

商贸零售

报告原因：定期报告

2021年5月6日

商贸零售行业月度投资策略

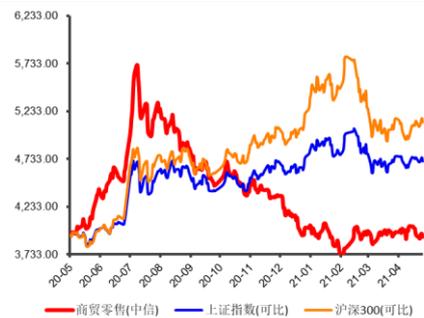
升级类消费品增长较快，假期带动客流销售双提升

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4月投资策略：可选消费呈双位数高增长，促消费政策带动需求释放

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

- 4月CS商贸零售行业下降0.5%，较上年同期下降了0.39pct，跑输大盘1.99pct。行业4月市场表现弱于去年同期，在中信30个行业排名第18，较上月有所下降。在市场竞争激烈及去年对比基数较高的影响下行业Q1业绩承压，同时碳中和概念驱动资金流向相关周期性板块，消费行业尤其是零售各板块缺乏有效驱动力，行业整体表现偏弱。
- 从子板块来看，4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其他连锁、家电3C和百货，涨跌幅分别为28.26%、6.13%、2.91%。连锁各子板块均呈上涨，主要受到个股大幅上涨的带动，珠宝首饰板块此前涨幅较高，当月板块内龙头个股均有所回调。
- 4月CS商贸零售的PE估值水平整体呈现稳步回落态势，上半月表现相对平稳，下半月开始随着上市公司年报和一季报的相继披露，疫情影响多数板块盈利情况呈现下滑，导致月末几天板块整体PE估值水平快速下行。整体来看4月平均PE水平为71.4X，较上月有所回落。

行业月度数据跟踪

- 3月CPI同比上涨0.4%，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI由上月的下降0.2%转为上涨0.4%。从结构上看，推动CPI转正的主要因素是非食品价格中的汽柴油价格的上涨；受春节后的需求季节性回落影响，3月CPI环比由上月上涨0.6%转为下降0.5%。一季度，统筹疫情防控和经济社会发展成效持续显现，国内产需稳步回升，全国居民消费价格与去年同期持平，物价上涨态势持续低位运行。
- 随着疫情对消费市场的影响不断减弱，消费需求加快释放，3月社零总额同比增长34.2%，两年平均增速为6.3%。一季度，市场销售持续改善，消费市场加快复苏，社零同比增长33.9%，两年平均增长为4.2%。其中，基本生活类商品消费继续保持较快增长，消费升级类商品销售继续呈现较快增长态势，但增速较1-2月均有不同程度的回落。网络购物保持良好发展势头，线上渗透率环比小幅回升。一季度实物商品网上零售额同比增长25.8%，增速比上年同期提高19.9pct，两年平均增速为15.4%，线上渗透率为21.9%，环比提升1.2pct。
- 伴随接触型消费的快速恢复，实体店消费增速显著提升，实体零售店铺经营继续回升，线下零售加快改善。据测算，一季度实体店消费品



零售额同比增长 36.4%，较 2019 年同期增长 3.3%，两年平均增长 1.6%，增速较 1-2 月份加快 1.7pct。其中，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 42.2%，两年平均增长 4.5%，增速比 1-2 月份加快 0.4pct，实体零售进一步恢复。

行业动态新闻

- 淘宝直播改革“坑位费”模式：卖多少付多少；
- 雅诗兰黛新一季销售增 16%，中国市场录得两位数增长；
- 五一超 40 万对新人办婚礼，消费总额破亿。

投资策略

- 在居民收入增长、消费环境改善、政策效应释放等因素的推动下，一季度消费市场恢复态势进一步巩固，但外防输入、内防反弹的疫情防控压力影响居民消费信心，实体店铺零售经营仍显乏力。不过，线上线下加速融合的创新消费模式将有助于居民消费潜力加快释放。今年五一假期的消费数据整体呈现出积极回暖的态势，线上线下的消费迎来旺季，尤其是线下实体商场也迎来了流量高峰。为了抓住春夏时节消费旺季、释放消费潜力，商务部组织开展 2021 年全国消费促进月活动，带动各地客流和销售的双增长。
- 除了关注疫情冲击下仍能实现逆势增长的优质个股，我们还建议持续关注消费者触点碎片化和渠道去中心化对于用户留存的影响，以及企业调改升级中通过数字化转型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高端品质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) 双循环新格局助力国货产品加速下沉渗透，龙头企业发力私域运营持续拓展增量客群：珀莱雅，上海家化；2) 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、周大生；3) 超市企业持续提升线上比重，发挥供应链优势切入社区，关注低估值成长性个股价值：永辉超市，家家悦。**

风险提示

- 宏观经济增速放缓；消费升级效果不及预期；新业态分流、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。

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 实体零售客流指数	12
3. 基金持仓分析	13
4. 行业动态新闻	15
5. 投资建议	16
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：2021 年 4 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 商贸零售子版块 2021 年 4 月涨跌幅	6
图 3：CS 商贸零售子版块 2020 年 4 月涨跌幅	6
表 1：2021 年 4 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 商贸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

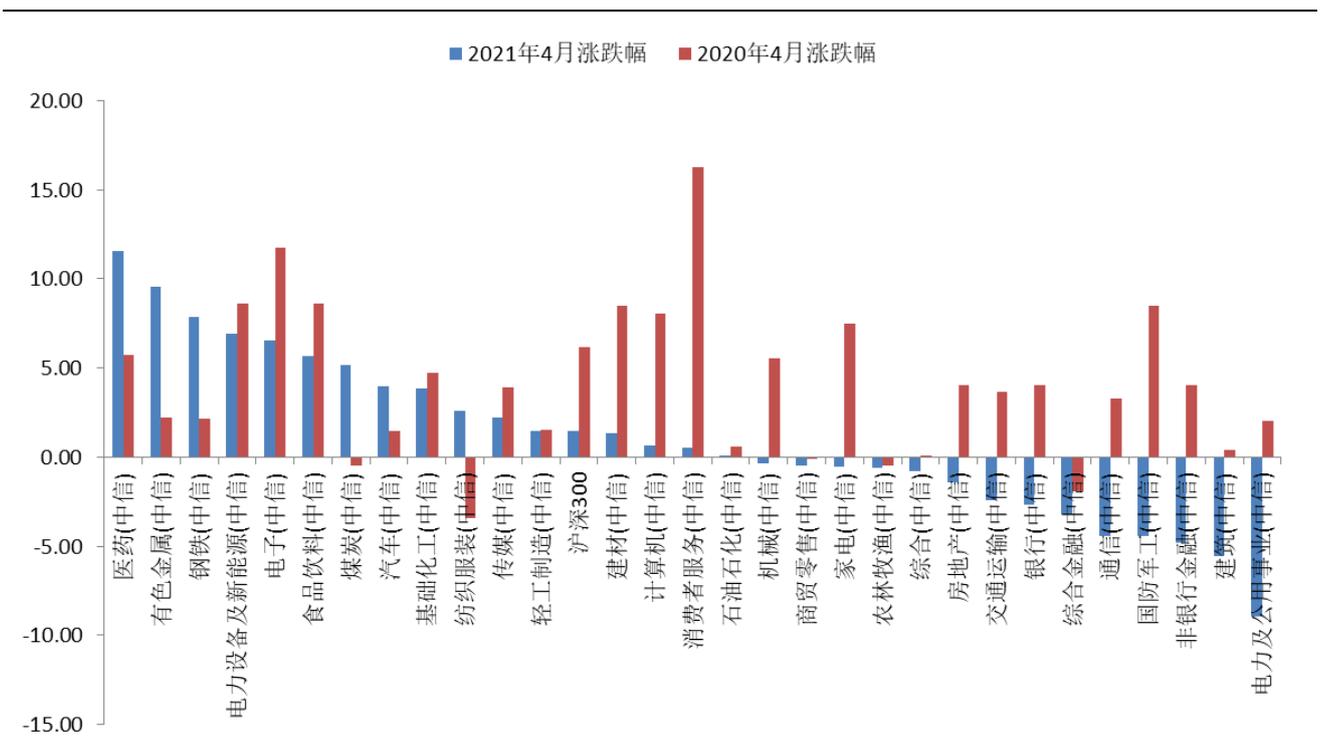
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 11：限上单位必选消费品零售额当月同比增速.....	10
图 12：限上单位可选消费品零售额当月同比增速	10
图 13：网上商品零售额累计值（亿元）及同比	11
图 14：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	11
图 15：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	12
图 16：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	12
图 17：总体客流表现（2021VS2019）	13
图 18：主要城市客流表现（2021VS2019）	13
图 19：2021Q1VS2020Q4 基金配置比例一级行业分布	13
图 20：2019-2021Q1 批零行业基金配置比例情况	13
表 2：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4月，CS 商贸零售行业下降 0.5%，较上年同期下降了 0.39pct，跑输大盘 1.99pct。4 月中信一级 30 个行业中半数呈现上涨状态，在全球经济复苏周期以及碳中和长期增长逻辑之下，钢铁、有色、电力设备等板块涨幅居前，医药、电子板块景气度提升、估值回归合理区间；消费板块走势略微分化，纺服、轻工有所上涨，零售、家电略有下降。CS 商贸零售行业 4 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 18，较上月有所下降。4 月底上市公司完成年报和一季度的披露工作，受到此前一年疫情影响，行业内公司业绩表现分化情况进一步加剧。在市场竞争激烈及去年对比基数的影响下，同时碳中和概念驱动资金流向相关周期性板块，消费行业尤其是零售各板块缺乏有效驱动力，行业整体表现偏弱。

图 1：2021 年 4 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

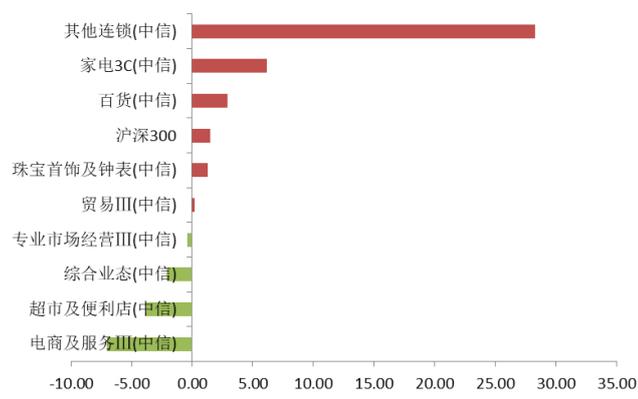
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，4 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其他连锁、家电 3C 和百货，涨跌幅分别为 28.26%、6.13%、2.91%。4 月处于传统消费淡季，且五一临近导致消费需求后移，除涨幅前三板块外，其余子板块表现均不及沪深 300。连锁各子板块均呈上涨，其中其他连锁和家

电 3C 板块因成分股个数较少，主要受到个股大幅上涨的带动；珠宝首饰板块此前一个季度涨幅较高，当月板块内龙头个股均有所回调。百货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，个股表现分化，部分个股持续领跌。

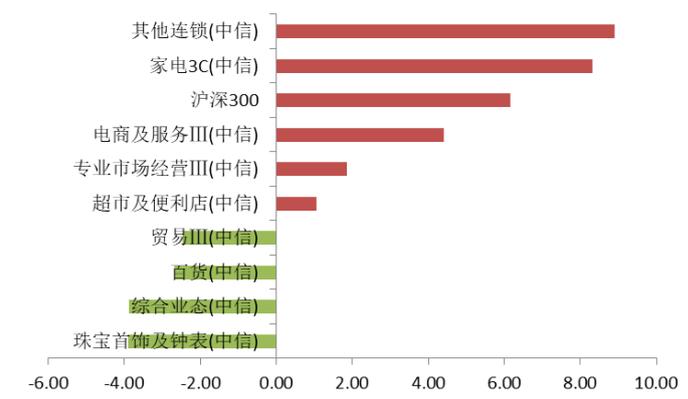
4 月 SW 商业贸易主力净入额为-63.44 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 4。4 月 SW 商贸三级子行业的主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营主力资金净流出 1.22 亿元，流出最少；而 SW 专业连锁流出资金最多，净流出 16.34 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2021 年 4 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 4 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，4 月有 57 家上市公司收涨，涨幅居前的有华致酒行、新华锦和*ST 商城，月涨幅均超过 30%，其中华致酒行涨幅最高，当月收涨 61.43%；共有 54 家上市公司收跌，跌幅较深的有中成股份、跨境通，月收跌幅度均超过 20%，其中中成股份当月收跌 26.58%，跌幅最深。4 月涨跌公司数相对较为均衡。

表 1：2021 年 4 月个股涨跌幅情况 (%)

4 月涨幅前十的个股			4 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
300755.SZ	华致酒行	61.43	000151.SZ	中成股份	-26.58
600735.SH	新华锦	41.39	002640.SZ	跨境通	-25.00
600306.SH	*ST 商城	31.89	601086.SH	国芳集团	-18.32
605136.SH	丽人丽妆	29.42	601933.SH	永辉超市	-18.09
600827.SH	百联股份	29.25	002419.SZ	天虹股份	-17.26
600814.SH	杭州解百	29.19	300945.SZ	曼卡龙	-16.75
601113.SH	ST 华鼎	24.46	603708.SH	家家悦	-15.78
000829.SZ	天音控股	20.98	600891.SH	退市秋林	-15.56
002102.SZ	ST 冠福	18.71	000564.SZ	*ST 大集	-12.69
603214.SH	爱婴室	18.51	600916.SH	中国黄金	-12.29

数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

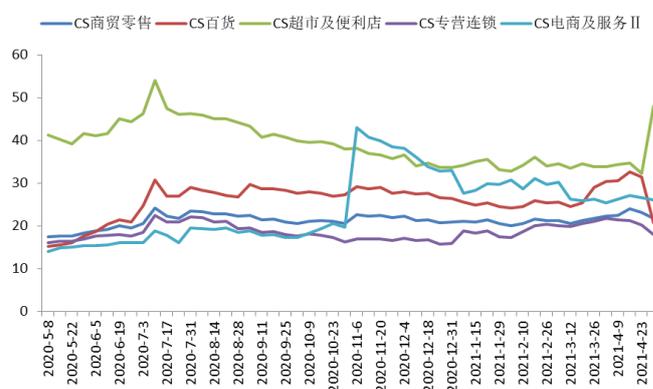
4月CS商贸零售的PE估值水平整体呈现稳步回落态势，上半月表现相对平稳，下半月开始，随着上市公司年报和一季报的相继披露，疫情影响多数板块盈利情况呈现下滑，导致月末几天板块整体PE估值水平快速下行，PE估值水平从月初的80X估值线跌落至月末的50X估值线附近。整体来看4月平均PE水平为71.4X，较上月有所回落。若剔除负值影响，4月平均PE水平为22.7X，较上月小幅提升，主要受到专营连锁板块PE估值水平由负转正的影响。考虑到负值效应将百货板块PE水平抬高到180X以上，电商及服务PE水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块PE进行月度对比。

子板块方面，4月各个子板块PE估值分化加剧，超市板块呈现上涨，其余板块均有不同程度的下跌，其中百货板块呈现跌幅最深。整体来看，超市板块PE估值提升最多，百货板块PE估值回落最大。超市板块PE水平最高，月中呈现回落但月末拉升较多，且高于行业整体的平均PE水平。超市PE估值整体上涨主要是受到高对比基数下21Q1盈利水平下降的影响，与之相对的，百货板块PE水平回落较多则是受到低基数下21Q1盈利水平有所回升的影响。电商板块PE水平波动最小，表现相对稳定，板块PE估值有所回升，是除超市外唯一PE水平有所提升的子板块，板块PE水平相对较低。

图5：CS商贸零售、上证综指历史估值水平PE（TTM） 图6：CS商贸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

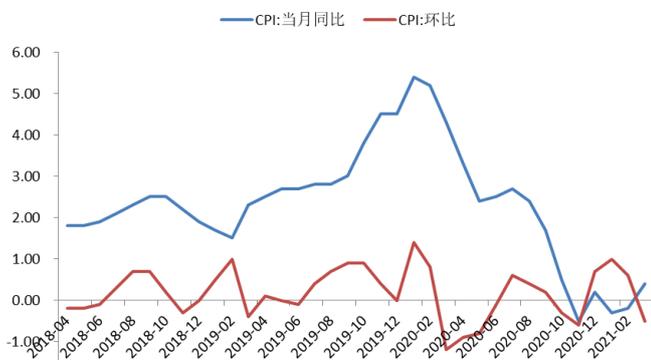
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2021年3月，CPI同比上涨0.4%，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI由上月的下降0.2%转为上涨0.4%。其中食品价格下降0.7%，降幅比上月扩大0.5pct，影响CPI下降约0.12pct；非食品价格由上月下降0.2%转

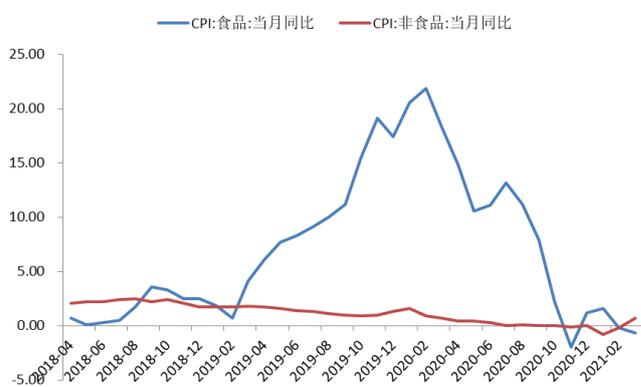
为上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.56pct。食品中的畜肉类价格下降 9.1%，影响 CPI 下降约 0.40pct，其中猪肉价格下降 18.4%，降幅扩大 3.5pct，影响 CPI 下降约 0.45pct，而鸡肉和鸭肉价格分别继续下降 8.6% 和 2.6%；水产品价格上涨 8.1%，涨幅扩大 2.2pct，影响 CPI 上涨约 0.14pct。鲜菜价格上涨 0.2%，涨幅下降 3.1pct；鲜果价格上涨 4%，涨幅扩大 0.9pct，影响 CPI 上涨约 0.08pct。非食品中的七大类价格同比五涨一平一降，工业消费品价格上涨 1.0%，为近一年来同比首次上涨，主要是汽油和柴油价格分别上涨 11.9% 和 12.8% 带动；服务价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.2%。据测算，在 3 月份 0.4% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -0.6pct，比上月收窄 1.2pct，新涨价影响约为 1.0pct。从结构上看，推动 CPI 转正的主要因素是非食品价格中的汽柴油价格的上涨。

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，受春节后的需求季节性回落影响，CPI 由上月上涨 0.6% 转为下降 0.5%。其中，食品价格由上月上涨 1.6% 转为下降 3.6%，影响 CPI 下降约 0.71pct；非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.18pct。食品中的食品烟酒类价格环比下降 2.4%，影响 CPI 下降约 0.71pct。由于天气转暖，鲜菜大量上市，价格由上月上涨 1.8% 转为下降 14.5%，影响 CPI 下降约 0.37pct。畜肉类价格下降 6.5%，影响 CPI 下降约 0.28pct，由于生猪生产持续恢复，猪肉价格下降 10.9%，降幅比上月扩大 7.8pct，影响 CPI 下降约 0.24pct；同时春节后消费需求有所回落，牛肉、羊肉、鸡肉、鸭肉、水产品价格均由涨转降，降幅在 0.4%-1.7% 之间；鲜果价格下降 0.2%，上月为上涨 6.1%。非食品中的七大类价格环比三涨一平三降，工业消费品价格上涨 0.7%，影响 CPI 上涨约 0.22pct。其中，受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 6.6% 和 7.3%；春装新品上市，服装价格上涨 0.4%。生活用品及服务价格下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.03pct，其中家政服务、洗车和美发等服务价格在春节后季节性回落，下降 3.0%-5.3%。疫情好转后，出行需求有所增加，交通通信价格上涨 1.3%，其中飞机票价格上涨 6.4%。

一季度，统筹疫情防控和经济社会发展成效持续显现，国内产需稳步回升，全国居民消费价格与去年

同期持平，物价上涨态势持续低位运行。分月看，CPI 同比逐月回升。受春节因素影响，1、2 月份环比分别上涨 1.0%和 0.6%，3 月份下降 0.5%；受去年同期对比基数由高走低影响，1、2 月份同比分别下降 0.3%和 0.2%，3 月份转为上涨 0.4%。分类别看，一季度，食品价格同比上涨 0.2%，略有上涨，涨幅比去年同期大幅回落 20.1pct。其中，随着生猪生产持续恢复，猪肉价格同比连续 6 个月下降，一季度平均下降 12.5%；在猪肉价格下降带动下，鸡肉和鸭肉价格分别下降 9.3%和 4.0%；受国际市场大豆价格上涨影响，食用植物油价格上涨 6.7%；鲜菜和鲜果价格季节性上涨 4.8%和 2.8%。一季度，工业消费品价格同比下降 0.4%，有所下降，主要由能源价格下降带动。尽管汽、柴油价格环比已连续 4 个月恢复性上涨，但一季度同比仍分别下降 3.0%和 3.4%。一季度，服务价格同比下降 0.2%，仍处低位。疫情期间出行总体偏少，飞机票、旅行社收费和宾馆住宿价格分别下降 21.0%、8.2%和 4.1%；就地过年带动文娱消费需求上升，电影及演出票价格上涨 6.2%。

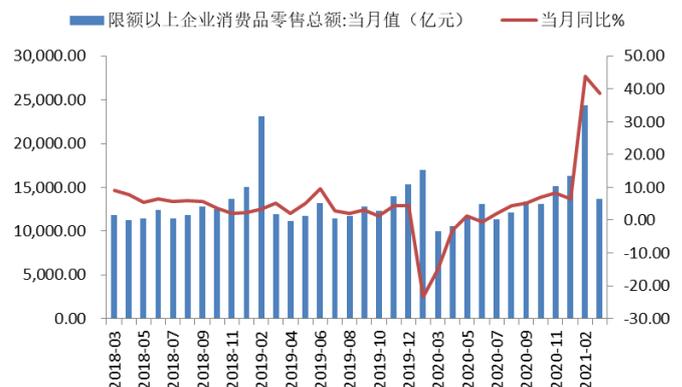
2.2 社会消费品零售数据

2021 年 3 月社会消费品零售总额 35484 亿元，同比增长 34.2%，3 月全国疫情防控形势持续向好，疫情对消费市场的影响不断减弱，消费需求加快释放；同时，较 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。从环比看，3 月份社会消费品零售总额增长 1.75%，市场销售延续了此前逐季恢复的态势。一季度，疫情防控与经济社会发展成果持续显现，市场销售持续改善，消费市场加快复苏。一季度社会消费品零售总额 105221 亿元，同比增长 33.9%，两年平均增长为 4.2%，上年一季度社会消费品零售总额同比下降 19.0%，市场销售大幅反弹；与去年四季度环比增长 1.86%，市场销售环比持续复苏。按经营单位所在地分，城镇市场销售好于乡村市场，乡村市场销售加快回升。一季度，城镇和乡村消费品零售额同比分别增长 34.6%和 29.4%，因就地过年及汽车销售增长等因素影响，城镇市场销售增速比乡村市场高出 5.2pct。从两年平均增速看，城镇消费品零售额增长 4.3%，增速比乡村市场高 1.1pct；3 月份乡村消费品零售额同比增长 34.9%，增速比 1-2 月份加快 8.2pct。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



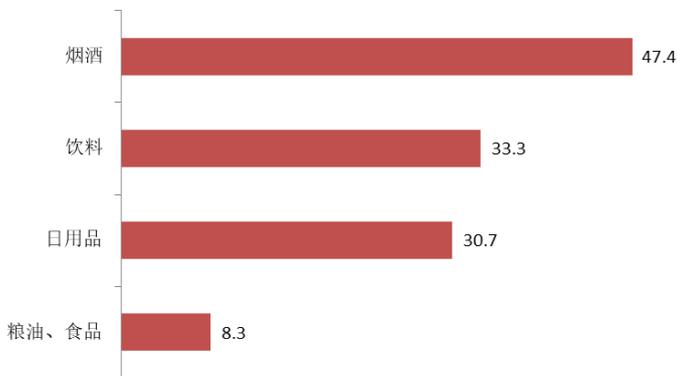
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着消费环境的持续改善和居民消费能力的稳步提升，扩内需促消费政策效应不断释放，带动商品销售增势良好。一季度，商品零售额同比增长 30.4%，两年平均增长 4.8%。从商品类别看，限上单位全部 18 个类别商品零售额增速均超过 10%，基本生活类商品消费继续保持较快增长。一季度烟酒、饮料类同比增长 44.9%、35.7%，其中 3 月当月同比分别增长 47.4%、33.3%，烟酒类增速同比提升 3.5pct，饮料类增速同比下降 3.6pct，增速环比回落主要受到春节假期的高基数影响；一季度日用品和粮油食品类同比分别增长 33.2%、10.0%，其中 3 月当月同比分别增长 30.7%、8.3%，增速同比分别下降 3.9pct、2.6pct，主要受到春节高基数以及食品 CPI 大幅回落的影响。

图 11：限上单位必选消费品零售额当月同比增速

图 12：限上单位可选消费品零售额当月同比增速

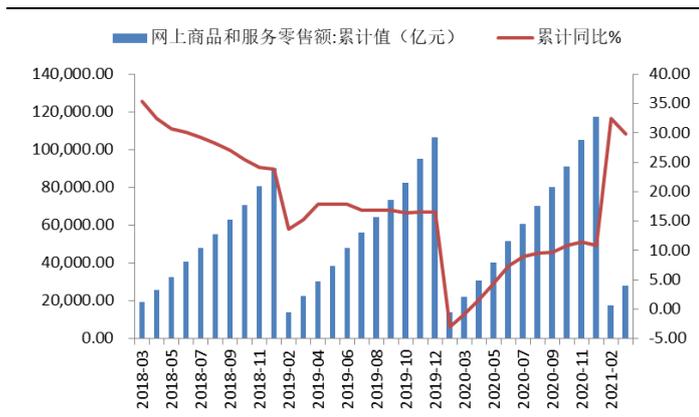


数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

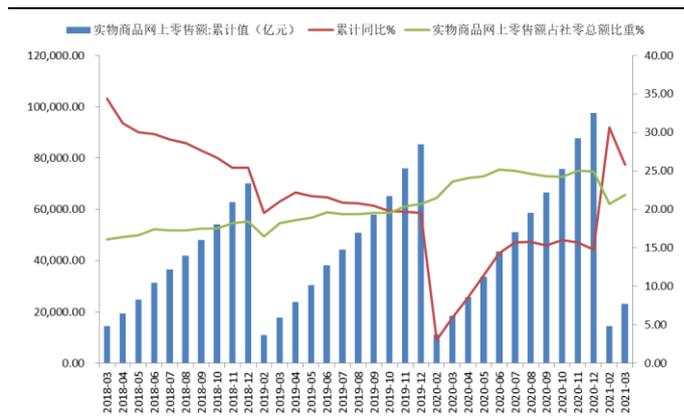
消费升级类商品销售继续呈现较快增长态势，但增速较 1-2 月均有不同程度的回落。一季度限上汽车类商品零售额同比增长 65.6%，其中 3 月当月同比增长 48.7%，增速环比回落 28.9pct，春节以后股市较为低迷，个别基民资金流动不畅，消费心态受到影响，造成购车热情短期下降，同时 1-2 月在促消费政策的带动下销售基数较高，导致汽车消费需求有所回落。部分消费升级类商品如化妆品、体育娱乐用品、通讯器材等 8 类商品零售额基本恢复至疫情前增长水平，两年平均增速超过 10%。一季度限上化妆品类增速为 41.4%，3 月当月增长 42.5%，增速环比提升 1.8pct，3 月电商购物节促销效应下，品牌化妆品新品扎堆上市，带动行业销售持续高增长；一季度限上黄金珠宝类同比增长 93.4%，3 月当月增长 83.2%，增速环比回落 15.5pct，主要受到春节期间的高对比基数影响。居住类商品也呈现较高增长但增速有所回落，一季度家电音像类和家具类同比分别增长 41.4%、52.3%，其中 3 月当月分别增长 38.9%、42.8%，增速环比分别回落 4.3pct、15.9pct。

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

网络购物保持良好发展势头，线上渗透率环比小幅回升。一季度全国网上零售额 28093 亿元，同比增长 29.9%，两年平均增长 13.5%；其中实物商品网上零售额 23067 亿元，同比增长 25.8%，增速比上年同期提高 19.9pct，两年平均增速为 15.4%。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 21.9%，同比下降 1.7pct，但环比提升 1.2pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 30.5%、39.6% 和 21.4%，两年平均分别增长 31.6%、8.9% 和 15.6%。一季度，网上零售有力拉动消费回暖，商务大数据监测显示，建筑及装潢材料、家具、烟酒、五金电料、中西药品等品类增速较快，同比增速均超过 50%。商务部联合有关部门指导开展的首届“网上年货节”成功举办，带动全国网络零售额超 9000 亿。西部、中部地区网上零售额增速较快，且高于全国，同比增速分别为 43.5% 和 33.8%，两年平均增速分别为 16.9% 和 10.5%。东部和东北地区同比增速分别为 28.7% 和 16.2%，两年平均增速分别为 15.0% 和 12.4%。

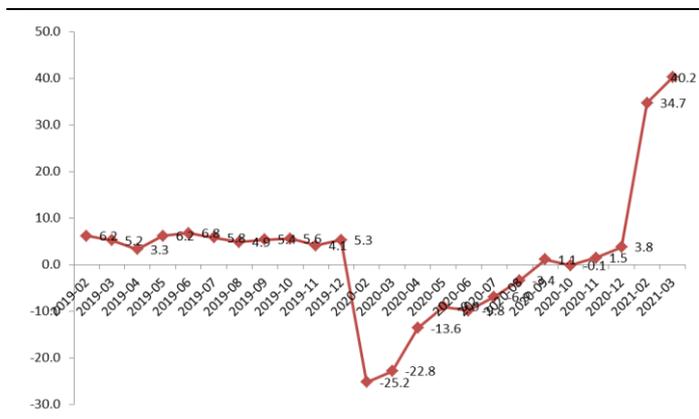
2.3 全国大中型零售企业销售额数据

伴随接触型消费的快速恢复，实体店消费增速显著提升，实体零售店铺经营继续回升，线下零售加快改善。根据中华全国商业信息中心统计数据，2021 年一季度全国百家重点大型零售企业商品零售额累计增速达 34.4%。其中，和上年同期相比，粮油、食品类零售额同比下降 15.6%；服装类零售额同比增长 51.1%；化妆品零售额同比增长 39.9%；金银珠宝类商品零售额同比增长 103.5%；家用电器类商品零售额同比增长 45.1%。

根据测算，一季度实体店消费品零售额同比增长 36.4%，较 2019 年同期增长 3.3%，两年平均增长 1.6%，增速较 1-2 月份加快 1.7pct。其中，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 42.2%，两年平均增长 4.5%，增速比 1-2 月份加快 0.4pct，实体零售进一步恢复。按零售业态分，一季度限额以上零售业单位中的超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长 7.2%、26.8%、47%、40% 和 62.7%。超市在上年同期增长 1.9% 的基础上继续保持增长，便利店、专卖店等实体零售业态经营明显恢复。超市、便利店和专卖

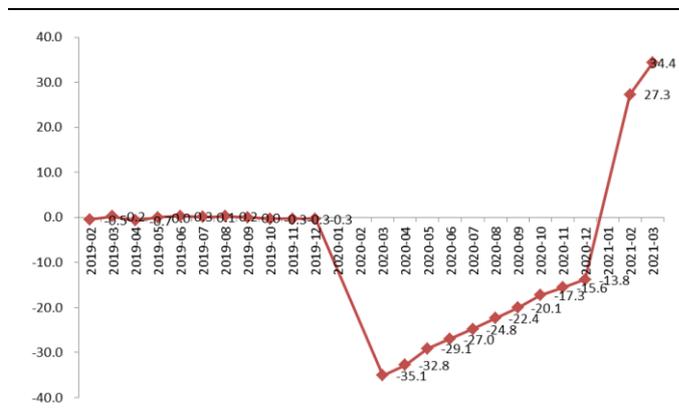
店商品零售额两年平均增速分别为 4.5%、5.3% 和 7.7%。

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（%）



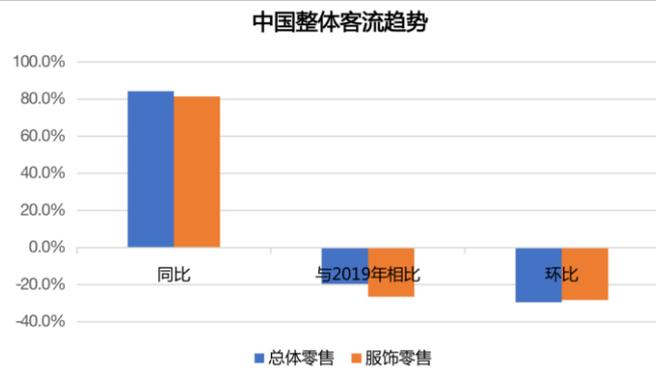
数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

限额以下商品零售收入增速继续回升，大众消费增速加快。据测算，一季度限额以下单位和个体户商品零售额实现 58770 亿元，同比增长 25.1%，增速较 1-2 月份加快 0.5pct。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 62.1%。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。

2.4 实体零售客流指数

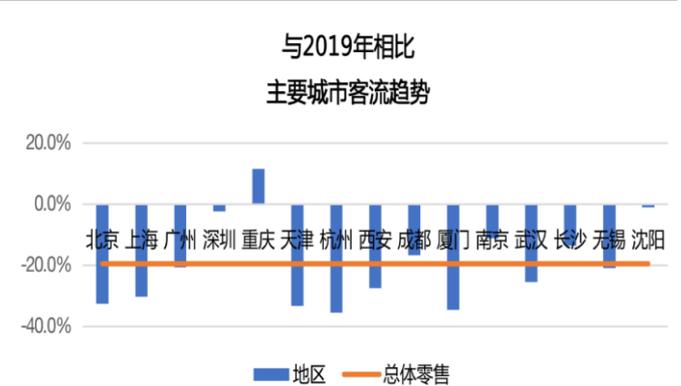
去年 3 月中旬开始，我国疫情防控层面逐步解封，客流逐渐开始回升。和去年同期相比，零售客流指数并没有像上月一样实现极高的增速，甚至因为没有节假日效应的刺激，3 月客流指数环比略有下降。受疫情影响带来的社交距离限制依旧存在，与 2019 年同期相比，客流指数下降了 29.5%。与 2019 年 3 月同期相比，北京、上海、广州等一线城市的客流有大幅下降，但是通过数据发现，与 2019 年同期相比，重庆的客流量却上升了 11.6%。从主要城市的客流表现来看，3 月份全国零售总客流量格局保持在 2019 年同期 80% 的水平。与 2019 年同期相比，之前客流指数较高的一些城市，现在的客流下降较为明显，大多数一线城市的客流量降幅超过了全国平均水平。由于去年 3 月疫情形式仍然严峻，低基数效应下今年 3 月一线城市客流同比显著增长。与 2 月相比，北京和上海的客流环比表现优于广州和深圳。但与 2019 年同期，客流表现依然还有恢复的空间。

图 17：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 18：主要城市客流表现（2021vs2019）

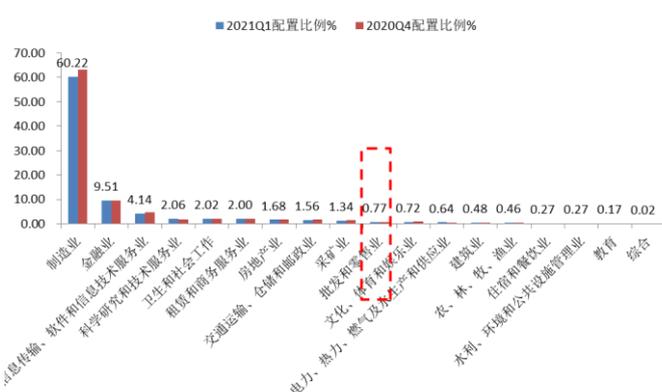


数据来源：索博客全球大数据平台，山西证券研究所

3.基金持仓分析

一级行业：行业维持低配状态，低配比例有所回升。2021 年一季度，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 421.73 亿元，同比减少了 12.41%，但环比回升了 12.92%，持仓占比为 0.77%，排名从 20Q4 的第 11 回升至第 10 位。市场标准行业配置比例为 2.01%，批零行业低于标准行业配置比例 1.24pct，从 19 年 Q3 开始持续保持低配状态。配置比例同比降低 1pct，但环比回升 0.07pct；低配比例同比扩大 0.49pct，但环比收窄 0.03pct。21Q1 行业维持在低配状态中，不过自 20Q4 开始降幅环比有所收窄，21Q1 配置比例在连续三年的下降中首次回升，行业配置已接近底部。受到疫情影响行业估值处于历史较高位置，且实体零售受疫情冲击的影响较为深远，但由于行业配置水平较低，基金市场对低风险、高价值、高弹性的细分行业较为青睐，当前配置比例上升空间较足，预计 21Q2 配置比例有望延续环比持续回暖。

图 19：2021Q1vs2020Q4 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 20：2019-2021Q1 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，青松股份获加仓最多。2021Q1 公募基金重仓股主要针对 CS 商贸零售及 CS 日用化学品（化妆品行业）中的 27 家上市公司布局，比 20Q4 新增 7 家，清空 5 家，其中重仓个

股持有基金数排行前五的依次是周大生（45）、青松股份（37）、老凤祥（17）、珀莱雅（17）、水羊股份（15），基金持有数变动幅度排行前五的分别是青松股份（+22）、周大生（+18）、水羊股份（+13）、老凤祥（+10）、上海家化（+10）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓个股分别是青松股份、百联股份、银座股份、周大生和飞亚达，持仓变动分别为 2799.89 万股、1367.40 万股、664.87 万股、521.79 万股、487.27 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是青松股份（10.07%）、壹网壹创（9.04%）、值得买（6.96%）、周大生（5.67%）、老凤祥（5.07%）。

表 2：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2021Q1 持有基金数↓	2020Q4 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	45	27	521.79	5.67	珠宝首饰及钟表
600612.SH	老凤祥	17	7	-83.04	5.07	珠宝首饰及钟表
000026.SZ	飞亚达	10	6	487.27	3.11	珠宝首饰及钟表
600655.SH	豫园股份	2	1	45.03	0.04	珠宝首饰及钟表
300132.SZ	青松股份	37	15	2,799.89	10.07	日用化学品
603605.SH	珀莱雅	17	23	-472.43	1.47	日用化学品
300740.SZ	水羊股份	15	2	234.42	0.86	日用化学品
600315.SH	上海家化	13	3	293.13	1.12	日用化学品
300957.SZ	贝泰妮	7	0	98.60	1.83	日用化学品
002637.SZ	赞宇科技	5	5	-223.47	1.41	日用化学品
603983.SH	丸美股份	2	0	50.48	0.72	日用化学品
002127.SZ	南极电商	10	26	-13,178.01	0.91	电商及服务 III
300792.SZ	壹网壹创	6	14	-168.80	9.04	电商及服务 III
300785.SZ	值得买	4	5	-42.78	6.96	电商及服务 III
600859.SH	王府井	8	2	457.51	0.68	百货
000501.SZ	鄂武商 A	3	1	170.12	0.35	百货
000419.SZ	通程控股	1	0	57.01	0.10	百货
600828.SH	茂业商业	1	0	411.03	0.24	百货
600729.SH	重庆百货	10	4	96.86	0.87	综合业态
002419.SZ	天虹股份	3	3	140.30	0.24	综合业态
600858.SH	银座股份	1	0	664.87	1.28	综合业态
600827.SH	百联股份	8	0	1,367.40	0.85	超市及便利店
601933.SH	永辉超市	7	7	-66.99	0.07	超市及便利店
603708.SH	家家悦	6	4	-282.65	3.01	超市及便利店
002697.SZ	红旗连锁	1	1	-28.17	0.08	超市及便利店

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，21Q1 除电商及服务板块以外，基本都获得了基金加仓。公募基金多偏好黄金珠宝和化妆品等可选消费品细分板块，而超市类的必选消费品板块则继续遇冷。一季度限额以上黄金珠宝品类商

品零售额同比增长 93.4%，受婚庆市场稳步复苏的积极影响，以及疫情全球蔓延之下居民的境外购物活动减少带来的境内消费需求转化，消费回流带动金银珠宝等可选消费品的销售额高速增长。黄金珠宝板块在连续 2 个季度的减仓之后重获公募基金青睐，周大生持续受益婚庆消费复苏+线上经营优势的双重利好，获得 18 家基金加仓，老凤祥因业绩向好也获得了 10 家基金加仓。一季度限上化妆品类增速为 41.4%，颜值经济热潮下，受境外消费回流及国货产品力增强的积极影响，青松股份、水羊股份和上海家化分别获得了 22 家、13 家和 10 家基金加仓。

百货和综合业态在一季度客流基本恢复常态，经营情况和业绩水平有所改善，基金前期配置水平较低，一季度重获基金关注，其中重庆百货、王府井均各自获得 6 家基金加仓，均为此前基金一直青睐的细分行业龙头个股。

一季度超市行业经营压力骤增，虽然营收增长但利润呈现下降，主要受到门店客流下滑的影响。此前疫情造成的囤货效应逐渐消退，人们的消费习惯有所改变，社区生鲜专卖店、社区团购等新型业态均对超市的生鲜需求造成了大量截流。不过超市企业自身也加快了整合升级的步伐，坚持数字化转型、优化门店运营管理、加强线上线下融合，提升供应链优势。由于去年以来的持续减仓，超市企业基金持仓整体变动较小，其中百联股份受到免税概念拉动获得 8 家基金加仓，而家家悦获得 2 家基金加仓。

电商及服务板块延续了上季度的减仓态势，在季度基金持仓层面持续遇冷，除了南极电商持续遭遇 16 家减仓的影响以外，壹网壹创和值得买也分别遭遇 8 家和 1 家减仓。

4.行业动态新闻

➤ 淘宝直播改革“坑位费”模式：卖多少付多少

4 月 28 日，据从淘宝直播盛典获悉，近期，淘宝直播对平台带货的“坑位费”收费模式进行了改革：坑位费不再“一刀切”收取，新增了坑位费与销量直接挂钩、等比例结算的收费方式。也就是说，以后，商家与主播合作带货时，主播可能不能再收取高昂的坑位费，而是卖多少货，等比例收多少坑位费。收取坑位费是直播行业的一个惯例。主播在带货时，会按惯例对每一种商品收取一定的占位费，也叫坑位费。此前，行业内出现过主播收取高昂的坑位费，但最后实际销量很少的带货翻车现象，因此收到社会关注。淘宝直播推出的此项改革，可以让商家根据最终确认收货的销量，来等比例地支付主播坑位费，给商家带来更多保障，也让这一行业问题有望得到根本性解决。据了解，淘宝直播在推出这项改革后。已经有部分商家和主播尝试了这种新模式，从反馈结果来看，得到了商家和主播的认可，有了保障之后，商家更敢在直播间投入资源。（联商网）

➤ 雅诗兰黛新一季销售增 16%，中国市场录得两位数增长

美东时间 5 月 3 日晚间，雅诗兰黛集团公布了截至 2021 年 3 月 31 日的第三季度财报，净销售额为 38.6 亿美元（约合 249.86 亿元人民币），较上年同期增长 16%，按固定汇率计算，较上年同期增长 13%。财报还强调，即使同比 2019 年，这季销售额也增长了 9%。此外，本季净利润录得 4.56 亿美元（约合 29.52 亿元人民币），相比去年同期净亏损 600 万美元（约合 3883.8 万元人民币）恢复正常水平，稀释后的每普通股净收益为 1.24 美元（约合 8.03 元人民币），排除货币换算的收益，调整后的每普通股摊薄后每股收益增长了 88%。

雅诗兰黛集团总裁兼首席执行官傅懿德（Fabrizio Freda）在财报会中点出本季度集团增长的三大关键词——“中国大陆”“在线销售”，以及“旅游零售”，部分高端护肤和香氛则成为领导集团增长的品牌。在本季度，雅诗兰黛集团做出了几个品牌组合和供应链层面的重大决定。包括增持 The Ordinary 母公司 DECIEM Beauty Group，关停高端护肤品牌 Rodin Olio Lusso 及专业彩妆品牌 Becca。此外还宣布将于 2022 年投产日本新工厂，持续加码亚洲市场。（化妆品财经在线）

➤ 五一超 40 万对新人办婚礼，消费总额破亿

数据显示，五一迎来 2021 年首个结婚高峰，5 天内超 40 万对新人举办婚礼，同比去年翻两番。五一婚礼消费总额破 1 亿，在一定程度上拉动暖春经济。婚礼消费前十城市分别是北京、上海、广州、武汉、成都、深圳、温州、无锡、杭州、苏州。今年五一假期延长，天气很好，日子吉祥，加上国内疫情得到有效控制，因此结婚消费出现了旺季很旺的市场局面。很多地方都有买“三金”的习俗，由新郎家送给新娘，代表着男方家对新娘的重视程度。但受国际金价上涨影响，国内金店的金饰品价格也屡屡调升，加上五一黄金周消费需求旺季，金价上涨让很多新人望而却步。据婚礼纪相关数据显示，37%新娘因金价高放弃“三金”。（联商网）

5.投资建议

一季度，疫情防控与经济社会发展成果持续显现，在居民收入增长、消费环境改善、政策效应释放等因素的推动下，消费市场恢复态势进一步巩固。今年以来，全国消费市场继续保持恢复性增长态势，尤其是 3 月，随着疫情对消费市场的影响不断减弱，消费需求加快释放，餐饮等接触式消费明显改善，实体零售店铺经营继续回升。整体来看，虽然消费市场经受住了疫情的考验，但现在外防输入、内防反弹的疫情防控压力仍然较大，对居民消费信心还有一定影响，住宿餐饮等接触型消费尚未恢复至疫情前水平，实体店零售经营仍显乏力。不过，随着数字化技术应用的持续加快，直播电商、社区团购等消费新业态、新模式层出不穷，线下消费场景的数字化改造和转型调改也在加快，线上线下加速融合的创新消费模式将有助于居民消费潜力加快释放。

今年的五一假期的消费数据整体呈现出积极回暖的态势，线上线下的消费迎来旺季，尤其是线下实体商场也迎来了流量高峰。据联商网统计，五一小长假期间全国 20 个省市纳入监测的商贸企业销售额共入账约 557 亿元。整体来看，五一期间各大商场、百货、超市、零售店等商家适时推出多品类、多形式的打折促销和场景活动体验来吸引消费者，带动客流和销售的双增长。同时，为了抓住春夏时节消费旺季、进一步激发市场活力、释放消费潜力、加速市场回暖、促进消费稳中提质，商务部组织开展 2021 年全国消费促进月活动，于 5 月 1 日起在上海正式启动。据上海市商务发展研究中心重点商业企业监测数据显示，全市 210 家大型商业企业 5 月 1-5 日共实现营业收入 73.8 亿元，较去年同期增长 18.6%。全市 25 个重点商圈 91 家商业企业销售同比增长 37.7%，客流量同比增长 25.1%，市级商圈销售同比增长超五成，远超其他各级商圈；五一期间，北京市重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态百家企业实现销售额 45.6 亿元，同比增长 10.1%，较 2019 年增长 4.2%，全市 52 个重点商圈客流量同比增长近五成；同期，广州重点监测商贸流通企业实现销售额 43 亿元，同比 2020 年增长近 90%，同比 2019 年增长超过 15%。

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，在刚刚过去的年报季报披露期，除了关注疫情冲击下仍能实现逆势增长的优质个股，我们还建议持续关注消费者触点碎片化和渠道去中心化对于用户留存的影响，以及企业调改升级中通过数字化转型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高端品质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) **双循环新发展格局促进新消费需求快速增长，国货产品精准定位年轻消费群体加速下沉渗透，产品矩阵不断完善、品牌影响力持续增强，龙头企业通过新媒体的私域运营不断拓展增量客群，有效提升市场集中度**，建议关注以 6 * N 战略为核心，赋能、孵化出满足不同消费者个性化需求的差异化品牌，致力于构建新中国货化妆品产业平台，未来将在加强品牌建设、提升产品策略和精细运作渠道层面持续发力的**珀莱雅**；以及未来重点推进创新爆品打造、佰草集复兴、毛利提升、库存管理优化等十大项目，在巩固线下渠道优势的同时，逐步提升线上数字化营销模式和运营能力，实现降本增效的**上海家化**；

2) **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“5+2”新发展格局下市场规模、品牌影响力和连锁优势不断增强，多业态协同发展、业态结构不断优化、线上线下充分融合，同时全力推进免税相关项目落地的**王府井**；以及线上业务快速增长，持续优化产品结构，推动产品迭代升级，稳步扩大市场份额，持续强化品牌+供应链整合+渠道的产业协同模式的**周大生**；

3) **在线上线下融合的趋势下，超市企业持续提升线上业务比重，发挥自身供应链优势切入社区赛道，**



高基数效应下板块短期业绩增长承压，建议关注具有低估值成长性价值的龙头个股，建议关注加速推进全渠道业务转型，加强用户、商品及仓配运营核心能力的提升，全年线上业务占比逐渐扩大，以品质和服务为核心，坚持以智能中台为基础打造食品供应链平台型企业的**永辉超市**；以及通过开店及并购合作模式不断加快门店网络拓展，依托供应链优势，持续推进门店转型，提升门店运营效率，同店收入保持增长，创新业态渠道价值，融合线上线下技术，积极向综合型、平台型、科技型零售商转变的**家家悦**。

6.风险提示

- 1) 宏观经济波动、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。

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

