

看好可选消费板块后市表现，维持推荐 各细分行业龙头一暨 2020 至 21Q1 总结

核心观点：

- **市场表现回顾：**综合 2018 年-2020 年以及的 2019Q1-2021Q1 的发展趋势，我们可以清晰地看出“**化妆品**”行业市场表现均位列前五，凸显出行业高景气特征。另外，“**免税**”行业是唯一一个在过往三年维持双位数高增长的细分行业，行业景气度受益于境外消费回流与国内免税政策限制持续放宽的红利而持续抬升。至于“**个护用品**”行业，20 年市值增长一方面受益于上市公司数量增长，另一方面是受益于防疫物资与卫生消杀类产品需求高胀促成板块内上市企业实现非常规爆发性增长。
- **机构持仓：**综合来看公募基金持仓与沪深港通持仓情况，“**免税**”、“**文教办公**”、“**个护用品**”、“**化妆品**”为机构重仓行业，而 2021Q1 表现优异的“**珠宝首饰**”与“**酒类连锁**”机构持仓仍处于偏低水平。公募基金与沪深港通资金对于“**免税**”与“**文教办公**”的预期较为一致，而对于“**个护用品**”、“**化妆品**”以及“**家具家居**”子行业则存在一定配置差异。
- **基本面剖析：**营收规模，“**免税**”与“**酒类连锁**”行业得益于政策扶持与渠道品牌影响力提升实现延续疫情前的中高速增长，而“**个护用品**”行业得益于防疫物资与卫生消杀类产品需求激增以及行业内公司密集上市实现规模高速扩张；综合毛利率，20 年外部因素成为“**个护用品**”等行业毛利空间扩张核心动力，“**化妆品**”与“**酒类连锁**”则凭品牌力与渠道力提升实现毛利率抬升；销售费用率，业务重心切换与企业内部主导降本增效成为费用压减主要方式；销售净利率，“**个护用品**”与“**免税**”受益外部环境与政策推动实现净利率持续提升。
- **2021 年后市展望及配置建议：**我们认为未来中长期仍有望延续高景气的细分行业包括：1) 化妆品；2) 免税；3) 文教办公；4) 个护用品；5) 家具家居。此外，我们建议关注“**酒类连锁**”行业的后续表现。
- **盈利预测：**

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
珀莱雅	603605.SH	2.37	2.91	3.50	82	66	55
贝泰妮	300957.SZ	1.51	1.85	2.50	-	124	92
上海家化	600315.SH	0.64	0.66	0.91	72	55	40
丸美股份	603983.SH	1.16	1.36	1.57	42	41	36
中国中免	601888.SH	3.14	5.96	8.01	90	52	39
晨光文具	603899.SH	1.36	1.62	2.03	70	57	45
中顺洁柔	002511.SZ	0.69	0.95	1.16	43	31	25
欧派家居	603833.SH	3.42	4.14	4.93	42	37	31
顾家家居	603816.SH	1.34	2.58	2.96	59	31	27
志邦家居	603801.SH	1.77	2.28	2.86	33	24	19
金牌厨柜	603180.SH	2.83	3.50	4.36	20	19	15
华致酒行	300755.SZ	0.90	1.27	1.66	31	27	21

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院，截止 2021 年 5 月 14 日收盘价

风险提示：行业内竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险。

零售行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

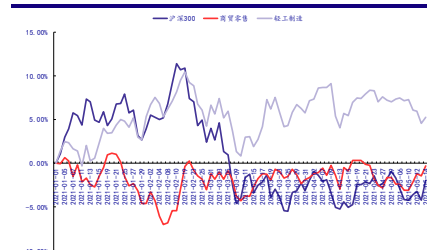
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050002

章鹏

✉: zhangpeng_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130521050001

行情走势

2021.05.14



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院_李昂团队】2021 年年度策略_零售行业_坚守优质企业，把握数字化变革_20201213

【中国银河研究院_李昂团队】2020 年四季度策略_零售行业_关注动销旺季，把握景气向上_20200920

【中国银河研究院_李昂团队】2020 年中期策略报告_零售行业_砥砺前行，雨后彩虹_20200709

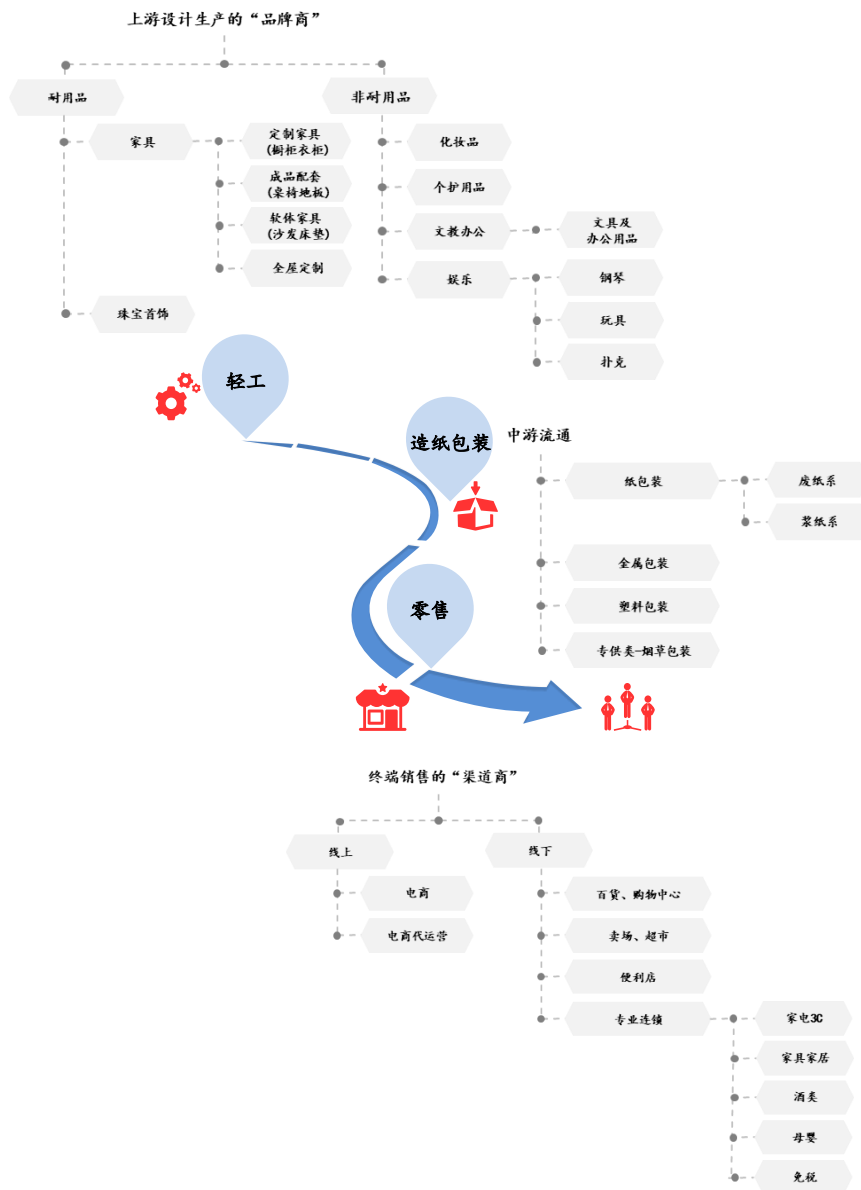
目录

一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑融合多维度拆分构建零售轻工一体化投资体系.....	3
二、市场表现回顾：20 年至今市值扩张核心渐由估值转向业绩，化妆品与免税表现全面拉长景气周期.....	4
（一）估值层面：20 年政策加持与确定性溢价促估值扩张，21Q1 业绩修复与外部环境回归常态致估值回落..	7
（二）业绩层面：20 年疫情下必需消费与政策加持行业表现更优，21Q1 顺周期可选消费行业表现更佳.....	9
（三）结论：20 年全年估值提升主导，21Q1 业绩确定性增长占据上风.....	10
三、机构持仓：内资与北上资金对免税及文教办公预期高度一致，重点关注个护、家居及化妆品但配置各异..	12
四、基本面解析：20 年外部因素致各行业经营表现迥异，21 年恢复性增长大背景下行业自身内在景气度或将重拾主导.....	15
（一）营收规模：免税与酒类连锁无视冲击逆势高增，21Q1 除超市受高基数影响外均实现恢复性增长.....	15
（二）综合毛利率：外因助个护、购百、超市盈利改善，化妆品与酒类连锁品牌溢价提升助盈利空间扩张..	17
（三）综合费用率：业务重心切换与内部主动实施降本增效成费率压减核心驱动力.....	20
（四）销售净利率：外部环境与政策变化助个护与免税净利空间扩张，通胀预期助纸包装 21Q1 净利率骤增..	22
五、投资展望与推荐标的：看好短期高弹性可选消费亮眼表现延续，建议关注中长期确定性成长的必需消费品.....	25
六、风险提示.....	27
七、附录.....	28

一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑融合多维度拆分构建零售轻工一体化投资体系

为了更加全面地审视与甄别商贸零售与轻工制造这两大看似关联性较低的行业内投资机会，我们基于产业链上下游逻辑与消费品公司“研产销”的商业模式基础框架对轻工制造与商贸零售行业内的各子板块进行分类，然后根据各个环节中商品属性、渠道属性以及材料属性进行细致拆分，并最终形成以下研究框架：

图 1：商贸零售&轻工制造行业一体化投资框架路径图（标的详细拆分见附录）



资料来源：中国银河证券研究院整理

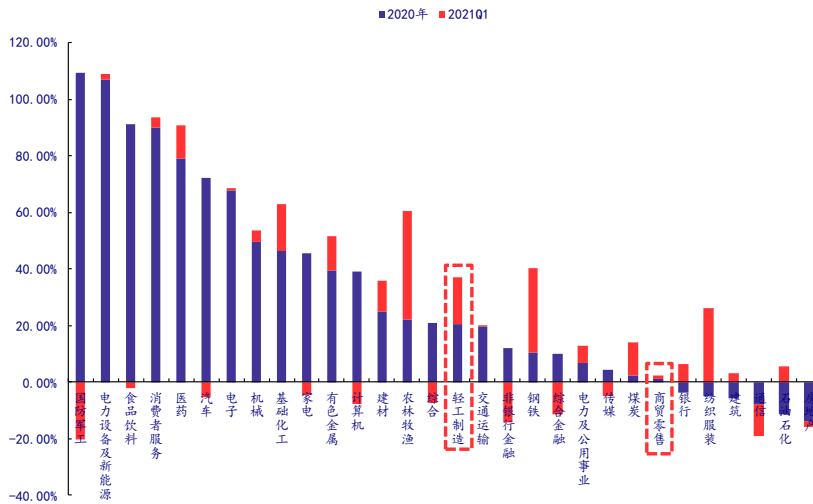
根据上述研究框架，我们接下来将从市场表现入手对 2020 年年初至今以商贸零售与轻工制造为主体的行业整体（包含上图中所有细分子板块）进行细致地复盘、行业基本面拆解与

未来趋势预判，最终落实到 2021 年剩余时间内的投资主线与重点标的。

二、市场表现回顾：20 年至今市值扩张核心渐由估值转向业绩，化妆品与免税表现全面拉长景气周期

为了更好地回顾与理解 2020 年至今行业整体及细分子行业的市场表现，我们选取的指标为总市值及其变化幅度，并将时间段划分为：1) 2020 年全年：2020 年 1 月 1 日-2020 年 12 月 31 日；2) 2021Q1：2021 年 1 月 1 日-2021 年 4 月 30 日。依据中信行业分类，30 个行业中 2020 年期间商贸零售/轻工制造行业市值分别变动 1.26%/20.55%，变动幅度排名分别为 24/16 名，2021Q1 期间商贸零售/轻工制造行业市值分别变动 1.20%/16.43%，变动幅度排名分别为 17/5 名。

图 2：2020 年及 2021Q1 中信行业分类下全市场市值变动幅度（%）

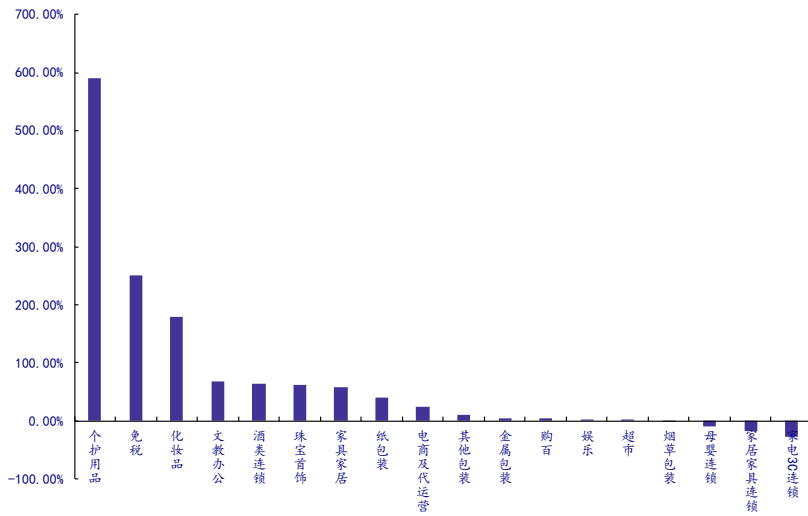


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

商贸零售行业市值增幅 2020 年至今始终处于全市场偏后位置主要是由于 2020 年年初的新冠肺炎疫情冲击对以传统线下零售渠道为核心的商贸零售类上市企业均造成了较大程度的冲击，并且尽管疫情冲击自 2020 年二季度起逐步减弱，但受益于疫情实现加速成长的线上电商渠道以及包括“社区团购”在内的新零售业态在疫情后时代并没有弱化的迹象，反而延续了对传统零售模式与传统零售企业的冲击。

按前文中划分的细分子行业拆分，2020 年年初至今市值增幅位居前三的子行业分别为“个护用品”、“免税”与“化妆品”，分别录得 590.90%/250.75%/178.71% 的增幅，位列倒数三位的子行业分别为“家电 3C 连锁”、“家居家具连锁”与“母婴连锁”，分别录得 28.51%/18.20%/9.44% 的降幅。增幅前三的子行业中除“免税”子行业并未出现上市公司数量变化外，“个护用品”与“化妆品”子行业内上市公司数量截止 2021 年 4 月 30 日分别较 2019 年末增加 4 家/3 家，增幅分别为 200.00%/27.27%，为子行业市值增幅贡献了部分增长。

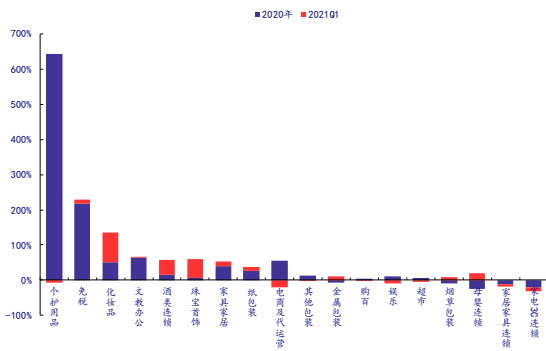
图 3：2020 年及 2021Q1 细分行业市值变动幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

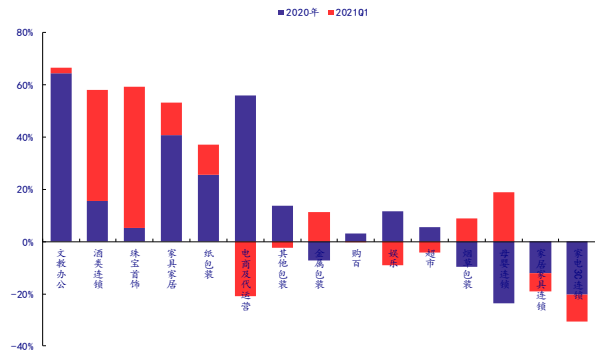
按时间段拆分，2020 年全年市值增幅前三的子行业分别为“个护用品”、“免税”与“文教办公”，分别是受益于个护用品中防疫物资类产品需求以及个人与家庭卫生消杀类需求在疫情期间实现巨幅增加、境外旅游与消费需求在海南离岛免税政策限制拓宽后得以集中释放以及低利率环境下细分领域龙头溢价凸显；2021Q1 期间市值增幅前三的子行业分别为“化妆品”、“珠宝首饰”与“酒类连锁”，分别是受益于次新股上市后市场热情高涨与行业高景气依存、经济顺周期背景下可选消费品需求加速复苏以及经济顺周期背景下国内商务宴请与疫情管控放宽后婚庆需求释放对白酒行业整体动销的拉动所致。

图 4：各细分子行业 2020 年全年及 2021Q1 市值变化幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：剔除增幅过高的个护、免税与化妆品后其余子行业表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

综合 2018 年-2020 年以及 2019Q1-2021Q1 的板块市值变动趋势，我们可以清晰地看出“化妆品”在过往三年与过往三年的一季度内表现均位列全部细分行业前五，凸显出该行业整体处于高景气周期。另外，“免税”行业是唯一一个在过往三年维持双位数高速增长的细分行业，充分彰显出其行业整体景气度受益于境外消费回流与国内免税政策限制持续放宽的红利而持续抬升。至于个护用品行业，2020 年实现行业市值的巨幅增长一方面是受益于上市公司数量的同比高增，另一方面是受益于疫情期间社会防疫物资需求激增以及家庭与个人卫生消杀类产品需求高胀促成板块内上市企业实现非常规爆发性增长。

表 1: 过往三年与过往三年 Q1 各细分行业市值变动情况 (%) (标红为 2020 年/2021Q1 增幅前五)

行业市值变动	2018 年	2019 年	2020 年	行业市值变动	2019Q1	2020Q1	2021Q1
个护用品	-17.39%	48.80%	643.65%	化妆品	17.29%	16.10%	84.27%
免税	38.74%	47.76%	217.54%	珠宝首饰	17.79%	-11.10%	54.24%
文教办公	2.58%	57.61%	64.37%	酒类连锁		7.11%	42.44%
电商及代运营	-15.17%	155.00%	55.89%	母婴连锁	2.27%	-5.82%	18.78%
化妆品	-13.26%	159.48%	51.25%	家具家居	30.92%	-6.40%	12.49%
家具家居	-38.71%	41.46%	40.63%	纸包装	29.36%	-6.39%	11.41%
纸包装	-33.01%	27.57%	25.70%	金属包装	7.63%	-19.24%	11.37%
酒类连锁			15.53%	免税	28.72%	2.64%	10.46%
其他包装	-25.63%	40.31%	13.66%	烟草包装	81.83%	-11.45%	8.89%
娱乐	-35.10%	48.15%	11.49%	文教办公	22.75%	6.95%	2.31%
超市	-28.30%	9.09%	5.41%	购百	25.00%	-9.73%	-0.08%
珠宝首饰	-8.87%	4.60%	5.22%	其他包装	15.83%	-9.82%	-2.46%
购百	-36.14%	8.34%	3.11%	超市	24.83%	24.53%	-4.26%
金属包装	-26.32%	48.67%	-7.12%	家居家具连锁	13.91%	-17.77%	-6.81%
烟草包装	-23.29%	53.21%	-9.78%	个护用品	26.65%	47.96%	-7.09%
家居家具连锁	1545.10%	145.34%	-12.23%	娱乐	28.58%	5.35%	-9.11%
家电 3C 连锁	-21.95%	5.01%	-20.23%	家电 3C 连锁	25.08%	-14.74%	-10.38%
母婴连锁		16.13%	-23.75%	电商及代运营	60.00%	31.98%	-21.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

若进一步聚焦于近期各细分分子行业的趋势表现, 下表根据 2020 年与 2021 年各个细分分子行业市值变化趋势以及相较于零售&轻工行业市值整体表现进行了简单的划分与筛选, 得出“化妆品”、“酒类连锁”、“珠宝首饰”三大细分分子行业近期趋势相较其余子行业而言更优, 未来如若宏观经济走势与行业内部不发生重大变化上述三大板块或有望延续短期较为强势的表现。

表 2: 2020 年及 2021Q1 各细分分子行业发展趋势评判表 (标红为最优/次优且 20 年至今市值增幅前十)

市值变动	2020 年	2021Q1	2020 年至今	20 年涨幅大于 21Q1	21Q1 维持上涨趋势	21Q1 出现改善趋势	20 年跑赢行业	21Q1 跑赢行业	初步结论
个护用品	643.65%	-7.09%	590.92%	✓			✓		趋势放缓
免税	217.54%	10.46%	250.75%	✓	✓		✓		趋势放缓
化妆品	51.25%	84.27%	178.71%		✓	✓	✓	✓	趋势最优
文教办公	64.37%	2.31%	68.16%	✓	✓		✓		趋势放缓
酒类连锁	15.53%	42.44%	64.56%		✓	✓		✓	趋势次优
珠宝首饰	5.22%	54.24%	62.28%		✓	✓		✓	趋势次优
家具家居	40.63%	12.49%	58.20%	✓	✓			✓	趋势放缓
纸包装	25.70%	11.41%	40.05%	✓	✓				趋势放缓
电商及代运营	55.89%	-21.00%	23.15%	✓			✓		趋势欠佳
其他包装	13.66%	-2.46%	10.86%	✓					趋势欠佳
金属包装	-7.12%	11.37%	3.44%			✓			趋势反转
购百	3.11%	-0.08%	3.03%	✓					趋势欠佳

娱乐	11.49%	-9.11%	1.34%	✓		趋势欠佳
超市	5.41%	-4.26%	0.92%	✓		趋势欠佳
烟草包装	-9.78%	8.89%	-1.76%		✓	趋势转好
母婴连锁	-23.75%	18.78%	-9.44%		✓	✓ 趋势反转
家居家具连锁	-12.23%	-6.81%	-18.20%		✓	趋势欠佳
家电 3C 连锁	-20.23%	-10.38%	-28.51%		✓	趋势欠佳

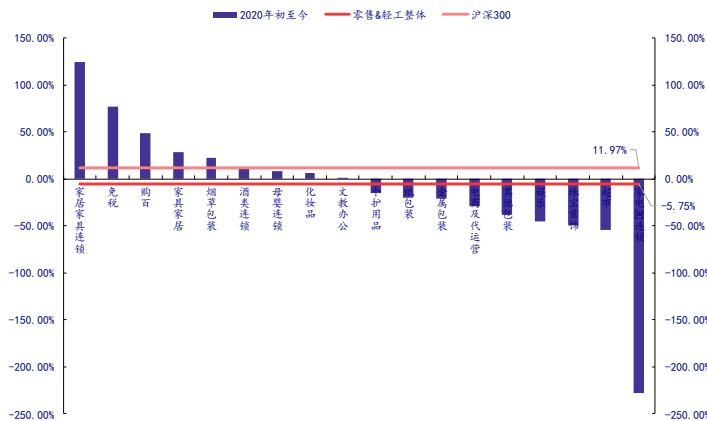
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 趋势最优>趋势较优>趋势平稳>趋势欠佳, 趋势反转为 21Q1 市值增速较 20 年实现由负转正。

(一) 估值层面: 20 年政策加持与确定性溢价促估值扩张, 21Q1 业绩修复与外部环境回归常态致估值回落

根据“总市值 = PE×EPS”的逻辑, 我们对行业整体与各细分分子行业的市值增减幅进行简单拆分。首先, 对估值层面的变化进行分析, 2020 年年初至今, 行业整体 PE (TTM) 变化幅度为-5.75%, 不及同期沪深 300 实现的 11.97% 提升, 主要是零售类子行业受疫情冲击景气度受挫以及后疫情阶段外部竞争恶劣对上市公司业绩端的压制使得估值被迫提升, 但与此同时轻工制造类子行业受益于海内外下游需求共振推动业绩持续改善消化了部分估值, 最终在二者的综合作用下行业整体估值水平略降。

图 6: 2020 年年初至今行业整体及其细分行业 PE (TTM) 涨跌情况 (倍)

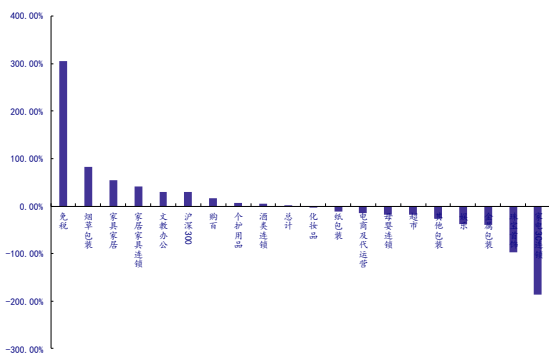


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

按细分行业拆分, 2020 年年初至今估值扩张幅度位居前三的子行业分别为“家居家具连锁”、“免税”与“购百”, 分别实现高达 124.29%、76.55%、48.29% 的估值扩张, 而同期估值大幅缩水的子行业则为“家电 3C 连锁”、“超市”与“珠宝首饰”, 分别实现估值萎缩 227.42%、54.86%、48.99%, 促成估值“家居家具连锁”与“购百”估值大幅扩张的原因主要是由于二者均是以线下传统零售为主, 而疫情使得线下各零售业态客流巨幅减少, 致使上述两大子行业业绩出现显著下滑, 最终使得其估值出现巨幅扩张; 对于“免税”板块, 尽管受疫情冲击位于机场与口岸的免税业务开展受阻对业绩形成较大拖累, 但 2020 年年内海南离岛免税政策进一步放宽使得离岛免税业务一定程度上弥补了部分机场口岸的损失, 在此基础上叠加境外出游受阻促成的境外消费回流助力免税行业景气度大幅提升, 最终使得其估值出现明显扩张。

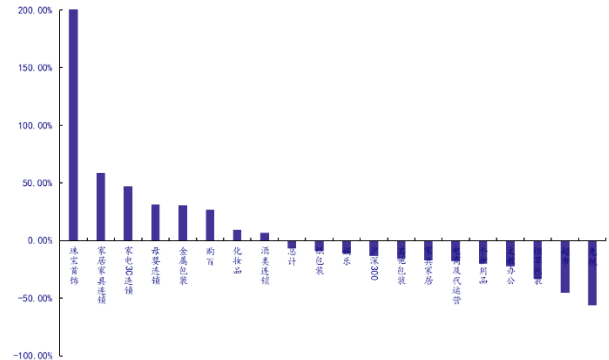
按时间段拆分（具体时间刻度见正文 page 4），2020 年全年估值扩张最为明显的三个子行业分别为“免税”、“烟草包装”与“家具”，分别实现估值扩张 304.71%、83.27%、54.87%，分别受益于 2020 年离岛免税政策落地叠加疫情迫使境外消费加速回流促成行业进入高景气周期实现的估值扩张、受制于中烟公司为确保纳税额在疫情期不出现明显回落而对产业链中辅材提供商行使其强议价权造成业绩表现欠佳以及海内外居民居家时间被迫拉长后催生出对家具替换需求和疫情营造低利率环境致使海内外房地产市场火热拉动地产后周期景气周期拉长所致；2021Q1 估值扩张幅度最大的三大子行业分别为“珠宝首饰”、“家居家具连锁”、“家电 3C 连锁”，分别实现估值扩张 1660.79%、58.89%、46.91%，分别受益于经济顺周期背景下可选消费品需求快速复苏、受制于线下零售客流尚未全面恢复拖累过去 12 月业绩水平所致。

图 7：2020 年全年各细分行业估值扩张与萎缩情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：2021Q1 各细分行业估值扩张与萎缩情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

备注：珠宝首饰同比增速超过 1600%，故未显示

表 3：过往三年与过往三年 Q1 各细分行业 PE (TTM) 绝对值情况（%）（标红为估值持续扩张）

PE (TTM)	2018 年	2019 年	2020 年	PE (TTM)	2019/4/30	2020Q1	2021Q1
超市	22.76	37.46	30.85	超市	38.79	36.41	16.92
电商及代运营	20.87	46.39	39.83	电商及代运营	25.01	55.26	32.75
购百	12.29	15.87	18.62	购百	24.64	20.40	23.53
化妆品	19.42	55.67	54.15	化妆品	35.13	46.36	59.15
家电 3C 连锁	20.66	-13.12	11.38	家电 3C 连锁	-33.18	28.75	16.72
家居家具连锁	5.59	9.81	13.85	家居家具连锁	33.17	12.06	22.00
家具家居	21.64	21.79	33.74	家具家居	26.92	31.48	27.96
金属包装	58.87	60.55	36.64	金属包装	89.14	49.20	47.85
酒类连锁		29.77	31.29	酒类连锁	34.93	30.79	33.33
免税	35.32	37.88	153.29	免税	35.68	80.91	66.87
母婴连锁	33.15	30.34	24.99	母婴连锁	30.12	27.85	32.74
其他包装	41.49	35.75	26.11	其他包装	27.40	24.47	22.09
个护用品	26.99	30.00	31.90	个护用品	37.87	40.48	25.57
文教办公	36.98	49.44	63.93	文教办公	39.44	59.39	49.63
烟草包装	34.06	44.82	82.15	烟草包装	73.83	46.78	55.03
娱乐	39.97	43.52	27.09	娱乐	55.32	3.73	24.00

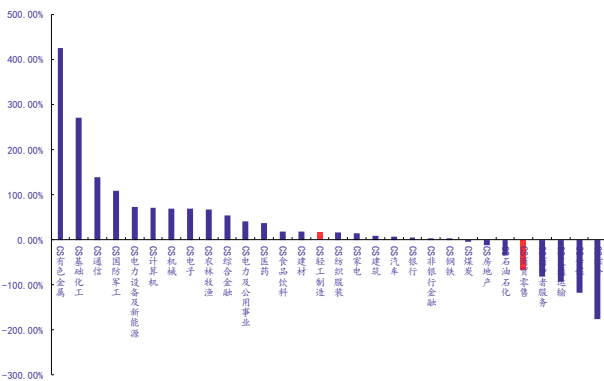
纸包装	27.17	28.42	25.10	纸包装	39.66	31.28	22.78
珠宝首饰	28.25	40.67	1.18	珠宝首饰	33.80	5.69	20.74

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 业绩层面: 20 年疫情下必需消费与政策加持行业表现更优, 21Q1 顺周期可选消费行业表现更佳

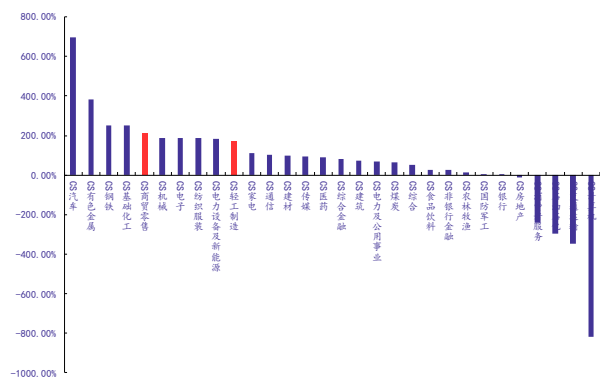
其次, 对业绩层面的变化进行分析。按时间段拆分, 2020 年全年中信行业分类的 30 个行业中商贸零售及轻工制造行业归母净利润同比增速分别为-66.78%/17.34%, 同期全市场归母净利润实现同比增长 8.32%, 主要是零售行业受疫情冲击景气度受挫以及后疫情阶段外部竞争恶劣对上市公司业绩端表现承压, 与此同时轻工制造板块则尽管同样在年初受到海外疫情冲击, 但受益于自二季度起海内外下游需求复苏推动部分细分子行业业绩大幅改善最终使得行业整体业绩录得同比双位数增长; 2021Q1 中信行业分类的 30 个行业中商贸零售及轻工制造行业归母净利润同比增速分别为 209.12%/172.50%, 同期全市场归母净利润实现同比增长 56.75%, 一方面是由于 2020Q1 疫情冲击下形成的低基数促成今年的高增长, 另一方面是由于自 2020Q2 开启的需求复苏趋势在一季度得以延续且部分轻工制造子行业受益于全球通胀预期抬升呈现出量价齐升的高景气局面进一步加速该行业复苏, 在上述两大驱动力的共同作用下 2021Q1 行业业绩端均呈现显著复苏。

图 9: 2020 年全市场各行业归母净利润同比变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

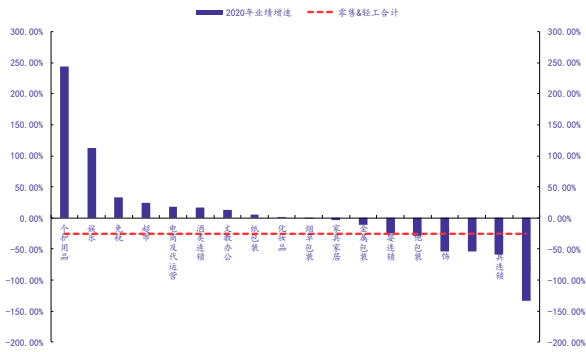
图 10: 2021Q1 全市场各行业归母净利润同比变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

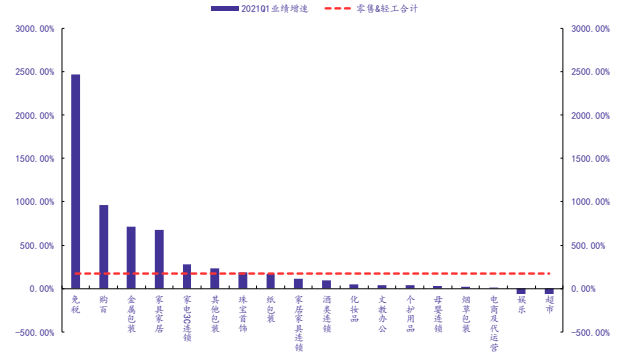
按时间段拆分细分子行业, 2020 年全年业绩同比增长最快的三个子行业分别为“个护用品”、“娱乐”与“免税”, 分别实现归母净利润同比增长 244.41%、112.52%、32.64%, 分别受益于 2020 年疫情期间海内外防疫物资需求与个人和家庭卫生消杀类产品需求显著扩张以及行业内上市公司数量激增、受益于行业内上市公司数量增加与上市公司外延式并购促使业绩一次性大幅提升以及受益于 2020 年海南离岛免税政策落地叠加疫情迫使境外消费加速回流促成行业内上市公司业绩高速扩张所致; 2021Q1 业绩增幅最大的三大子行业分别为“免税”、“购百”、“金属包装”, 分别实现归母净利润同比增长 2471.06%、959.33%、710.93%, 除了共同受益于 2020Q1 疫情下形成的低基数效应外, 还分别受益于境外旅游限制尚未放开下境外消费持续回流对离岛免税市场的提振作用以及受益于线下零售客流延续 2020Q2 以来的缓慢复苏趋势。

图 11: 2020 年全年各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2021Q1 各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 过往三年与过往三年 Q1 各细分行业归母净利润同比增速情况 (%) (标红为 2020 年/2021Q1 前五)

归母净利润变动	2018 年	2019 年	2020 年	归母净利润变动	2019Q1	2020Q1	2021Q1
个护用品	15.84%	43.75%	244.41%	免税	98.80%	-105.21%	2471.06%
娱乐	2.53%	-6.17%	112.52%	购百	4.02%	-108.53%	959.33%
免税	22.29%	49.58%	32.64%	金属包装	30.32%	-81.10%	710.93%
超市	9.30%	-18.06%	24.33%	家具家居	58.94%	-81.46%	674.48%
电商及代运营	50.23%	32.90%	17.78%	家电 3C 连锁	16.34%	-245.57%	277.33%
酒类连锁	10.94%	42.06%	16.82%	其他包装	7.78%	-65.16%	234.91%
文教办公	31.36%	23.56%	13.19%	珠宝首饰	15.12%	-49.70%	186.96%
纸包装	-1.61%	-22.64%	5.95%	纸包装	-41.91%	3.26%	166.86%
化妆品	38.72%	16.56%	1.61%	家居家具连锁	8.73%	-53.19%	110.06%
烟草包装	17.47%	-5.27%	-0.95%	酒类连锁	45.16%	10.26%	95.22%
家具家居	4.92%	32.20%	-3.30%	化妆品	48.33%	-12.60%	48.89%
金属包装	-41.91%	112.47%	-11.11%	文教办公	27.20%	-7.48%	41.75%
母婴连锁	28.23%	28.55%	-24.43%	个护用品	26.34%	443.07%	35.95%
其他包装	-45.11%	113.97%	-28.50%	母婴连锁	46.44%	-50.29%	25.89%
珠宝首饰	54.14%	6.95%	-54.04%	烟草包装	10.20%	-18.54%	17.35%
购百	9.86%	13.47%	-54.25%	电商及代运营	72.87%	32.39%	13.47%
家居家具连锁	2.44%	67.38%	-59.33%	娱乐	53.03%	290.83%	-58.88%
家电 3C 连锁	169.48%	-21.28%	-133.10%	超市	35.21%	0.26%	-60.66%

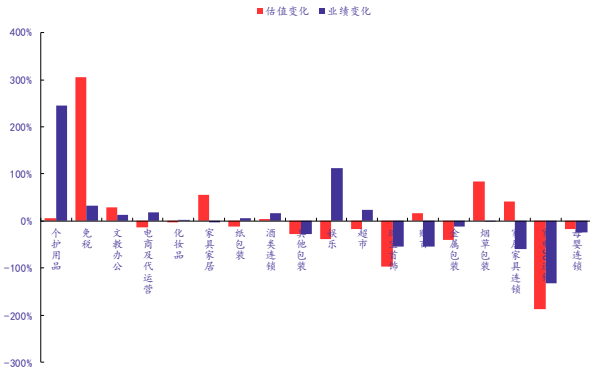
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 结论: 20 年全年估值提升主导, 21Q1 业绩确定性增长 占据上风

最后, 综合估值与业绩两方面因素共同解析 2020 年全年及 2021Q1 各细分行业市值变化。按时间段拆分, 2020 年全年市值变动幅度位列前三的行业中“个护用品”主要是由于业绩大幅提升与上市公司数量激增所致, 而“免税”与“文教办公”均是仰仗于估值扩张所致; 2021Q1

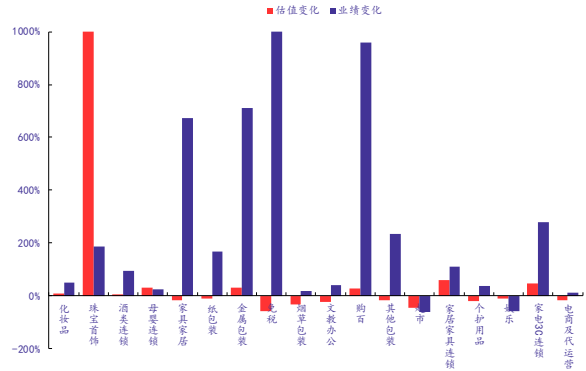
市值变动幅度位列前三的行业中“化妆品”主要是由于业绩大幅提升与上市次新股备受追捧所致、“珠宝首饰”主要是依靠估值大幅扩张所致、“酒类连锁”主要是依靠于业绩显著提升。

图 13: 2020 年全年各细分行业估值与业绩变化综合情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2021Q1 各细分行业估值与业绩变化综合情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 珠宝首饰估值变化超过 1600%, 免税业绩变化 2471%, 未显示

表 5: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业市值变化按估值与业绩拆分 (%) (标红为 20 年/21Q1 市值增幅前 3)

2020/12/31	市值变化	估值变化	业绩变化	2021/4/30	市值变化	估值变化	业绩变化
个护用品	643.65%	6.31%	244.41%	化妆品	84.27%	9.23%	48.89%
免税	217.54%	304.71%	32.64%	珠宝首饰	54.24%	1660.79%	186.96%
文教办公	64.37%	29.32%	13.19%	酒类连锁	42.44%	6.55%	95.22%
电商及代运营	55.89%	-14.14%	17.78%	母婴连锁	18.78%	31.00%	25.89%
化妆品	51.25%	-2.73%	1.61%	家具家居	12.49%	-17.12%	674.48%
家具家居	40.63%	54.87%	-3.30%	纸包装	11.41%	-9.24%	166.86%
纸包装	25.70%	-11.70%	5.95%	金属包装	11.37%	30.60%	710.93%
酒类连锁	15.53%	5.10%	16.82%	免税	10.46%	-56.37%	2471.06%
其他包装	13.66%	-26.96%	-28.50%	烟草包装	8.89%	-33.01%	17.35%
娱乐	11.49%	-37.75%	112.52%	文教办公	2.31%	-22.37%	41.75%
超市	5.41%	-17.67%	24.33%	购百	-0.08%	26.41%	959.33%
珠宝首饰	5.22%	-97.10%	-54.04%	其他包装	-2.46%	-15.40%	234.91%
购百	3.11%	17.30%	-54.25%	超市	-4.26%	-45.14%	-60.66%
金属包装	-7.12%	-39.49%	-11.11%	家居家具连锁	-6.81%	58.89%	110.06%
烟草包装	-9.78%	83.27%	-0.95%	个护用品	-7.09%	-19.84%	35.95%
家居家具连锁	-12.23%	41.17%	-59.33%	娱乐	-9.11%	-11.42%	-58.88%
家电 3C 连锁	-20.23%	-186.74%	-133.10%	家电 3C 连锁	-10.38%	46.91%	277.33%
母婴连锁	-23.75%	-17.63%	-24.43%	电商及代运营	-21.00%	-17.79%	13.47%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: “2021/4/30” 业绩变化为 2021/3/31 相较于 2020/3/31 变化值。

三、机构持仓：内资与北上资金对免税及文教办公预期高度一致，重点关注个护、家居及化妆品但配置各异

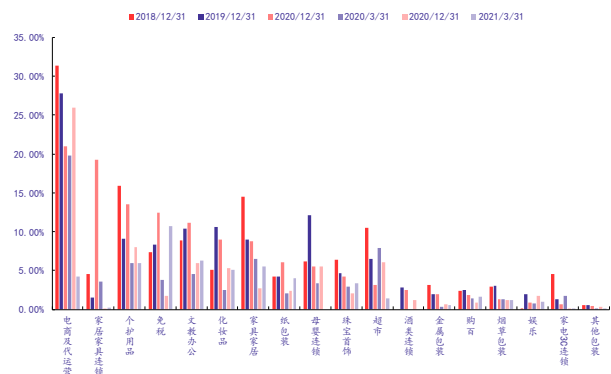
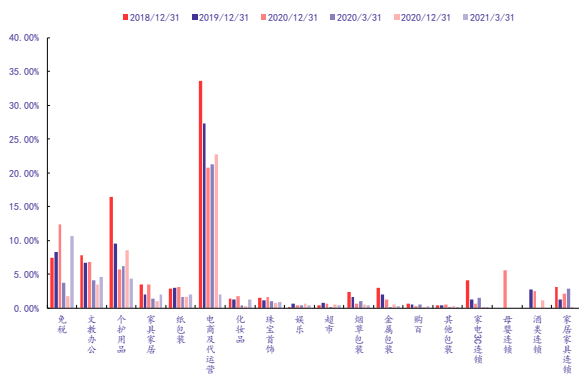
从机构持仓角度出发，公募基金与沪深港通的北上资金作为 A 股市场中的专业机构投资者中对 A 股市场表现具备一定的定价权，故其持仓结构与偏好能够在一定程度上反映出市场主流资金对不同细分行业的预期与未来走势判断。

首先，就公募基金持仓股数而言，按时间点划分，截止 2020 年 12 月 31 日，公募基金对行业内上市公司的总持股数量占两大行业自由流通总股本的 1.17%，相较 2019 年末的 2.16% 出现明显下滑。截止 2021 年 3 月 31 日，公募基金对行业内上市公司总持股数量占行业总自由流通股本的 1.11%，环比 2020 年末出现进一步下滑。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2020 年 12 月 31 日，公募基金持股数量占自由流通股本比重位居前三的细分行业分别为“电商及代运营”、“免税”、“文教办公”，持股数量占比分别为 20.76%、12.41%、6.80%。截止 2021 年 3 月 31 日，公募基金持股数量占自由流通股份比重位居前三的细分行业为“免税”、“文教办公”、“个护用品”，持股数量占比分别为 10.69%、4.61%、4.31%。

就公募基金持仓市值而言，按时间点划分，截止 2020 年 12 月 31 日，公募基金对行业内上市公司的总持股市值占行业整体自由流通总市值比重达到 8.23%，相较 2019 年末的 6.47% 出现明显提升。截止 2021 年 3 月 31 日，公募基金对行业内上市公司的总持仓市值占行业整体自由流通总市值比重达到 5.49%，环比 2020 年末出现较大幅度下滑。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2020 年 12 月 31 日，公募基金持仓市值占自由流通总市值比重位列前三的细分行业为“电商及代运营”、“家居家具连锁”、“个护用品”，持股市值占比分别为 21.04%、19.31%、13.49%。截止 2021 年 3 月 31 日，公募基金持仓市值占自由流通总市值比重位居前三的细分行业为“免税”、“文教办公”、“个护用品”，持仓市值占比分别为 10.69%、6.29%、6.00%。

图 15:18-20 年及 19Q1-21Q1 子行业基金持股占自由流通股(%)

图 16:18-20 年及 19Q1-21Q1 子行业基金持仓市值占流通市值(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 横轴从左到右按 2020 年持仓股数占自由流通股市值从高到低排列

备注: 横轴从左到右按 2021Q1 持仓市值占流通市值从高到低排列

表 6: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业基金持股占自由流通股比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)

基金持股比例	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	基金持股比例	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
电商及代运营	33.59%	27.30%	20.76%	免税	3.76%	1.73%	10.69%
免税	7.36%	8.28%	12.41%	文教办公	4.05%	3.50%	4.61%

文教办公	7.77%	6.69%	6.80%	个护用品	6.19%	8.53%	4.31%
个护用品	16.42%	9.46%	5.63%	家具家居	1.35%	1.04%	1.98%
母婴连锁	0.00%	0.00%	5.55%	纸包装	1.57%	1.55%	1.97%
家具家居	3.46%	1.94%	3.52%	电商及代运营	21.23%	22.76%	1.94%
纸包装	2.89%	2.99%	3.10%	化妆品	0.41%	0.22%	1.22%
酒类连锁		2.78%	2.50%	珠宝首饰	0.99%	0.72%	0.84%
家居家具连锁	3.09%	1.18%	2.15%	娱乐	0.42%	0.56%	0.41%
化妆品	1.32%	1.27%	1.76%	超市	0.07%	0.46%	0.35%
珠宝首饰	1.53%	1.09%	1.62%	烟草包装	0.96%	0.55%	0.34%
金属包装	2.95%	1.94%	1.21%	金属包装	0.15%	0.49%	0.30%
超市	0.37%	0.77%	0.68%	购百	0.48%	0.07%	0.25%
家电 3C 连锁	4.09%	1.18%	0.64%	其他包装	0.10%	0.29%	0.07%
烟草包装	2.32%	1.57%	0.57%	家电 3C 连锁	1.45%	0.01%	0.07%
其他包装	0.42%	0.42%	0.47%	母婴连锁	0.00%	0.00%	0.00%
娱乐	0.07%	0.61%	0.38%	酒类连锁	0.00%	1.16%	0.00%
购百	0.63%	0.45%	0.22%	家居家具连锁	2.85%	0.05%	0.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 7: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业基金持仓市值占流通总市值比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)

基金持股市值	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	基金持仓市值	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
电商及代运营	31.42%	27.78%	21.04%	免税	3.76%	1.73%	10.69%
家居家具连锁	4.50%	1.48%	19.31%	文教办公	4.56%	6.00%	6.29%
个护用品	15.87%	9.06%	13.49%	个护用品	5.94%	8.01%	6.00%
免税	7.36%	8.28%	12.41%	家具家居	6.54%	2.69%	5.56%
文教办公	8.86%	10.36%	11.11%	化妆品	2.50%	5.29%	5.08%
化妆品	5.14%	10.65%	8.93%	电商及代运营	19.85%	25.92%	4.19%
家具家居	14.54%	8.98%	8.80%	纸包装	2.10%	2.41%	4.02%
纸包装	4.26%	4.20%	6.09%	珠宝首饰	2.92%	2.09%	3.37%
母婴连锁	6.15%	12.14%	5.55%	购百	1.38%	0.88%	1.60%
珠宝首饰	6.36%	4.70%	4.19%	超市	7.86%	6.07%	1.41%
超市	10.47%	6.50%	3.14%	烟草包装	1.29%	1.15%	1.20%
酒类连锁		2.78%	2.50%	娱乐	0.72%	1.76%	0.95%
金属包装	3.12%	1.98%	2.00%	金属包装	0.36%	0.70%	0.50%
购百	2.42%	2.48%	1.83%	家居家具连锁	3.55%	0.07%	0.27%
烟草包装	2.87%	3.04%	1.25%	家电 3C 连锁	1.68%	0.02%	0.08%
娱乐	0.14%	1.99%	0.91%	其他包装	0.12%	0.36%	0.07%
家电 3C 连锁	4.56%	1.26%	0.63%	母婴连锁	3.35%	5.54%	0.00%
其他包装	0.53%	0.59%	0.47%	酒类连锁	0.00%	1.16%	0.00%

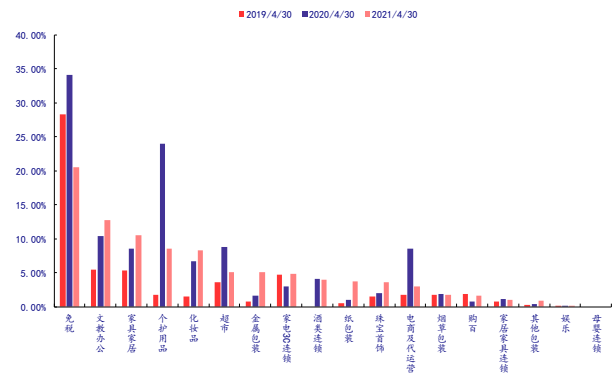
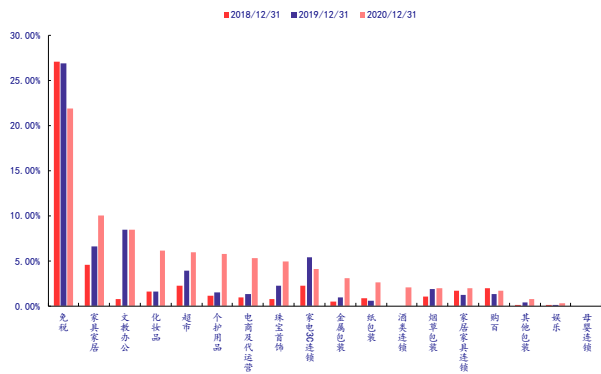
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

其次,对于沪深港通代表的北上资金而言,其持仓市值而言按时间点划分,截止 2020 年 12 月 31 日,沪深港通持有行业内上市公司的总市值占行业整体自由流通总市值比重达到 9.61%,相较 2019 年末的 5.95% 出现明显提升。截止 2021 年 4 月 30 日,沪深港通持有行业内

上市公司的总市值占行业整体自由流通总市值比重达到 9.85%，环比 2020 年末进一步提升。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2020 年 12 月 31 日，沪深港通持仓市值占自由流通总市值比重位列前三的细分行业为“免税”、“家具家居”、“文教办公”，持股市值占比分别为 21.85%、10.05%、8.48%。截止 2021 年 4 月 30 日，沪深港通持仓市值占自由流通总市值比重位列前三的细分行业为“免税”、“文教办公”、“家具家居”，持仓市值占比分别为 20.57%、12.73%、10.51%。

图 17:18-20 年细分行业基金持仓市值占自由流通市值比重(%)

图 18: 2019Q1-2021Q1 细分行业基金持仓市值占流通市值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 横轴从左到右按 2020 年持仓股数占自由流通股市值从高到低排列

注: 横轴从左到右按 2021Q1 持仓市值占流通市值从高到低排列

表 8: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业沪深港通持仓市值占自由流通市值比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)

持股市值占比	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	持股市值占比	2019/4/30	2020/4/30	2021/4/30
免税	27.08%	26.89%	21.85%	免税	28.32%	34.13%	20.57%
家具家居	4.51%	6.60%	10.05%	文教办公	5.48%	10.34%	12.73%
文教办公	0.78%	8.41%	8.48%	家具家居	5.33%	8.53%	10.51%
化妆品	1.62%	1.54%	6.15%	个护用品	1.74%	23.97%	8.55%
超市	2.25%	3.85%	5.94%	化妆品	1.54%	6.63%	8.23%
个护用品	1.10%	1.46%	5.77%	超市	3.62%	8.84%	5.08%
电商及代运营	0.94%	1.31%	5.31%	金属包装	0.80%	1.62%	5.01%
珠宝首饰	0.75%	2.25%	4.87%	家电 3C 连锁	4.66%	3.01%	4.78%
家电 3C 连锁	2.25%	5.34%	4.07%	酒类连锁	0.00%	4.06%	3.96%
金属包装	0.51%	0.90%	3.06%	纸包装	0.44%	0.95%	3.66%
纸包装	0.79%	0.59%	2.62%	珠宝首饰	1.44%	2.02%	3.52%
酒类连锁	0.00%	0.00%	2.04%	电商及代运营	1.76%	8.52%	2.99%
烟草包装	1.03%	1.86%	1.96%	烟草包装	1.75%	1.84%	1.69%
家居家具连锁	1.64%	1.20%	1.92%	购百	1.84%	0.73%	1.66%
购百	1.99%	1.32%	1.70%	家居家具连锁	0.76%	1.16%	1.04%
其他包装	0.09%	0.38%	0.71%	其他包装	0.20%	0.43%	0.86%
娱乐	0.09%	0.04%	0.27%	娱乐	0.05%	0.04%	0.14%
母婴连锁	0.00%	0.00%	0.00%	母婴连锁	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合公募基金持仓与沪深港通持仓情况，持仓市值占比与持仓股数占自由流通股比重基本一致，并且持仓市值占比与持仓股数占比高的子行业和上文中市场回顾部分梳理得出的表现最佳的行业基本完全吻合，主要包括“免税”、“文教办公”、“个护用品”、“化妆品”，至于2021Q1表现优异的“珠宝首饰”与“酒类连锁”无论是公募基金持仓还是沪深港通持仓均偏低。另外，公募基金与沪深港通资金对于“免税”与“文教办公”的预期较为一致且配置程度均为各细分行业前列，而对于“个护用品”、“化妆品”以及“家具家居”子行业则存在一定配置差异，内资主导的公募基金对于2020年以来表现突出且新上市企业众多的“个护用品”行业更为青睐，而北上资金为主的沪深港通机构则对于内需市场空间广阔且自19年以来持续受益于地产竣工周期回暖拉动需求上升的“家具家居”板块给予更高关注度。

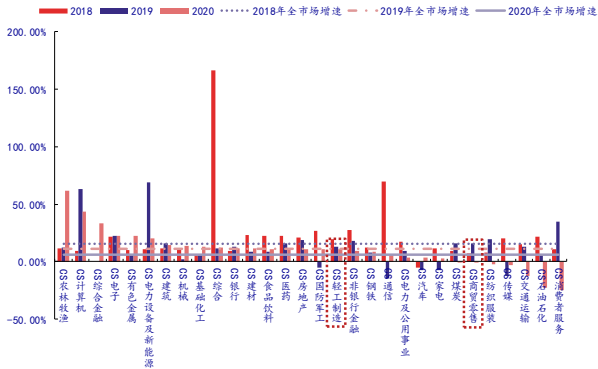
四、基本面解析：20年外部因素致各行业经营表现迥异，21年恢复性增长大背景下行业自身内在景气度或将重拾主导

2020年初至今的新冠疫情给全球各大经济体均造成了不同程度的冲击，而冲击过后也先后迎来了企稳回升，在此过程中零售&轻工行业内的上市公司业绩端的表现也因其所属于行业内在需求属性、内在景气周期以及外在的政策扶植力度而表现迥异。为了更加清晰地了解2020年初至2021Q1末期间行业内各细分子行业在疫情中的表现与后疫情时代中的修复程度，我们将沿着“营收规模→毛利率→费用率→净利率”利润表构成逻辑进行各个环节的逐一拆分。

（一）营收规模：免税与酒类连锁无视冲击逆势高增，21Q1除超市受高基数影响外均实现恢复性增长

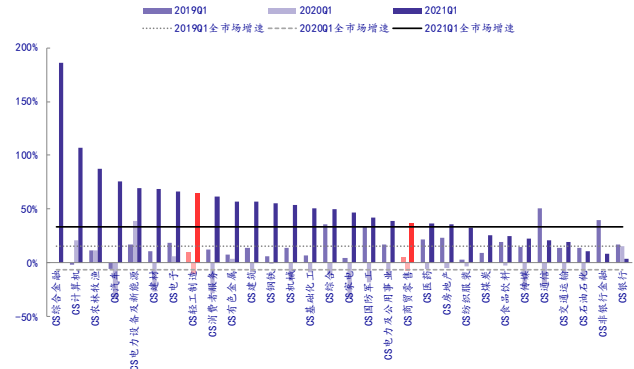
从营收规模角度出发，按时间点划分，2020年A股全市场营业总收入实现同比增长5.97%，延续了18年与19年的降速增长趋势，主要是受到疫情冲击所致，其中商贸零售及轻工制造行业的总营收分别为1.62万亿元/0.43万亿元，分别较去年同期实现同比-1.19%/10.44%，分别较2019年同期增速变动-17.03/-2.17个百分点，其中商贸零售行业增速不及全市场表现的原因主要是在疫情期间板块内以传统线下零售业态为主的上市公司基本处于停业歇业状态致使收入锐减，并且在疫情防控常态化阶段各地严格的防疫措施对客流的客观限制与居民资产负债表与可支配收入修复缓慢的主观拖累下恢复缓慢；相比之下，轻工制造业则是依靠国内复工复产进度远快于海外进一步提升了出口贸易份额以及国内自19年年中开始的竣工景气周期对家具板块的内需强势拉动依旧取得了优于行业整体的不俗表现。2021Q1，A股全市场营业总收入实现同比增长33.71%，主要由于绝大部分行业在20Q1同期疫情下录得低基数所致，其中商贸零售及轻工制造行业的总营收分别为4492.44亿元/1202.91亿元，分别实现同比增长64.48%/36.91%，均优于全市场表现，除去低基数的共性外，轻工制造板块的高增长还受益于自2020Q4开启的全球经济复苏背景下的通胀预期对木浆及木材等大宗商品价格的推升促成了造纸板块在21Q1实现了高景气的量价齐升景象。

图 19：18-20 年 A 股各行业营收规模增速趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

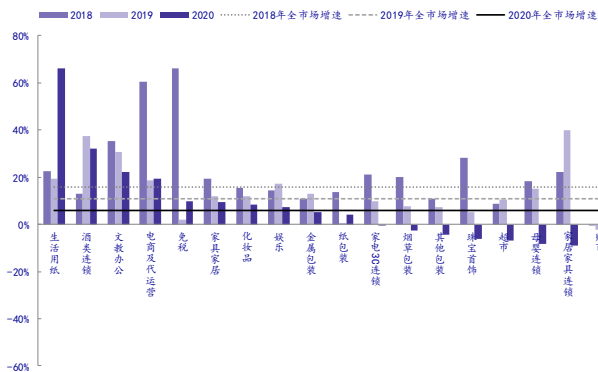
图 20：2019Q1-2021Q1 A 股各行业营收规模增速趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

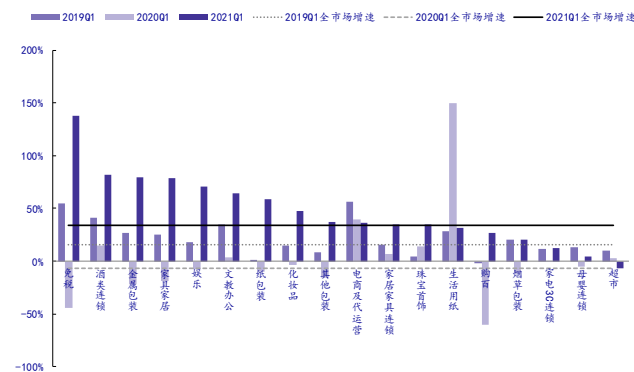
按时间段拆分子行业，2020 年营收规模同比增长最快的三个子行业分别为“个护用品”、“酒类连锁”与“文教办公”，分别实现归母净利润同比增长 66.02%、32.20%、22.04%，分别受益于子行业内上市企业大幅增加与疫情中和疫情后海内外社会防疫物资需求激增且个人与家庭卫生消杀类产品需求激增所致、受益于疫情常态化阶段下社会上中高收入圈层对高端名酒需求的快速复苏以及洋酒和红酒等品类进口受限促使流通环节集中度阶段性提升以及受益于学生群体的需求强韧性与疫情防控常态化后大办公集采需求伴随经济企稳回升彰显弹性特征所致；2020 年营收规模下滑最为明显的三个子行业分别为“购百”、“家居家居连锁”以及“母婴连锁”，分别实现营收规模同比下滑-52.61%、-9.10%、-8.29%，主要是受制于疫情冲击对线下门店客流的负面影响与向进驻商户实施让利减租政策所致。2021Q1 营收规模同比增长最快的三大子行业分别为“免税”、“酒类连锁”、“金属包装”，分别实现同比增长 137.46%、81.74%、79.89%，除了共同受益于 2020Q1 疫情下形成的低基数效应外，还分别受益于境外旅游限制尚未放开下境外消费持续回流对离岛免税市场的提振作用、春节假期流通限制较去年同期有所放宽对宴请类需求的提振以及受益于行业内部分公司收购兼并实现规模一次性大幅扩张所致。2021Q1 营收规模同比增长最为缓慢的三个子行业分别为“超市”、“母婴连锁”、“家电 3C 连锁”，分别实现同比增长-6.35%、4.64%、12.80%，分别受制于 20Q1 疫情期间高客单价促成的同店高基数回落和行业内外部竞争激烈、线下门店拓展放缓且线上流量分散化造成竞争加剧以及行业内龙头公司主动调整业务发展战略所致。

图 21：18-20 年细分行业营收规模增速趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22：2019Q1-2021Q1 细分行业营收规模增速趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2020 年营收规模同比增速从高到低排列

注：横轴从左到右按 2021Q1 营收规模同比增速从高到低排列

表 9：过往三年与过往三年 Q1 细分行业营收规模同比增速情况 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)

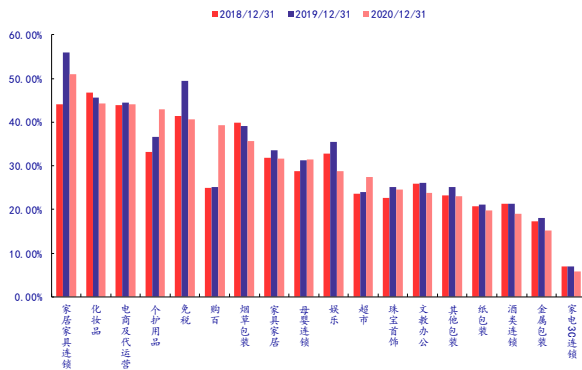
营收同比增速	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	营收同比增速	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
个护用品	22.70%	19.40%	66.02%	免税	54.72%	-44.23%	137.46%
酒类连锁	13.06%	37.38%	32.20%	酒类连锁	41.14%	14.96%	81.74%
文教办公	35.33%	30.70%	22.04%	金属包装	26.47%	-22.19%	79.89%
电商及代运营	60.53%	18.60%	19.21%	家具家居	25.10%	-18.38%	78.47%
免税	66.21%	2.04%	9.65%	娱乐	17.89%	-7.47%	70.83%
家具家居	19.48%	11.85%	9.50%	文教办公	34.45%	3.92%	64.02%
化妆品	15.49%	11.90%	8.44%	纸包装	1.14%	-9.84%	58.79%
娱乐	14.36%	17.05%	7.28%	化妆品	14.99%	-3.67%	47.94%
金属包装	10.98%	12.89%	5.08%	其他包装	8.08%	-15.33%	36.89%
纸包装	13.59%	0.52%	4.16%	电商及代运营	55.99%	39.22%	36.25%
家电 3C 连锁	21.15%	9.79%	-0.49%	家居家具连锁	15.40%	6.91%	35.10%
烟草包装	20.21%	7.60%	-2.76%	珠宝首饰	4.79%	14.13%	34.93%
其他包装	10.99%	7.34%	-4.23%	个护用品	28.22%	149.93%	31.83%
珠宝首饰	28.22%	5.14%	-6.12%	购百	-2.03%	-60.51%	26.47%
超市	8.66%	10.49%	-6.97%	烟草包装	20.18%	-11.41%	20.39%
母婴连锁	18.12%	15.22%	-8.29%	家电 3C 连锁	11.62%	0.28%	12.80%
家居家具连锁	22.25%	39.77%	-9.10%	母婴连锁	13.21%	-4.81%	4.64%
购百	-0.54%	-2.22%	-52.61%	超市	10.20%	2.51%	-6.35%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）综合毛利率：外因助个护、购百、超市盈利改善，化妆品与酒类连锁品牌溢价提升助盈利空间扩张

从综合毛利率角度出发，按时间段拆分细分子行业，2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下综合毛利率最高的三个子行业分别为“家具家居连锁”、“化妆品”与“电商及代运营”，2020 年算数平均值口径下分别综合毛利率分别为 50.94%、44.26%、43.99%，营收加权平均值口径下综合毛利率最高的三个子行业分别为“家具家居连锁”、“个护用品”与“化妆品”，2020 年分别为 53.32%、49.24%、42.85%，造成差异的原因主要是由于电商代运营行业内规模占优的企业主要以低毛利的商品购销业务为主，致使营收加权毛利率显著低于算数平均值，而个护用品则是受益于板块内营收规模占优企业为自主品牌销售，故而使得营收加权优于算数平均水平；2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下综合毛利率最低的两个子行业分别为“家电 3C 连锁”、“金属包装”以及“酒类连锁”，2020 年分别为 5.79%、15.11%、19.07%，营收加权平均值口径下综合毛利率最低的两个子行业分别为“家电 3C 连锁”、“珠宝首饰”与“金属包装”，2020 年分别为 8.46%、15.29%、16.23%，主要是由于“珠宝首饰”子行业内规模占优的企业主要以黄金批发贸易和产品附加值相对较低的黄金饰品为主致使营收加权口径显著低于算数平均值所致。

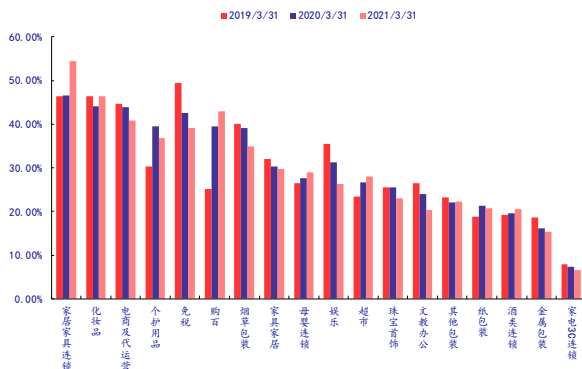
图 23：18-20 年细分行业综合毛利率算术平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2020 年综合毛利率算术平均值从高到低排列

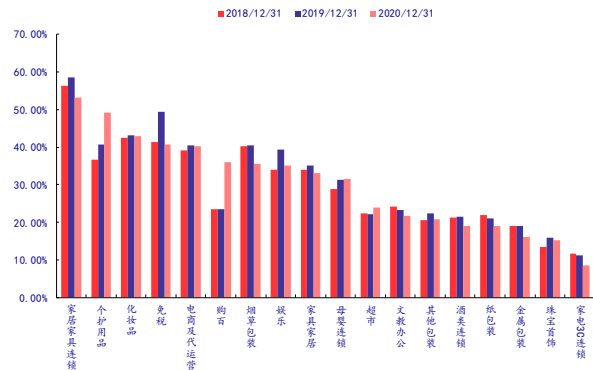
图 25：19Q1-21Q1 细分行业综合毛利率算术平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2021Q1 综合毛利率算术平均值从高到低排列

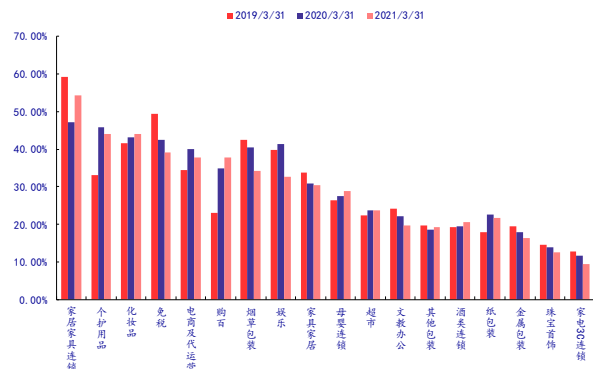
图 24：18-20 年细分行业综合毛利率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2020 年综合毛利率营收加权平均值从高到低排列

图 26：19Q1-21Q1 细分行业综合毛利率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2021Q1 综合毛利率营收加权平均值从高到低排列

从趋势上来看，2018-2020 年营收加权平均值口径下综合毛利率持续提升的子行业包括“个护用品”、“购百”以及“母婴连锁”，其中“购百”的综合毛利率提升一方面得益于企业内部高毛利租赁业务占比提升与商品采购供应链优化，另一方面则是受益于新收入会计准则变更使得联营模式收入确认方式变化所致；“个护用品”子行业综合毛利率的提升一方面受益于上游木浆原料价格低位与品牌高端化战略同比推进实现的产品结构优化与成本优势，另一方面是得益于疫情期间防疫物资产品需求刚性且供不应求促成的高毛利所致；“母婴连锁”子行业的毛利率持续提升主要是受益于核心产品奶粉类产品高端化趋势明显带动综合毛利率上行且公司线上渠道促销让利活动在渠道品牌与产品品牌认知度提升后效益提升所致。2019Q1-2021Q1 营收加权平均值口径下综合毛利率持续提升的子行业包括“化妆品”、“购百”、“母婴连锁”、“超市”以及“酒类连锁”，其中“化妆品”主要受益于新股上市对毛利率的提振作用，“超市”主要是受益于采购供应链与仓储物流设施完善实现的效率提升以及新收入准则对联营部分收入调整提升毛利率所致，“酒类连锁”则是受益于产品结构持续优化与下游需求回暖所致。

表 10: 过往三年细分行业不同口径下综合毛利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均毛利率持续提升行业)

算数平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	营收加权平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
家居家具连锁	44.15%	55.97%	50.94%	家居家具连锁	56.44%	58.63%	53.32%
化妆品	46.81%	45.63%	44.26%	个护用品	36.80%	40.81%	49.24%
电商及代运营	43.87%	44.40%	43.99%	化妆品	42.53%	43.23%	42.85%
个护用品	33.13%	36.55%	42.93%	免税	41.46%	49.40%	40.64%
免税	41.46%	49.40%	40.64%	电商及代运营	39.08%	40.52%	40.22%
购百	25.02%	25.17%	39.21%	购百	23.58%	23.57%	36.05%
烟草包装	39.91%	39.07%	35.69%	烟草包装	40.33%	40.45%	35.61%
家具家居	31.77%	33.63%	31.64%	娱乐	33.96%	39.45%	35.03%
母婴连锁	28.77%	31.23%	31.53%	家具家居	33.95%	35.23%	33.05%
娱乐	32.81%	35.43%	28.80%	母婴连锁	28.77%	31.23%	31.53%
超市	23.65%	23.89%	27.41%	超市	22.36%	22.28%	24.02%
珠宝首饰	22.64%	25.10%	24.57%	文教办公	24.12%	23.28%	21.77%
文教办公	25.84%	26.11%	23.78%	其他包装	20.62%	22.45%	20.87%
其他包装	23.27%	25.04%	23.04%	酒类连锁	21.36%	21.39%	19.07%
纸包装	20.78%	21.03%	19.69%	纸包装	21.89%	21.03%	18.99%
酒类连锁	21.36%	21.39%	19.07%	金属包装	19.03%	19.10%	16.23%
金属包装	17.30%	18.13%	15.11%	珠宝首饰	13.49%	15.85%	15.29%
家电 3C 连锁	6.98%	7.03%	5.79%	家电 3C 连锁	11.56%	11.33%	8.46%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 11: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下综合毛利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均毛利率持续提升行业)

算数平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31	营收加权平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
家居家具连锁	46.31%	46.66%	54.34%	家居家具连锁	59.31%	47.20%	54.34%
化妆品	46.45%	44.17%	46.30%	个护用品	33.06%	45.74%	43.99%
电商及代运营	44.71%	43.83%	40.76%	化妆品	41.64%	43.18%	44.00%
个护用品	30.39%	39.52%	36.85%	免税	49.45%	42.55%	39.11%
免税	49.45%	42.55%	39.11%	电商及代运营	34.48%	39.99%	37.79%
购百	25.20%	39.58%	42.97%	购百	23.07%	34.94%	37.87%
烟草包装	39.99%	39.20%	34.91%	烟草包装	42.59%	40.45%	34.31%
家具家居	31.99%	30.38%	29.74%	娱乐	39.89%	41.29%	32.56%
母婴连锁	26.46%	27.64%	28.94%	家具家居	33.70%	30.96%	30.33%
娱乐	35.56%	31.21%	26.37%	母婴连锁	26.46%	27.64%	28.94%
超市	23.46%	26.59%	28.05%	超市	22.32%	23.66%	23.77%
珠宝首饰	25.52%	25.60%	23.01%	文教办公	24.26%	22.20%	19.66%
文教办公	26.40%	23.96%	20.39%	其他包装	19.68%	18.48%	19.36%
其他包装	23.21%	22.00%	22.27%	酒类连锁	19.17%	19.48%	20.62%
纸包装	18.75%	21.24%	20.71%	纸包装	17.94%	22.66%	21.78%
酒类连锁	19.17%	19.48%	20.62%	金属包装	19.57%	17.93%	16.42%
金属包装	18.53%	16.20%	15.37%	珠宝首饰	14.56%	14.01%	12.48%

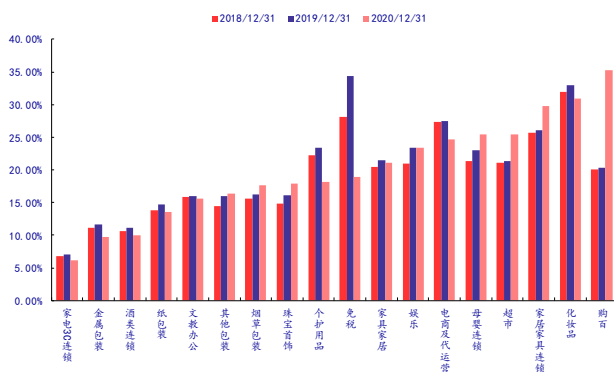
家电 3C 连锁 7.88% 7.23% 6.61% 家电 3C 连锁 12.84% 11.77% 9.37%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 综合费用率: 业务重心切换与内部主动实施降本增效成费率压减核心驱动力

从综合费用率角度出发, 按时间段拆分细分子行业, 2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下综合费用率最低的两个子行业分别为“家电 3C 连锁”、“金属包装”与“酒类连锁”, 2020 年分别为 6.14%、9.75%、9.99%, 营收加权平均值口径下综合费用率最低的两个子行业分别为“珠宝首饰”、“金属包装”与“家电 3C 连锁”, 2020 年分别为 8.16%、9.48%、9.96%, 造成差异的原因主要是由于“珠宝首饰”子行业内规模占优的企业主要从事黄金贸易与黄金饰品批发业务, 而该业务对营销推广与管理人才要求相对较低, 故而致使营收加权费用率水平显著低于算数平均水平, 而“金属包装”与“家电 3C 连锁”则分别是由于自身行业属性为成本加成或商品流通的低附加值模式, 故而对营销推广以及管理人才要求相对较低, 故而致使其费用率水平偏低; 2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下综合费用率最高的三个子行业分别为“购百”、“化妆品”、“家具家居连锁”, 2020 年分别为 35.30%、30.94%、29.74%, 营收加权平均值口径下综合费用率最高的三个子行业分别为“家具家居连锁”、“化妆品”与“购百”, 2020 年分别为 32.34%、32.10%、29.19%, 主要是由于“家具家居连锁”模式对招商引流类开支、专业管理人才的聘用以及财务杠杆的要求均相对较高致使其综合费用率较高, 而“化妆品”品类则是由于大多为自主品牌故而对品牌宣传、渠道扩张以及高端管理人才的需求较高致使其综合费用率较高, 至于“购百”一方面是由于其自营模式需要大量销售人员且同样需要较多管理人员, 另一方面则是由于新收入准则变更致使营收规模大幅缩减以及新租赁准则使得财务费用激增致使费用率水平被动提升的同时费用项目增加进一步加剧费用率抬升趋势。

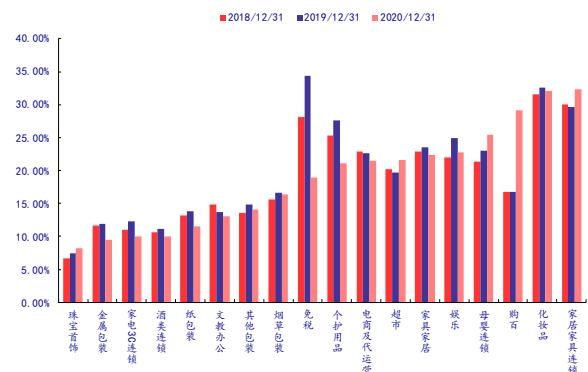
图 27: 18-20 年细分行业综合费用率算数平均值趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 横轴从左到右按 2020 年综合费用率算术平均值从低到高排列

图 28: 18-20 年细分行业综合费用率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 横轴从左到右按 2020 年综合费用率营收加权平均值从低到高排列

图 29: 19Q1-21Q1 细分行业综合费用率算术平均值趋势 (%)

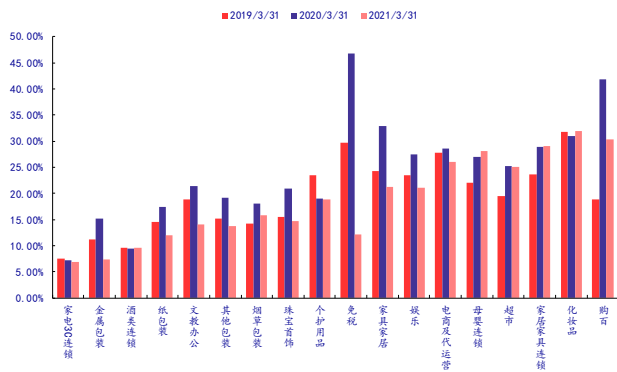
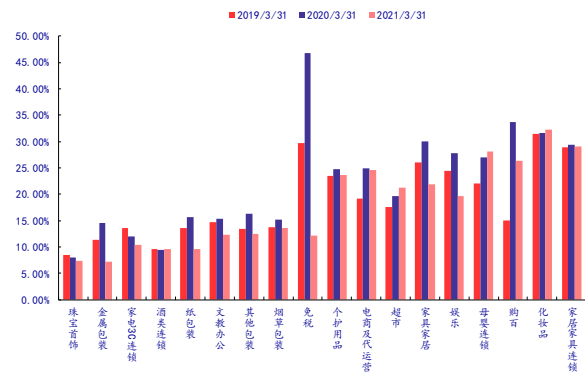


图 30: 19Q1-21Q1 细分行业综合费用率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 横轴从左到右按 2021Q1 综合费用率算术平均值从低到高排列

注: 横轴从左到右按 2021Q1 年综合费用率营收加权平均值从低到高排列

从趋势上来看, 2018-2020 年营收加权平均值口径下综合费用率持续降低的子行业包括“文教办公”与“电商及代运营”, 其中“文教办公”子行业的综合费用率下降主要得益于无需过多进行渠道扩张的大办公集采业务规模持续放量使得费用投放效益提升所致, 而“电商及代运营”子行业的综合费用率下降则主要是得益于商业模式由传统线上营销管理服务(商品购销)转向线上品牌管理服务(营销解决方案), 使得营销费用有所减少所致。2019Q1-2021Q1 营收加权平均值口径下综合费用持续下降的子行业包括“珠宝首饰”以及“家电 3C 连锁”, 其中“珠宝首饰”主要由于行业内规模占优的企业主动进行企业内部组织架构优化并且低毛利、低费用的批发贸易类业务占比有所提升所致, “家电 3C 连锁”主要是由于行业内规模占优的企业自身组织架构优化与降本增效战略的实施初见成效所致。

表 12: 过往三年细分行业不同口径下综合费用率对比情况 (%) (标红为营收加权平均费用率持续下降行业)

算术平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	营收加权平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
家电 3C 连锁	6.82%	7.09%	6.14%	珠宝首饰	6.66%	7.44%	8.16%
金属包装	11.10%	11.64%	9.75%	金属包装	11.71%	11.95%	9.48%
酒类连锁	10.61%	11.12%	9.99%	家电 3C 连锁	10.96%	12.34%	9.96%
纸包装	13.78%	14.68%	13.52%	酒类连锁	10.61%	11.12%	9.99%
文教办公	15.83%	16.00%	15.55%	纸包装	13.18%	13.87%	11.54%
其他包装	14.43%	15.98%	16.43%	文教办公	14.82%	13.72%	13.01%
烟草包装	15.61%	16.21%	17.64%	其他包装	13.56%	14.79%	14.04%
珠宝首饰	14.82%	16.14%	17.87%	烟草包装	15.66%	16.60%	16.42%
个护用品	22.20%	23.45%	18.16%	免税	28.07%	34.32%	18.90%
免税	28.07%	34.32%	18.90%	个护用品	25.32%	27.64%	21.15%
家具家居	20.43%	21.46%	21.05%	电商及代运营	22.84%	22.66%	21.51%
娱乐	20.96%	23.38%	23.36%	超市	20.26%	19.74%	21.54%
电商及代运营	27.31%	27.42%	24.68%	家具家居	22.93%	23.50%	22.37%
母婴连锁	21.37%	23.06%	25.48%	娱乐	21.94%	24.87%	22.77%
超市	21.04%	21.38%	25.49%	母婴连锁	21.37%	23.06%	25.48%
家居家具连锁	25.68%	26.09%	29.74%	购百	16.75%	16.75%	29.19%
化妆品	31.89%	32.97%	30.94%	化妆品	31.51%	32.62%	32.10%

购百	20.08%	20.38%	35.30%	家居家具连锁	30.03%	29.68%	32.34%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 13: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下综合费用率对比情况 (%) (标红为营收加权平均费用率持续下降行业)

算数平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31	营收加权平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
家电 3C 连锁	7.60%	7.20%	6.96%	珠宝首饰	8.54%	8.02%	7.32%
金属包装	11.25%	15.12%	7.37%	金属包装	11.36%	14.48%	7.17%
酒类连锁	9.57%	9.43%	9.58%	家电 3C 连锁	13.57%	12.08%	10.41%
纸包装	14.56%	17.41%	12.01%	酒类连锁	9.57%	9.43%	9.58%
文教办公	18.83%	21.46%	14.05%	纸包装	13.62%	15.67%	9.63%
其他包装	15.19%	19.24%	13.83%	文教办公	14.75%	15.31%	12.29%
烟草包装	14.23%	18.08%	15.84%	其他包装	13.52%	16.25%	12.47%
珠宝首饰	15.55%	21.02%	14.77%	烟草包装	13.80%	15.27%	13.61%
个护用品	23.56%	19.04%	18.92%	免税	29.70%	46.86%	12.16%
免税	29.70%	46.86%	12.16%	个护用品	23.52%	24.76%	23.66%
家具家居	24.32%	32.88%	21.25%	电商及代运营	19.25%	24.86%	24.64%
娱乐	23.42%	27.47%	21.02%	超市	17.61%	19.73%	21.27%
电商及代运营	27.83%	28.58%	26.01%	家具家居	25.99%	30.06%	21.96%
母婴连锁	22.01%	27.02%	28.14%	娱乐	24.45%	27.72%	19.60%
超市	19.47%	25.20%	25.15%	母婴连锁	22.01%	27.02%	28.14%
家居家具连锁	23.58%	28.85%	29.08%	购百	14.97%	33.65%	26.42%
化妆品	31.76%	30.98%	31.94%	化妆品	31.43%	31.69%	32.25%
购百	18.91%	41.90%	30.43%	家居家具连锁	28.98%	29.39%	29.08%

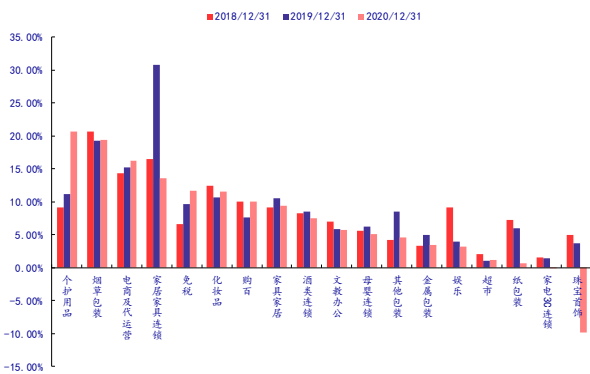
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 销售净利率: 外部环境 with 政策变化助个护与免税净利率空间扩张, 通胀预期助纸包装 21Q1 净利率骤增

从销售净利率角度出发, 按时间段拆分细分子行业, 2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下销售净利率最高的三个子行业分别为“个护用品”、“烟草包装”与“电商及代运营”, 2020 年分别为 20.67%、19.46%、16.24%, 营收加权平均值口径下销售净利率最高的三个子行业分别为“个护用品”、“烟草包装”与“电商及代运营”, 2020 年分别为 22.61%、18.57%、15.98%, “个护用品”的销售净利率较高主要是受益于疫情期间社会防疫物资需求以及个人和家庭卫生消杀类产品需求激增且需求偏刚性推动销售毛利率大幅提升从而使得销售净利率大幅提升, 而“烟草包装”则得益于下游客户对产品防伪属性的高要求使其综合毛利率较高且下游客户集中使得客户拓展费用偏低, 从而构成了行业的高净利率, “电商及代运营”则是受益于服务模式有传统购销为主转向高毛利品牌营销策划服务为主促使销售毛利率与销售净利率大幅提升。2020 年及 2021Q1 算数平均值口径下销售净利率最低的两个子行业分别为“珠宝首饰”、“家电 3C 连锁”, 2020 年分别为 -9.83%、-0.10%、0.66%, 营收加权平均值口径下销售净利率最低的两个子行业分别为“家电 3C 连锁”、“珠宝首饰”与“超市”, 2020 年分别为 -0.90%、

1.92%、1.99%，造成“家电3C连锁”与“珠宝首饰”两大子行业销售净利率偏低的原因主要是子行业内亏损企业较多或头部企业盈利能力偏弱所致，而“超市”行业的低销售净利率则是符合批发零售高薄利多销的渠道商定位，而“纸包装”较低的销售净利率主要是由于尽管2020年末浆原材料价格处于历史低位，但成品纸需求在2020年大部分时间内受疫情影响处于“价弱量缓增”的低景气区间，但趋势上自20Q2起已开始逐季改善，逐步向“量价齐升”的高景气区间迈进。

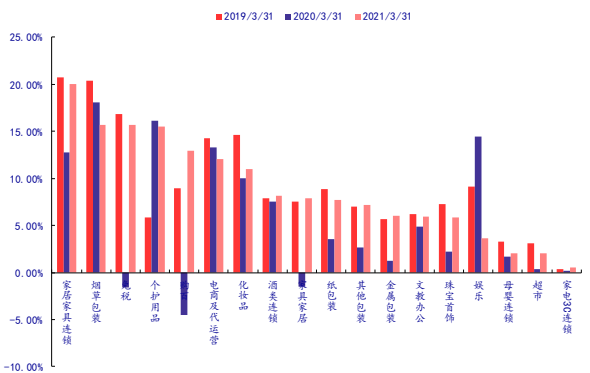
图 31：18-20 年细分行业销售净利率算术平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2020 年销售净利率算术平均值从高到低排列

图 33：19Q1-21Q1 细分行业销售净利率算术平均值趋势 (%)

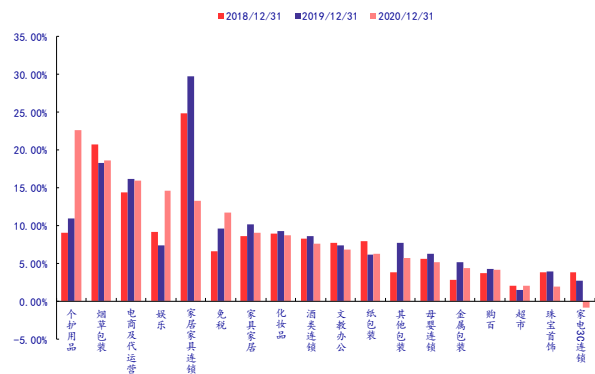


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2021Q1 销售净利率算术平均值从高到低排列

从趋势上来看，2018-2020 年营收加权平均值口径下销售净利率持续抬升的子行业包括“个护用品”与“免税”，其中“个护用品”子行业的销售净利率抬升主要得益于疫情期间社会防疫物资需求与个人和家庭卫生消杀类产品需求激增使得销售毛利率与销售净利率同步大幅提升，而“免税”子行业的销售净利率提升则主要是得益于产品结构高端化趋势延续与坪效、人效等效率指标明显改善所致。2019Q1-2021Q1 营收加权平均值口径下销售净利率持续上升的子行业包括“个护用品”以及“纸包装”，其中“纸包装”主要由于过去两年内纸浆价格高位回落后缓解了成本端压力推动毛利率改善致使销售净利率提升以及 2021Q1 兑现了自 2020Q4 开始演绎的全球经济复苏背景下通胀抬升预期对大宗商品价格的推波助澜助力行业阶段性进

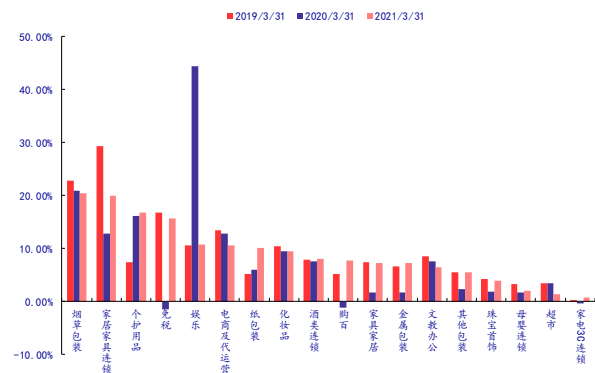
图 32：18-20 年细分行业销售净利率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2020 年销售净利率营收加权平均值从高到低排列

图 34：19Q1-21Q1 细分行业销售净利率营收加权平均值趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：横轴从左到右按 2021Q1 年销售净利率营收加权平均值从高到低排列

入“量价齐升”的高景气区间所致。

表 14: 过往三年细分行业不同口径下销售净利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均销售净利率持续抬升行业)

算数平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	营收加权平均	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31
个护用品	9.17%	11.13%	20.67%	个护用品	9.05%	10.90%	22.61%
烟草包装	20.69%	19.27%	19.46%	烟草包装	20.71%	18.23%	18.57%
电商及代运营	14.34%	15.20%	16.24%	电商及代运营	14.44%	16.18%	15.98%
家居家具连锁	16.54%	30.80%	13.65%	娱乐	9.18%	7.36%	14.58%
免税	6.58%	9.65%	11.67%	家居家具连锁	24.85%	29.76%	13.32%
化妆品	12.45%	10.74%	11.51%	免税	6.58%	9.65%	11.67%
购百	10.01%	7.66%	10.00%	家具家居	8.63%	10.20%	9.01%
家具家居	9.16%	10.50%	9.41%	化妆品	8.91%	9.28%	8.70%
酒类连锁	8.26%	8.55%	7.55%	酒类连锁	8.26%	8.55%	7.55%
文教办公	7.05%	5.83%	5.75%	文教办公	7.76%	7.34%	6.81%
母婴连锁	5.62%	6.27%	5.17%	纸包装	7.96%	6.13%	6.23%
其他包装	4.19%	8.57%	4.61%	其他包装	3.84%	7.66%	5.72%
金属包装	3.32%	4.99%	3.49%	母婴连锁	5.62%	6.27%	5.17%
娱乐	9.20%	4.03%	3.26%	金属包装	2.76%	5.19%	4.39%
超市	2.10%	1.02%	1.21%	购百	3.68%	4.27%	4.12%
纸包装	7.27%	6.01%	0.66%	超市	2.01%	1.49%	1.99%
家电 3C 连锁	1.58%	1.46%	-0.10%	珠宝首饰	3.85%	3.91%	1.92%
珠宝首饰	4.98%	3.72%	-9.83%	家电 3C 连锁	3.78%	2.71%	-0.90%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 15: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下销售净利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均销售净利率持续提升行业)

算数平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31	营收加权平均	2019/3/31	2020/3/31	2021/3/31
家居家具连锁	20.71%	12.79%	20.02%	烟草包装	22.73%	20.90%	20.38%
烟草包装	20.39%	18.12%	15.73%	家居家具连锁	29.40%	12.87%	20.02%
免税	16.84%	-1.57%	15.71%	个护用品	7.45%	16.19%	16.70%
个护用品	5.88%	16.11%	15.50%	免税	16.84%	-1.57%	15.71%
购百	8.93%	-4.49%	12.91%	娱乐	10.52%	44.41%	10.69%
电商及代运营	14.29%	13.33%	12.01%	电商及代运营	13.40%	12.74%	10.61%
化妆品	14.59%	9.99%	10.98%	纸包装	5.22%	5.98%	10.05%
酒类连锁	7.87%	7.55%	8.11%	化妆品	10.43%	9.46%	9.52%
家具家居	7.57%	-1.48%	7.86%	酒类连锁	7.87%	7.55%	8.11%
纸包装	8.85%	3.56%	7.74%	购百	5.22%	-1.13%	7.66%
其他包装	7.00%	2.64%	7.19%	家具家居	7.40%	1.68%	7.29%
金属包装	5.65%	1.27%	6.03%	金属包装	6.62%	1.61%	7.25%
文教办公	6.22%	4.83%	5.90%	文教办公	8.46%	7.54%	6.51%
珠宝首饰	7.25%	2.23%	5.83%	其他包装	5.48%	2.26%	5.52%
娱乐	9.15%	14.45%	3.60%	珠宝首饰	4.18%	1.84%	3.92%

母婴连锁	3.26%	1.70%	2.05%	母婴连锁	3.26%	1.70%	2.05%
超市	3.08%	0.34%	2.01%	超市	3.46%	3.38%	1.42%
家电 3C 连锁	0.39%	0.21%	0.55%	家电 3C 连锁	0.29%	-0.42%	0.66%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资展望与推荐标的：看好短期高弹性可选消费亮眼表现延续，建议关注中长期确定性成长的必需消费品

2020 注定是不平凡的一年，年初爆发的疫情让正在恢复中的国民经济被迫按下暂停键，但在这一过程中我们发现消费依然是那个看得见、摸得着、挺得住的高确定性产业。回首 2020 年，从一季度活动场景受限下的“囤货”到“宅经济”，再到二季度伊始“线上经济”全面引领整个消费复苏，在进入三季度后疫情时代以来以旅游、航空、酒店为代表的服务型消费开始展现出强劲的回暖趋势，四季度以来，可选消费成为主旋律，顺周期和订单弹性成为这个季度市场运行的核心因变量。

结合 2021Q1 各细分行业已经取得的成绩，展望 2021 年，我们认为内循环背景下的消费市场仍然充满变数，但中国的“产业升级”与“消费升级”两大趋势不会变，对应着中国迈向“先进制造”与“先进服务”的方向不会变，但在这一过程中，结构性的不对称、不匹配明显，部分领域消费升级节奏明显快于产业升级，传统行业依旧面临集中度低、有效市场供给不足等问题。而这次我们似乎看到了解决这一问题的重要抓手：要素市场化改革下的“产业数字化”。如果说 2016 年以来的去杠杆和供给侧改革更多的是作用于行业 beta 层面，那么产业数字化的大时代我们应该将更多的目光放在 alpha 端，让问题暴露在市场的牌桌上、解决在市场的牌桌上。2021 年我们在坚守优质企业的同时，建议重点把握各细分行业内数字化布局的先行企业。

综合前文中从基本面与估值两大层面对 2020 年及 2021 年一季度各细分行业的市场表现分析，我们认为在当前的国内消费环境之中，未来中长期仍有望延续自身景气周期的子行业主要包括：1) 化妆品；2) 免税；3) 文教办公；4) 个护用品；5) 家具家居。除此以外，我们建议关注“酒类连锁”行业的后续表现。具体落实到标的，我们基于 2021 年年度策略报告中的核心逻辑，即“在各自行业内可以率先利用数字化手段把握市场需求，加大有效供给投入，对自身经营效率优化改善的标的值得关注”：

- ① 化妆品行业，标的包括珀莱雅（603605.SH）、贝泰妮（300957.SZ）、上海家化（600315.SH）、丸美股份（603983.SH）；
- ② 免税行业，标的包括中国中免（601888.SH）；
- ③ 文教办公行业，标的包括晨光文具（603899.SH）；
- ④ 个护用品行业，标的包括中顺洁柔（002511.SZ）；
- ⑤ 家具家居行业，标的包括欧派家居（603833.SH）、顾家家居（603816.SH）、志邦家居（603801.SH）、金牌厨柜（603180.SH）；
- ⑥ 酒类连锁行业，标的包括华致酒行（300755.SZ）；

表 16: 标的公司盈利预测

股票代码	公司名称		营收规模 (亿元) 及增速 (%)				归母净利润规模 (亿元) 及增速 (%)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603605.SH	珀莱雅	规模	37.52	46.50	55.25	64.55	4.76	5.84	7.03	8.32
		增速	20.13%	23.91%	18.84%	16.83%	21.22%	22.77%	20.34%	18.32%
		EPS	2.37	2.91	3.5	4.15				
		PE	82	66	55	47				
300957.SZ	贝泰妮	规模	26.36	38.47	52.22	68.12	5.44	7.83	10.57	13.82
		增速	35.64%	45.93%	35.73%	30.44%	31.94%	44.10%	34.97%	30.69%
		EPS	1.51	1.85	2.5	3.26				
		PE	-	124	92	70				
600315.SH	上海家化	规模	70.32	81.70	90.26	101.08	4.30	4.48	6.15	8.93
		增速	-7.43%	16.17%	10.48%	11.99%	-22.78%	4.09%	37.27%	45.32%
		EPS	0.64	0.66	0.91	1.32				
		PE	72	55	40	27				
603983.SH	丸美股份	规模	17.45	21.63	25.35	28.97	4.64	5.46	6.29	7.14
		增速	-3.10%	23.93%	17.22%	14.30%	-9.81%	17.47%	15.21%	13.55%
		EPS	1.16	1.36	1.57	1.78				
		PE	42	41	36	31				
601888.SH	中国中免	规模	525.97	807.94	1101.74	1391.85	61.40	116.38	156.34	199.88
		增速	8.20%	53.61%	36.36%	26.33%	32.57%	89.55%	34.33%	27.85%
		EPS	3.14	5.96	8.01	10.24				
		PE	90	52	39	30				
603899.SH	晨光文具	规模	131.38	162.95	197.15	233.57	12.55	15.06	18.78	23.45
		增速	17.92%	24.03%	20.99%	18.47%	18.44%	20.00%	24.69%	24.84%
		EPS	1.36	1.62	2.03	2.53				
		PE	70	57	45	36				
002511.SZ	中顺洁柔	规模	78.24	91.06	109.30	147.43	9.06	12.43	15.18	20.41
		增速	17.91%	16.39%	20.04%	34.88%	50.05%	37.21%	22.14%	34.44%
		EPS	0.69	0.95	1.16	1.56				
		PE	43	31	25	19				
603833.SH	欧派家居	规模	147.40	180.04	207.32	232.62	20.63	24.93	29.67	34.07
		增速	8.91%	22.15%	15.15%	12.20%	12.13%	20.87%	19.00%	14.82%
		EPS	3.42	4.14	4.93	5.66				
		PE	42	37	31	27				
603816.SH	顾家家居	规模	126.66	152.42	184.90	218.08	8.45	16.31	18.71	20.99
		增速	14.17%	20.34%	21.31%	17.95%	-27.19%	92.89%	14.73%	12.18%
		EPS	1.34	2.58	2.96	3.32				
		PE	59	31	27	24				
603801.SH	志邦家居	规模	38.40	48.63	59.25	71.30	3.95	5.08	6.38	7.76

		增速	29.65%	26.62%	21.84%	20.34%	20.04%	28.51%	25.63%	21.52%
		EPS	1.77	2.28	2.86	3.47				
		PE	33	24	19	16				
603180.SH	金牌厨柜	规模	26.40	33.49	41.35	49.28	2.93	3.62	4.51	5.43
		增速	24.20%	26.86%	23.48%	19.19%	20.68%	23.54%	24.66%	20.59%
		EPS	2.83	3.50	4.36	5.26				
		PE	20	19	15	13				
300755.SZ	华致酒行	规模	49.41	67.41	85.41	106.31	3.73	5.30	6.91	8.87
		增速	32.20%	36.42%	26.70%	24.47%	16.82%	42.00%	30.41%	28.37%
		EPS	0.9	1.27	1.66	2.13				
		PE	31	27	21	16				

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2021 年 5 月 14 日

注: 中国中免 (601888.SH) 为 Wind 一致预测数据。

六、风险提示

行业内竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险; 产能与实际需求不匹配 (产能过剩或是产能不足) 的风险; 门店或是渠道扩张铺设效果不及预期的风险; 房地产销售持续低迷的风险; CPI 表现不及预期的风险。

七、附录

表 17: 细分行业所包含的股票标的详情

股票代码	股票简称	行业分类	股票代码	股票简称	行业分类
603031.SH	安德利	超市	603992.SH	松霖科技	家具家居
600827.SH	百联股份	超市	002572.SZ	索菲亚	家具家居
600861.SH	北京城乡	超市	605268.SH	王力安防	家具家居
002251.SZ	步步高	超市	603326.SH	我乐家居	家具家居
605188.SH	国光连锁	超市	603008.SH	喜临门	家具家居
002697.SZ	红旗连锁	超市	603600.SH	永艺股份	家具家居
600361.SH	华联综超	超市	002489.SZ	浙江永强	家具家居
603708.SH	家家悦	超市	605080.SH	浙江自然	家具家居
601116.SH	三江购物	超市	603801.SH	志邦家居	家具家居
002264.SZ	新华都	超市	603709.SH	中源家居	家具家居
601933.SH	永辉超市	超市	002701.SZ	奥瑞金	金属包装
000759.SZ	中百集团	超市	601968.SH	宝钢包装	金属包装
002803.SZ	吉宏股份	电商及代运营	002969.SZ	嘉美包装	金属包装
605136.SH	丽人丽妆	电商及代运营	002752.SZ	昇兴股份	金属包装
002127.SZ	南极电商	电商及代运营	002846.SZ	英联股份	金属包装
003010.SZ	若羽臣	电商及代运营	300755.SZ	华致酒行	酒类连锁
300792.SZ	壹网壹创	电商及代运营	601888.SH	中国中免	免税
300785.SZ	值得买	电商及代运营	603214.SH	爱婴室	母婴连锁
600865.SH	百大集团	购百	300501.SZ	海顺新材	其他包装
603123.SH	翠微股份	购百	300539.SZ	横河精密	其他包装
000679.SZ	大连友谊	购百	003018.SZ	金富科技	其他包装
600694.SH	大商股份	购百	300849.SZ	锦盛新材	其他包装
600693.SH	东百集团	购百	603607.SH	京华激光	其他包装
000501.SZ	鄂武商 A	购百	600076.SH	康欣新材	其他包装
002187.SZ	广百股份	购百	002243.SZ	力合科创	其他包装
601086.SH	国芳集团	购百	002825.SZ	纳尔股份	其他包装
600814.SH	杭州解百	购百	603021.SH	山东华鹏	其他包装
000417.SZ	合肥百货	购百	003003.SZ	天元股份	其他包装
000882.SZ	华联股份	购百	300057.SZ	万顺新材	其他包装
603101.SH	汇嘉时代	购百	002735.SZ	王子新材	其他包装
600738.SH	丽尚国潮	购百	002014.SZ	永新股份	其他包装
601366.SH	利群股份	购百	002374.SZ	中锐股份	其他包装
600828.SH	茂业商业	购百	000659.SZ	珠海中富	其他包装
600682.SH	南京新百	购百	600210.SH	紫江企业	其他包装
600712.SH	南宁百货	购百	003006.SZ	百亚股份	个护用品
600857.SH	宁波中百	购百	605009.SH	豪悦护理	个护用品
600697.SH	欧亚集团	购百	300877.SZ	金春股份	个护用品

600838.SH	上海九百	购百	300888.SZ	稳健医疗	个护用品
600723.SH	首商股份	购百	300658.SZ	延江股份	个护用品
002419.SZ	天虹股份	购百	002511.SZ	中顺洁柔	个护用品
000419.SZ	通程控股	购百	603899.SH	晨光文具	文教办公
600891.SH	退市秋林	购百	002301.SZ	齐心集团	文教办公
600859.SH	王府井	购百	002751.SZ	易尚展示	文教办公
601010.SH	文峰股份	购百	601515.SH	东风股份	烟草包装
600785.SH	新华百货	购百	603429.SH	集友股份	烟草包装
600628.SH	新世界	购百	002951.SZ	金时科技	烟草包装
002561.SZ	徐家汇	购百	002191.SZ	劲嘉股份	烟草包装
600824.SH	益民集团	购百	000812.SZ	陕西金叶	烟草包装
600858.SH	银座股份	购百	002836.SZ	新宏泽	烟草包装
002277.SZ	友阿股份	购百	603058.SH	永吉股份	烟草包装
600778.SH	友好集团	购百	603398.SH	邦宝益智	娱乐
000715.SZ	中兴商业	购百	300703.SZ	创源股份	娱乐
600729.SH	重庆百货	购百	002348.SZ	高乐股份	娱乐
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	300329.SZ	海伦钢琴	娱乐
688363.SH	华熙生物	化妆品	002862.SZ	实丰文化	娱乐
300955.SZ	嘉亨家化	化妆品	605299.SH	舒华体育	娱乐
300856.SZ	科思股份	化妆品	002605.SZ	姚记科技	娱乐
603630.SH	拉芳家化	化妆品	002678.SZ	珠江钢琴	娱乐
600249.SH	两面针	化妆品	002235.SZ	安妮股份	纸包装
002919.SZ	名臣健康	化妆品	600966.SH	博汇纸业	纸包装
603605.SH	珀莱雅	化妆品	000488.SZ	晨鸣纸业	纸包装
002094.SZ	青岛金王	化妆品	603687.SH	大胜达	纸包装
300132.SZ	青松股份	化妆品	002117.SZ	东港股份	纸包装
600315.SH	上海家化	化妆品	600433.SH	冠豪高新	纸包装
300740.SZ	水羊股份	化妆品	002228.SZ	合兴包装	纸包装
603983.SH	丸美股份	化妆品	600356.SH	恒丰纸业	纸包装
002637.SZ	赞宇科技	化妆品	002229.SZ	鸿博股份	纸包装
002416.SZ	爱施德	家电 3C 连锁	600308.SH	华泰股份	纸包装
002024.SZ	苏宁易购	家电 3C 连锁	002799.SZ	环球印务	纸包装
000829.SZ	天音控股	家电 3C 连锁	002067.SZ	景兴纸业	纸包装
000785.SZ	居然之家	家居家具连锁	002012.SZ	凯恩股份	纸包装
601828.SH	美凯龙	家居家具连锁	300883.SZ	龙利得	纸包装
603389.SH	亚振家居	家具家居	000815.SZ	美利云	纸包装
603221.SH	爱丽家居	家具家居	002303.SZ	美盈森	纸包装
603059.SH	倍加洁	家具家居	600235.SH	民丰特纸	纸包装
003023.SZ	彩虹集团	家具家居	002521.SZ	齐峰新材	纸包装
603615.SH	茶花股份	家具家居	600103.SH	青山纸业	纸包装
000910.SZ	大亚圣象	家具家居	603165.SH	荣晟环保	纸包装

002631. SZ	德尔未来	家具家居	605500. SH	森林包装	纸包装
300640. SZ	德艺文创	家具家居	600567. SH	山鹰国际	纸包装
300749. SZ	顶固集创	家具家居	002565. SZ	顺灏股份	纸包装
603226. SH	菲林格尔	家具家居	002078. SZ	太阳纸业	纸包装
601996. SH	丰林集团	家具家居	605007. SH	五洲特纸	纸包装
603816. SH	顾家家居	家具家居	603733. SH	仙鹤股份	纸包装
002084. SZ	海鸥住工	家具家居	603499. SH	翔港科技	纸包装
003011. SZ	海象新材	家具家居	603022. SH	新通联	纸包装
603898. SH	好莱客	家具家居	600793. SH	宜宾纸业	纸包装
603848. SH	好太太	家具家居	002831. SZ	裕同科技	纸包装
603661. SH	恒林股份	家具家居	600963. SH	岳阳林纸	纸包装
603385. SH	惠达卫浴	家具家居	002740. SZ	爱迪尔	珠宝首饰
603408. SH	建霖家居	家具家居	002345. SZ	潮宏基	珠宝首饰
603208. SH	江山欧派	家具家居	002731. SZ	萃华珠宝	珠宝首饰
603180. SH	金牌厨柜	家具家居	000026. SZ	飞亚达	珠宝首饰
600337. SH	美克家居	家具家居	002721. SZ	金一文化	珠宝首饰
603313. SH	梦百合	家具家居	603900. SH	莱绅通灵	珠宝首饰
603833. SH	欧派家居	家具家居	600612. SH	老凤祥	珠宝首饰
002853. SZ	皮阿诺	家具家居	300945. SZ	曼卡龙	珠宝首饰
603610. SH	麒盛科技	家具家居	002574. SZ	明牌珠宝	珠宝首饰
603818. SH	曲美家居	家具家居	600655. SH	豫园股份	珠宝首饰
300616. SZ	尚品宅配	家具家居	600916. SH	中国黄金	珠宝首饰
002240. SZ	盛新锂能	家具家居	002867. SZ	周大生	珠宝首饰

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 商贸零售&轻工制造行业一体化投资框架路径图 (标的详细拆分见附录)	3
图 2: 2020 年及 2021Q1 中信行业分类下全市场市值变动幅度 (%)	4
图 3: 2020 年及 2021Q1 细分行业市值变动幅度 (%)	5
图 4: 各细分子行业 2020 年全年及 2021Q1 市值变化幅度 (%)	5
图 5: 剔除增幅过高的个护、免税与化妆品后其余子行业表现 (%)	5
图 6: 2020 年年初至今行业整体及其细分行业 PE (TTM) 涨跌情况 (倍)	7
图 7: 2020 年全年各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)	8
图 8: 2021Q1 各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)	8
图 9: 2020 年全市场各行业归母净利润同比变化 (%)	9
图 10: 2021Q1 全市场各行业归母净利润同比变化 (%)	9
图 11: 2020 年全年各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)	10
图 12: 2021Q1 各细分行业估值扩张与萎缩情况 (%)	10
图 13: 2020 年全年各细分行业估值与业绩变化综合情况 (%)	11
图 14: 2021Q1 各细分行业估值与业绩变化综合情况 (%)	11
图 15: 18-20 年及 19Q1-21Q1 子行业基金持股占自由流通股 (%)	12
图 16: 18-20 年及 19Q1-21Q1 子行业基金持仓市值占流通市值 (%)	12
图 17: 18-20 年细分行业基金持仓市值占自由流通市值比重 (%)	14
图 18: 2019Q1-2021Q1 细分行业基金持仓市值占流通市值 (%)	14
图 19: 18-20 年 A 股各行业营收规模增速趋势 (%)	16
图 20: 2019Q1-2021Q1 A 股各行业营收规模增速趋势 (%)	16
图 21: 18-20 年细分行业营收规模增速趋势 (%)	16
图 22: 2019Q1-2021Q1 细分行业营收规模增速趋势 (%)	16
图 23: 18-20 年细分行业综合毛利率算数平均值趋势 (%)	18
图 24: 18-20 年细分行业综合毛利率营收加权平均值趋势 (%)	18
图 25: 19Q1-21Q1 细分行业综合毛利率算数平均值趋势 (%)	18
图 26: 19Q1-21Q1 细分行业综合毛利率营收加权平均值趋势 (%)	18
图 27: 18-20 年细分行业综合费用率算数平均值趋势 (%)	20
图 28: 18-20 年细分行业综合费用率营收加权平均值趋势 (%)	20
图 29: 19Q1-21Q1 细分行业综合费用率算数平均值趋势 (%)	21
图 30: 19Q1-21Q1 细分行业综合费用率营收加权平均值趋势 (%)	21
图 31: 18-20 年细分行业销售净利率算数平均值趋势 (%)	23
图 32: 18-20 年细分行业销售净利率营收加权平均值趋势 (%)	23
图 33: 19Q1-21Q1 细分行业销售净利率算数平均值趋势 (%)	23
图 34: 19Q1-21Q1 细分行业销售净利率营收加权平均值趋势 (%)	23

表格目录

表 1: 过往三年与过往三年 Q1 各细分行业市值变动情况 (%) (标红为 2020 年/2021Q1 增幅前五)	6
表 2: 2020 年及 2021Q1 各细分子行业发展趋势评判表 (标红为结论最优/趋势好&2020 年至今市值增幅前十)	6

表 3: 过往三年与过往三年 Q1 各细分行业 PE (TTM) 绝对值情况 (%) (标红为估值持续扩张)	8
表 4: 过往三年与过往三年 Q1 各细分行业归母净利润同比增速情况 (%) (标红为 2020 年/2021Q1 前五)	10
表 5: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业市值变化按估值与业绩拆分 (%) (标红为 20 年/21Q1 市值增幅前 3)	11
表 6: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业基金持股占自由流通股比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)	12
表 7: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业基金持仓市值占流通总市值比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)	13
表 8: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业沪深港通持仓市值占自由流通市值比例 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)	14
表 9: 过往三年与过往三年 Q1 细分行业营收规模同比增速情况 (%) (标红为 20 年/21Q1 均位居前五)	17
表 10: 过往三年细分行业不同口径下综合毛利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均毛利率持续提升行业)	19
表 11: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下综合毛利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均毛利率持续提升行业)	19
表 12: 过往三年细分行业不同口径下综合费用率对比情况 (%) (标红为营收加权平均费用率持续下降行业)	21
表 13: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下综合费用率对比情况 (%) (标红为营收加权平均费用率持续下降行业)	22
表 14: 过往三年细分行业不同口径下销售净利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均销售净利率持续抬升行业)	24
表 15: 过往三年 Q1 细分行业不同口径下销售净利率对比情况 (%) (标红为营收加权平均销售净利率持续提升行业)	24
表 16: 标的公司盈利预测	26
表 17: 细分行业所包含的股票标的详情	28

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

章鹏：现任零售及轻工行业分析师，2019年3月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长产业链比较。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn