

## 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

疫情加剧消费行为转变，就地过年带火居家消费场景

看好

2021年3月5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 2 月投资策略：商品结构持续优化，就地过年利好线上消费场景

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

2 月 CS 商贸零售行业上涨 1.67%，上年同期为下跌 3.67%，跑赢大盘 1.95pct。行业 2 月市场表现强于去年同期，在中信 30 个行业排名第 17，较上月回升。随着疫情逐步缓和，消费市场稳步复苏，线下客流逐渐恢复，行业整体呈现回补式增长。从子板块看，2 月 CS 零售的三级子行业多呈上涨状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是综合业态、电商及服务、珠宝首饰及钟表，涨跌幅分别为 5.22%、3.81%、3.35%。2 月实体商业客流显著回暖、相关板块多保持上涨，多数子板块表现好于沪深 300。2 月零售行业 PE 估值水平呈现震荡格局，以春节为分界点，年前基本呈现下降态势，但年后开始快速回升，PE 一度触达 70X 水平，月末有所回落，整体来看 2 月平均 PE 水平为 67.8X，较上月继续下降。

## 行业月度数据跟踪

2021 年 1 月，CPI 同比由上月上涨 0.2% 转为下降 0.3%，主要由于春节错月导致去年同期对比基数较高，其中食品价格上涨 1.6%，涨幅比上月扩大 0.4pct，影响 CPI 上涨约 0.3pct。据测算，在 1 月 0.3% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.3pct，新涨价影响约为 1.0pct。今年春节在 2 月中旬，加之局部散发疫情影响，1 月居民出行及一些接触式服务消费均有减少。CPI 环比上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3pct，主要受到节日临近、局部地区疫情和低温天气等因素影响。

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。

为了应对疫情各地倡议就地过年，传统春节消费市场的趋势受到影响。据商务部监测，春节期间全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，



比 2020 年春节黄金周增长 28.7%，比 2019 年春节黄金周增长 4.9%。面对疫情防控和就地过年的新形势新情况，2021 年春节黄金周全国消费市场呈现出许多新特点，居家购物、网上过节、到家服务、近郊游玩等多层次、多样化的品质性、升级型消费需求集中释放。消费市场呈现分化状态，就地过年政策利好一二线城市，而三四线城市及县域的实体商超市场则稍显冷淡，大部分企业线下商超销售并未迎来预期增长。

#### 行业动态新闻

- 阿里巴巴战略投资生鲜供应链企业“菜划算”近十亿元；
- 苏宁引入深圳国资，张近东仍为第一大表决权股东；
- 完美日记母公司逸仙电商收购国际护肤品牌 Eve Lom。

#### 投资策略

➤ 今年年初反复的疫情进一步加剧了消费者购物行为和模式的转变，春节期间由于受到就地过年政策的影响，居家消费场景、到家业务、社区商业成为了增长的主题。经此一役，消费者对于电商和 O2O 服务的需求将会继续提高，品类方面的需求将会更加青睐高品质、安全健康的食品及生鲜品类。后疫情时代，激烈的市场竞争催生出更多低成本高效率的新模式和新业态，我们建议关注消费者触点和渠道的分散化对于用户留存的影响，以及企业数字化进程中通过合作共享提升经营效率的能力，重点关注消费者需求的加速轮动，在消费场景分化下追求品质高端和大众消费等不同细分群体的多样化需求，主要关注以下几条主线：**1) 超市企业持续加码 O2O 和社区业务，供应链护城河优势明显，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) 高端消费细分领域弹性较足，可选复苏叠加免税升温共同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；国内疫情防控态势对市场造成不确定性影响。

## 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 .....	8
2.3 春节黄金周数据 .....	12
2.4 基金持仓分析 .....	13
3. 行业动态新闻 .....	15
4. 投资建议 .....	16
5. 风险提示 .....	17

## 图表目录

图 1：2021 年 2 月中信一级行业涨跌幅（%） .....	5
图 2：CS 商贸零售子版块 2021 年 2 月涨跌幅 .....	6
图 3：CS 商贸零售子版块 2020 年 2 月涨跌幅 .....	6
表 1：2021 年 2 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（%） .....	9

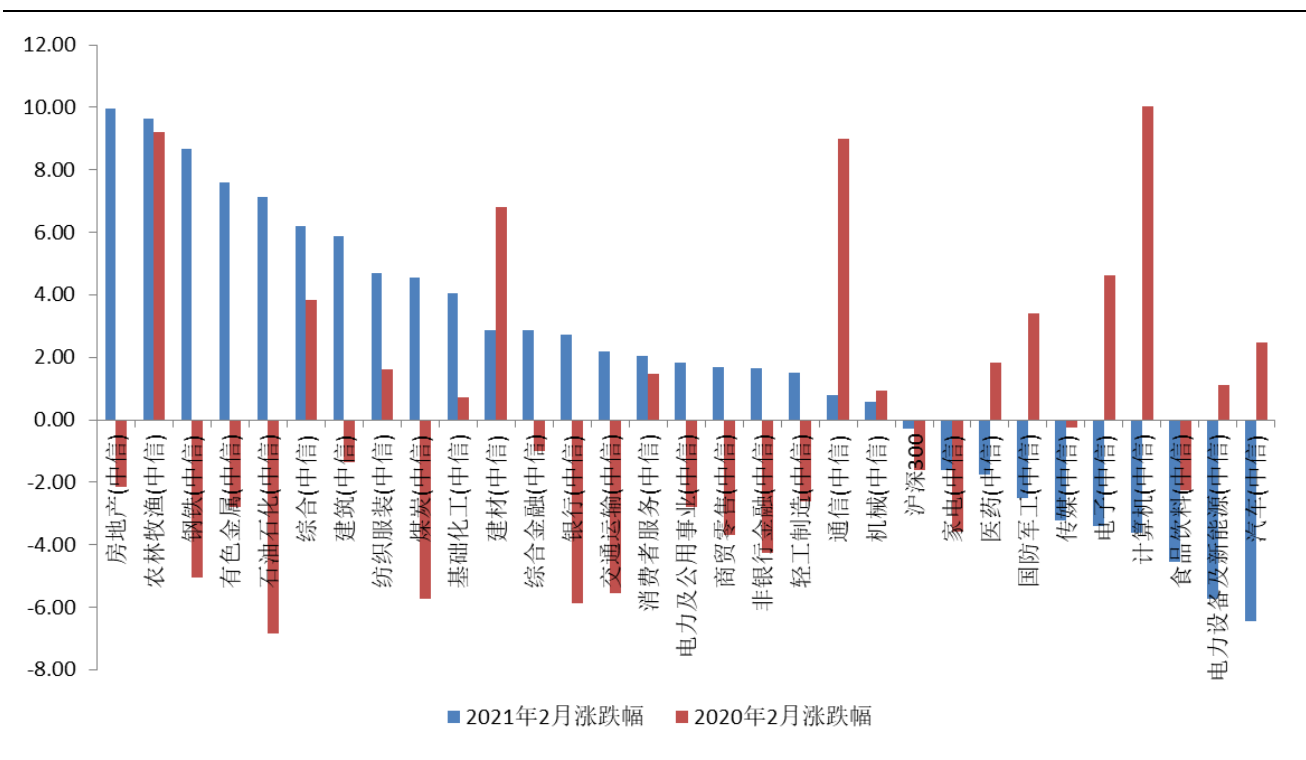
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） .....	9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比 .....	10
图 11：限上单位必选消费品零售额 2020 年累计增速.....	11
图 12：限上单位可选消费品零售额 2020 年累计增速 .....	11
图 13：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 .....	11
图 14：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% .....	11
图 15：黄金周(十一春节)零售和餐饮企业销售额及同比.....	12
图 16：春节期间（2.11-17）各地区部分企业销售情况 .....	12
图 17：2020Q4VS2020Q3 基金配置比例一级行业分布 .....	13
图 18：2019-2020Q4 批零行业基金配置比例情况 .....	13
表 3：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动 .....	14

## 1. 行业市场表现回顾

### 1.1 一级行业概况

2021年2月，CS 商贸零售行业上涨 1.67%，上年同期为下跌 3.67%，跑赢大盘 1.95pct。2月中信一级 30 个行业中有七成呈现上涨状态，受国内经济逐步复苏预期向好的影响，周期板块延续领涨态势，消费板块整体走势多呈下跌，不过纺服、消费者服务、商贸等板块保持上涨。2月时值春节假期，但今年受就地过年政策影响，往年受益节前效应的部分行业走势反转。CS 商贸零售行业 2月市场表现强于去年同期，在中信 30 个行业排名第 17，较上月持续回升。随着疫情逐步缓和，消费市场稳步复苏，线下客流逐渐恢复，行业整体呈现回补式增长。

图 1：2021 年 2 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

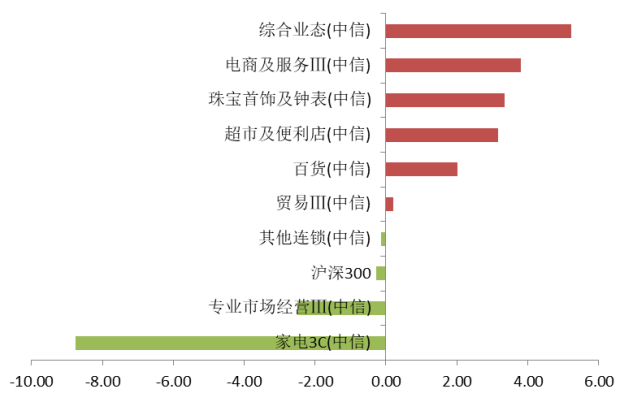
### 1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，2月CS零售的三级子行业多呈上涨状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是综合业态、电商及服务、珠宝首饰及钟表，涨跌幅分别为 5.22%、3.81%、3.35%。2月实体商业客流显著回暖、相关板块多保持上涨，多数子板块表现好于沪深 300。其中综合业态涨幅最高，百货、超市板块也呈现上涨，板块个股前期股价回调较多，当前估值水平较低，且春节客流回暖利好公司 Q1 业绩，影响板块涨幅居前。连锁

板块中仅有珠宝首饰及钟表呈现上涨，一方面受到新股中国黄金和曼卡龙的积极影响，另一方面伴随婚庆市场需求的逐步回暖，黄金珠宝板块延续上月涨势。电商板块也保持上涨，个股方面涨跌互现，前期跌幅较深个股迎来回补行情。

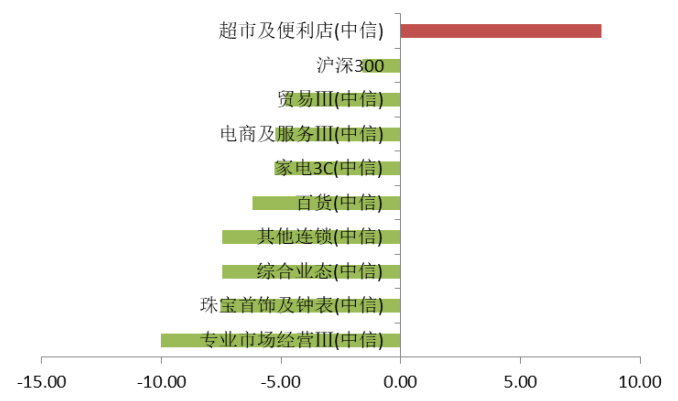
2月SW商业贸易主力净入额为-40.46亿元，在申万一级28个行业中位列第8。2月SW商贸三级子行业的主力资金净值除一般物业经营以外，均为流出状态，其中SW一般物业经营资金净流出6421.63万元；而SW专业连锁流出资金最多，净流出22.69亿元。

图2：CS商贸零售子版块2021年2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2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，2月有81家上市公司收涨，涨幅居前的有中国黄金、\*ST中商、\*ST金洲、\*ST新亿和爱婴室，月涨幅均超过30%，其中中国黄金为2月新股，涨幅最高，达159%；共有32家上市公司收跌，跌幅较深的有退市金钰、\*ST大集、川能动力、\*ST成城，月收跌幅度均超过20%，其中退市金钰月收跌53.66%，跌幅最深。

表1：2021年2月个股涨跌幅情况(%)

2月涨幅前十的个股			2月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
600916.SH	中国黄金	159.39	600086.SH	退市金钰	-53.66
600280.SH	*ST中商	38.36	000564.SZ	*ST大集	-24.90
000587.SZ	*ST金洲	34.51	000155.SZ	川能动力	-24.44
600145.SH	*ST新亿	31.18	600247.SH	*ST成城	-24.42
603214.SH	爱婴室	31.17	605266.SH	健之佳	-15.21
603031.SH	安德利	28.07	002416.SZ	爱施德	-14.30
600753.SH	东方银星	27.32	300755.SZ	华致酒行	-11.20
002345.SZ	潮宏基	20.98	601828.SH	美凯龙	-7.75
002356.SZ	*ST赫美	18.18	300792.SZ	壹网壹创	-7.20

600738.SH

兰州民百

15.37

300785.SZ

值得买

-7.20

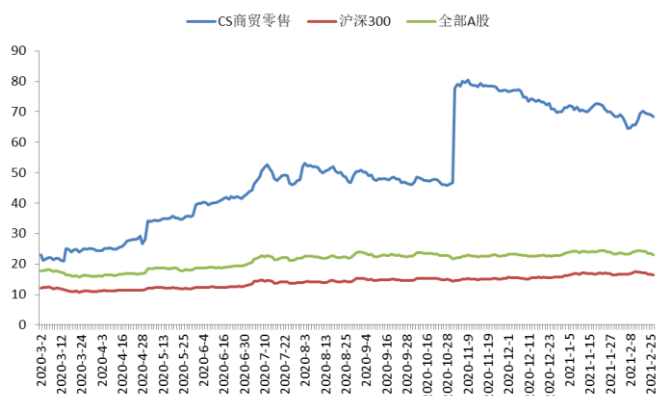
数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.4 行业估值情况

2月CS商贸零售的PE估值水平呈现震荡格局，以春节为分界点，年前基本呈现下降态势，但年后开始快速回升，PE一度触达70X水平，月末有所回落，整体来看2月平均PE水平为67.8X，较上月继续下降。若剔除负值影响，2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。

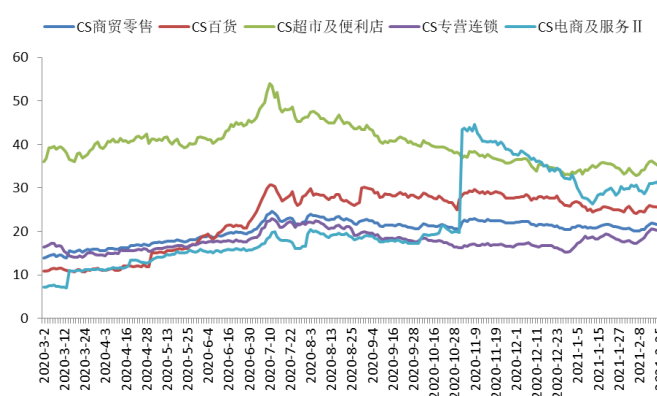
子板块方面，2月各个子板块估值水平均呈区间震荡格局，整体来看，百货板块PE水平回落最多，电商及服务板块PE波动最大，板块PE均高于行业整体水平。当前超市板块PE水平最高，且高于行业整体的平均PE水平。专营连锁板块PE水平波动最小，表现相对稳定，是唯一PE水平有所提升的子板块，当前连锁板块PE水平在子板块中属最低。

图5：CS商贸零售、上证综指历史估值水平PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

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

## 2. 行业数据跟踪

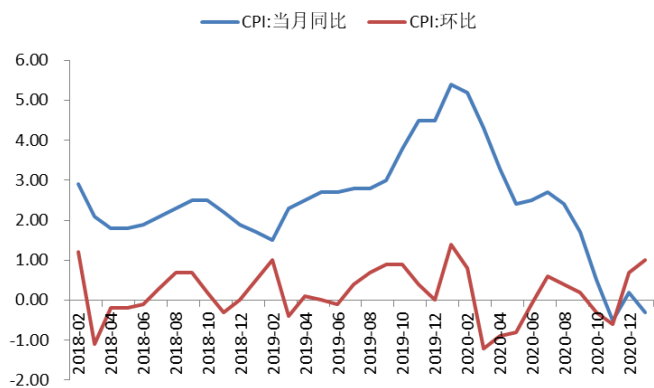
### 2.1 居民消费价格指数（CPI）

2021年1月，CPI由上月上涨0.2%转为下降0.3%，主要由于春节错月导致去年同期对比基数较高。其中食品价格上涨1.6%，涨幅比上月扩大0.4pct，影响CPI上涨约0.3pct；非食品价格由上月持平转为下降0.8%，影响CPI下降约0.64pct。食品中，鲜菜价格上涨10.9%，涨幅扩大4.4pct，影响CPI上涨约0.24pct；鲜果价格上涨1.3%，影响CPI上涨约0.02pc。畜肉类价格下降0.4%，影响CPI下降约0.02pct，其中猪肉价格下降3.9%，降幅扩大2.6pct，影响CPI下降约0.09pct；鸡肉和鸭肉价格分别下降10.7%和6.8%，降幅

均有收窄。非食品中的七大类同比价格一涨两平四降。其中，医疗保健价格上涨 0.4%；生活用品及服务、教育文化娱乐价格均持平；交通通信、其他用品及服务价格分别下降 4.6%和 0.9%，居住、衣着价格分别下降 0.4%和 0.2%。

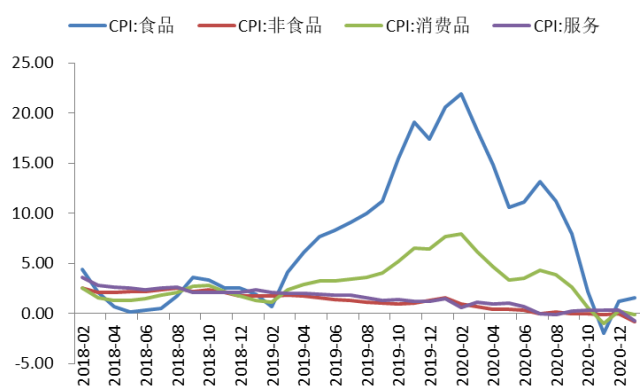
据测算，在 1 月 0.3%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.3pct，新涨价影响约为 1.0pct。去年 1 月恰逢春节，且疫情影响尚未显现，服务价格上涨较多，其中飞机票和旅行社收费价格环比分别上涨 31.3%和 10.1%，美发和家庭服务价格环比分别上涨 5.2%和 3.2%。今年春节在 2 月中旬，加之局部散发疫情影响，1 月居民出行及一些接触式服务消费均有减少，出行类服务价格同比下降较多，其中飞机票和旅行社收费价格同比分别下降 33.2%和 9.9%；其他服务价格同比也有所下降，其中美发价格同比下降 1.3%，家庭服务价格同比涨幅则从去年的 3.5%回落至今年的 0.9%。

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 上涨 1.0%，涨幅比上月扩大 0.3pct，主要受到节日临近、局部地区疫情和低温天气等因素影响。其中食品价格上涨 4.1%，涨幅扩大 1.3pct，影响 CPI 上涨约 0.78pct；非食品价格上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.22pct。食品中，受部分地区出现降温及雨雪天气影响，鲜菜生产储运成本增加，价格上涨 19.0%，涨幅扩大 10.5pct，鲜果价格也上涨 2.3%，但涨幅下降 1.2pct，两项合计影响 CPI 上涨约 0.44pct；由于产蛋鸡存栏有所下降，加之疫情影响部分地区鸡蛋外销，鸡蛋价格上涨 11.1%，涨幅扩大 8.2pct；受节前消费需求增加、饲料成本上升等因素影响，畜肉类价格上涨 3.7%，影响 CPI 上涨约 0.16pct，猪肉、牛肉和羊肉价格分别上涨 5.6%、1.2%和 2.7%。非食品中的七大类价格环比六涨一降，其中交通通信上涨 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 4.2%、4.6%和 5.0%；教育文化娱乐、生活用品及服务价格分别上涨 0.4%、0.2%；衣着价格下降 0.4%。

## 2.2 社会消费品零售数据

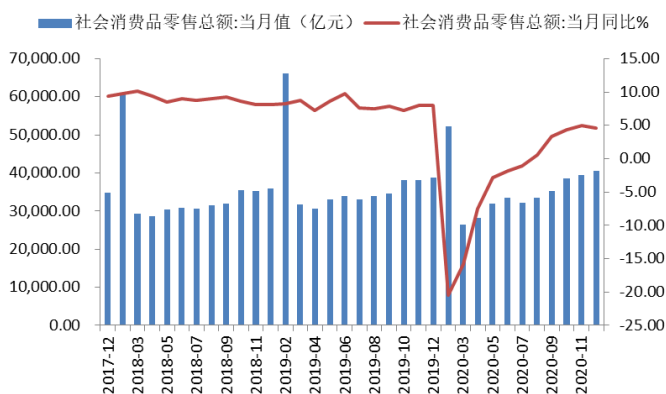
2020 年社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%，降幅比前三季度收窄 3.3pct。市场销售呈



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，市场主体加快复工复产，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。

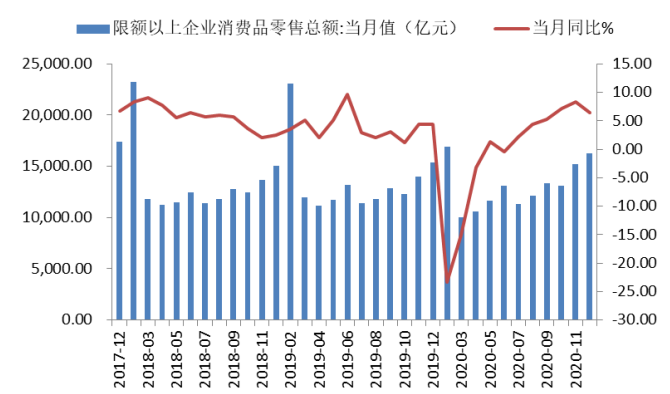
按经营单位所在地分，城镇消费市场持续改善，乡村消费品市场增速高于城镇。2020 年城镇消费品零售额比上年下降 4.0%，降幅比前三季度收窄 3.3pct。城镇消费品零售额连续两个季度同比正增长，其中四季度城镇消费品零售额同比增长 4.5%，增速比三季度加快 3.6pct；乡村消费品零售额比上年下降 3.2%，降幅较前三季度收窄 3.5pct。四季度乡村消费品零售额同比增长 5.6%，增速比三季度加快 4.3pct，比城镇消费品零售额高 1.1pct。

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。

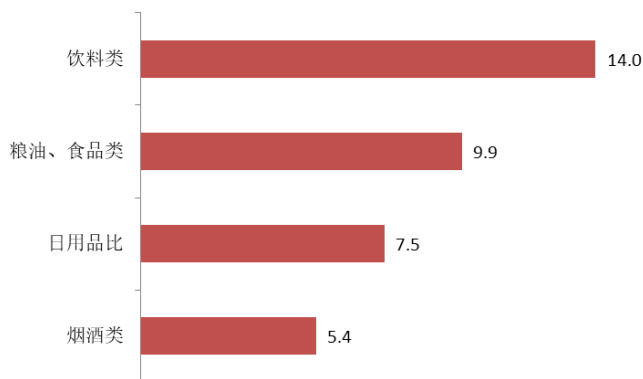
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12
<b>粮油、食品</b>	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80	7.70	8.20
<b>饮料</b>	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90	21.60	17.10
<b>烟酒</b>	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10	11.40	20.90
<b>日用品</b>	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70	8.10	8.00
<b>服装鞋帽针纺织品</b>	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20	4.60	3.80
<b>化妆品</b>	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30	32.30	9.00
<b>金银珠宝</b>	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70	24.80	11.60
<b>家用电器和音像器材</b>	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70	5.10	11.20
<b>文化办公用品</b>	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70	11.20	9.60
<b>家具</b>	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30	-2.20	0.40
<b>通讯器材</b>	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10	43.60	21.00
<b>石油及制品</b>	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00	-11.00	-3.80
<b>汽车类</b>	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

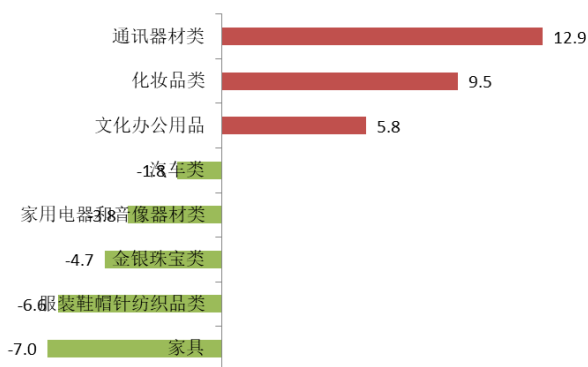
随着疫情得到有效控制，商品销售结构持续优化，升级类商品消费需求持续释放、销售势头向好，消费带动的作用从前期以基本生活类消费增长支撑逐步恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。可选消费品中占比最大的汽车类销售规模接近上年水平。在汽车消费政策促进下，居民汽车消费需求明显释放。2020 年限额以上汽车类商品零售额比上年下降 1.8%，规模接近上年水平，但降幅较上年扩大 1pct。下半年以来，汽车类商品零售额连续六个月保持较快增长，汽车销售市场的明显回暖对消费市场稳定复苏发挥了重要支撑作用。

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

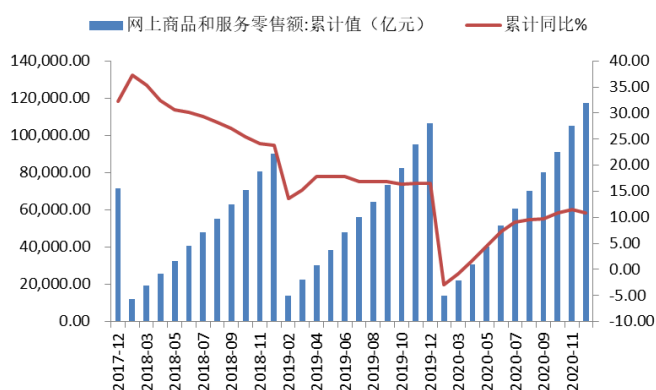
图 12：限上单位可选消费品零售额 2020 年累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

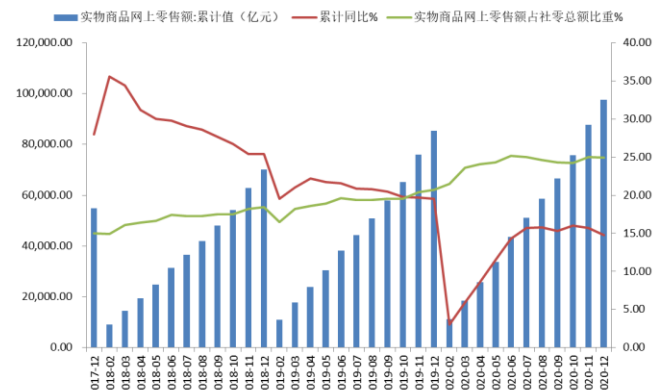
消费升级类商品销售增速加快。2020 年限额以上单位体育娱乐用品类、化妆品类和通讯器材类等消费升级类商品零售额比上年分别增长 8.4%、9.5%和 12.9%，增速明显高于商品零售平均水平。四季度限额以上单位通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类商品零售额同比分别增长 26.0%、21.2%、17.3%，分别比三季度加快 16.0pct、7.1pct、5.0pct。通讯器材类是唯一实现全年两位数增长的消费升级品类，四季度以来，在双 11 购物节等线上活动和新品上市等因素的带动下，与网购和直播带货相关的商品零售增速明显加快。颜值经济下化妆品类的需求增长加快，在去年同期基础较高的情况下仍能实现稳定增长。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

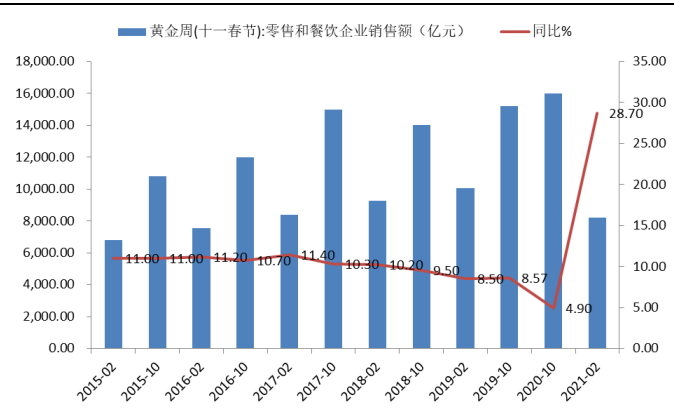
额增速；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为24.9%，同比提高4.2pct，但环比小幅回落0.1pct。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品零售额增速较快，分别增长30.6%和16.2%，而穿类商品增长5.8%。在线上消费快速增长带动下，全年快递业务量超过830亿件，比上年增长超过30%。

## 2.3 春节黄金周数据

为了应对疫情各地倡议“就地过年”，传统春节消费市场的趋势受到影响有所变化。据商务部监测，除夕至正月初六（2月11日-17日），全国重点零售和餐饮企业实现销售额约8210亿元，比2020年春节黄金周增长28.7%，比2019年春节黄金周增长4.9%。面对疫情防控和就地过年的新形势新情况，2021年春节黄金周全国消费市场呈现出许多新特点。非接触、少聚集安全消费成为共识，预约制、错峰式休闲度假广受推崇，居家购物、网上过节、到家服务、近郊游玩等多层次、多样化的品质性、升级型消费需求集中释放，消费市场展现出蓬勃生机和旺盛活力。北京、上海、天津、重庆重点监测企业春节假期实现销售额同比分别增长43.1%、120%、64%、49.9%。河南、贵州、宁夏、四川重点监测企业销售额同比分别增长68%、43%、23%和20%。辽宁、吉林、浙江等地重点监测企业通讯器材、高端日用品、汽车类商品销售实现成倍增长。

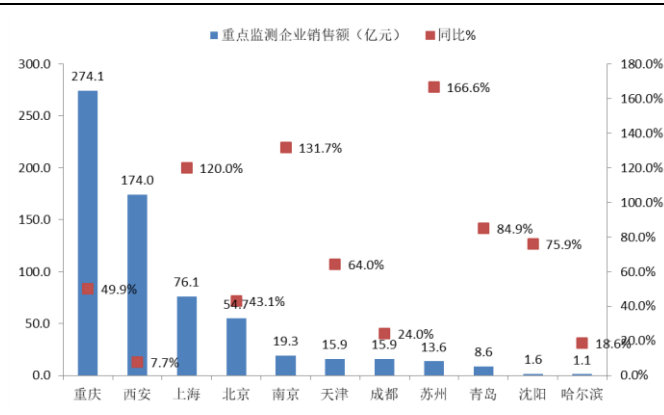
消费市场呈现分化状态，就地过年政策利好一二线城市，全国10个一二线城市购物中心日均客流量同比增幅超200%，达到2019年春节同期86%水平；而三四线城市及县域的实体商超市场则稍显冷淡，大部分企业线下商超销售并未迎来预期增长，尤其人口输出型城市节前销售不理想，部分商超客流和销售甚至呈现不同程度的下降。不过到正月初一至初七销售有所回升，增量主要体现在粮油、生鲜等必选品类上，坚果等休闲食品也有所增长，但是进口商品、特别是非食品类则出现大幅下降。疫情防控带动数字化消费迅速壮大，无接触交易服务加快发展，网购年货、“云端过节”、数字红包等消费方式成为今年春节新潮流。借助不打烊的网购、快递等渠道，就地过年群众与家乡亲人互寄年货特产。

图 15：黄金周(十一-春节)零售和餐饮企业销售额及同比



数据来源：商务部，山西证券研究所

图 16：春节期间（2.11-17）各地区部分企业销售情况



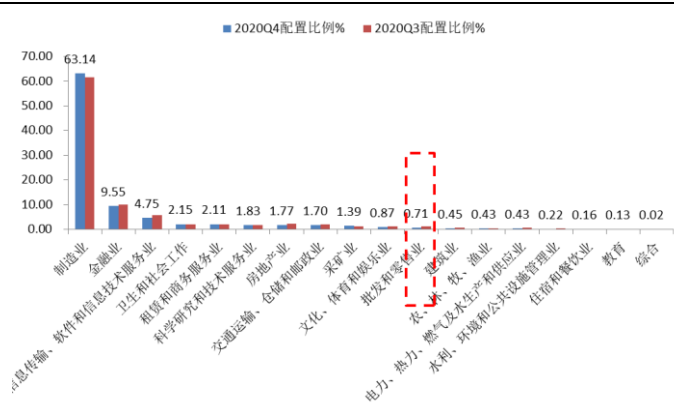
数据来源：各地市商务局，山西证券研究所

在就地过年的新形势下，中华全国商业信息中心监测的春节黄金周市场呈现出需求旺盛、快速增长的景象。据统计，2月11日至17日，全国百家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额相比上年春节周同比增长130%。主要商品销售情况来看，就地过年推动居家用品消费大幅增长，年货礼盒、家电家居、休闲食品、换季服装、健身器材等传统产品销售火热，再加上春节恰逢情人节，金银首饰、美妆产品、鲜花手礼等品质商品消费尤为旺盛，但食品市场消费稳定，零售额相比上年略有下降。春节期间，商务部重点监测零售企业的珠宝首饰、服装、通讯器材、家电数码比去年同期分别增长160.8%、107.1%、39.0%和29.9%，部分电商平台健身器材销售同比增长49%。受春节叠加情人节因素影响，金银珠宝类零售额同比增长541.7%；客流量上升，服装市场活力展现，零售额同比增长238.7%；化妆品、日用品类零售额分别增长177.8%、171.6%；家用电器类也实现了近一倍的零售额同比增长。

## 2.4 基金持仓分析

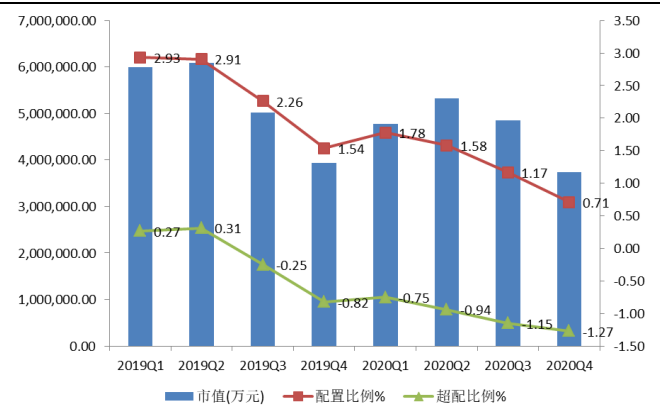
**一级行业：行业维持低配状态，低配比例继续扩大。**2020年四季度，在证监会新标准的19个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为373.13亿元，同比减少了4.93%，环比下降了23.03%，持仓占比为0.71%，排名从Q3的第十跌至第十一。市场标准行业配置比例为1.98%，批零行业低于标准行业配置比例1.27pct，从19年Q3开始持续保持低配状态。配置比例同比降低0.83pct，环比下降0.46pct；低配比例同比扩大0.45pct，环比扩大0.12pct。从2020全年来看，行业维持在低配状态中，虽然Q1行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但Q2开始在低配区间中持续下行，至Q4达到年内底部，不过Q4降幅环比收窄。当前行业估值处于历史较高位置，近一月平均估值显著高于近一年平均估值水平，且实体零售受疫情冲击的影响较为深远，全年社零增速仍处下降区间，基金市场配置保持谨慎态度，当前配置比例上升空间较足，预计21Q1配置比例有望延续环比持续回暖。

图 17：2020Q4vs2020Q3 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：2019-2020Q4 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

**重仓个股：周大生重仓占比最大，南极电商遭遇大幅减仓。**2020Q4 公募基金重仓股主要针对 CS 商贸

零售中的 20 家上市公司布局，比 20Q3 新增 5 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是周大生（27）、南极电商（26）、壹网壹创（14）、永辉超市（7）、老凤祥（7），基金持有数变动幅度排行前五的分别是周大生（+8）、居然之家（+2）、值得买（+1）、鄂武商 A（+1）、富森美（+1）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是周大生、居然之家、鄂武商 A、值得买、南纺股份，持仓变动分别为 1258.96 万股、665.72 万股、101.76 万股、86.69 万股、42.61 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是壹网壹创（9.95%）、值得买（8.83%）、南极电商（7.63%）、老凤祥（5.33%）、周大生（4.84%）。

表 3：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2020Q4 持有基金数↓	2020Q3 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
002867.SZ	周大生	27	19	1,258.96	4.84	珠宝首饰及钟表
600612.SH	老凤祥	7	11	-73.60	5.33	珠宝首饰及钟表
000026.SZ	飞亚达	6	11	-225.67	1.76	珠宝首饰及钟表
600655.SH	豫园股份	1	1	11.19	0.01	珠宝首饰及钟表
002127.SZ	南极电商	26	92	-19,063.62	7.63	电商及服务 III
300792.SZ	壹网壹创	14	15	-73.26	9.95	电商及服务 III
300785.SZ	值得买	5	4	86.69	8.83	电商及服务 III
300464.SZ	星徽股份	4	5	-80.61	0.20	电商及服务 III
601933.SH	永辉超市	7	20	-41,192.00	0.08	超市及便利店
603708.SH	家家悦	4	8	-578.88	3.48	超市及便利店
002697.SZ	红旗连锁	1	8	-2,951.12	0.11	超市及便利店
600729.SH	重庆百货	4	11	-101.89	0.64	综合业态
002419.SZ	天虹股份	3	4	-258.35	0.12	综合业态
600859.SH	王府井	2	12	-298.24	0.12	百货
000501.SZ	鄂武商 A	1	0	101.76	0.13	百货
600738.SH	兰州民百	1	0	10.57	0.01	百货

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，2020Q4 除贸易外的其余板块均遭遇基金减仓，其中电商板块减仓数量最多，在季度基金持仓层面持续遇冷，主要受到南极电商大幅减仓 66 家的影响。南极电商 12 月底受到网上流传的质疑公司体外循环造假 PPT 的影响股价跌出现多个跌停，即使公司已经发布公告澄清有关事项，但仍遭遇基金大幅减仓。此外，上一季度的新股若羽臣和丽人丽妆也遭到基金清仓。四季度物价上涨态势一度停滞，超市企业在客流下滑的同时营收端继续承压，同样遭到基金减仓 24 家。受年底集中爆发的线上购物节影响，实体渠道增速有所下滑。永辉超市、红旗连锁和家家悦持仓数分别下降 13 家、7 家和 4 家。

百货和综合业态在四季度客流基本恢复到往年水平，但受到疫情的持续影响，业绩承压情况仍未得到有效改善。王府井因前期免税概念带动估值居高，遭到 10 家基金减仓，重庆百货也遭遇 7 家减仓；而鄂武

商 A 和兰州民百分别获得 1 家加仓。受到疫情持影响实体商业调整经营计划，同时企业估值仍处于较高位置，板块延续三季度减仓态势，老凤祥和飞亚达分别遭到 4 家、5 家基金减仓。不过，周大生受婚庆消费复苏+线上经营优势的双重利好，获得 8 家基金加仓。

### 3.行业动态新闻

#### ➤ 阿里巴巴战略投资生鲜供应链企业“菜划算”近十亿元

据获悉，生鲜供应链企业“菜划算”获阿里巴巴近十亿元战略投资，内部视做核心项目。公开资料显示，杭州菜划算网络科技有限公司成立于 2018 年 8 月，是一家以国内顶级供应链和先进互联网技术驱动的生鲜供应链企业。2 月 26 日，杭州菜划算网络科技有限公司新增股东阿里巴巴（中国）网络技术有限公司，持股 24.0741%，同时注册资本从 5000 万元变更为 6585.3659 万元，企业类型从有限责任公司（自然人投资或控股）变更为有限责任公司（外商投资企业与内资合资）。（亿邦动力网）

#### ➤ 苏宁引入深圳国资，张近东仍为第一大表决权股东

2 月 28 日晚间，深圳国际在港交所公告称，公司间接持有的全资附属公司深国际控股及深圳市鲲鹏作为受让方，与张近东先生、苏宁控股集团有限公司、苏宁电器集团有限公司及西藏信托有限公司作为出让方，就深国际（深圳）及鲲鹏资本分别可能收购苏宁易购集团股份有限公司的 8% 及 15% 已发行股份订立一份股份转让框架协议。根据框架协议，深国际（深圳）及鲲鹏资本计划，分别拟按每股人民币 6.92 元（框架协议日期前 60 个交易日目标公司股票交易均价的 90%），收购目标公司的 7.45 亿股及 13.97 亿股股份，占目标公司于本公告日期总股本的 8% 及 15%。交易分别作价 51.54 亿元及 96.63 亿元。据悉，本次引进新股东后，鲲鹏资本持股比例为 15%，深国际持股比例为 8%。公司控股股东、实际控制人张近东先生及其一致行动人苏宁控股集团、苏宁电器集团持股比例为 21.83%，张近东仍为第一大表决权股东。（联商网）

#### ➤ 完美日记母公司逸仙电商收购国际护肤品牌 Eve Lom

3 月 2 日，完美日记母公司逸仙电商宣布将收购高端护肤品牌 Eve Lom。据悉，此次交易卖方为 Manzanita Capital，后者将继续保留少数股权，并与逸仙电商达成战略合作关系。该收购预计将在未来数周内完成。公开资料显示，逸仙电商创立于 2016 年，旗下品牌覆盖彩妆及护肤。其中小奥汀、Galénic 都是逸仙电商于 2020 年收购。而成立于 1985 年的英国护肤品牌 Eve Lom，目前在天猫官方旗舰店粉丝数量为 68.8 万。根据 Eve lom 官微显示，目前品牌在中国大陆市场仅有 4 家门店，其中上海 2 家，西安、北京各 1 家。至此，逸仙电商旗下将拥有完美日记、小奥汀、完子心选、Galénic、Eve Lom 五大品牌。（联商网）

## 4.投资建议

今年年初反复的疫情进一步加剧了消费者购物行为和模式的转变，春节期间由于受到就地过年政策的影响，居家消费场景、到家业务、社区商业成为了增长的主题。经此一役，消费者对于电商和 O2O 服务的需求将会继续提高，品类方面的需求将会更加青睐高品质、安全健康的食品及生鲜品类。疫情使得餐饮市场遭遇冲击，消费者更倾向于在家做饭或选择半成品、熟食甚至方便食品等，宅家生活已经成为新常态。尽管消费市场正在逐步复苏，但春节前后消费者流动性下降，加上消费者对疫情不确定性影响的忧虑心态，居家消费场景或将成为今年最重要的消费场景。在居家消费场景之中，能够帮助消费者提升生活品质和便利度的产品和服务将会拥有更大的增长潜力，比较典型的的就是 O2O 到家业务的快速发展。疫情培养了一大批首次接触 O2O 配送服务的新用户，超过 50% 的新用户留存下来，在 2020Q1 时渗透率达到了 40%。相比盈利模式还不太明朗的社区团购，O2O 到家配送的商业模式已经成型、发展更具规模化，并且能够满足消费者对于即时性的需求，由于年轻消费者价格敏感度较低，使用 O2O 平台的复购率也在逐渐扩大。不仅阿里、京东、美团等互联网企业在加大对 O2O 业务的投入，以大润发、永辉、沃尔玛为代表的实体商超也在加快开拓 O2O 业务的步伐。结合平台的物流履约能力和商超丰富的商品供应链，O2O 到家配送将会成为更高频的零售服务模式。

后疫情时代，激烈的市场竞争催生出更多低成本高效率的新模式和新业态，我们建议关注消费者触点和渠道的分散化对于用户留存的影响，以及企业数字化进程中通过合作共享提升经营效率的能力，重点关注消费者需求的加速轮动，在消费场景分化下追求品质高端和大众消费等不同细分群体的多样化需求，主要关注以下几条主线，

1) **后疫情时代超市企业持续加码 O2O、布局社区业务，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，就地过年影响必选消费品类表现平稳，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低线增量客群，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投资价值，在可选消费稳步复苏和免税经济持续升温的背景下，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、居民收支增速持续放缓；
- 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) 国内疫情防控态势对市场造成不确定性影响。

### 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

