

证券研究报告

信义山证汇通天下

零售行业

报告原因:策略研究

零售行业 2021 年中期投资策略

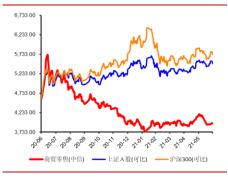
国货品牌蓬勃发展、电商渠道加速渗透

评级

看好

2021年6月30日

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告:

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

零售行业 6 月投资策略 : 高基数影响社 零增速放缓, 关注 "618" 对年中销售的 带动

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:

- ➤ 行业上涨跑赢大盘,估值中枢有所回落。2021年1-5月CS商贸零售行业上涨4.28%,与上年同期相比小幅下降0.46pct,但跑赢大盘1.98pct。行业市场表现弱于去年同期,但涨幅略高于沪深300。板块因前期估值水平较高,一季度处于回调周期,二季度资金偏好碳中和概念板块,零售各板块缺乏有效驱动力,行业整体表现偏弱。从子板块看,涨跌幅位居前三的分别是其他连锁、珠宝首饰及钟表、家电3C,涨跌幅分别为37.24%、30.56%、28.21%。多数子板块呈现上涨,连锁相关子板块涨幅居前,超市和电商板块呈现回调。2021Q1行业整体PE水平较高,且振幅较大,Q2开始行业PE估值水平整体呈现稳步回落态势,子板块PE估值显著分化。
- 线上拉动消费回暖,新锐品牌蓬勃发展。1-5 月社零总额同比增长25.7%,两年平均增速为4.3%,在节假日消费以及消费促进月活动等因素带动下,市场销售保持较好恢复态势,呈现出商品零售平稳增长、升级类商品较快增长的特征。在疫情防控常态化的条件下,零售业务持续向线上转移,线上零售支撑着消费的稳定回暖,同时线下消费持续改善。近年来消费需求有所转变,在内容红利、数字化技术和全渠道场景的驱动下,新消费品牌具备了崛起的条件和持续增长的基础。新锐品牌抓住细分市场的空白和新兴群体的痛点,聚焦产品差异化定位,借助新媒体营销红利,以区间价格带、提升产品设计感、增强品牌认知度等方式迅速抢占各个热门细分赛道。
- ▶ 超市门店布局近场化,社区团购迅速发展。零售商业去中心化趋势明显,社区业态凭借其便利性和时效性,有效满足了居民的基本需求,成为社区生活消费的核心圈。疫情后消费者行为模式发生变化,线下大卖场受到冲击,社区小店具备良好的发展潜力。疫情之后,消费者对 O2O 模式的接受程度逐渐提高,倾向于选择到家业务、社区团购来解决高频刚性的消费需求,疫情进一步催化消费近场化和线上业务的发展。大部分企业布局社区团购业务寻求多元的业务增长点,互联网巨头和传统零售业态均加快了布局速度。下半年社区团购市场将持续下沉拓展,预计2021 年社区团购的市场规模有望达到千亿级别。
- 珠宝消费线上拓展,品牌集中度逐渐提高。随着 Z 时代消费观念的不断转变,珠宝首饰消费在满足传统婚庆刚需以外,消费场景逐渐趋于日常化,有效提高了产品复购率,珠宝行业发展潜力十足。互联网时代,珠宝品牌的营销模式逐步向线上拓展,通过新媒体为潜在客户创造消费需求,带动线上销售规模不断提升。珠宝行业中约七成的市场份额来自于黄金,随着市场管制放宽、规模扩容、产品多样化,我国黄金产品的消费规模处于稳步增长阶段。伴随国内中高端消费的持续复苏和低线城



市黄金首饰消费需求的迅速崛起,21Q1 的黄金首饰消费同比增长93.90%,下半年黄金首饰的消费总量将继续保持高速增长。我国珠宝行业竞争企业众多,市场品牌集中度较低,随着市场逐渐成熟,未来优质黄金珠宝品牌存在行业整合的机遇。

- ▶ 颜值经济增长潜力巨大,需求细分下沉明显。随着国民收入的不断提高,以护肤、彩妆、医美行业为代表的颜值经济市场规模持续扩大,增长潜力十分强劲。互联网的普及带来了渠道变革,近年来国内美妆护肤类产品在电商渠道的份额逐年攀升,到 2020 年渠道占比约达 35%。随着社交电商的迅速发展,美妆护肤类品牌商在下半年将会进一步提升线上渠道的渗透率。在市场层次上,国货品牌与国际大牌错位竞争,依靠产品性价比取胜,主攻中低端大众护肤需求,下半年将在夯实用户基础上逐渐向中高端渗透。国货美妆品牌的下沉趋势比较明显,线上美妆护肤消费不断下沉,三线及以下城市的消费者人数增速远超一二线城市。基于美妆护肤日益增强的细分需求,越来越多的细分品类呈现爆发式增长。
- ▶ 投资策略: 国货品牌蓬勃发展,电商渠道加速渗透。国际形势变化、消费结构变迁、技术迭代升级等多重因素影响下,国货消费品牌迎来发展新机。未来国货消费品牌将继续加速线上化进程,传统品牌也将不断推进数字化转型,实现线下体验、线上触达的全渠道覆盖;同时调整整体毛利结构,更好迎合高端消费者和性价比追求者的个性化需求。下半年消费领域的新业态、新模式和新场景将进一步丰富,我们建议关注国货新锐品牌的消费红利,在消费需求和传播渠道的重塑中,优质品牌在细分领域的市场份额将不断扩大,品类方面建议关注可选消费品中的黄金珠宝和国货美妆品牌等,主要关注以下几条主线,1)双循环新格局促进国货加速下沉渗透,国货美妆品牌有望持续提升市场集中度,建议关注珀莱雅、丸美股份和上海家化;2)可选消费细分领域估值弹性较足,免税资质+低线需求崛起助力品牌修复业绩、价值提升,建议关注王府井、豫园股份和周大生;3)超市企业持续加码线上业务,结构调整过程中关注中长期成长性价值,建议关注永辉超市、家家悦、红旗连锁。
- 风险提示:宏观经济下行压力;促消费政策不达预期;行业竞争加剧; 拓展新业态不确定性强;国内疫情防控态势出现新变化。



目录

1. 行业上涨跑赢大盘,估值中枢有所回落	6
1.1 行情回顾:整体上涨跑赢大盘,连锁板块涨幅居前	6
1.2 行业估值 PE:整体中枢回落,子板块分化明显	7
1.3 基金持仓: 行业维持低配状态,低配比例有所回升	8
2. 线上拉动消费回暖,新锐品牌蓬勃发展	10
2.1 商品零售稳健增长,升级消费加快复苏	10
2.2 线上拉动消费回暖,线下消费持续改善	12
2.3 新锐品牌蓬勃发展,迅速抢占细分赛道	13
2.4 政策驱动新型消费,新业态模式引领发展	15
3.超市:门店布局近场化,社区团购迅速发展	17
3.1 门店布局近场化,小型业态保持领先	17
3.2 社区团购迅速发展,各方加快布局速度	18
3.3 营收规模呈现下降,剔除永辉 Q1 净利同比转正	20
4.黄金珠宝:珠宝消费线上拓展,品牌集中度逐渐提高	22
4.1 中高端消费需求回流,珠宝消费线上拓展	22
4.2 黄金消费持续扩容,品牌集中度逐渐提高	24
4.3 全年营收规模下降 Q1 回升,盈利能力环比改善	25
5.化妆品: 电商渠道加速渗透,需求细分下沉明显	26
5.1 颜值经济潜力巨大,电商渠道加速渗透	26
5.2 国货美妆竞争差异化,需求细分下沉明显	28
5.3 剔除浪奇全年营收规模增长, Q1 业绩改善明显	30
6 投资策略: 国货品牌蓬勃发展, 电商渠道加速渗透	32
6.1 趋势研判	32
6.2 投资策略	33
6.3 重点个股推荐	34



7.风险提示	37
/ · / · / · / · / · · · · · · · · · · ·	JI

图表目录

		日が日か	
图 1	:	2021 年 1-5 月中信一级行业涨跌幅(%)	6
图 2	:	CS 商贸零售子板块 2021 年 1-5 月涨跌幅	7
图 3	:	CS 商贸零售子板块 2020 年 1-5 月涨跌幅	7
图 4		CS 商贸零售历史估值水平 PE(TTM)	7
图 5	:	零售子版块近一年估值水平 PE(TTM)	7
图 6	:	2021Q1VS2020Q4 基金配置比例一级行业分布	8
图 7	:	2019-2021Q1 批零行业基金配置比例情况	8
表 1	:	部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动	9
图 8	:	社会消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)	11
图 9):	限上消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)	11
图 1	0:	限上单位必选消费品零售额 1-5 月累计增速	11
图 1	1:	限上单位可选消费品零售额 1-5 月累计增速	11
图 1	2:	网上商品零售额累计值(亿元)及同比	12
图 1	3:	实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	12
图 1	4:	网下实体店消费品零售额月度增速(%)	13
图 1	5:	全国百家大型零售企业零售额累计同比(%)	13
图 1	6:	新锐品牌特点及核心消费人群群像概览	14
表 2	:	新锐消费品牌融资情况	14
图 1	7:	《加快培育新型消费实施方案》亮点	16
表 3	:	生鲜快消 020 商业模式及主要平台	17
图 1	8:	2016-2021E O2O 市场整体规模(亿元)与增速%	18
图 1	9:	现代通路主要零售商市场份额 20Q1VS21Q1	18
图 2	:0	2018-2021 社区团购市场规模(亿元)及增长率%	19
图 2	1:	互联网平台布局社区团购情况	19
表 4	:	社区团购主要类型	19
图 2	2:	CS 超市 19-21Q1 营业收入(亿元)及同比%	21
图 2	3:	CS 超市 19-21Q1 净利润(亿元)及同比%	21
图 2	4:	CS 超市 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%	21
图 2	5:	CS 超市 20-21Q1 毛利率、净利率、ROE(%)	21

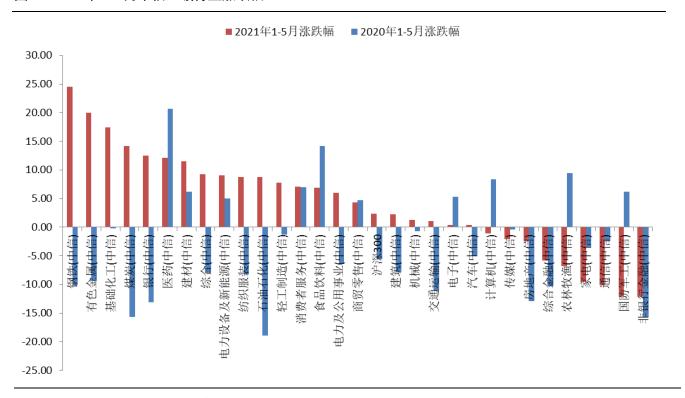
图 26:	中国消费者奢侈品消费渠道细分(亿欧元)	23
图 27:	中国内地奢侈品销售额:按渠道划分(亿元)	23
图 28:	Z 时代消费者搜集信息渠道主要以线上为主,区别于其他年龄段人群	23
图 29:	2011-2021Q1 我国黄金消费量(吨)及增长情况	24
图 30:	2011-2021Q1 我国黄金消费量结构	24
图 31:	CS 珠宝首饰 20-21Q1 营业收入(亿元)及同比%	25
图 32:	CS 珠宝首饰 20-21Q1 净利润(亿元)及同比%	25
图 33:	CS 珠宝首饰 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%	26
图 34:	CS 珠宝首饰 20-21Q1 毛利率净利率、ROE(%)	26
图 35:	2009-2021 年中国美妆市场规模及同比	27
图 36:	2004-2019 我国化妆品主要销售渠道占比	27
图 37:	2020 年中国美妆护肤品线上购买渠道细分	27
图 38:	不同粉丝体量品牌自播号的直播客单价及销量	27
图 39:	天猫国货护肤&彩妆消费者性别/年龄分布	28
图 40:	天猫国货护肤&彩妆消费者地区分布	28
图 41:	美妆 TOP10 品类不同品牌国别份额及增速	29
图 42:	美妆头部品类 TOP5 品牌 CR5 市场集中度变化	29
图 43:	SW 化妆品 20-21Q1 营业收入(亿元)及同比%	30
图 44:	SW 化妆品 20-21Q1 净利润(亿元)及同比%	30
图 45:	SW 化妆品 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%	31
图 46:	SW 化妆品 20-21Q1 毛利率+净利率+ROE(%)	31
表 5:	重点覆盖上市公司列表	37

1. 行业上涨跑赢大盘,估值中枢有所回落

1.1 行情回顾:整体上涨跑赢大盘,连锁板块涨幅居前

2021年1-5月CS商贸零售行业上涨4.28%,与上年同期相比小幅下降0.46pct,但跑赢大盘1.98pct。1-5月中信一级30个行业有七成处于上涨状态,消费各板块呈现不同程度的上涨,涨势较为稳健,其中纺服、轻工、消费者服务涨幅居前,零售板块涨幅居中。CS商贸零售行业1-5月市场表现弱于去年同期,但涨幅略高于沪深300,在中信30个行业排名第16位,处于中游位置。板块因前期估值水平较高,一季度处于回调周期,行业整体表现承压;二季度开始虽然疫情影响逐渐消减,消费市场持续稳步复苏,但碳中和概念驱动资金流向相关周期性板块,消费行业尤其是零售各板块缺乏有效驱动力,行业整体表现偏弱。

图 1: 2021 年 1-5 月中信一级行业涨跌幅(%)



数据来源:Wind,山西证券研究所

从子板块来看,在1-5月CS零售的三级子行业中,涨跌幅位居前三的子板块分别是其他连锁、珠宝首饰及钟表、家电3C,涨跌幅分别为37.24%、30.56%、28.21%。1-5月多数子板块呈现上涨,连锁相关子板块涨幅居前,其中其他连锁和家电3C因板块成分股较少,板块上涨主要受到个别个股大幅上涨的带动;珠宝首饰板块年初以来涨幅较高,伴随婚庆市场需求的逐步回暖,受益可选消费持续复苏影响,黄金珠宝板块涨势较好。百货和综合板块前5月小幅上涨,其中综合板块估值水平相对较低,百货板块受到去年免税概念带动前期涨势较高,今年以来龙头个股持续回调。超市板块前5月小幅下降,板块前期涨幅较高,同

时在市场竞争激烈、去年同期基数较高、业绩不及预期等不利因素的影响下,板块短期缺乏上涨驱动力。 电商板块前 5 月跌幅达 18%, 板块自去年三季度以来持续遭遇基金减仓, 部分个股因负面因素影响跌幅较 深,同时个股表现明显分化。

图 2: CS 商贸零售子板块 2021 年 1-5 月涨跌幅

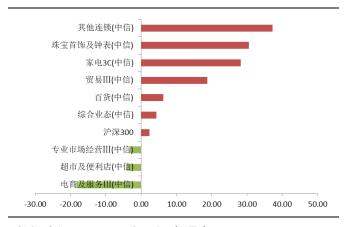
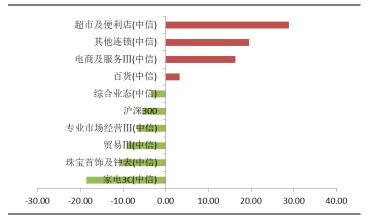


图 3: CS 商贸零售子板块 2020 年 1-5 月涨跌幅



数据来源:wind,山西证券研究所

数据来源: wind, 山西证券研究所

1.2 行业估值 PE:整体中枢回落,子板块分化明显

2020 年 CS 商贸零售 PE 水平整体呈现上涨态势,一季度板块振幅较大,二季度 PE 大幅上扬且涨势迅 猛,至7月抵达阶段性高位,前三季度受疫情影响实体零售企业净利润同比水平呈现明显下滑,导致板块 PE 持续上扬, 11 月开始 PE 绝对值显著抬升。2021 年一季度行业整体 PE 水平较高,且振幅较大,季中经 历两拨骤然升降,二季度开始行业 PE 估值水平整体呈现稳步回落态势。随着上市公司年报和一季报的相继 披露,疫情影响多数板块业绩情况呈现下滑,导致整体 PE 估值水平随之下行。随着疫情防控态势持续向好 和新型消费模式的快速增长,以及二季度开始的线上线下促进消费等活动频发,5月下半月开始板块估值水 平有所回升。板块当前整体 PE 估值水平相对较高,下半年将处估值修复期,但子板块 PE 估值分化情形下, 前期 PE 回调较多的板块有望迎来更多确定性机会。

图 4: CS 商贸零售历史估值水平 PE(TTM)

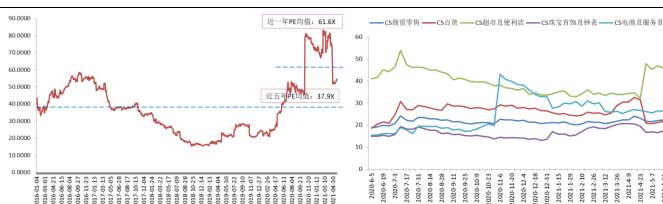


图 5: 零售子版块近一年估值水平 PE(TTM)

2021-4-9

2021-2-26

数据来源: Wind, 山西证券研究所

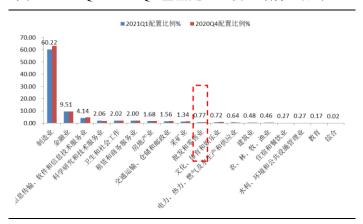
数据来源: Wind, 山西证券研究所

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,1-5 月各子板块走势差异较大,4 月开始个子板块 PE 估值显著分化,其中超市板块 PE 最高,珠宝板块 PE 最低。整体来看,超市板块 PE 水平提升最多,百货板块 PE 水平回落最大。超市板块 PE 水平最高,且高于行业整体的平均 PE 水平。超市 PE 估值整体上涨主要是受到高对比基数下 21Q1 盈利水平下降的影响,与之相对的,百货板块 PE 水平回落较多则是受到低基数下 21Q1 盈利水平有所回升的影响,至 5 月末百货板块 PE 水平已低于行业平均。电商和珠宝板块表现相对平稳,其中电商板块波动水平最小,至 5 月末板块 PE 仅次于超市,并高于行业平均水平;珠宝板块 PE 在一季度显著提升后,二季度开始有所回调,板块 PE 水平低于行业平均,在子板块中属最低。

1.3 基金持仓: 行业维持低配状态, 低配比例有所回升

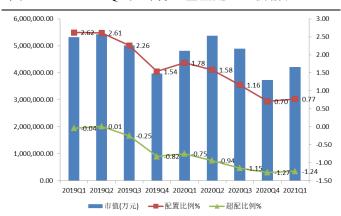
一级行业: 行业维持低配状态,低配比例有所回升。2021年一季度,在证监会新标准的19个行业中,批发和零售业基金持仓总市值为421.73亿元,同比减少了12.41%,但环比回升了12.92%,持仓占比为0.77%,排名从20Q4的第11回升至第10位。市场标准行业配置比例为2.01%,批零行业低于标准行业配置比例1.24pct,从19年Q3开始持续保持低配状态。配置比例同比降低1pct,但环比回升0.07pct;低配比例同比扩大0.49pct,但环比收窄0.03pct。21Q1行业维持在低配状态中,不过自20Q4开始降幅环比有所收窄,21Q1配置比例在连续三年的下降中首次回升,行业配置已接近底部。受到疫情影响行业估值处于历史较高位置,且实体零售受疫情冲击的影响较为深远,但由于行业配置水平较低,基金市场对低风险、高价值、高弹性的细分行业较为青睐,当前配置比例上升空间较足,预计21Q2配置比例有望延续环比持续回暖。

图 6: 2021Q1vs2020Q4 基金配置比例一级行业分布



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 7: 2019-2021Q1 批零行业基金配置比例情况



数据来源: Wind, 山西证券研究所

重仓个股:周大生重仓占比最大,青松股份获加仓最多。2021Q1 公墓基金重仓股主要针对 CS 商贸零售及 CS 日用化学品(化妆品行业)中的 27 家上市公司布局,比 20Q4 新增 7 家,清空 5 家,其中重仓个

股持有基金数排行前五的依次是周大生(45)、青松股份(37)、老凤祥(17)、珀莱雅(17)、水羊股份(15),基金持有数变动幅度排行前五的分别是青松股份(+22)、周大生(+18)、水羊股份(+13)、老凤祥(+10)、上海家化(+10)。

表 1: 部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2021 0 1 持有基金数↓	2020 0 4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
002867. SZ	周大生	45	27	521. 79	5. 67	珠宝首饰及钟表
600612. SH	老凤祥	17	7	-83. 04	5. 07	珠宝首饰及钟表
000026. SZ	飞亚达	10	6	487. 27	3. 11	珠宝首饰及钟表
600655. SH	豫园股份	2	1	45. 03	0. 04	珠宝首饰及钟表
300132. SZ	青松股份	37	15	2, 799. 89	10.07	日用化学品
603605. SH	珀莱雅	17	23	-472. 43	1. 47	日用化学品
300740. SZ	水羊股份	15	2	234. 42	0. 86	日用化学品
600315. SH	上海家化	13	3	293. 13	1. 12	日用化学品
300957. SZ	贝泰妮	7	0	98. 60	1. 83	日用化学品
002637. SZ	赞宇科技	5	5	-223. 47	1. 41	日用化学品
603983. SH	丸美股份	2	0	50. 48	0. 72	日用化学品
002127. SZ	南极电商	10	26	-13, 178. 01	0. 91	电商及服务Ⅲ
300792. SZ	壹网壹创	6	14	-168. 80	9. 04	电商及服务Ⅲ
300785. SZ	值得买	4	5	-42. 78	6. 96	电商及服务Ⅲ
600859. SH	王府井	8	2	457. 51	0. 68	百货
000501. SZ	鄂武商 A	3	1	170. 12	0. 35	百货
000419. SZ	通程控股	1	0	57. 01	0. 10	百货
600828. SH	茂业商业	1	0	411. 03	0. 24	百货
600729. SH	重庆百货	10	4	96. 86	0. 87	综合业态
002419. SZ	天虹股份	3	3	140. 30	0. 24	综合业态
600858. SH	银座股份	1	0	664. 87	1. 28	综合业态
600827. SH	百联股份	8	0	1, 367. 40	0. 85	超市及便利店
601933. SH	永辉超市	7	7	-66. 99	0. 07	超市及便利店
603708. SH	家家悦	6	4	-282. 65	3. 01	超市及便利店
002697. SZ	红旗连锁	1	1	-28. 17	0. 08	超市及便利店

数据来源: Wind, 山西证券研究所

从细分行业来看,21Q1除电商及服务板块以外,基本都获得了基金加仓。公募基金多偏好黄金珠宝和化妆品等可选消费品细分板块,而超市类的必选消费品板块则继续遇冷。一季度限额以上黄金珠宝品类商品零售额同比增长93.4%,受婚庆市场稳步复苏的积极影响,以及疫情全球蔓延之下居民的境外购物活动减少带来的境内消费需求转化,消费回流带动金银珠宝等可选消费品的销售额高速增长。黄金珠宝板块在连续2个季度的减仓之后重获公募基金青睐,周大生持续受益婚庆消费复苏+线上经营优势的双重利好,获得

18 家基金加仓,老凤祥因业绩向好也获得了 10 家基金加仓。一季度限上化妆品类增速为 41.4%,颜值经济 热潮下,受境外消费回流及国货产品力增强的积极影响,青松股份、水羊股份和上海家化分别获得了 22 家、 13 家和 10 家基金加仓。

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

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

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

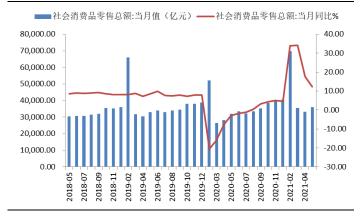
2. 线上拉动消费回暖,新锐品牌蓬勃发展

2.1 商品零售稳健增长,升级消费加快复苏

2021年 1-5月,随着疫苗接种的扩大,疫情防控与经济社会发展成果持续显现,市场销售总体逐步回升。1-5月社会消费品零售总额 174319亿元,同比增长 25.7%,两年平均增速为 4.3%。其中 5月社零总额 35945亿元,同比增长 12.4%,增速较 4月回落 5.3pct,主要受到上年同期基数走高的影响。从环比看,5月社零环比增长 0.81%,增速比上月加快 0.56pct。在节假日消费以及消费促进月活动等因素带动下,市场销售保持较好恢复态势,呈现出商品零售平稳增长、服务消费明显复苏的特征。五一假期期间,国内旅游人数已经超过了疫情前的同期水平,旅游收入也达到了疫情前同期的七成以上。从服务业商务活动指数中可以看出,与长距离旅行相关的服务消费稳步增长,航空运输、铁路运输等行业的商务活动指数均保持在 65%以上,而跟居民消费相关的零售、餐饮、文体娱乐行业的商务活动指数均达到 58%以上。

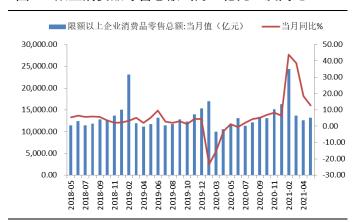
按经营单位所在地分,城镇市场销售好于乡村市场,城乡消费品市场两年平均增速持续加快。1-5 月,城镇消费品零售额 151546 亿元,同比增长 26.0%,两年平均增长 4.4%,两年平均增速较 1-4 月份提高 0.1pct; 乡村消费品零售额 22772 亿元,增长 23.5%,两年平均增长 3.7%,两年平均增速较 1-4 月份加快 0.3pct。

图 8: 社会消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

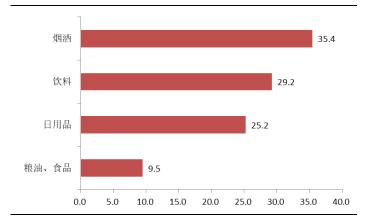
图 9: 限上消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

随着居民收入增长和国内疫苗接种扩大,居民消费能力和意愿不断增强,同时国内疫情防控总体有力,扩内需促消费政策效应不断释放,支撑消费的恢复态势较好。1-5 月商品零售额同比增长 22.9%,两年平均增长 4.8%,两年平均增速与 1-4 月份持平,继续保持稳定恢复。从商品类别看,5 月限额以上单位 18 个商品类别中有 13 类同比增速超过 10%,全部商品类别零售额两年平均实现正增长,基本生活类商品消费继续保持较快增长。1-5 月粮油食品类零售额在上年同期增长(13.4%)的基础上,同比增长 9.5%,继续保持较快增长,其中 5 月当月粮油食品类同比增长 10.6%,增速环比提升 4.1pct。目前我国粮食生产保持稳定,主要农产品供应比较充足,食品价格环比连续 3 个月下降,同比涨幅也处于比较低的水平。1-5 月烟酒、饮料类同比分别增长 35.4%、29.2%,增速较高,餐饮收入持续同比高增长,带动喝类消费增长较快,其中 5 月当月饮料、烟酒类同比分别增长 19%、15.6%,增速环比分别下降 3.3pct、10.6pct,主要受到上月基数较高的影响。1-5 月日用品类同比增长 25.2%,其中 5 月当月日用品类同比增长 13%,增速环比下降 4.2pct,主要受到去年同期基数较高的影响。

图 10: 限上单位必选消费品零售额 1-5 月累计增速



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

图 11:限上单位**可选消费品**零售额 1-5 月累计增速



数据来源:国家统计局,山西证券研究所

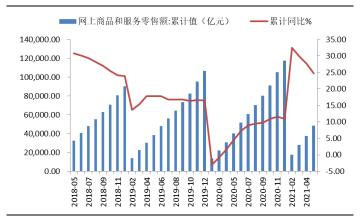
消费升级类商品销售呈现较快增长态势,但绝大部分品类增速逐月回落。1-5 月限上汽车类商品零售额

同比增长 37.8%,增速较 1-4 月份放缓 11.4pct,其中 5 月当月同比增长 6.3%,增速环比回落 9.8pct,主要受到因芯片问题带来的汽车产销均同比下降的影响。在消费升级类商品中,5 月的化妆品类、文化办公用品类等 10 类商品零售额两年平均增速较 4 月均有所加快。1-5 月金银珠宝类零售额同比增长 68.4%,其中 5 月当月同比增长 31.5%,增速环比回落 16.8pct,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,以及五一假期对婚庆需求加速恢复的促进作用。1-5 月化妆品类同比增长 30.3%,其中 5 月当月同比增长 14.6%,增速环比回落 3.2pct,主要受到 618 临近消费需求延后的影响,不过两年平均增长 13.7%,比上月两年平均增速加快 3.3pct。1-5 月通讯器材类同比增长 29.3%,受到去年同期的低基数影响,但增速呈现逐月回落,其中 5 月当月同比增长 8.8%,增速环比回落 5.4pct。居住类商品保持增长但增速环比均呈持续回落,1-5 月家具类和家电音像类同比分别增长 35.1%和%23.2%,增速较 1-4 月分别回落 7.8pct 和 7.5pct。

2.2 线上拉动消费回暖,线下消费持续改善

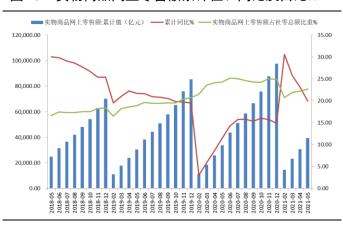
在疫情防控常态化的条件下,零售业务持续向线上转移。线上消费较快增长,线下消费持续改善,共同支撑了消费的总体稳定。前 5 个月网络购物保持良好发展势头,有力拉动消费回暖,同时线上渗透率环比逐月回升。1-5 月全国网上零售额 48239 亿元,同比增长 24.7%,两年平均增长 14.2%;其中实物商品网上零售额 39377 亿元,增长 19.9%,两年平均增长 15.6%,与 1-4 月两年平均增速持平。实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 22.6%,渗透率同比下降 1.7pct,但环比提升 0.4pct,连续三月环比提升。在实物商品网上零售额中,吃类、穿类和用类商品分别增长 24.2%、28.2%和 17.0%,两年平均分别增长 30.5%、9.3%和 15.9%,其中吃类、穿类两年平均增速比 1-4 月分别加快 0.1pct、0.8pct,而日用类两年平均增速比1-4 月放缓 0.3pct。

图 12: 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 13: 实物商品网上零售额累计值、同比及占比%



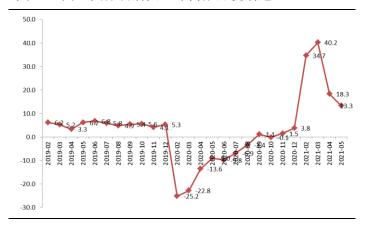
数据来源:国家统计局,山西证券研究所

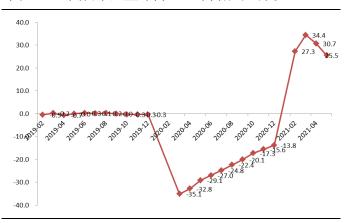
今年以来,用于规范线上经济持续健康发展的有关监管政策持续出台。年初,《关于平台经济领域的反

垄断指南》正式落地,互联网平台经济领域进入反垄断的强监管时代。在 5 月 7 日召开的互联网平台企业整改督查专题会上,要求各省市市监局全面检查各平台企业落实整改情况,确保各平台切实整治二选一等突出问题。在反垄断的从严监管之下,以往平台的强势态度逐渐松缓,各大平台纷纷对品牌商推出优惠和激励政策,品牌商已经成为平台抢夺份额的关键。5 月 25 日,由七部门联合发布的《网络直播营销管理办法(试行)》正式开始施行,旨在规范网络直播市场秩序。在监管逐渐收紧的趋势下,直播电商行业将进入到有序竞争、理性发展的阶段。此前不久美腕(上海)网络科技有限公司也发布了《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 月电商年中购物节时期,在平台落实反垄断监管政策下,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,对电商行业理性持续发展具有重要意义。

图 14: 网下实体店消费品零售额月度增速(%)

图 15: 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

数据来源:中华商业信息中心,山西证券研究所

伴随促消费政策显效和疫苗接种不断扩大,接触型消费的持续恢复,网下实体店消费稳中有升。根据测算,1-5 月实体店消费品零售额 134942 亿元,同比增长 27.5%,较 2019 年同期增长 3.2%,两年平均增长 1.6%,两年平均增速较 1-4 月加快 0.1pct。其中,限额以上超市、专卖店等实体店商品零售额两年平均增速 与 1-4 月基本持平。便利店、专业店和家具建材商店商品零售额两年平均增速比 1-4 月分别加快 0.3pct、0.6pct 和 1.0pct。中华全国商业信息中心统计数据显示,1-5 月全国百家重点大型零售企业商品零售额同比增长 25.5%,较 1-4 月下降 5.2pct。

2.3 新锐品牌蓬勃发展,迅速抢占细分赛道

供给侧改革实施以来,我国的消费品牌迎来发展新机。一方面传统品牌转型升级,不断满足新消费需求;另一方面新锐品牌借助互联网渠道优势蓬勃发展,培育期不断缩短、规模扩张速度持续提升。随着我国经济的发展和居民收入水平的提高,消费者对商品的需求逐步由物质向精神方向升级;同时,城镇化的

快速发展也使下沉市场加入消费主力军。Z时代、小镇青年、新中产等新兴消费群体对于个性定制和情感表达的品牌价值观具有更多的追求。在疫情影响逐步缓和后,市场大量新需求迅速浮现,生产商家也恢复了相应的推新速度,消费者此前压抑的消费需求得到释放,对于新品的响应空前活跃,细分圈层内通过社交裂变拉动消费的效应也在不断增强。近年来,消费者意识聚焦由使用价值向情绪价值转变,在内容红利、数字化技术和全渠道场景的驱动下,新消费品牌具备了崛起的条件和持续增长的基础。

图 16: 新锐品牌特点及核心消费人群群像概览

新锐品牌特点

- 品牌问世时间在5年以内
- 品牌具有话题性和内容性
- 品牌具有一定的粉丝规模
- 产品销量增速明显高于同类其他品牌

核心消费 用户特点

- 用户更热衷于涉猎和尝试新品, 愿意为新品付费试错
- 用户群体多处一线城市,具有 一定的消费能力
- 用户更倾向于在深夜进行消费

资料来源:京东小魔方,山西证券研究所

新消费品牌抓住了细分市场的空白和新兴消费群体的需求痛点,聚焦产品品质和差异化定位,借助新媒体营销优势等内容红利,以区间价格带、提升产品设计感、增强品牌认知度等方式迅速抢占各个热门细分赛道。今年 1-5 月新消费品牌的融资主要集中在美妆个护、食品饮料和母婴等赛道上,其中美妆领域的融资数量和融资规模远高于其他赛道。新消费赛道存在一定的时间窗口期,由于消费品大多面向 C 端消费者,因此消费者行为和需求的变化会直接传导到供给端,新消费趋势再催生出新锐品牌,借此吸引资本入场。在新消费领域,起初资本更关注颠覆传统的早期项目,但随着新品牌逐渐扎堆上市,已经获得多轮融资、相对成熟的品牌也开始受到资本青睐。下半年的资本入场将趋于理性,更看重商业创新模式初步成形的新锐品牌。而对品牌来说,未来的趋势将会是融资门槛的进一步提高。

表 2: 新锐消费品牌融资情况

品牌 成立时间 赛道 产品定位 融资情况

泡泡玛特	2010年	潮玩	IP 盲盒	2011-2020 年共 12 轮融资, 2020 年新一轮融资金额超 1亿美元,由华兴新经济基金和正心谷资本领投; 2020 年12 月港股 IPO
德尔玛电器	2011年	智能家居	小家电	2018-2019 年 A 轮、A+轮分别融资 5 亿元、3.3 亿元,2020年两轮,最新 B 轮 3.8 亿元,投资方包括凯辉基金、金镒资本、达晨创投等
小仙炖	2014年	燕窝	鲜炖即食	2015 年天使轮 150 万人民币; 2016-2020 年完成 Pre-A 到 B 轮, 2017 年 A 轮 2000 万元; 2021 年 C 轮由 IDG 资本、CMC 资本和正心谷联合领投,琥珀资本跟投
三顿半	2015 年	咖啡	超即溶咖啡	2019 年共 3 轮融资, Pre-A 与 A+均千万级人民币; 2020年 B 轮融资 2 亿元,由红杉资本领投、老股东峰瑞资本跟投; 2021年 5 月最新股权融资
Banana in 蕉内	2015 年	内衣	无感标签、科技	2016 年天使轮融资 1000 万元; 2020 年 A 轮融资 5 亿元, 由元生资本独家投资
认养一头牛	2016年	奶制品	认养模式+优质奶源	2017 年完成天使轮融资, 2021 年 4 月完成 A 轮融资, 由 KKR、德弘资本联合领投,海邦沣华、广和投资跟投
元气森林	2016年	饮料	无糖饮品	2017-2020 年共 5 轮融资; 2021 年 3 月新一轮战略融资由 红杉中国、华平投资领投
完美日记	2017 年	美妆产品	大牌同质平价	2016-2019 年共 5 轮融资; 2020 年两轮融资 1 亿美元和 1.4 亿美元,投资方汇集高瓴创投、华平投资、凯雷投资集团等约 10 家国内外一线投资机构; 11 月美股 IPO 融资 6.17 亿美元
钟薛高	2018年	冰激凌	中式瓦片状高端雪糕	2018 年 7 月天使轮, 8 月 Pre-A 到 A+轮; 2021 年 5 月 A 轮融资 2 亿元,由元生资本领投,H Capital、万物资本 跟投
THE COLORIST 调色师	2019 年	美妆渠道	大规模集合+ 快时尚速度	所属母公司 KK 集团共 6 轮融资, 2016 年 Pre-A 轮 1500万元, 2020 年 E 轮融资 10 亿元,由 CMC 资本领投,洪泰基金、Kamet Capital、黑蚁资本、渶策资本跟投,经纬中国等部分老股东继续跟投

资料来源:天眼查、Wind,山西证券研究所

2.4 政策驱动新型消费,新业态模式引领发展

近年来我国新型消费呈现持续快速发展的态势。为贯彻落实《国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》(国办发〔2020〕32号〕部署要求,3月25日,国家发改委等28部委联合发布《加快培育新型消费实施方案》。《方案》围绕推动服务消费线上线下融合、加快新型消费基础设施和服务保障能力建设、强化新型消费发展要素保障、改善新型消费营商环境等四大方面,提出了24项举措,并明确了牵头责任单位,着力破除制约居民消费的体制机制障碍和鼓励消费新业态新模式发展。《方案》内容主要包括培育壮大零售新业态,拓展无接触式消费体验、推动便利店的数字化改造、发展直播经济,推进电子商务公共服务平台建设应用等方面。

此外,《方案》还结合实际新增了不少创新性措施,包括优化消费相关用地支持,提出对于不适合成片 开发的部分乡村旅游、民宿、户外营地及其他消费相关基础设施和公共服务项目,探索符合实际的产业融 合发展用地新模式;以及加强商品供应链服务创新,针对冷链物流追溯情况,提出利用"溯源码"实施"首 站赋码、进出扫码、一码到底、扫码查询"等管理模式,建立从供应链首站到消费需求终端的进口食品冷 链物流追溯系统等。在促消费政策的带动下,居民消费潜力持续释放,商品销售继续改善,可选消费类商 品增长提速,新兴业态快速发展势头不减,实体店零售经营明显回升。同时,由于境外疫情管控效果不佳, 消费者出境活动仍未恢复,部分消费需求转向境内,带动化妆品、金银珠宝、钟表、箱包等商品销售快速 增长。

图 17:《加快培育新型消费实施方案》亮点



资料来源: 国家发展改革委, 山西证券研究所

今年以来,随着疫情防控形势的好转,宏观调控政策效果进一步释放,我国经济将继续保持稳定恢复态势,带动居民消费信心和消费意愿持续复苏。随着居民收入和消费水平不断提高,消费习惯不断转变,新消费领域逐渐兴起。同时,随着数字技术应用加快,直播电商、社区电商等新业态、新模式的创新层出不穷,线下消费场景的数字化改造和转型也在加快,线上线下加速融合。一方面,旺盛的消费需求会对供给侧提出更高要求,激发出更加优质的商品和服务供给;另一方面,优质供给在升级进程中也会创造新的需求,推进消费各领域持续提质扩容,引导消费新业态、新模式和新品牌加快培育成长。5月中旬在上海举办的2021年中国品牌日活动中,1500余家国内品牌企业和创新型中小企业参加了线上展览,其中600余家知名自主品牌企业参加了线下展览。博览会取得丰硕成果,初步统计,展会期间各地参展品牌企业现场开



展的新品首发、带货直播、文化展演、品牌推介等特色活动超过400场,吸引线上线下观众超过1.5亿人次,参展品牌企业线上线下销售额超过10亿元。有关各方达成合作意向400余项,意向金额超过40亿元。

3.超市:门店布局近场化,社区团购迅速发展

3.1 门店布局近场化,小型业态保持领先

零售商业去中心化趋势明显,企业主动履约布局门店近场化。随着数字经济对居民办公形式、生活方式和消费习惯等多方面的改变,居民的工作和生活逐渐便捷化和高效化,零售商业去中心化的趋势十分明显。城市开始向多中心和社区化发展,最终形成一个 3 公里左右的近场生活圈。而社区最后一公里的商业业态凭借其便利性和时效性,有效满足了城市居民的基本生活需求,成为社区生活消费的核心圈。疫情后的消费者行为模式发生巨大变化,线下大卖场的购物行为受到冲击,扎根社区的小店具备良好的发展潜力。疫情之后,消费者对到家业务等 O2O 业务的接受程度大大提高,而 Z 时代的年轻消费者则更倾向于从提供快速配送的线上平台采购。到家业务驱动整体 O2O 业务的快速增长,据预测,2016-2021E 的复合增长率达到了 64%。在商业社区化的趋势下,面对消费者行为模式的转变,企业主动履约进行门店近场化布局。一方面加快履约效率,缩短履约时间,如生鲜配送半小时、一小时达;一方面围绕生活圈布局,提高消费场景便利性,如水辉 Mini、盒马 Mini、小润发、苏宁小店等深入社区的小业态。

表 3: 生鲜快消 O2O 商业模式及主要平台

	平台模式	互联网零售商自营模式	传统零售商自营模式
市场 份额	70%	17%	13%
	综合性平台,大卖场、超市、 便利店等多渠道覆盖	线上线下一体化,大部分销售来自线 上订单,线下门店主要作为堂食体验	由传统零售商的自营 APP 或者小程 序提供 O2O 到家服务
主要 特征	线下零售商拥有库存,平台 通过收取佣金获得收益	门店同时也作前置仓,生鲜是主要品 类,占整体销售额 50%以上	线下门店拥有库存, 门店同时也作前 置仓, 直接通过商品利润获得收益
	自有配送团队或者第三方 配送	自有配送团队	第三方配送或者店内员工送货
主要平台	京东到家、美团外卖、饿了 么、多点、淘鲜达	盒马、7Fresh	大润发优鲜、永辉生活、苏宁小店、 家家悦优鲜、步步高小步优鲜

数据来源: 凯度咨询, 山西证券研究所

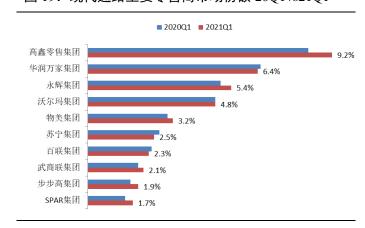
O2O 零售平台助力商超小店提质增效,超市小业态销售增长保持领先。传统业态下线下零售受到冲击,而社区周边的商超小店由于规模小、数量多,销售方式通常较为传统,数字化水平也相对较低。O2O 零售平台可以依托技术能力和大数据优势,赋能小店数字化升级,助力小店提质增效。O2O 零售平台分为自营模式和平台模式两种,自营模式为商超自营,如永辉生活、大润发优鲜、盒马鲜生等;平台模式为第三方

平台与商超门店合作,如京东到家、美团闪付、多点等。O2O 平台通过洞察消费者购买习惯,助力小店优化品类结构和精准触达消费者。在送货到家、社区团购、O2O 等到家业务逐级渗透到下沉市场零售小店的趋势下,多数消费者仍然选择在社区业态购买快速消费品,消费近场化的习惯得以留存。根据凯度消费者指数的数据,线下方面的大卖场,超市和便利店在 2021 年一季度有所恢复,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。

图 18: 2016-2021E O2O 市场整体规模(亿元)与增速%

35,000.00 到家业分2016-2021年复合增长率464% 30,000.00 25.000.00 20,000.00 15,000.00 10,000.00 54% 37% 5,000.00 76% 2016 2017 2018 2019 2020 2021F ■到家 1,768.80 ■到店 10.665.00 5.601.20 8.079.50 12.861.72 11.562.32 12.269.20

图 19: 现代通路主要零售商市场份额 20Q1vs21Q1



数据来源: Kantar O2O 白皮书, 山西证券研究所

数据来源: 凯度消费者指数, 山西证券研究所

在头部零售商中,高鑫零售市占率保持领先,物美集团进入前五之列。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。

3.2 社区团购迅速发展,各方加快布局速度

疫情催生近场化需求,社区团购迅速发展。社区团购在2019年资本退潮后遭遇行业洗牌,2020年疫情爆发催生了社区团购的需求。疫情进一步催化消费近场化和线上业务的发展,消费者更多选择到家业务、社区团购来解决高频刚性的消费需求,大部分企业布局社区团购业务寻求多元的业务增长点。社区团购通常以1-3公里社区为商业半径,在近场零售领域为消费者带来了便捷的消费体验,尤其是在疫情期间,无接

触配送进一步促进了"预售+自提"的拼团模式的发展。通过到店自提避开人流,同时还省去租金、人力和最后一公里配送等成本,团长 10-12%的佣金成本对于零售企业而言是相对较低的支出,因此更具盈利性。在互联网企业的加持下社区团购迅速发展,互联网平台企业以生鲜等日常生活必需品为切入点,利用社区的门店资源和客流,通过自身流量基础和技术优势,对下沉市场社区商圈进行本地化布局,布局方式多为自建。数据显示,在疫情的驱动下 2020 年社区团购市场发展态势迅猛,市场规模达到 890 亿元。伴随社区团购市场持续下沉拓展,预计 2021 年社区团购的市场规模有望达到千亿级别。

图 20: 2018-2021 社区团购市场规模(亿元)及增长率%



图 21: 互联网平台布局社区团购情况

互联网品牌	入局方式	社区团购品牌	建立时间
阿里	投资	十荟团	2018.06
腾讯	投资	兴盛优选 食享会	2017. 10 2018. 03
拼多多	自建	快团团 多多买菜	2020. 03 2020. 08
美团	自建	美团买菜 美团优选	2019. 01 2020. 07
盒马鲜生	自建	盒马优选 盒马云超	2020. 10 2021. 04
滴滴	自建	橙心优选	2020. 06
字节跳动	自建	优惠团购	2021. 02
京东	投资 自建	兴盛优选 京喜便利店	2017. 10 2021. 06

数据来源: 凯度咨询消费者调研, 山西证券研究所

数据来源: 前瞻产业研究院, 山西证券研究所

疫情催化下,社区团购需求间接受益激活,互联网巨头和传统零售业态均加快了布局速度。除兴盛优选和你我您发源于湖南长沙以外,多数企业分布于北上广和江苏等地区,多为人均可支配收入较高的二线城市及周边的下沉市场三四线城市。目前行业头部平台包括兴盛优选、同程生活和十荟团等,其中兴盛优选凭借其先发优势积累的用户数量、服务口碑和对下沉市场的多层级覆盖,居于龙头地位。互联网巨头的布局方面,以滴滴橙心优选、美团优选、拼多多快团团三家为代表,其中美团优选表现突出,阿里正加快布局速度。实体商超等传统零售业态在原有的供应链优势基础之上,召集社区团长,以门店为提货点,逐步推行社区团购模式,上市公司如步步高、大润发、武汉中商等。武汉由于此前深处疫情中心,社区团购渠道增长最为明显,成为各路企业争抢之地,其中武汉中商以其本地化的先发优势发展较快。从我国社区团购平台发展现状及入局企业来看,目前社区团购平台主要分为五种类型。

表 4: 社区团购主要类型

社	区团购平台类型	特征	代表企业			
原生创业型	百十分小刑	以社群团购为初始创业项目的平台	拥有腾讯、美团等互联网巨头工作经历的创业者创办的			
	原王切业型		企业、如虫妈邻里、我你您等			
	从立体呢 夕刑	为社区团购平台提供 SaaS 软件、仓配物流等服务的	提供前置仓服务的直通仓、提供 SaaS、软件服务的蔬			
	供应链服务型	供应链服务企业	东坡、群接龙等			



快消 B2B 型	由 B2B 平台孵化出的社区团购平台, 团长一般为传统	新高桥旗下的考拉精选、中商惠民旗下的惠购 go、芙		
Λ/H 020 Ξ	零售小店店主	蓉兴盛旗下的兴盛优选等		
零售企业型	由本身已具备完善的仓配能力、商品组织能力和零售	鲜果壹号旗下的邻邻壹、钱大妈孵化的小程序、苏果便		
◆ 吕正 亚 立	企业孵化出的社区团购平台	利旗下的苏果优选		
平台孵化型	由其他企业(非快消 B2B 和传统零售企业)孵化的社	每日优鲜旗下的每日一淘、京东旗下的友家铺子、环球		
十百般化空	区团购平台	捕手旗下的小区乐等		

数据来源: 前瞻产业研究院, 山西证券研究所

今年 3 月,五家社区团购主要平台因不正当价格行为而被市监局行政处罚,同时针对社区团购,监管部门出具的管理条例更加规范全面,行业监管力度整体提高。在监管趋严的环境下,资本流入更偏向于具有一定规模优势和盈利基础的成熟社区团购平台,比如兴盛优选与十荟团。随着逐渐规范的监管体系以及日渐集中的资金投入,社区团购平台面临新一轮洗牌,热度将有所冷却。社区团购模式具有获客成本低、终端物流成本低、易于复制扩张等优点,基于此,未来的核心价值会从流量获取转化为供应链价值的提升。社区团购在尝试过试前置仓、卫星城等多种模式后,下一步将会回归供应链本质,并向平台化方向发展,在拓展品类、减少损耗和增加毛利的基础上,进一步提升产品力和服务体验。

3.3 营收规模呈现下降,剔除永辉 O1 净利同比转正

超市行业选取样本为中信三级子行业超市及便利店,共计 13 家上市公司。2020 年 CS 超市及便利店板块营收 2127.50 亿元,同比-7.44%,归母净利润 41.47 亿元,同比+23.97%。2021Q1, CS 超市及便利店营收593.82 亿元,同比 20Q1 下降 6.38%,同比 19Q1 下降 4.89%,两年复合增速下降 2.48%;归母净利润 7.34 亿元,同比 20Q1 下降 65.20%,同比 19Q1 下降 65.29%,两年复合增速下降 41.08%。受到疫情影响,样本中 2020 年实现营收净利双增长的仅有永辉超市一家,存在 9 家净利同比下滑,行业内上市公司在下半年的业绩下滑情况较为明显。上半年在疫情的影响下,居民消费习惯的线上迁移使得互联网平台得以快速发展,线上消费粘性显著增强。但下半年开始,互联网巨头纷纷切入社区团购赛道,销售商品以生鲜为主,初期通过低价补贴策略抢占市场,对超市大卖场的到店客流和销售均造成冲击。到 2021 年一季度,超市大卖场客流出现大幅下降,降幅基本在两位数左右,客单价和销售额也出现不同程度的下滑,其中生鲜受到的冲击最大,粮油、酒水饮料也出现下滑。除了社区团购以外,一些垂直品类的生鲜专业店逐渐深入社区,也对超市大卖场的业绩造成进一步冲击。

此外,营收下降还有部分来自于新租赁准则的冲击,新租赁准则不再划分承租人的融资性租赁和经营性租赁,而是统一计入融资性租赁,并将承租人租入资产和负债形成的利息计入利润表,使承租人的资产总额和负债总额出现大幅增加;同时,新准则采用融资租赁的实际利率法,将造成费用统计的前置,以及利润统计的后置,导致租赁物业的折旧费用和利息费用统计前高后低。整体造成了不少超市企业 Q1 业绩骤

降,对于租赁物业依赖度较高的超市业态来说,门店越多受影响越大。

图 22: CS 超市 19-21Q1 营业收入(亿元)及同比%



图 23: CS 超市 19-21Q1 净利润(亿元)及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源:Wind,山西证券研究所

超市板块业绩两极分化趋势依然显著,头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大,若剔除永辉超市,2020年的营收和归母净利润分别为1195.51亿元和23.52亿元,同比分别为-17.54%和32.06%;21Q1的营收和归母净利润分别为330.47亿元和7.11亿元,同比20Q1分别为-3.3%和31.2%,同比19Q1分别为-17.79%和28.25%。21Q1永辉的业绩表现对行业整体影响较大,剔除后营收端降幅收窄,利润端同比20Q1实现转正,同比19Q1降幅收窄。在社区新业态的冲击下,超市企业一方面强化数字化能力,快速推进门店的线上化运营,积极推广到家业务和社区团购,开启新的盈利增长点;另一方面加强品类管理,提升服务质量,积极探索低成本高效率化的发展路径,提升供应链效率。

图 24: CS 超市 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%

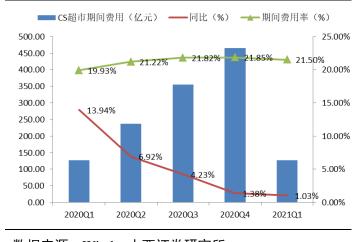


图 25: CS 超市 20-21Q1 毛利率、净利率、ROE(%)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2020 年超市板块期间费用合计 464.88 亿元,同比+1.38%,期间费用率为 21.85%,同比增长 1.9pct; 21Q1 超市板块期间费用合计 127.70 亿元,同比 20Q1 提升 1.03%,同比 19Q1 提升 15.11%,两年复合增速上涨 7.29%; 21Q1 期间费用率为 21.50%,同比 20Q1 提升 1.58pct,同比 19Q1 提升 3.74pct。受到疫情影响,超

市企业在上半年开店速度放缓,下半年关店调整数量增多,营收增速呈现下降,同时房租、人力、水电、运输费等刚性费用却不断上涨,压制了企业利润的增长空间。四季度新店开业时间延后,增加了新店开业前的人力、租金等相关费用,同时新店培育期的亏损对利润造成一定影响。此外,企业还加大了对中后台数字化系统的投入,以提升业务流程的标准化和经营效率。相比到店服务来说,到家业务还增加了线上营销费用投入和履约成本及平台佣金等。

2020 年超市板块整体毛利率水平为 24.03%,同比上涨 1.72pct; 21Q1 毛利率水平为 23.76%,同比 20Q1 持平,同比 19Q1 提升 1.39pct。疫情期间生鲜类食品购买量较大,规模效应下周转提升、损耗减少,20Q1 生鲜品类毛利率提升较多,带动整体毛利率水平同步提升,到 20Q4 开始呈现下降,21Q1 虽然环比下降,但与 19Q1 同期相比提升明显,得益于企业对毛利结构的调整。

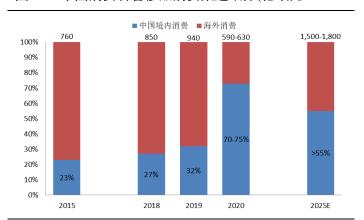
2020 年超市板块平均 ROE 水平为 6.36%,同比提升 4.88pct,改善明显,主要受到新华都净利润转正的影响;21Q1 超市平均 ROE 水平为 1.33%,同比 20Q1 下降 1.52pct,同比 19Q1 下降 1.33pct,主要受到 ST 人乐 Q1 业绩亏损及永辉超市 Q1 业绩下滑造成的影响。

4.黄金珠宝:珠宝消费线上拓展,品牌集中度逐渐提高

4.1 中高端消费需求回流,珠宝消费线上拓展

境外消费回流+免税政策利好,中高端消费需求向境内转移。伴随 2015 年以来的进口关税下调、对代购等灰色市场加强管控,以及境内外价差的逐渐缩小,越来越多的消费者选择在境内释放中高端消费需求。我国内地中高端消费品市场在 2020 年初经历了艰难的开局,但在疫情得到控制后,我国中高端消费品的市场销售迎来强势反弹。同时,海外疫情持续蔓延影响了居民出境旅行计划,使得我国消费者的海外中高端消费需求向国内转移,2020 年境内市场在我国消费者全球奢侈品消费中的占比创历史新高,达到了 70%至75%。不过随着全球形式逐步恢复正常,未来这一比例将会有所下降,但较 2019 年水平将会不断提升。此外,海南的离岛免税市场因出境游受阻和政策利好迎来爆发。

图 26: 中国消费者奢侈品消费渠道细分(亿欧元)



数据来源: 贝恩公司, 山西证券研究所

图 27: 中国内地奢侈品销售额: 按渠道划分(亿元)



数据来源: 贝恩公司, 山西证券研究所

Z 时代驱动销售增长和数字化进程。消费群体方面,目前 80 后仍然是中高端消费的主力军,但以 95 后为代表的 Z 世代正在成为新晋崛起的消费人群,推动了品牌的销售增长和数字化进程。尽管目前 Z 时代在天猫奢侈品时装与生活方式品类的 GMV 贡献不足 5%,但 20 年 Z 时代消费群体的数量同比增长超过 100%,GMV 同比增速突破 150%。随着 95 后逐步进入职场、收入增长, Z 世代的年人均消费额预计将会呈现高速增长。 Z 时代消费者通常从线上渠道了解中高端消费品信息,平均每天花费在在移动设备上的时间约为 5个小时。伴随 Z 世代的影响力不断上升,品牌也开始将电商渠道当做新兴营销平台,用以提高消费者认知度、提升品牌资产和招揽新增用户。在疫情推动下,线上渠道的奢侈品销售额同比增长超过 150%,占据 23%的市场份额。

图 28: Z 时代消费者搜集信息渠道主要以线上为主,区别于其他年龄段人群



资料来源:天猫平台奢侈品消费者问卷, 山西证券研究所

婚庆刚需以外,珠宝首饰消费逐渐趋于日常化,线上销售规模不断提升。随着我国年轻一代消费群体收入水平的持续增长和消费升级理念的不断推进,可选消费品需求崛起,中高端消费品市场中的珠宝首饰消费已进入快速发展阶段。对于 Z 时代的年轻消费者而言,购买中高端消费品的品类偏好有 30% 左右为珠宝。传统的珠宝消费方式主要由婚庆需求产生,但随着 Z 时代消费观念的不断转变,珠宝首饰消费在满足传统婚庆刚性需求外,逐渐趋于日常化,消费场景扩展到情感消费,包括各种节日、亲情及自我奖励等,有效地提高了珠宝产品的复购率,也为珠宝行业的发展提供了更大的空间。互联网时代,珠宝品牌的营销

模式逐步向线上发展,通过新媒体为潜在客户创造消费需求,实现消费引导,带动线上销售规模不断提升。 线上销售模式可以有效扩大传统渠道营销广度、提升供应链效率、有效压减成本费用。结合互联网创新技术的应用发展,未来线上渠道将持续扩大市场占有份额。

4.2 黄金消费持续扩容,品牌集中度逐渐提高

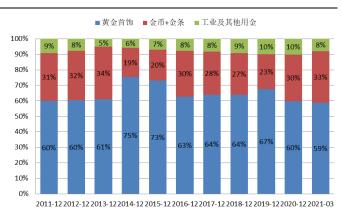
黄金产品消费规模稳步扩容,低基数效应下 21 年将高速增长。数据显示,2019 年我国珠宝首饰市场规模达到最高点 7073 亿元,近五年来复合增长率为 4.51%,呈现波动增长趋势,但增速有所放缓。2020 年受到疫情影响,我国珠宝首饰市场规模 6154 亿元,增速首次转负。珠宝行业中约 70%的市场份额来自于黄金,就黄金产品市场而言,随着市场管制放宽、规模扩容、产品多样化,我国黄金产品的消费规模处于稳步增长阶段。根据中国黄金协会的数据,自 2015 年起,黄金消费呈现稳步上升趋势,虽然到 2019 年同比增速有所下降,但黄金首饰的消费量占比持续提升,19 年黄金首饰消费占比达到 67%。受到疫情影响 2020 年黄金消费量整体下降,但国际黄金价格持续走高,出于避险情绪和保值增值的投资选择,金币和金条的结构占比提升较多,20 年金币和金条的消费占比达到 30%。不过随着国内中高端消费的持续复苏和低线城市黄金首饰消费需求的迅速崛起,21Q1 的黄金首饰消费同比增长 93.90%,全年来看黄金首饰的消费总量将保持高速增长。目前,中国已经成为世界第一大黄金消费市场,黄金消费量连续多年保持世界第一位,同时也已成为全球最大规模金条和金币市场。

图 29: 2011-2021Q1 我国黄金消费量(吨)及增长情况



数据来源:中国黄金协会,山西证券研究所

图 30: 2011-2021Q1 我国黄金消费量结构



数据来源:中国黄金协会,山西证券研究所

我国黄金珠宝市场三足鼎立,优质品牌集中度逐渐提高。我国珠宝行业内竞争企业众多,包括国内品牌、港资品牌和国外品牌,还有大量知名度较低、规模较小的珠宝企业,市场品牌集中度较低。目前,我国黄金珠宝市场形成了外资品牌、港资品牌与内资品牌三分天下的局面。国内高端市场主要被Tiffany、Cartier、Bvlgari等国际知名品牌占据,国内主流中高端市场虽占据主要份额,但产品差异化不明显、竞争相对激烈,主要品牌有港资的周大福、周生生等,其产品定位高端,紧跟新兴设计潮流,工艺技术较强;还有内资的

老凤祥、老庙黄金、中国黄金、周大生、潮宏基等,其黄金首饰产品定位中端,售价相对港资较低,品牌门店众多,渠道优势明显。随着市场逐渐成熟,消费者对产品设计、工艺技术、品牌内涵等理解日益加深,越是资金实力强、运营水平高的品牌越能够带动产品销量增长,促使整个市场份额逐渐向知名品牌聚拢,行业集中度不断提高。未来,在消费升级趋势下优质黄金珠宝品牌存在行业整合的机遇。

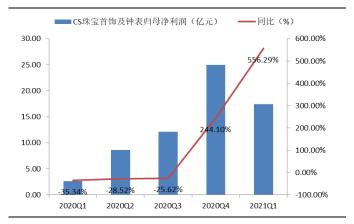
4.3 全年营收规模下降 Q1 回升,盈利能力环比改善

珠宝首饰行业选取样本为中信三级子行业珠宝首饰及钟表, 共计 14 家上市公司。2020 年 CS 珠宝首饰及钟表板块营收共计 1550.13 亿元,同比-8.44%,归母净利润 24.94 亿元,19 年为-17.31 亿元,同比+244.10%。 20 年珠宝板块收入规模较上年小幅下降,样本内仅有豫园股份和老凤祥 2 家公司实现年度业绩增长,板块业绩分化现象较为明显;不过利润端实现转正、改善明显,样本内有 7 家公司实现净利增长,其中*ST 金洲归母净利同比转正主要受到投资收益大幅提升的影响。2021Q1, CS 珠宝首饰及钟表板块营收 489.45 亿元,同比 20Q1 提升 31.96%,同比 19Q1 提升 50.31%,两年复合增速上涨 22.60%;归母净利润 17.43 亿元,同比 20Q1 提升 556.29%,同比 19Q1 提升 324.34%,两年复合增速上涨 106.0%。21Q1 珠宝板块营收规模明显提升,主要受到上年同期疫情造成的低基数影响,同比 19Q1 增速提升主要受到新股上市的带动;利润端规模大幅提升,主要系去年同期对比基数较低,同比 20Q1,样本内有 12 家公司实现归母净利润的增长,其中 7 家增速达到 3 位数;同比 19Q1,样本内 5 家公司实现归母净利润的双位数增长,还有 2 家新股影响。

图 31: CS 珠宝首饰 20-21Q1 营业收入(亿元)及同比%



图 32: CS 珠宝首饰 20-21Q1 净利润 (亿元) 及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

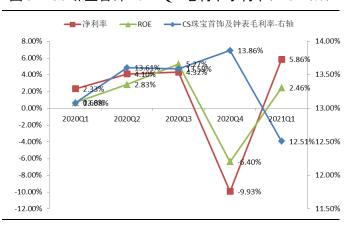
2020年珠宝板块合计期间费用为 139.15亿元,同比下降 5.30%,期间费用率为 8.98%,同比上涨 0.30pct。 20 年珠宝板块整体期间费用下降主要受到板块财务费用大幅下降带来的影响,总体费率基本保持稳定,但受到整体收入下降的影响,期间费率有所提升。 21Q1 珠宝板块期间费用合计 38.10 亿元,同比 20Q1 提升 23.44%,同比 19Q1 提升 27.42%,两年复合增速上涨 12.88%; 21Q1 期间费用率为 7.78%,同比 20Q1 下降 0.54pct,同比 19Q1 下降 1.40pct。 21Q1 期间费用上涨主要受到收入增长带动运营费用增长的影响,但由于

往年同期基数较低,收入增长提升明显,板块总体费率明显下降。

图 33: CS 珠宝首饰 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%



图 34: CS 珠宝首饰 20-21Q1 毛利率净利率、ROE(%)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2020年珠宝板块整体毛利率水平为 13.86%,同比下降 1.83pct; 21Q1 毛利率水平为 12.51%,同比 20Q1下降 0.57pct,同比 19Q1下降 0.79pct。20年板块整体毛利率水平不及去年同期,主要受到*ST 金洲的负面影响,不过毛利率水平年内逐季提升,主要受到产品结构调整和线上收入增加带来的正向影响。21Q1珠宝板块整体毛利率水平有所下降,主要受到金价波动对销售产品结构的影响。

整体来看,珠宝板块的 ROE 水平分化明显,主要受到部分公司亏损较多影响。剔除*ST 金洲、*ST 赫美极值和空值的影响,其余 12 个样本在 2020 年的平均 ROE 为-6.40%,2019 年平均 ROE 为 7.3%,降幅较大主要受到金一文化和爱迪尔 2020 年亏损数额较大拉低板块净利率水平的影响;21Q1 样本平均 ROE 水平为 2.46%,同比 20Q1 提升 1.78pct,同比 19Q1 下降 0.04pct,主要受到样本平均净利率水平同比 20Q1 大幅提升 3.53pct 带来的影响,同比 19Q1 小幅下降主要受到金一文化 Q1 业绩亏损的影响。

5.化妆品: 电商渠道加速渗透, 需求细分下沉明显

5.1 颜值经济潜力巨大,电商渠道加速渗透

颜值经济增长潜力巨大,化妆品电商渠道份额迅速攀升。随着国民收入和生活水平不断提高,以护肤、彩妆、医美行业为代表的颜值经济市场规模不断扩大,颜值经济增长潜力十分强劲。受到疫情影响,欧瑞预计 2020 年我国化妆品市场规模超过 5000 亿元,同比增长 6.3%,到 2021 年增速开始提升,此后恢复到 10-11%的稳定增速。互联网的普及带来了渠道变革,伴随电商渠道的迅速崛起,近几年国内美妆护肤类产品在电商渠道的份额逐年攀升,化妆品在电商渠道的份额于 2015 年超越了百货渠道和 CS 渠道(专营店),于 2018 年超过了 KA 渠道(商超卖场),到 2019 年渠道占比达到了 31.5%。2020 年疫情期间短视频、直播等线上新兴渠道蓬勃发展,品牌商加速了对直播电商销售模式的布局,2020 年中国化妆品电商渠道占比进

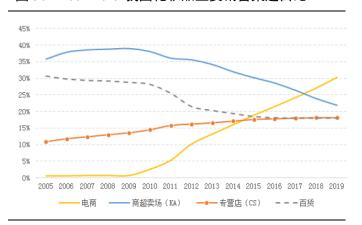
一步攀升,推测达到 35%,并且未来会进一步扩张,预计到 2023 年线上渠道占比可能超过 40%。随着新媒体和社交电商的飞速发展,美妆护肤类品牌商将进一步提升线上渠道渗透率,加速品牌营销数字化转型的步伐。

图 35: 2009-2021 年中国美妆市场规模及同比



数据来源: 欧瑞数据, 山西证券研究所

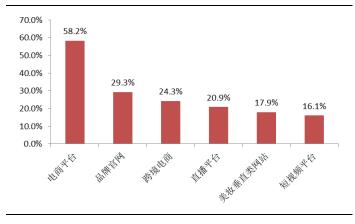
图 36: 2004-2019 我国化妆品主要销售渠道占比



数据来源: 欧瑞数据, 山西证券研究所

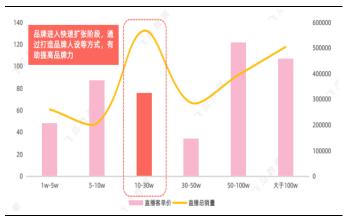
美妆护肤类产品的线上渠道主要以电商平台为主,线上营销投放超过线下。线上渠道主要优势在于优惠力度大、促销活动多、购买方便,各大电商平台是美妆护肤类品牌竞争的主战场。线上可以触达数亿级别的消费者,在 ToC 时代,线上已经成为了新锐品牌孵化的主要阵地。在拥有线上的品牌基础后,再布局线下实体店,打造完整的生态闭环。对于传统线下品牌而言,线上渠道更是品牌拓展增量的优先选择。据统计,2020 年电商渠道贡献了线上销售总规模的 58.2%。近年来品牌商线上渠道广告投放占比逐年增长,且已经超过了线下渠道的投放量,未来线上仍然是品牌商营销投放的主要渠道,并且预算会进一步提升。在线上渠道中,电商平台的站内投放属于刚需,同时投放会逐渐向站外倾斜,借助社交媒体精准定位目标用户,增加触达频次、持续种草,盘活私域流量用户池。

图 37: 2020 年中国美妆护肤品线上购买渠道细分



数据来源: 艾瑞咨询, 山西证券研究所

图 38: 不同粉丝体量品牌自播号的直播客单价及销量



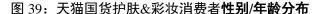
数据来源:飞瓜数据,山西证券研究所

国货美妆品牌借助直播电商实现弯道超车,建立自播矩阵扩大用户覆盖。在电商平台、内容和社交平

台等互联网新基建的支撑下,消费者的决策链路被重塑,而直播电商因为即时互动的体验效应较强,加速了消费者从种草到拔草的过程,使得国货品牌能够在互联网上实现弯道超车。今年以来直播电商延续快速发展态势,直播模式逐渐从以低价促销为主演变成以内容和体验为驱动。数据显示,2020年底我国在线直播用户将达 5.26 亿,直播电商市场规模将达 9610 亿元,同比增长 122%;而美妆护肤品类作为直播间的热门品类之一,直播渗透率还在逐步提升。随着公域流量获客成本和头部主播销售费用的不断增高,品牌方在累计一定的粉丝基数后,通过打造品牌矩阵进行自播带货,不仅可以根据不同受众精准营销,还能提高平台曝光度、吸引潜在用户,目前有超 4 成的国货彩妆品牌关联了 2 个以上的自播账号。品牌自播号启动初期,通常会以低价爆品、限时优惠等福利快速打开市场纳新,在完成一定的用户累计后,品牌进入快速扩张阶段,除了拓宽产品线、触达更多用户以外,也会通过营造品牌人设、跨界营销等多种方式提升品牌格调。

5.2 国货美妆竞争差异化,需求细分下沉明显

国货美妆品牌定位本土化,同国际大牌差异化竞争。国货美妆品牌在品牌定位上更加本土化、贴近东方人肤质和审美,根据我国消费者肤质特点推出更适合国人的化妆品,例如在功能上以保湿、美白为主,而在配方上常辅以植物、天然等概念,更易被国人接受。在市场层次上,国货品牌与国际大牌错位竞争,依靠产品性价比取胜,主攻中低端大众护肤需求,避免与国际大牌在一二线城市的中高端市场正面冲突,在夯实用户基础上再逐渐向中高端渗透,其中上海上美、百雀羚、珈蓝集团和上海家化市场份额占比分别为 4%、3.5%、3.3%和 2.8%。在营销模式上,国货品牌抓住年轻人的喜好,积极采用社交媒体,别出心裁的进行品牌营销,制造市场热点对接消费者需求,打造明星单品的良好口碑。近年来新锐品牌如薇诺娜、完美日记、HomefacialPro 等聚焦线上品牌活动和社交媒体传播,通过爆款单品打造、场景营销导流、O2O快速拓展和 D2C 积极引流,成功抓住电商直播的流量红利,推动品牌传播并转化购买。



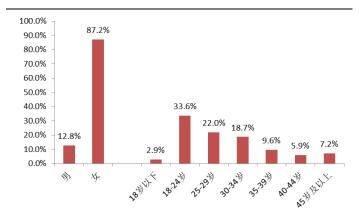
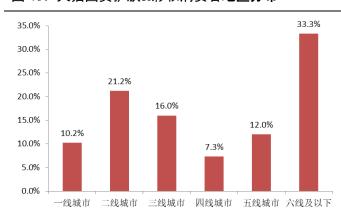


图 40: 天猫国货护肤&彩妆消费者地区分布



数据来源: CBNData 消费大数据, 山西证券研究所

数据来源:百度搜索大数据,山西证券研究所

国货美妆品牌下沉趋势明显,细分品类需求日益增强。国货品牌的目标用户以 25 岁以下、三线及以下城市的 95 后、00 后女性消费者为主。天猫美妆数据显示,25 岁以下的用户占比为 36.5%;三线及以下城市的用户占比为 68.6%。从年龄来看,95 后和 00 后已经成为国货美妆产品的第一大消费群体,其在美妆产品的消费占比要高于其他代际,并且对新锐品牌的接受度更高、容错率也较高。国货美妆品牌的下沉趋势比较明显,越来越多的中低线城市消费者开始关注国货美妆品牌,且城市越低线增长越明显。从需求端看,消费者对颜值经济的追求没有因为疫情而改变,线上美妆护肤消费不断下沉,消费群体持续泛化,三线及以下城市的消费者人数增速远超一二线城市。从品类看,基于美妆护肤日益增强的细分需求,越来越多的细分品类呈现爆发式增长,从步骤、功效和功能等层面的细分要求面面俱到。

图 41: 美妆 Top10 品类不同品牌国别份额及增速

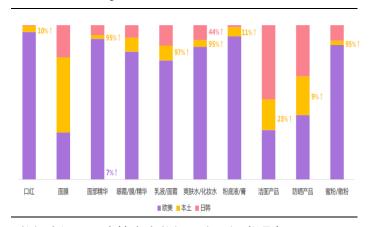
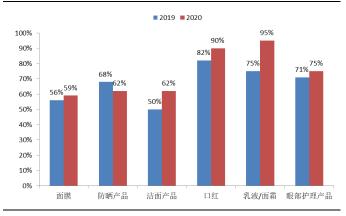


图 42: 美妆头部品类 Top5 品牌 CR5 市场集中度变化



数据来源:百度搜索大数据,山西证券研究所

数据来源:百度搜索大数据,山西证券研究所

各细分品类品牌偏好集中在欧美品牌,但本土品牌增长强劲。面膜品类门槛较低,本土品牌入局相对容易,洁面产品偏好集中在日韩品牌,防晒产品偏好日韩系和欧美系分布相对均衡,而其余品类则是集中在欧美品牌。欧美品牌中,除了定价高端的面部精华类在 2020 年实现了小幅增长 7%,其余品类的国货品牌在 2020 年的增长机会均呈领先,其中面部精华、乳液/面霜、爽肤水/化妆水和蜜粉/散粉四大品类在 2020 年的增速都超过了 95%。国货美妆品牌整体竞争激烈,各个细分领域头部品牌排名变化较大,尤其在防晒产品、洁面产品和面膜领域,2020 年 CR5 相对较低,且头部品牌新老名单更替剧烈,竞争已经进入了白热化阶段。面膜品类在 2020 年的 CR5 略有上升(+3%),五强品牌变化不大,头部品牌进一步巩固市场份额,但五强以内排名变化较大,头部竞争激烈。口红和乳液/面霜类的产品 CR5 相对较高,在 2020 年分别达到了 90%和 95%,且乳液/面霜类产品在 2020 年的 CR5 上升幅度最大(+20%),但这两个品类的头部品牌排名均不稳定,同样处于激烈竞争的阶段。

5.3 剔除浪奇全年营收规模增长, Q1 业绩改善明显

化妆品行业选取样本为申万三级子行业日用化学产品,共计 12 家上市公司。2020 年 SW 日用化学产品板块营收 373.94 亿元,同比-17.09%,归母净利润-20.71 亿元,同比-182.42%。板块业绩下滑主要受到*ST浪奇营收大幅下降、业绩亏损造成的影响,若剔除*ST浪奇,其余 11 家公司营收 340.45 亿元,同比+4.11%,归母净利润 24.11 亿元,同比-1.66%。板块营收规模小幅提升,净利润规模小幅下降主要受到青岛金王全年业绩亏损带来的影响。2021Q1,SW 日用化学产品板块营收 97.59 亿元,同比 20Q1 提升 22.32%,同比 19Q1下降 2.82%,两年复合增速下降 1.42%;归母净利润 7.54 亿元,同比 20Q1 提升 53.88%,同比 19Q1 提升 19.62%,两年复合增速上涨 9.37%。21Q1 板块营收规模呈现扩大,弥补了去年的下滑空间。样本中有 7 家公司实现双位数增长,有 2 家实现三位数增长,同比 19Q1 营收规模小幅下降主要系*ST 浪奇营收持续下降影响;21Q1 净利润规模大幅提升,主要受到 20Q1 因疫情影响经营造成对比基数较低的情形,样本中有 7 家公司净利润增速超过了 40%。

图 43: SW 化妆品 20-21Q1 营业收入(亿元)及同比%

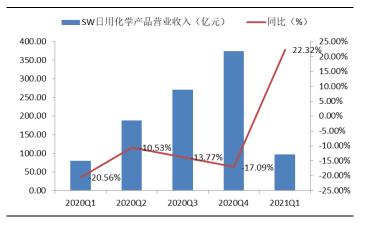


图 44: SW 化妆品 20-21Q1 净利润(亿元)及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2020 年限额以上单位化妆品类商品零售额达 3400 亿元,同比增长 9.5%,颜值经济下化妆品类的需求增长加快,在上年同期基础较高的情况下仍能实现稳定增长; 2021 年一季度化妆品类零售额 933 亿元,同比增长 41.4%,在去年同期的低基数效应下,境外消费回流叠加 3 月电商购物节的促销活动,以及品牌化妆品新品扎堆上市,带动行业销售保持快速增长。随着居民收入的提高和消费升级的驱动,叠加电商渠道的快速发展,国产化妆品品牌的资金实力逐步增强,同时依托本土优势,品牌商积极拓展新型社交媒体运营,营销模式快速转型、实现突破性发展,在巩固已有三四线城市市场份额的同时,逐渐在一二线城市取得了一定的竞争优势,国产化妆品品牌与国际知名化妆品品牌在行业地域性方面的差异正逐步减少。虽然线下渠道是化妆品行业的主要销售渠道,但随着线上渗透率的不断提升,电商渠道已经成为近年来销售额增长最快的销售渠道,渠道占比已经超过了 30%。化妆品行业的利润水平和变动趋势主要受到品牌知名度与宣

传推广、销售模式、产品配方和生产工艺、上游原料及包材组成及其价格变动、行业竞争程度等方面的影响。行业内毛利率水平普遍可达 50%以上,但受品牌影响力、销售模式、产品结构等方面的影响,品牌个体毛利率差异较大。

图 45: SW 化妆品 20-21Q1 期间费用(亿元)及同比%



图 46: SW 化妆品 20-21Q1 毛利率+净利率+ROE(%)



数据来源:Wind,山西证券研究所

数据来源: Wind, 山西证券研究所

2020 年化妆品板块期间费用为 119.89 亿元,同比+1.83%,期间费用率为 32.06%,同比增长 5.96pct。20 年板块费用规模小幅上涨,主要受到销售费用同比增长 4%的影响,总体费率在前三季度基本保持稳定,全年涨幅较大主要受到营收规模下降但费用规模上涨的影响。21Q1 板块期间费用为 31.33 亿元,同比 20Q1 提升 40.3%,同比 19Q1 提升 33.82%,两年复合增速上涨 15.68%; 21Q1 期间费用率为 32.10%,同比 20Q1 提升 4.11pct,同比 19Q1 提升 8.79pct。21Q1 期间费用上涨主要受到宣传推广等营销类费用大幅增长 48%的影响,同时收入增长带动管理和研发费用同比上涨,导致板块期间费率整体提升。

2020 年化妆品板块整体毛利率水平为 39.34%,同比提升 7.16pct; 21Q1 毛利率水平为 41.64%,同比 20Q1 增长 6.31pct,同比 19Q1 增长 12.57pct。20 年前三季度板块毛利率水平呈现下降,但全年实现增长,主要受到个别公司营收规模变动较大影响,20 年板块平均毛利率水平小幅下降 0.65pct 至 41.35%,样本内有 8家公司全年毛利率呈现下降。21Q1 板块整体毛利率水平继续提升,主要受到去年同期对比基数较低的影响,样本内有 9家公司 Q1 毛利率呈现不同程度的上涨。

整体来看,化妆品板块的 ROE 水平呈现分化,剔除*ST 浪奇极值和空值的影响,其余 11 个样本在 2020年的平均 ROE 为 13.62%,同比下降 2.54pct,主要受到青岛金王 ROE 转负,以及部分公司因净利率下滑导致的 ROE 下降较多影响;21Q1样本平均 ROE 水平为 3.08%,同比 20Q1 提升 0.32pct,同比 19Q1 提升 0.06pct,主要受到样本平均净利率水平同比 20Q1 提升 2.07pct 的影响。



6 投资策略: 国货品牌蓬勃发展, 电商渠道加速渗透

6.1 趋势研判

消费市场稳步复苏态势延续,可选消费回暖确定性持续好于必选消费。后疫情时代,随着我国经济的不断复苏,消费及零售市场对经济增长的拉动作用也不断扩大。1-5 月我国消费市场呈现出持续复苏的态势,商品零售平稳增长、服务消费明显复苏、线上消费较快增长、线下消费继续改善。随着国内疫苗接种的不断扩大和促进消费政策的不断见效,下半年消费市场稳步复苏的态势将继续巩固,可选消费的回暖确定性将持续好于必选消费。在双循环的新发展格局之下,供需双升级成为消费领域发展的核心框架。疫情发生以后,国内消费市场进入到全新的生命周期,品牌开始主动切入内循环通道,而中国品牌由于在供需两端具备独特优势,迎来了快速发展的机遇。从供给端看,疫情影响外贸供应链向国内转移,同时新型社交电商的快速发展也促使国货品牌更加高效的触达消费者需求,通过直播、短视频、内容营销等多种带货模式提升品牌销量和价值,助力国货品牌提质增效。从需求端看,Z时代逐渐成为消费主力,他们的消费理念更加包容,消费习惯勇于尝新,并且对互联网适应性良好,这些特性都给国货品牌提供了巨大的发展空间。

超市门店布局近场化,社区团购迅速发展。零售商业去中心化趋势明显,社区最后一公里的商业业态 凭借其便利性和时效性,有效满足了居民的基本需求,成为社区生活消费的核心圈。疫情后消费者行为模 式发生巨大变化,线下大卖场受到冲击,社区小店具备良好的发展潜力。疫情之后,消费者对 O2O 模式的 接受程度逐渐提高,倾向于选择到家业务、社区团购来解决高频刚性的消费需求,疫情进一步催化消费近 场化和线上业务的发展。大部分企业布局社区团购业务寻求多元的业务增长点,互联网巨头和传统零售业 态均加快了布局速度。下半年社区团购市场将持续下沉拓展,预计 2021 年社区团购的市场规模有望达到千 亿级别。

珠宝消费线上拓展,品牌集中度逐渐提高。随着 Z 时代消费观念的不断转变,珠宝首饰消费在满足传统婚庆刚需以外,消费场景逐渐趋于日常化,有效提高了产品复购率,为珠宝行业发展提供了充足的潜力。互联网时代,珠宝品牌的营销模式逐步向线上拓展,通过新媒体为潜在客户创造消费需求,带动线上销售规模不断提升。珠宝行业中约七成的市场份额来自于黄金,随着市场管制放宽、规模扩容、产品多样化,我国黄金产品的消费规模处于稳步增长阶段。伴随国内中高端消费的持续复苏和低线城市黄金首饰消费需求的迅速崛起,21Q1 的黄金首饰消费同比增长 93.90%,下半年黄金首饰的消费总量将继续保持高速增长。我国珠宝行业竞争企业众多,市场品牌集中度较低,随着市场逐渐成熟,优质黄金珠宝品牌存在行业整合的机遇。

颜值经济增长潜力巨大,需求细分下沉明显。随着国民收入的不断提高,以护肤、彩妆、医美行业为

代表的颜值经济市场规模持续扩大,增长潜力十分强劲。互联网的普及带来了渠道变革,近年来国内美妆护肤类产品在电商渠道的份额逐年攀升,到 2020 年渠道占比约达 35%。随着社交电商的迅速发展,美妆护肤类品牌商在下半年将会进一步提升线上渠道的渗透率。在市场层次上,国货品牌与国际大牌错位竞争,依靠产品性价比取胜,主攻中低端大众护肤需求,下半年将在夯实用户基础上逐渐向中高端渗透。国货美妆品牌的下沉趋势比较明显,线上美妆护肤消费不断下沉,三线及以下城市的消费者人数增速远超一二线城市。基于美妆护肤日益增强的细分需求,越来越多的细分品类呈现爆发式增长。

6.2 投资策略

前五个月社零增速总体呈现稳步回升,零售业务持续向线上转移,实物商品网上零售增速保持双位数增长,线上渗透率持续稳步攀升。国际形势变化、消费结构变迁、技术迭代升级等多重因素影响下,国货消费品牌迎来发展新机。国货新锐品牌依托互联网渠道蓬勃发展,抓住细分领域空白和新兴群体痛点,聚焦产品差异化定位,借助新媒体营销优势,迅速抢占各个热门细分赛道。未来国货消费品牌将继续加速线上化进程,传统品牌也将不断推进数字化转型,实现线下体验、线上触达的全渠道覆盖;同时调整整体毛利结构,更好迎合高端消费者和性价比追求者的个性化需求。下半年,消费领域的新业态、新模式和新场景将进一步丰富,我们建议关注国货新锐品牌的消费红利,在消费需求和传播渠道的重塑中,优质品牌在细分领域的市场份额将不断扩大,品类方面建议关注可选消费品中的黄金珠宝和国货美妆品牌等,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,为国货崛起持续加码。国货品牌借新媒体提升认知度,加速在年轻消费群体的下沉渗透,同时通过盘活私域流量,实现线上销售额的不断增长。国货美妆品牌市场集中度相对较低,头部品牌新老更替剧烈,龙头企业在巩固存量运营的同时拓展增量红利,有效提升品牌的市场份额,建议关注珀莱雅、上海家化和丸美股份;
- 2) 伴随消费回流和升级的双轮驱动,以可选消费品为主的高端百货和黄金珠宝等细分领域估值弹性较足,免税资质为高端百货带来新增量,低线需求崛起助力黄金珠宝品类线上强势增长,在新消费业态和模式蓬勃发展的环境中,龙头企业有望借势国货消费红利,利用低基数和长期坚持的品牌效应修复业绩,实现销售的快速增长,建议关注王府井、周大生和豫园股份;
- 3) 后疫情时代超市企业持续加码线上业务,布局到家配送和社区团购等新模式,发挥自建生鲜供应链的护城河,加大产地直采式配货、提升自有品牌占比。上半年由于 CPI 增长放缓和高基数效应同店承压,下半年企业将继续调整业态结构、加速展店,短期受社区团购冲击淡化业绩指标,板块具备中长期成长性布局价值,建议关注永辉超市、家家悦和红旗连锁。

6.3 重点个股推荐

6.1.1 珀莱雅 (603605.SH): 线上销售带动业绩增长,新兴彩妆品牌持续高增

2020年公司实现营业收入 37.52 亿元,同比增长 20.13%;归属于上市公司股东的净利润 4.76 亿元,同比增长 21.22%。2021年一季度公司实现 9.05 亿元,同比增长 48.88%;归属于上市公司股东的净利润 1.10 亿元,同比增长 41.38%。2020年公司营收稳健增长,虽然受到疫情对线下渠道带来的负面影响,但公司线上渠道和美容彩妆品类均录得高增长。分产品看,20 年公司护肤/彩妆品类营收分别是 32.42/4.65 亿元,同比分别增长 11.38%/181.91%;分品牌看,20 年公司珀莱雅/其他自有品牌/跨境代理品牌营收分别为 29.86/5.55/2.07 亿元,同比分别增长 12.43%/75.08%/44.09%。公司营收占比超 80%来自于护肤洁肤类产品,近 80%营收来自于主品牌珀莱雅。20 年主营增长主要来自于线上渠道销售额及占比的提升,线上渠道销售 26.24 亿元,同比增长 58.59%,占比提升 16.92pct 至 70.01%,公司彩妆品牌彩棠、INSBAHA 及高功效护肤品牌 CORRECTORS 均为线上渠道销售产品,同时 20 年拓展了抖音小店等新兴平台。我们看好公司以"产品、内容、运营"等为主线的前中后高效协同的组织机制,持续推动线上渠道销售带动整体业绩增长,同时重点打造数字化中台提升公司核心战略能力,预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.02/3.72/4.54 元,维持"增持"评级。

6.1.2 上海家化 (600315.SH): 差异化发展降本增效, 21Q1 盈利能力显著提升

公司 2020 全年实现营业收入 70.32 亿元,同比下跌 7.43%;归属于上市公司股东的净利润为 4.30 亿元,同比下降 22.78%。2021 年 Q1 公司实现营业收入 21.15 亿元,同比增长 27.04%;实现归属于上市公司股东的净利润 1.69 亿元,同比提升 41.92%。在线上渠道,公司主动调整电商业务结构,优化直播频次和占比,盈利能力明显提升,2020 年渠道占比提升 8.32pct,21Q1 线上渠道占比达到 32%;线下渠道积极拥抱新零售,拓品增效,百货、CS 和商超渠道增势强劲,21Q1 渠道业绩反弹明显。百货渠道策略性闭店缩编,2020年共关闭 462 家低单产专柜及门店,截至 20 年底现存专柜及门店数合计 977 家;CS 渠道通过解决历史遗留问题并聚焦门店执行以提升出货。通过对各渠道的合同费用清理,多个渠道已在 2020 年呈现销售费用率下降的趋势。品牌创新方面,公司加强了与大数据平台的合作,通过大数据分析能力,聚焦了未来发展的重点品类、包装,对概念和卖力进行测试,以此打造爆款产品。公司通过对消费者需求趋势的判断,确定了差异化的品牌发展策略。21 年公司将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。预计 2021-2023 年 EPS分别为 0.67/0.96/1.11 元,维持"增持"评级。

6.1.3 豫园股份(600655.SH): 网点拓展与结构优化并行,优势产业矩阵不断完善

公司 2020 年实现营业收入 440.51 亿元, 同比增加 0.27%; 归属于上市公司股东的净利润 36.10 亿元,

同比增加 12.82%。21Q1 实现营业收入 108.58 亿元,同比增长 4.52%;归属上市公司的净利润 5.78 亿元,同比增长 77.88%。2020 年珠宝时尚集业务保持快速增长势头,明显超越行业平均水平,2020 年新增网点再创历史新高,"老庙"和"亚一"品牌连锁网点达到 3367 家,其中 20 年新开 820 家。在注重网点数量的同时,珠宝时尚集团持续推动渠道网点的"结构升级、结构优化"工作,推出了好运店、古韵店,进入了很多一线商圈;同时,在产品结构上持续优化,孵化出了 10 亿量级的爆款系列古韵金。在做好老庙和亚一两个品牌的同时,2020 年珠宝时尚集团在外延并购层面持续扎实推进,同国际顶级珠宝品牌 Damiani 成立合资企业,共同拓展中国市场。2020 年在常态化外延延伸项目基础上,公司战略性布局白酒赛道金徽酒和舍得酒业,分别获得金徽酒 38%的股权和舍得酒业 70%的股权,构建酒业两大核心品牌;化妆品赛道取得三大突破,主导品牌 AHAVA2020 年在中国市场销售额突破一亿元,WEI 品牌天猫旗舰店顺利开业,渠道创新成新的增长点,收购复星津美后成立科创中心,将成为化妆品产业在中国和全球市场发展的源动力,同时构建全球的研发系统;手表业务方面在收购上海表业及海鸥表业后,不断夯实产业基础,海鸥表业在提质量、出新品、降库存方面都有了长足的进步,上海表业稳增长、强品牌、创新品方面也积极探索,把国表赛道夯实、做大。我们看好公司持续推进产+地的双向赋能,打造更多的具有较强产业运营能力和城市地标属性的产品,促进产地融合的能力,预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.06/1.25/1.45 元,调整至"买入"评级。

6.1.4 周大生(002867.SZ): 全年净利实现转正,线上业务快速增长

2020年公司实现营业收入 50.84 亿元,同比下降 6.53%;归属上市公司的净利润 10.13 亿元,较上年同期增长 2.21%。21Q1 实现营业收入 11.57 亿元,同比增长 70.68%;归属上市公司的净利润 2.35 亿元,同比增长 133.85%。消费者行为习惯的变化促使电商业务快速发展,疫情因素在一定程度上促进了收入结构的改变。分渠道来看,加盟/自营线下/自营线上业务的营业收入分别为 32.02/7.2/9.71 亿元,较上年同期分别变动-11.56%/-34.26%/+93.9%,20 年公司通过直播带货等新营销模式促进电商业务继续保持较快增长,是唯一实现同比正增长的渠道,同时电商业务在收入结构占比中同比提升了 9.9pct。受疫情及市场环境变化因素影响,公司全年市场拓展及开店筹备工作节奏放缓,撤店数量有所增加,年末终端门店数量 4189 家。2020 年度累计新增门店 633 家,累计撤减门店 455 家,终端门店数量较年初增长 4.44%,关闭门店对全年营收影响额为 2.93 亿元,占营收比重为 5.75%。20 年公司加盟业务收入下降主要由于在疫情防控下,终端门店镶嵌销售下降使得加盟客户补货需求下降所致。我们看好公司持续强化品牌+供应链整合+渠道的产业协同模式,预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.78/2.18/2.62 元,维持"买入"评级。

6.1.5 王府井(600859.SH): 取得免税品经营资质,综合竞争力进一步增强

2020年公司营业收入82.23亿元,同比下降69.30%;归属于上市公司股东的净利润3.87亿元,同比下

降 59.77%。20Q1 公司营业收入 24.87 亿元,同比增长 63.60%;归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元,同比增长 230.10%。受执行新收入准则测算口径不同及新冠疫情的双重影响,公司 20 年收入净利润均呈下降;20Q1 公司主业经营保持了恢复性改善,多数门店呈现趋势向好的特征。分业态看,综合百货在公司营业收入构成中占据主体的地位,占比 68.4%,但受疫情影响收入同比下降;疫情得到有效控制后,奥莱得益于开放式的购物空间,销售恢复更为突出,收入占比达 9.1%;购物中心由于餐饮、娱乐等体验业态居多,受疫情防控影响,恢复的进程偏慢,收入占比达 14.6%;超市受刚需带动上半年总体保持增长态势,随着疫情得到控制,外出就餐增加,超市增幅持续回落,收入占比 5.2%。线上业务方面,公司建立了立体化在线运营与销售平台,并开拓直播平台、抖音小店运营等多种手段有效实现线上线下的融合。20 年公司还取得了免税品经营资质,正在全国范围内积极推进免税业务落地。公司在全国连锁发展战略上具备先发优势,坚持"5+2"的业务格局,业态布局更趋合理,重要资源掌控能力进一步增强,新业态收入利润占比继续增长。我们看好公司把握行业发展趋势,加快转型变革,创新经营模式,提升经营质量,大力推进线上线下融合,加强数字化建设的能力,未来公司将打造有税+免税的双轮主营业务驱动,预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.17/1.34/1.58 元,维持"增持"评级。

6.1.6 家家悦(603708.SH): 主营毛利率同比提升,省内外网络拓展加快

2020 年度按新收入准则公司实现营业总收入 166.78 亿元,同比增长 9.27%;归属于上市公司股东的净利润 4.28 亿元,同比下降 6.54%;2021 年一季度公司实现营业收入 47.15 亿元,同比下降 4.12%,归母净利润 1.28 亿元,同比下降 27.22%。2020 全年公司按新收入准则实现的营收同比增长 9.27%,但本期、同期均按总额法可比口径计算下,2020 年度营业总收入同比增长 17.90%。2020 年公司通过开店和并购合作的方式,新增直营门店 132 处,其中大卖场 47 家、综合超市 78 家;山东省内新增门店 65 家,省外新增 67 家,形成了山东、河北、江苏、安徽、内蒙跨区域发展的格局。公司依托供应链优势,持续推进门店转型,提升门店运营效率。公司围绕顾客家庭生活、品质健康的需求,做好商品结构调整和品类优化,通过精细化管理,增强门店商品运营能力。公司利用微信小程序"家家悦优鲜"线上平台,及与第三方平台合作,为消费者提供到家服务;还利用网点和门店社群资源开展直播带货、社区拼团服务,通过顾客线上下单、到店自提,加快了线上线下融合。2020 年公司利用小程序家家悦优鲜平台、第三方平台,提供线上到家服务的门店达到 211 家,直播和社区团购业务实现全门店覆盖,线上销售增长迅速。我们看好公司以超市主业为核心,发挥供应链平台优势,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能力,预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.93/1.19/1.43 元,维持"买入"评级。

表 5: 重点覆盖上市公司列表

公司代码	八马友华	EPS			PE(6/30 收盘价)			公司评级	
公可飞	公司名称	20A	21E	22E	23E	21E	22E	23E	公刊计级
603605. SH	珀莱雅	2. 37	3. 02	3. 72	4. 54	65. 14	52. 88	43. 33	增持
600315. SH	上海家化	0. 64	0. 67	0. 96	1. 11	89. 76	62. 65	54. 18	增持
600655. SH	豫园股份	0. 93	1. 06	1. 25	1. 45	10. 93	9. 27	7. 99	买入
002867. SZ	周大生	1. 40	1. 78	2. 18	2. 62	11. 11	9. 07	7. 55	买入
600859. SH	王府井	0. 50	1. 17	1. 34	1. 58	24. 68	21. 55	18. 28	增持
603708. SH	家家悦	0. 70	0. 93	1. 19	1. 43	18. 68	14. 60	12. 15	买入

资料来源: wind, 山西证券研究所

7.风险提示

- 1) 国际经济环境衰退,国内宏观经济承压风险;
- 2) 消费升级、促消费等政策落地效果不及预期;
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。
- 4) 创新业态模式具有不确定性,短期内影响业绩;
- 5)海外疫情持续蔓延,疫情影响超出市场预计;
- 6) 国内疫情零星复发,防控态势出现新变化。

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

相对弱于市场表现 5%以下 减持:

——行业投资评级标准:

行业超越市场整体表现 看好:

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

北京

电话: 0351-8686981

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

http://www.i618.com.cn

电话: 010-83496336

