

2021年05月07日

# 商贸零售

# 行业动态分析

## 年报季报小结及前瞻：超市百货电商各有掣肘，持续关注化妆品及免税机遇

### 投资要点

- ◆ **国内疫情消退加快消费需求释放，线下渠道持续恢复：**3月社零近3.55万亿元，同比增长34.2%，年复合增速约6.3%。3月社零同比增速较前两个月加快0.4pct，年复合增速较前两个月加快3.1pct，国内疫情消退加快消费需求释放。分渠道看，疫情推动去年疫情间线上表现优于线下，今年3月网上实物商品零售继续稳健增长，同比增长18.5%，较2019年同期增长约31%。线下渠道随客流复苏、消费情绪回暖，降幅逐月收窄。今年3月，线下实物商品零售当月增长34.56%，增速较前两个月进一步加快。
- ◆ **超市高基数影响下Q1承压，体验类消费快速复苏：**分行业看，超市板块自去年下半年以来，受到社区团购等电商渠道的挑战较大，Q4营收负增长，叠加在去年疫情间形成的高基数，超市板块目前经营承压，Q1营收和利润分别下降9%、79%，营收降幅环比扩大。对于偏向可选消费的百货板块，在各地倡导就地过年，春节、情人节消费旺季背景下，Q1营收和利润分别增长36.4%、302%。体验类消费属性较强的休闲服务板块，随疫情稳定、疫苗有序接种，居民出行情绪回暖，景点、旅游、餐饮板块在今年一季度都实现高速增长，Q1旅游、餐饮营收分别增长78%、68%，人工景点、自然景点分别增长127.5%、133.5%。
- ◆ **消费线上化延续，化妆品新政后预计医颜结合持续受益：**受益于国内疫情逐步可控，化妆品零售额逐步恢复，2020年限额以上化妆品零售额同比增长9.5%，另据行研查，Euromonitor数据显示，2021年国内化妆品行业规模有望达6000亿元，实现15%~20%的恢复性高增长。分渠道看，近年来化妆品线上化趋势延续，在线上渠道具有更好经营布局的上市公司有望持续受益。分产品看，5月1日开始实施的国家药监局化妆品备案新政策，提出了功效宣称管理制度，产品功效宣称需要有充分依据，并且接受消费者投票监督，预计具有详细医学依据、成分依据的产品，具备较好功效的产品，有望持续受益。
- ◆ **量价共同影响坪效，关注超市与其他业态竞争表现：**2020年超市行业面临较大的波折，Q1受益于疫情下超市为保民生渠道，叠加食品类CPI处于20%左右的高水平，量价齐升推动超市取得快速的同店增长。Q2以来，随着其余渠道逐步恢复正常，叠加高基数下食品类CPI大幅下行，超市同店增速承压，特别是2020年下半年及2021年Q1。由于价格方面受限于高基数下低位运行的食品类CPI，客流方面受限于社区团购竞争，持续关注超市行业与其他业态的竞争情况。
- ◆ **近期百货恢复性高增长，关注百货龙头数字化及免税进展：**由于百货消费品类与购物中心品类存在相似性，两业态存在较为明显的竞争。2020年疫情下购物中心供给增加速度略有放缓，据赢商网，全年购物中心开业约373家，年末国内购物中心数量约4800家，而2021年全国拟开业购物中心约1113个，约为2020年年末存量数量的25%。疫情受控后的购物中心大幅拓店，或持续分流存量购物

 投资评级 **领先大市-B 维持**

首选股票	评级
603605	珀莱雅 买入-B
688363	华熙生物 增持-A
600315	上海家化 买入-B
601888	中国中免 买入-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.98	12.69	-30.58
绝对收益	-1.81	4.99	-1.63

### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsc.cn  
 021-20377089

### 分析师

 吴雨舟  
 SAC 执业证书编号：S0910520080001  
 wuyuzhou@hua.jinsc.cn  
 021-20377061

### 报告联系人

 孙萌  
 sunmeng@hua.jinsc.cn

### 相关报告

- 商贸零售：7月社零受汽车品类推动，多地疫情及雨水天气影响线下恢复 2020-08-16
- 商贸零售：剔除石油汽车的限额以上延续正增长，购物节推升6月线上增速 2020-07-16
- 商贸零售：5月社零进一步回升，部分品类已恢复常态 2020-06-15
- 商贸零售：4月社零降幅收窄至个位数，五一假期推动消费需求释放 2020-05-15
- 商贸零售：3月社零增速回升，可选品类逐步恢复 2020-04-17

中心、百货的客流，持续关注百货上市公司恢复性增长阶段。

- ◆ **电商规模双位数增长或延续，竞争加剧或影响盈利水平：**电商业态，消费线上化趋势明显，2021 年行业规模双位数增长有望延续。考虑电商平台的竞争，我们预计主流电商平台阿里、京东、拼多多的短期利润或受影响。一是，流量角度，直播电商构筑生态闭环切分线上电商份额。二是，差异化角度，二选一罚款已落地，头部平台对品牌商的制约减弱加剧各平台同质化。三是，新业务角度，主流电商平台尝试社区团购，业务初期培育或影响利润。
- ◆ **五一旅游人次恢复疫情前水平，免税渠道有望快速扩张：**旅游方面，五一期间国内旅游人次较 2019 年同期增长约 3.2%。旅游人次回暖，有望推动旅游相关景点类公司逐季改善。免税方面，2021 年 Q1，海南离岛免税快速增长趋势延续，海关总署近期发布会表示，从 2020 年 7 月 1 日至 2021 年 4 月 6 日，海关共监管离岛免税购物金额 347 亿元/+244%，且海南省力争 2021 年免税销售规模超 600 亿元，免税行业预计继续快速增长。展望未来，据贝恩及天猫奢品，中国消费者奢侈品消费的境内占比于 2025 年超 55%，占比较 2019 年的约 32%大幅提升，有望推动国内个人奢侈品市场于 2020 年至 2025 年取得 15%~20%的年复合增速。高端消费回流有望长期推动国内免税市场扩容，持续利好国内免税渠道公司，建议继续积极关注国内免税龙头中国中免。
- ◆ **投资建议：**国内疫情逐步好转，线下客流及可选消费复苏，超市、百货、电商渠道各有掣肘，继续关注行业高速增长的化妆品及免税机遇。我们继续建议积极关注：（1）良好布局线上渠道的国内龙头珀莱雅；（2）具有医颜共创、医美概念的龙头华熙生物、上海家化；（3）受益国内免税市场长期扩容的国内免税龙头中国中免。
- ◆ **风险提示：**化妆品新政落地后的竞争或超预期；超市受社区团购影响或超预期；百货数字化转型或不及预期；高端消费回流或不及预期；国内货币政策或将收紧；国内疫情或有反复。

## 内容目录

一、国内疫情消退加快消费需求释放，线下渠道持续恢复.....	5
二、超市高基数下 Q1 承压，百货、免税季度环比向好.....	6
(一) 化妆品典型公司 21Q1 营收增长稳健，毛利率小幅提升.....	6
(二) 社区团购冲击超市经营，高基数致超市板块 Q1 承压.....	7
(三) 百货 21Q1 积极恢复，会计准则变更提升毛利率.....	9
(四) 龙头公司带动休闲服务板块整体向上，季度环比持续向好.....	10
三、商贸零售相关子行业逻辑及预期.....	11
(一) 消费线上化延续，化妆品新政后预计医颜结合持续受益.....	11
(二) 量价共同影响坪效，关注超市与其他业态竞争表现.....	13
(三) 近期百货恢复性高增长，关注百货龙头数字化及免税进展.....	14
(四) 电商规模双位数增长或延续，竞争加剧或影响盈利水平.....	14
(五) 五一旅游人次恢复疫情前水平，免税渠道有望快速扩张.....	16
四、行业估值及投资建议.....	17
五、风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：国内社会消费品零售增速.....	5
图 2：国内线上线下零售增速统计.....	5
图 3：化妆品典型公司季度营收.....	6
图 4：化妆品典型公司季度扣非净利.....	6
图 5：化妆品典型公司利润率.....	7
图 6：化妆品典型公司费用率.....	7
图 7：化妆品典型公司经营活动现金流.....	7
图 8：化妆品典型公司存货及应收账款周转.....	7
图 9：超市典型公司季度营收.....	8
图 10：超市典型公司季度扣非净利.....	8
图 11：超市典型公司利润率情况.....	8
图 12：超市典型公司费用率情况.....	8
图 13：超市典型公司经营活动现金流.....	8
图 14：超市典型公司存货及营收账款周转.....	8
图 15：百货典型公司季度营收.....	9
图 16：百货典型公司季度扣非净利.....	9
图 17：百货典型公司利润率情况.....	9
图 18：百货典型公司费用率情况.....	9
图 19：百货典型公司经营活动现金流情况.....	10
图 20：百货典型公司存货及应收账款周转.....	10
图 21：休闲服务典型公司季度营收.....	10
图 22：休闲服务典型公司季度扣非净利.....	10
图 23：休闲服务典型公司利润率情况.....	11
图 24：休闲服务典型公司费用率情况.....	11
图 25：休闲服务典型公司经营活动现金流.....	11
图 26：休闲服务典型公司存货及应收账款周转.....	11

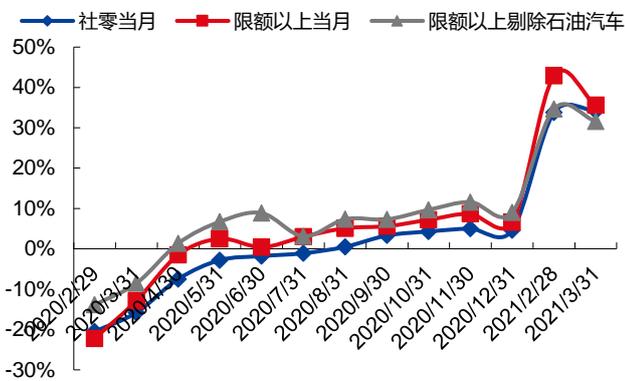
图 27: 国内化妆品市场规模估计 .....	12
图 28: 典型化妆品公司线上销售额及其增长估计 .....	12
图 29: 国内典型超市及大卖场业态坪效估计 .....	13
图 30: 国内食品类 CPI 变化情况 .....	13
图 31: 国内总体零售客流情况估计 .....	14
图 32: 社区团购市场规模及其估计 .....	14
图 33: 国内购物中心客流恢复情况估计 .....	14
图 34: 国内购物中心数量估计 .....	14
图 35: 国内实物商品网上零售额及其增长 .....	15
图 36: 国内快消品消费渠道占比估计 .....	15
图 37: 2020 年国庆期间典型短视频平台销售渠道结构 .....	16
图 38: 2020 年 6 月典型电商平台用户重合度估计示意图 .....	16
图 39: 国内疫情后季度旅游人数情况 .....	17
图 40: 国内免税行业销售额及其增长 .....	17
图 41: 中国消费者奢侈品消费规模估计 (亿欧元) .....	17
图 42: 2021 年 1 至 4 月申万一级行业行情表现 .....	17
图 43: 2019 年以来的 SW 零售、化妆品、社服估值变化情况 .....	18
表 1: 零售社服分行业核心财务指标情况 .....	5
表 2: 化妆品典型公司主要财务指标情况 (亿元, %) .....	7
表 3: 超市典型公司主要财务指标情况 (亿元, %) .....	8
表 4: 百货典型公司主要财务指标情况 (亿元, %) .....	10
表 5: 休闲服务典型公司主要财务指标情况 (亿元, %) .....	11
表 6: 化妆品备案新政简要特点解读 .....	12
表 7: 建议关注标的估值一览表 .....	18

## 一、国内疫情消退加快消费需求释放，线下渠道持续恢复

**国内疫情消退加快消费需求释放，3月社零增速超预期。**3月社会消费品零售总额近3.55万亿元，同比增长34.2%，增速高于市场一致预期28.4%，年复合增速约6.3%。3月社零同比增速较前两个月加快0.4pct，年复合增速较前两个月加快3.1pct，可以看到，国内疫情消退加快消费需求释放。一季度社零合计约10.52万亿元，同比增长33.9%，年复合增速4.2%。

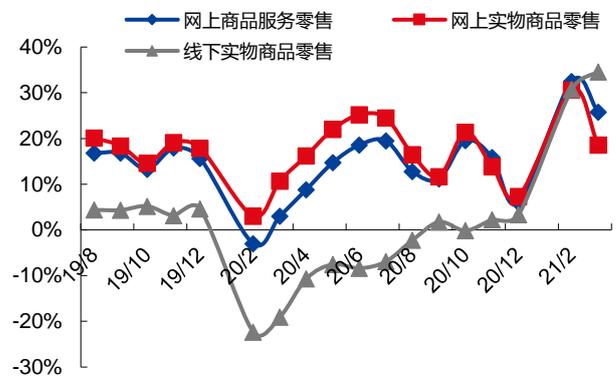
**疫情促进线上表现，线下渠道恢复持续。**分渠道看，疫情推动去年疫情间线上表现优于线下，今年3月网上实物商品零售增长18.5%，较2019年同期增长约31%。线下渠道随客流复苏、消费情绪回暖，零售降幅逐月收窄，自20年11月开始正增长。21年3月，线下实物商品零售当月增长34.56%，增速较前两个月进一步加快。

图1：国内社会消费品零售增速



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图2：国内线上线下零售增速统计



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

**超市板块高基数下Q1承压，体验类消费Q1快速复苏。**分行业看，超市板块自去年下半年以来，受到社区团购等电商渠道的挑战较大，Q3、Q4营收均为负增长，且Q4降幅扩大。今年一季度，超市板块由于在去年疫情间形成的高基数，经营承压，Q1营收和利润分别下降9%、79%，是商贸行业中业绩下滑的板块。而主打可选消费的百货，疫情致使经营不善的百货商场关闭，以及下半年我国部分地区仍有疫情反复现象，Q3、Q4百货板块营收有四成以上下滑。今年一季度，各地倡导就地过年，百货板块在春节、情人节消费旺季下表现良好，Q1营收和利润分别增长36.4%、302%。

休闲服务板块中，据ShopperTrak数据显示，今年2月国内线下客流已恢复至2019年同期的95成，环比进一步改善。随着国内疫情影响减弱，居民接种疫苗有序进行，出行情绪回暖，偏向体验类消费的景点、旅游、餐饮板块在今年一季度都实现高速增长，Q1营收旅游、餐饮营收分别增长78%、68%，人工景点、自然景点Q1营收分别增长127.5%、133.5%。

表1：零售社服分行业核心财务指标情况

品类	营收同比增长			利润同比增长			经营现金流同比增长		
	20Q3	20Q4	21Q1	20Q3	20Q4	21Q1	20Q3	20Q4	21Q1
商业贸易	7.3%	14.1%	38.2%	-50.7%	-630.9%	195.2%	766.6%	42.6%	-0.3%
百货	-40.5%	-46.9%	36.4%	-3.9%	-4462.4%	302.0%	70.6%	20.0%	132.0%
超市	-4.3%	-7.4%	-9.0%	40.8%	186.5%	-79.1%	71.8%	155.1%	-47.9%
多业态零售	-20.3%	-37.0%	11.2%	2.3%	-119.4%	372.3%	43.6%	6.2%	1096.6%

专业连锁	-1.3%	6.8%	12.6%	-81.1%	-75.1%	441.8%	106.2%	-48.2%	55.7%
一般物业经营	-17.4%	-66.1%	18.0%	-60.8%	-83.6%	112.3%	71.6%	-46.2%	6.8%
专业市场	-12.7%	-7.6%	26.4%	-26.4%	-90.4%	55.0%	-148.2%	404.1%	166.3%
贸易	34.9%	58.1%	86.3%	33.8%	-15.7%	105.1%	266.0%	137.0%	-94.5%
休闲服务	-25.6%	-9.5%	66.5%	-23.5%	-97.1%	206.5%	6.0%	209.9%	79.4%
人工景点	-61.2%	-24.3%	127.5%	-84.9%	-5029.9%	324.9%	-47.1%	319.7%	301.4%
自然景点	-45.0%	-23.5%	133.5%	-62.9%	-409.7%	58.9%	-54.0%	7.0%	59.3%
酒店	-31.4%	-20.6%	22.2%	-80.6%	-147.5%	5.7%	-35.6%	-37.4%	82.9%
旅游综合	-22.0%	-7.7%	78.0%	49.2%	128.2%	422.7%	169.7%	620.8%	105.9%
餐饮	-38.6%	21.0%	68.0%	-1339.6%	186.8%	37.2%	-148.3%	293.3%	-14.6%
其他休闲服务	-4.3%	17.0%	52.2%	-17.5%	-0.7%	124.9%	18.6%	133.2%	-14551.6%
日用化学产品	-11.2%	-35.1%	22.2%	-226.2%	-2079.5%	61.3%	9.1%	-19.3%	55.5%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

注: 依据申万行业分类统计。

## 二、超市高基数下 Q1 承压，百货、免税季度环比向好

### (一) 化妆品典型公司 21Q1 营收增长稳健，毛利率小幅提升

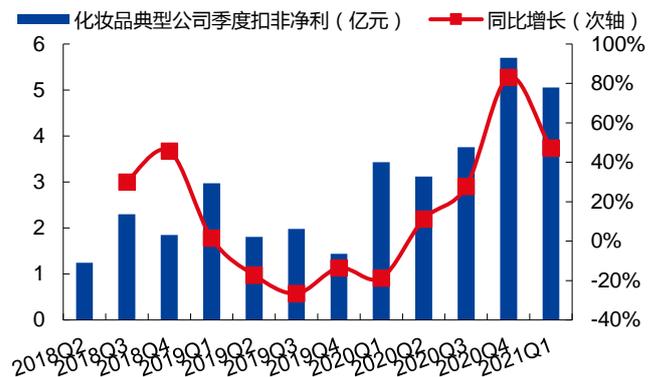
化妆品行业偏向标品，且典型公司中部分公司线上占比较高，疫情期间进一步加大对电商渠道的多元布局，因此化妆品典型公司受疫情影响较小，20Q1 营收仅为个位数下滑。20Q4 受益于电商平台购物节活动频繁，营收和扣非净利分别增长 19.4%和 83.2%。今年一季度化妆品典型公司营收增速为 37.5%，增长较为稳健。化妆品典型公司毛利率水平相对稳定，21Q1 毛利率小幅上升 2.67pct 至 61.5%，存货及应收账款周转天数分别下降 62 天、上升 4 天，经营活动现金流增长 41%，最终扣非利润增长 47%。

图 3: 化妆品典型公司季度营收



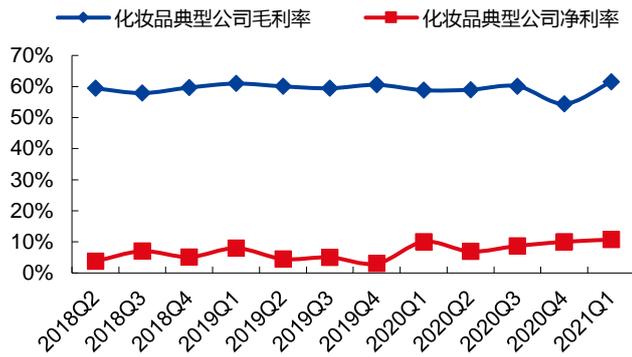
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 化妆品典型公司季度扣非净利



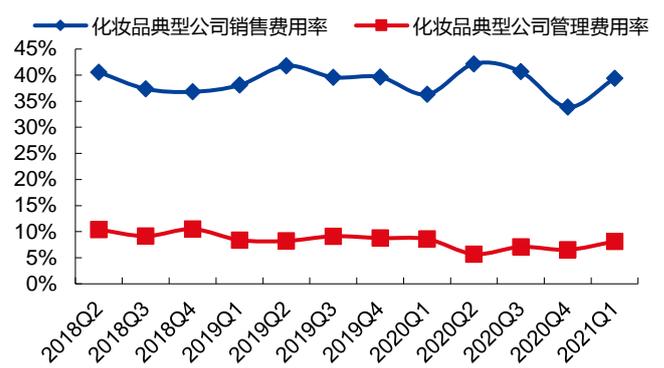
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5：化妆品典型公司利润率



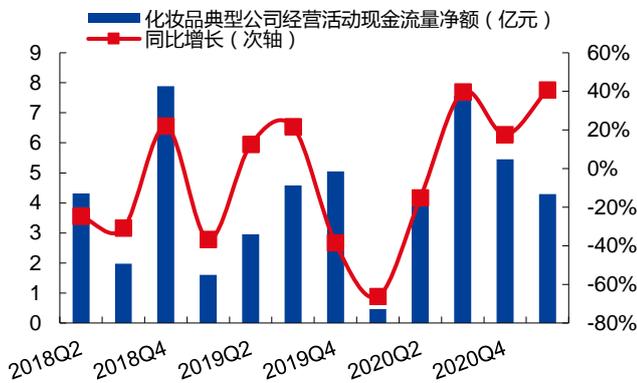
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：化妆品典型公司费用率



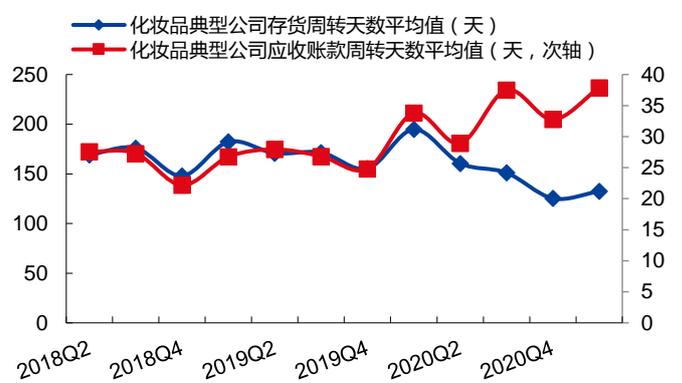
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：化妆品典型公司经营活动现金流



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：化妆品典型公司存货及应收账款周转



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2：化妆品典型公司主要财务指标情况 (亿元, %)

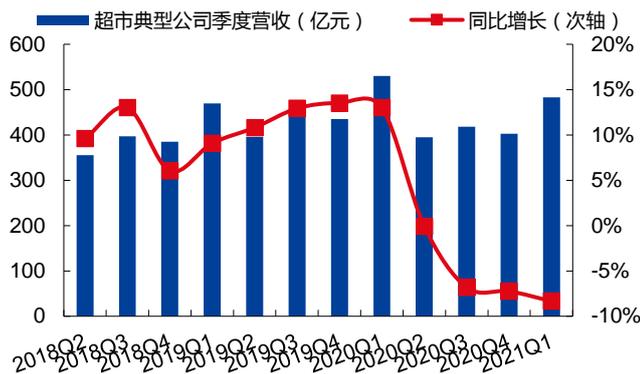
公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
上海家化	21.15	27.0%	1.69	53.0%	4.96	45.7%	64.8%	3.4pct	9.4%	1.6pct
珀莱雅	9.05	48.9%	1.10	29.0%	0.55	140.8%	64.4%	4.5pct	11.9%	-1.8pct
御家汇	8.17	58.0%	0.31	1073.2%	-0.24	79.3%	51.9%	1.6pct	3.0%	2.6pct
丸美股份	4.04	9.1%	1.00	-10.7%	-0.62	-237.0%	63.9%	-1.6pct	23.8%	-5.3pct
名臣健康	2.17	135.5%	0.63	1648.1%	-0.33	31.8%	54.3%	16.5pct	28.5%	24.7pct
拉芳家化	2.45	46.5%	0.17	-0.9%	-0.02	-107.8%	56.3%	3.8pct	6.7%	-3.2pct

资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 社区团购冲击超市经营，高基数致超市板块 Q1 承压

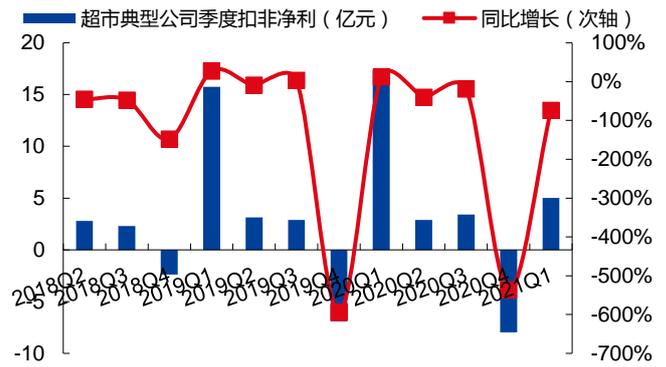
20Q1 疫情影响超市以外的其他必选品类线下渠道，超市渠道消费量提升推动板块业态向好，形成高基数，下半年随疫情缓和，互联网巨头以社区团购模式切入生鲜渠道，对线下超市卖场经营形成冲击，Q3、Q4 超市典型公司营收均有高个位数下滑。21Q1 超市典型公司营收下滑 8.3%，降幅环比扩大。21Q1 超市典型公司利润端叠加租赁会计准则变更影响，扣非净利同比下滑 73.8%，经营活动现金流量净额下滑约 46%。

图 9：超市典型公司季度营收



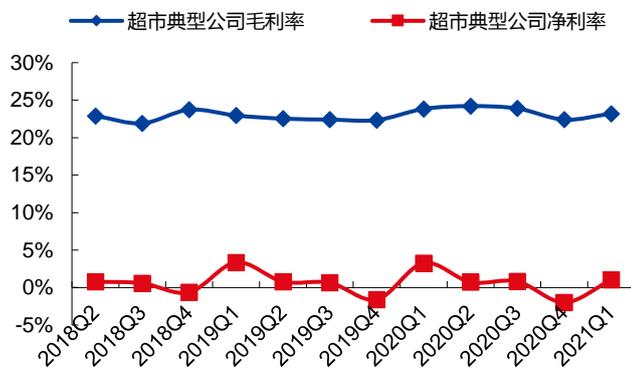
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：超市典型公司季度扣非净利



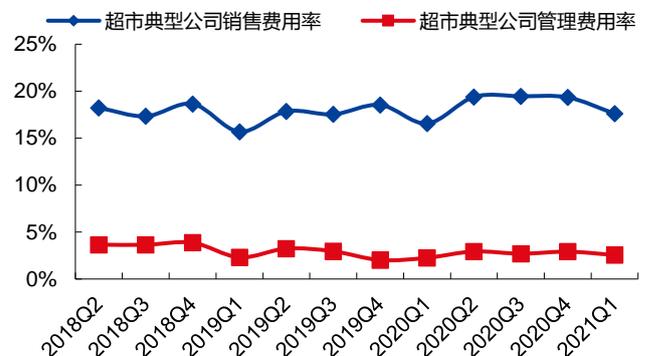
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：超市典型公司利润率情况



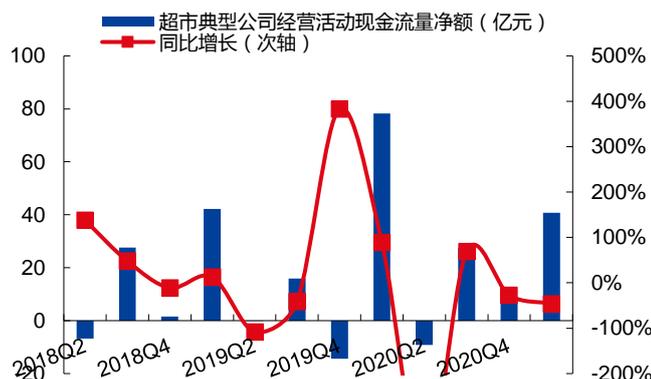
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：超市典型公司费用率情况



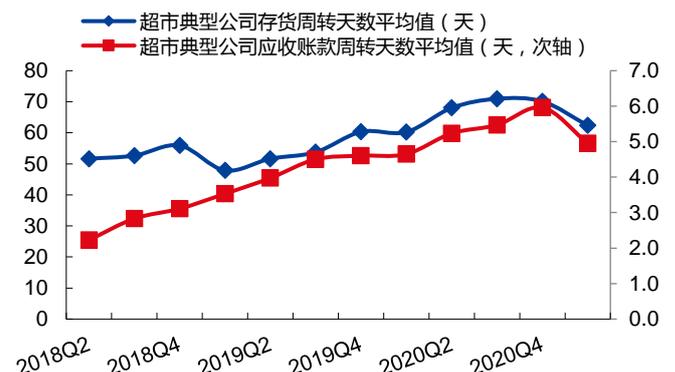
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：超市典型公司经营活动现金流



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：超市典型公司存货及营收账款周转



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：超市典型公司主要财务指标情况 (亿元, %)

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
中百集团	34.89	-11.8%	0.02	88.4%	5.09	-65.9%	25.0%	2.9pct	-0.7%	4.4pct
步步高	42.62	-8.5%	1.04	-11.5%	12.64	99.7%	30.7%	4.5pct	1.8%	-0.1pct
新华都	15.74	27.9%	0.80	-7.5%	2.79	-7.1%	23.1%	-2.6pct	5.0%	-1.9pct
*ST 人乐	15.91	-7.7%	-0.87	-1193.2%	0.79	10.5%	24.6%	-3.7pct	-5.7%	-6.1pct
红旗连锁	22.60	-3.6%	1.24	-11.3%	-0.13	96.8%	29.9%	0.3pct	5.4%	-0.5pct
华联综超	24.34	-10.5%	0.35	-64.5%	-2.32	-138.1%	30.3%	1.9pct	1.0%	-1.5pct

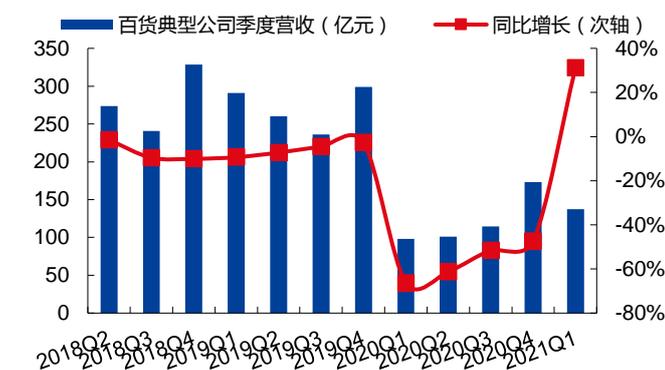
公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
三江购物	11.11	-18.1%	0.27	-69.7%	1.54	-11.5%	23.9%	-0.5pct	1.9%	-3.3pct
永辉超市	263.34	-10.0%	0.23	-86.6%	14.38	-65.9%	20.2%	-2.6pct	0.7%	-3.8pct
家家悦	47.15	-4.1%	1.28	-31.5%	5.80	-21.3%	24.5%	3.1pct	2.5%	-0.8pct
安德利	4.79	-0.3%	0.01	-95.7%	0.16	644.2%	22.3%	-2.4pct	0.1%	-2.3pct

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (三) 百货 21Q1 积极恢复, 会计准则变更提升毛利率

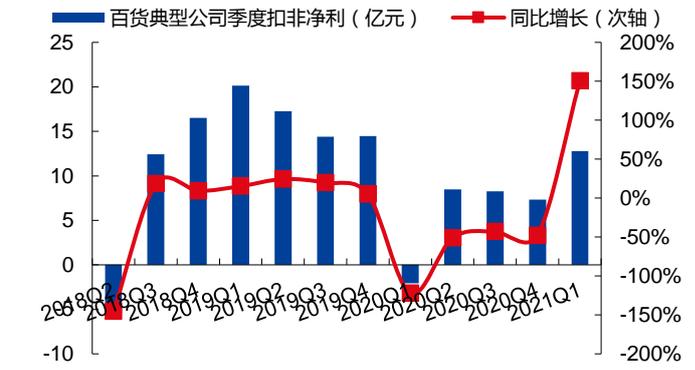
偏向可选消费的百货板块受疫情影响较大, 随线下客流逐步恢复, 百货典型公司营收降幅逐季度收窄。据汇客云数据, 2020 年各季度全国购物中心客流回暖率分别为 32%、66%、78%、82%, 今年一季度, 客流基本恢复至 19 年的 95 成。Q1 百货典型公司营收和净利在低基数的情况下分别实现 31.2%、150.6% 的增长, 但同 19 年同期相比, 仍有较大恢复空间。会计准则变更影响百货典型公司毛利率大幅提升, 存货及应收账款周转分别下降 71 天、4 天。

图 15: 百货典型公司季度营收



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 百货典型公司季度扣非净利



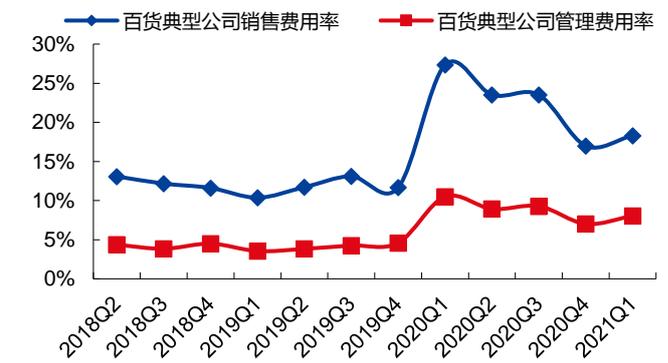
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 百货典型公司利润率情况



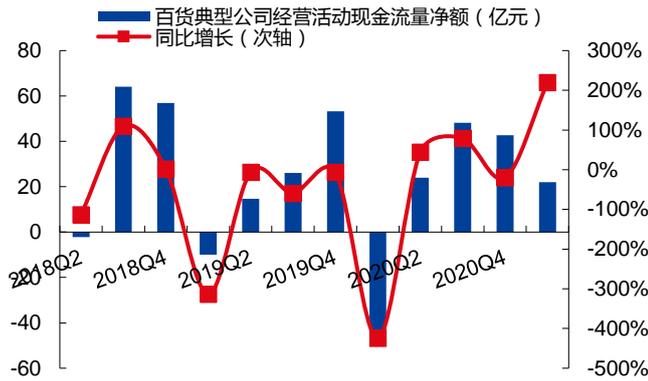
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 百货典型公司费用率情况



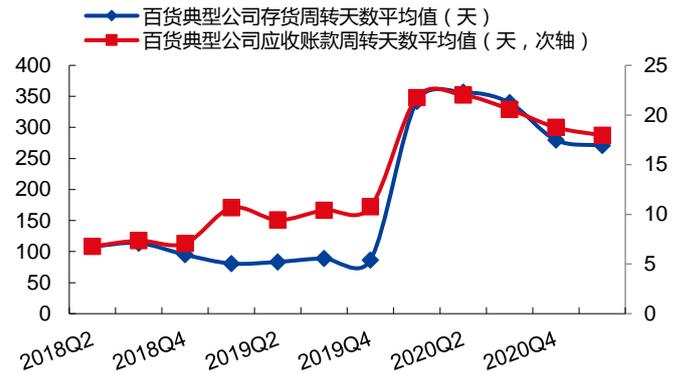
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 百货典型公司经营活动现金流情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 百货典型公司存货及应收账款周转



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 百货典型公司主要财务指标情况 (亿元, %)

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
南京新百	14.77	3.0%	2.76	27.9%	2.99	134.6%	57.3%	1.6pct	18.6%	3.6pct
天虹股份	33.69	12.4%	0.67	108.3%	3.46	123.9%	37.1%	0.4pct	0.2%	3.6pct
王府井	24.87	63.6%	2.63	273.5%	3.82	124.6%	40.1%	14.2pct	9.5%	18.4pct
鄂武商 A	20.03	55.1%	2.67	212.6%	7.79	503.1%	44.2%	14.5pct	12.7%	30.3pct
新世界	2.69	33.7%	0.24	178.0%	-0.73	-0.8%	40.0%	-8.5pct	8.5%	23pct
茂业商业	12.10	58.9%	2.12	192.3%	2.28	135.7%	60.1%	-7.3pct	17.0%	7.8pct
文峰股份	7.66	55.0%	0.84	618.2%	1.28	160.5%	47.9%	1.1pct	11.5%	9pct
友阿股份	6.74	42.9%	1.12	203.3%	1.09	165.1%	52.3%	9.9pct	16.7%	8.8pct
翠微股份	9.85	7.4%	0.62	180.9%	-0.52	79.4%	32.1%	-23.8pct	4.4%	26.3pct
东百集团	5.12	28.7%	0.30	1347.8%	0.48	134.3%	51.5%	10pct	5.8%	5.3pct

资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### (四) 龙头公司带动休闲服务板块整体向上, 季度环比持续向好

休闲服务典型公司 20Q3 开始营收增速转正, 主要源于龙头公司中国国旅和中国中免的业绩高速增长, 带动板块整体向上, 季度营收增速环比向好。21Q1 休闲服务典型公司营收增长 102%。20 年休闲服务典型公司毛利率保持稳定, 21Q1 毛利率小幅提升 1.6pct 至 36.6%, 存货及应收账款周转天数分别下降 20 天、15 天。

图 21: 休闲服务典型公司季度营收

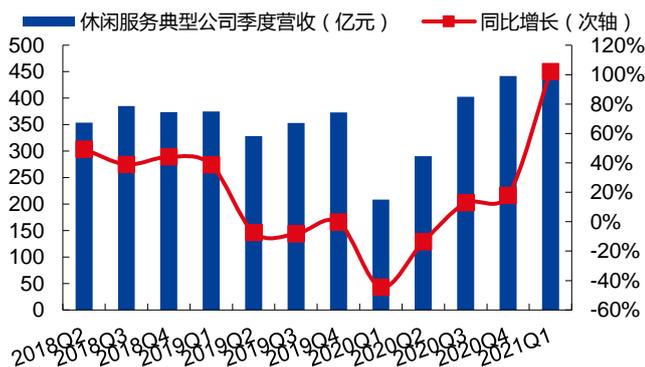
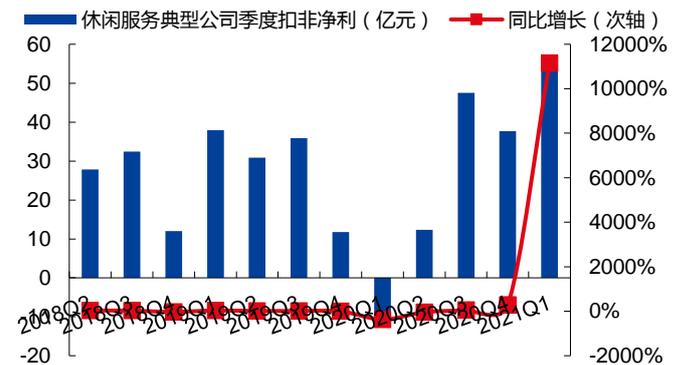
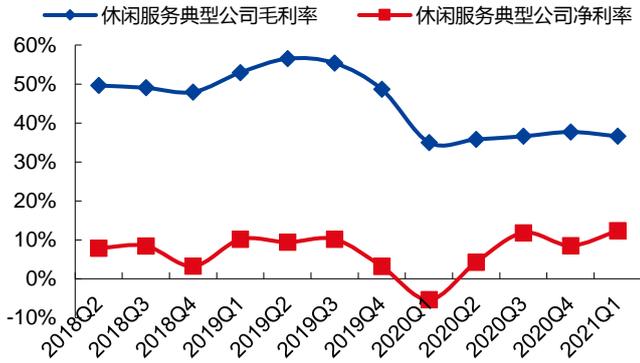


图 22: 休闲服务典型公司季度扣非净利



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 休闲服务典型公司利润率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

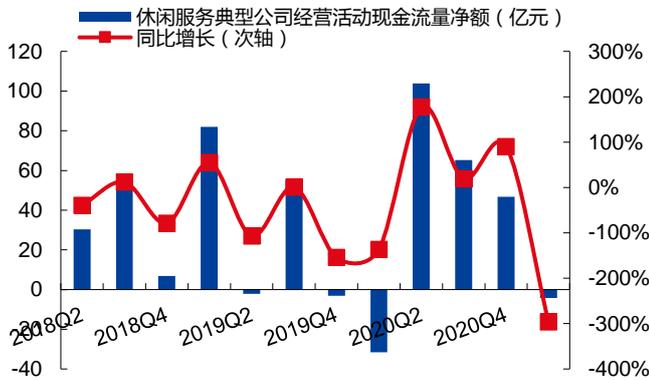
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 休闲服务典型公司费用率情况



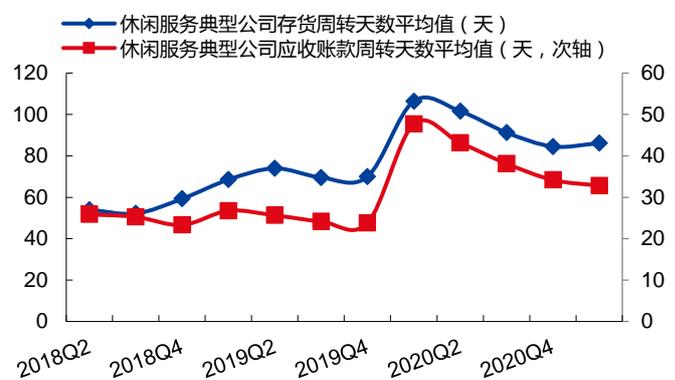
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 休闲服务典型公司经营活动现金流



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 休闲服务典型公司存货及应收账款周转



资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 5: 休闲服务典型公司主要财务指标情况 (亿元, %)

公司名称	营收	增长	扣非净利	增长	经营现金流净额	增长	毛利率	变动	扣非净利率	变动
中国国旅	181.34	127.5%	28.49	2460.3%	0.79	110.7%	39.1%	-3.4pct	15.6%	17.2pct
宋城演艺	3.06	128.1%	1.32	604.5%	0.86	522.6%	63.1%	-13.2pct	42.5%	28.7pct
锦江酒店	23.00	5.1%	-1.83	-72.1%	-4.96	63.2%	37.7%	2.5pct	-7.0%	-2.7pct
首旅酒店	12.71	58.8%	-1.82	63.7%	2.00	138.8%	12.3%	55.8pct	-14.9%	50.3pct
中青旅	13.98	16.4%	-0.65	53.8%	-0.91	-127.2%	16.7%	4.9pct	-6.8%	10.4pct
中国中免	181.34	127.5%	28.49	2460.3%	0.79	110.7%	39.1%	-3.4pct	15.6%	17.2pct
科锐国际	14.52	57.3%	0.39	145.0%	-3.01	-27536.6%	9.4%	-1.4pct	2.3%	0.8pct
黄山旅游	1.47	110.8%	-0.32	52.5%	-0.21	84.0%	19.9%	61.1pct	-26.9%	92.7pct
福成股份	2.88	27.6%	0.33	68.6%	0.49	96.2%	32.6%	4.1pct	10.9%	2.7pct
大连圣亚	0.29	121.0%	-0.21	24.0%	-0.05	72.8%	10.8%	82.6pct	-78.7%	150pct

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、商贸零售相关子行业逻辑及预期

#### (一) 消费线上化延续, 化妆品新政后预计医颜结合持续受益

化妆品方面，近期化妆品恢复性高增长，全年看 15%~20% 的行业恢复性增速或可期。化妆品偏向可选消费，受益于国内疫情逐步可控，化妆品零售额逐步恢复，2020 年限额以上化妆品零售额同比增长 9.5%，双位数左右的增长延续。21Q1 限额以上化妆品零售额增速约 41%，实现恢复性高增长。全年看，据行行查，Euromonitor 数据显示，2021 年国内化妆品行业规模有望达 6000 亿元，实现 15%~20% 的恢复性高增长。

化妆品消费线上化延续，新政实施后预计医颜结合持续受益。分渠道看，由于化妆品偏向标品，通过线上渠道具有更高销售效率，近年来化妆品线上化趋势延续，据萝卜投资，魔镜数据显示，典型化妆品公司 2019 年、2020 年以及 2021 年 Q1 的线上销售额分别增长约 34%、20%、37%。因此，在线上渠道具有更好经营布局的上市公司有望持续受益。分产品看，5 月 1 日开始实施的国家药监局化妆品备案新政策，具有严格监管、简政放权、鼓励创新的特点。其中影响较大的可能是，一方面，提出了功效宣称管理制度，产品功效宣称需要有充分依据，并且接受消费者投票监督，另一方面，基于贸易平等原则，不再设置进口及国产化妆品不同的监管规则。因此，具有详细医学依据、成分依据的产品，具备较好功效的产品，有望持续受益。

综上，我们认为，化妆品行业持续快速增长，其中已在线上渠道良好布局，已于功效、医颜结合等方面进行较好布局的公司有望持续受益。建议积极关注，（1）良好布局线上渠道的国内龙头珀莱雅；（2）具有医颜共创、医美概念的龙头华熙生物、上海家化。

图 27：国内化妆品市场规模估计



资料来源：行行查，Euromonitor，华金证券研究所

图 28：典型化妆品公司线上销售额及其增长估计



资料来源：萝卜投资，魔镜，华金证券研究所

注：平台包含淘系及京东；公司包含资生堂、雅诗兰黛、欧莱雅、上海家化、宝洁、珀莱雅；线上爬虫数据与真实消费存在偏差。

表 6：化妆品备案新政简要特点解读

要点	详细说明
严格监管	对所有违法违规行为都是零容忍，并以最严谨的标准、最严格的监管，促进化妆品产业的健康高质量发展，促进化妆品行业走出中国，走向世界。
简政放权	落实简政放权、放管服的要求。减少了审批的产品和新原料的类别；对行政许可当中包括延续审批等的一些事项，都采取告知承诺审批制，不再进行事前审评，移至事中、事后监管，但丰富了事中事后的监管手段，加大处罚力度，同时提高服务水平；允许经过安全评估能够确定产品安全性的普通化妆品豁免毒理学的要求。
鼓励创新	鼓励单位和个人运用新技术和现代科学技术，结合我国的传统优势项目和特色植物资源研发新的化妆品。新原料上市方面，将绝大多数新原料由审批管理改为备案管理，加快新原料审批速度。同时鼓励企业加强功效的研究和创新，全行业注重功效管理，停止完全靠噱头的营销模式，实实在在练内功。

要点	详细说明
功效宣称	新提出了功效宣称管理。产品功效宣称应当有充分的依据，注册人备案人应当将化妆品的功效宣称的摘要在国家药监局指定的专门网站上进行公布，由社会来管理，消费者投票功效是否与宣称一致。
贸易平等	坚持贸易平等的原则，不再设置进口和国产化妆品不同的监管规则，化妆品企业同台竞争将更加激烈。

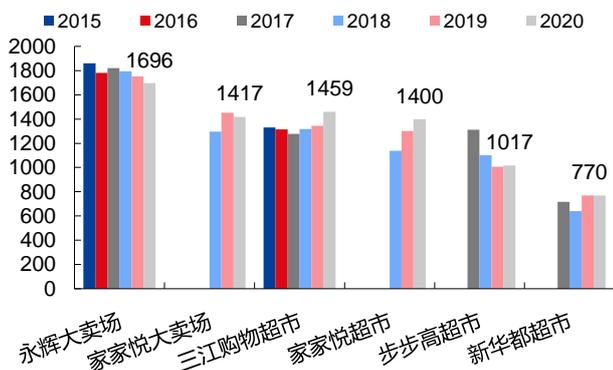
资料来源：新浪网，21世纪经济报道，华金证券研究所

## （二）量价共同影响坪效，关注超市与其他业态竞争表现

**超市业态，量价两方面共同影响坪效，超市小型化社区化趋势延续。**2020年超市行业面临较大的波折，Q1受益于疫情下超市为保民生渠道，其他竞争渠道复工复产面临较大压力，叠加食品类CPI处于20%左右的高水平，量价齐升推动超市取得快速的同店增长。Q2以来，随着国内疫情逐步受控，其余渠道逐步恢复正常，叠加高基数下食品类CPI大幅下行，超市同店增速承压，特别是2020年下半年及2021年Q1。全年看，大卖场模式坪效略有降低，但部分面积较小的超市业态通过经营改善取得坪效增长。由于大卖场量贩模式与电商模式存在较大的重合，电商的便利性及全国性规模采购优势更具竞争力，因此我们预计超市整体业态小型化趋势将延续。

2020年疫情加速消费线上化趋势，社区团购模式开启电商切入生鲜品类的新一轮尝试。且社区团购通过降低线下门店成本、规避部分尾货货损、规避末端配送成本，并采用补贴的方式，取得部分爆品品类中较超市业态更高的性价比，从而快速扩大规模。据凯度预计，2020、2021年，国内社区团购市场规模有望分别达890亿元、1210亿元，进而影响线下生鲜品类客流。由于价格方面受限于高基数下低位运行的食品类CPI，客流方面受限于社区团购竞争，建议持续关注超市行业与其他业态的竞争情况，以及超市逐步线上化后的经营表现。

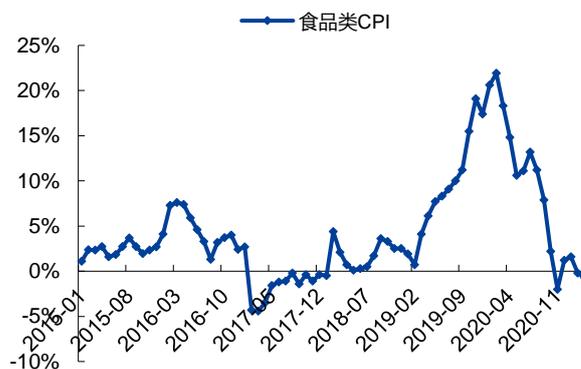
图 29：国内典型超市及大卖场业态坪效估计



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

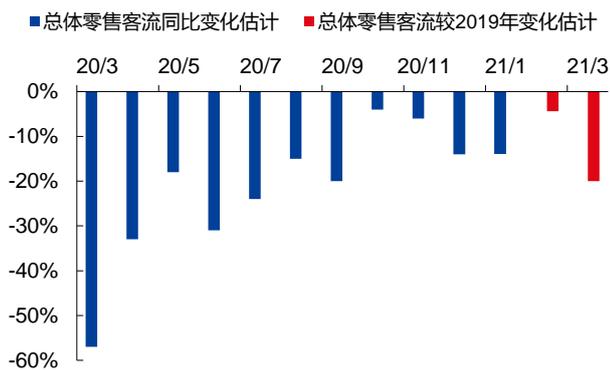
注：永辉超市经营面积以2016年经营面积与租赁面积的比例进行估算；均采用科比的总额法数据。

图 30：国内食品类CPI变化情况



资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

图 31: 国内总体零售客流情况估计



资料来源: ShopperTrak, 华金证券研究所

图 32: 社区团购市场规模及其估计



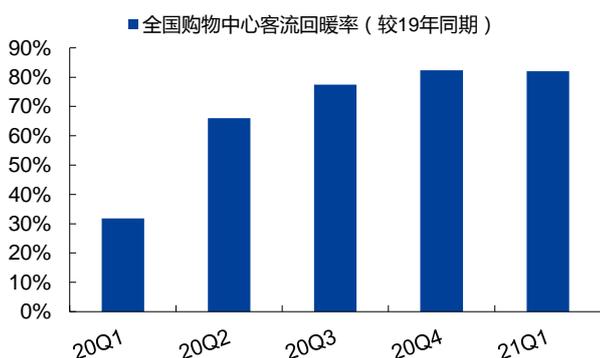
资料来源: 凯度, 华金证券研究所

### (三) 近期百货恢复性高增长, 关注百货龙头数字化及免税进展

百货业态, 疫情后线下消费客流恢复, 关注购物中心分流及数字化转型表现。偏向可选消费的百货业态受疫情影响明显, 据汇客云, 2020Q1 购物中心客流下降至 19 年同期的约 32%。疫情逐步受控后, 线下客流逐步恢复, 并推动 2020 年下半年及 2021 年一季度可选消费恢复性高增长。

由于百货消费品类与购物中心品类存在相似性, 两业态存在较为明显的竞争。近年来, 随着包含餐饮、娱乐等多业态的购物中心受到消费者欢迎, 不少百货商场逐步转型, 也有更多新开购物中心。2020 年疫情下购物中心供给增加速度略有放缓, 据赢商网, 全年购物中心开业约 373 家, 年末国内购物中心数量约 4800 家, 而 2021 年全国拟开业购物中心约 1113 个, 约为 2020 年年末存量数量的 25%。疫情受控后的购物中心大幅拓店, 或持续分流存量购物中心、百货的客流, 建议持续关注百货上市公司恢复性增长阶段, 以及数字化转型、免税推进进展。

图 33: 国内购物中心客流恢复情况估计



资料来源: 汇客云, 华金证券研究所

图 34: 国内购物中心数量估计



资料来源: 赢商网, 赢商大数据, 中城商业研究院, 华金证券研究所

### (四) 电商规模双位数增长或延续, 竞争加剧或影响盈利水平

电商业态, 消费线上化趋势明显, 2021 年行业规模双位数增长有望延续。2020 年疫情加速国内消费线上化趋势, 实物商品网上零售额同比增长约 15%, 占比社零比例已达约 25%。2021 年

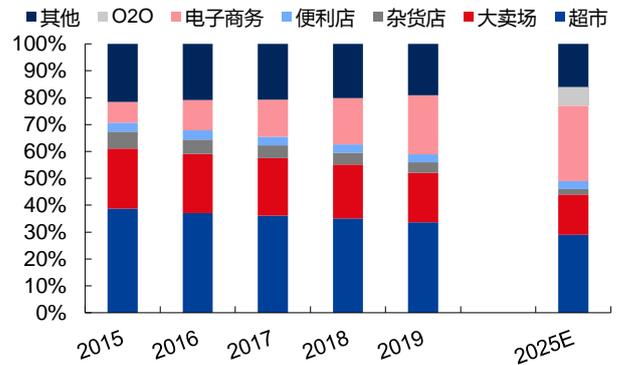
Q1，实物商品网上零售增长取得 25% 的恢复性高增长。展望未来，据凯度消费者指数，2025 年，贴近消费者的快消品品类中，预计有近 19% 的消费发生于电商渠道，2019 年至 2025 年的快消品电商消费年复合增速约为 11%。结合电商渠道较线下渠道的效率优势、2021 年 Q1 线上零售表现，以及主流电商平台通过社区团购切入生鲜品类的尝试，我们预计 2021 年电商行业仍将实现双位数增长，继续推升各大电商平台规模。

图 35：国内实物商品网上零售额及其增长



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

图 36：国内快消品消费渠道占比估计



资料来源：凯度消费者指数，CTR，36 氪，新消费内参，华金证券研究所

**流量、差异化加剧竞争，或影响主流电商平台盈利水平。**考虑电商平台的竞争，我们预计主流电商平台阿里、京东、拼多多的短期利润或受影响。

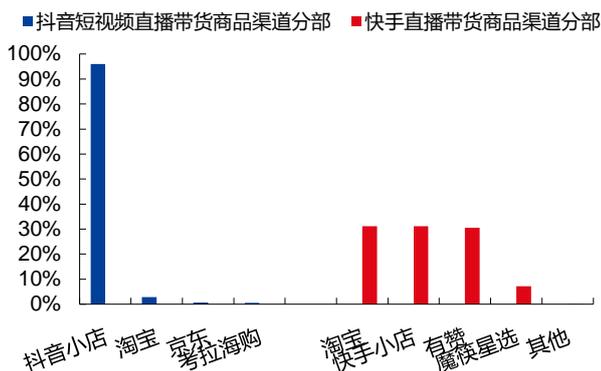
一是，流量角度，直播电商构筑生态闭环切分线上电商份额。直播带货较传统电商更具互动性，更具亲切感，更能够展示商品的属性，可明显提升线上消费者的购物体验，目前看抖音、快手等内容平台已经具有较大规模，去年抖音、快手等平台开始尝试构建生态闭环，内化电商环节，如抖音 10 月起切断第三方平台外链，抖音小店渠道占比已超 96%。内容平台切分电商流量，加剧市场竞争。

二是，差异化角度，二选一罚款已落地，头部平台对品牌商的制约减弱加剧各平台同质化。据极光，典型电商平台用户重合度已经较高，手机淘宝、拼多多、京东的用户独占率分别约 13.0%、11.6%、1.5%。用户重合度较高使用户比价可能性进一步提升，电商平台本质为渠道，同质化将会加剧竞争压力。近年来阿里引导消费从淘宝向天猫倾斜，提高整体货币化率，从而提升自身盈利能力，而头部公司提价，使整体电商竞争压力趋缓。然而去年 Q4 以来，反垄断措施迅速推进，今年 4 月中旬，对阿里巴巴的 182 亿人民币罚款已落地，意味着未来头部平台依托二选一手段取得品牌、产品差异化的能力减弱，电商为品牌商提供的服务趋向同质化，因此电商平台价格竞争或将加剧，影响短期行业盈利能力。

三是，新业务角度，主流电商平台尝试社区团购，业务初期培育或影响利润。去年社区团购开启电商切入生鲜品类的空间，主流电商平台目前均对该业务进行尝试，其中拼多多 all in 买菜，京东加码京喜、投资兴盛优选，阿里巴巴近期也成立 MMC 事业群、并表示针对社区团购的项目投入不设上限。目前看社区团购仍处于竞争布局的前期阶段，何时盈利存在较大不确定性。新业务的初期培育或影响电商平台利润。

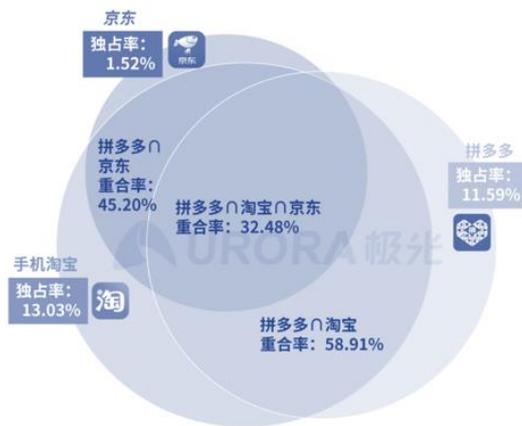
综上所述，电商规模扩张预计延续，或长期维持较线下更快的双位数增长，但流量结构变化、头部品牌或转向竞争策略，叠加社区团购的新尝试，预计主要平台利润率或面临瓶颈。

图 37：2020 年国庆期间典型短视频平台销售渠道结构



资料来源：QuestMobile, 华金证券研究所

图 38：2020 年 6 月典型电商平台用户重合度估计示意图



资料来源：极光, 华金证券研究所

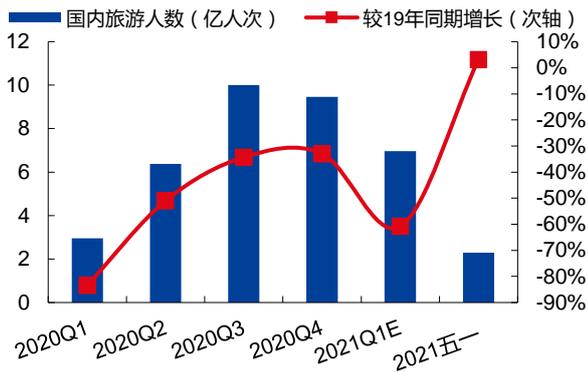
### （五）五一旅游人次恢复疫情前水平，免税渠道有望快速扩张

**旅游方面**，国内疫情影响 2020 年旅游出行人次，全年旅游人数近 29 亿人次，同比下降约 52.1%。分季度看，随国内疫情逐步受控，2020 年国内旅游人次增速逐季改善，同比增速分别约 -83%、-51%、-34%、-33%。2021Q1 受春节就地过年倡议影响，国内旅游人次未明显恢复，但随着 3 月以来国内疫情受控，影响旅游的因素逐步消退，五一期间国内旅游人次较 2019 年同期增长约 3.2%。**旅游人次回暖，有望推动旅游相关景点类公司逐季改善。**

**免税方面**，海外疫情叠加政策放松，2021 年行业有望继续快速增长。2020 年疫情限制消费出境游意愿，免税消费大幅回流国内，叠加 7 月 1 日起海南离岛免税品类增多、额度提升，推动国内免税渠道消费快速增长，2020 年 7 月至年末，国内免税渠道销售额增速基本超过 150%，全年免税渠道销售额达 275 亿元/+104%。2021 年 Q1，海南离岛免税快速增长趋势延续，海关总署近期发布会表示，从 2020 年 7 月 1 日至 2021 年 4 月 6 日，海关共监管离岛免税购物金额 347 亿元/+244%，且海南省力争 2021 年免税销售规模超 600 亿元，免税行业预计继续快速增长。

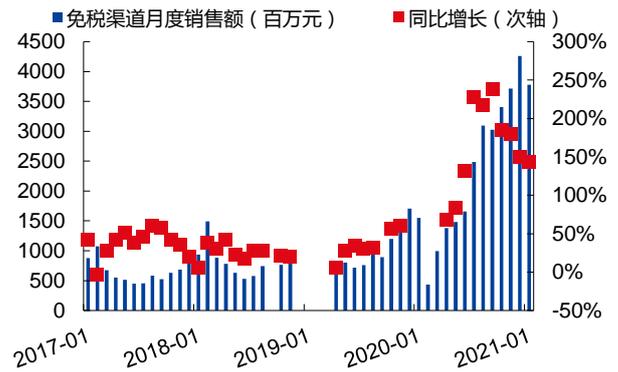
**展望未来**，**高端消费回流有望持续，国内个人奢侈品市场延续高增长。**据贝恩及天猫奢品，进口关税降低、加强对灰色地带管控、商品国内外价差减小有望共同推动中国消费者奢侈品消费的境内占比于 2025 年超 55%，占比较 2019 年的约 32%大幅提升，有望推动国内个人奢侈品市场于 2020 年至 2025 年取得 15%~20%的年复合增速。**高端消费回流有望长期推动国内免税市场扩容，持续利好国内免税渠道公司，建议继续积极关注国内免税龙头中国中免。**

图 39：国内疫情后季度旅游人数情况



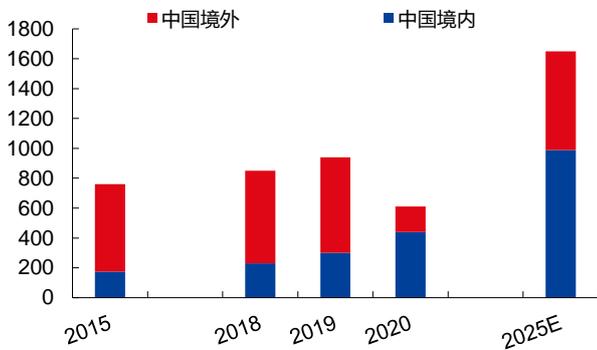
资料来源：文化及旅游部，中国旅游研究院，华金证券研究所

图 40：国内免税行业销售额及其增长



资料来源：Wind，商务部，华金证券研究所

图 41：中国消费者奢侈品消费规模估计（亿欧元）

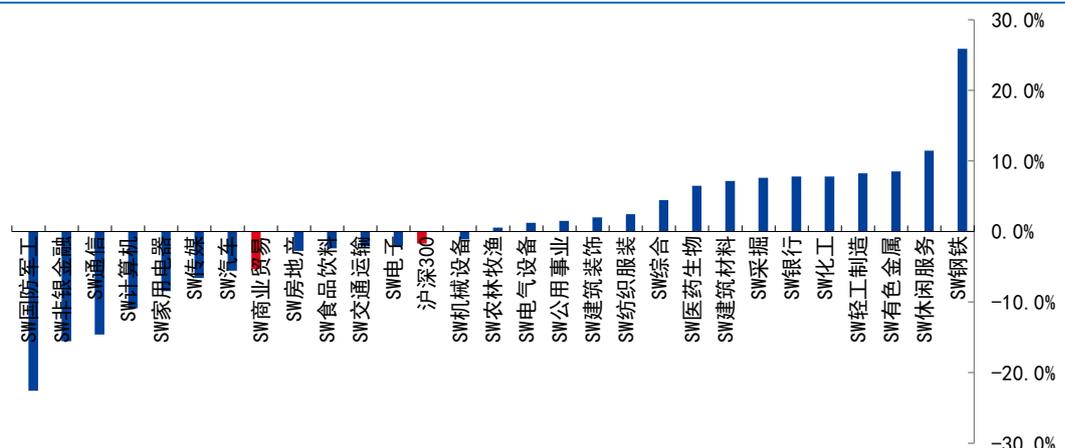


资料来源：贝恩，天猫奢品，华金证券研究所

## 四、行业估值及投资建议

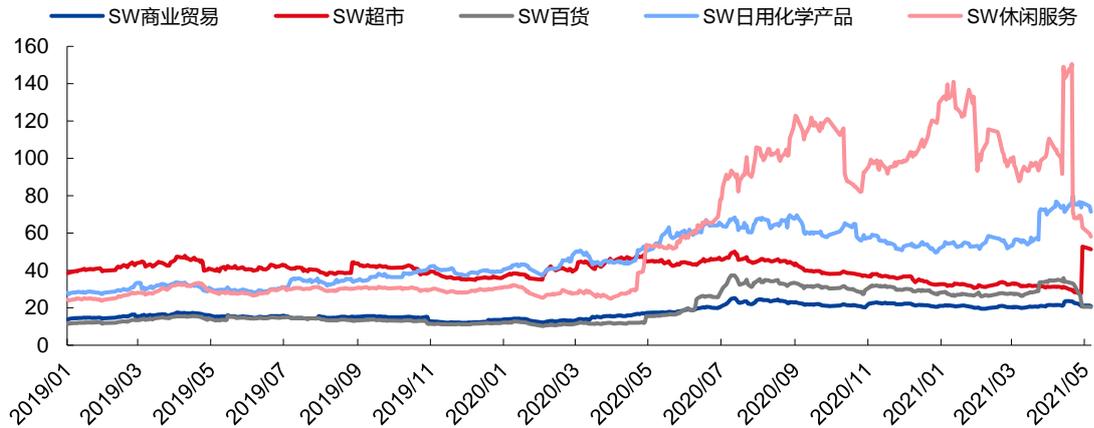
2021年1至4月，商贸零售整体受超市影响，行情表现欠佳，下跌约5.3%，落后沪深300。其中超市下跌17%，百货上涨1.9%，另有日用化学品上涨27%、休闲服务上涨11%，主流电商平台股价平均下跌12%。截止5月7日，SW超市、百货、日用化学产品、休闲服务的PE（TTM，整体法，剔除负值）分别约51倍、20倍、71倍、58倍。

图 42：2021年1至4月申万一级行业行情表现



资料来源: Wind, 2021/5/7, 华金证券研究所

图 43: 2019 年以来的 SW 零售、化妆品、社服估值变化情况



资料来源: Wind, 2021/5/7, 华金证券研究所

国内疫情逐步好转，线下客流及可选消费复苏，超市、百货、电商渠道各有掣肘，继续关注行业高速增长的化妆品及免税机遇。我们继续建议积极关注：(1) 良好布局线上渠道的国内龙头珀莱雅；(2) 具有医颜共创、医美概念的龙头华熙生物、上海家化；(3) 受益国内免税市场长期扩容的国内免税龙头中国中免。

表 7: 建议关注标的估值一览表

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PEG (倍)
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E
603605.SH	珀莱雅	346.32	2.97	3.61	57.97	47.72	2.75
688363.SH	华熙生物	907.92	1.62	2.09	117.09	90.53	4.65
600315.SH	上海家化	393.22	0.72	0.99	80.60	58.53	2.61
601888.SH	中国中免	5623.13	6.12	7.28	47.08	39.55	0.25
603708.SH	家家悦	103.61	0.72	0.77	23.65	22.20	3.32
002697.SZ	红旗连锁	82.42	0.43	0.48	14.08	12.58	1.19
601933.SH	永辉超市	505.31	0.08	0.14	67.98	38.07	1.65
600859.SH	王府井	243.59	1.20	1.39	26.15	22.54	2.17
002419.SZ	天虹股份	83.54	0.58	0.65	11.97	10.68	1.02
BABA.N	阿里巴巴	39688.15	7.86	9.49	23.30	19.27	
JD.O	京东	7624.03	5.98	8.06	40.88	30.35	
PDD.O	拼多多	10951.38	-0.64	0.91	-340.47	238.83	

资料来源: Wind, 2021/5/7, 华金证券研究所

注: ①PEG 依据 PE (21E) 及 2021 年至 2023 年预测利润复合增速测算; ②标蓝公司采用华金研究所预测数据, 其余采用 Wind 一致预期中值数据。

## 五、风险提示

化妆品新政落地后的竞争或超预期; 超市受社区团购影响或超预期; 百货数字化转型或不及预期; 高端消费回流或不及预期; 国内货币政策或将收紧; 国内疫情或有反复。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn