

商贸零售

报告原因：定期报告

2021年2月3日

商贸零售行业月度投资策略

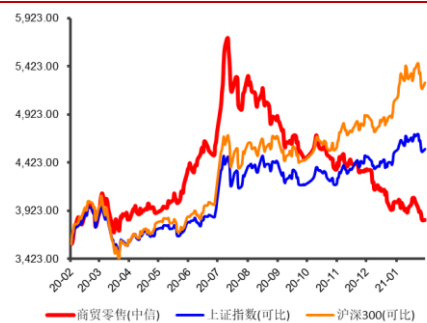
商品结构持续优化，就地过年利好线上消费场景

评级

看好

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 1 月投资策略：商务部鼓励网订店送式消费，进一步推动商超线上化进程

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

➢ 1 月 CS 商贸零售行业下跌 4.62%，跌幅较上年同期扩大了 2.03pct，跑输大盘 7.32pct。行业 1 月市场表现不及去年同期，在中信 30 个行业排名第 21，较上月基本有所回升。近期北方部分地区疫情有复发状况存在，线下客流将受到一定影响，受疫情影响板块 20 年全年业绩乏善可陈，且板块前期估值水平较高，短期内仍处回调周期，行业整体表现承压。从子板块看，1 月 CS 零售的三级子行业多呈下跌状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是家电 3C、珠宝首饰及钟表、贸易，涨跌幅分别为 17.38%、6.59%、-0.12%。1 月零售行业市场延续复苏态势，可选消费中的黄金珠宝受益于流动性复苏后的金价上涨，板块涨势较好。1 月零售行业 PE 估值水平保持震荡格局，整体呈现下降态势，月中虽然小幅回升，但下旬开始加速下行，月末 PE 水平触底降至 68X 左右，整体来看 1 月平均 PE 水平为 71.0X，较上月有所降低。

行业月度数据跟踪

- 2020 年全年 CPI 上涨 2.5%，涨幅比上年回落 0.4pct，物价总体稳定，但低于 3.5% 的预期目标。分月看，同比 CPI 从高位逐步回落，总体呈现前高后低的走势。食品价格的上涨是影响 CPI 全年走势的主要因素，2020 年食品价格上涨 10.6%，涨幅比上年扩大 1.4pct，影响 CPI 上涨约 2.20pct，涨幅较大，是推动 CPI 上涨的主要因素，其中猪肉价格变动居多。非食品价格 20 年全年上涨 0.4%，涨幅比上年回落 1.0pct，影响 CPI 上涨约 0.28pct。
- 2020 年全年社会消费品零售总额为 391981 亿元，比上年下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3pct，市场销售呈现逐季恢复态势。全年商品零售额比上年下降 2.3%，降幅比前三季度收窄 2.8pct，规模接近上年水平。从商品品类上来看，生活必需品类消费保持平稳增长，但仅有饮料类实现两位数增长；商品销售结构持续优化，消费升级类商品消费需求持续释放、销售势头向好，全年限额以上单位体育娱乐用品类、化妆品类和通讯器材类等消费升级类商品零售额比上年分别增长 8.4%、9.5% 和 12.9%，增速明显高于商品零售平均水平。“宅经济”带动新型消费模式加快发展，线上消费继续保持较快增长的态势，全年实物商品网上零售额增长 14.8%，线上渗透率为 24.9%，同比提高 4.2pct。
- 网下实体店零售额降幅持续收窄，线下消费明显改善。2020 年实体店



消费品零售额同比下降 8.8%，降幅较 1-11 月份收窄 1.3pct，其中 12 月同比增长 3.8%，增速环比提高 2.3pct。按零售业态分，2020 年限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长 3.1%，增速比前三季度加快 0.2pct；百货店、专业店和专卖店分别下降 9.8%、5.4% 和 1.4%，百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅分别比前三季度收窄 6.8pct、3.8pct 和 5.4pct，分别比一季度收窄 25.1pct、19.3pct 和 27.3pct。

行业动态新闻

- 王府井拟换股吸收合并首商股份；
- 苏宁易购零售云 A 轮融资接近完成，融资总额或超 10 亿；
- 高鑫零售 2020 年营收 954.86 亿，净利同比增 1.34%。

投资策略

- 在最新疫情防控形势下，已有近 30 省份倡议就地过年，各省份为就地过年务工人员发放消费券、稳岗补贴、租房补贴和招工奖补等多种福利。今年由于受到疫情导致的社交隔离、商业经营受限和出行活动下降，居民聚会的规模会明显缩小、频次也会较往年有所减少，线下消费场景将承受不小的压力。相比于线下消费，今年春节居民更倾向于居家消费场景，超市配送到家和电商配送服务的数量将会快速增长。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，我们建议关注春节消费场景下渠道购物的线上化迁移，以及企业数字化进程中对中后台运营效率的不断提升，重点关注在消费习惯分化下，追求经济实惠、促销优惠类产品和寻求高端优质商品服务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，春节效应提振客单价，看好低估值成长性价值：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；北方疫情零星复发，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	12
2.4 五大零售集团市场表现	13
3. 行业动态新闻	14
4. 投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1：2021 年 1 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 商贸零售子版块 2021 年 1 月涨跌幅	6
图 3：CS 商贸零售子版块 2020 年 1 月涨跌幅	6
表 1：2021 年 1 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（%）	10

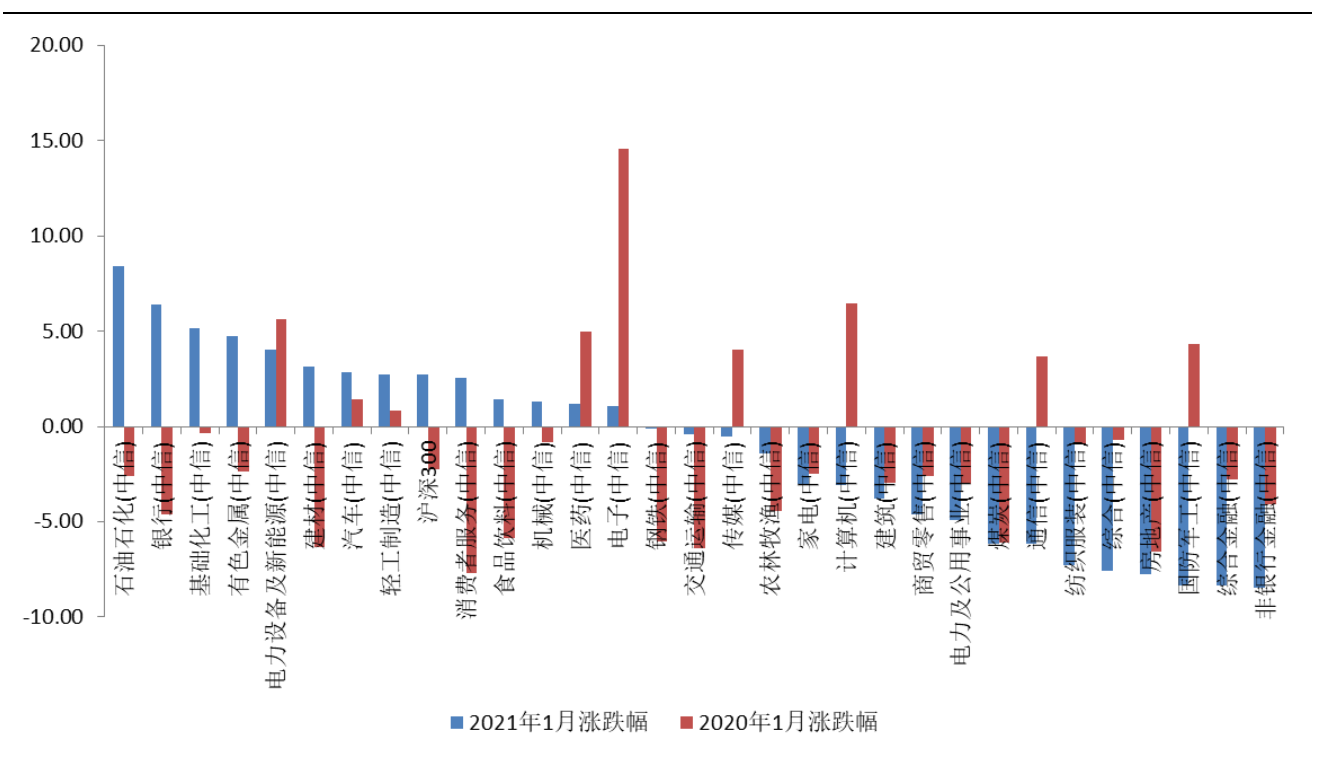
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	10
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比	10
图 11：限上单位必选消费品零售额 2020 年累计增速.....	11
图 12：限上单位可选消费品零售额 2020 年累计增速	11
图 13：网上商品零售额累计值（亿元）及同比	12
图 14：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	12
图 15：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	13
图 16：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	13
图 17：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势）	13
图 18：中国全国前十零售商市场份额（滚动 12 周）	13

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2021年1月，CS 商贸零售行业下跌 4.62%，跌幅较上年同期扩大了 2.03pct，跑输大盘 7.32pct。1 月中信一级 30 个行业中有半数呈现上涨状态，周期板块领涨，消费板块走势呈现分化、涨跌互现，其中汽车、消费者服务和食品饮料等板块保持上涨，而家电、纺织服装、商贸零售等板块呈现下跌。1 月下旬各地响应国家倡议，纷纷推出就地过年补贴等相关政策，影响往年受益节前效应的部分行业走势反弹。CS 商贸零售行业 1 月市场表现不及去年同期，在中信 30 个行业排名第 21，较上月基本有所回升。近期北方部分地区疫情有复发状况存在，线下客流将受到一定影响，受疫情影响板块 20 年全年业绩乏善可陈，且板块前期估值水平较高，短期内仍处回调周期，行业整体表现承压。

图 1：2021 年 1 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

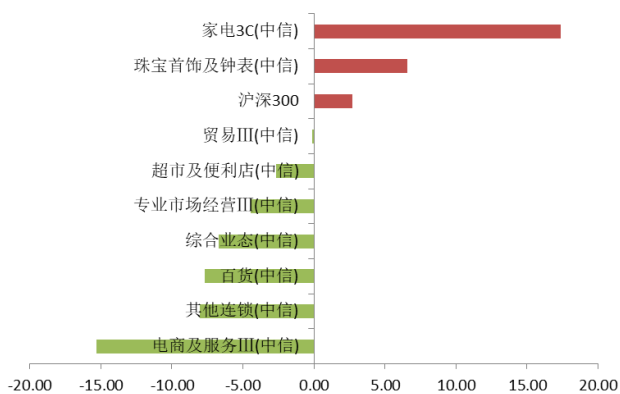
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，1 月 CS 零售的三级子行业多呈下跌状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是家电 3C、珠宝首饰及钟表、贸易，涨跌幅分别为 17.38%、6.59%、-0.12%。1 月除家电 3C 和珠宝首饰保持上涨以外，其余子板块均呈不同程度的下跌，且均不及沪深 300 表现，其中电商及服务跌幅最深，1 月累计下跌了 15.3%。

在电商及服务板块中，代运营服务相关个股涨势较好，但电商龙头个股回调幅度较大，影响板块跌幅较深。百货和超市板块的月度跌幅分别是 7.7% 和 2.69%。1 月零售行业市场延续复苏态势，可选消费中的黄金珠宝受益于流动性复苏后的金价上涨，板块涨势较好。受疫情反复影响，实体商业客流可能会受到一定负面影响。

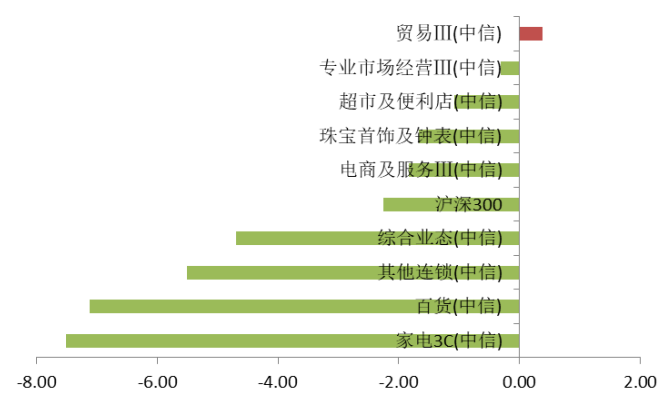
1 月 SW 商业贸易主力净流入为-92.77 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 9。1 月 SW 商贸三级子行业的主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营流出最少，资金净流出 4.01 亿元；SW 专业连锁流出资金最多，净流出 48.28 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2021 年 1 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 2020 年 1 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，1 月仅有 21 家上市公司收涨，涨幅居前的有川能动力、爱施德、百联股份、豫园股份、周大生等 7 只个股，月涨幅均超过 10%，其中川能动力涨幅最高，为 88.31%；共有 89 家上市公司收跌，跌幅较深的有*ST 金洲、南极电商、*ST 新亿、*ST 成城、三木集团等 7 只个股，月收跌幅度均超过 20%，其中*ST 金洲月收跌 52.33%，跌幅最深。

表 1：2021 年 1 月个股涨跌幅情况 (%)

1 月涨幅前十的个股			1 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000155. SZ	川能动力	88.31	600086. SH	*ST 金钰	-52.33
002416. SZ	爱施德	41.55	002127. SZ	南极电商	-28.58
600827. SH	百联股份	19.66	600145. SH	*ST 新亿	-26.19
600655. SH	豫园股份	17.66	600247. SH	*ST 成城	-25.86
002867. SZ	周大生	17.49	000632. SZ	三木集团	-21.76
601828. SH	美凯龙	14.02	000715. SZ	中兴商业	-21.17
300792. SZ	壹网壹创	10.79	000861. SZ	海印股份	-20.00

000026.SZ	飞亚达	9.71	600861.SH	北京城乡	-19.93
605266.SH	健之佳	9.51	300464.SZ	星徽精密	-19.79
600774.SH	汉商集团	8.98	002640.SZ	跨境通	-18.29

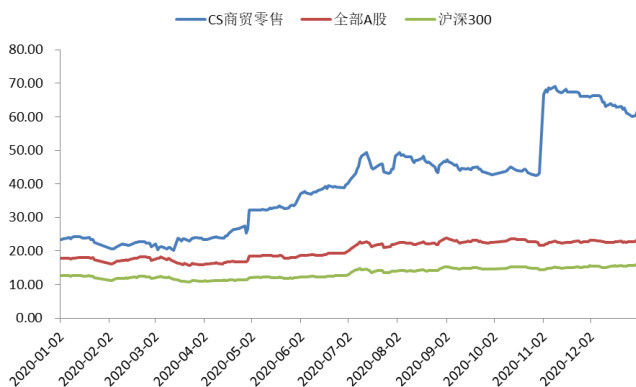
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

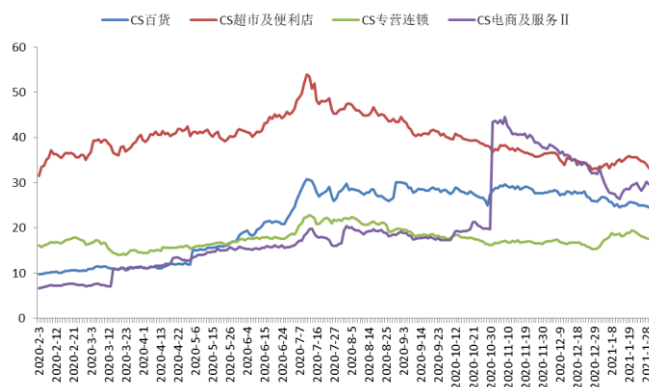
2021年1月，CS 商贸零售的 PE 估值水平保持震荡格局，整体呈现下降态势，月中虽然小幅回升，但下旬开始加速下行，月末 PE 水平触底降至 68X 左右，整体来看 1 月平均 PE 水平为 71.0X，较上月有所降低。若剔除负值影响，1 月平均 PE 水平为 21.1X，较上月小幅回落。考虑到负值效应将百货板块 PE 水平抬高到 80X，专营连锁、电商及服务 PE 水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块 PE 进行月度对比。

子板块方面，除专营连锁以外，1 月各个子板块估值水平均呈震荡回落趋势，其中百货板块 PE 水平回落最多，电商及服务板块 PE 波动最大，板块 PE 均高于行业整体水平。当前超市板块 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 水平波动最小，表现相对稳定，是唯一 PE 水平有所提升的子板块，当前连锁板块 PE 水平在子板块中属最低。

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

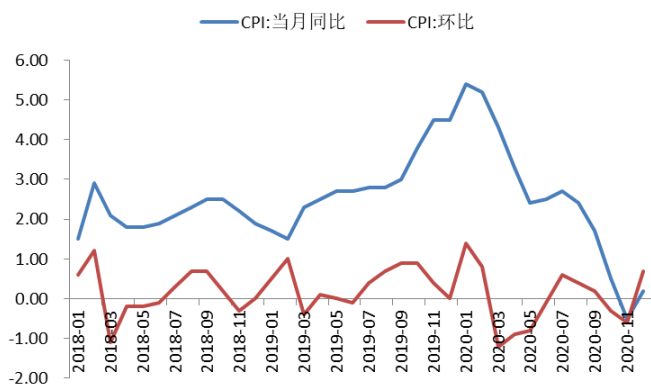
2.1 居民消费价格指数 (CPI)

2020年12月，CPI由上月的下降0.5%转为上涨0.2%。其中食品价格由上月的下降2.0%转为上涨1.2%，影响CPI上涨约0.26pct；非食品价格由上月的下降0.1%转为持平。食品中的烟酒类价格同比上涨1.4%，影响CPI上涨约0.44pct。食品中，鲜菜价格上涨6.5%，涨幅比上月回落2.1pct，影响CPI上涨约0.17pct；

鲜果价格上涨 6.5%，涨幅扩大 2.9pct，影响 CPI 上涨约 0.11pct。畜肉类价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.04pct，其中牛肉和羊肉价格均上涨 4.6%，涨幅均有扩大；猪肉价格下降 1.3%，降幅收窄 11.2pct，影响 CPI 下降约 0.06pct。鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 11.9%、13.5%和 9.2%，降幅均有收窄。非食品中的七大类同比价格三涨一平三降。其中，交通和通信价格下降 3.1%，其中汽油和柴油价格分别下降 14.8%和 16.2%；医疗保健价格、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.3%和 0.9%，生活用品及服务价格持平。

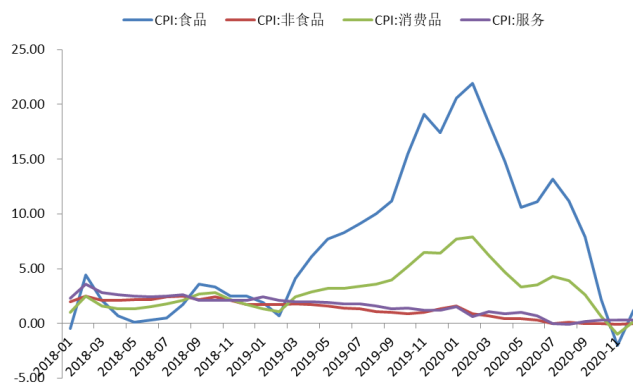
从环比看，CPI 由上月下降 0.6%转为上涨 0.7%。其中食品价格由上月下降 2.4%转为上涨 2.8%，影响 CPI 上涨约 0.62pct；非食品价格由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%，影响 CPI 上涨约 0.11pct。食品中的烟酒类价格环比上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.63pct。受到持续低温天气的影响，鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨 8.5%和 3.5%，分别影响 CPI 上涨约 0.22pct、0.06pct。随着元旦春节到来，消费需求季节性增加，同时饲料成本有所上升，畜肉类价格上涨 4.3%，影响 CPI 上涨约 0.29pct。其中猪肉价格由上月下降 6.5%转为上涨 6.5%，影响 CPI 上涨约 0.28pct；羊肉价格由上月持平转为上涨 2.6%，鸡蛋价格由上月下降 1.6%转为上涨 2.9%。非食品中的七大类价格环比三涨两平两降，其中交通和通信价格上涨 0.9%，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 5.2%、5.8%和 3.0%，合计影响 CPI 上涨约 0.10pct。衣着、医疗保健价格均持平，教育文化和娱乐价格下降 0.1%。

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

2020 年全年 CPI 上涨 2.5%，涨幅比上年回落 0.4pct，物价总体稳定，但低于 3.5%的预期目标。分月看，同比 CPI 从高位逐步回落，总体呈现前高后低的走势。前两个月，受新冠疫情、“猪周期”和春节等因素叠加影响，猪肉等食品价格上涨较快，带动 CPI 上涨较多，同比分别上涨 5.4%和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，生猪产能不断恢复，各项保供稳价措施持续发力，CPI 涨幅从 3 月开始回落；到 6、7 月，由于高温和降雨等极端天气影响，涨幅略有扩大；8 月 CPI 继续回落，至 11 月转为下降 0.5%，主要受到去年同期基数较高、翘尾因素减少以及食品价格由升转降的影响；12 月受低温天气、需求增加及成本上升等因素影

响，CPI 上涨 0.2%。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。

食品价格的上涨是影响 CPI 全年走势的主要因素，2020 年食品价格上涨 10.6%，涨幅比上年扩大 1.4pct，影响 CPI 上涨约 2.20pct，涨幅较大，是推动 CPI 上涨的主要因素，其中猪肉价格变动居多。在非洲猪瘟疫情、周期性因素等共同作用下，猪肉价格上涨 49.7%，涨幅比上年扩大 7.2pct，影响 CPI 上涨约 1.60pct，占 CPI 总涨幅的六成多。在猪肉价格上涨带动下，牛肉和羊肉价格也分别上涨 14.4% 和 8.5%，合计影响 CPI 上涨约 0.11pct。20 年猪肉价格上涨较快，年初同比涨幅一度高达 135.2%，之前连续上涨 19 个月。到四季度，生猪存栏、出栏都得到明显改善，猪肉进口力度加大，国内供应得到保障。10-12 月份猪肉价格同比分别下降 2.8%、12.5%、1.3%，价格呈现明显回落态势。2020 年夏季多地发生洪涝灾害，加之冬季持续低温影响，全年鲜菜价格上涨 7.1%，影响 CPI 上涨约 0.18pct。受上年同期对比基数较高影响，鲜果和鸡蛋价格分别下降 11.1% 和 10.8%，合计影响 CPI 下降约 0.27pct。

非食品价格 20 年全年上涨 0.4%，涨幅比上年回落 1.0pct，影响 CPI 上涨约 0.28pct。非食品中，受需求偏弱以及国际原油价格走低影响，工业消费品价格由上年上涨 0.6% 转为下降 0.8%。其中，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 14.1%、15.4% 和 4.8%；家用器具、鞋类和服装价格分别下降 1.8%、0.8% 和 0.1%。由于疫情影响，服务消费受到一定抑制，服务价格上涨 0.6%，涨幅比上年回落 1.1pct。其中，飞机票、景点门票和宾馆住宿等出行类服务价格分别下降 18.2%、5.5% 和 4.2%。

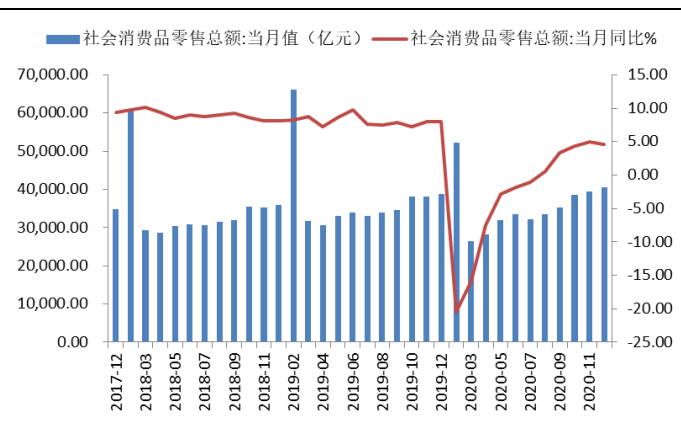
2.2 社会消费品零售数据

2020 年社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3pct。市场销售呈现逐季恢复态势。一季度，消费市场受到疫情明显冲击，市场销售大幅下降 19.0%。随着疫情防控形势不断好转以及中央和地方的多项政策措施持续显效，市场主体加快复商复产，居民消费需求稳步释放。二季度市场销售降幅明显收窄，三季度增速首次转正。四季度，社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速比三季度加快 3.7pct。其中，12 月社零总额继续保持增长，同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4pct，虽然受到部分地区散发疫情的影响月度增速略微波动，但市场销售连续五个月同比正增长。从消费市场复苏进程看，7 月商品零售额月度增速转正，8 月社零总额月度增速转正，9 月社零总额季度增速转正，10 月餐饮收入月度增速年内首次转正，12 月份餐饮收入季度增速转正。2020 年面对突如其来的新冠肺炎疫情冲击，各区域统筹疫情防控和经济社会发展取得显著成效，扩大内需战略以及各项促消费政策显效发力，市场销售逐季改善，商业模式创新发展，消费结构升级持续发展。

按经营单位所在地分，城镇消费市场持续改善，乡村消费品市场增速高于城镇。2020 年城镇消费品零售额比上年下降 4.0%，降幅比前三季度收窄 3.3pct。城镇消费品零售额连续两个季度同比正增长，其中四

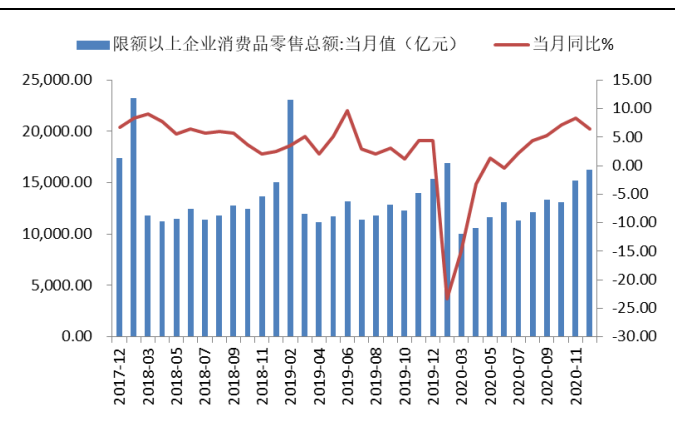
季度城镇消费品零售额同比增长 4.5%，增速比三季度加快 3.6pct；乡村消费品零售额比上年下降 3.2%，降幅较前三季度收窄 3.5pct。四季度乡村消费品零售额同比增长 5.6%，增速比三季度加快 4.3pct，比城镇消费品零售额高 1.1pct。

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

2020 年商品零售额比上年下降 2.3%，降幅比前三季度收窄 2.8pct，商品零售规模接近上年水平。其中四季度商品零售额同比增长 5.3%，增速较三季度加快 3.4pct。从商品零售恢复进程看，商品零售额月度规模早在 7 月份已恢复至同期水平，恢复速度快于消费市场整体，且连续六个月同比正增长。从商品品类上来看，2020 年生活必需品类消费保持平稳增长，但仅有饮料类实现两位数增长。疫情初期，居家生活带动基本生活类商品快速增长，四季度开始节日效应带动吃喝类商品增速有所加快。2020 年限上单位饮料类商品零售额同比增长 14%，增速较上年同期提升 3.6pct，其中单 12 月增长 17.1%。随着人们对健康需求的日益增长，饮料品牌商不仅开辟了无糖饮品赛道，还有代餐品牌们也纷纷试水益生菌类新产品，布局受众更广的肠道健康市场，带动饮料零售加速增长；粮油食品类全年同比增长 9.9%，增速较上年下降 0.3pct，其中单 12 月增长 8.2%，主要受到四季度 CPI 下行，食品价格进入负增长区间影响；日用品类和烟酒类全年分别同比增长 7.5% 和 5.4%，增速较上年分别下降 6.4pct 和 2.0pct，日用品类增速回落主要受到去年同期对比基础较高影响，烟酒类增速回落主要受到疫情影响大型餐饮聚会减少、餐饮收入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

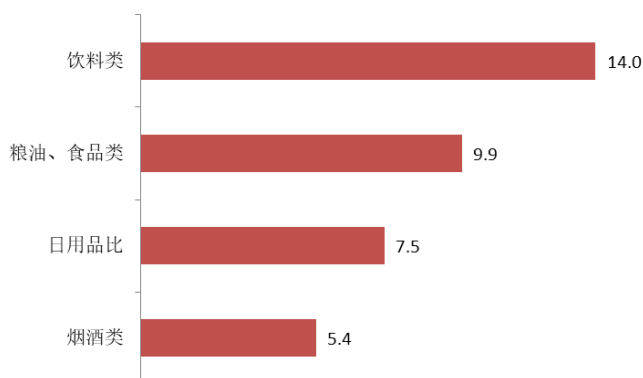
	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12
粮油、食品	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80	7.70	8.20
饮料	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90	21.60	17.10
烟酒	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10	11.40	20.90
日用品	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70	8.10	8.00
服装鞋帽针纺织品	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20	4.60	3.80
化妆品	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30	32.30	9.00
金银珠宝	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70	24.80	11.60

家用电器和音像器材	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70	5.10	11.20
文化办公用品	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70	11.20	9.60
家具	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30	-2.20	0.40
通讯器材	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10	43.60	21.00
石油及制品	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00	-11.00	-3.80
汽车类	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20	12.00	11.80	6.40

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

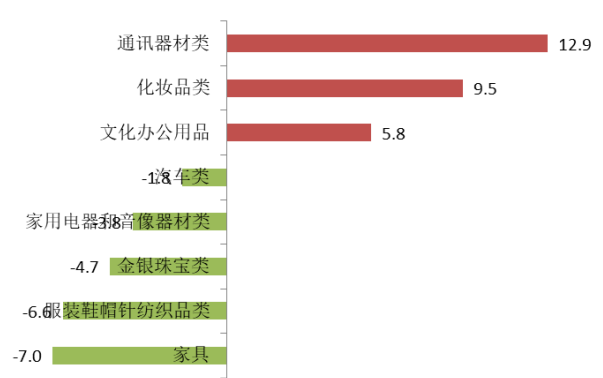
随着疫情得到有效控制，商品销售结构持续优化，升级类商品消费需求持续释放、销售势头向好，消费带动的作用从前期以基本生活类消费增长支撑逐步恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。可选消费品中占比最大的汽车类销售规模接近上年水平。在汽车消费政策促进下，居民汽车消费需求明显释放。2020年限额以上汽车类商品零售额比上年下降1.8%，规模接近上年水平，但降幅较上年扩大1pct。下半年以来，汽车类商品零售额连续六个月保持较快增长，汽车销售市场的明显回暖对消费市场稳定复苏发挥了重要支撑作用。

图 11：限上单位必选消费品零售额 2020 年累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

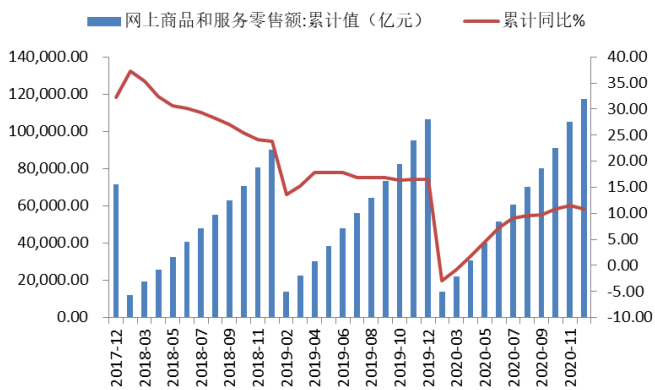
图 12：限上单位可选消费品零售额 2020 年累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

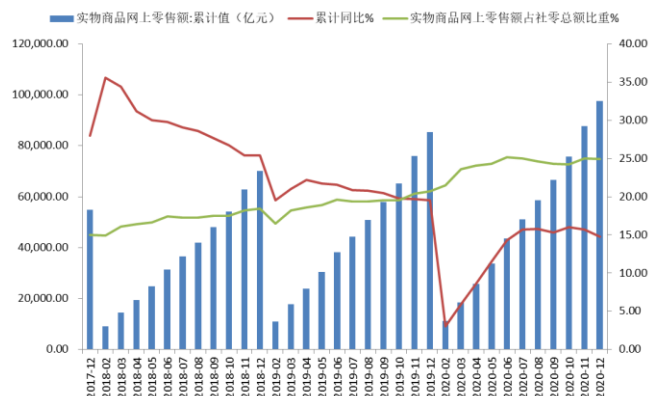
消费升级类商品销售增速加快。2020年限额以上单位体育娱乐用品类、化妆品类和通讯器材类等消费升级类商品零售额比上年分别增长8.4%、9.5%和12.9%，增速明显高于商品零售平均水平。四季度限额以上单位通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品零售额同比分别增长26.0%、21.2%、17.3%，分别比三季度加快16.0pct、7.1pct、5.0pct。通讯器材类是唯一实现全年两位数增长的消费升级品类，四季度以来，在双11购物节等线上活动和新品上市等因素的带动下，与网购和直播带货相关的商品零售增速明显加快。颜值经济下化妆品类的需求增长加快，在去年同期基础较高的情况下仍能实现稳定增长。下半年以来疫情态势逐步缓和，婚庆需求不断恢复，带动珠宝首饰类销售增速同步提振，但难以抵御年初的大幅下降，全年增速仍为脱离负增长区间。居住类商品仍呈下降，家电音像类全年同比下降3.8%，而上年同期为增长5.6%；家具类全年同比下降7%，而上年同期为增长5.1%。

图 13：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 14：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

受疫情影响，居家消费需求明显增长，“宅经济”带动新型消费模式加快发展，线上消费继续保持较快增长的态势，但线上渗透率小幅回落。2020 年全国网上零售额 117601 亿元，比上年增长 10.9%，增速比前三季度加快 1.2pct，但比 1-11 月回落 0.6pct。其中，实物商品网上零售额增长 14.8%，明显好于同期社零总额增速；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 24.9%，同比提高 4.2pct，但环比小幅回落 0.1pct。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品零售额增速较快，分别增长 30.6% 和 16.2%，而穿类商品增长 5.8%。在线上消费快速增长带动下，全年快递业务量超过 830 亿件，比上年增长超过 30%。

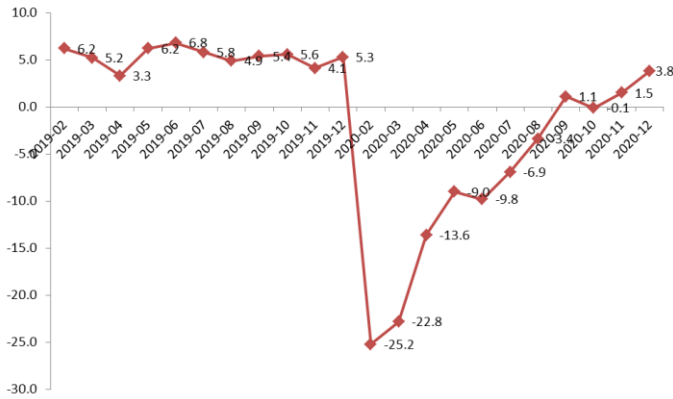
2.3 全国大中型零售企业销售额数据

网下实体店零售额降幅持续收窄，线下消费明显改善。据测算，2020 年实体店消费品零售额同比下降 8.8%，降幅较 1-11 月份收窄 1.3pct，其中 12 月同比增长 3.8%，增速环比提高 2.3pct。按零售业态分，2020 年限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长 3.1%，增速比前三季度加快 0.2pct；百货店、专业店和专卖店分别下降 9.8%、5.4% 和 1.4%，百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅分别比前三季度收窄 6.8pct、3.8pct 和 5.4pct，分别比一季度收窄 25.1pct、19.3pct 和 27.3pct。疫情对接触式消费的影响更为明显，一季度实体店客流急剧下降，商品销售大幅降低。随着居民生活秩序恢复，居民外出消费活动稳步增加，实体店客流显著回升，线下消费明显复苏。根据中华全国商业信息中心的统计，2020 年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 13.8%，增速低于上年同期 13.4pct。其中，12 月零售额同比增长 2.6%，增速同比加快 3.1pct，较 11 月份提升 1.9pct。12 月粮油食品类、服装类、化妆品类、日用品类零售额分别增长 1.9%、0.8%、4.2%、6.7%，市场情况相对较好。

限额以下商品零售收入增速企稳回升。据测算，2020 年限额以下单位和个体户商品零售额实现 217362 亿元，同比下降 3.1%，降幅较 1-11 月份收窄 0.6pct。其中，12 月限额以下单位和个体户商品零售额同比增长 4.2%，增速环比提高 0.4pct。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 61.7%，较 1-11

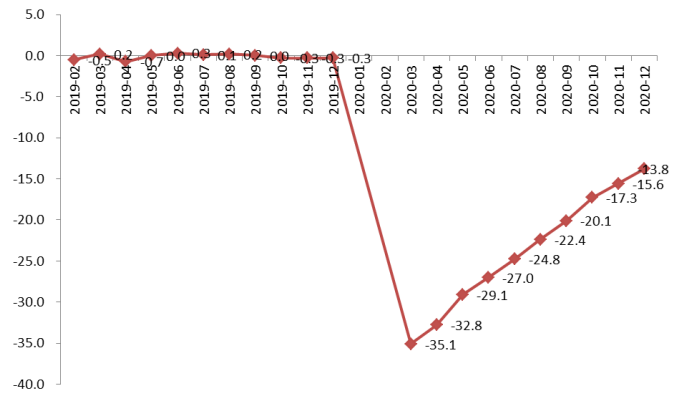
月下降 0.5pct。实体商业市场集中度相对较低，商品零售中有超过 60% 的零售额由限额以下单位和个体户贡献，龙头企业的市场份额仍然存在较大的整合提升空间。

图 15：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

图 16：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）

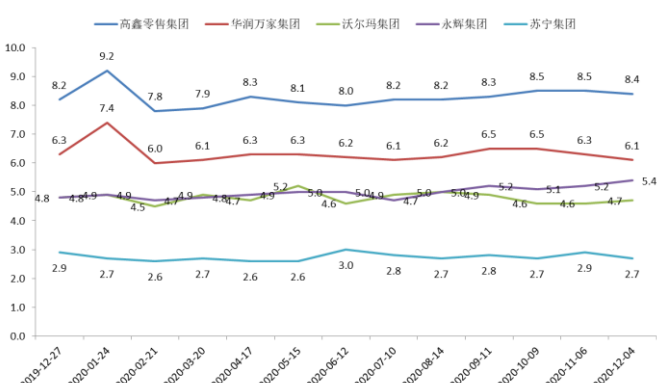


数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2.4 五大零售集团市场表现

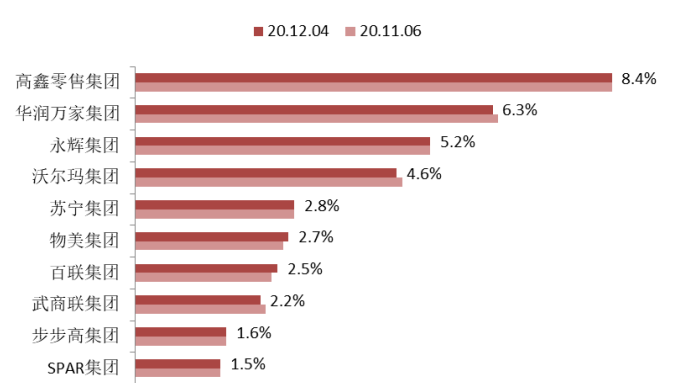
根据凯度消费者指数数据显示，截至 2020 年 12 月 6 日的过去 12 周中，受益年底集中爆发的线上购物节，实体渠道增速有所下滑，而电商的增长远超其他渠道，增速高达 40% 以上，渗透率也显著增长。在“百亿补贴”促销的支持下，拼多多逐渐超越京东成为渗透率排名第二的主流电商平台，并得到注重性价比的消费者的青睐。在五大零售集团中，高薪零售集团以 8.4% 的市场份额继续保持领先地位，同比提升 0.2pct；华润万家次之，市场份额为 6.3%，同比降低 0.1pct；排名第三的永辉在市场份额为 5.2%，同比提升 0.5pct，主要归功于其持续不断的店铺扩张，以及通过全媒体矩阵打造全渠道布局市场的策略。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。凭借着强大的供应链，永辉为消费者提供了更好的购物体验。

图 17：五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 18：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

➤ 王府井拟换股吸收合并首商股份

1月18日晚，王府井集团股份有限公司发布公告称，该集团与北京首商集团股份有限公司正在筹划由王府井通过向首商股份全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并首商股份并发行A股股票募集配套资金。此次合并预计构成重大资产重组。分析指出，二者作为首旅旗下的商业零售业务板块，具有类似的经营业务，重组是必然趋势。重组可让首旅解决同业竞争，又可实现商业零售板块的重塑。不过，王府井与首商股份的部分核心项目，其所在的业态濒临生命周期末端，想要实现重组的利益最大化，合并后的王府井还要加紧转型。继开展海南岛内免税业务后，王府井又以换股吸收的方式合并首商股份。此次王府井与首商股份的合并可能造成重大资产重组，双方将就本次合并的具体交易方案、换股价格、债权债务处理、员工安置、异议股东保护机制等安排进行协商，全力推进本次合并，并完成正式交易协议的签署。（北京商报）

➤ 苏宁易购零售云A轮融资接近完成 融资总额或超10亿

1月26日消息，苏宁易购旗下零售云业务板块A轮融资接近完成，融资总额或超10亿元人民币。苏宁易购零售云成立于2017年，是苏宁易购智慧零售能力对外输出的开放平台，以“供应链+门店+社交电商”的模式抢占下沉市场。截至2020年底，苏宁易购零售云门店数累计近8000家，在下沉市场累计销售超2000万件优质商品，年销售额超200亿元，成为苏宁在下沉市场上最具代表性的服务业态。据悉，2020年苏宁易购零售云新开3200家门店，累计销售超2000万件优质商品，辐射上万个乡镇，协助超1800个品牌商实现渠道下沉。2021年，苏宁易购零售云计划全国总门店达12000家，全面布局家电、3C核心领域，正式进军家居赛道，加快拓展酒水、美妆等领域，打造多元生态联盟，逐步实现县镇全覆盖。（联商网）

➤ 高鑫零售2020年营收954.86亿，净利同比增1.34%

1月31日，高鑫零售公布了2020年全年业绩(未经审核)。报告期内，高鑫零售实现营收954.86亿元，同比微增0.14%；归属上市公司股东的净利润28.72亿元，同比增长1.34%；实现毛利243.43亿元，同比下降5.39%；每股盈利0.30元，与2019年持平；同店销售增长(按除去家电之货品销售计算)为1.0%。新冠肺炎疫情的爆发，使在线消费心智加速养成，高鑫零售B2C店日均单量(「店日均单量」)持续增长。从2020年5月开始，在线店日均单量已逾1,000单。2020年下半年，一线城市的平均店日均单量破2,000单，低线城市城市的平均店日均单量也已接近1,000单。双十一当日的店日均单量更是首次突破2,900单，创造了新的集团纪录。2020年全年B2C业绩较去年同期增长超80%，B2C总单量较去年同期增长超60%。2020年下半年，B2C客单价较上半年明显回落，但较去年同期仍增长了5.7%，去税净额达到人民币66元。生鲜及日配类业绩占比逾53%，快消品的业绩占比逾45%，非食品业绩占比近2%。截至本公告日止，B2C的用户

数超过 6,900 万，活跃用户数超过 1,650 万。（联商网）

4.投资建议

2020 年初的新冠疫情给消费市场带来了严重冲击，但市场经受住了考验，下半年以来商品消费持续回暖。虽然社会消费品零售总额在整体规模上较去年同期有所下降，但是从质量上看，结构更加优化。消费升级步伐加快，国产商品的品质不断提升，进口渠道不断拓宽，免税购物政策不断完善，加之疫情影响居民出境旅游，境外消费明显回流。2020 年消费品进口额较上年增长 8.2%，海南免税店销售额增长 1.27 倍，一些中高端品牌销售额增长了 30% 以上。同时，我国消费品市场的新模式和新业态十分突出，新型消费蓬勃发展，线上线下加快融合。疫情直接影响居民的消费习惯，网络购物和直播带货等新模式赢得了新的发展机遇。2020 年，实物商品网上零售额增长 14.8%，电商直播超 2400 万场，连续 8 年成为全球第一大网络零售市场。2021 年，随着构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，各项扩内需、促消费政策将持续起效发力，供需适配性进一步增强，消费市场总体将呈现恢复性增长态势。

1 月 25 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好人民群众就地过年服务保障工作的通知》，《通知》要求合理有序引导群众就地过年。《通知》要求，疫情高风险地区群众均应就地过年，中风险地区群众原则上就地过年，低风险地区倡导群众就地过年。在最新的疫情防控形势下，已有近 30 省份倡议就地过年，各省份为就地过年务工人员发放消费券、稳岗补贴、租房补贴和招工奖补等多种福利。其中，春节消费券的发放是最直接的惠民福利举措，在激发固有消费潜力的同时，也促进了区域性消费市场的繁荣。往年的春节时期，居民对于食品、饮料、酒类、个护和居家用品的需求非常旺盛，但今年由于受到疫情导致的社交隔离、商业经营受限和出行活动下降，居民聚会的规模会明显缩小、频次也会较往年有所减少，线下消费场景将承受不小的压力。相比于线下消费，今年春节居民更倾向于居家消费场景，超市配送到家和电商配送服务的数量将会快速增长。数据显示，准备在春节期间购物的消费者中，有 61% 的人表示会更多在淘宝上买东西，京东（55%）、天猫（52%）和拼多多（50%）都是有较多消费者提到的会比往年春节更多选择的电商平台。相比之下，有 22% 的准备购物消费者表示会减少去超市、大卖场的频次，21% 减少去购物中心，18% 减少去百货公司。

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，我们建议关注春节消费场景下渠道购物的线上化迁移，以及企业数字化进程中对中后台运营效率的不断提升，重点关注在消费习惯分化下，追求经济实惠、促销优惠类产品和寻求高端优质商品服务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，节前备货效应影响客单价呈现提升，板块具备低估值成长性布局价值，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) 北方疫情零星复发，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

