

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

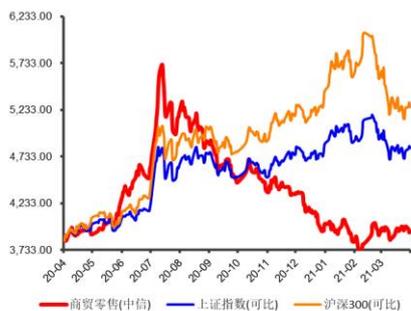
可选消费呈双位数高增长，促消费政策带动需求释放

看好

2021年4月2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3月投资策略：疫情加剧消费行为转变，就地过年带火居家消费场景

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

3月CS商贸零售行业上涨1.19%，较上年同期下降了2.65pct，但跑赢大盘6.6pct。3月市场表现弱于去年同期，在中信30个行业排名第8，较上月大幅回升。随着疫情影响逐渐消减，消费市场持续稳步复苏，在市场整体表现偏弱的环境中，行业由于估值相对较低具备一定的抗跌属性。从子板块看，3月CS零售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珠宝首饰及钟表、贸易和综合业态，涨跌幅分别为8.07%、5.80%、5.51%。3月实体商业客流持续回暖、相关板块多保持上涨，伴随婚庆市场需求释放和可选消费持续复苏，黄金珠宝板块延续上月涨势。3月CS商贸零售PE估值水平呈现震荡格局，以月中为分界点，上半月整体呈现下降态势，下半月开始出现波段式回升，整体来看3月平均PE水平为76.2X，较上月有所回升。

行业月度数据跟踪

2月CPI同比下降0.2%，降幅较上月收窄0.1pct，物价涨势仍处下行区间，其中食品价格由上月的上涨1.6%转为下降0.2%，主要受到高基数效应带来的猪肉价格下降14.9%的影响。据测算，在2月份0.2%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.8pct，新涨价影响约为1.6pct；2月CPI环比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.4pct，主要受到春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素带动食品价格上涨1.6%的影响。物价涨势低位运行，主要销售食品品类的实体超市销售额或将受到一定影响。

1-2月社零总额为69737亿元，同比增长33.8%，受去年同期基数较低影响，消费市场同比增速较高；比2019年1-2月增长6.4%，两年平均增速为3.2%，市场销售持续回升。从商品品类上来看，生活必需品消费保持较快增长，烟酒、饮料和日用品类均实现超30%的增长；可选品类中的消费升级类商品销售呈现较快增长，促进汽车消费政策带动汽车消费需求持续释放，境外消费回流、境内需求释放，叠加低基数效应，带动化妆品、金银珠宝等品类销售保持双位数高速增长。疫情防控常态化后，新业态保持良好发展势头，1-2月实物商品网上零售额增长30.6%，保持快速增长，但线上渗透率降至20.7%，有所回落。

网下实体店经营明显改善，实体店客流回升、消费大幅增长，线下恢复性增长态势良好。1-2月限额以上零售业实体店商品零售额同比增长



45.2%，两年平均增长 4.1%；1-2 月全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 27.3%。实体店铺在疫情得到有效防控的背景下逐渐恢复性增长。与上年同期比，今年年初居民外出消费活动大幅增加，实体店客流量显著回升，实体店经营明显改善。

行业动态新闻

- 物美与麦德龙拟合并上市，张文中将任董事长；
- 阿里紧盯“菜篮子”，再为十荟团输血 7.5 亿美元；
- 欧莱雅业绩增长 27%，上海升级为集团北亚区总部。

投资策略

- 3 月底国家发改委等 28 部委联合发布《加快培育新型消费实施方案》，围绕推动服务消费线上线下融合、加快新型消费基础设施和服务保障能力建设、强化新型消费发展要素保障、改善新型消费营商环境等四大方面，提出了 24 项举措，并明确了牵头责任单位，着力破除制约居民消费的体制机制障碍和鼓励消费新业态新模式发展。在促消费政策的带动下，居民消费潜力持续释放，商品销售继续改善，新业态快速发展势头不减。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，在即将到来的年报集中披露期，除了关注板块个股的业绩催化，我们建议继续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同步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 全国大中型零售企业销售额数据	10
2.4 实体零售客流指数	11
2.5 五大零售集团及电商渗透率动态	12
3. 行业动态新闻	13
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15

图表目录

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



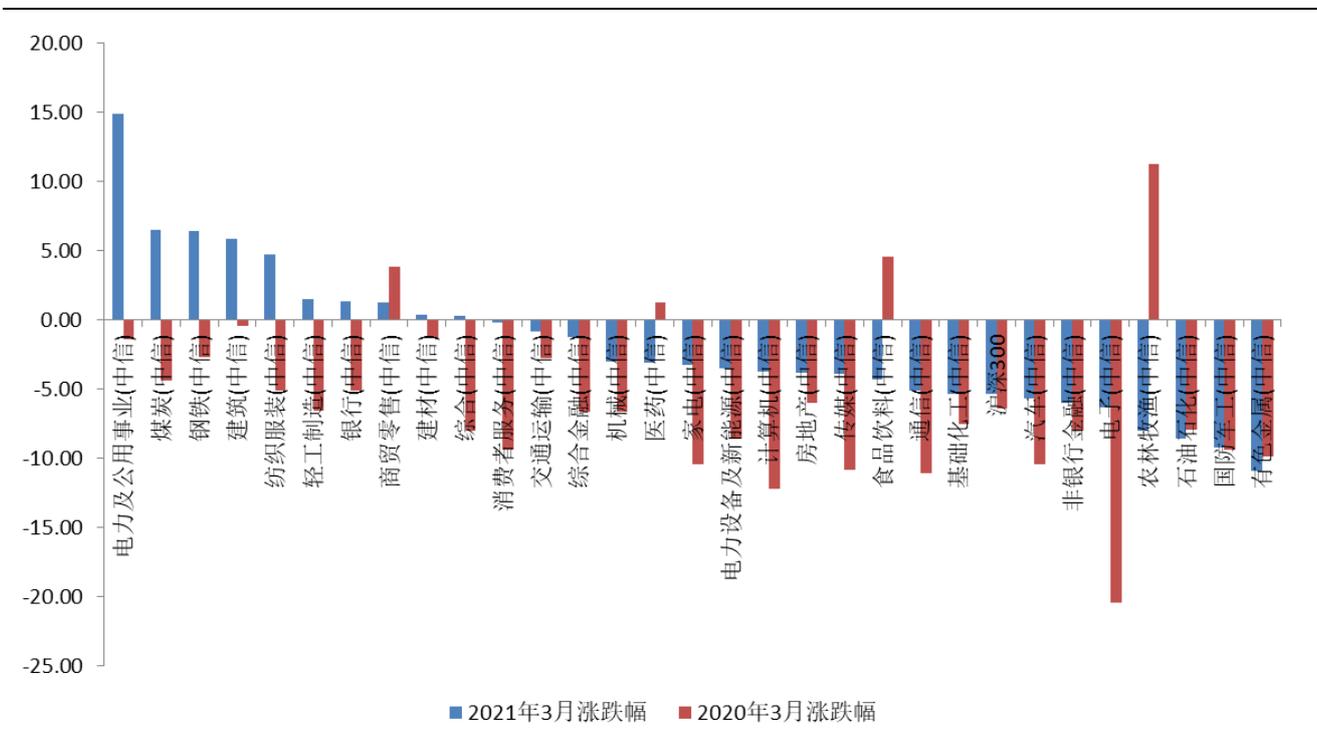
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比	9
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	10
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	10
图 13：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	11
图 14：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	11
图 15：总体客流表现（2021VS2019）	12
图 16：主要城市客流表现（2021VS2019）	12
图 17：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势）	12
图 18：整体快消品在全国一到五线城市的电商渗透率	12

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2021年3月，CS 商贸零售行业上涨 1.19%，较上年同期下降了 2.65pct，但跑赢大盘 6.6pct。3 月中信一级 30 个行业中三成呈现上涨状态，受美债收益率走升、抱团股瓦解、基金市场遇冷、中美争端加剧等多重因素影响，3 月市场整体表现偏弱，碳中和概念催化下，公用事业板块涨幅居首，消费板块整体走势分化，纺服、轻工和零售保持上涨涨幅。CS 商贸零售行业 3 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 8，较上月大幅回升。随着疫情影响逐渐消减，消费市场继续稳步复苏，在市场整体表现偏弱的环境中，行业由于估值相对较低具备一定的抗跌属性。

图 1：2021 年 3 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，3 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珠宝首饰及钟表、贸易和综合业态，涨跌幅分别为 8.07%、5.80%、5.51%。3 月实体商业客流持续回暖、相关板块多保持上涨，多数子板块表现好于沪深 300。其中珠宝首饰板块涨幅最高，百货、贸易板块也呈现上涨，珠宝板块延续 2 月涨势持续攀升，伴随婚庆市场需求的逐步回暖，可选消费持续复苏，黄金珠宝板块延续上月涨

势。百货、贸易个股前期股价回调较多，当前估值水平较低，影响板块涨幅居前。电商板块跌幅最深，主要受到龙头个股领跌的不利影响。

3月SW商业贸易主力净入额为-46.77亿元，在申万一级28个行业中位列第5。3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百货主力资金净流出1.01亿元，流出最少；而SW专业连锁流出资金最多，净流出19.15亿元。

图2：CS商贸零售子版块2021年3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3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，3月有75家上市公司收涨，涨幅居前的有*ST大集、中成股份、*ST友谊等9只个股，月涨幅均超过20%，涨幅前十个股中过半为ST股，往年年报高峰期ST股通常会走出摘帽行情，主要基于退市风险解除，刺激股价上涨；共有35家上市公司收跌，跌幅较深的有退市秋林、壹网壹创，月收跌幅度均超过20%，其中退市秋林月收跌62.18%，跌幅最深。

表1：2021年3月个股涨跌幅情况（%）

3月涨幅前十的个股			3月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000564.SZ	*ST大集	41.05	600891.SH	退市秋林	-62.18
000151.SZ	中成股份	29.11	300792.SZ	壹网壹创	-22.47
000679.SZ	*ST友谊	28.03	003010.SZ	若羽臣	-14.83
600280.SH	*ST中商	26.48	300464.SZ	星徽股份	-14.03
600306.SH	*ST商城	26.32	002127.SZ	南极电商	-13.23
600145.SH	*ST新亿	25.41	600738.SH	丽尚国潮	-12.76
601086.SH	国芳集团	22.74	600861.SH	北京城乡	-11.00
002356.SZ	*ST赫美	21.54	603214.SH	爱婴室	-8.98
000026.SZ	飞亚达	21.37	600865.SH	百大集团	-8.14
605188.SH	国光连锁	19.10	605136.SH	丽人丽妆	-7.56

数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

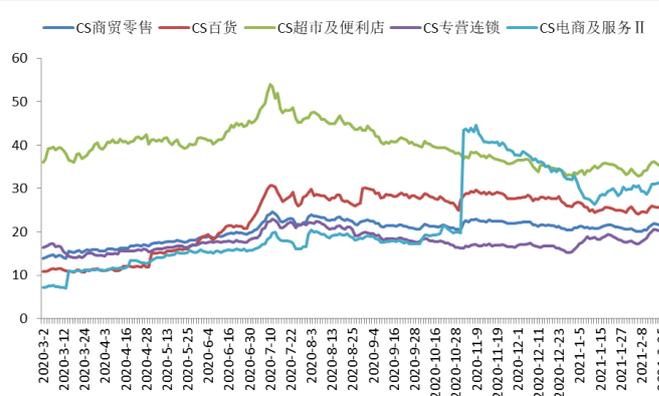
3月CS商贸零售的PE估值水平呈现震荡格局，以月中为分界点，上半月整体呈现下降态势，下半月开始出现波段式回升，月末回升至78X估值线，整体来看3月平均PE水平为76.2X，较上月有所回升。若剔除负值影响，3月平均PE水平为21.2X，较上月小幅提升。考虑到负值效应将百货板块PE水平抬高到100X以上，专营连锁、电商及服务PE水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块PE进行月度对比。

子板块方面，3月各个子板块估值水平呈现分化，百货板块呈现上涨，电商板块呈现下跌，连锁和超市板块呈现区间震荡格局。整体来看，百货板块PE水平回升最多，电商板块PE水平回落最多，板块PE均高于行业整体水平。当前超市板块PE水平最高，但月中波动水平较大，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

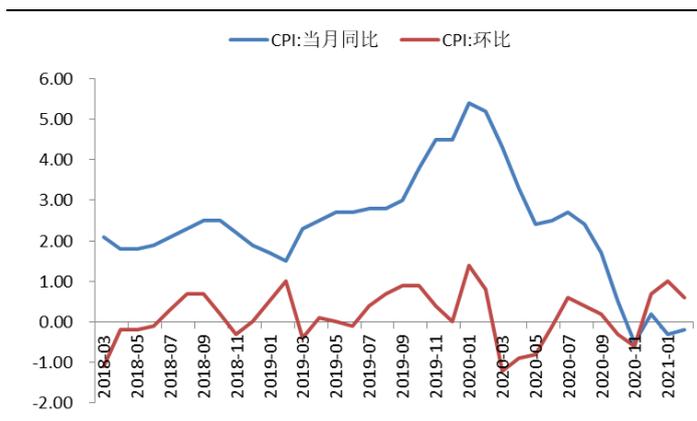
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2021年2月，CPI同比下降0.2%，降幅较上月收窄0.1pct。其中食品价格由上月上涨1.6%转为下降0.2%，影响CPI下降约0.05pct；非食品价格下降0.2%，降幅比上月收窄0.6pct，影响CPI下降约0.15pct。食品中的畜肉类价格下降7.3%，影响CPI下降约0.34pct，其中猪肉价格下降14.9%，降幅比上月扩大11.0pct，影响CPI下降约0.39pct，主要受到去年同期基数较高影响；鸡肉和鸭肉价格分别下降8.7%和2.6%，降幅均

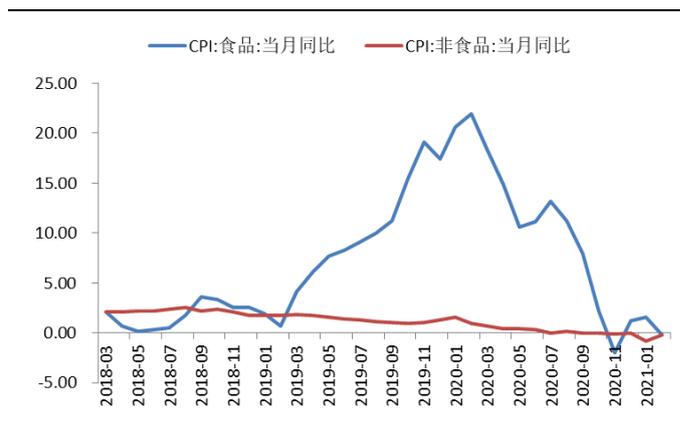
有收窄；羊肉、水产品和鸡蛋价格分别上涨 7.5%、5.9%和 4.3%，涨幅均有扩大。鲜菜价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.08pct；鲜果价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.06pct。非食品中的七大类同比价格两涨五降，其中教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%，而交通通信价格下降 1.9%，其中飞机票价格下降 28.2%，汽油和柴油价格分别下降 5.2%和 5.8%。据测算，在 2 月份 0.2%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-1.8pct，新涨价影响约为 1.6pct。物价涨势进入下行区间，主要销售食品品类的实体超市销售额或将受到一定影响。

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

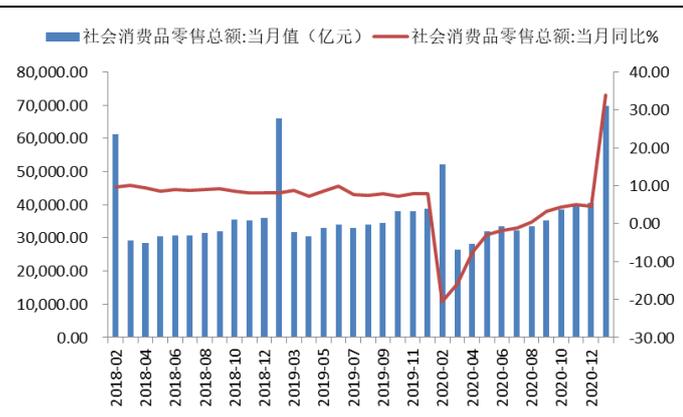
从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.4pct。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5pct，影响 CPI 上涨约 0.30pct；非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.28pct。食品中，受春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响，水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%，涨幅分别扩大 5.4pct 和 3.8pct，两项合计影响 CPI 上涨约 0.28pct；畜肉类价格下降 1.0%，影响 CPI 下降约 0.04pct，其中生猪出栏持续恢复，猪肉价格由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%，影响 CPI 下降约 0.07pct；天气转暖，蛋鸡产蛋量提升，加之局部地区疫情好转后调运渠道逐步畅通，鸡蛋价格由上月上涨 11.1%转为下降 4.5%。非食品中的七大类价格环比四涨一平两降，其中，受居民就地过年影响，文娱消费需求有所增加，电影及演出票价格上涨 13.0%；受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 3.4%和 3.7%；春节期间人工成本有所上升，洗车、家政服务、美发和出租车费用等价格均有上涨，涨幅在 1.2%-6.3%之间。

2.2 社会消费品零售数据

2021 年 1-2 月社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%，受去年同期基数较低影响，消费市场同比增速较高；比 2019 年 1-2 月增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%，市场销售持续回升。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。我国统筹疫情防控和经济社会发展取得重大成果，经济运行稳定恢复，消费市场延续了上年持续复苏的良好态势。商品销售继续改善，部分升

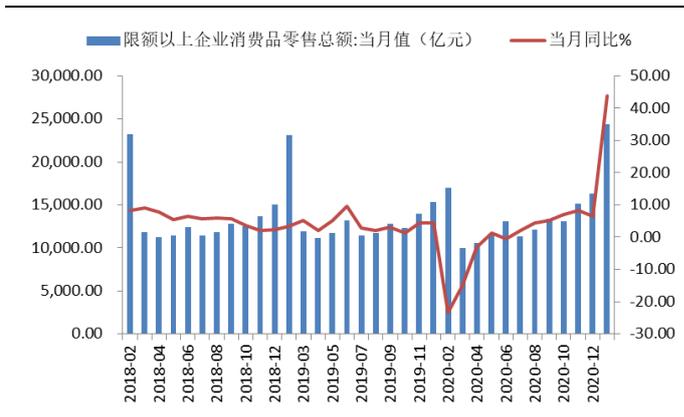
级类商品较快增长；新业态快速发展势头不减，实体店零售经营明显回升。按经营单位所在地分，1-2月城镇消费品零售额 60552 亿元，同比增长 34.9%，两年平均增长 3.4%；乡村消费品零售额 9185 亿元，同比增长 26.7%，两年平均增长 1.3%，就地过年政策促使城镇消费实现较快增长，近两年城镇消费首度快于乡村；按消费类型分，1-2月商品零售 62651 亿元，同比增长 30.7%，两年平均增长 3.8%，商品零售加快复苏。

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

在促进消费政策的带动下，居民消费潜力持续释放，商品零售明显恢复。从商品类别看，限额以上单位全部商品零售额同比增速均超过 10%，基本生活类商品消费保持较快增长。1-2 月烟酒、饮料类同比增长 43.9%、36.9%，同比增速分别提升 23pct、19.8pct，主要受到春节假期影响及去年同期的低基数效应；日用品和粮油食品类同比分别增长 34.6%、10.9%，增速同比分别提升 26.6pct、2.7pct，主要受到就地过年政策和食品 CPI 下行的影响，以及去年同期对比基数较低。

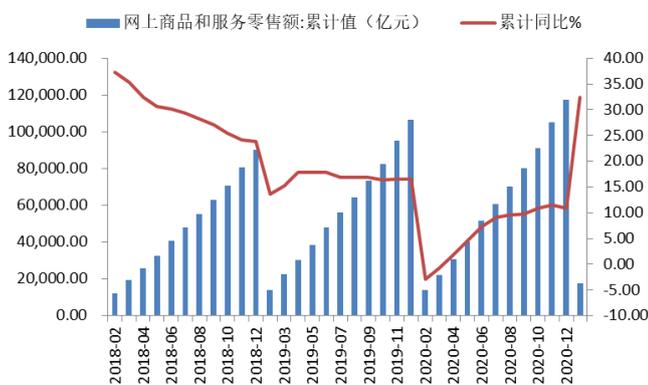
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02
粮油、食品	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80	7.70	8.20	10.90
饮料	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90	21.60	17.10	36.90
烟酒	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10	11.40	20.90	43.90
日用品	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70	8.10	8.00	34.60
服装鞋帽针纺织品	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20	4.60	3.80	47.60
化妆品	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30	32.30	9.00	40.70
金银珠宝	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70	24.80	11.60	98.70
家用电器和音像器材	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70	5.10	11.20	43.20
文化办公用品	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70	11.20	9.60	38.30
家具	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30	-2.20	0.40	58.70
通讯器材	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10	43.60	21.00	53.10
石油及制品	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00	-11.00	-3.80	21.90
汽车	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20	12.00	11.80	6.40	77.60

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

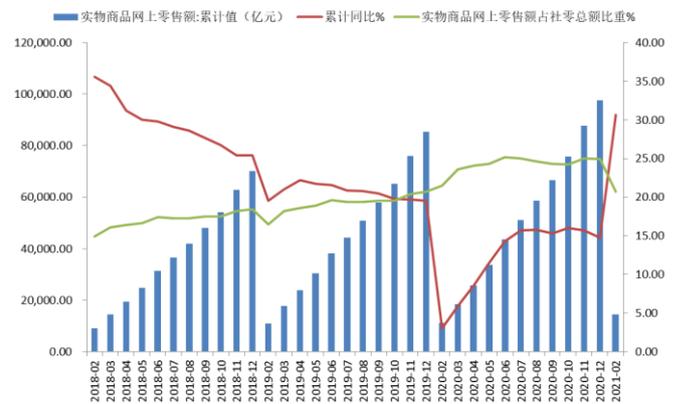
消费升级类商品销售呈现较快增长。在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1-2月限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。当前疫情仍在全球蔓延，居民出境购物活动减少，部分消费需求转向境内，境外消费回流带动化妆品、金银珠宝、钟表、箱包等商品销售高速增长。1-2月限上单位化妆品类、金银珠宝类商品零售额同比增速分别为 40.7%、98.7%，从两年平均增速看，限上化妆品类和金银珠宝类增速分别为 9.9%和 8.2%，包括钟表、箱包等在内的日用类商品零售额增速为 12.1%。居住类商品也呈现回补式增长，1-2月家电音像类和家具类同比分别增长 43.2%、58.7%，较上年同期分别大幅提升 32pct、58.3pct。

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

2020 年初居家生活、办公期间，宅经济带动网上零售保持较快增长。多数消费者完成了“网上下单，配送到家”等线上消费习惯的教育，线上购物实现逆势增长。疫情防控常态化后，居民网络购物意愿不减，新业态保持良好发展势头，但线上渗透率小幅回落。2021 年 1-2 月全国网上零售额 17587 亿元，同比增长 32.5%，两年平均增长 13.3%。其中实物商品网上零售额 14412 亿元，同比增长 30.6%，增速比上年同期提高 27.6pct，两年平均增长 16.0%，比 2020 年全年提高 15.8pct；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，同比下降 0.8pct，环比下降 4.2pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 41.6%、44.3%和 25.1%，两年平均分别增长 33.8%、8.7%和 16.0%。

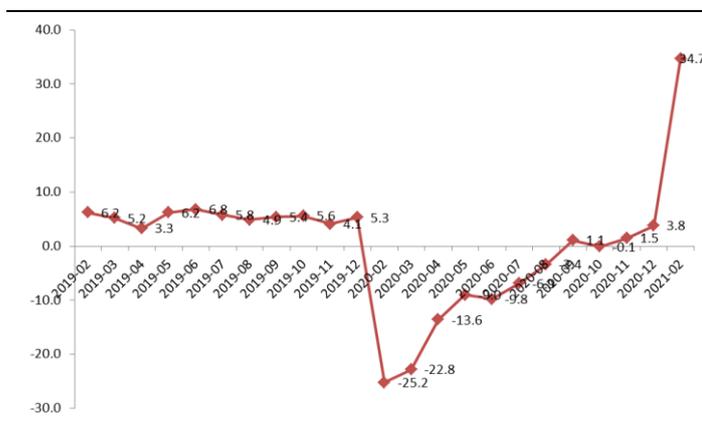
2.3 全国大中型零售企业销售额数据

网下实体店经营明显改善，实体店客流回升、消费大幅增长，线下恢复性增长态势良好。根据中华全国商业信息中心统计数据，2021 年 1-2 月全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 27.3%。其中，服装类零售额同比增长 36.0%，服装零售量同比增长 56.9%；化妆品类零售额同比增长 38.7%；日用品类零售额同比增长 32.5%；金银珠宝类零售额同比增长 99.4%；家用电器类零售额同比增长 21.1%。今年 1-2 月限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 45.2%，两年平均增长 4.1%。实体店铺在疫情得到有效防控的

背景下逐渐恢复性增长。与上年同期比，今年年初居民外出消费活动大幅增加，实体店客流量显著回升，实体店经营明显改善。

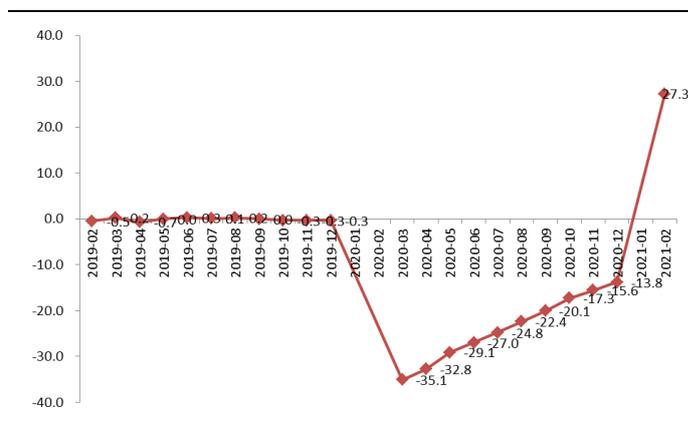
限额以下商品零售收入增速明显回升，大众消费稳步复苏。据测算，1-2月限额以下单位和个体户商品零售额实现39735亿元，同比增长24.6%，较2019年同期增长5.7%，两年平均增速为2.8%。限额以下单位和个体户商品零售额占商品零售总额的比重为63.4%，较2020年水平增长了1.7pct。实体商业市场集中度相对较低，商品零售中有超过60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，龙头企业的市场份额仍然存在较大的整合提升空间。

图 13：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 14：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）

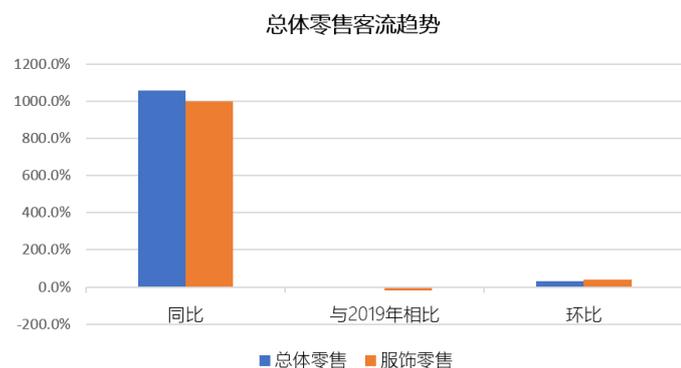


数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2.4 实体零售客流指数

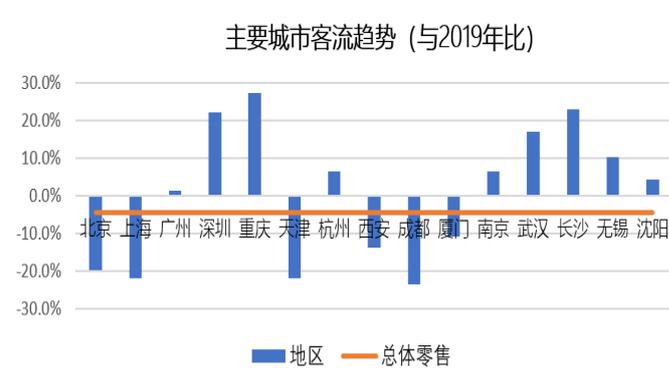
疫情之下，去年2月春节前后全国执行严格的客流量管控措施，随着防控形式的不断好转，零售复苏趋势不断向好，低基数效应下今年2月的客流指数同比增长了1056.5%。但是同没有发生疫情的2019年2月的客流指数相比还存在小幅下降，下降水平为-4.4%。虽然仍有小幅下降，也体现了实体客流的显著回升，线下消费复苏态势逐渐明朗。由于春节假日的加成和刺激，同1月相比，2月的总体零售和服饰零售客流指数分别上升了29.6%和38.3%。对于主要城市而言，2021年2月与2019年2月相比，大多数南方城市的客流指数表现优于北方城市，其中深圳、成都、长沙这些城市均实现了超过20%的靓丽增幅。与2019年2月相比，大多数主要城市的客流指数高于整体零售的表现，但是北京和上海的客流指数大大低于广州和深圳的水平，4个一线城市形成鲜明对比。

图 15：总体客流表现（2021vs2019）



数据来源：索博客全球大数据中国区，山西证券研究所

图 16：主要城市客流表现（2021vs2019）

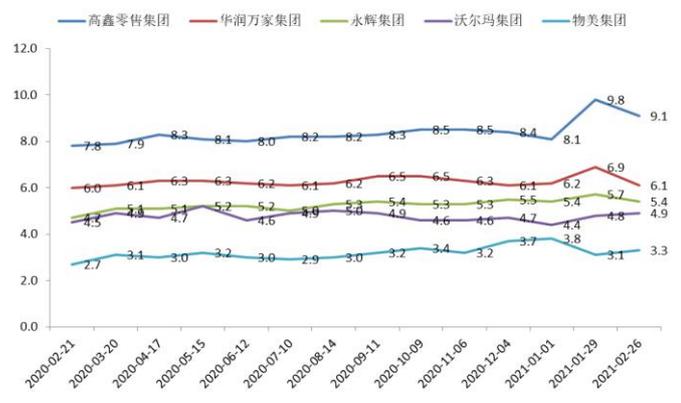


数据来源：索博客全球大数据平台，山西证券研究所

2.5 五大零售集团及电商渗透率动态

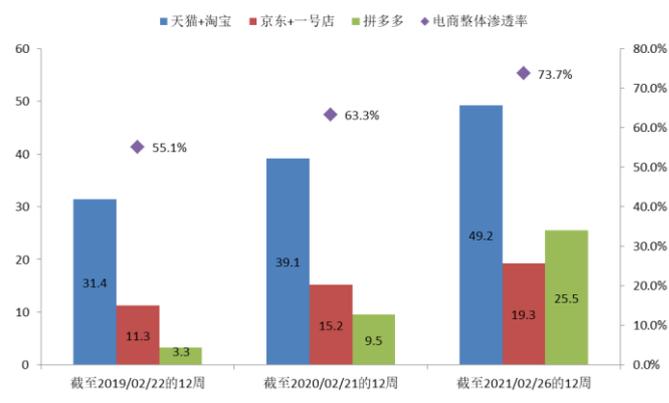
今年春节政府倡导就地过年，导致社交型消费有所下降，但整体快速消费品市场的热度依旧不减。凯度消费者指数快报显示，截至 2021 年 2 月 26 日的过去 12 周，中国快速消费品市场的销售额同比增长 8.1%，同新冠疫情爆发前的 2019 年同期相比，也实现了 4.0% 的增长，中国消费市场延续回暖态势。就地过年也改变了春节的消费人口分布，与往年春节相比，一二线城市的人口流出减少，在过去 12 周消费金额增长了 7.7%。线下方面，大卖场、超市和便利店在最近 12 周的销售额与去年基本持平，增长了 0.1%，与 2019 年同期相比则下降了 2.6%。其中大卖场和大超市业态的销售额与去年同比各自下滑了 2.4%，小超市和便利店则分别保持了 7.3% 和 10.7% 的稳健增速，疫情催化的近场化消费习惯在今年春节得到延续。线上方面，电商在过去 12 周继续保持 35.4% 的高速增长，疫情期间培养的线上消费习惯得以留存，低线城市有 71% 的家庭在过去 12 周通过电商渠道购买快速消费品，整体规模提升显著。

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：整体快消品在全国一到五线城市的电商渗透率



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

在五大零售集团中，高鑫集团以 9.0% 的市场份额保持第一，在客流和客单价双重增长的驱动下，其过

去 12 周的市场份额同比提升 0.6pct。除了积极开拓多业态线下门店，大润发的线上业务也对消费增长贡献明显。根据高鑫集团在今年 2 月发布的公告，从 2020 年 5 月开始，线上店日均单量已超 1000 单。永辉集团继续保持快速增长，过去 12 周的份额同比上升了 0.5pct 至 5.3%。基于不断加速的扩张步伐，永辉在西部地区的份额增长了 1.5pct，增速显著，在西部地区巩固了市场领先地位。区域零售商中，物美、步步高、SPAR 集团的份额持续扩张，均取得了双位数的增长。在头部电商平台中，阿里系电商仍是规模最大的综合电商平台，最近 12 周的市场份额为 44.6%，同比提升 1.1pct，平台渗透率为 49.2%。拼多多录得较快的增长速度，在最近 12 周的渗透率达到了 25.5%，同比提升了 16pct。根据拼多多发布的 2020 年财报，截至 2020 年底拼多多活跃买家数已达 7.88 亿，同比增长 35%，成为中国用户规模最大的电商平台。

3.行业动态新闻

➤ 物美与麦德龙拟合并上市，张文中将任董事长

3 月 29 日，物美科技向香港联交所正式递交上市申请。招股书披露，物美科技本次上市范围包括物美超市业务和去年收购的麦德龙中德合资公司股权。物美创始人张文中将出任上市公司董事长。物美招股书显示，物美和麦德龙以差异化的商品和业态，服务大众市场和中高端消费者，企业客户。物美形成可开放延展的生鲜供应链。麦德龙商品具有差异化，自有品牌和进口商品占销售额达 24%。2020 年 4 月，物美收购麦德龙中国 80% 股权正式交割完成。整合麦德龙已经初显成效，物美去年营收增长 71%。2003 年，物美旗下物美商业在联交所创业板指上市，并于 2011 年成功从创业板转主板上市，成为第一家在港上市的内地民营零售企业。2015 年 10 月 20 日，物美商业宣布将实现私有化，正式退市。（北京商报）

➤ 阿里紧盯“菜篮子”，再为十荟团输血 7.5 亿美元

社区电商企业十荟团日前完成 D 轮融资，融资金额为 7.5 亿美元，主要由阿里巴巴和 DST Global 联合领投，跟投方包括 the D.E.Shaw Group、晨曦投资、Jeneration Capital 时代资本和高鹄资本等投资机构。高鹄资本继续担任本轮融资的独家财务顾问。公开资料显示，十荟团成立于 2018 年 4 月，隶属于北京我爱小城信息科技有限公司旗下商标品牌。以微信小程序形态，社区为入口，提供社区果蔬、生鲜及家居用品。在融资方面，十荟团可谓是一家融资机器。根据企查查数据，十荟团成立至今共获得了 7 笔融资，共计达到 12.15 亿美元。其中，2019 年 1 月阿里首次参与十荟团的投资，自这之后持续进行多次跟投或作为主投资方领投。目前市场上大多也认定，十荟团是阿里布局社区团购领域中最重要一员。本次十荟团拿下高达 7.5 亿美元融资用途主要也在于供应链体系搭建上。据其透露，十荟团本轮融资主要用于构建下沉市场的供应链基础设施，强化生鲜商品源头集采能力。（亿邦动力网）

➤ 欧莱雅业绩增长 27%，上海升级为集团北亚区总部

3月29日，欧莱雅中国在上海举办2020/2021发展战略年度沟通会。会上，欧莱雅北亚区总裁兼中国首席执行官费博瑞指出，欧莱雅中国以“新消费”、“新科技”、“新组织”和“新格局”为四大核心驱动力，实现了2020财年业绩同比增长27%，所有事业部均创造了两位数增长，整体增长远超市场平均水平，中国大陆市场则成为7大品牌的全球最大市场。在近期欧莱雅集团的全新地域架构中，中国上海升级为集团北亚区总部。“我们将充分发挥中日韩‘美妆黄金三角’的引领势力，创造区域内协同增值效应，”费博瑞表示，“欧莱雅绝不仅止于成为一家大型企业，而是要成为一家未来企业。未来，我们将继续努力，让中国大陆市场加速成为集团全球第一大市场。同时，纵观整个北亚，欧莱雅中国也希望能为之注入更多发展新动能，以‘中国力量’推动北亚区、乃至集团的不断进化。”（联商网）

4.投资建议

近年来我国新型消费呈现持续快速发展的态势。为贯彻落实《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》（国办发〔2020〕32号）部署要求，3月25日，国家发改委等28部委联合发布《加快培育新型消费实施方案》。《方案》围绕推动服务消费线上线下融合、加快新型消费基础设施和服务保障能力建设、强化新型消费发展要素保障、改善新型消费营商环境等四大方面，提出了24项举措，并明确了牵头责任单位，着力破除制约居民消费的体制机制障碍和鼓励消费新业态新模式发展。《方案》内容主要包括培育壮大零售新业态，拓展无接触式消费体验、推动便利店的数字化改造、发展直播经济，推进电子商务公共服务平台建设应用等方面。此外，《方案》还结合实际新增了不少创新性措施，包括优化消费相关用地支持，提出对于不适合成片开发的部分乡村旅游、民宿、户外营地及其他消费相关基础设施和公共服务项目，探索符合实际的产业融合发展用地新模式；以及加强商品供应链服务创新，针对冷链物流追溯情况，提出利用“溯源码”实施“首站赋码、进出扫码、一码到底、扫码查询”等管理模式，建立从供应链首站到消费需求终端的进口食品冷链物流追溯系统等。在促消费政策的带动下，居民消费潜力持续释放，商品销售继续改善，可选消费类商品增长提速，新业态快速发展势头不减，实体店零售经营明显回升。同时，由于境外疫情管控效果不佳，消费者出境活动仍未恢复，部分消费需求转向境内，带动化妆品、金银珠宝、钟表、箱包等商品销售快速增长。

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，在即将到来的年报集中披露期，除了关注板块个股的业绩催化，我们建议继续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，关注年报集中披露期的业绩催化效应，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，在可选消费显著复苏和免税概念轮动拉升的背景下，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计；
- 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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

