

## 商贸零售

报告原因：定期报告

2021年6月3日

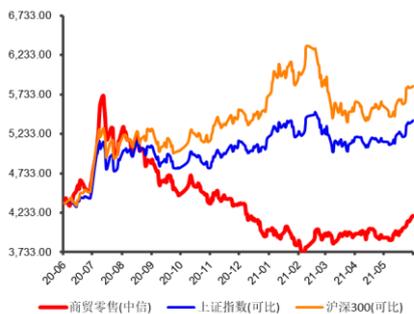
## 商贸零售行业月度投资策略

高基数影响社零增速放缓，关注“618”对年中销售的带动 看好

评级

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 5 月投资策略：升级类消费品增长较快，假期带动客流销售双提升

零售行业 2020 年年报&2021 年一季报综述：全年营收净利均呈下降，Q1 盈利能力改善明显

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

➤ 5 月 CS 商贸零售行业上涨 6.8%，较上年同期下降了 0.81pct，跑赢大盘 2.74pct。行业 5 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 8，处于上游位置，较上月大幅提升。5 月市场整体上涨带动行业上涨，但受到消费淡季及个股表现分化的影响，行业表现不及去年同期，在市场竞争日趋激烈的环境下，零售各板块缺乏拉动实质增长的有效驱动力。

➤ 从子板块来看，5 月 CS 零售三级子行业多呈上涨状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是家电 3C、其他连锁、贸易，涨跌幅分别为 18.38%、14.93%、11.90%。珠宝首饰板块在经历过上月整体回调后，当月龙头个股涨跌互现；电商板块稳健上涨，上月跌幅较深，当月有所回升，除 ST 股以外，个股表现多呈上涨。

➤ 5 月 CS 商贸零售的 PE 估值水平整体呈现回升态势，上半月略有下调，下半月估值水平显著回升，月末升至 53X 估值线附近。整体来看 5 月平均 PE 水平为 52.1X，较上月大幅回落，主要受到年报一季报披露后板块业绩下滑，导致整体 PE 估值水平下行影响。

#### 行业月度数据跟踪

➤ 4 月 CPI 同比上涨 0.9%。从结构上看，推动 CPI 涨幅扩大的主要因素是非食品里交通费用中的飞机票和汽柴油价格的上涨。据测算，在 4 月份 0.9% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.1pct，而上月为 -0.6pct；新涨价影响约为 0.8pct，比上月回落 0.2pct。当月 CPI 环比下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.2pct，4 月国内消费需求继续恢复，物价运行总体平稳。

➤ 4 月社零同比增长 17.7%，市场销售同比增速有所回落，但比 2019 年同期增长 8.8%，两年平均增速为 4.3%。今年 4 月的市场销售基数明显高于 3 月，是月度增速回落较大的重要原因。消费市场整体恢复态势仍在延续，传统消费提质升级，新型消费蓬勃发展，服务消费持续回暖。在商品零售方面，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恢复态势较好，其中中高端消费增长较快，但单品类增速较 3 月均有不同程度的回落。网上零售继续保持较快增长，线上渗透率环比持续回升。1-4 月实物商品网上零售额同比增长 23.1%，



两年平均增长 15.6%，比一季度两年平均增速加快 0.2pct。线上渗透率为 22.2%，同比下降 1.9pct，但环比提升 0.3pct。

➤ 伴随接触型消费的快速恢复，实体零售继续改善，但复苏态势有所放缓。据测算，1-4 月实体店消费品零售额同比增长 31.6%，较 2019 年同期增长 3.1%，两年平均增长 1.5%，两年平均增速较一季度放缓 0.1pct，实体零售恢复态势有所放缓。在实体店零售中，1-4 月的限额以上超市、专业店和百货店两年平均增速分别比一季度加快 0.1pct、0.6pct 和 0.8pct。

#### 行业动态新闻

- 2021 中国便利店发展报告出炉，线上运营占比 20%；
- 《网络直播营销管理办法（试行）》正式实施，明确行为红线；
- 盒马押宝自有品牌，2021 年将孵化 100 个新品牌。

#### 投资策略

➤ 电商年中购物节“618”在月初已经开启，一方面品牌方清理库存集中提振上半年销售，但更重要的是利用活动氛围曝光新品宣传和为品牌沉淀用户资产。在电商大促越来越频繁的时代，平台也在不断优化内容展示以提升转化效率。本次 618 建议关注新国货领域的产品和品牌升级对于销量的带动，典型消费品如国货化妆品和黄金珠宝。此外，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 .....	8
2.3 全国大中型零售企业销售额数据 .....	10
2.4 五大零售集团及电商渗透率动态 .....	11
3. 行业动态新闻 .....	12
4. 投资建议 .....	13
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

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



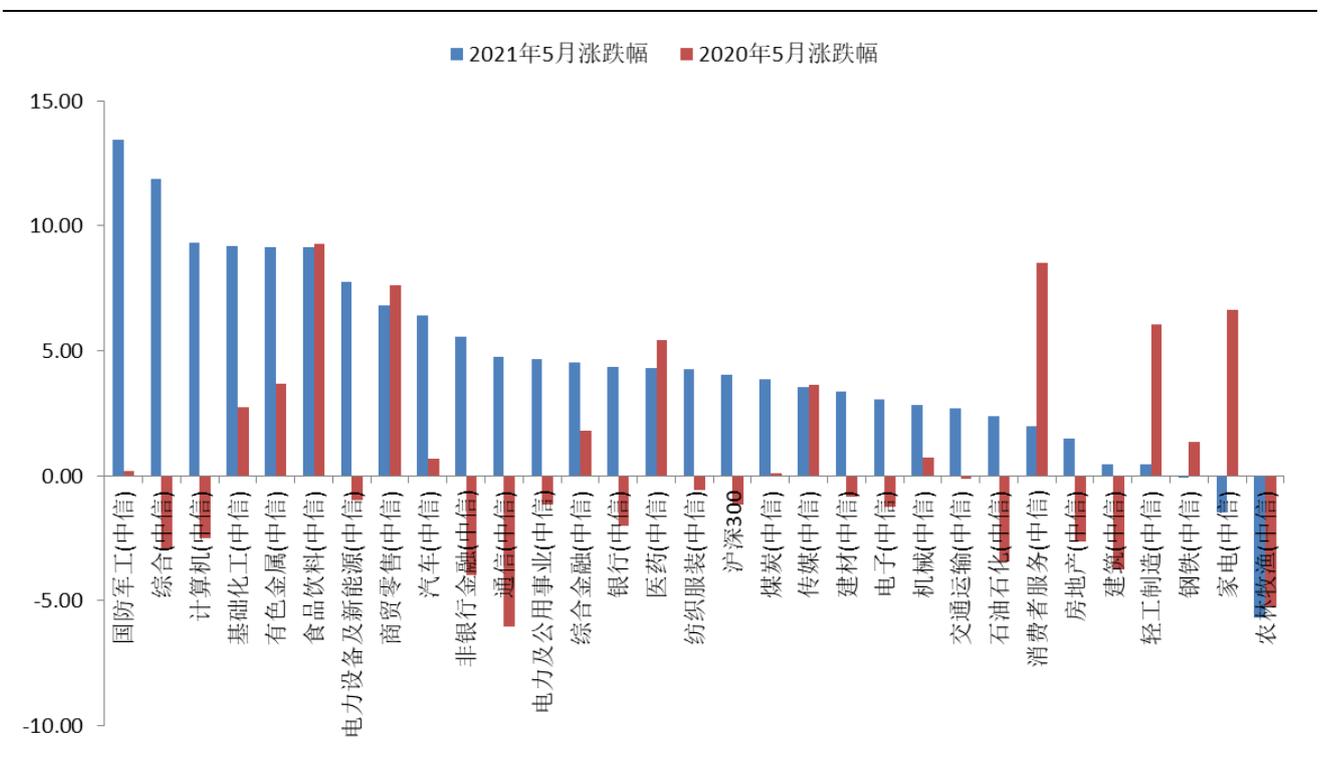
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） .....	9
图 11：限上单位必选消费品零售额当月同比增速.....	9
图 12：限上单位可选消费品零售额当月同比增速 .....	9
图 13：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 .....	10
图 14：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% .....	10
图 15：网下实体店消费品零售额月度增速（%） .....	11
图 16：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） .....	11
图 17：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势） .....	12
图 18：整体快消品在全国一到五线城市的电商渗透率 .....	12

## 1. 行业市场表现回顾

### 1.1 一级行业概况

2021年5月，CS 商贸零售行业上涨 6.8%，较上年同期下降了 0.81pct，跑赢大盘 2.74pct。5 月中信一级 30 个行业中有九成呈现上涨状态，消费各板块呈现不同程度的上涨，食品领涨，零售、汽车紧随其后，涨幅居前。CS 商贸零售行业 5 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 8，处于上游位置，较上月大幅提升。5 月市场整体上涨带动行业上涨，但受到消费淡季及个股表现分化的影响，行业表现不及去年同期，在市场竞争日趋激烈的环境下，零售各板块缺乏拉动实质增长的有效驱动力。

图 1：2021 年 5 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

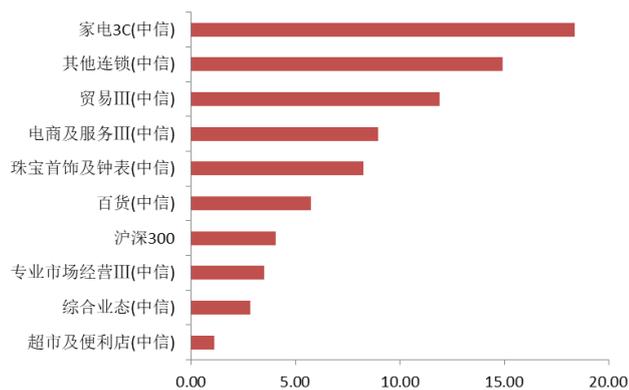
### 1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，5 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家电 3C、其他连锁、贸易，涨跌幅分别为 18.38%、14.93%、11.90%。5 月行业整体涨幅居前，各子板块均呈上涨，且多数板块表现好于沪深 300。连锁各子板块涨幅居前，其中家电 3C 和其他连锁因板块成分股较少，板块上涨主要受到个股大幅上涨的带动；珠宝首饰板块在经历过上月整体回调后，当月龙头个股涨跌互现。电商板块稳健上涨，上月跌幅较深，当月有所回升，除 ST 股以外，个股表现多呈上涨。百货板块小幅上涨，板

块估值水平较低，多数个股保持上涨态势。

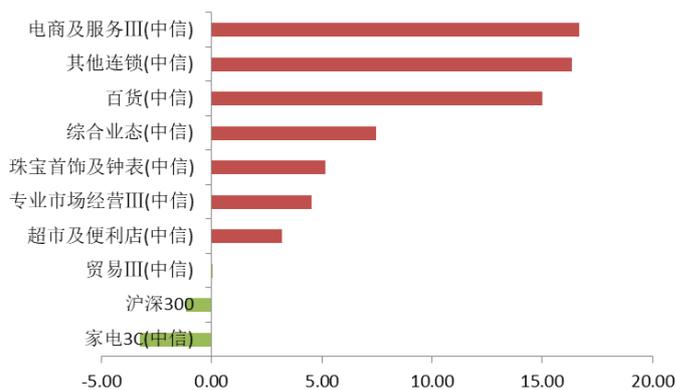
5月SW商业贸易主力净入额为-45.55亿元，在申万一级28个行业中位列第4。5月SW商贸三级子行业的主力资金净值均为流出状态，其中SW一般物业经营主力资金净流出6,992.92万元，流出最少；而SW多业态零售流出资金最多，净流出12.20亿元。

图2：CS商贸零售子版块2021年5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5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，5月有82家上市公司收涨，涨幅居前的有东方银星、ST宏图、丽尚国潮、星徽股份和值得买，月涨幅均超过30%，其中东方银星涨幅最高，当月收涨93.96%，主要受到公司参股芯片行业影响；共有30家上市公司收跌，跌幅较深的有\*ST跨境、\*ST商城，月收跌幅度均超过20%，其中\*ST跨境当月收跌41.88%，跌幅最深。5月行业个股多呈上涨。

表1：2021年5月个股涨跌幅情况(%)

5月涨幅前十的个股			5月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
600753.SH	东方银星	93.96	002640.SZ	*ST跨境	-41.88
600122.SH	ST宏图	41.13	600306.SH	*ST商城	-20.90
600738.SH	丽尚国潮	38.20	301001.SZ	凯淳股份	-14.65
300464.SZ	星徽股份	32.21	002867.SZ	周大生	-12.55
300785.SZ	值得买	31.60	000026.SZ	飞亚达	-10.80
300755.SZ	华致酒行	27.00	002818.SZ	富森美	-9.76
002127.SZ	南极电商	26.24	600774.SH	汉商集团	-9.66
600241.SH	ST时万	25.41	600145.SH	*ST新亿	-9.22
300945.SZ	曼卡龙	22.96	605266.SH	健之佳	-5.82
600735.SH	新华锦	22.90	600859.SH	王府井	-3.56

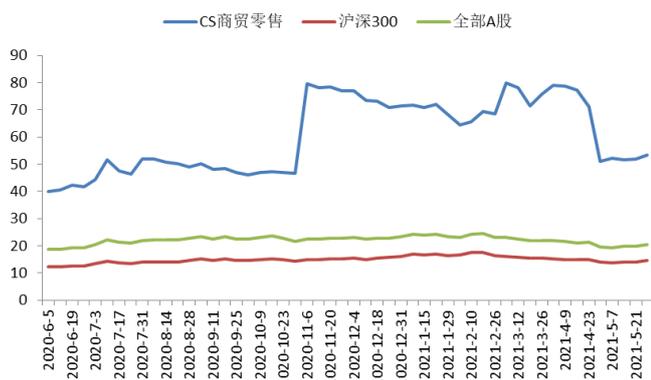
数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.4 行业估值情况

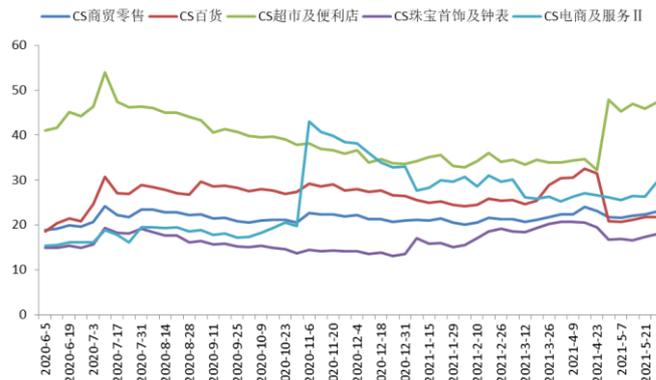
5月CS商贸零售的PE估值水平整体呈现回升态势，上半月略有下调，下半月估值水平显著回升，月末升至53X估值线附近。整体来看5月平均PE水平为52.1X，较上月大幅回落，主要受到年报一季报披露后板块业绩下滑，导致整体PE估值水平下行影响。若剔除负值影响，5月平均PE水平为22.3X，较上月小幅回落，主要受到百货和珠宝板块PE估值水平下降的影响。考虑到负值效应将百货板块PE水平抬高到110X以上，电商及服务PE水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块PE进行月度对比。

子板块方面，5月各个子板块PE估值延续上月分化态势，各板块估值水平均有不同程度的提升，其中超市板块PE最高，珠宝板块PE最低。整体来看，电商板块PE水平提升最多。超市板块PE最高，月初有所回落但中旬开始持续攀升，且高于行业整体的平均PE水平。电商板块PE月中波动较大、提升最多，板块PE仅次于超市，并高于行业平均水平。百货和珠宝板块表现相对稳定，月中PE涨幅相近，板块PE水平均低于行业平均。

图5：CS商贸零售、上证综指历史估值水平PE（TTM） 图6：CS商贸零售子板块估值水平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4月，CPI同比上涨0.9%，涨幅比上月扩大0.5pct。其中食品价格下降0.7%，降幅与上月相同，影响CPI下降约0.14pct；非食品价格上涨1.3%，涨幅比上月扩大0.6pct，影响CPI上涨约1.05pct。食品中的畜肉类价格下降10.3%，影响CPI下降约0.44pct，随着生猪产能恢复，猪肉价格下降21.4%，降幅比上月扩大3.0pct，影响CPI下降约0.49pct。水产品价格上涨11.3%，影响CPI上涨约0.20pct，其中淡水鱼价格上涨26.4%。羊肉、牛肉和鸡蛋价格分别上涨9.4%、4.1%和8.6%，涨幅均有扩大。鲜果价格上涨2.7%，影响CPI上涨约0.05pct。鸡肉和鸭肉价格分别下降8.0%和2.0%，降幅均收窄0.6pct。鲜菜价格下降1.3%，

影响 CPI 下降约 0.03pct。非食品中的七大类价格同比六涨一降，交通通信价格上涨 4.9%，其中飞机票、汽油和柴油价格分别上涨 26.9%、20.1%和 21.9%；文化娱乐服务和教育服务价格分别上涨 2.2%和 2.0%，文娱耐用消费品和大型家用器具价格分别上涨 1.0%和 0.1%。据测算，在 4 月份 0.9%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.1pct，而上月为-0.6pct；新涨价影响约为 0.8pct，比上月回落 0.2pct。从结构上看，推动 CPI 涨幅扩大的主要因素是非食品里交通费用中的飞机票和汽柴油价格的上涨。

图 7：CPI 当月同比、环比（%）

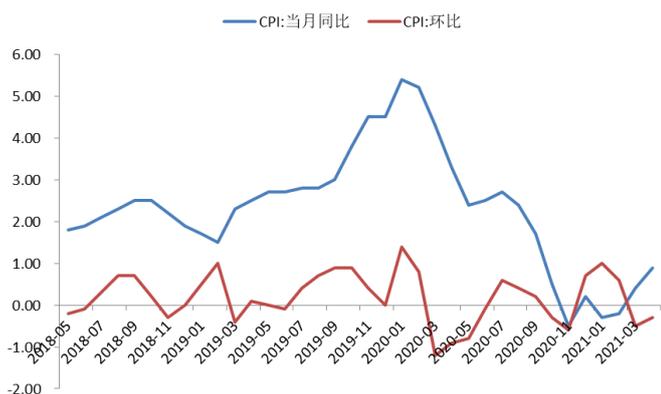
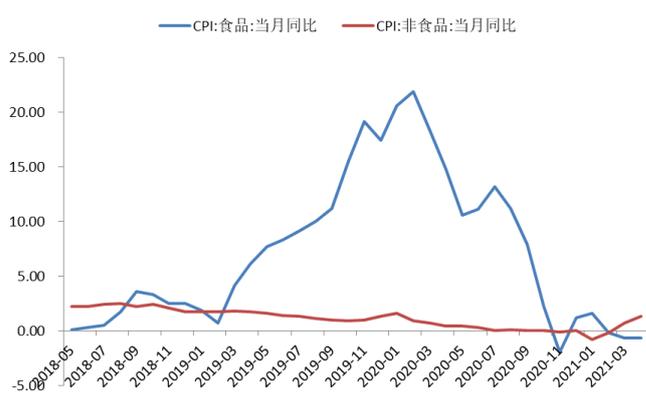


图 8：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

从环比看，CPI 下降 0.3%，降幅比上月收窄 0.2pct，4 月国内消费需求继续恢复，物价运行总体平稳。其中，食品价格下降 2.4%，降幅收窄 1.2pct，影响 CPI 下降约 0.45pct；非食品价格上涨 0.2%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.19pct。食品中的食品烟酒类价格环比下降 1.5%，影响 CPI 下降约 0.44pct。畜肉类价格下降 6.1%，影响 CPI 下降约 0.24pct，随着生猪生产持续恢复，加之消费需求有所回落，猪肉价格继续下降 11.0%，影响 CPI 下降约 0.22pct。鲜菜和鲜果上市量增加，价格分别下降 8.8%和 3.8%，分别影响 CPI 下降约 0.19pct 和 0.08pct。受供给减少及饲料成本上涨等因素影响，水产品价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.06pct，其中淡水鱼价格上涨 9.8%。非食品中的七大类价格环比六涨一平。疫情防控形势较好叠加节日因素影响，居民出行大幅增加，其中飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格分别上涨 21.6%、5.3%、4.3%和 3.9%；受原材料价格上涨影响，电冰箱、洗衣机、电视机、笔记本电脑和自行车等工业消费品价格均有上涨，涨幅在 0.6%-1.0%之间。

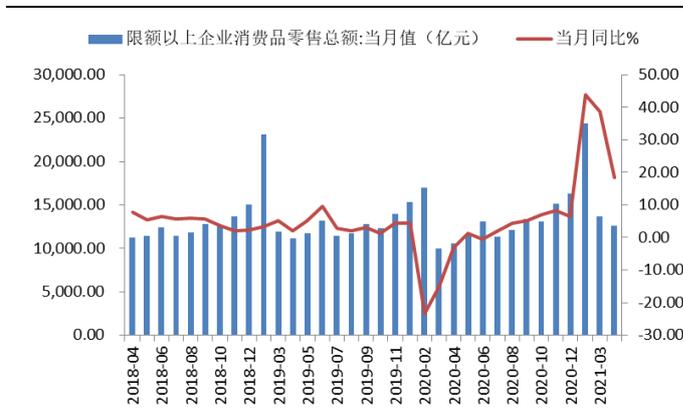
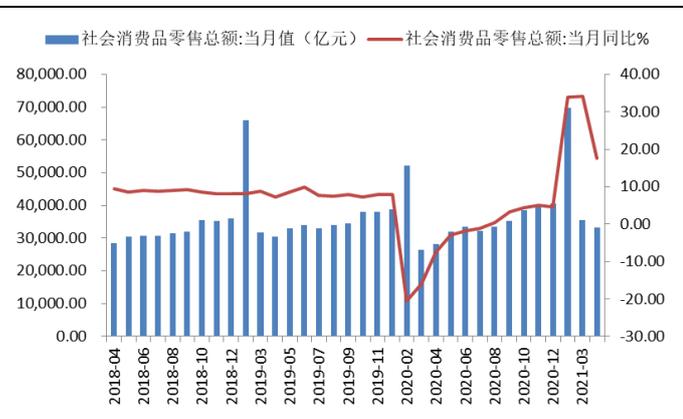
## 2.2 社会消费品零售数据

2021 年 4 月社会消费品零售总额 33153 亿元，同比增长 17.7%，市场销售同比增速有所回落，但比 2019 年 4 月份增长 8.8%，两年平均增速为 4.3%。4 月社零增速较上月回落 16.5pct，增速回落主要受到去年同期基数变动、前期部分消费需求在 3 月份释放等因素影响。今年 4 月的市场销售基数明显高于 3 月，是月度增速回落较大的重要原因。年初受疫情影响的部分消费需求在 3 月释放，导致 3 月社零总额增速较高。从

环比看，4月社零总额增长0.32%，消费市场整体恢复态势仍在延续，传统消费提质升级，新型消费蓬勃发展，服务消费持续回暖。按经营单位所在地分，乡村市场销售快速回升。4月城镇消费品零售额28888亿元，同比增长17.6%，两年平均增长4.3%；乡村消费品零售额4265亿元，增长17.8%，两年平均增长4.3%。

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（%）



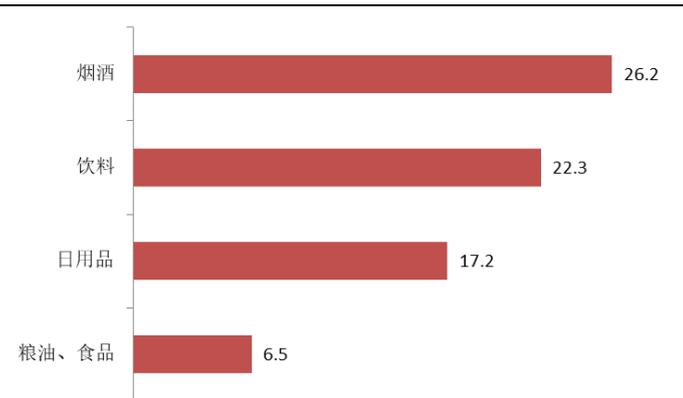
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着就业扩大、收入增加、消费环境改善，居民整体消费能力也在提高，4月商品零售同比增长15.1%，两年平均增长4.8%，多数商品零售类别均保持了增长。从商品类别看，限上单位全部18个类别商品中有13类商品零售额同比增速超过10%，基本生活类商品消费继续保持较快增长。4月烟酒、饮料和日用品类同比分别增长26.2%、22.3%、17.2%，增速环比下降21.2pct、11pct、13.5pct，主要受到上月消费需求集中释放带来的高基数影响。粮油食品类在上年同期高增长的基础上，同比增长6.5%，增速环比下降1.8pct。目前粮食生产总体稳定，库存保持比较高的水平，不过今年以来粮食价格同比水平逐月回落。

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

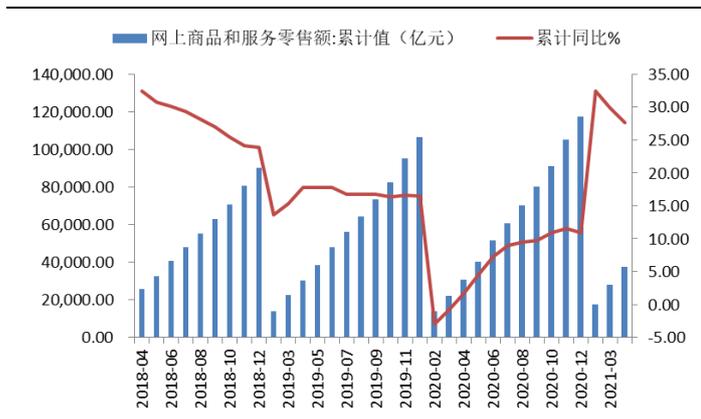
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

消费升级类商品销售恢复态势较好，其中中高端消费增长较快，10类商品零售额两年平均增速超过10%，但单品类增速较3月均有不同程度的回落。4月限上汽车类商品零售额同比增长16.1%，增速环比回落32.6pct，主要受到去年同期疫情影响开始减弱的影响，同时4月是传统汽车消费淡季，受清明民俗影响，加之北方

地区进入农忙时节等因素，部分地区购车需求有所降低。不过 5 月多地举办车展，大批新车首发上市，消费者持币待购氛围浓重，预计 5 月汽车消费需求将得到有效释放。

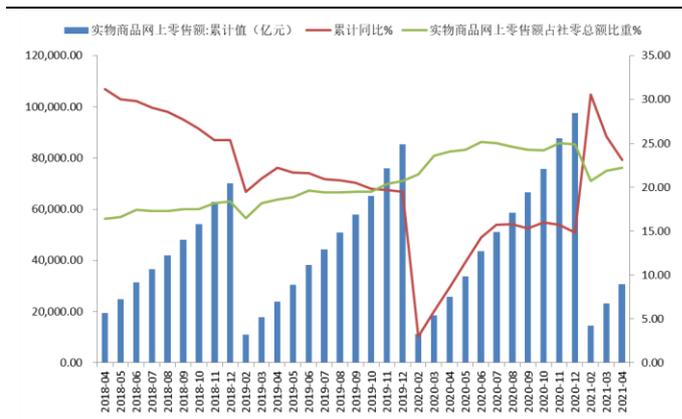
部分消费升级类商品如通讯器材类、金银珠宝类和化妆品类等商品零售额两年平均增速均超过 10%，4 月海南离岛免税店免税商品销售额同比增长 2.5 倍，上海一些大型购物中心、奥特莱斯销售额同比增长 60% 以上，一些老字号金银珠宝企业中高端产品销售额增长 1 倍以上。4 月金银珠宝类零售额同比增长 48.3%，虽然增速逐月回落，但绝对值上仍保持较高增长，主要受到去年同期基数较低，以及天气转暖后婚庆需求逐渐恢复的影响。化妆品类同比增长 17.8%，增速环比回落 24.7pct，主要受到一季度行业销售高增长，消费需求集中释放的影响。通讯器材类同比增长 14.2%，增速环比回落 9.3pct，主要受到新机上市机型减少和手机总体出货量同比下降的影响。居住类商品增长分化但增速均有回落，4 月家具类和家电音像类同比分别增长 21.7% 和 6.1%，增速环比分别回落 21.1pct 和 32.8pct。

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

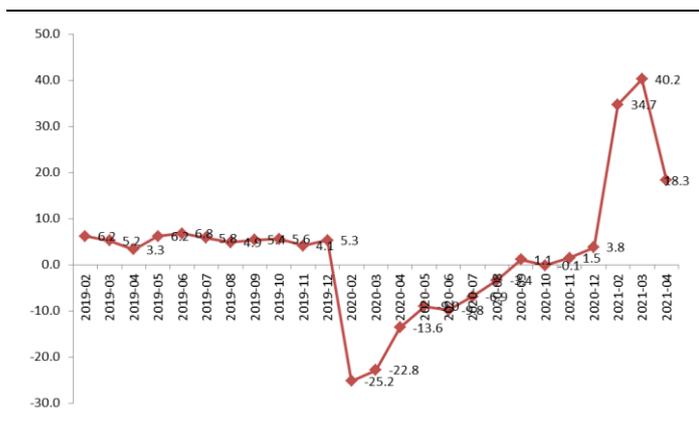
网上零售继续保持较快增长，新型消费蓬勃发展，线上渗透率环比持续回升。1-4 月全国网上零售额 37638 亿元，同比增长 27.6%，两年平均增长 13.9%；其中实物商品网上零售额 30774 亿元，同比增长 23.1%，两年平均增长 15.6%，比一季度两年平均增速加快 0.2pct。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 22.2%，同比下降 1.9pct，但环比提升 0.3pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 24.5%、33.8% 和 20%，两年平均分别增长 30.4%、8.5% 和 16.2%。

### 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，实体零售继续改善，但复苏态势有所放缓。根据中华全国商业信息中心统计数据，1-4 月全国百家重点大型零售企业零售额累计增长 30.7%，增幅较一季度放缓 3.7pct。其中，粮油、食品类累计下降 16.2%，降幅较一季度扩大 0.5pct；日用品类累计增长 33.7%，增速较一季度放缓 4.1pct。消费升级类商品增长较快，其中，服装类累计增长 47.9%，增速较一季度放缓 3.2pct；化妆品类累计增长 31%，

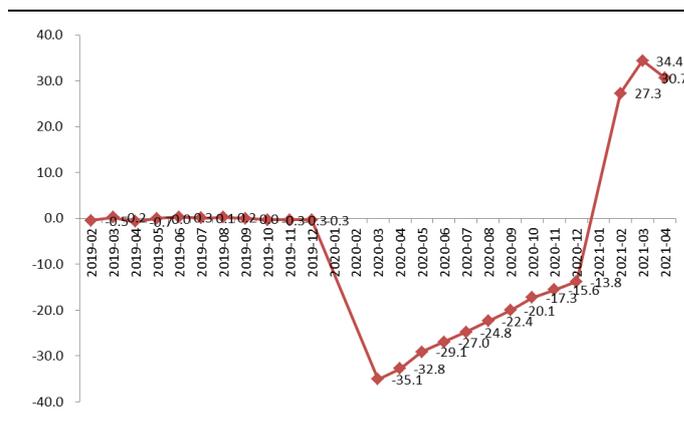
增速较一季度放缓 8.9pct；金银珠宝类累计增长 89.8%，增速较一季度放缓 13.7pct。据测算，1-4 月实体店消费品零售额同比增长 31.6%，较 2019 年同期增长 3.1%，两年平均增长 1.5%，两年平均增速较一季度放缓 0.1pct，实体零售恢复态势有所放缓。在实体店零售中，1-4 月的限额以上超市、专业店和百货店两年平均增速分别比一季度加快 0.1pct、0.6pct 和 0.8pct。

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

限额以下消费保持较快增长，大众消费增速放缓。据测算，1-4 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 76754 亿元，累计增长 22.4%，增速较一季度放缓 2.7pct。限额以下单位和个体户商品零售额对商品零售增长贡献率为 54.1%，占商品零售总额的比重为 61.7%。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。

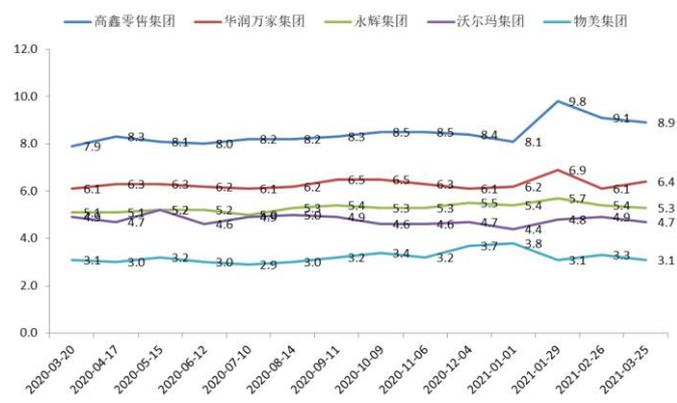
## 2.4 五大零售集团及电商渗透率动态

在疫情得到有效控制的情况和整体经济复苏的大背景下，我国快速消费品市场在 2021 年初保持稳健回暖的态势。凯度消费者指数数据显示，2021 年一季度，我国快速消费品市场销售额同比增长 10.5%，比 2019 年同期增长 3.1%，市场增长的主要动力来自于南区市场和线上渠道。其中，户外快消品市场 Q1 同比增长了 38.9%，可见在家以外地点进行的消费行为和消费市场复苏态势较好。随着外出社交生活的恢复，护肤和彩妆品类以两位数的增速快速增长，而消费者在家做饭次数减少也导致相关的品类增速回落，如方便面和冷冻产品等。

线下方面，大卖场，超市和便利店在一季度有所恢复，同比略增 1.4%，但与 2019 年同期相比仍下降了 2.6%。其中，大卖场的销售额略增 0.3%，与去年同期基本持平；大型超市的销售额同比下降了 1.3%；小型超市和便利店销售额分别稳步增长 6.5%和 8.7%，继续保持领先。多数消费者仍然在社区业态购买快速消费品，消费近场化的习惯得以留存。线上方面，电商渠道 Q1 保持了 33.4%的高速增长，市场份额占我国快消品总额的 22.8%，疫情期间培养的线上消费习惯得以留存和巩固。在增量用户方面，下线城市在 Q1 的渗透

率同比增长了 10.7pct，同时消费者线上购物的频次也在增加，两者共同推动电商渠道快速增长。

图 17：五大零售集团市场表现（4 周滚动趋势）



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

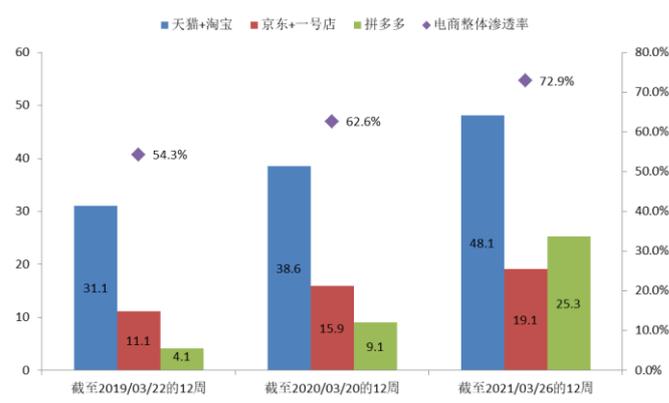
在主要零售集团中，一季度高鑫零售集团以 9.2% 的市场份额稳居第一，受益于客流量和客单价的双重增长，比去年同期增加了 0.9pct。高鑫零售集团持续加大投资新型中小业态和同城到家服务，并加大全渠道布局力度，以满足消费者不断攀升的数字化和近场购物需求。物美集团已经进入我国前五位零售商之列，一季度的市场份额达到了 3.2%，北区和西部区域表现突出，较去年同期增加了 0.2pct。在多点数字零售平台的推动之下，“物美+多点”的模式实现了线上线下一体化发展，吸引了更多购买力强且追求便利的消费者。区域零售商中，步步高集团和 SPAR 集团表现出色，相比去年同期均录得两位数的销售增速。其中，步步高集团的增长主要受到消费者客单价增长驱动；SPAR 集团的增长主要来自企业成员家家悦的出色表现。在深耕山东市场的同时，家家悦进入全国扩张的快车道，加快华北和华东的扩展，进一步完善周边区域的布局。

在头部电商平台中，阿里系电商仍是规模最大的综合电商平台，以超 40% 的市场份额保持领先地位。今年 Q1 有近一半的城镇家庭在阿里旗下平台购买过快消品。拼多多表现出色，进一步抢占市场，份额增加了 5.7pct 至近 10%，而京东集团的市场份额则同比有所下降。今年 Q1 有 25.3% 的城镇家庭在拼多多上购买过快消品，这个数字比 2019 年同期增长了 5 倍。2021Q1 拼多多的渗透率已经超过了京东。拼多多在低线城市增速较高，消费者数量较去年同期增长 2 倍。根据拼多多发布的 2020 年财报，截至 2020 年底其活跃买家数已达 7.88 亿，同比增长 35%，成为中国用户规模最大的电商平台。拼多多正在打造一个聚焦农业物流基础设施的平台，让消费者以更低价格获得更新鲜、更健康的生鲜食品。

### 3. 行业动态新闻

➤ 2021 中国便利店发展报告出炉，线上运营占比 20%

图 18：整体快消品在全国一到五线城市的电商渗透率



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

5月12日-5月14日，由中国连锁经营协会举办的“2021中国便利店大会”于长沙国际会议中心召开。会上，中国连锁经营协会会长裴亮表示，从便利店行业来看，线下运营为主体，即门店销售占到便利店销售的80%，是便利店企业销售额的主体部分；线上运营包括到家业务、拼团业务、直播业务等其他形式的社群营销，占到整体销售的20%左右，便利店未来的销售结构，两者呈现出80/20到60/40的比例关系。日前，中国连锁经营协会发布了《2021中国便利店发展报告》，报告指出，为应对市场变化，便利店纷纷加强自身的运营能力，更加重视自主品牌建设和鲜食商品。同时，七成以上的便利店企业建立会员体系，加速布局线上业务，并以提升培训投入、提高人均薪酬来保留核心管理层和基层员工。（电商报）

#### ➤ 《网络直播营销管理办法（试行）》正式实施，明确行为红线

5月25日起，由国家互联网信息办公室、公安部、商务部、文化和旅游部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局等七部门联合发布的《网络直播营销管理办法（试行）》正式实施，《办法》旨在规范网络市场秩序营造清朗网络空间。《办法》分四部分，氛围总则、对直播营销平台的要求、对直播间运营者和直播营销人员的要求以及监督管理和法律责任。在对直播营销平台的要求方面，《办法》明确直播营销平台应当建立健全账号及直播营销功能注册注销、信息安全管理、营销行为规范、未成年人保护、消费者权益保护、个人信息保护、网络和数据安全管理等机制、措施。具体来说，根据《办法》，直播营销平台应当根据直播间运营者账号合规情况、关注和访问量、交易量和金额及其他指标维度，建立分级管理制度，根据级别确定服务范围及功能，对重点直播间运营者采取安排专人实时巡查、延长直播内容保存时间等措施。（澎湃新闻）

#### ➤ 盒马押宝自有品牌，2021年将孵化100个新品牌

5月31日，历经三年打磨的盒马新零售2.0战略内容正式发布。据了解，2021年盒马将孵化100个新品牌。分析指出，盒马孵化自有品牌的意义在于强化商品力，与同行业玩家形成产品差异化，为日后多渠道并行铺路。在拉拢新的品牌商上，盒马可谓煞费苦心。5月31日，盒马正式宣布成立新品孵化中心——“盒马X加速器”。所谓新品孵化中心，是指打通投融资、商品研发、供应链支持、营销推广等内外部资源，为有潜力的新品牌、产品线和商品进行孵化和加速以及战略投资。阿里巴巴集团副总裁、盒马事业群总裁侯毅透露，盒马在2021年计划孵化、加速、投资100个新品牌，不单单是孵化加速，而且希望通过这种模式形成长期的合作伙伴。（北京商报）

## 4.投资建议

4月份消费市场保持稳定恢复态势，虽然受到去年同期基数变动较大、年初局部疫情造成的月度间波动等因素影响，4月社零增速有所回落，但从市场运行整体情况看，月度间增速回落并未改变消费市场持续复

苏态势。从消费类别看，商品消费和服务消费同步恢复；从消费形态来看，网上零售继续保持较快增长；从商品零售来看，基本生活类、升级类商品零售增速保持较快增长。一季度消费在三大需求中的贡献率已经回升至最高位，随着国民经济持续稳定恢复、疫情防控更加精准有效、扩内需促消费政策效应不断显现，消费市场将延续稳定复苏态势。尽管近期出现局部疫情，但是国内疫情防控形势总体较好，有利于增强消费者信心。随着经济恢复，消费者对于经济前景的预期在改善，也有利于改善消费预期。不过，当前消费市场仍处在恢复进程中，增长水平尚未完全恢复，部分领域复苏程度偏低，复苏基础仍有待进一步夯实。

2021年4月23日，国家互联网信息办公室、公安部、商务部、文化和旅游部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局等七部门联合发布《网络直播营销管理办法（试行）》。5月25日起，《网络直播营销管理办法（试行）》正式施行。《办法》要求，直播营销平台应当建立健全账号及直播营销功能注册注销、信息安全管理、营销行为规范、未成年人保护、消费者权益保护、个人信息保护、网络和数据安全管理等机制、措施。此外，5月21日，据国家标准化委员会企业标准信息公共服务平台信息公示，美腕（上海）网络科技有限公司发布了《直播电商商品质量与合规管理规范》，这也是直播电商行业的首个企业标准。由于该标准是由头部主播企业推出，来自直播实践，因此在操作层面上容易对标、便于落地实施，具有一定的引领性。近年来直播已经成为平台吸引用户和提升销量的重要手段，6月电商的年中购物节已经开启，而直播电商行业相关监管办法和规范的推出，有助于加速平台规范化管理和流量变现，对行业健康发展具有重要意义。

电商年中购物节“618”在月初已经开启，一方面品牌方清理库存集中提振上半年销售，但更重要的是利用活动氛围曝光新品宣传和为品牌沉淀用户资产。在电商大促越来越频繁的时代，平台也在不断优化内容展示以提升转化效率。本次618建议关注新国货领域的产品和品牌升级对于销量的带动，典型消费品如国货化妆品和黄金珠宝。此外，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

可选消费不断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，但社区团购准入规范在即，资本无序扩张现象有望扼制，建议长期关注具有成长性价值的龙头个股的投资机会，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**。

## 5.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

