

# 四川百茶百道：中端新式茶饮领先品牌

## 社服零售行业周报

### 四川百茶百道招股书拆解：

#### ► 中端新式茶饮领先品牌，加盟模式助力快速扩张

茶百道于2008年在成都开出首店，加盟模式助力门店规模迅速扩张至目前的7000余家；公司收入主要来源于向加盟店销售茶饮材料、配料、包材及门店设备等，2023Q1货品及设备销售收入占比达95.1%。茶百道产品组合包括各种经典茶饮、季节性茶饮及区域性茶饮，产品定位中端，单价介于8-26元。门店以小店模式为主，大部分门店的面积介于30-100平米之间，外卖交易额占比约58.0%（2023年3月）。

#### ► 新式茶饮市场有望持续扩容，公司销售规模行业领先

据公司招股书援引的弗若斯特沙利文数据，我国新式茶饮行业的市场规模从2017年的668亿元快速增长至2022年的2029亿元，CAGR+24.9%，并预计2027年将达到4845亿元，2022-2027年CAGR+19.0%；按2022年的零售额计，前五大新式茶饮企业的市场份额合计约为31.6%，其中，公司市场份额为6.6%，位居第三。

#### ► 品牌力较强+供应链高效+加盟管理体系完善，共筑核心竞争力

1) 公司通过积极的产品研发创新与多元化的品牌营销推广，打造深受年轻人喜爱的品牌；截至2023年6月底，会员数量已超过6600万名，2023Q2共拥有约16.7百万名活跃会员，其中32.8%的活跃会员通过微信小程序进行过复购。2) 公司借助高效优质的全国性供应链能力，保证门店产品品质的标准化与食品安全；截至2023Q1末，公司仓储设施包括22个高标准仓库（含常温、冷藏、冷冻多个温区），包括17个中心仓及5个前置仓，为约92%的门店提供每周两次或以上的配送服务。3) 公司借助完善的加盟管理体系，促进加盟商群体高质量扩大；加盟商数量从2020年的2580名增长至2023Q1的5591名，拥有2家以上门店的加盟商占比从2020年的2.4%提升至2023Q1的7.9%，同时，闭店率远低于行业平均水平，2020-2023Q1公司加盟店的闭店率仅为0.1%/0.2%/1.1%/0.5%。

#### ► 盈利能力稳定经营韧性强，经营性现金流充沛

2020-2023Q1，公司毛利率分别为36.7%/35.7%/34.4%/35.2%，净利率分别为22.0%/21.4%/22.8%/22.9%，盈利能力较为稳定；经营性现金流净额分别为4.90/12.70/11.86/3.05亿元，净现比均大于1，经营质量较高。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

分析师：王璐

邮箱：wanglu2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523040001

联系电话：

## 投资建议

近期，中央密集召开会议及发布相关政策文件，内容涉及解决就业、提升居民收入水平及消费信心、提振房地产市场、促进内需消费等多方面，顺周期消费板块预期逐步企稳回升，在政策持续加码+基本面筑底回升背景下，顺周期板块迎来持续关注。建议重点关注：1) 调整相对充分，后续有新政策催化的免税板块，相关受益标的包括王府井、中国中免；2) 地产链零售，相关受益标的包括居然之家、美凯龙；3) 人力资源服务板块，相关受益标的包括科锐国际、北京人力；4) 会展板块，相关受益标的包括兰生股份、米奥会展；5) 黄金珠宝板块，相关受益标的包括潮宏基、老凤祥等。

## 风险提示

宏观经济下行，居民收入及消费意愿恢复不及预期，行业竞争加剧。

## 正文目录

1. 四川百茶百道招股书拆解 .....	5
1.1. 公司概况 .....	5
1.2. 行业分析 .....	8
1.3. 核心竞争力分析 .....	10
1.4. 财务分析 .....	12
1.5. 募资用途 .....	13
2. 行情回顾 .....	14
3. 行业公司动态 .....	15
3.1. 行业资讯 .....	15
3.2. 行业投融资情况 .....	15
3.3. 重点公司公告 .....	16
4. 宏观数据 .....	16
5. 投资建议 .....	18
6. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1 公司发展历程 .....	5
图 2 茶百道拥有丰富的产品矩阵 .....	6
图 3 近年来茶百道客单价维持在 28 元左右 .....	6
图 4 茶百道门店设计 (2023 版) .....	6
图 5 茶百道门店以加盟为主 (单位: 家) .....	7
图 6 茶百道门店遍布全国 .....	7
图 7 茶百道门店分城市线级分布 .....	7
图 8 茶百道收入结构 (单位: 亿元) .....	7
图 9 公司股权结构 .....	8
图 10 我国现制茶饮品类发展历程 .....	9
图 11 2023 年全国部分餐饮品类的平均城市入驻率 .....	9
图 12 近年来我国新式茶饮行业快速发展 .....	9
图 13 2022 年我国新式茶饮 CR5 市场份额 (按零售额计) .....	9
图 14 公司多元化的营销策略 .....	10
图 15 公司建立了覆盖全国范围的仓储物流网络 (截至 2023Q1 末) .....	11
图 16 公司加盟商群体不断壮大 .....	11
图 17 公司闭店率较低 .....	11
图 18 2020-2023Q1 公司营收及增速 .....	12
图 19 2020-2023Q1 公司归母净利润及增速 .....	12
图 20 2020-2023Q1 公司毛利率及净利率 .....	12
图 21 2020-2023Q1 公司销售费用率及管理费用率 .....	12
图 22 2020-2023Q1 公司经营性现金流净额及净现比 .....	13
图 23 2020-2023Q1 公司存货周转天数 .....	13
图 24 本周大盘及社服零售行业涨跌 .....	14
图 25 本周重点子板块涨跌 .....	14
图 26 本周涨幅排名前五的个股 .....	14
图 27 本周跌幅排名前五的个股 .....	14
图 28 7 月社零总额同比+2.5% .....	17
图 29 7 月除汽车外社零总额同比+3.0% .....	17
图 30 7 月城镇/乡村社零总额同比+2.3%/+3.8% .....	17
图 31 7 月商品零售/餐饮收入同比+1.0%/+15.8% .....	17

图 32	7 月实物商品线上/线下同比+6.6%/-1.1%.....	18
图 33	1-7 月实物商品网上零售占比 26.4%.....	18
图 34	7 月服装鞋帽针纺织品/化妆品/金银珠宝零售同比+2.3%/-4.1%/-10.0%.....	18
表 1	本周行业投融资事件一览.....	16

## 1. 四川百茶百道招股书拆解

### 1.1. 公司概况

全国新式茶饮品牌的领先企业，门店数量超 7000 家。2008 年，第一家茶百道门店落地四川成都；2018 年，茶百道进行了全面的品牌升级，提出“鲜果与中国茶”的理念，并融入熊猫元素、推出“丁丁猫”这一品牌形象，迅速扩大了品牌认知，茶百道也进入快速扩张时期，截至目前，茶百道门店数量已超过 7000 家，遍布全国 31 个省市。据中国食品报网，2023 年 4 月，茶百道进行新一轮品牌升级，提出“好茶为底，制造新鲜”的全新品牌定位，并推出最新品牌 IP“茶茶”，为消费者带来充满新鲜与品质的茶饮新体验。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司招股书，中国食品报网，华西证券研究所

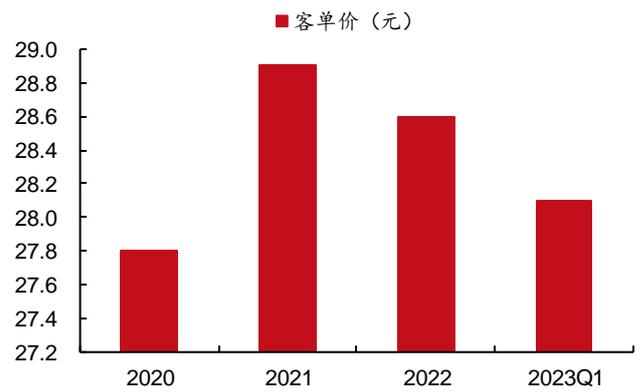
拥有丰富的产品矩阵，产品定位中端。从产品矩阵来看，茶百道的产品组合包括各种经典茶饮、季节性茶饮及区域性茶饮，2023Q1，门店 SKU 平均为 35 款茶饮，其中经典茶饮 SKU 占比约 60%，最畅销的经典茶饮主要有杨枝甘露、茉莉奶绿、招牌芋圆奶茶、豆乳玉麒麟及西瓜啵啵，2022 年销量分别约 66.8/62.8/62.4/42.3/28.2 百万杯，对应销售额分别约 12.84/7.59/9.17/6.76/4.29 亿元。从产品价格来看，茶百道的产品标价介于 8-26 元之间，近年来客单价维持在 28 元左右。

图 2 茶百道拥有丰富的产品矩阵



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 3 近年来茶百道客单价维持在 28 元左右



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

小店模式为主，借助外卖渠道进一步提升单店效益。从门店面积来看，大部分茶百道门店的面积介于 30-100 平米之间，截至 2023Q1 末，44.9% 的门店面积介于 30-49 平米，40.5% 的门店面积介于 50-100 平米；此外，公司还在核心城市选择性地开设面积较大的特色门店，以此展示品牌、为消费者提供社交场合的沉浸式体验。从订单来源来看，近年来外卖占比逐渐提升，门店外卖交易额占比从 2020 年 1 月的 47.6% 提升至 2023 年 3 月的 58.0%。

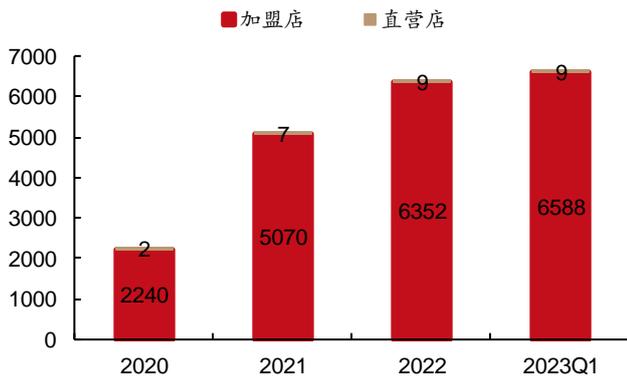
图 4 茶百道门店设计 (2023 版)



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

门店以加盟为主，货品及设备销售贡献公司绝大部分收入。近年来，茶百道门店迅速扩张，门店总数从 2019 年底的 500 余家增加至 2023Q1 末的 6597 家（其中直营店仅 9 家），遍布全国 31 个省市；其中，截至 2023Q1 末，一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比分别为 11%/29%/21%/39%。从收入结构来看，公司收入主要来源于向加盟店销售茶饮材料、配料、包材及门店设备等，2023Q1 货品及设备销售收入占比达 95.1%。

图5 茶百道门店以加盟为主（单位：家）



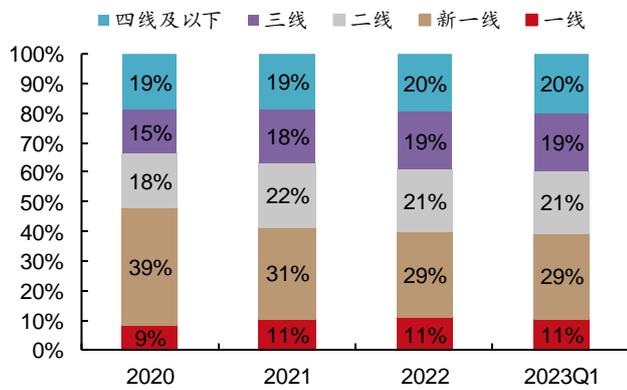
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图6 茶百道门店遍布全国



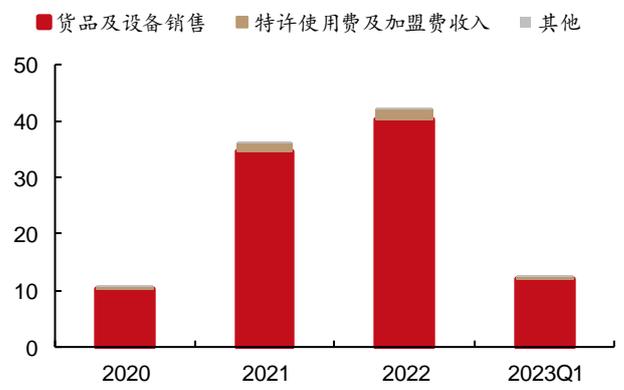
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图7 茶百道门店分城市线级分布



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

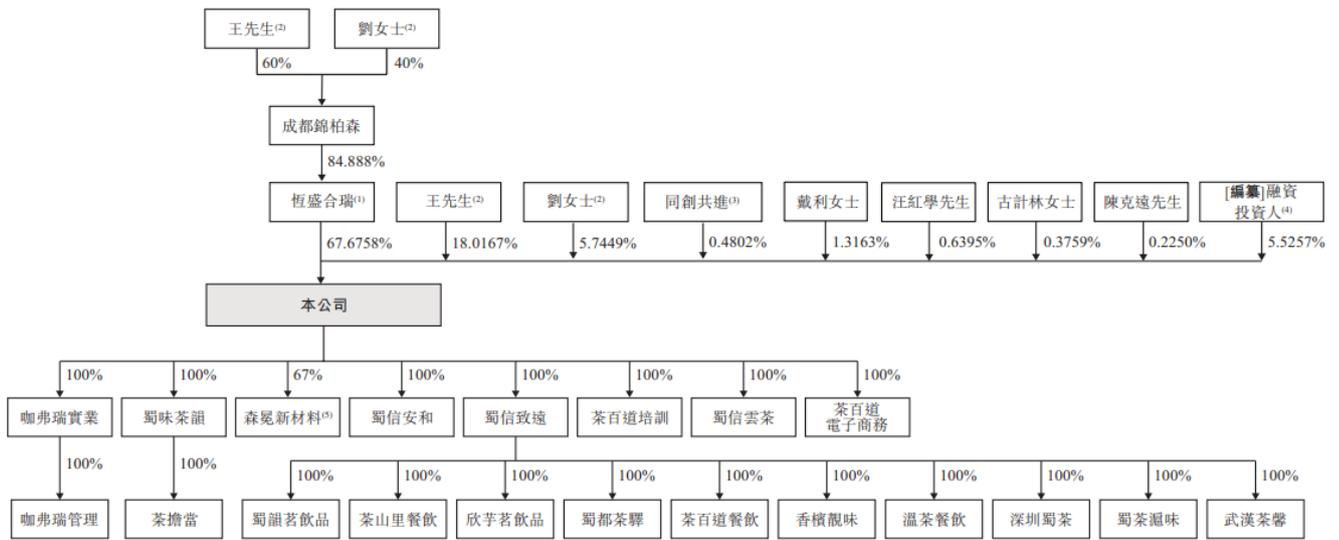
图8 茶百道收入结构（单位：亿元）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

**创始人夫妇控股，股权高度集中。**在公司上市前的股权结构中，创始人王霄锟与刘涌宏夫妇为实际控制人，分别直接持股 18.0167%和 5.7449%，并通过恒盛合瑞间接持股 67.6758%；此外，员工激励平台同创共进持股 0.4802%。

图 9 公司股权结构



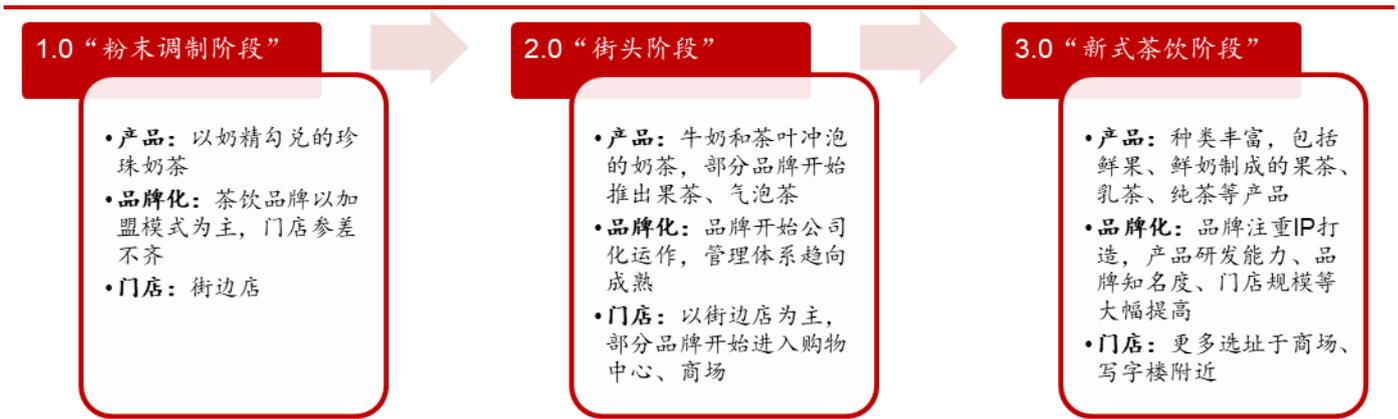
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

## 1.2. 行业分析

近年来我国新式茶饮行业快速发展，预计 2027 年市场规模达 4845 亿元。据红餐大数据，我国现制茶饮品类主要经历了三个发展阶段，分别是以珍珠奶茶为主的 1.0 “粉末调制阶段”，产品主打“茶叶+牛奶”的 2.0 “街头阶段”，以及以鲜果、鲜奶为主的 3.0 “新式茶饮阶段”。在 3.0 新式茶饮阶段，茶饮品类有着较高的规模化程度，据红餐大数据，茶饮品类的平均城市入驻率（该品类所有品牌入驻城市率的平均值）为 5.5%，高于咖饮（2.1%）、火锅（1.7%）等热门品类，在餐饮行业中名列前茅。据公司招股书援引的弗若斯特沙利文数据，我国新式茶饮行业的市场规模从 2017 年的 668 亿元快速增长至 2022 年的 2029 亿元，CAGR+24.9%，并预计 2027 年将达到 4845 亿元，2022-2027 年 CAGR+19.0%。

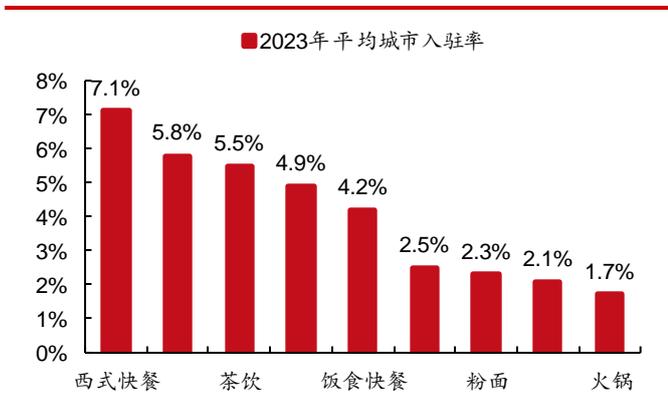
2022 年新式茶饮企业 CR5 合计市占率达 31.6%，公司为第三大新式茶饮企业。据公司招股书援引的弗若斯特沙利文数据，按 2022 年的零售额计，前五大新式茶饮企业的市场份额合计约为 31.6%，其中，公司市场份额为 6.6%，位居第三。

图 10 我国现制茶饮品类发展历程



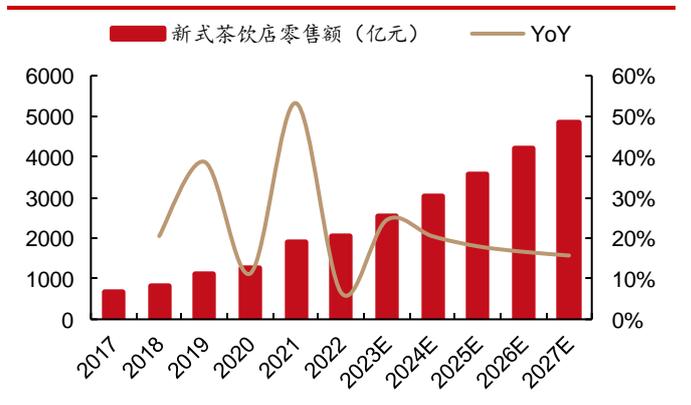
资料来源：红餐大数据，华西证券研究所

图 11 2023 年全国部分餐饮品类的平均城市入驻率



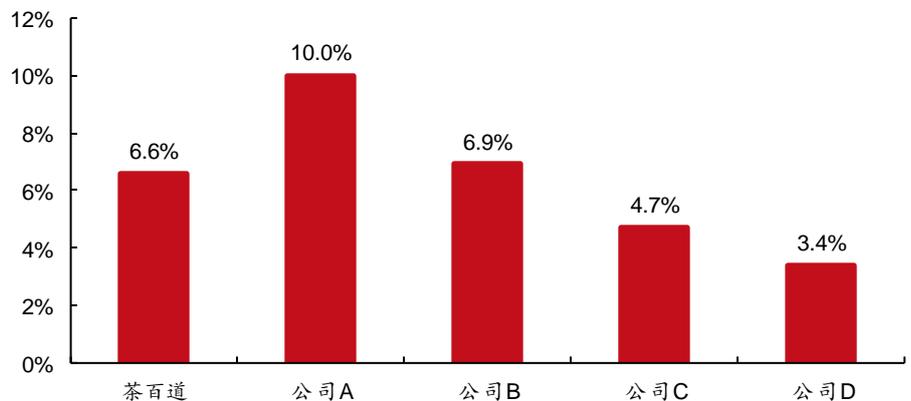
资料来源：红餐大数据，华西证券研究所（截至 2023 年 2 月）

图 12 近年来我国新式茶饮行业快速发展



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 13 2022 年我国新式茶饮 CR5 市场份额（按零售额计）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

### 1.3. 核心竞争力分析

积极的产品研发创新与多元化的品牌营销推广，打造深受年轻人喜爱的品牌。1) 注重产品研发与创新：2022年，公司共开发约300款产品，其中上新近43款产品，并完成9款经典产品升级。2) 采用灵活且多元化的营销策略获客：一是使用微博、微信、小红书、抖音、哔哩哔哩及快手等知名主流社交平台，通过直播及品牌营销吸引消费者；二是通过推出虚拟形象、创意商品、赞助线下活动等方式，推广品牌IP，提升品牌知名度；三是积极寻求跨界合作以吸引多元受众。自2021年2月推出茶百道会员计划以来，公司会员数量迅速增长，截至2023年6月底，会员数量已超过6600万名；2023Q2，共拥有约16.7百万名活跃会员，其中32.8%的活跃会员通过微信小程序进行过复购。

图 14 公司多元化的营销策略



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

高效优质的全国性供应链能力，保证门店产品品质的标准化与食品安全。1) 原材料采购：对于鲜果、乳制品、茶叶、冷冻鲜榨果汁等核心原料，实现大部分门店的统一采购与配送，并不断加强与源头产区 and 先进生产工艺的头部供应商合作，锁定上游原材料优质产区及供货量。2) 仓储物流：通过自营和第三方合作的方式建立了覆盖全国范围的仓储物流网络，实现高频及时的配送服务；截至2023Q1末，公司仓储设施包括22个高标准仓库（含常温、冷藏、冷冻多个温区），总建筑面积约8万平米，包括17个中心仓及5个前置仓；同时，为约92%的门店提供每周两次或以上的配送服务，减少了运输过程中的物料损失，并确保到店原材料的新鲜和高品质。

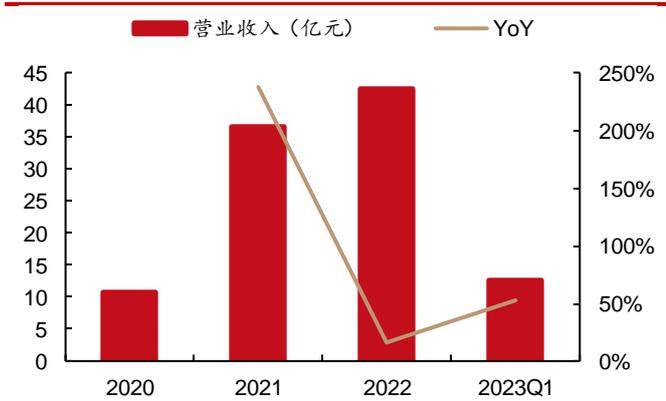


## 1.4. 财务分析

门店快速扩张驱动收入增长，盈利能力稳定经营韧性强。2020-2023Q1，公司营收分别为10.80/36.44/42.32/12.46亿元，同增237.4%/16.1%/53.0%；归母净利润分别为2.01/7.56/9.54/2.82亿元，同增276.1%/26.2%/50.1%；净利率分别为22.0%/21.4%/22.8%/22.9%，盈利能力较为稳定。成本费用端，2020-2023Q1，公司毛利率分别为36.7%/35.7%/34.4%/35.2%，管理费用率分别为6.1%/9.8%/6.9%/7.0%，销售费用率分别为1.0%/0.5%/1.4%/1.3%。

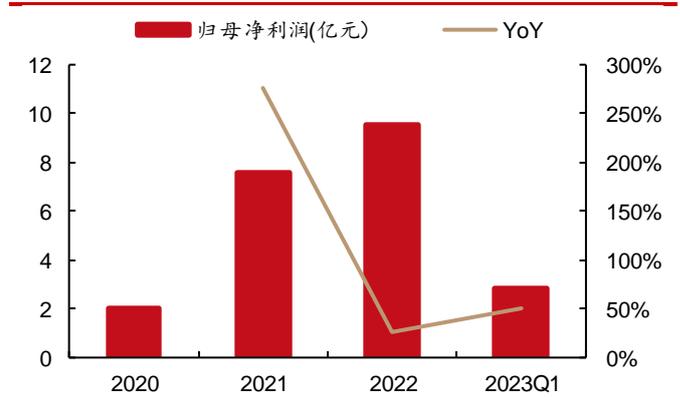
经营性现金流充沛，经营质量较高。2020-2023Q1，公司经营性现金流净额分别为4.90/12.70/11.86/3.05亿元，净现比均大于1；存货周转天数分别为28.9/15.7/20.1/19.4天。

图 18 2020-2023Q1 公司营收及增速



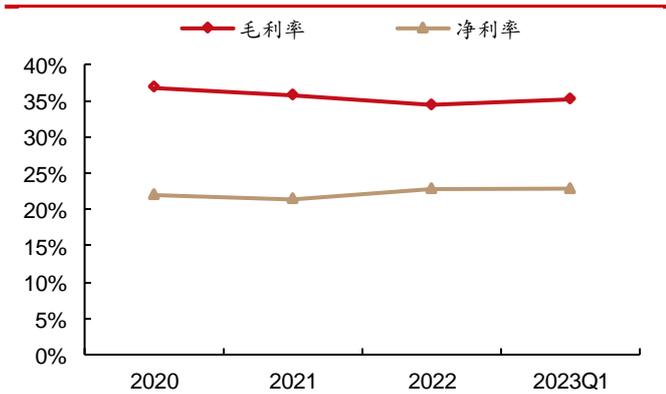
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 19 2020-2023Q1 公司归母净利润及增速



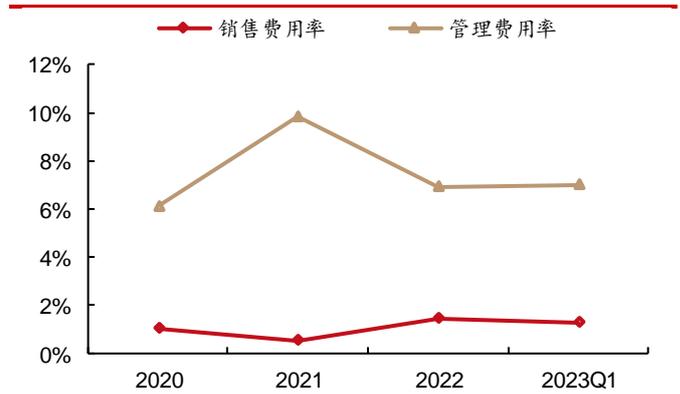
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 20 2020-2023Q1 公司毛利率及净利率



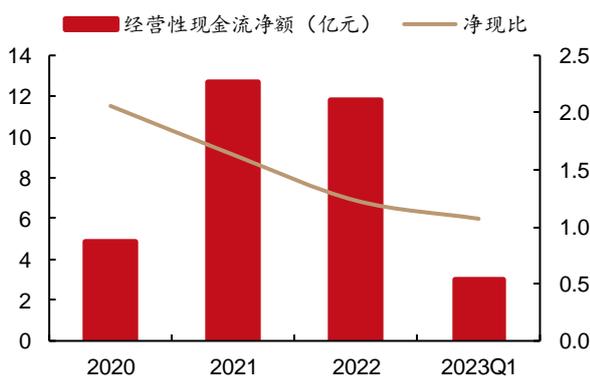
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 21 2020-2023Q1 公司销售费用率及管理费用率



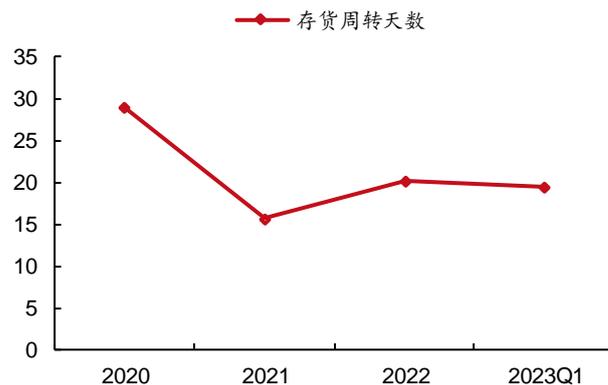
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 22 2020-2023Q1 公司经营性现金流净额及净现比



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 23 2020-2023Q1 公司存货周转天数



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

### 1.5. 募资用途

**提高整体营运能力，强化供应链：**1) 提高仓配能力的自动化与智能化水平，包括升级仓储设施的自动化设备、完善多温控仓配系统等；2) 升级门店设备，进一步实现茶百道门店的产品制作流程的自动化及简化；3) 对供应链上游战略性投资，帮助公司从生产阶段加强对供应链的控制，确保产品质量；4) 用于支持公司海外市场供应链能力。

**发展数字化能力，吸引及培训专业人才：**公司将开发及完善前台、中台、后台运营的数字化解决方案，从而实现运营数字化、业务自动化及决策智能化。其中包括 1) 提高运营数字化；2) 提高供应链智能化水平；3) 提高大数据能力及数字化产品开发能力；4) 支持其他主要业务方面的数字化。

**品牌打造及推广活动：**1) 举办线上及线下品牌推广及营销活动，以提升消费者参与度及门店表现；2) 用于门店扩张过程中的营销活动；3) 推出及推广自营咖啡品牌及在中国各地铺设咖啡店网络。

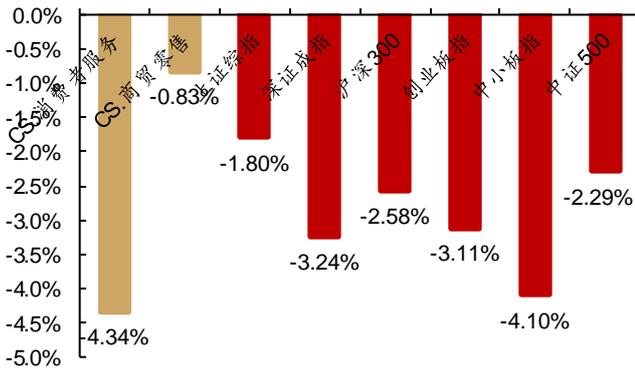
**产品开发及创新：**招募、培训及保留内部研发人员以及在总部建立研发中心并配备利用我们的数字化成果的先进系统。

**营运资金及一般企业用途。**

## 2. 行情回顾

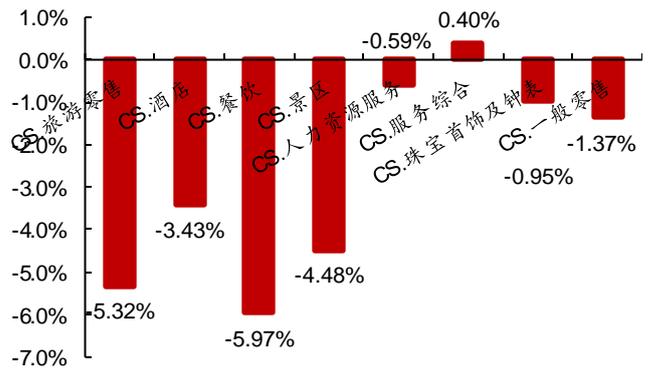
本周消费者服务指数跑输沪深300指数1.76pct、商贸零售指数跑赢沪深300指数1.75pct。2023/8/14-2023/8/18，中信消费者服务指数涨幅-4.34%，中信商贸零售指数涨幅-0.83%，上证综指涨幅-1.80%，深证成指涨幅-3.24%，沪深300涨幅-2.58%，创业板指涨幅-3.11%，中小板指涨幅-4.10%，中证500涨幅-2.29%；重点子板块中，涨幅由高到低分别为服务综合(+0.40%)、人力资源服务(-0.59%)、珠宝首饰及钟表(-0.95%)、一般零售(-1.37%)、酒店(-3.43%)、景区(-4.48%)、旅游零售(-5.32%)、餐饮(-5.97%)。

图 24 本周大盘及社服零售行业涨跌



资料来源: wind, 华西证券研究所

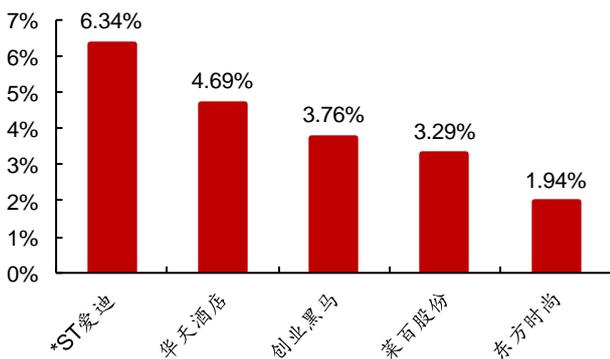
图 25 本周重点子板块涨跌



资料来源: wind, 华西证券研究所

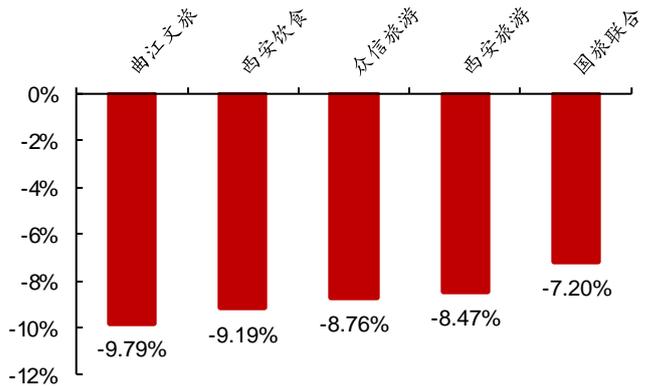
个股方面，\*ST 爱迪以周涨幅 6.34% 位居涨幅榜首位，华天酒店、创业黑马、莱百股份、东方时尚以周涨幅 4.69%、3.76%、3.29%、1.94% 分列个股涨幅第二、三、四、五位；本周跌幅榜前五位分别为曲江文旅(-9.79%)、西安饮食(-9.19%)、众信旅游(-8.76%)、西安旅游(-8.47%)、国旅联合(-7.20%)。

图 26 本周涨幅排名前五的个股



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 27 本周跌幅排名前五的个股



资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3. 行业公司动态

#### 3.1. 行业资讯

##### 【免税&酒店】中免集团与洲际酒店集团达成合作，实现高端会员礼遇双向互通

8月10日，在以“洲游全球，悦享中免”为主题的cdf中免会员×IHG优悦会合作发布会上，中免集团旗下中免会员与洲际酒店集团旗下全球宾客忠诚度计划IHG优悦会（IHG One Rewards）达成深度合作。双方实现双向高端会员礼遇互通，立足海南这一热门旅游及免税消费市场，为全球旅客打造悦享双重的至尊礼遇，并以海南为起点辐射国际旅游市场，开拓一站式“免税畅购+悦悦住享”新旅程。（来源：中免集团微信公众号）

##### 【电商】抖音上线“抖音进口超市”自营店

抖音App内，一家名为“抖音进口超市”的新店，于近期正式开业。据悉，这是抖音电商旗下的一家以自营类型为主的跨境电商业务。由于是新店开业，目前抖音进口超市内上架的商品25件，商品种类涵盖面膜、清洁贴片、眼贴等，不排除未来会上线更多种类的商品。据了解，商品的进口税已经包含到商品价格中，由国内的综合保税仓，经内地海关检查，再发往至消费者的手中。（来源：Tech星球）

##### 【餐饮】海底捞洗发业务或将全国推广

针对网友热议海底捞可以洗头发，海底捞火锅官微回应称：目前海底捞仅在无锡茂业天地店开设洗发服务，200捞币即可兑换一张洗发券，现场排队约号洗发。海底捞回应称，无锡茂业天地店的洗发体验区是门店进行的个性化创新试点，旨在为会员提供更多权益，将持续关注顾客反馈，不断优化体验。洗头服务其实疫情之前个别门店也有，只是疫情期间停止了，现在又重新开始在个别门店推出。现在先是试点，未来可能会一点点向全国推广。（来源：界面新闻）

##### 【餐饮】炸鸡品牌Popeyes计划十年内在华拓展1700家门店

美国连锁炸鸡快餐品牌Popeyes宣布中国首店将于8月19日正式对外营业。Tims天好中国CEO卢永臣在现场表示，Popeyes年内将在中国市场开出10家门店，未来10年计划在中国开出不少于1700家门店。据了解，Popeyes目前已在全球开设了4100多家门店，成为全球规模最大的炸鸡快餐品牌之一。（来源：i黑马）

##### 【酒店】山东出台若干措施，促进旅游住宿业高质量发展

山东省政府办公厅日前印发《关于促进全省旅游住宿业高质量发展的若干措施》。其中提出，引进高端品牌酒店。重点旅游城市规划引入1-2家国际豪华品牌酒店，通过高品质供给吸引高端消费客群。2025年年底，各市至少打造3家好客山东精品酒店，重点旅游城市达5家以上，全省好客山东精品酒店达100家以上。（来源：环球旅讯）

#### 3.2. 行业投融资情况

**本周行业重点投融资事件：**酒店公寓连锁品牌“新寓”完成数百万元首轮融资，其旨在为年轻客群提供可短住、可长租且极具性价比的品质空间；奢侈品售卖平台“SENSER识季”完成B+轮融资，平台拥有箱包、腕表、服饰、艺术品等品类，此外还提供奢侈品鉴定及养护服务；工业零部件B2B电商平台“蚂蚁工场”完成C轮融资；“信达昆仑”是集酒店管理运营、快消食品等于一体的综合性服务型公司，旗下拥有

辣椒酱品牌“马佬大”，近日完成了两千万元的天使轮融资；宠物食品品牌“凯尔资”完成数千万元 A 轮融资，其拥有鲜食、零食等产品线，并自主研发了派乐鸡、鸭食卷等创意零食。

表 1 本周行业投融资事件一览

时间	公司名称	行业	轮次	金额	投资方	简介
8.15	新寓	酒店	天使轮	数百万元	-	酒店公寓连锁品牌运营商
8.16	SENER 识季	电商	B+轮	-	小红书	奢侈品售卖平台
8.16	蚂蚁工场	电商	C 轮	-	达晨创投领投	工业零部件 B2B 电商平台
8.17	信达昆仑	酒店	天使轮	2000 万元	-	酒店管理及调味品销售服务商
8.17	凯尔资	宠物	A 轮	数千万元	金鼎资本	宠物食品品牌商

资料来源：IT 桔子，华西证券研究所

### 3.3. 重点公司公告

#### 【中国黄金】发布 2023 年半年度报告

2023H1，公司实现营收 295.67 亿元/+16.73%，归母净利润 5.37 亿元/+22.31%，扣非归母净利润 5.03 亿元/+18.41%；单 Q2 来看，公司实现营收 134.28 亿元/+22.48%，归母净利润 2.37 亿元/+26.58%，扣非归母净利润 2.26 亿元/+23.40%。

#### 【全聚德】发布 2023 年半年度报告

2023H1，公司实现营收 6.68 亿元/+104.06%，归母净利润 0.28 亿元/+118.28%，扣非归母净利润 0.23 亿元/+115.06%；单 Q2 来看，公司实现营收 3.48 亿元/+207.20%，归母净利润 0.19 亿元/+117.78%，扣非归母净利润 0.17 亿元/+115.86%。

#### 【曲江文旅】发布 2023 年半年度报告

2023H1，公司实现营收 6.88 亿元/+53.28%，归母净利润 0.13 亿元/+115.17%，扣非归母净利润 0.03 亿元/+103.01%；单 Q2 来看，公司实现营收 3.62 亿元/+43.93%，归母净利润 0.04 亿元/+110.92%，扣非归母净亏损 0.04 亿元。

#### 【小商品城】发布 2023 年半年度报告

2023H1，公司实现营收 51.61 亿元/+22.68%，归母净利润 19.98 亿元/+63.50%，扣非归母净利润 18.39 亿元/+55.65%；单 Q2 来看，公司实现营收 30.41 亿元/+16.54%，归母净利润 7.76 亿元/+41.13%，扣非归母净利润 7.60 亿元/+44.58%。

## 4. 宏观数据

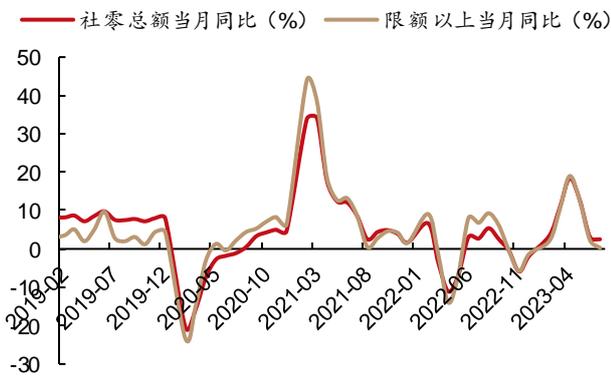
7 月社零总额同比+2.5%，增速环比回落。据国家统计局数据，7 月份，社零总额同比+2.5%，增速环比回落 0.6 个百分点；其中，除汽车外的社零总额同比+3.0%，增速环比回落 0.7 个百分点；2021-2023 年 CAGR 为+2.6%（6 月为+3.1%）。分地区来看，在农村居民收入持续增长、县域商业体系建设不断完善等因素带动下，乡村消费需求

得到激发，市场销售恢复快于城镇；7 月份，城镇/乡村消费品零售额同比分别 +2.3%/+3.8%。

分类型来看，服务消费需求持续释放。7 月份，全国餐饮收入同比+15.8%，增速环比回落 0.3 个百分点，2021-2023 年 CAGR 为+6.8%（6 月为+5.6%）；商品零售额同比+1.0%，增速环比回落 0.7 个百分点，其中，限额以上服装鞋帽针织品类、化妆品类、金银珠宝品类零售额同比分别+2.3%/-4.1%/-10.0%，增速环比分别回落 4.6/8.9/17.8 个百分点。

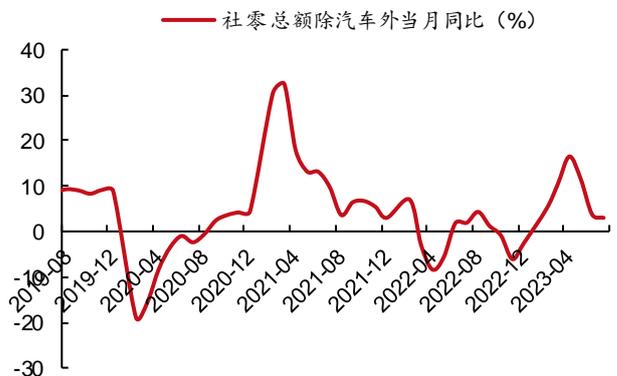
分渠道来看，网络零售占比同比持续提升。1-7 月份，实物商品网上零售额累计同比+10.0%，占社零总额的比重为 26.4%，同比提升 0.8 个百分点。单月来看，据我们估算，7 月份，实物商品线上/线下零售额同比分别+6.6%/-1.1%，增速环比分别回落 0.1/0.3 个百分点。

图 28 7 月社零总额同比+2.5%



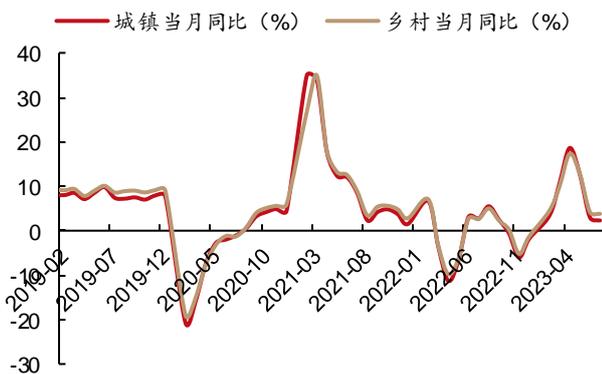
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 29 7 月除汽车外社零总额同比+3.0%



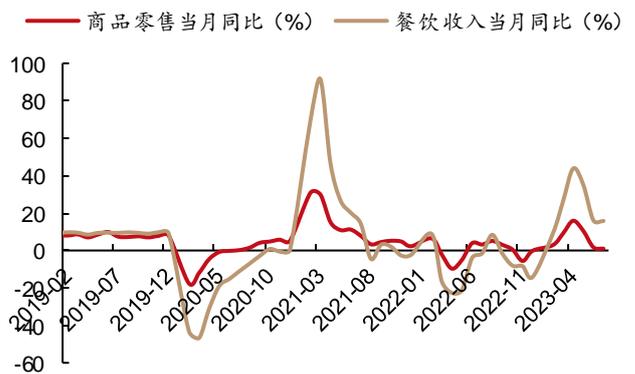
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 30 7 月城镇/乡村社零总额同比+2.3%/+3.8%



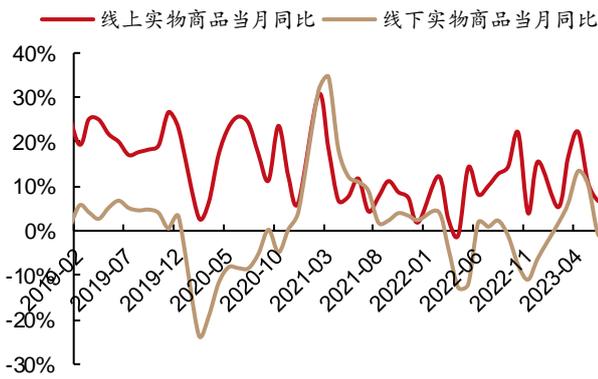
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 31 7 月商品零售/餐饮收入同比+1.0%/+15.8%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 32 7 月实物商品线上/线下同比+6.6%/-1.1%



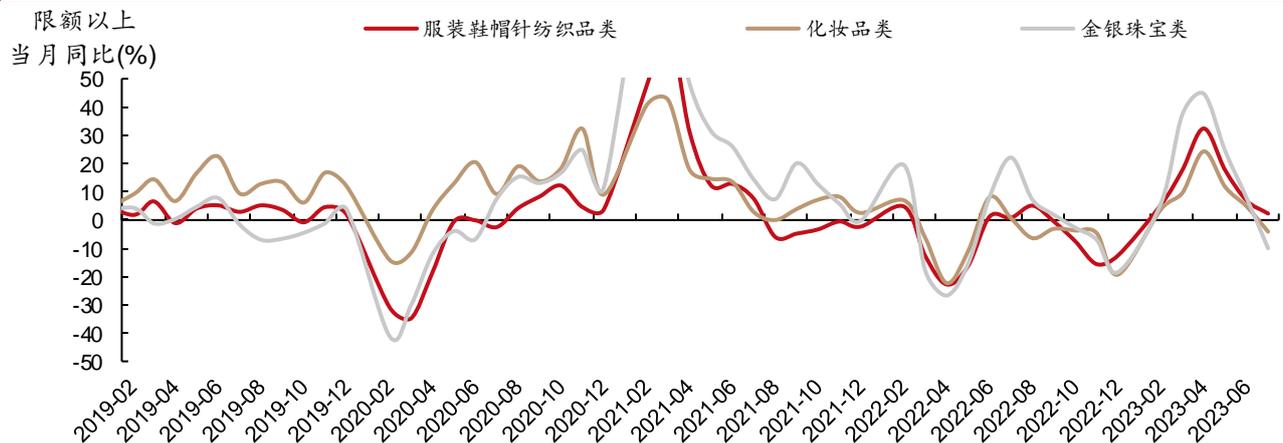
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 33 1-7 月实物商品网上零售占比 26.4%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 34 7 月服装鞋帽针纺织品/化妆品/金银珠宝零售同比+2.3%/-4.1%/-10.0%



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

## 5. 投资建议

近期，中央密集召开会议及发布相关政策文件，内容涉及解决就业、提升居民收入水平及消费信心、提振房地产市场、促进内需消费等多方面，顺周期消费板块预期逐步企稳回升，在政策持续加码+基本面筑底回升背景下，顺周期板块迎来持续关注。

建议重点关注：1) 调整相对充分，后续有新政策催化的免税板块，相关受益标的包括王府井、中国中免；2) 地产链零售，相关受益标的包括居然之家、美凯龙；3) 人力资源服务板块，相关受益标的包括科锐国际、北京人力；4) 会展板块，相关受益标的包括兰生股份、米奥会展；5) 黄金珠宝板块，相关受益标的包括潮宏基、老凤祥等。

## 6. 风险提示

宏观经济下行，居民收入及消费意愿恢复不及预期，行业竞争加剧。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。