

商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

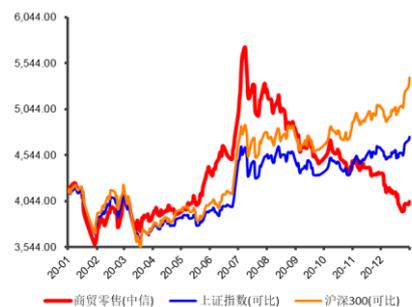
报告原因：定期报告

商务部鼓励网订店送式消费，进一步推动商超线上化运营 中性

2021年1月6日

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 2021 年年度策略：渠道购物近
场化，线上价值稳步攀升零售行业 12 月投资策略：商品零售结
构优化，升级类消费引领增长

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国
际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

市场回顾

➢ 12 月 CS 商贸零售行业下跌 7.34%，上年同期为上涨 5.42%，跑输大盘 12.40pct。行业 12 月市场表现不及去年同期，在中信 30 个行业排名第 27，较上月基本持平。虽然消费复苏格局进一步明朗化，但板块上半年估值水平较高，主题行情已经结束，短期仍处回调周期，行业整体表现承压。从子板块看，12 月各子板块呈现不同程度的下跌，涨跌幅位居前三的子板块分别是专业市场经营、贸易和珠宝首饰及钟表，涨跌幅分别为-0.11%、-2.36%、-5.62%。12 月机构主导行情，零售板块龙头个股多数回调，且回调幅度较大，影响板块跌幅较深。12 月 CS 商贸零售的 PE 估值水平延续了 11 月的震荡回落态势，月末 PE 水平触底降至 60X 左右，整体来看 12 月平均 PE 水平为 63.4X，较上月有所回落。

行业月度数据跟踪

➢ 11 月社零总额同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7pct，市场销售持续回升。随着国民经济持续稳定恢复和促消费政策的不断发力，居民消费需求稳步释放，11 月市场销售增速加快，商品零售结构继续优化；同时在双 11 购物节的带动下，新型消费模式快速增长，网购相关商品零售额增速明显提升。分品类看，必选消费品继续保持平稳增长，但增速多呈下降；可选消费品结构持续优化、升级类增长加快，消费带动作用恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。网络商品销售保持快速增长，线上渗透率在连续三个月的下降后首次回升到 25%。1-11 月实物商品网上零售额同比增长 15.7%，比 1-10 月下降 0.3pct。

➢ 前 11 个月网下实体店零售额重回正增长，实体店铺零售持续恢复。据测算，1-11 月实体店消费品零售额同比下降 10.1%，降幅较 1-10 月收窄 1.2pct；全国百家重点大型零售企业零售额累计下降 15.6%，降幅较 1-10 月收窄 1.7pct。1-11 月份，限额以上超市商品零售额同比增长 3.0%，与 1-10 月份基本持平；百货店、专业店和专卖店商品零售额同比分别下降 11.8%、6.5%和 2.6%，降幅继续收窄，分别比 1-10 月份收窄 2.1pct、1.3pct 和 2.1pct。

行业动态新闻

- 涉不正当价格行为，京东、天猫、唯品会分别被罚 50 万；
- 京东社区团购来了，京喜拼拼上线微信小程序；
- 商务部：商场、超市可拒绝不戴口罩的顾客进入。



投资策略

➤ 疫情发生以后，由于在线消费对到店消费的替代率提升，为了适应市场变化，企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强，客观上推进了我国消费品市场的转型升级。1月5日，商务部办公厅印发《商场、超市疫情防控技术指南》等4个防控指南，倡导商超实行线上线下结合的方式进行消费，鼓励商场、超市、农贸市场提供网订店送、无接触交易等便民服务，防范疏解购物可能导致的人群聚集。为了应对市场变化，超市企业快速推进门店的线上化运营，积极推广到家业务和社区团购，开启新的盈利增长点。后疫情时代，线上线下融合的新业态、新场景和新模式发展态势持续向好，我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及企业数字化转型中流量转化能力的不断提升，重点关注消费分级下追求性价比和高端品质型消费的两类不同群体的个性化需求，主要关注以下几条主线：**1) 超市企业持续加码社区团购等线上业务，短期同店承压，看好中长期成长性价值**：永辉超市，家家悦；**2) 双循环新格局助力国货品牌加速下沉渗透，龙头拓展增量持续提升市场集中度**：珀莱雅，丸美股份；**3) 高端消细分领域弹性较足，主题投资机会驱动细分板块估值业绩双修复**：王府井、豫园股份。

风险提示

➤ 宏观经济增速放缓；消费升级效果不及预期；电商分流、市场竞争加剧；海外疫情持续蔓延、疫情影响超出市场预期风险；天气转冷，国内疫情防控态势出现新变化。

目录

1. 行业市场表现回顾	5
1.1 一级行业概况	5
1.2 细分行业市场表现	5
1.3 个股表现	6
1.4 行业估值情况	7
2. 行业数据跟踪	7
2.1 居民消费价格指数（CPI）	7
2.2 社会消费品零售数据	9
2.3 全国大中型零售企业销售额数据	11
2.4 五大零售集团市场表现	12
3. 行业动态新闻	13
4. 投资建议	13
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：2020 年 12 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 12 月涨跌幅	6
图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 12 月涨跌幅	6
表 1：2020 年 12 月个股涨跌幅情况（%）	6
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	7
图 6：CS 一般零售子版块 2020 年估值水平 PE（TTM）	7
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	8
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	8
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9



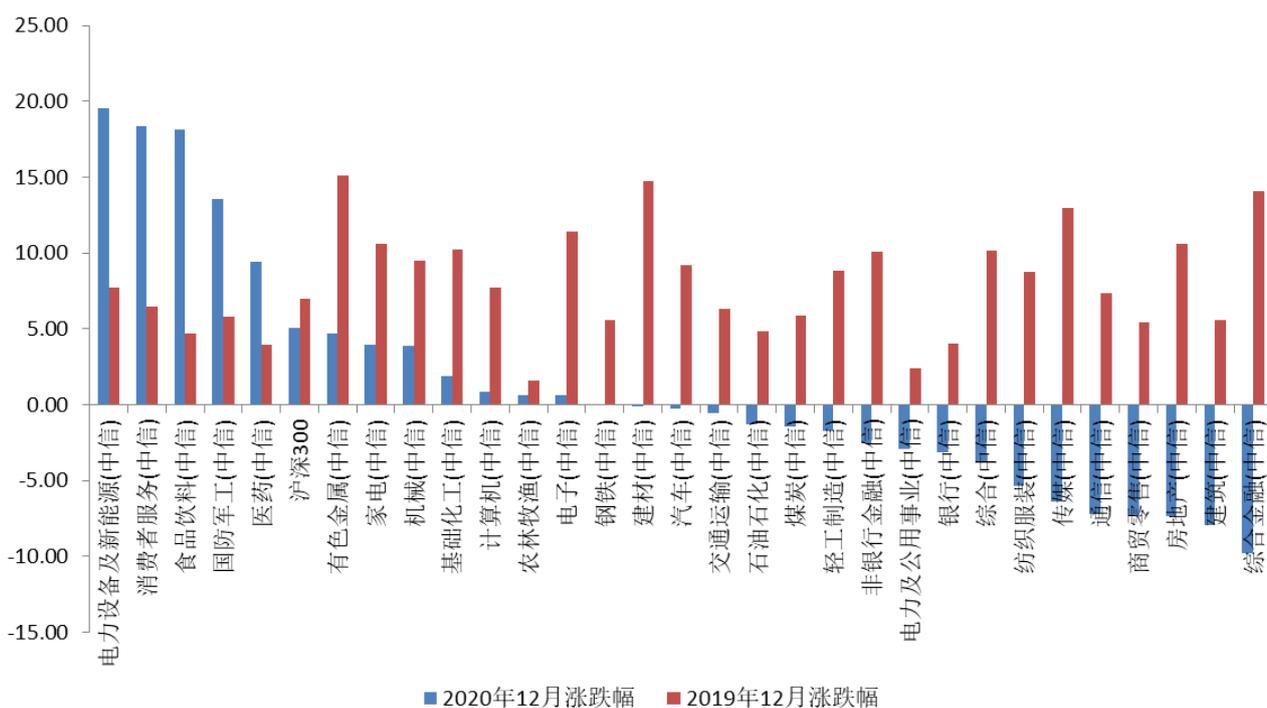
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比	10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	11
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	11
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	12
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	12
图 15：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势）	12
图 16：中国全国前十零售商市场份额（滚动 12 周）	12

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020年12月，沪深300指数上涨了5.06%，与2019年同期相比下降1.94pct，其中CS商贸零售行业下跌7.34%，上年同期为上涨5.42%，跑输大盘12.40pct。12月中信一级30个行业中有半数呈现上涨状态，消费板块走势呈现分化，食品饮料、消费者服务等板块涨幅居前，纺织服装、商贸零售等板块呈现下跌。12月疫苗的规模化推广提振了市场偏好，需求侧改革利好弹性较大的中小市值板块，此外行情由机构主导，机构抱团和游资介入带动热点板块获得明显超额收益。CS商贸零售行业12月市场表现不及去年同期，在中信30个行业排名第27，较上月基本持平。年终购物节提振叠加线下客流渐归常态，消费复苏格局进一步明朗化，但板块上半年估值水平较高，主题行情已经结束，短期仍处回调周期，行业整体表现承压。

图1：2020年12月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

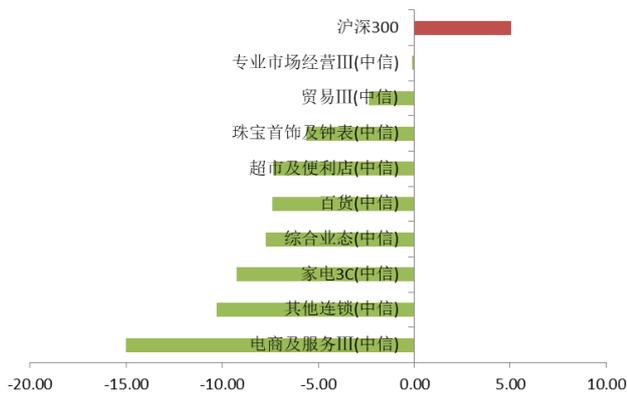
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，12月CS零售的三级子行业均呈下跌，涨跌幅位居前三的子板块分别是专业市场经营、贸易和珠宝首饰及钟表，涨跌幅分别为-0.11%、-2.36%、-5.62%。12月各个子板块呈现不同程度的下跌，其中专业市场经营跌幅最浅，电商及服务跌幅最深，子板块表现均不及沪深300。12月机构主导行情，零

售板块龙头个股多数回调，且回调幅度较大，影响板块跌幅较深，其他连锁和电商板块的月度跌幅达到 10% 和 15%。12 月零售行业市场持续复苏，实体商业客流量环比继续改善，但受疫情反复影响，实体商业同店数据或将受到一定挑战，同时由于 CPI 较低超市同店继续承压，影响龙头个股股价回调较多。

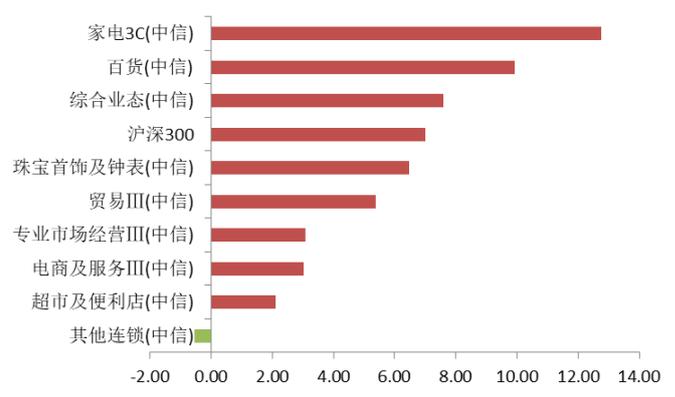
12 月 SW 商业贸易主力净入额为-67.30 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 7。12 月 SW 商贸三级子行业的主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营流出最少，资金净流出 8330.11 万元；SW 专业连锁流出资金最多，净流出 17.57 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 12 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 12 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，12 月仅有 18 家上市公司收涨，涨幅居前的有远大控股、川能动力、海印股份、东方银星和百联股份，月涨幅均超过 10%，其中远大控股涨幅最高，为 37.59%；共有 92 家上市公司收跌，跌幅较深的有*ST 金洲、莱绅通灵、爱婴室、供销大集、*ST 成城和*ST 新亿，月收跌幅度均超过 20%，其中*ST 金洲月收跌 30.92%，跌幅最深。

表 1：2020 年 12 月个股涨跌幅情况 (%)

12 月涨幅前十的个股			12 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000626.SZ	远大控股	37.59	000587.SZ	*ST 金洲	-30.92
000155.SZ	川能动力	19.25	603900.SH	莱绅通灵	-27.37
000861.SZ	海印股份	15.08	603214.SH	爱婴室	-22.45
600753.SH	东方银星	13.12	000564.SZ	供销大集	-22.22
600827.SH	百联股份	11.28	600247.SH	*ST 成城	-21.62
600306.SH	*ST 商城	8.14	600145.SH	*ST 新亿	-20.25
002091.SZ	江苏国泰	7.91	002251.SZ	步步高	-19.45
600870.SH	ST 厦华	5.90	002127.SZ	南极电商	-17.54
605266.SH	健之佳	5.87	601116.SH	三江购物	-17.46

601366.SH	利群股份	3.26	002640.SZ	跨境通	-16.96
-----------	------	------	-----------	-----	--------

数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

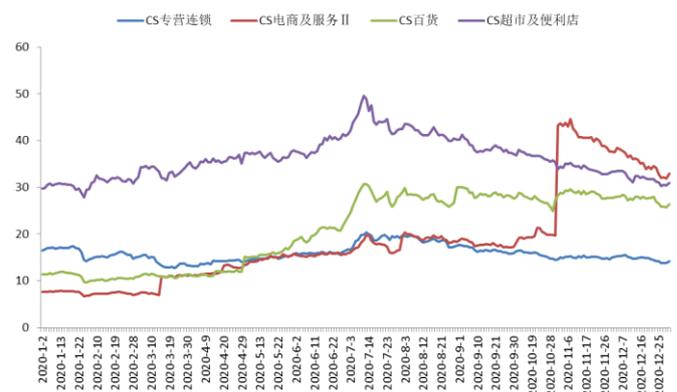
2020年12月，CS 商贸零售的 PE 估值水平延续了 11 月的震荡回落态势，月末 PE 水平触底降至 60X 左右，整体来看 12 月平均 PE 水平为 63.4X，较上月有所回落。若剔除负值影响，12 月平均 PE 水平为 20.7X，较上月小幅回落。考虑到负值效应将百货板块 PE 水平抬高到 80X，专营连锁、电商及服务 PE 水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块 PE 进行月度对比。

子板块方面，12 月各个子板块估值水平均呈震荡回落趋势，其中电商板块 PE 均值水平回落最多，与板块行情表现一致，当前电商板块 PE 水平最高，且高于行业整体的平均 PE 水平；专营连锁板块 PE 水平基本稳定，PE 均值水平回落最少，当前连锁板块 PE 水平在子板块中属最低；百货、超市 PE 均值水平呈现回落，但板块 PE 都高于行业整体水平。

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE (TTM) 图 6：CS 一般零售子版块 2020 年估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

2. 行业数据跟踪

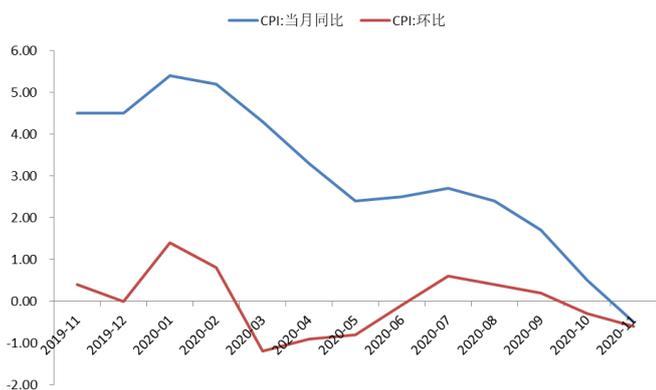
2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2020年11月，CPI 同比下降 0.5%，受去年同期对比基数较高影响，同比由升转降。其中食品价格由上月上涨 2.2% 转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44pct，是带动 CPI 由涨转降的主要原因；非食品价格由上月的持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06pct。食品中的蛋类价格下降 17.1%，影响 CPI 下降约 0.11pct，禽肉中鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8% 和 10.8%，降幅均有扩大；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.53pct，其中猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7pct，连续 2 个月转降，影响 CPI 下降约 0.60pct。由于供给偏紧，从 Q4 开始猪肉价格大幅上涨，导致去年四季度对比基数较高。食品中的烟酒

类价格同比下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.24pct。鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅回落 8.1pct，影响 CPI 上涨约 0.20pct；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2pct，影响 CPI 上涨约 0.06pct。非食品中的七大类同比价格三涨一平三降，其中交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6%和 0.3%，交通中的汽油和柴油价格分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.5%、1.0%；生活用品及服务价格持平。

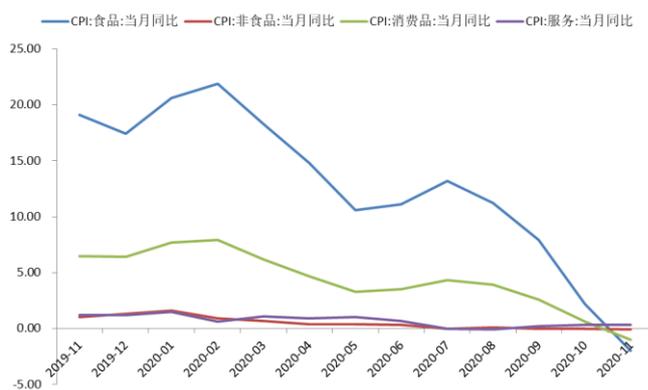
据测算，在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5pct。1-11 月全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%，较 1-10 月回落 0.3pct。今年以来 CPI 涨幅整体上呈现前高后低态势，11 月同比下降 0.5%，这也是 2009 年 10 月份以来第一次出现同比下降，2009 年主要是因为国际金融危机的冲击。11 月物价上涨态势暂停并进入下降区间，主要受到食品价格下降的影响，食品价格中猪肉价格下降是最主要的因素，猪肉价格的下降，一方面由于今年以来生猪生产恢复、产能增加，供给得到提升，另一方面是去年同期基数较高所致。物价涨势进入下行区间，主要销售食品烟酒类的实体超市销售额或将受到影响，同店增速持续承压。

图 7：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比：分类别（%）



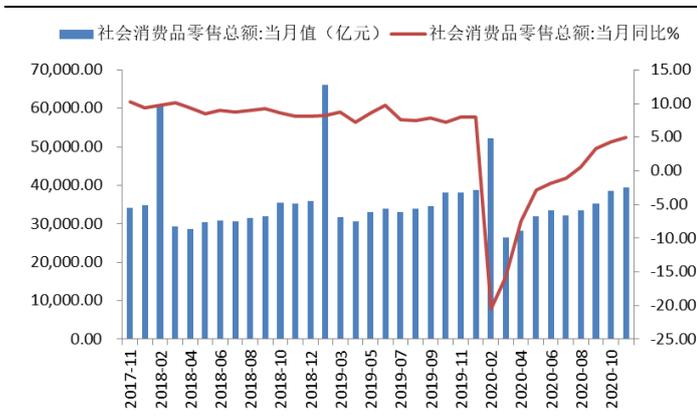
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

从环比看，CPI 下降 0.6%，降幅较上月扩大 0.3%，CPI 环比持续 2 个月下降。其中，食品价格下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.53pct；非食品价格由上月的上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09pct。食品中的畜肉类价格下降 4.7%，影响 CPI 下降约 0.33pct，随着生猪生产不断恢复，猪肉供给持续改善，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄 0.5pct，影响 CPI 下降约 0.29pct。鲜菜和蛋类供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.4%，其中鲜菜价格降幅扩大 3.6pct，蛋类价格降幅收窄 0.5pct，分别影响 CPI 下降约 0.15pct 和 0.01pct。鲜果价格持平，上月为上涨 1.8%。非食品中的七大类价格环比一涨三平三降。非食品中的居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；旅游淡季出行减少，交通和通信价格下降 0.3%，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降 15.6%、4.4%和 3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨 0.4%。11 月份，随着各地区各部门持续推进“六稳”“六保”工作，猪肉等重要民生商品价格继续回落。

2.2 社会消费品零售数据

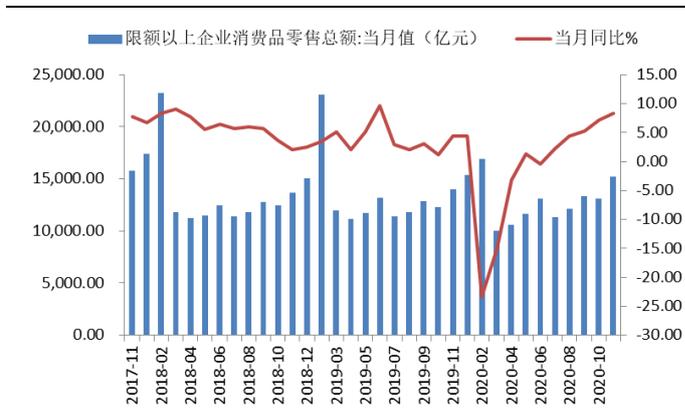
2020年11月，社会消费品零售总额39514亿元，同比增长5.0%，增速比上月加快0.7pct，市场销售持续回升，连续四个月同比正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额35497亿元，增长4.2%，增速比上月加快0.6pct。1-11月社零增速同比下降4.8%，降幅比1-10月收窄1.1pct，其中除汽车以外的消费品零售额下降5.0%，降幅较1-10月收窄1pct。按经营单位所在地分，11月城镇消费品零售额34072亿元，同比增长4.9%；乡村消费品零售额5442亿元，增长5.6%，乡村市场恢复持续好于城镇，增速高出0.7pct。按业态分，百货店实体店铺零售持续恢复。1-11月份，限额以上超市商品零售额同比增长3.0%，与1-10月持平；百货店、专业店和专卖店商品零售额同比分别下降11.8%、6.5%、2.6%，降幅继续收窄，分别比1-10月份收窄2.1pct、1.3pct和2.1pct。

图9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着国民经济持续稳定恢复，促消费政策不断发力，居民消费需求稳步释放，11月份市场销售增速加快，商品零售结构继续优化；同时在双11购物节的带动下，新型消费模式快速增长，网购相关商品零售额增速明显提升。从需求来看，需求的回暖态势持续巩固，内生性的增长持续提升，社零增速稳步回升。虽然疫情影响因素仍然存在，但商品销售能够保持较快的增长势头，连续五个月保持同比正增长，其中消费升级类的商品销售增长加快，实物商品网上零售额继续保持较快增长，同时实体店的销售也在恢复。前11个月，实体店零售额降幅比前10个月收窄1.5pct，可见消费增长的势头还在延续。此外，近期还出台了一些促进消费增长的政策，比如推进新一轮汽车下乡和家电以旧换新，还有积极推动餐饮消费的创新发发展等，对于可选消费领域的带动作用十分明显。在疫情有效防控的背景下，消费持续回升的基础条件坚实有力。

从商品品类上来看，限额以上单位商品零售额同比增长8.7%，增速比10月份加快1.5pct，其中生活必需品消费继续保持平稳增长，但增速多呈下降。11月仅有限上单位饮料类商品零售额同比增长21.6%，增速较上月上涨4.7pct，主要受到双11购物节的线上销售带动；粮油食品类同比增长7.7%，增速较上月下

降 1.1pct，主要受到食品价格进入负增长区间影响；11 月日用品和烟酒类同比分别增长 8.1%、11.4%，增速较上月分别回落 3.6pct、3.7pct，日用品类增速回落主要受到去年同期对比基础较高影响，烟酒类增速回落可能是受到餐饮收入当月同比由升转降的影响。

表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

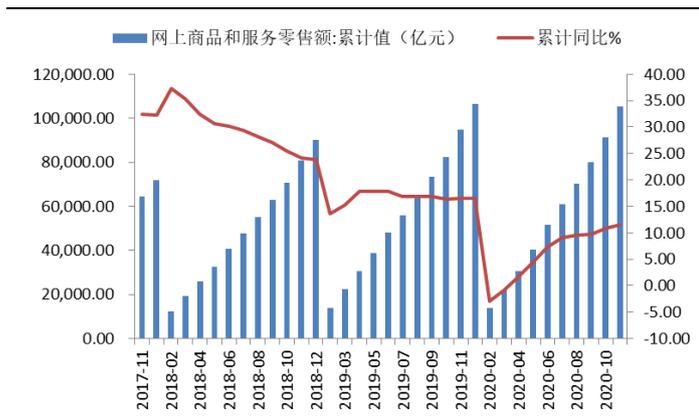
	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
粮油、食品	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80	7.70
饮料	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90	21.60
烟酒	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10	11.40
日用品	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70	8.10
服装鞋帽针纺织品	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20	4.60
化妆品	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30	32.30
金银珠宝	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70	24.80
家用电器和音像器材	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70	5.10
文化办公用品	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70	11.20
家具	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30	-2.20
通讯器材	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10	43.60
石油及制品	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00	-11.00
汽车类	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20	12.00	11.80

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

商品销售结构持续优化，消费升级类商品增长加快，消费带动的作用从前期以基本生活类消费增长支撑逐步恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。限额以上单位 18 类商品类别中有 15 类实现同比正增长，其中有 10 个品类实现两位数增长。出行类商品中的汽车继续保持两位数较快增长，随着消费者信心和消费意愿稳步增强，汽车购置及升级换购需求持续释放。11 月限上单位汽车类商品零售额同比增长 11.8%，增速与 10 月份基本持平，连续五个月两位数增长。石油及制品类增速继续下滑 11%，降幅较上月持平。

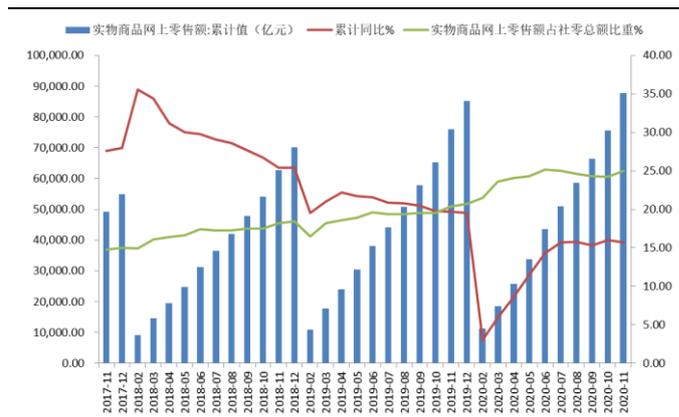
消费升级类商品零售增速较快。11 月通讯器材类、化妆品和金银珠宝类同比分别增长 43.6%、32.3%、24.8%，增速均超过 20%，且增速较上月分别提升 35.5pct、14pct、8.1pct，在双 11 购物节等线上活动和新品上市等因素的带动下，与网购和直播带货相关的商品零售增速明显加快。颜值经济下化妆品类的需求增长加快，在去年同期基础较高的情况下仍能实现高增长；婚庆需求的持续恢复，带动珠宝首饰类销售增速同步提振，同时还有部分去年同期负增长带来的低基数效应。居住类商品有升有降，家电音像类同比增长 5.1%，增速较上月提升 2.4pct，也有受到双 11 购物节的带动影响；家具类同比下降 2.2%，上月为上涨 1.3%。

图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

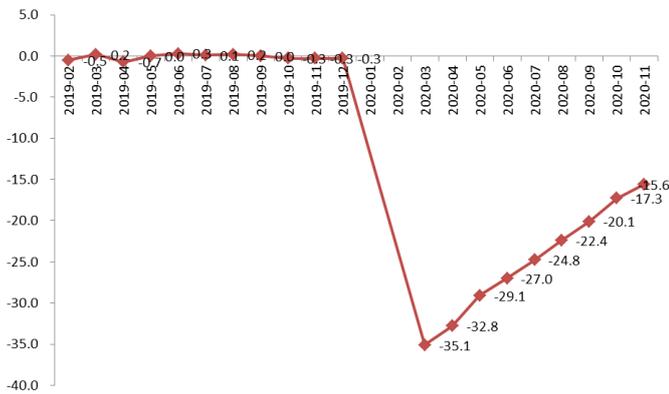
网络商品销售保持快速增长，新业态增势持续向好，在双 11 购物节等线上活动的密集推动下，1-11 月线上消费保持快速增长，同时线上渗透率在连续三个月的下降后首次回升到 25%。1-11 月全国网上零售额 105374 亿元，同比增长 11.5%，增速比 1-10 月提高 0.6pct。其中，实物商品网上零售额 87792 亿元，增长 15.7%，比 1-10 月下降 0.3pct；占社会消费品零售总额的比重为 25%，同比提升 4.6pct，环比大幅回升 0.8pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 32.9%、5.9%和 17.1%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

根据中华全国商业信息中心的统计，1-11 月全国百家重点大型零售企业零售额累计下降 15.6%，降幅较 1-10 月收窄 1.7pct。其中，11 月份零售额同比增长 0.7%，增速环比放缓 6.4pct。11 月份，化妆品、日用品、金银珠宝零售额同比分别增长 8.1%、10.9%、3.6%，市场情况相对较好。网下实体店零售额重回正增长，实体店零售持续恢复。据测算，1-11 月实体店消费品零售额同比下降 10.1%，降幅较 1-10 月收窄 1.2pct。其中，11 月份同比增长 1.5%，增速环比提升 1.6pct。1-11 月份，限额以上超市商品零售额同比增长 3.0%，与 1-10 月份基本持平；百货店、专业店和专卖店商品零售额同比分别下降 11.8%、6.5%和 2.6%，降幅继续收窄，分别比 1-10 月份收窄 2.1pct、1.3pct 和 2.1pct。

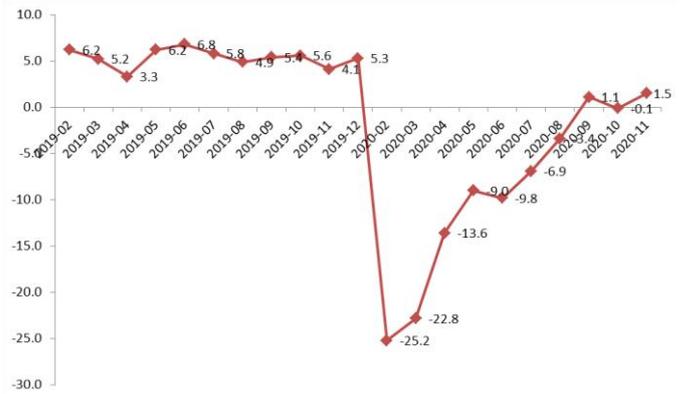
限额以下商品零售收入降幅持续收窄。据测算，1-11 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 196981 亿元，同比下降 3.7%，降幅较 1-10 月份收窄 0.8pct。其中，11 月份限额以下单位和个体户商品零售额同比增长 3.8%，增速环比提高 0.3pct。限额以下单位和个体户商品零售额占商品零售总额的比重为 62.2%，较 1-10 月份下降 0.4pct。实体商业市场集中度相对较低，商品零售中有超过 60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，龙头企业的市场份额仍然存在较大的整合提升空间。

图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2.4 五大零售集团市场表现

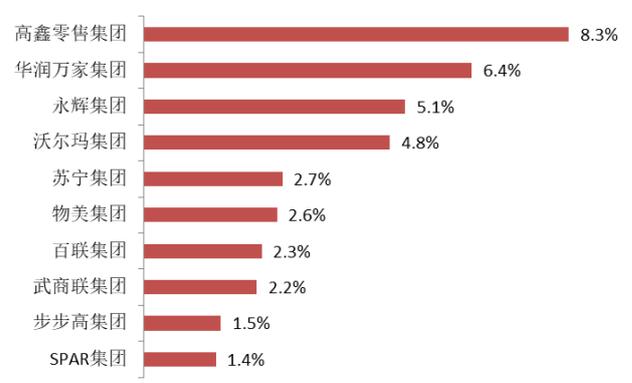
根据凯度消费者指数数据显示，截至 2020 年 10 月 9 日的过去 12 周中，中国快速消费品市场的销售额同比增长了 2.9%，低线城市继续引领消费品市场的增长。在最近的 3 个月中，大多数品类的增速放缓，饮品的消费由于社交消费场景的相对减少，增速下降了-1.9%。由于今年中秋国庆双节重叠，节假日需求对消费者的购买行为造成一定的激励。大卖场、超市和便利店与去年同期相比，在过去的 12 周下降了 3.1%，其中大卖场下降 6.7%和大超市下降-5.6%为主要影响因素。小型超市保持前进，销售额增长了 6.3%。在五大零售集团中，高薪零售集团以 8.3%的市场份额保持领先地位，同比增长 0.1pct；华润万家次之，市场份额为 6.4%，同比增长 0.2pct；永辉在过去三个月保持了 7.1%的快速增长，市场份额为 5.1%，同比增长 0.1pct，主要归功于其不断的店铺扩张。从二季度开始，永辉加快了疫情后的门店扩张速度，截至 12 月 31 日，永辉已开设大店数量为 1017 家，实现全国 29 个省份、572 个市（区、县）、一至六线城市的全覆盖，这有助于其进一步渗透到社区中吸引年轻消费者。

图 15：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势）



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 16：中国全国前十零售商市场份额（滚动 12 周）



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

3.行业动态新闻

➤ 涉不正当价格行为，京东、天猫、唯品会分别被罚 50 万

12月30日，据国家市场监督管理总局网站消息，针对“双十一”前后消费者反映强烈的网购先提价后打折、虚假促销、诱导交易等问题。根据价格监测和投诉举报等有关线索，市场监管总局依法对北京京东世纪信息技术有限公司（京东）、杭州昊超电子商务有限公司（天猫）、广州唯品会电子商务有限公司（唯品会）三家企业开展自营业务不正当价格行为进行了调查，并于2020年12月24日依据《价格法》第四十条、《价格违法行为行政处罚规定》第七条作出处罚决定，对上述三家企业分别处以50万元人民币罚款的行政处罚。（联商网）

➤ 京东社区团购来了，京喜拼拼上线微信小程序

获悉，京东旗下社区团购平台“京喜拼拼”日前已上线微信小程序。首批开通城市有济南、东莞、深圳、广州、佛山、成都、南京和郑州八地，商品类型包含生鲜、粮油、零食、日用百货、美妆个护等多个品类，价格低廉。京喜拼拼将依托京东供应链体系和微信小程序流量入口，为社区用户提供次日送达指定自提点服务。值得注意的是，京喜拼拼小程序的上线，也是继京喜独家拥有微信一级流量入口（发现一购物）后，京东在微信中构建的又一个新用户连接方式。（36氪）

➤ 商务部：商场、超市可拒绝不戴口罩的顾客进入

1月5日消息，为进一步科学精准做好商贸领域常态化疫情防控和元旦春节期间疫情防控工作，商务部办公厅印发《商场、超市疫情防控技术指南》、《农贸(集贸)市场疫情防控技术指南》、《餐饮服务单位新冠肺炎疫情常态化防控技术指南》、《展览活动新冠肺炎疫情常态化防控技术指南》共4个防控指南。其中，《商场、超市疫情防控技术指南》明确，在商场、超市入口处，要张贴健康码图识，增加体温测量设备，所有人员健康码和体温检测正常、佩戴口罩方可进入。顾客不戴口罩时，应拒绝其进入商场、超市。乘电梯时要全程佩戴口罩。对于不使用或不会操作智能手机的老年人等群体，其健康码可采取凭有效身份证登记、亲友代办、出示“通信行程卡”等替代措施，做好人工服务引导。（联商网）

4.投资建议

受疫情影响，2020年全年社零增速预计将维持在-4%左右，规模较上年有所下降。但随着年内国民经济的稳步恢复，促消费政策不断发力，居民消费需求稳步释放，市场销售增速加快，商品零售结构持续优化。疫情发生以后，由于在线消费对到店消费的替代率提升，为了适应市场变化，企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强，客观上推进了我国消费品市场的转型升级。伴随数字经济的持续升温和移动社交

电商的加速发展，直播带货等新型消费模式成长较快，助力网上零售持续向好，全年来看线上渠道渗透率保持整体上涨态势，渗透率保持在 25%左右。受益电商的不断发展，预计明年消费者也会继续加大在线上 and O2O 渠道的支出，再加上直播和短视频带货的持续火热，线上渠道不仅作为宣传引流的流量入口，还将逐渐成为零售行业不可缺少的一种购物体验，渠道渗透率将继续稳步提升。

1月5日，商务部办公厅印发《商场、超市疫情防控技术指南》等4个防控指南，其中《商场、超市疫情防控技术指南（第二版 2020.12.31）》提到，实体商超应对顾客实行限流限距措施，商超应设置“一米线”，提醒顾客排队付款结账时保持安全距离，通过管控分流，减少商场、超市内顾客人数；倡导商超实行线上线下结合的方式进行消费，鼓励商场、超市、农贸市场提供网订店送、无接触交易等便利服务，防范疏解购物可能导致的人群聚集；此外，线上展览活动以及线上线下相结合的展览活动，举办单位应针对线下举办的展览展示和直播销售等相关配套活动，制定有针对性和可操作性的疫情防控工作方案，落实线下活动疫情防控措施。12月底至1月初，多地寒潮来袭，国内疫情零星爆发，疫情防控形势仍然复杂严峻。疫情影响消费者的购物习惯发生了潜移默化的改变，消费者对生鲜电商、社区拼团和超市到家配送服务等线上化的需求急剧爆发。为了应对市场变化，超市企业快速推进门店的线上化运营，积极推广到家业务和社区团购，开启新的盈利增长点。头部企业受益于提前布局线上流量入口的先发优势，以大卖场承接供应链体系，以社区店连接消费者，实现到家销售业务销售额占比及增速的同步快速提升。目前超市企业线上业务营收占比低于10%，头部企业永辉超市前三季度线上占比9.7%，未来超市行业到家业务营收占比仍有10%左右的上浮空间。

后疫情时代，线上线下融合的新业态、新场景和新模式发展态势持续向好，我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及企业数字化转型中流量转化能力的不断提升，重点关注消费分级下追求性价比和高品质型消费的两类不同群体的个性化需求，主要关注以下几条主线，

1) **后疫情时代超市企业持续加码线上业务、布局社区团购，发挥自建生鲜供应链的护城河，加大产地直采式配货、提升自有品牌占比，近几月因CPI增长持续放缓同店有所承压，不过企业在21年将加速展店，板块具备中长期成长性布局价值**，建议关注回购云创股权后，整合资源加大对线上到家业务系统的投入，以品质和服务为核心，打造全方位供应链体系和超市型服务平台的**永辉超市**；以及深耕胶东发展全国，进一步完善成熟区域的网络布局，通过发展新店、合并山东华润、安徽家家悦，带动同店收入提升明显，加强门店精细化管理的同时提升生鲜食品供应链效率的**家家悦**；

2) **双循环新发展格局促进新消费需求快速增长，为国货崛起持续加码，国货品牌精准定位年轻消费群体加速下沉渗透、迎来发展新机**，龙头企业在巩固存量运营的同时拓展增量红利，有效提升市场集中度和品牌竞争力，建议关注通过线上线下相结合的多渠道销售体系，培养新锐品牌错位竞争，力求通过多品

类、多渠道发展提升品牌市场竞争力的**珀莱雅**；以及实行品牌与渠道相匹配的多渠道协同发展战略，提升在年轻圈层中的认知度，品牌精准定位、研发实力强劲、销售管理精细化运营以及融合社交化营销的多渠道协同发展的**丸美股份**；

3) 伴随消费回流和升级的双轮驱动，以可选品类为主的高端消费细分领域具备较强的确定性，“逆全球化”浪潮下高端消费回流，同时直播电商助力部分可选品类线上增长强劲，在免税概念、兼并收购等主题性投资机会的加持下，细分板块龙头有望迎来估值业绩双修复的机会，建议关注在全国连锁发展战略上具备先发优势，业态布局合理、重点区域业态协同能力强，在全渠道建设优势下，多年来深耕商品和顾客经营、强化各业态创新转型，未来免税资质将成新的盈利增长点的**王府井**；以及通过战略投资持续完善品牌矩阵建设，以豫园股份生态圈投资为主线，借助兼并收购公司在快消品、食品饮料细分领域中具有的互联网新零售渠道运营能力，加速提升公司 C2M 家庭快乐生态系统打造及数字化运营能力的**豫园股份**。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 政策落地效果、新业态发展不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧；
- 4) 海外疫情持续蔓延，疫情影响超出市场预期；
- 5) 天气转冷，国内疫情防控态势出现新变化。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

