆等补偿性消费需求热情较高，且年轻消费者对于黄金类饰品自用的需求观念逐步转变，量价齐升的共同推动下黄金珠宝整体的消费表现值得关注。与房地产周期相关的**家用电器和家具等品类**，其中前期家具类受房地产影响更大，表现依旧承压，但随着政策带动房地产行业回暖，家具类单月跌幅呈现收窄趋势，并于年初增速由负转正；对于家电品类而言，前期促消费政策中对于家电的帮扶，品类增速表现可观，但总体符合地产相关产业链的大趋势表现，品类消费相对处于后置环节，近期增速下跌幅明显且改善幅度有限，年初仍为负增长，当前表现不及家具类。随着前期供给端政策的落地及房地产行业长效机制的完善，以及国内经济复苏与消费修复，目前房地产市场热度有所回升，我们认为供需两端政策共振将带来的新一轮增长机会，相关产业长期表现或将值得期待。

图 7：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

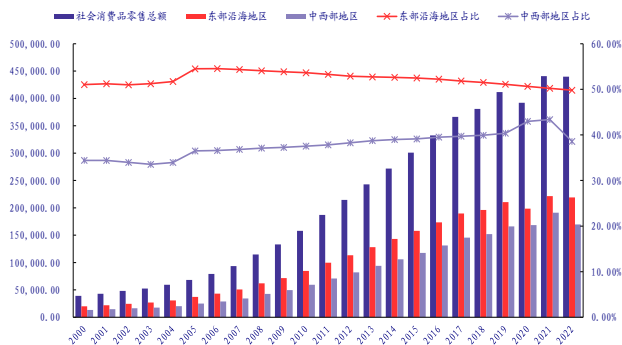
## 2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待

从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，但占比自 2005 年后逐渐下滑，2022 年首次跌至 50% 以下；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，保

持增速优于全国水平,但上海、海南两地受年内疫情大规模爆发影响,增速明显低于全国水平。

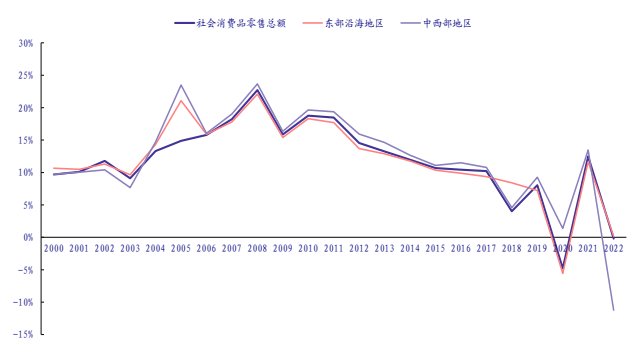
中西部地区对于销售额的贡献逐年上升,2022年的占比已提升至近38.58%,与东部地区的差距进一步缩小;其中中部地区占比约为24%,西部地区占比剩余的19%。中西部地区的消费增速自2004年开始就超过全国整体增速水平,其中重庆市的表现较为优异,相较于2020年同比增速高达18.50%,贡献中西部地区约16%左右的零售额。对比来看,2022年末起随着疫情防控政策放松,疫情影响将逐步消退,东部沿海地区消费将会迎来复苏,2022年全年东部沿海地区社消同比增速为0.15%,虽处于历史较低水平,但在全国增速为-0.20%的背景下发挥了维稳的作用。已公布2022年数据的中西部地区社消增速多处于负区间,其中贡献率较高的重庆市也录得负增速。但国家中西部开发的长期政策维持不变,2022年可能出现的回落将为2023年的复苏留出更充裕的空间,总体而言中西部表现值得长期关注。

图9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势(分地区)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势(分地区)



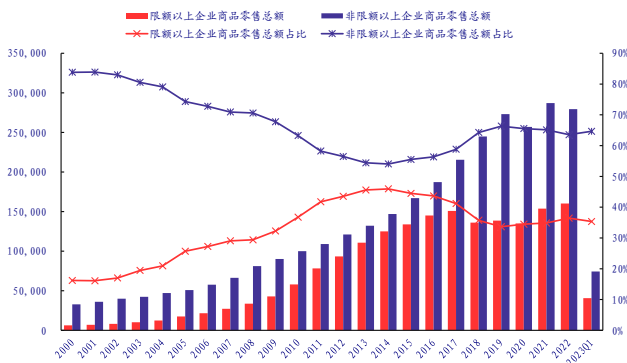
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 规模以上零售商抗风险能力更强, 维持经营优势明显

从规模的角度来看, 限额以上的单位(年主营业务收入2000万元及以上的批发业企业、500万元及以上的零售业企业和200万元及以上的住宿餐饮业企业)占比相对较低, 且自2014年到达峰值45.96%后逐年显示出下降趋势, 在2019年占比下滑至33.66%之后缓慢回升, 2022年回升至36.44%, 2023Q1限额以上的单位占比35.35%, 略有下降, 剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。

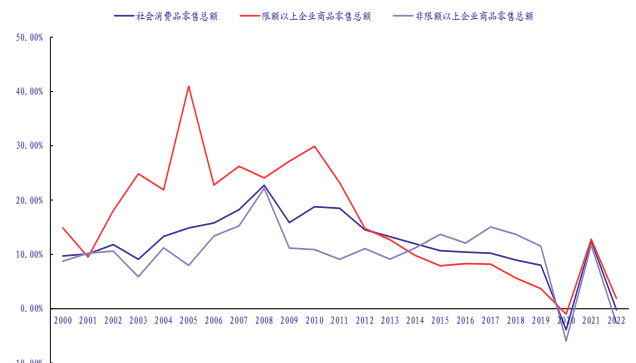
增速方面, 2011年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑, 并在2014年之后失去了超越整体增速水平的优势; 与之相反, 规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势, 2011年开始不断攀升。受疫情影响, 自2020年5月开始, 规模以上企业的累计社消增速表现已开始逆势跑赢整体水平; 2022年出现差异型走势, 限额以上单位消费品零售额累计同比增长1.90%, 在社零同比增速为负的情况下走势尤其优异, 这体现规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强, 维持经营的优势明显。

图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)

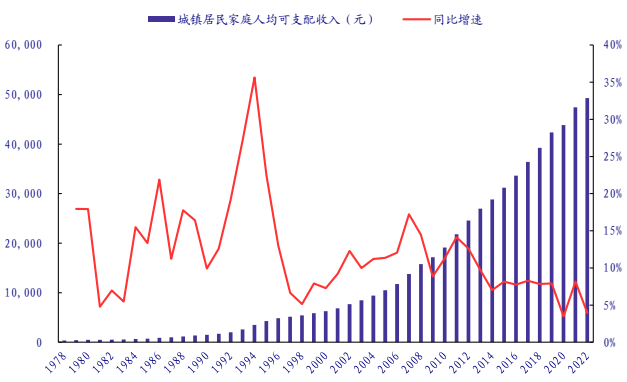


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 4. 人均可支配收入稳步上涨, 消费者信心逐渐回升, 购买力攀升

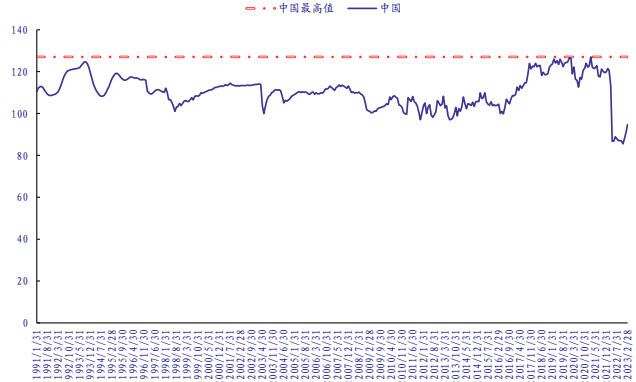
在物价水平平稳的环境之下, 人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用, 因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后, 中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升; 疫情的影响下, 2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势, 随着疫情的影响消退, 国内管控逐步步入常态化, 消费者信心提升恢复, 截至 2023 年 3 月的表现, 消费者信心指数自历史的最高值水平 (127) 附近波动。2022 年 4 月开始, 消费者信心指数回落至 86.7, 随后在不超过 90 的低位区间波动至年末未见明显好转, 2023 年 1 月, 消费者信心回升至 91.2, 并在 2023 年 2 月持续上升。由此看来, 疫情因素对消费者信心有所影响, 但随着疫情政策放开, 加之政府政策支持, 消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势, 短期内将呈现回暖态势, 利于未来长期消费恢复发展。

图 13: 中国人均可支配收入变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国消费者信心指数变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



## 二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展

与美国相比，中国零售行业的发展进程较快。其中连锁经营兴起时与美国相差 125 年，而到无店铺销售兴起的两国相差时间仅仅 4 年，双方线下实体门店与线上网络零售的差距逐步缩小，中国出现反超。

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比

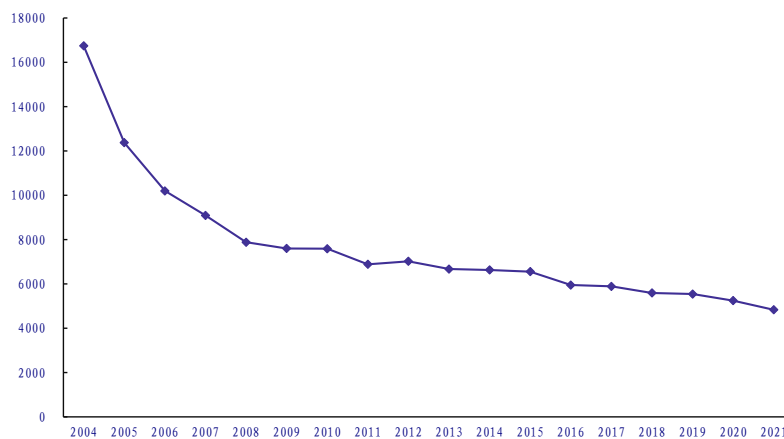
	美国兴起时间	中国兴起时间	中美兴起差距年限
连锁经营	1859	1984	125
超级市场	1930	1983	53
购物中心	1974	2000	26
无店铺销售（含电商）	1995	1999	4

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

### （一）线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段

从线下零售企业渗透率角度看，由于门店数量的增速超过人口总数的增速，渗透率逐年显示出上升的趋势，截止 2021 年，渗透率为 4831 人/个门店（门店种类包括专卖店、超市、大型超市、百货、便利店等），但未来人均保有量的上升空间仍大。

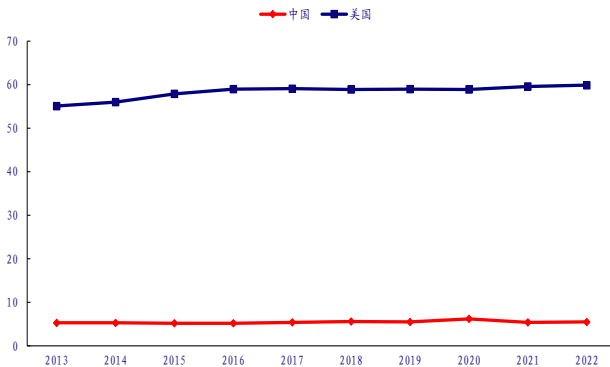
图 15: 中国线下零售店铺渗透率（人/个）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

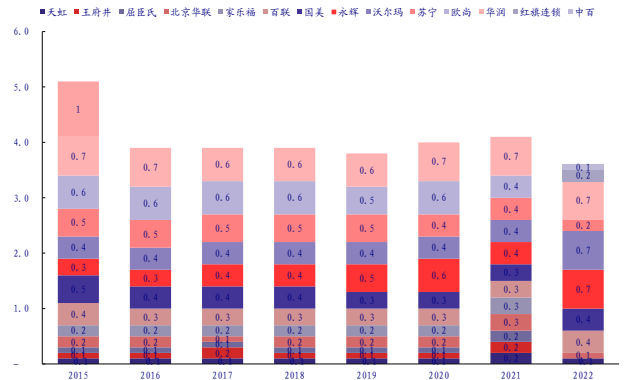
从行业集中度方面来看，目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距，美国的 CR10 自 2013 年开始，虽已处于在高位但仍出现小幅提升，现已接近 60%，其中超市龙头沃尔玛优势明显，自 2013 年开始市占率稳定超过 25%，远超第二名克罗格（市占率约为 7%）；相比之下，中国的 CR10 持续在 5% 左右波动，龙头公司的表现差异不大，华润、永辉、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。

图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

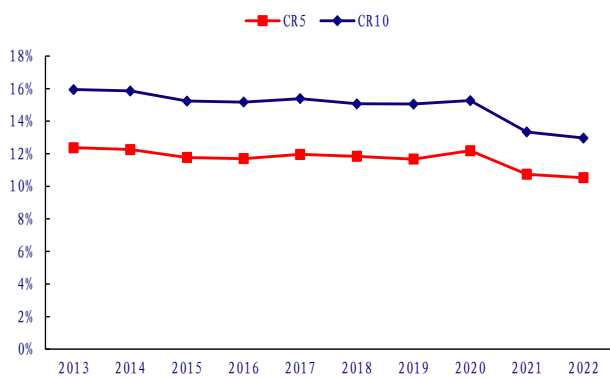
图 17: 中国线下头部部门店市占率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

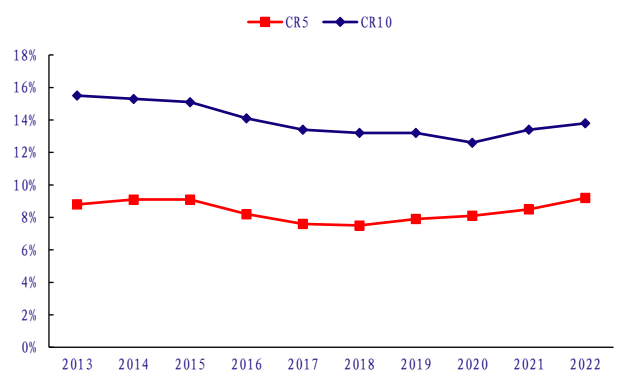
从不同的子行业角度来看, 超市行业的集中度自 2020 年后有所下滑, 2022 年 CR5 和 CR10 分别为 10.53% 和 12.96%, 主要是受疫情对线下大型商超的冲击以及部分头部公司闭店数目较多影响, 超市行业占比市场份额最大的阿里巴巴仅为 3.36%; 百货行业的集中度 CR5 相对偏低, CR10 则在 2020 年低点后逐渐回升, 2022 年分别为 13.80% 和 9.20%, 市占率最高的北京华联占比为 2.9%。综合来看, 在疫情的影响下, 百货行业的集中度提升更为明显, 头部企业面对黑天鹅事件冲击的抗压能力更强, 在行业承压的大环境之下更容易享受资源聚拢、弱小落后企业出清带来的集中度红利。超市行业龙头虽然在疫情背景下市占率受挫, 但长期来看闭店利于龙头企业摒弃不良资产, 构建更为均衡合理的零售门店网络, 为疫情影响消退后充分调配资金抢占空缺的市场资源做出准备。

图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现



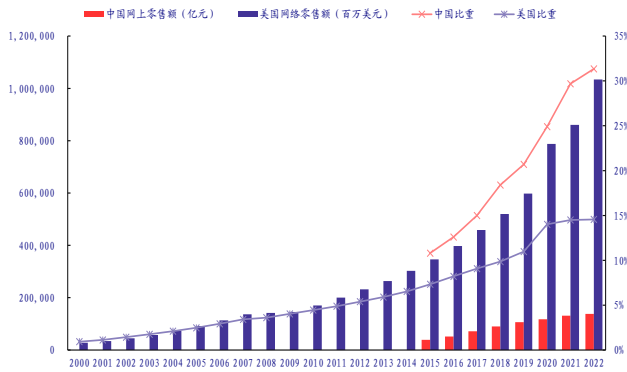
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

## (二) 线上行业发展高度集中, 寡头垄断格局基本稳定

从零售总额的结构分析, 中美市场线上渠道占比都在提升。2008 年美国网络零售总额占零售总额比例就达到 3.6%, 相应的中国这一比例为 0.98%。到 2022 年美国的网络零售缓慢提升至 14.56% 的水平, 中国这一数字超过 30%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者, 中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看, 排除行业发展前期高增速的大规

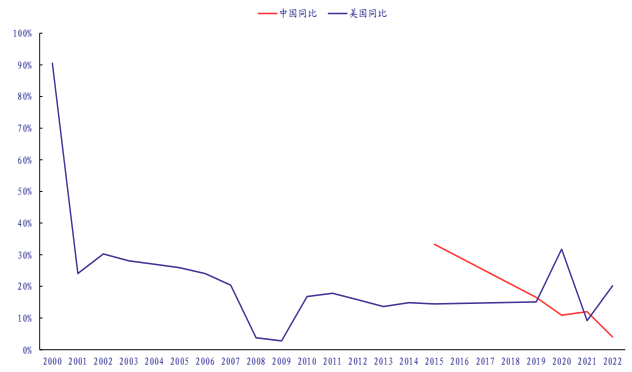
模增长，中国网络零售的同比增速维持在 15%以上，2020 年降至 10.9%，2021 年小幅上涨至 12.0%，但 2022 年急挫至 4.0%，与疫情前线上渠道发展水平差距较大；而截止 2022 年末，美国当年同比增长急升至 20.2%，中国线上渠道增速短暂时大幅落后于美国水平。

图 20：中国和美国的网络零售额和占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

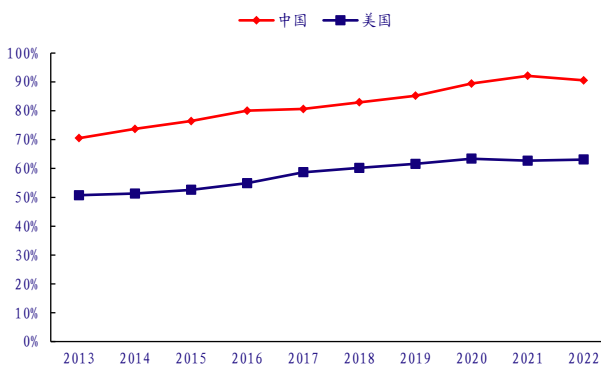
图 21：中国和美国的网络零售额同比增长情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

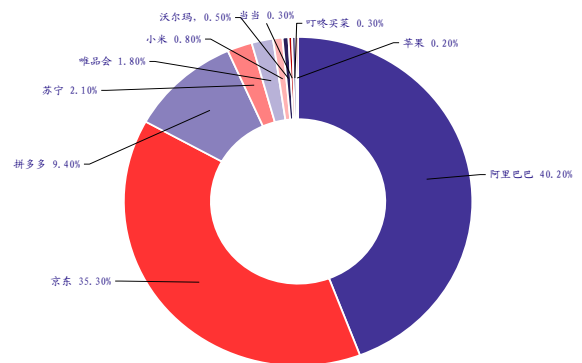
从竞争格局的角度来看，自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来，中美线上渠道的行业集中度提升已经进入后期，CR10 逐年稳步攀升，基本形成线上巨头垄断格局。美国 Amazon 一家独大，eBay、Walmart、Apple 等其他公司市占率仅为个位数；2022 年美国电子商务销售额 Amazon 占 30.5% 的市场份额，与占比 6.50% 的第二名沃尔玛拉开了极大差距，且近年来 Amazon 的市占率还处于波动上升趋势（沃尔玛作为线下起步的全渠道零售公司，线上销售额的份额占比自 2018 年开始超过 Ebay）。中国网络零售集中度更甚美国，线上渠道双寡头垄断的基本格局无可撼动，2022 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 75% 的市场份额，拼多多、苏宁等第二梯队占比为 10% 左右。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

图 22：中国和美国的线上 CR10 对比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 23：2022 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司



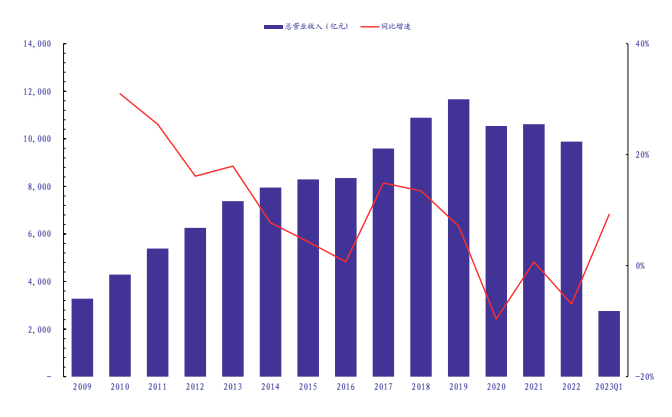
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

### (三) 行业财务分析：疫情拖累 2022 年行业规模出现波动，业绩表现仍未恢复疫情前水平，短期 ROE 表现承压

#### 1. 利润表：22 年行业规模波动向下，归母净利明显收窄，整体与社消增速走势趋同

2022 年零售行业合计实现总营业收入 0.99 万亿元，同比减速 6.90%，营收水平不及 2020 年水平，2023Q1 零售行业合计实现总营业收入 0.28 万亿元，同比增加 9.26%，行业总体增速自 2011 年开始呈现出逐步下滑的趋势，2016 年短期提振后延续降速扩张趋势，2021 年在 2020 年行业规模增速出现低基数的负值之后，增速回升，但绝对值规模仍未恢复至 2019 年的 11662.74 亿元，2022 年 11-12 月累计值再度回归至负增长区间；前期连续（3-5 月）三个月出现负增长后连续四个月（6-9 月）实现零售总额的正向扩张，三季度单季整体均为正增长，四季度内再次规模萎缩，但环比 11 月单月跌幅明显收窄。12 月依旧具有明显的相对旺季属性，此主要系 11 月内的消费倾向于“双十一”线上消费，而 12 月接近年底，不仅有圣诞节、元旦节的“双旦”节假日加持，同时伴随线下门店年终店庆等节点，此外部分年份有春节提前备货的年货消费倾向，因此 12 月消费更为全渠道化，景气度偏高。2022 年全年限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店、专卖店零售额比上年分别增长 3.0%、3.7%、3.5%、0.2%，百货店下降 9.3%；超市业态经营稳健。上述业态的发展也与我们前期的判断基本一致，其中便利店作为相对新兴、朝阳的零售渠道，符合便捷化、快速化的消费趋势，也可以满足消费者基本即时的必选消费需求，因此增速高企；超市作为传统必选消费渠道，增速韧性更强，增速表现更为稳定；百货店为线下可选渠道的代表，受疫情冲击影响更大，现阶段累计负增长的表现与前文分析的相关品类零售额规模萎缩的趋势也较为匹配。2023 年以来，疫情政策放开，消费逐渐回暖，2023Q1 同比改善显著。

图 24：零售行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 25：零售行业公司历年归母扣非净利（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 2. 资产负债表：资产结构逐步优化，后疫情时代存货经营管理效率亟待恢复

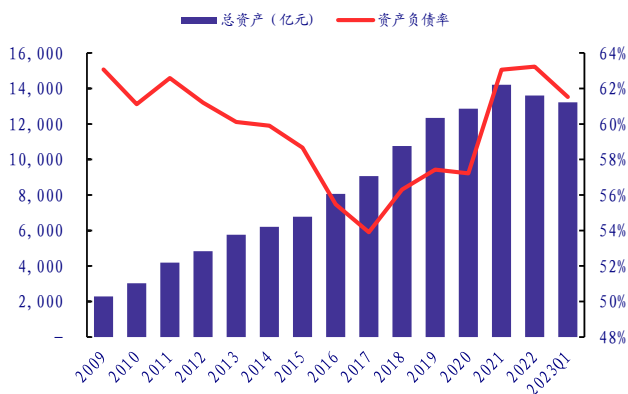
2022 年零售行业公司总资产合计为 1.36 万亿元，较 2020 年底略有上升，排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，整体保持稳定的水平，体现了零售行业的规模逐步扩大，门店、物流等线下建设日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从 2009 年开始逐渐呈现下滑的趋势，2017 年至 2020 年出现回升，上浮至 56% 左右，距离 2009 年的最大值水平 63.07% 依旧下滑了近 7 个百分点，（2021 年行业资产负债率大幅提升至 63.20%，是 10 年内的最高位



水平，或为季节性波动以及疫情后期的影响结果，2022 年行业资产负债率为 63.24%，略有上升，2023Q1 资产负债率为 61.52%，在疫情政策放开及消费回暖的带动下，出现下降），长期来看行业整体资产结构得到优化，流动性有所提升。

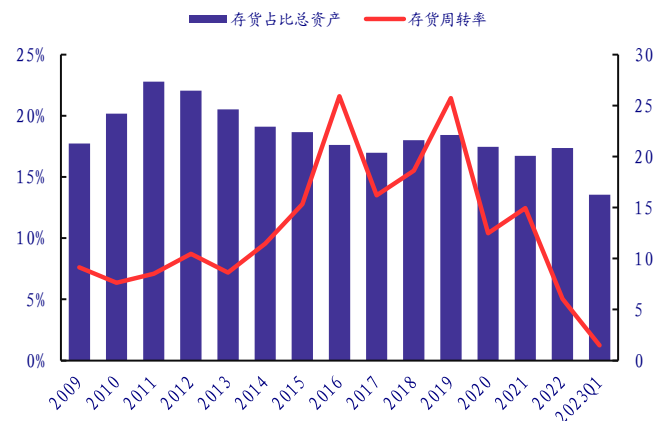
对于零售企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，存货占比总资产的规模自 2011 年达到 22.78% 的峰值水平之后便开始逐年下滑，2016 年开始步入相对稳定的区间，2021 年为 16.73%，2022 年为 17.36%，有所上升，2023Q1 为 13.56%，有所下降；从存货周转率的角度来看，2016 年受华联股份、百大股份等个股周转率出现异常值的影响达到 25.90，随后回归正常区间；2020 年零售行业的年化周转率为 12.48，受疫情影响出现急剧下降，其根本原因在于存货水平保持相对稳定的前提下，公司的营业收入和对应的营业成本均出现一定程度的下滑，后疫情时代零售行业内的上市公司的销售效率有待进一步恢复。

图 26：零售行业公司历年总资产（亿元）与资产负债率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 27：零售行业公司历年存货占比（%）与存货周转率（次）

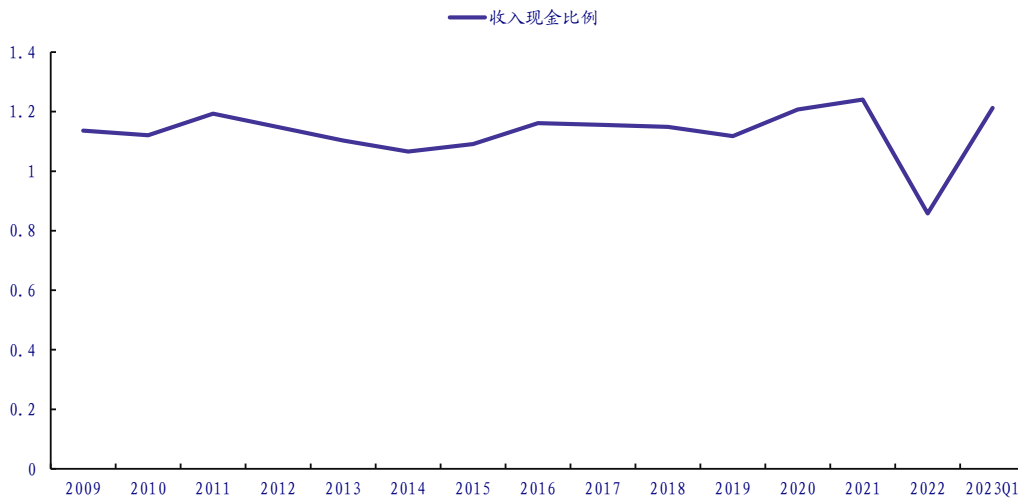


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 现金流量表：经营回款效率提高，收入现金比例大幅上升后小幅回落

零售行业的收入现金比例在 1.15 左右波动，2017 年后持续小幅下降，自 2020 年重新回升，2021 年达到近十年最高点，为 1.30，疫情影响下收入现金比例逆势而升，或与企业信用政策收紧、经营管理能力持续提升等有关，整体现金流还是表现得较为健康；收入现金比例表现出零售行业剔除了应收账款带来的风险之后，现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配，行业整体应收账款规模缩小，盈利质量提升。2022 年收入现金比例有所下降，为 0.86。2023Q1 收入现金流上升，为 1.21。

图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况

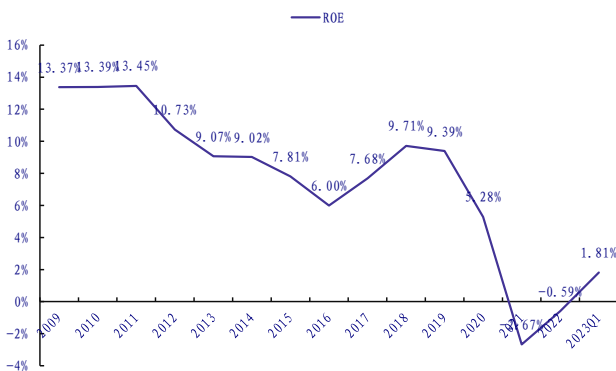


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 4. 杜邦分析: 销售净利率大幅上升, 总资产周转率持续下跌, ROE 恢复较为缓慢

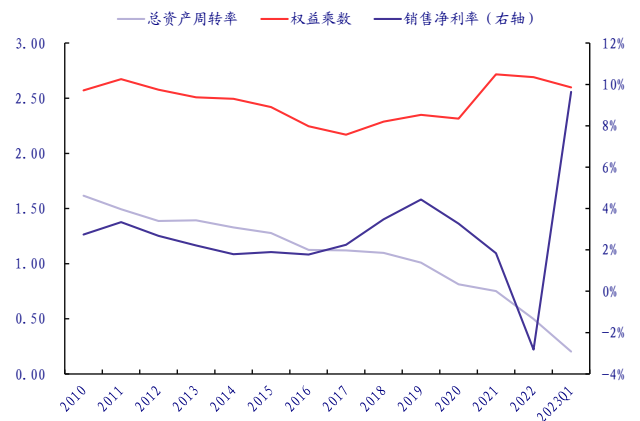
零售行业的 ROE 在波动中呈现下滑趋势, 2016 年后短暂回升, 2020 年、2021 年受疫情影响急剧下降, 2022 年有所回升。将 ROE 进行拆分, 权益乘数情况表现的较为平缓, 并存在一定的上升趋势; ROE 的变动更多的受到总资产周转率和销售净利率的影响, 2022 年, ROE 波动相比去年年末略有上升, 为 -0.59%, 其中权益乘数为 2.69 倍, 总资产周转率为 0.50, 且 2022 年受疫情反复影响销售净利率水平达到 -2.82%。2023Q1, ROE 波动继续上升, 为 1.81%, 其中权益乘数为 2.60 倍, 总资产周转率为 0.20, 2023Q1 随着疫情政策放开销售净利率水平达到 9.64%。

图 29: 零售行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (四) “新零售” 拉开数字化科技驱动大幕, “科创板” 将重新定义未来零售

2020 年国务院办公厅印发《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》, 强调

新冠肺炎疫情发生以来，传统接触式线下消费受到影响，以网络购物、移动支付、线上线下融合等新业态新模式为特征的新型消费迅速发展。目前零售行业对于这一概念的主要践行体现在“新零售”概念方面。新零售定义为企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。在大数据时代，零售企业偏向利用数据应对消费者个性多样的消费需求并协调供应链的高效运作，目前较为普遍的运用主要体现在以下几个方面：包括利用大数据分析对消费者进行精准营销，协同线下门店发展线上商品的及时物流配送，在实体门店通过科技手段和互联网技术提升消费者的购物体验等等。实体店受到电商的冲击，网络零售的流量红利难以维系，二者更加需要联手实现共赢发展，优势互补。未来零售市场利用数字化技术将打破零售行业在时间和空间上的局限性，为线上线下全客群提供渠道、商品服务品类的消费延伸。

2020年9月，国务院常务会议确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施。会议指出，基于网络数字技术的新业态新模式，支撑了新型消费逆势快速发展，且潜力巨大。我们认为未来零售将会更加聚焦“软实力”的系统搭建，由商品实物的生产、流通转型成为商品内容的生产、功能咨询、以及流量派发的泛社区型大零售体系；而科创板旨在支持以科技创新为驱动的、领先型消费品制造或消费服务型型企业。目前，实物型零售领域巨头林立，竞争极为激烈，且其自身产品的发展主要依托上游制造业的供给，很难形成难以逾越的科技壁垒；商品服务型零售更看重对于消费者认知的提升，在于对商品、特别是可选消费品的相关信息派发，容易针对消费者多元化的认知基础和需求形成差异化，同时需要科技发展作为支撑，因此前景广阔，将成为未来零售的主流形态。短期来看，科创板落地，有望疏通具备产业模式创新、大数据支持特点的商品服务型新零售企业二级市场直接融资障碍，为公司的持续经营提供充足的资金支持。长期来看，服务未来的科创板将推动未来零售的主流商品服务型零售企业的持续发展，助力未来零售变革。

### 三、零售行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前零售行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

表 2：零售行业当前存在的问题及建议

问题具体描述与解决建议	
<p><b>1. 线下行业集中度低，平行整合能力有待进一步激发</b></p> <p><b>关键词：行业集中度如何提升？</b></p> <p><b>龙头未来如何扩大市场份额？</b></p>	<p>目前零售行业最主要的问题部分集中在线下环节，其中最突出的问题是行业集中度偏低，向上向下形成全闭环的能力还处于成长阶段，龙头企业核心竞争力仍在验证期，未来平行整合能力有待进一步的激发。目前我国线下的零售企业之中尚未出现全国性的垄断龙头，更多的以区域性的巨头模式发展；对比海外的行业发展模式，国内的零售巨头一方面可以考虑不断的新开门店以进入新的市场，打开地理隔离的屏障，但这种方法对于企业的现金流要求较高，需要有充足的资金和项目储备基础支撑公司的快速扩张；另一方面公司可以考虑以收购或是合作经营的方式进行扩张，巧妙利用当地原有零售企业的进货渠道以及消费者基础打开市场，不断的进行行业整合。</p>

## 2. 行业准入门槛较低，小而美的公司天花板易见度极高

关键词：潜在竞争对手或替代渠道的影响？

小而美的公司如何发展？

对于渠道零售和品牌零售而言，传统模式下的消费门槛越来越低，消费者新增的需求创造了很多小而美的公司，以垂直品类或是专营专卖为主，可以直击消费者的需求；而且这类公司成长速度极快，容易抢占某一特定需求的消费市场份额；但同时由于特定消费需求的局限性而非全市场覆盖，所以其自身很难做大，天花板易见度极高。对于传统零售而言，更多的需要反思所提供的商品和服务是否过于同质化，大而全的规模效应不应该是针对性和差异化发展的障碍，公司需要规划如何改善自身的产品结构和服务框架，做到尽善尽美；对于小而美的后起之秀而言，更需要步步为营，不断为消费者提供真正有价值的产品，明确把握细分的消费需求，获得忠诚稳定的顾客群体。

## 3. 零售企业与上游供应商和下游消费者的议价能力相比都处于弱势地位

关键词：如何提升零售商的议价能力？

由于传统零售渠道的同质化过高，对于上游的供应商而言，同一类型的产品可以有诸多可供选择的销售渠道，而且零售商和供应商之间通常不存在排他协议，二者之间没有稳定的纽带绑定；同时对于下游的消费者而言，购买的商品同样具有同质性，渠道之间的差别极小，因为他们在各个渠道之间的转化成本极低。综合来看，零售企业面对两端的议价能力都比较弱，暂时只能通过让利于供应商和消费者的方式在激烈的竞争中获得一定的市场份额。我们认为改变和上游议价的局面一方面是减少对上游的依赖，例如提供自有品牌商品或是减少经销商环节，通过直采的方式进货；另一方面是通过改善中游环节来提升整个链条的运作效率。对于和下游消费者的议价环节，更多的是依靠高性价比的商品和服务，或是通过会员制的方法来提升顾客的复购率和忠诚度。

## 4. 部分传统零售企业由于向全产业链蔓延发展而偏离本质的核心零售业务

关键词：零售行业公司如何排除外界因素影响坚守主营业务的发展？

目前零售行业的发展不再是一个孤立的商品销售环节，而是要依靠制造、物流、金融、科技等各个环节的支撑，形成系统性的全产业链。但是有些零售公司在自身零售业务发展尚不成熟稳定的时候就开始向其他行业蔓延，丰富自己的业务类型，反而会出现本末倒置的情形。例如有的公司主营从百货、购物中心等业态的经营逐渐转换成身为物业的“二房东”收取租金获利，或是重点发展消费金融和云计算业务而忽视了这些业务的初始目的只是为了给消费者提供更好的服务与体验。我们建议零售企业更多的还是应该关注主营零售业务，对应的其他业务更多的只是支撑和完善零售业态的更好发展。

## 5. 零售企业发展自有品牌更偏向关注短期毛利率忽视长期名牌构建

关键词：零售企业如何打造品牌影响力？

目前零售企业发展自有品牌主要出于提升利润的考虑，店内所售的自有品牌产品价格通常低于其他品牌的同类产品，自给自足的产品在质量上更易掌控，可以有效的提升公司的毛利



率；企业通过售卖自有品牌产品还可以节约相关的通道费用以及广告推广所需的营销费用。简单的通过在符合自身要求的商品上“贴牌”将商品定义为自己的自有品牌，实际消费者购买的时候可能只是受到了相对低价的影响，对于零售企业长期的品牌构筑没有实质性帮助。公司更需要的是体现出商品差异化的竞争优势，强化高性价比、全范围覆盖的商品矩阵，树立品牌形象。

#### 6. 无人零售难以取代传统零售，零售人才的培养有待挖掘

**关键词：**劳动密集型的零售企业为什么应该看重人力资源行业与人才培养？

我们认为无人零售难以取代传统零售中“人”发挥的重要作用，在消费环节中，服务和体验更多的还是依靠员工才能得以实现；机器可以在一定程度上提升效率，但购物体验的营造更需要人性化。未来更应该注重管理人员和专业人员，包括采购人员、门店经营人员的培养；目前许多零售企业为了应付季节性员工短缺会选择以临时工的方式雇佣许多较低学历的、未经过专业统一培训的员工，从成本端考虑这的确可以缓解企业在经营环节的员工薪酬等支出，但实际不利于公司的长远稳定发展。建议零售企业针对自身需求招聘和培养不同类型的稳定人才，用对的人比用便宜的人更有效，从源头上提高人效，降低经营压力。

#### 7. 高租金的门店不应该是黄金选址的首要标准，权衡考虑顾客定位和实际收益

**关键词：**零售行业如何权衡成本与收益？

排除人力成本因素的影响，零售企业的主要经营压力来自于门店房租、水电、交通运输仓储等高额成本的问题，其中门店店租带来的影响极大。零售门店的扩张不容忽视，多数企业都希望人流集中的繁华地带开设门店，但这样的选址通常伴随着高昂的租金成本；同时普通区位的租金也会随着房地产市场的发展水涨船高。零售企业在选址门店的时候更多的应该考虑的是自身所瞄准的消费者群体定位，并考虑实际收益，以盈利为主要目的，而非一味的追求所谓的“黄金地带”可以带来的客流红利；建议零售企业规避不必要的额外租金支出，合理选址，更多的可以通过提高坪效和人效来实现营收的有效增长。

资料来源：中国银河证券研究院整理

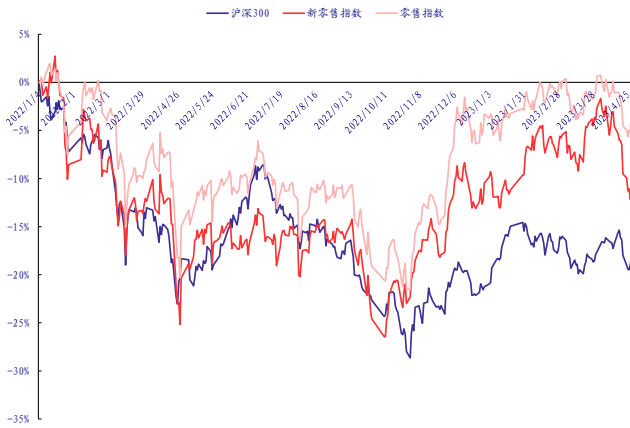
## 四、零售行业在资本市场中的表现

### （一）零售行业公司跑赢整体市场与新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平

2023 年年初至 4 月底我们定义的零售指数为-19.98%，跑输沪深 300 (0.26%)，跑赢新零售指数 (-53.41%)，11 月后开始的反弹幅度明显优于上述两项指数。零售行业总体表现与 PE 变化趋势较为契合，本月 PS 和 PB 整体保持稳定，但 PE 持续下行，低于历史均值水平。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 10%/68.8%/4.2%百分位点，其中 PE 仍处于低估值区间，其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善，加权平均后影响行业

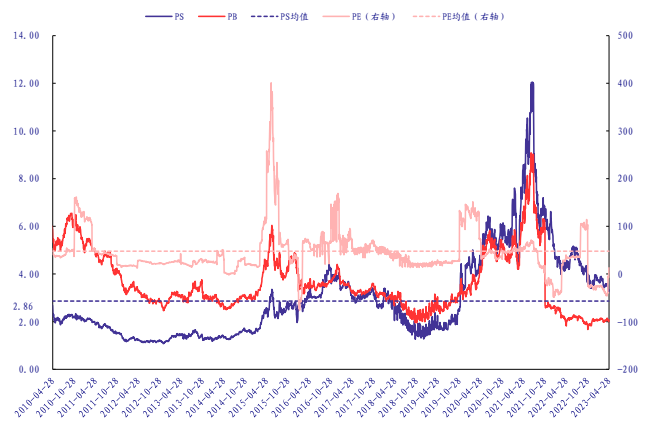
整体 PE 水平。

图 31: 零售指数 2022 年年初至今累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 零售行业指数与估值指标

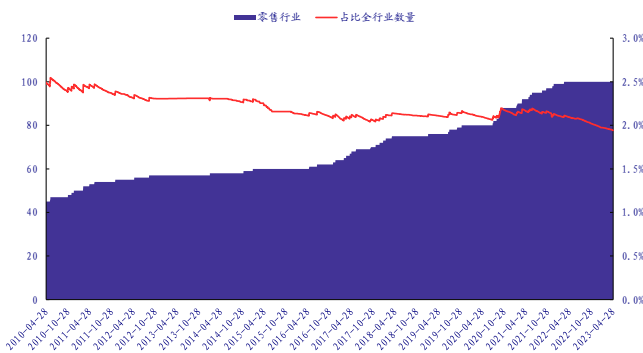


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 市场情绪指标与风险指标: 零售行业处于低配状态, 未来有待增持

零售行业的上市公司数量增长不及行业整体, 因此零售行业的上市公司数量占比明显处于下滑趋势, 截止 2023 年 4 月 28 日, 零售行业上市公司为 100 家, 占比全市场比例为 1.94%; 零售行业与全行业市值的比值为 0.96%, 由此可知零售行业内的单个公司市值规模相对较小; 零售行业目前处于偏高的历史百分位水平(略高于均值, 属于 2010 年初至今的较高值区间), 行业内公司合计市值占比全市场的比重自 2022 年 4 月以来从高位不断收缩, 板块规模持续下降, 但始终高于历史平均水平。

图 33: 零售行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 零售行业市值与全行业比例情况



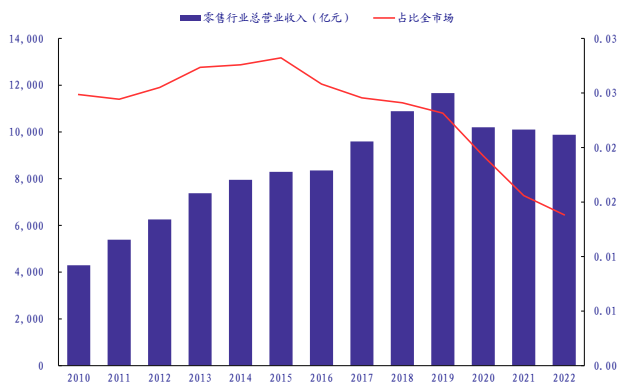
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

零售行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体保持稳定趋势, 结合考虑市值占比的下滑, 零售行业贡献营收比重呈现出下降态势; 2022 年一季度, 1-2 月消费市场总体实现良好开局, 归母净利润合计占全市场比例由负转正; 3-5 月多地疫情反弹影响, 营业收入占比持续下降; 6-9 月疫情反弹得到有效控制, 单月增速回正; 10-11 月再次出现多地的疫情波动影响,

短期增速再次转为负值，主要系 10 月的消费与“十一黄金周”的旅游出行、娱乐等线下消费相关性更高，12 月份消费者避险情绪上涨导致元旦消费整体承压。2022 年零售行业上市公司共实现合计营业收入 0.99 万亿元，营收占比全市场的比例为 1.38%；合计贡献归母净利润-189.63 亿元，占比全市场为-0.38%，归母净利润首次出现负值。2023 年以来，随着政策放开，开年增速表现低于往年同期水平，但环比上年年末四季度的负增长出现明显的改善回升，3 月份表现较好。随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，商贸零售类整体向好。

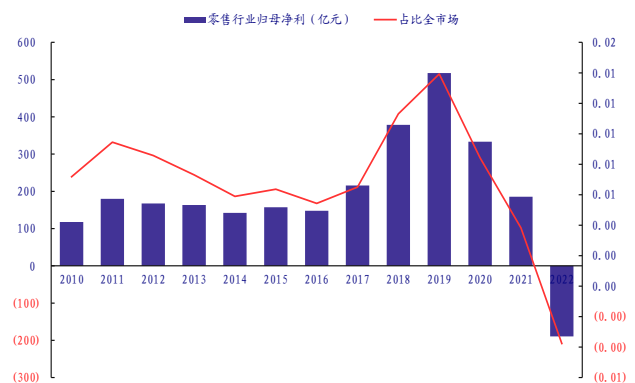
目前（2023.4.28）零售行业占全行业成交金额的比值为 1.04%，换手率与全行业的比值为 1.50 倍，二者和中位数水平相比处于较高的百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益，当前零售行业的风险溢价为-2.03%，低于中位数和均值水平，自 2019 年 11 月开始行业的风险溢价水平步入底部区间波动，均值水平仅为-0.02%；2020 上半年由于行业 PE 受异常的盈利影响出现剧烈波动（出现极小净利带来的异常高值，以及负盈利带来的负 PE），因此收益率同样出现剧烈波动。Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，均值为 0.92；板块前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势，目前（2022.4.28）零售行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.74。

图 33：零售行业营业收入与全行业比例情况



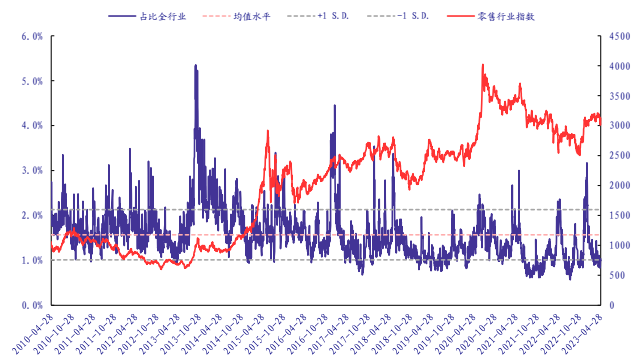
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 34：零售行业净利润与全行业比例情况



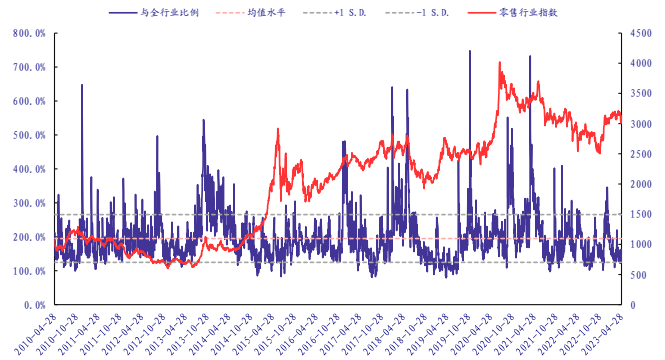
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 35：零售行业成交额与全行业比例情况



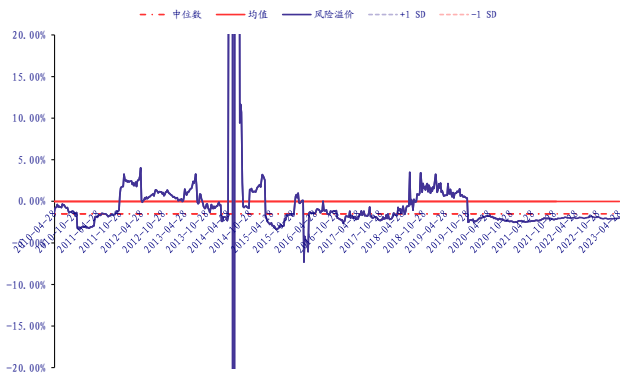
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36：零售行业换手率与全行业比例情况



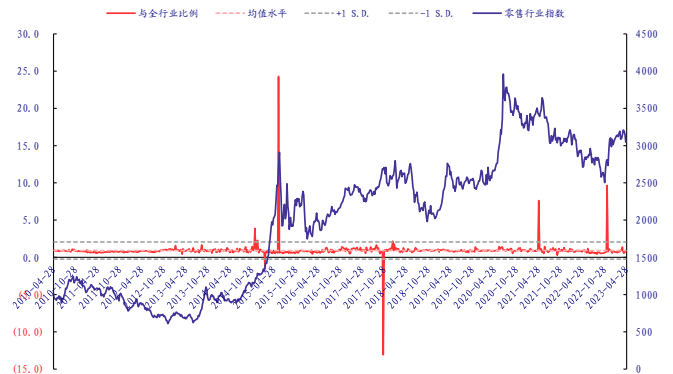
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 37: 零售行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 零售行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

### (一) 五月配置建议

从政策层面来看, 4月4日, 国家发展改革委印发《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知》。通知提到, 支持消费基础设施建设。研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目, 保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。4月15日, 第三届中国国际消费品博览会顺利闭幕。短短5天时间内共有来自65个国家和地区3300余个海内外品牌参展, 超32万人线下观众现场观展。深圳市商务局组织24家知名深企亮相本届消博会。4月19日, 发改委发布消息称, 正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件, 主要是围绕稳定大宗消费、提升服务消费、拓展农村消费等重点领域, 根据不同收入群体、不同消费品类的需求制定有针对性的政策举措, 推动消费平稳增长。4月28日至5月12日, 多部门和中国消费者协会共同组织电子商务等相关企业, 指导举办第五届“双品网购节”。第五届“双品网购节”启动仪式于今日在杭州举办。活动期间, 各地将统一标识开展各具特色的配套活动, 如陕西的“中亚特产网购节”, 广西的“乐购东盟”, 上海的“丝路电商云品海购”等。4月28日, 中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势。经济工作会议指出, 当前我国经济运行好转主要是恢复性的, 内生动力还不强, 需求仍然不足, 经济转型升级面临新的阻力, 推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。同时提出, 下一阶段要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系、恢复和扩大需求、破除影响企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒、全面深化改革、扩大高水平对外开放、防范化解重点领域风险以及继续保障和改善民生。政治局会议对23年1-4月国内经济运行状况进行了准确、客观的评价, 指出了我国经济目前处于向上区间但动力主要来源于疫后恢复, 但内生动力还不强, 需求不足的问题仍然存在, 预计后期仍会通过多种手段刺激消费。

从行业层面来看, 4月初的清明假期一方面假期时间较短(本年度仅有周三一天), 同时自身具有传统的返乡祭祀属性, 娱乐游玩的偏好相对其他节假日较弱, 结合今年具体数据来看, 清明消费较去年大幅回暖, 与疫前相比亦录得较大幅度的正增长。“五一”小长假期间, 全



国重点零售和餐饮企业销售额同比增长 18.9%。消费品细分领域来看，金银珠宝、服装、化妆品、烟酒、家电销售额同比分别增长 22.8%/18.4%/16.5%/15.1%/13.9%。全国示范步行街客流量、营业额同比分别增长 121.4%/87.6%。餐饮休闲消费持续火热，重点餐饮企业销售额同比增长 57.9%。全国各地“五一”假期消费表现亮眼，增速与去年同期相比明显回升，与春节假期相比增速表现同样更加优异。2023 年“五一”假期消费水平已突破 2019 年同期水平，热门旅游省市基本实现 10%以上增长。居民消费需求迎来释放，预计上半年社消增速在“五一”假期消费强势复苏的助力下进一步向疫前水平靠拢。我们认为当前消费市场环境和政策环境积极乐观，促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间，随着疫情防控政策的逐步放开，居民的消费信心以及消费市场活力稳健恢复，国内经济正逐步恢复至前期增长轨迹，我们预期 2023 年零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，未来社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

需要注意的是，消费者出行及线下消费不再受限，各地餐厅恢复堂食，线下零售、餐饮等业态已经恢复。但是疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。我们维持认为，线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化。

从市场层面来看，我们覆盖线上电商，线下超市、购百、专业连锁等渠道商以及化妆品、个护等品牌商共计上市公司 100 家，形成零售行业。2022 年业绩表现为亏损的趋势，原因为受疫情因素影响，线下门店被迫暂停营业，各种销售渠道受阻，销售规模大幅度削减；消费者信心不足，需求减少；宏观经济增长放缓，公司外部环境承压；国际环境不稳定导致原材料成本提高影响公司净利润。2022 年全年社消规模基本保持稳定，较上年同期微降 0.2%，处于复苏恢复状态，公司盈利能力还有待进一步增强。随着疫情政策放开，消费信心逐渐改善，2023 年一季度实现社会消费品零售总额 11.49 万亿元，同比名义增长 5.8%。其中，限额以上单位消费品零售额 4.37 万亿元，同比增长 4.8%；除汽车以外的消费品零售额为 10.41 万亿元，同比增长 6.8%。与之对应，23 年一季度零售行业合计实现营业收入 2832.58 亿元，同比增长 4.81%。从总量层次来看，一季度营收较受疫情影响较为严重的 2020、2022 两年有所增长，但仍未恢复到疫前水平；从增速角度看，一季度行业总体营收增速回归正区间，与疫前水平相比增速处于中间位置，据此我们认为一季度在疫情影响消退及消费复苏等因素影响下，零售行业营收呈现温和增长的态势。拆分子行业来看，超市板块营收显著承压，拖累全行业恢复速度；购百板块修复并不明显，对比疫前均值水平仍下滑超过 50%，后续仍存有巨大修复空间；化妆品板块保持营收规模较大的水平，但增速显著放缓；个护板块营收规模同样较大，但增速保持低迷；珠宝首饰板块表现亮眼，营收规模持续扩大，增速明显突破前期均值，达到近八年来第二高水平；电商及代运营板块表现低迷，营收规模连续第四年出现萎缩但幅度收窄。总的来看，化妆品板块、个护板块、珠宝首饰板块在疫情影响年份以及疫后复苏首年穿越周期，表现较好。其中珠宝首饰板块在复苏中表现出强劲动力。超市板块对应消费品类为必选消费品，电商及代运营板块对应渠道为线上渠道，虽在疫情期间表现出较好的抗压能力，但在疫后复苏中恢复弹性明显不足，营收表现承压。购百板块受疫情影响尤为严重，至今仍未表现出良好的恢复态势。从利润端来看，零售行业合计实现扣非后归母净利润 97.16 亿元，同比小幅上涨 3.22%。从总量层次看，相较 2022 年一季度有所修复，与疫前水平对比也有所增长；但从增速角度看，目前增速处于低迷位置，与疫前高增速时期相比增速显著放缓。

综合来看，长期社消整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，因此对于增速的波动、以及各地出现的疫情反复不宜过分担忧，消费市场规模仍会持续扩张并维持出现结构性

机会。在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”、2022 年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”以及 2023 年年度策略中“文化为‘国潮’品牌赋生机”这三大投资主线，保持（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，结合中央工作会议稳字当头、稳中求进的要求，重点推荐经营确定性较高、具备一定品牌影响力的制造品牌商与具备一定保价和顺价能力的渠道品牌商，建议增持酒类、化妆品以及黄金珠宝三个产业链中的优质标的；此外，考虑到近期多地开始出现小范围的疫情反复，我们认为仍需保持对于基本民生行业投资机会的关注。具体推荐原因：①当前中高端品牌推动白酒行业销售额的提升，进口葡萄酒拉动葡萄酒行业规模增长，二者均需要可信可靠的销售渠道链接消费者，十四五规划针对酒类流通企业制定了“酒类大商 1510 培育计划”，并对产业标准化体系及质量安全提出要求，具有品牌认知度和一定市场规模的流通企业更容易享受行业发展红利；②当前国内的化妆品公司主营以护肤品居多，彩妆占比相对较低，而个护品类与护肤品品类必需属性相对较强，消费者的购买频次偏高且需求稳定，同时护肤品的毛利率水平亦相对较高，在当前的外部环境之下，化妆品公司可以极为有效的借助互联网渠道营销并落地销售，未来线上渠道也是触达更多消费者、拉动销售规模增长的核心动力之一；③结婚率的下跌以及市场逐步成熟化，婚嫁市场对黄金珠宝市场的驱动作用逐渐减弱，但新消费观念带动下悦己需求将填补这一空缺，同时从工艺角度来看，古法金等新工艺制作的黄金首饰正逐步受到消费者认可；传统足金饰品因黄金属性难以附加复杂的设计，新工艺下金饰设计感得以增强，同时满足消费者保值与观赏需求；此外结合金价角度来看，我们认为投资者将会持续青睐于黄金投资及其它黄金饰品，同时黄金价格也会保持上升态势，实现量价齐升。公司方面，维持全渠道配置的逻辑不变，推荐重点关注-零售渠道类天虹百货(002419.SZ)、王府井(600859.SH)、永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、豫园股份(600655.SH)、周大生(002867.SZ)、老凤祥(600612.SH)、中国黄金(600916.SH)；以及消费类品的上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、贝泰妮(300957.SZ)、可靠股份(301009.SZ)、豪悦护理(605009.SH)、稳健医疗(300888.SZ)、百亚股份(003006.SZ)。

## （二）核心关注组合表现回顾

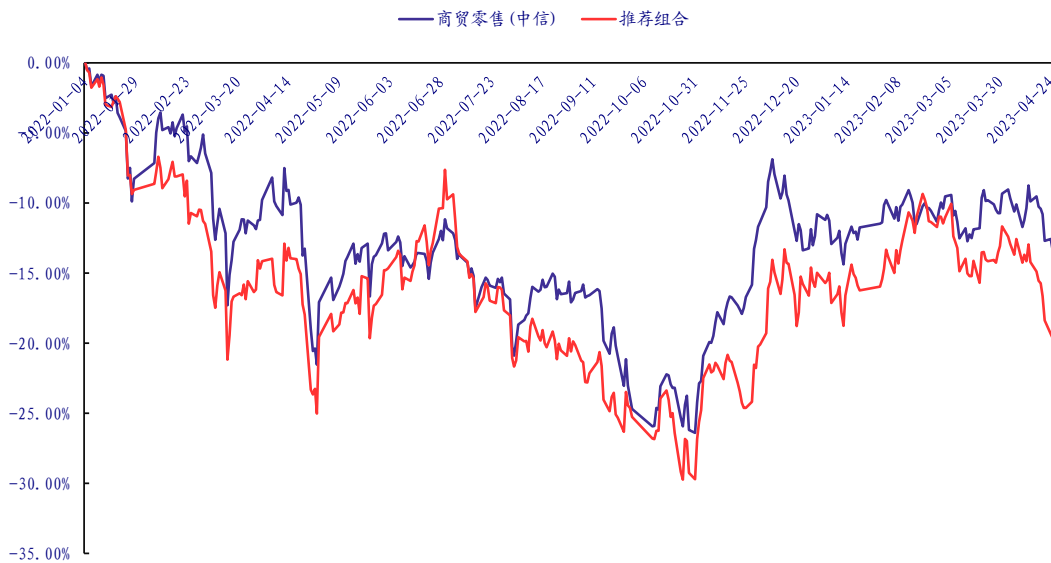
表 3: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今 累计涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)
002419.SZ	天虹股份	购物中心的大店展店速度直接影响规模，新店带来直接增量以及转为同店之后的稳定增长基础；此外公司积极发展超市业态，加强供应链和数字化建设，运营效率提升。	-8.80%	0.39%
600859.SH	王府井	吸收首商带来线下门店资源的整合，加强北京区域内的竞争力；结合免税牌照优势，享受冬奥会、环球影城开业等事件可能会带来的游客客流及销售增长。	-20.93%	-10.96%
601933.SH	永辉超市	云创回归体系后短期或拖累公司业绩端表现，但同样将助力公司全力推广到家平台，加速推进到店到家一体化的探索，看好公司线上线下一体化发力。	-6.30%	-0.58%
603708.SH	家家悦	公司依靠现有供应链优势保障了利润空间稳中微升，配合自主扩张与收购兼并同步推进的展店策略加快省内外门店布局，看好公司中长期可持续发展。	17.24%	9.74%
002697.SZ	红旗连锁	四川省内便利超市龙头，通过密集布局与烟草专卖权抵御内外冲击，看好公司借经营管理模式输出或自主经营实现省外扩张，为公司觅得新增长点。	10.83%	1.96%

300755.SZ	华致酒行	作为精品酒水营销和服务商,得到上游品牌商和下游客户、终端消费者的认可,具有一定的品牌优势。随着公司的渠道及品类建设不断完善,有望成为十四五规划中百亿级别的酒流通企业。	-12.54%	-12.05%
600315.SH	上海家化	六神(日化)、玉泽(美妆)、汤美星(母婴)等知名品牌是公司营收和盈利的主要支柱,随着公司管理层对于经营战略的逐步调整,其他暂时处于亏损的子品牌有望逐步改善。	-8.13%	-2.47%
603605.SH	珀莱雅	公司在主品牌欧莱雅、核心品类护肤品、传统线下日化渠道中稳定发展,同时大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展策略,市场营销反应速度快,彩妆新品、线上电商渠道增速亮眼。	0.25%	-7.67%
300957.SZ	贝泰妮	主力产品专注于皮肤学级美妆产品,对于敏感肌群体的消费者具有一定的必选属性,行业尚处于高速成长期,叠加公司精于线上销售、新媒体运营等策略,市场占有率有保障。	-23.59%	-11.07%
300740.SZ	水羊股份	公司不断扩大代理业务,与多个品牌形成代理合作关系,并且公司持续推进自有品牌升级,结合新唐风等布局多元产品形态,积极搭建自有平台,提升用户粘性和复购率。	-3.84%	2.39%
301009.SZ	可靠股份	获得ODM合作客户的高度认可,同时自有品牌在成人失禁领域内占有一席之地,双轮驱动主营业务稳步增长。在高速成长期的成人失禁产品领域侧重发展自有品牌,提升品牌认知度,公司与行业实现共同成长。	-2.92%	-5.21%
605009.SH	豪悦护理	国内吸收性卫生护理用品行业的龙头制造商,从生产端看具备强制造与研发能力,研发出第四代无木浆多维复合芯体纸尿裤,引领行业发展,与优质国内外客户形成了相互依靠和促进的共生关系;从产品端看,纸尿裤、经期裤等多产品布局,矩阵完备。	6.01%	18.47%
300888.SZ	稳健医疗	领先的大健康消费企业,以棉为核心在原材料端形成差异化,通过“稳健医疗”和“全棉时代”两大龙头品牌分别在医用敷料和消费品领域内布局,全渠道产品销售,在棉柔巾等细分品类赛道表现突出,持续强化输出“全棉生活方式”,为消费者提供品质生活方式,符合消费升级、品质生活的行业大趋势。	-15.05%	-8.25%
003006.SZ	百亚股份	设有自有品牌,采取自主研发及生产的模式,以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道,覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域;主打中高端女性卫生用品的自由点品牌稳步发展,不断推出新品与产品升级,实现了市场美誉度的提升,是主要的业务增量来源。	35.68%	3.35%
600655.SH	豫园股份	公司持续在珠宝时尚方面深耕并拓展时尚连锁网络,核心业务扩张升级,海外业务实现一定复苏,多赛道进行发力,度假村业绩持续回暖,大豫园建设取得进展。	5.12%	-1.60%
002867.SZ	周大生	赋予黄金产品新的销售亮点,具有时尚文化的差异化竞争优势,产品持续进行迭代升级,产品研创力度不断增强。	20.60%	6.82%
600612.SH	老凤祥	黄金行业龙头,品牌历史悠久构建了品牌壁垒,继续推进加盟扩张,渠道铺设快速有效,关注黄金珠宝产品的自主研发能力,将更好地满足多元化的消费需求。	57.29%	24.74%
600916.SH	中国黄金	公司以母品牌“中国黄金”为核心,主打投资金条/黄金饰品,借助子品牌拓宽产品品类,与母品牌偏传统的饰品形成互补,完善品牌矩阵。积极发挥黄金珠宝央企品牌价值,“国字号”引领中国特色消费文化新篇章。	-4.43%	-1.63%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 核心组合收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

CPI 表现不及预期的风险; 政策推行效果不及预期的风险; 消费者信心不足的风险; 行业竞争加剧的风险。



## 插图目录

图 1: 零售指数与上证综指的走势变化趋势	3
图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 4: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨	4
图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升	4
图 7: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	6
图 8: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	6
图 9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	7
图 10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	7
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	8
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	8
图 13: 中国人均可支配收入变化趋势	8
图 14: 中国消费者信心指数变化趋势	8
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)	9
图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)	10
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势	10
图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现	10
图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现	10
图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况	11
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况	11
图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比	11
图 23: 2022 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	11
图 24: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	12
图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	12
图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	13
图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	13
图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况	14
图 29: 零售行业公司历年 ROE	14
图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分	14
图 31: 零售指数 2022 年年初至今累计涨跌幅	18
图 32: 零售行业指数与估值指标	18
图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况	19
图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况	19
图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况	19
图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况	19
图 39: 零售行业风险溢价走势情况	20
图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况	20
图 41: 核心组合收益率变动	24

## 表格目录

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比.....	9
表 2: 零售行业当前存在的问题及建议.....	15
表 3: 核心关注组合.....	22

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi-yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi-yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)