

8月行业内公司集中披露中报业绩，维持推荐全渠道、 高质量发展的优质标——7月行业动态报告 核心观点

零售行业

推荐 维持评级

分析师

李昂

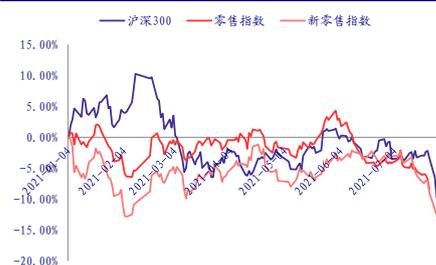
✉: liang_zb@chinastock.com.cn
分析师登记编号: S0130517040001

甄唯莹

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

行业数据

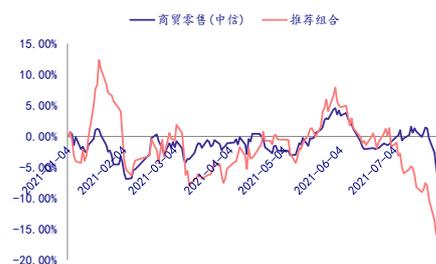
2021.07.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.07.28



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】行业动态报告-零售行业-维持推荐高韧性的必选消费超市渠道-20210131

【银河零售李昂团队】行业动态报告-零售行业-6月重点关注618电商大促与端午节消费表现,维持推荐全渠道发展的优质标的-20210528

最新观点:

2021年年初至今(2021.07.23)我们定义的零售指数下跌8.44%,跑输沪深300(-3.39%),跑赢新零售指数(-9.00%)。零售行业总体表现与PE变化趋势较为契合,目前PE、PS、PB行业三者低于历史均值水平;其中PS和PB持续震荡下行,而PE在行业净利水平回归正常区间后,同样回归2019Q3之前的走势情况。当前行业的PE/PS/PB分别处于2010年年初至今的22.8/45.0/3.4百分位点,均明显处于低估值区间,其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善,加权平均后影响行业整体PE水平。目前零售行业处于低配状态,未来有待增持

从政策层面来看,七月商务部印发《“十四五”商务发展规划》,继续聚焦商务的高质量发展;从预期性指标层面来看,是要满足更高水平的商品和服务消费品质需求,2025年社消总额目标预期50万亿元,全国网上零售额目标预期17万亿元,在2020年的基础上二者的年均复合增速分别为5%/7.6%。国内消费市场需要坚持扩大内需的战略基点,顺应消费升级趋势,促进消费提质扩容,推动流通现代化。

从行业层面来看,上半年社消恢复态势良好,2020年疫情的冲击主要集中在上半年,截止2020年6月社消总额同比增速仍处于负增长区间;目前社消总额的累计同比增速达到23.0%,规模大幅提升3.96万亿元,较2019年同期提升1.67万亿元,自3月开始已经初步恢复至历史增长区间范围内,且超过均值水平线,表现稳定,料下半年将继续企稳向好的趋势。

从市场层面来看,消费品零售行业内的公司主要集中在8月发布半年度财报,目前已有部分公司披露业绩预期与业绩快报。从现有数据来看,上年受疫情影响,线下经营规模大幅缩减的业态与品牌,今年上半年恢复态势良好,收益于客流与销售额的回升,基本实现了营收规模与净利的大幅增长,符合预期;这与上半年社消中规模以上的百货店、专业店和专卖店实现25%-30%的零售额提升的大趋势一致。此外,数字化在零售公司经营过程中也进一步发挥重要作用,对于多数公司的经营效率提升、盈利能力改善作出实质贡献;8月将需关注重点公司的业绩情况,对于全年的业绩预期形成指引。

综合来看,随着国内疫情的发展总体向好趋势,长期来看整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平,因此对于社消增速的波动、以及各地出现的小范围疫情反复不宜过分担忧,消费市场规模仍会持续扩张。

- **投资建议:** 维持全渠道配置的逻辑不变,同时建议增持酒类、化妆品以及一次性卫生用品三个产业链中的优质标的,推荐重点关注天虹百货(002419.SZ)、王府井(600859.SH)、永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、壹网壹创(300792.SZ)、丽人丽妆(605136.SH)、上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、丸美股份(603983.SH)、贝泰妮(300957.SZ)、稳健医疗(300888.SZ)、豪悦护理(605009.SH)、百亚股份(003006.SZ)、可靠护理(301009.SZ)。
- **风险提示:** 政策推行效果不及预期的风险;疫情防控程度不及预期的风险;消费者信心不足的风险;行业竞争加剧的风险。

目 录

一、零售行业景气度逐步恢复至疫情前水平，全年零售市场增速将呈现企稳向好的迹象	3
(一) 消费是个与经济同周期的行业	3
(二) 消费增速放缓阶段整体零售市场表现分化，疫情影响下或出现短期的结构性变化但长期趋势不改.....	4
1. 食品粮油等高韧性必需品消费相对表现优异且稳定，2021 年以来可选品类恢复性增长趋势向好	4
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待	5
3. 规模以上零售商抗风险能力更强，维持经营优势明显	6
4. 人均可支配收入稳步上涨，消费者信心逐渐回升，购买力攀升	7
二、与发达国家的成熟消费市场相比，中国零售行业发展进程较快，行业集中度有待进一步发展.....	7
(一) 线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段	8
(二) 线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定	9
(三) 行业财务分析：2021Q1 行业规模与业绩在上年低基数基础上实现增速大幅回升，销售净利率与 ROE 同样见涨.....	10
(四) “新零售”拉开数字化科技驱动大幕，“科创板”将重新定义未来零售.....	13
三、零售行业当前存在的问题及建议	13
四、零售行业在资本市场中的表现	16
(一) 零售行业公司跑输整体市场但优于新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平	16
(二) 市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持	16
五、投资建议.....	19
(一) 八月配置建议	19
(二) 核心关注组合表现回顾	20
六、风险提示.....	22

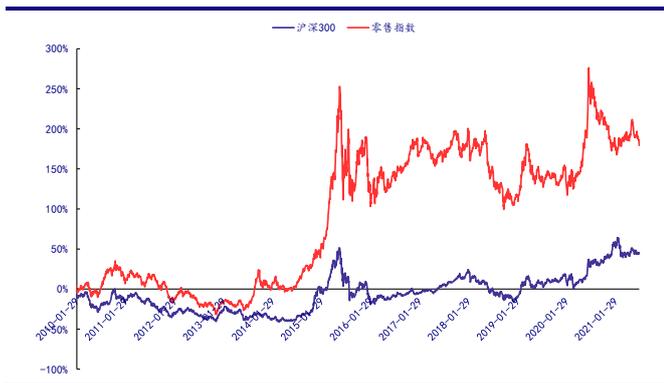
行业导语

零售行业在于向最终消费环节的购买者提供所需的商品或者服务,全产业链需要联合中游的交通运输物流将上游的农业工业产品逐步传导到消费者的手中。零售行业的重要性主要体现在以下几个方面中:首先,在拉动 GDP 增长的三驾马车中,除了消费会通过零售行业直接得以实现,投资和进口的部分也会逐步转化成销售额,间接的通过零售渠道展现价值;目前居民消费支出在国家总体 GDP 中占比极高,对于国民经济发展具有重大的影响力,社会经济发展和谐与否会首先表现在消费品流通市场中体现。

其次,消费零售行业作为一个劳动密集型行业,自身因为门店分散、渠道繁多、进入门槛低,对于人力的需求数量要求较高,对一个国家和地区的劳动就业也具有巨大贡献,社会劳动力得以相应的发展;此外,零售行业与居民的生活息息相关,零售的多业态发展与消费者多层次、多元化的消费需求相匹配,零售行业的发展与变革不仅仅是消费水平的提升,也是居民生活质量和生活方式的改变与进步。未来,随着经济水平以及居民消费水平的不断改善,消费者结构主力军更替交换,零售行业会与消费需求的改变共同发展。

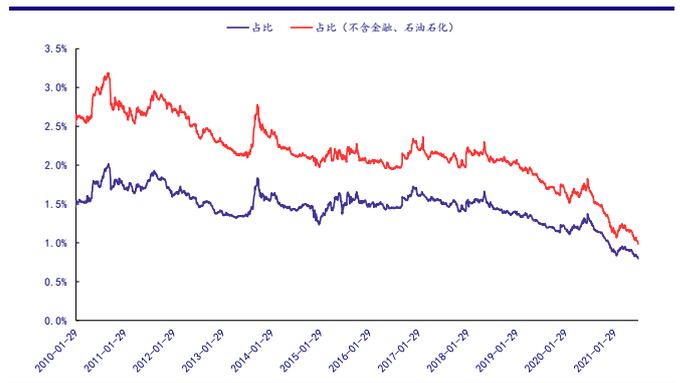
我们参照当前的中信行业分类,覆盖现有的一般零售、专营连锁、电商及服务、专业市场经营分类下的上市公司(仅包含 A 股),构建零售指数。目前 A 股共有零售行业上市公司 88 家,最新市值(2021.07.23)占比全市场市值比重为 0.79%,扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 0.98%。美股中零售贸易分类(不含餐饮)共有上市公司 137 家,其中亚马逊占比零售行业市值的 57%左右,市值超过 1.84 万亿美元,对应 2020 年总营收 3860.64 亿美元;中国零售板块的市值龙头为苏宁易购,其市值占比零售板块比例为 7.46%,对应市值为 550.22 亿元人民币,2020 年营收 2522.96 亿元人民币。

图 1: 零售指数与上证综指的走势变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势



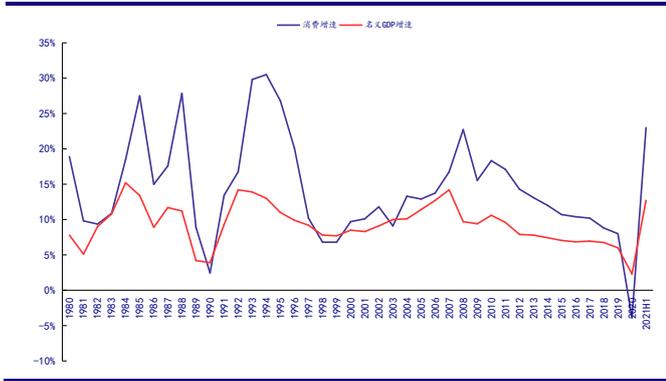
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一、零售行业景气度逐步恢复至疫情前水平,全年零售市场增速将呈现企稳向好的迹象

(一) 消费是个与经济同周期的行业

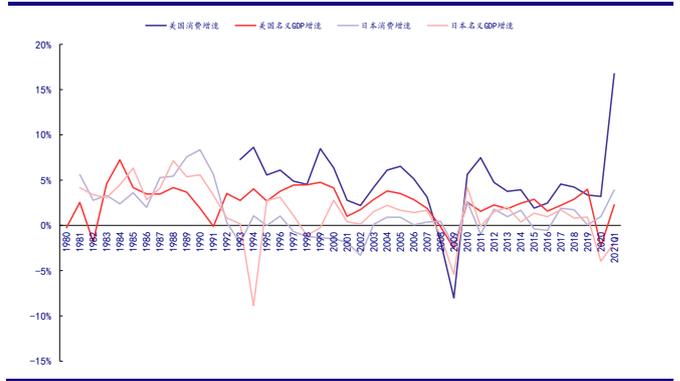
对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出,即使在疫情的影响之下,两者出现涨跌转折的时间点也基本一致,增减变化大体保持相同的趋势,消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

图 3: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势

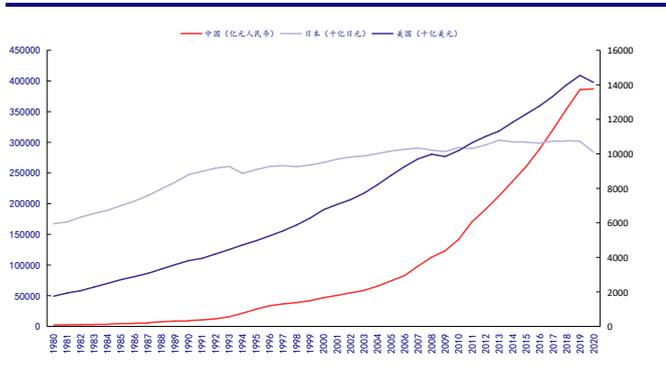


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

我们认为消费增速和 GDP 指标可以表现为相似的周期变动主要受到以下两个方面因素的影响:

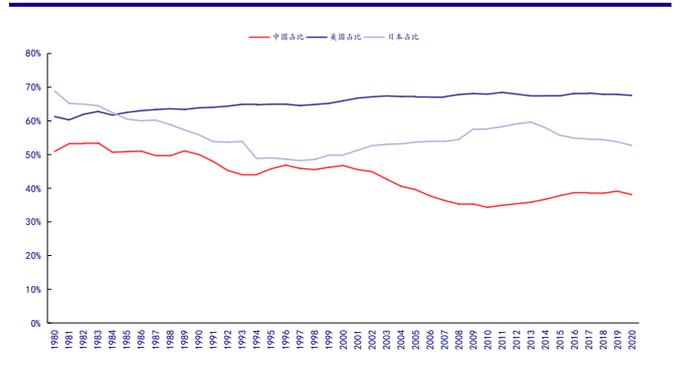
1. 居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平,并呈现出缓慢上升趋势,居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。受疫情影响,我国居民消费支出规模增幅放缓,美日略有下滑,但在总体 GDP 中的占比依旧保持稳定,进一步验证了二者的同周期属性。

图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 人口对于经济发展和消费带来的影响结果相似:其数量的不断扩张不仅是劳动力和生产力水平上升的基础,同时也是消费需求扩张的必要条件之一;近年来人口结构变化所带来的影响更为受到关注,老龄化趋势的加重一方面可能会拉低经济增长的潜力,另一方面会改变原有的消费能力水平和偏好。

(二) 消费增速放缓阶段整体零售市场表现分化,疫情影响下或出现短期的结构性变化但长期趋势不改

1. 食品粮油等高韧性必需品消费相对表现优异且稳定,2021 年以来

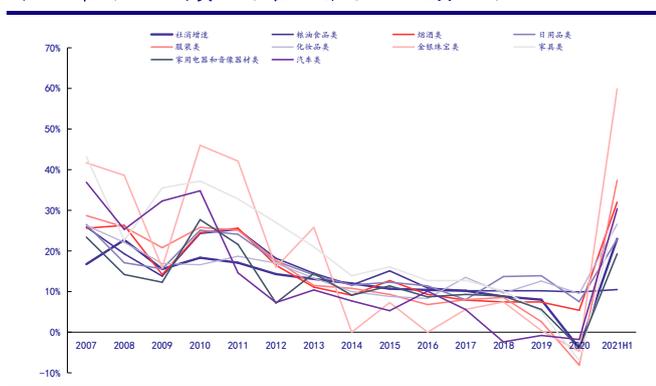
可选品类恢复性增长趋势向好

从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品持续保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，表现基本优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，避险优势凸显；烟酒、服装、化妆品、电器等可选品类从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现最弱，持续跑输整体社零增速。

从贡献占比情况来看，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大，占比逐年上升至 2021H1 占比为 27.75%；粮油食品、日用品、化妆品和家具类商品的占比基本呈现上升趋势，烟酒、服装、黄金珠宝和电器类商品的比例自 2014 年开始便表现出下滑。

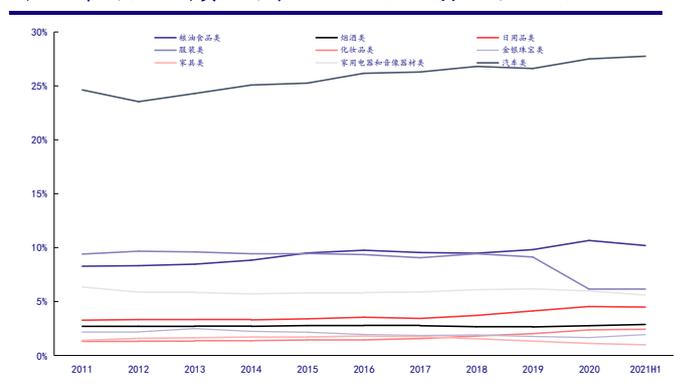
综合来看，在上年大多数单品规模萎缩/负增长的基础上，多数单品实现了增速的大幅提振，2021H1 我国社零总体呈现较好的增长态势，较 2020 年同期提升 3.96 万亿元，较 2019 年同期提升 1.67 万亿元。其中，粮油食品、烟酒、日用品品类相较 2019 年、2020 年同期均出现了规模增长；烟酒类、日用品类商品销售额增速在上年正增长的基础上，上半年仍旧实现了 23% 的加速增长，消费需求旺盛。服装类品类在 2021 年上半年的累计销售额同比增长 37.4%，实现了增长的持续恢复；化妆品的增速走势与必选消费品更为相似，未受到疫情太大影响，在上年规模扩张的基础上，进一步实现销售额的高速增长（同比增长 26.6%）。需要关注到的是，今年上半年期间内，部分品类的高增速基础是上年的规模萎缩，以家具品类为例，单月及累计销售额实际均不及 2019 年同期水平，仍需一定的恢复周期。

图 7：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

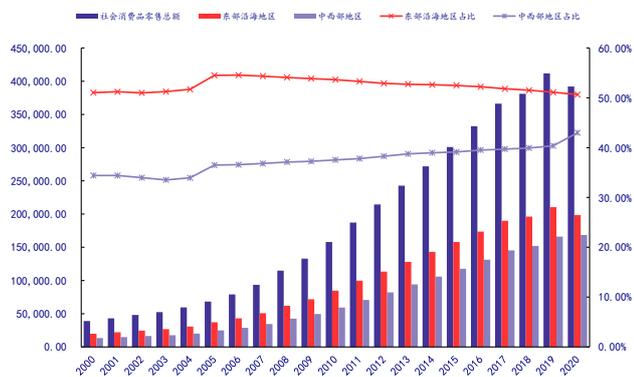
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待

从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50% 以上；浙江、福建、海南、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 58% 左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。

中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，2020 年的占比已提升至近 43%，与东部地区的差距进一步缩小；其中中部地区占比约为 23%，西部地区占比剩余的 20%。中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川省的表现较为优异，疫情前的 2019 年同

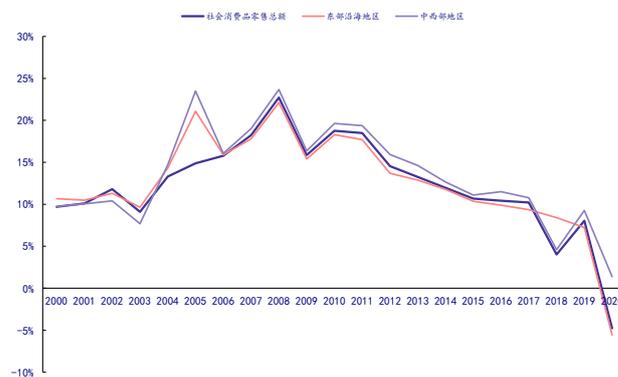
比增速高达 10.35%，贡献中西部地区约 12% 左右的零售额。对比来看，疫情对于东部地区的冲击明显更大，其同比增速经测算约为 -5.57%，同期中西部地区仅是滑落至低增速区间（1.37%），依旧实现了社消规模的扩张。

图 9：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



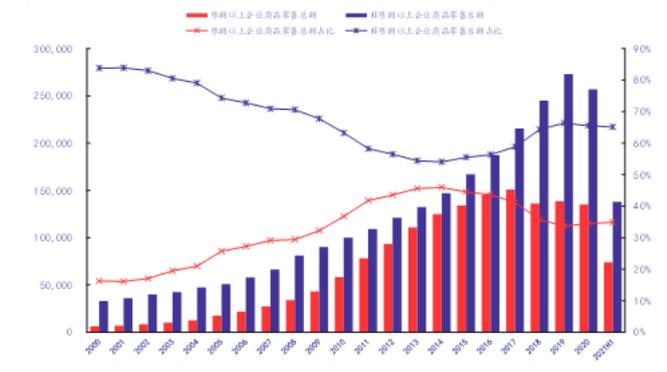
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 规模以上零售商抗风险能力更强，维持经营优势明显

从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，在 2019 年占比下滑至 33.66% 之后缓慢回升，2021 年 6 月时占比上升至 35.67%，剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。

增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。受疫情影响，自 2020 年 5 月开始，规模以上企业的累计社消增速表现已开始逆势跑赢整体水平；截止 2021 年上半年持续出现差异型走势，限额以上单位消费品零售额累计增长 24.8%，表现优于社零整体走势 23.0%，且早于 2020 年下半年开始便实现单月正增长，这体现规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。

图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)

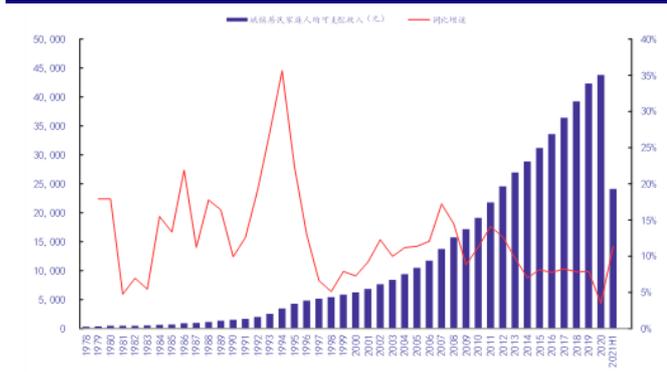


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 人均可支配收入稳步上涨, 消费者信心逐渐回升, 购买力攀升

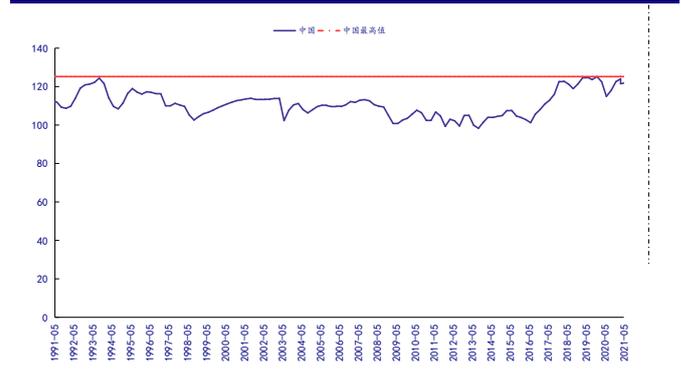
在物价水平平稳的环境之下, 人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用, 因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后, 中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升; 疫情的影响下, 2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势, 随着疫情的影响消退, 国内管控逐步步入常态化, 消费者信心提升恢复, 截至 2021 年 5 月的表现, 消费者信心指数在历史的最高值水平 (125.20) 附近波动, 9 月时或受国内部分地区疫情二次复发影响降至 120.5, 但 11 月后迅速回升至 124.0。由此可见, 随着疫苗接种在国内的逐步普及, 后疫情时代监管步入常态化, 消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势, 短期内波动的疫情并没有对整体消费者信心指数的走势形成剧烈影响, 依旧利于未来的长期消费恢复发展。

图 13: 中国人均可支配收入变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 中国消费者信心指数变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、与发达国家的成熟消费市场相比, 中国零售行业发展进程较快, 行业集中度有待进一步发展

与美国相比, 中国零售行业的发展进程较快。其中连锁经营兴起时与美国相差 125 年, 而

到无店铺销售兴起的两国相差时间仅仅 4 年, 双方线下实体门店与线上网络零售的差距逐步缩小, 中国出现反超。

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比

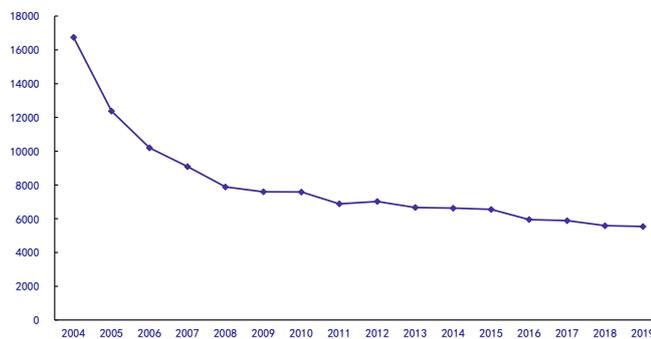
	美国兴起时间	中国兴起时间	中美兴起差距年限
连锁经营	1859	1984	125
超级市场	1930	1983	53
购物中心	1974	2000	26
无店铺销售 (含电商)	1995	1999	4

资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

(一) 线下门店渗透率较低, 行业集中度提升尚处初级阶段

从线下零售企业渗透率角度看, 由于门店数量的增速超过人口总数的增速, 渗透率逐年显示出上升的趋势, 截止 2019 年, 渗透率为 5541 人/个门店 (门店种类包括专卖店、超市、大型超市、百货、便利店等), 但未来人均保有量的上升空间仍大。

图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

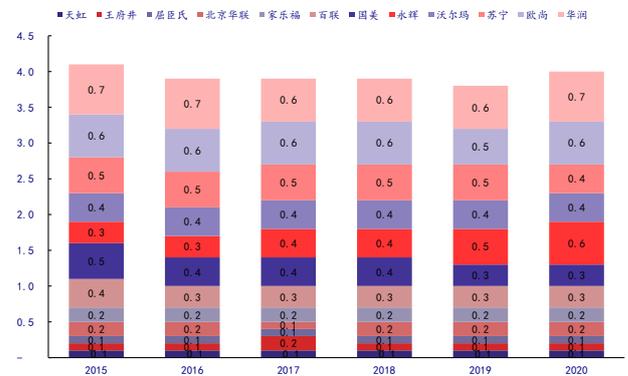
从行业集中度方面来看, 目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距, 美国的 CR10 自 2015 年开始出现明显的提升, 维持超过 35%, 其中超市龙头沃尔玛优势明显, 自 2010 年开始市占率稳定超过 13%, 远超第二名克罗格 (市占率约为 4%); 相比之下, 中国的 CR10 持续在 5% 左右波动, 龙头公司的表现差异不大, 华润、欧尚 (高鑫)、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。

图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

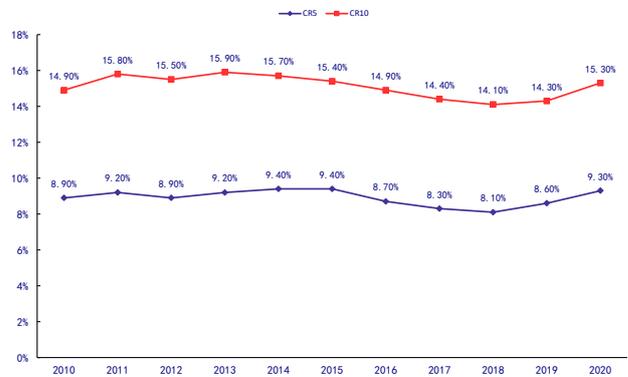
从不同的子行业角度来看,超市行业的集中度稳中有升,2020年CR5和CR10分别为16.2%和12.5%,头部公司的优势逐步显现但该项优势不够明显,超市行业占比市场份额最大的华润仅为3.27%;百货行业的集中度CR10与超市行业相似,CR5相对偏低,2020年分别为15.3%和9.3%,市占率最高的王府井占比为2.4%。综合来看,在疫情的影响下,百货行业的集中度提升更为明显,头部企业面对黑天鹅事件冲击的抗压能力更强,在行业承压的大环境之下更容易享受资源聚拢、弱小落后企业出清带来的集中度红利。

图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现

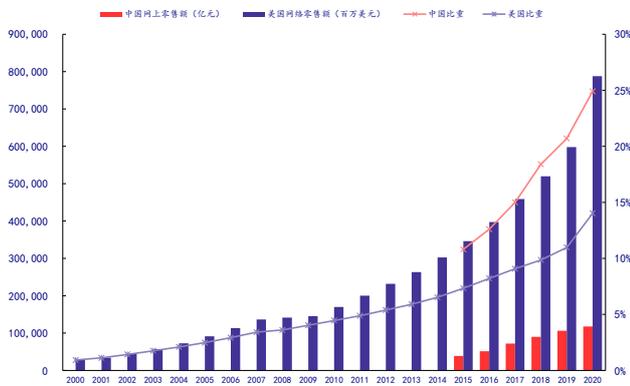


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(二) 线上行业发展高度集中,寡头垄断格局基本稳定

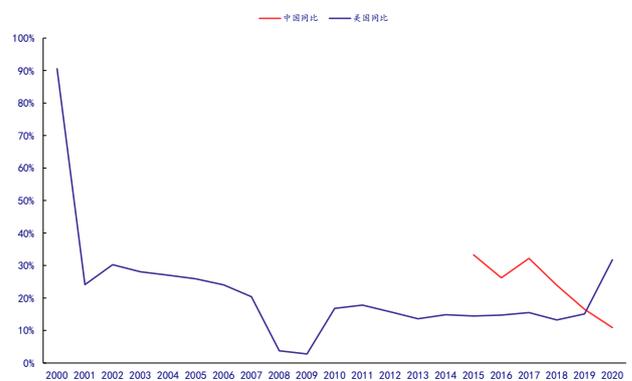
从零售总额的结构分析,中美市场线上渠道占比都在提升。2008年美国网络零售总额占零售总额比例就达到3.6%,相应的中国这一比例为0.98%。到2020美国的网络零售缓慢提升至14%的水平,中国这一数字将近25%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者,中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看,排除行业发展前期高增速的大规模增长,中国网络零售的同比增速维持在20%以上,2020年降至10.9%;而截止2020年末,美国当年同比增速达32%左右,二者差距明显。

图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

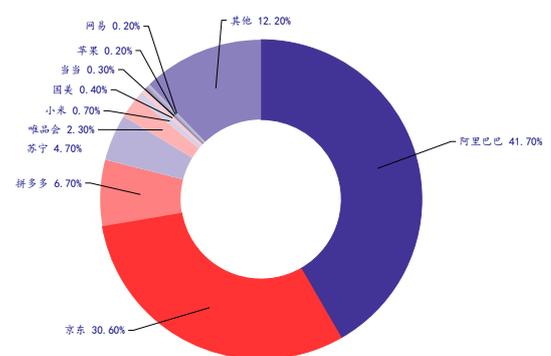
从竞争格局的角度来看, 自上世纪 90 年代末引入网络零售新业态以来, 中美线上渠道的行业集中度提升已经进入后期, CR10 逐年稳步攀升, 基本形成线上巨头垄断格局。美国 Amazon 一家独大, eBay、Walmart、Apple 等其他公司市占率仅为个位数; 2020 年美国电子商务销售额 Amazon 占 33.5% 的市场份额, 与占比 7.40% 的第二名沃尔玛拉开了极大差距, 且近年来 Amazon 的市占率还处于波动上升趋势 (沃尔玛作为线下起步的全渠道零售公司, 线上销售额的份额占比自 2018 年开始超过 Ebay)。中国网络零售集中度更甚美国, 线上渠道双寡头垄断的基本格局无可撼动, 2020 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 70% 的市场份额, 拼多多、苏宁等第二梯队占比为 5%-7% 左右。

图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2020 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

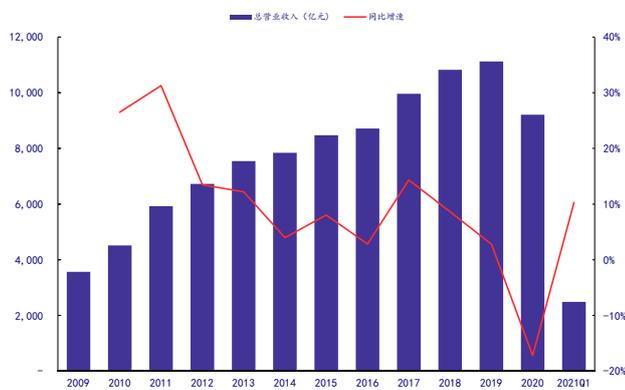
(三) 行业财务分析: 2021Q1 行业规模与业绩在上年低基数基础上实现增速大幅回升, 销售净利率与 ROE 同样见涨

1. 利润表: 2021Q1 营业收入与净利增速大幅上升, 整体与社消增速走势趋同

2020 年零售行业合计实现总营业收入 0.92 万亿元, 同比减速 17.19%, 行业总体增速自 2011 年开始呈现出逐步下滑的趋势, 2016 年短期提振后再次延续降速扩张趋势; 2021Q1 零售行业实现总营业收入 2488.65 亿元, 同比增速为 10.27%, 继 2020 年行业规模增速首次出现低

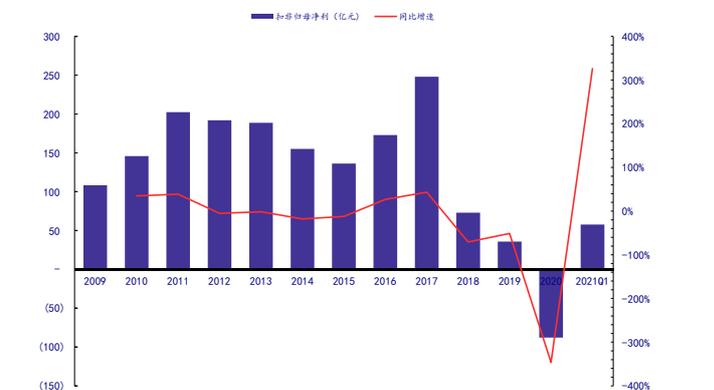
基数的负值之后，增速回升。其中主要系传统零售行业均以经营线下门店为主业，而疫情期间暂停营业、缩短营业时间，以及客流下滑等因素直接导致销售规模出现萎缩，2021年一季度同比上年疫情情况明显转好，疫情防控步入常态化，线下门店均基本恢复正常经营，零售行业整体转暖。2020年行业合计实现归母扣非净利润为-87.78亿元，同比减速346.07%，跌幅较大；2021Q1零售行业的扣非净利润为57.68亿元，同比上升362.25%。从营业收入和净利润的表现来看，行业整体经营与社消保持同周期变化趋势；其中2020年受疫情影响对应出现异常的偏离。分季度来看，2021Q1较上年同期出现了较大幅度改善。考虑到二季度将迎来消费旺季（“五一小长假”、端午假期以及线上“618”活动等），我们认为二季度零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，且随着我国疫情管控效果的进一步显现，国内经济正逐步恢复至前期增长轨迹，居民的消费信心以及国内消费市场活力稳健恢复，零售行业规模及业绩增速也将回归疫情前水平。

图 24：零售行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 25：零售行业公司历年归母扣非净利（亿元）与同比增速（%）



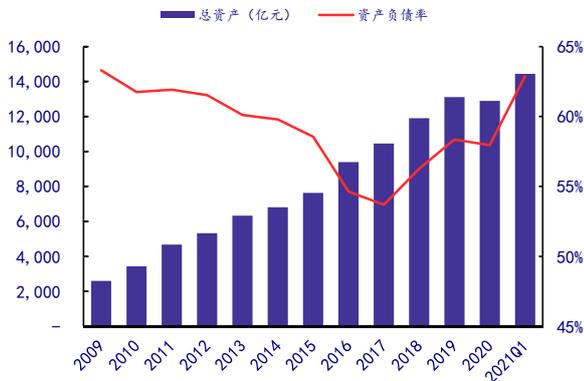
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 资产负债表：资产结构逐步优化，后疫情时代存货经营管理效率亟待恢复

截止2021Q1零售行业公司总资产合计为1.44万亿元，较2020年底略有上升，排除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，整体保持稳定的水平，体现了零售行业的规模逐步扩大，门店、物流等线下建设日益完善稳步发展。行业总体的资产负债率从2009年开始逐渐呈现出下滑的趋势，2017年至2020年出现回升，上浮至58%左右，距离2009年的最大值水平63.31%依旧下滑了近5个百分点，（2021Q1行业资产负债率大幅提升至62.88%，逼近10年内的最高位水平，或为季节性波动以及疫情后期的影响结果），长期来看行业整体资产结构得到优化，流动性有所提升。

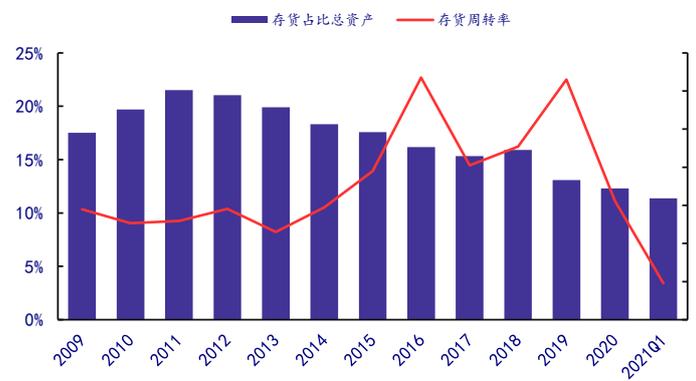
对于零售企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，存货占比总资产的规模自2011年达到21.51%的峰值水平之后便开始逐年下滑，2016年开始步入相对稳定的区间，2021Q1仅为11.37%；从存货周转率的角度来看，2016年受华联股份、百大股份等个股周转率出现异常值的影响达到30.73，随后回归正常区间；2020年零售行业的年化周转率为15.59，受疫情影响出现急剧下降，其根本原因在于存货水平保持相对稳定的前提下，公司的营业收入和对应的营业成本均出现一定程度的下滑，后疫情时代零售行业内的上市公司的销售效率有待进一步恢复。

图 26: 零售行业公司历年总资产(亿元)与资产负债率(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 零售行业公司历年存货占比(%)与存货周转率(次)

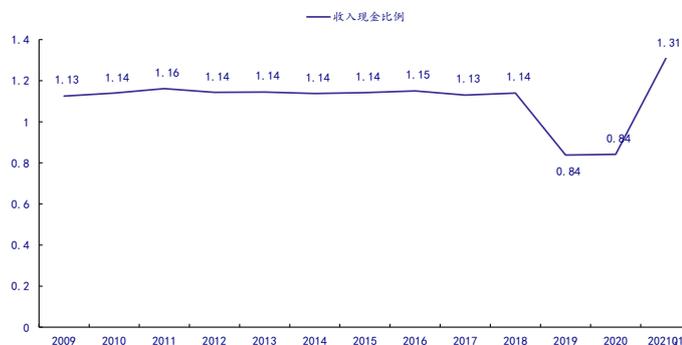


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 现金流量表: 经营回款效率下降, 收入现金比例下跌

零售行业的收入现金比例持续在 1.14 左右波动, 受疫情之后消费回暖、零售行业季节性备货、销售淡旺季的影响, 该比例 2021Q1 暂时回升至 1.31; 收入现金比例表现出零售行业剔除了应收账款带来的风险之后, 现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配, 行业整体应收账款规模缩小, 盈利质量提升。

图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况

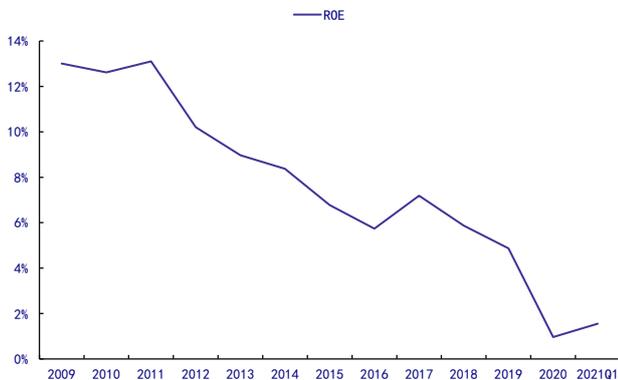


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 杜邦分析: 销售净利率与权益乘数带动 ROE 水平出现提升

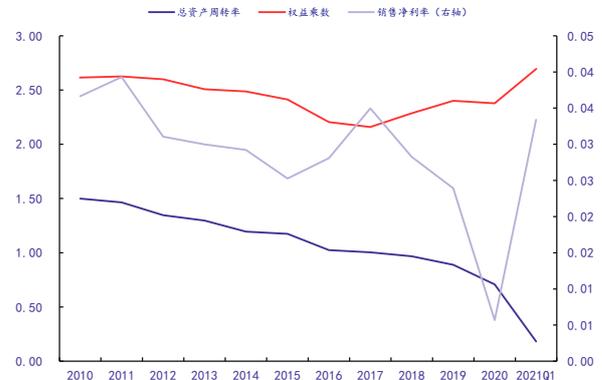
零售行业的 ROE 在波动中呈现下滑趋势, 2021Q1 略有回升。将 ROE 进行拆分, 权益乘数情况表现的较为平缓, 并存在一定的上升趋势; ROE 的变动更多的受到总资产周转率和销售净利率的影响, 截止 2021Q1, ROE 波动下降至 1.55%, 其中权益乘数为 2.69 倍, 总资产周转率为 0.18, 销售净利率水平增长至 3.34%。

图 29: 零售行业公司历年 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) “新零售” 拉开数字化科技驱动大幕, “科创板” 将重新定义未来零售

2019 年政府工作报告中提出未来需要“发展消费新业态新模式, 促进线上线下消费融合发展。”目前零售行业对于这一概念的主要践行体现在“新零售”概念方面。新零售定义为企业以互联网为依托, 通过运用大数据、人工智能等先进技术手段, 对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造, 进而重塑业态结构与生态圈, 并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。在大数据时代, 零售企业偏向利用数据应对消费者个性多样的消费需求并协调供应链的高效运作, 目前较为普遍的运用主要体现在以下几个方面: 包括利用大数据分析对消费者进行精准营销, 协同线下门店发展线上商品的及时物流配送, 在实体门店通过科技手段和互联网技术提升消费者的购物体验等等。实体店受到电商的冲击, 网络零售的流量红利难以维系, 二者更加需要联手实现共赢发展, 优势互补。未来零售市场利用数字化技术将打破零售行业在时间和空间上的局限性, 为线上线下全客群提供渠道、商品服务品类的消费延伸。

2019 年 3 月提出的科创板同样利好零售行业, 支持商品服务型零售商将成为未来零售市场的主流。我们认为未来零售将会更加聚焦“软实力”的系统搭建, 由商品实物的生产、流通转型成为商品内容的生产、功能咨询、以及流量派发的泛社区型大零售体系; 而科创板旨在支持以科技创新为驱动的、领先型消费品制造或消费服务型企业。目前, 实物型零售领域巨头林立, 竞争极为激烈, 且其自身产品的发展主要依托上游制造业的供给, 很难形成难以逾越的科技壁垒; 商品服务型零售更看重对于消费者认知的提升, 在于对商品、特别是可选消费品的相关信息派发, 容易针对消费者多元化的认知基础和需求形成差异化, 同时需要科技发展作为支撑, 因此前景广阔, 将成为未来零售的主流形态。短期来看, 科创板落地, 有望疏通具备产业模式创新、大数据支持特点的商品服务型新零售企业二级市场直接融资障碍, 为公司的持续经营提供充足的资金支持。长期来看, 服务未来的科创板将推动未来零售的主流商品服务型零售企业的持续发展, 助力未来零售变革。

三、零售行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前零售行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

表 2：零售行业当前存在的问题及建议

问题具体描述与解决建议	
<p>1. 线下行业集中度低，平行整合能力有待进一步激发</p> <p>关键词： 行业集中度如何提升？ 龙头未来如何扩大市场份额？</p>	<p>目前零售行业最主要的问题部分集中在线下环节，其中最突出的问题是行业集中度偏低，向上向下形成全闭环的能力还处于成长阶段，龙头企业核心竞争力仍在验证期，未来平行整合能力有待进一步的激发。目前我国线下的零售企业之中尚未出现全国性的垄断龙头，更多的以区域性的巨头模式发展；对比海外的行业发展模式，国内的零售巨头一方面可以考虑不断的新开门店以进入新的市场，打开地理隔离的屏障，但这种方法对于企业的现金流要求较高，需要有充足的资金和项目储备基础支撑公司的快速扩张；另一方面公司可以考虑以收购或是合作经营的方式进行扩张，巧妙利用当地原有零售企业的进货渠道以及消费者基础打开市场，不断的进行行业整合。</p>
<p>2. 行业准入门槛较低，小而美的公司天花板易见度极高</p> <p>关键词： 潜在竞争对手或替代渠道的影响？ 小而美的公司如何发展？</p>	<p>对于渠道零售和品牌零售而言，传统模式下的消费门槛越来越低，消费者新增的需求创造了很多小而美的公司，以垂直品类或是专营专卖为主，可以直击消费者的需求；而且这类公司成长速度极快，容易抢占某一特定需求的消费市场份额；但同时由于特定消费需求的局限性而非全市场覆盖，所以其自身很难做大，天花板易见度极高。对于传统零售而言，更多的需要反思所提供的商品和服务是否过于同质化，大而全的规模效应不应该是针对性和差异化发展的障碍，公司需要规划如何改善自身的产品结构和服务框架，做到尽善尽美；对于小而美的后起之秀而言，更需要步步为营，不断为消费者提供真正有价值的产品，明确把握细分的消费需求，获得忠诚稳定的顾客群体。</p>
<p>3. 零售企业与上游供应商和下游消费者的议价能力相比都处于弱势地位</p> <p>关键词： 如何提升零售商的议价能力？</p>	<p>由于传统零售渠道的同质化过高，对于上游的供应商而言，同一类型的产品可以有诸多可供选择的销售渠道，而且零售商和供应商之间通常不存在排他协议，二者之间没有稳定的纽带绑定；同时对于下游的消费者而言，购买的商品同样具有同质性，渠道之间的差别极小，因为他们在各个渠道之间的转化成本极低。综合来看，零售企业面对两端的议价能力都比较弱，暂时只能通过让利于供应商和消费者的方式在激烈的竞争中获得一定的市场份额。我们认为改变和上游议价的局面一方面是减少对上游的依赖，例如提供自有品牌商品或是减少经销商环节，通过直采的方式进货；另一方面是通过改善中游环节来提升整个链条的运作效率。对于和下游消费者的议价环节，更多的是依靠高性价比的商品和服务，或是通过会员制的方法来提升顾客的复购率和忠诚度。</p>

4. 部分传统零售企业由于向全产业链蔓延发展而偏离本质的核心零售业务

关键词：零售行业公司如何排除外界因素影响坚守主营业务的发展？

目前零售行业的发展不再是一个孤立的商品销售环节，而是要依靠制造、物流、金融、科技等各个环节的支撑，形成系统性的全产业链。但是有些零售公司在自身零售业务发展尚不成熟稳定的时候就开始向其他行业蔓延，丰富自己的业务类型，反而会出现本末倒置的情形。例如有的公司主营从百货、购物中心等业态的经营逐渐转换成身为物业的“二房东”收取租金获利，或是重点发展消费金融和云计算业务而忽视了这些业务的初始目的只是为了给消费者提供更好的服务与体验。我们建议零售企业更多的还是应该关注主营零售业务，对应的其他业务更多的只是支撑和完善零售业态的更好发展。

5. 零售企业发展自有品牌更偏向关注短期毛利率忽视长期名牌构建

关键词：零售企业如何打造品牌影响力？

目前零售企业发展自有品牌主要出于提升利润的考虑，店内所售的自有品牌产品价格通常低于其他品牌的同类产品，自给自足的产品在质量上更易掌控，可以有效的提升公司的毛利率；企业通过售卖自有品牌产品还可以节约相关的通道费用以及广告推广所需的营销费用。简单的通过在符合自身要求的商品上“贴牌”将商品定义为自己的自有品牌，实际消费者购买的时候可能只是受到了相对低价的影响，对于零售企业长期的品牌构筑没有实质性帮助。公司更需要的是体现出商品差异化的竞争优势，强化高性价比、全范围覆盖的商品矩阵，树立品牌形象。

6. 无人零售难以取代传统零售，零售人才的培养有待挖掘

关键词：劳动密集型的零售企业为什么应该看重人力资源行业与人才培养？

我们认为无人零售难以取代传统零售中“人”发挥的重要作用，在消费环节中，服务和体验更多的还是依靠员工才能得以实现；机器可以在一定程度上提升效率，但购物体验的营造更需要人性化。未来更应该注重管理人员和专业人员，包括采购人员、门店经营人员的培养；目前许多零售企业为了应付季节性员工短缺会选择以临时工的方式雇佣许多较低学历的、未经过专业统一培训的员工，从成本端考虑这的确可以缓解企业在经营环节的薪酬等支出，但实际不利于公司的长远稳定发展。建议零售企业针对自身需求招聘和培养不同类型的稳定人才，用对的人比用便宜的人更有效，从源头上提高人效，降低经营压力。

7. 高租金的门店不应该是黄金选址的首要标准，权衡考虑顾客定位和实际收益

关键词：零售行业如何权衡成本与收益？

排除人力成本因素的影响，零售企业的主要经营压力来自于门店房租、水电、交通运输仓储等高额成本的问题，其中门店房租带来的影响极大。零售门店的扩张不容忽视，多数企业都希望人流集中的繁华地带开设门店，但这样的选址通常伴随着高昂的租金成本；同时普通区位的租金也会随着房地产市场的发展水涨船高。零售企业在选址门店的时候更多的应该考

虑的是自身所瞄准的消费者群体定位，并考虑实际收益，以盈利为主要目的，而非一味地追求所谓的“黄金地带”可以带来的客流红利；建议零售企业规避不必要的额外租金支出，合理选址，更多的可以通过提高坪效和人效来实现营收的有效增长。

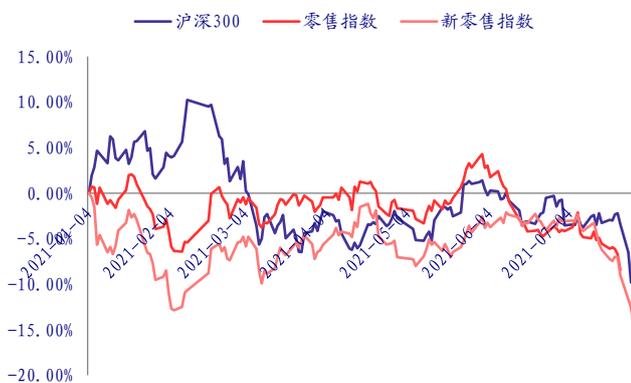
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、零售行业在资本市场中的表现

（一）零售行业公司跑输整体市场但优于新零售企业，部分公司出现 PE 异常导致行业整体估值处于较低的历史百分位水平

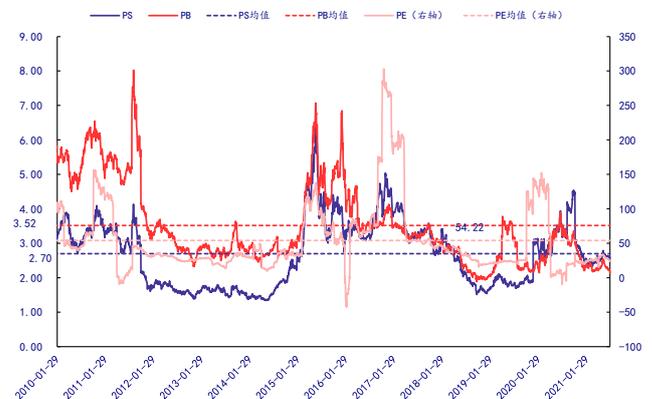
2021 年年初至今(2021.07.23)我们定义的零售指数下跌 8.44%，跑输沪深 300(-3.39%)，跑赢新零售指数(-9.00%)。零售行业总体表现与 PE 变化趋势较为契合，目前 PE、PS、PB 行业三者低于历史均值水平；其中 PS 和 PB 持续震荡下行，而 PE 在行业净利水平回归正常区间后，同样回归 2019Q3 之前的走势情况。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 22.8/45.0/3.4 百分位点，均明显处于低估值区间，其主要原因在于多家公司由于盈利降至负值且持续未得到改善，加权平均后影响行业整体 PE 水平（如汉商集团、新世界、潮宏基、金一文化等）。

图 31：零售指数 2021 年年初至今累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32：零售行业指数与估值指标

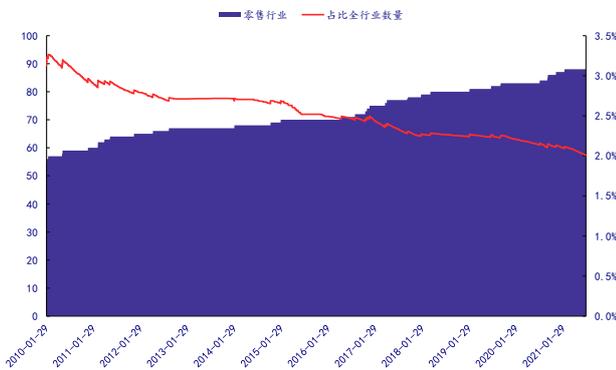


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）市场情绪指标与风险指标：零售行业处于低配状态，未来有待增持

零售行业的上市公司数量增长不及行业整体，因此零售行业的上市公司数量占比明显处于下滑趋势，截止 2021 年 7 月 23 日，零售行业上市公司为 88 家，占比全市场比例为 2.01%；零售行业与全行业市值的比值分别为 0.82%，由此可知零售行业内的单个公司市值规模相对较小；零售行业目前处于偏低的历史百分位水平（低于一个标准差，属于 2010 年初至今的最低值区间），行业内公司合计市值占比全市场的比重不断收缩，板块规模持续下降。

图 33: 零售行业上市公司数量与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 零售行业市值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

零售行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比总体保持稳定趋势, 结合考虑市值占比的下滑, 零售行业贡献营收比重呈现出下降态势; 2020 年零售行业上市公司共实现营收 1.62 万亿元, 贡献全市场营收比例为 3.05%; 截止 2021Q1, 零售行业实现总营收 0.45 万亿元, 营收占比全市场比例为 3.17%。零售行业净利润的贡献占比情况自 2016 年开始出现回升趋势, 但由于营业收入占比下降且行业整体净利率水平较低, 2017 年开始由升转降, 截止 2020 年底零售行业上市公司合计贡献归母净利润 109.14 亿元, 占比全市场仅为 0.28%; 该比例在 2021Q1 上升至 0.79%, 基本恢复至前期的均值水平区间内。综合来看, 疫情对于行业行业规模和业绩的影响已经逐步削弱, 行业在全市场中的相对份额占比均已恢复至疫情前的均值水平; 考虑到零售行业的季节性波动趋势较为明显, 包含节假日较多或是线上电商大促活动的月份通常贡献更高的销售额, 例如一季度的春节、三季度的十一以及四季度的双十一等等, 因此全年来看, 行业内的业绩表现可期。

目前 (2021.07.23) 零售行业占全行业成交金额的比值为 0.41%, 换手率与全行业的比值为 0.68 倍, 二者和中位数水平相比处于较低的百分位水平。此外, 我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率, 由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视为投资超额收益, 当前零售行业的风险溢价为 -2.12%, 略低于中位数和均值水平, 自 2019 年 11 月开始行业的风险溢价水平步入底部区间波动, 均值水平仅为 -0.57%; 2020 上半年由于行业 PE 受异常的盈利影响出现剧烈波动 (出现极小净利带来的异常高值, 以及负盈利带来的负 PE), 因此收益率同样出现剧烈波动。

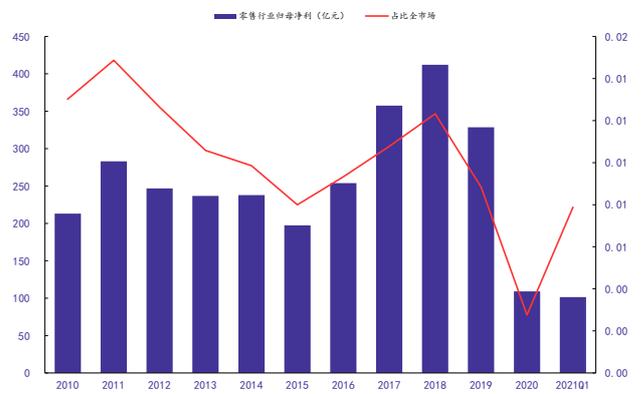
Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度, 与全 A 的 beta 值进行对比后, 如果比例大于 1, 则说明系统性风险高于全市场; 反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1, 均值为 0.94; 板块前期风险偏高, 但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势, 今年有所回升。目前 (2021.07.23) 零售行业 and 全行业 beta 值的比值为 1.09, 略高于均值水平, 板块内风险水平适中。

图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况



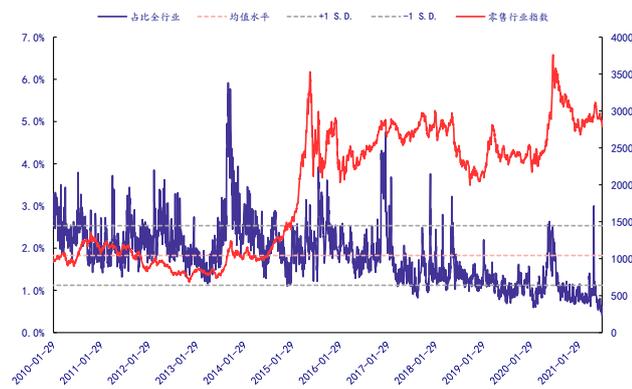
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况



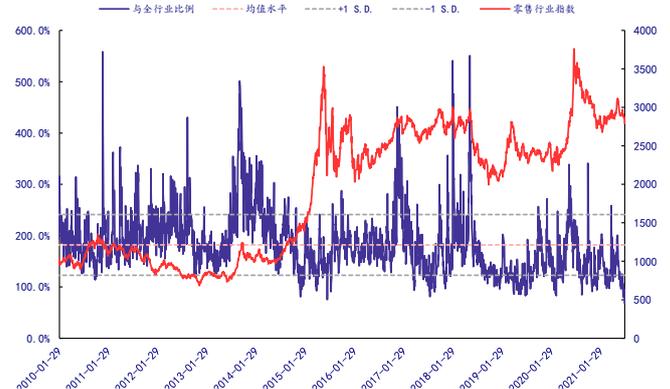
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况



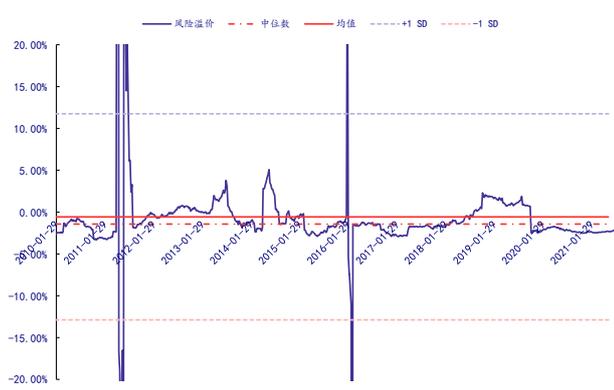
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况



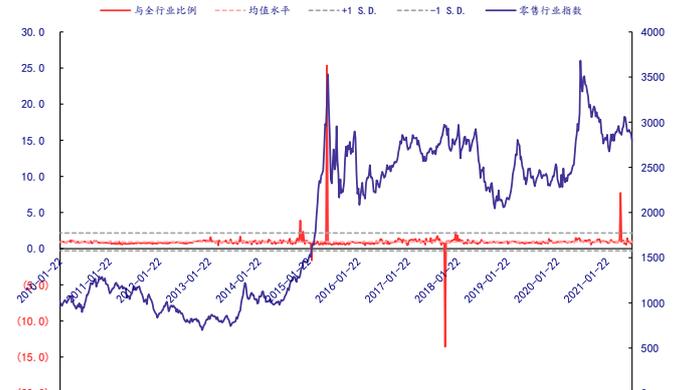
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 零售行业风险溢价走势情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、投资建议

(一) 八月配置建议

从政策层面来看，七月商务部印发《“十四五”商务发展规划》，继续聚焦商务的高质量发展；从预期性指标层面来看，是要满足更高水平的商品和服务消费品质需求，2025年社消总额目标预期50万亿元，全国网上零售额目标预期17万亿元，在2020年的基础上二者的年均复合增速分别为5%/7.6%。国内消费市场需要坚持扩大内需的战略基点，顺应消费升级趋势，促进消费提质扩容，推动流通现代化。

从行业层面来看，上半年社消恢复态势良好，2020年疫情的冲击主要集中在上半年，截止2020年6月社消总额同比增速仍处于负增长区间；目前社消总额的累计同比增速达到23.0%，规模大幅提升3.96万亿元，较2019年同期提升1.67万亿元，自3月开始已经初步恢复至历史增长区间范围内，且超过均值水平线，表现稳定，料下半年将延续企稳向好的趋势。

从市场层面来看，消费品零售行业内的公司主要集中在8月发布半年度财报，目前已有部分公司披露业绩预期与业绩快报。从现有数据来看，上年受疫情影响，线下经营规模大幅缩减的业态与品牌，今年上半年恢复态势良好，收受益于客流与销售额的回升，基本实现了营收规模与净利的大幅增长，符合预期；这与上半年社消中规模以上的百货店、专业店和专卖店实现25%-30%的零售额提升的大趋势一致。此外，数字化在零售公司经营过程中也进一步发挥重要作用，对于多数公司的经营效率提升、盈利能力改善作出实质贡献；8月将需关注重点公司的业绩情况，对于全年的业绩预期形成指引。

综合来看，随着国内疫情的发展总体向好趋势，长期来看整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平，因此对于社消增速的波动、以及各地出现的小范围疫情反复不宜过分担忧，消费市场规模仍会持续扩张。在此背景下，我们继续维持前期(Omni-channel)全渠道配置的逻辑不变，同时建议增持酒类、化妆品以及一次性卫生用品三个产业链中的优质标的：①当前中高端品牌推动白酒行业销售额的提升，进口葡萄酒拉动葡萄酒行业规模增长，二者均需要可信可靠的销售渠道链接消费者，十四五规划针对酒类流通企业制定了“酒类大商1510培育计划”，并对产业标准化体系及质量安全提出要求，具有品牌认知度和一定市场规模的流通企业更容易享受行业发展红利；②当前国内的化妆品公司主营以护肤品居多，彩妆占比相对较低，而个护品类与护肤品品类必需属性相对较强，消费者的购买频次偏高且需求稳定，同时护肤品的毛利率水平亦相对较高，在当前的外部环境之下，化妆品公司可以极为有效的借助互联网渠道营销并落地销售，未来线上渠道也是触达更多消费者、拉动销售规模增长的核心动力之一；③一次性卫生用品整体产业链成熟，上游原料供应充足，下游需求随着经济发展及居民购买力提升持续扩大，当前消费已经出现多元化细分、高端化升级趋势，具体来看，一方面国际品牌与国内新兴品牌在国内市场寻求优质的代工企业进行ODM合作，具有生产规模优势和产品研发优势的制造类企业持续享受行业发展的红利，另一方面在成人失禁用品等新兴细分赛道，本土企业加强自有品牌布局，提升核心竞争力。公司方面，我们继续维持前期的推荐组合：天虹百货(002419.SZ)、王府井(600859.SH)、永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)、华致酒行(300755.SZ)、壹网壹创(300792.SZ)、丽人丽妆(605136.SH)、上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、丸美股份(603983.SH)、贝泰妮(300957.SZ)，新增一次性卫生用品行业的标的稳健医疗(300888.SZ)、豪悦护理(605009.SH)、百亚股份(003006.SZ)。

可靠护理 (301009.SZ)。

(二) 核心关注组合表现回顾

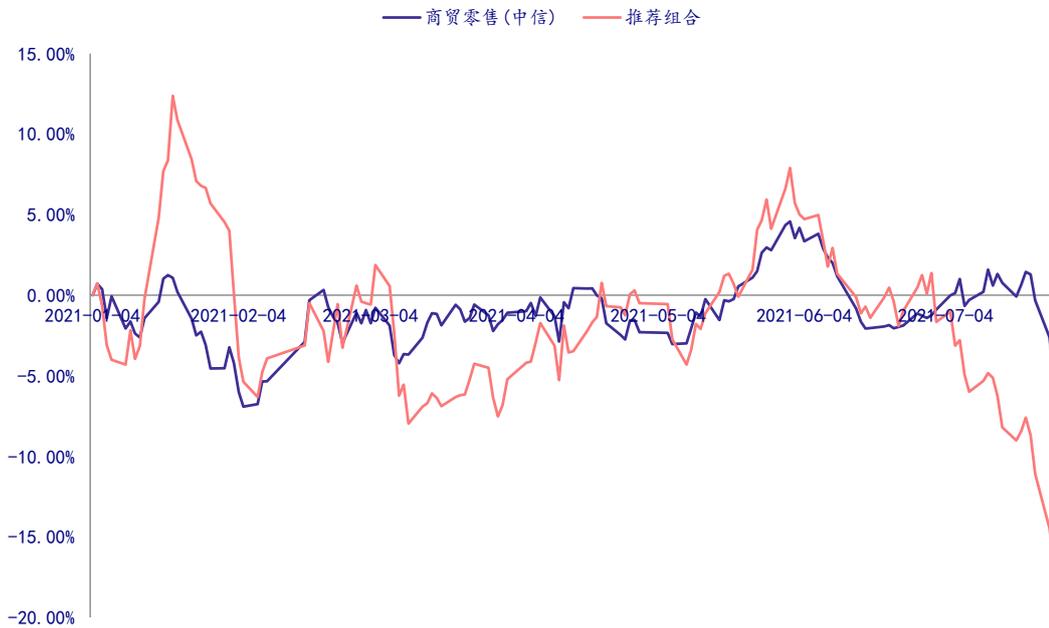
表 3: 核心关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	年初至今 累计涨跌 幅 (%)	月涨跌幅 (%)	入选时间
002419.SZ	天虹百货	购物中心的大店展店速度直接影响规模, 新店带来直接增量以及转为同店之后的稳定增长基础; 此外公司积极发展超市业态, 加强供应链和数字化建设, 运营效率提升。	-20.24	-9.45	2021.03.14
600859.SH	王府井	吸收首商带来线下门店资源的整合, 加强北京区域内的竞争力; 结合免税牌照优势, 享受冬奥会、环球影城开业等事件可能会带来的游客客流及销售增长。	-18.53	-8.09	2021.03.14
601933.SH	永辉超市	云创回归体系后短期或拖累公司业绩端表现, 但同样将助力公司全力推广到家平台, 加速推进到店到家一体化的探索, 看好公司线上线下一体化发力。	-45.15	-16.74	2021.03.14
603708.SH	家家悦	公司依靠现有供应链优势保障了利润空间稳中微升, 配合自主扩张与收购兼并同步推进的展店策略加快省内外门店布局, 看好公司中长期可持续发展。	-27.97	-13.76	2021.03.14
002697.SZ	红旗连锁	四川省内便利超市龙头, 通过密集布局与烟草专卖权抵御内外部冲击, 看好公司借经营管理模式输出或自主经营实现省外扩张, 为公司觅得新增长点。	-29.65	-10.70	2021.03.14
300755.SZ	华致酒行	公司作为精品酒水营销和服务商, 得到上游品牌商和下游客户、终端消费者的认可, 具有一定的品牌优势, 产业链中的议价能力和市场影响力。从产品的角度来看, 公司主要销售的“茅五”品牌市场需求旺盛, 未来伴随居民收入和消费水平的提升, 公司的白酒类产品仍存在提升空间。从渠道的角度来看, 公司线下营销网络正在逐步完善, 同时搭配线上电商渠道触达更广的消费者人群, 以公司的品牌形象为背书, 可以在全国范围内全渠道的提供保真商品, 打开终端的增长空间。	26.92	-18.89	2020.10.01
300792.SZ	壹网壹创	以美妆代运营为基础成为天猫六星运营商, 通过吸收浙江上佰扩充家电品类的运营, 增资投入食品、保健品的自有品牌开发以及内容电商运营, 业务层次丰富。	-40.84	-15.23	2021.03.14
605136.SH	丽人丽妆	考虑到受益于电商行业规模稳步扩张, 互联网信息化渗透率不断提升, 消费者网上购物的消费习惯逐步形成, 我国网络购物用户数不断增加, 社消中线上比重逐步提升, 以及美妆类产品在消费中的普及度提升, 使得线上电商逐步成为其销售的主要途径, 我们认为美妆类品牌代运营行业整体尚处于行业红利期, 而公司作为同时从事电商零售业务和品牌营销运营服务的龙头企业, 既可以产生规模效应又可以通过优质专业的服务深度绑定服务核心客户。	-13.91	-20.44	2020.11.01
600315.SH	上海家化	六神(日化)、玉泽(美妆)、汤美星(母婴)等知名品牌是公司营收和盈利的主要支柱, 随着公司管理层对于经营战略的逐步调整, 其他暂时处于亏损的子品牌有望逐步改善。	48.34	-14.33	2021.03.14

603605.SH	珀莱雅	公司一方面在传统品牌（主品牌欧莱雅、核心品类护肤品）、传统渠道（线下日化渠道）上均保持持续增长，另一方面大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略，以消费者需求为导向，顺应渠道变革潮流，新品牌、美容彩妆品类、线上电商渠道增速亮眼。此外，公司持续科研创新夯实研发，推进生产与供应链建设完善供给，为前端销售提供坚实基础。	-9.53	-18.47	2020.05.01
603983.SH	丸美股份	品牌布局与产品结构不断优化，拳头产品专注于眼部护理的细分领域，注重产品的研发升级，不断推出核心系列新品，搭配积极有效的营销推广策略，净利水平在可比公司中领先。	-26.36	-26.21	2021.03.14
300957.SZ	贝泰妮	主力产品专注于皮肤学级美妆产品，对于敏感肌群体的消费者具有一定的必选属性，行业尚处于高速成长期，叠加公司精于线上销售、新媒体运营等策略，市占率有保障。	35.66	-18.84	2021.03.14
300888.SZ	稳健医疗	领先的大健康消费企业，以棉为核心在原材料端形成差异化，通过“稳健医疗”和“全棉时代”两大龙头品牌分别在医用敷料和消费品领域内布局，全渠道产品销售，在棉柔巾等细分品类赛道表现突出，持续强化输出“全棉生活方式”，为消费者提供品质生活方式，符合消费升级、品质生活的行业大趋势。	-45.99	-28.51	2021.07.20
605009.SH	豪悦护理	国内吸收性卫生护理用品行业的龙头制造商，从生产端看具备强制造与研发能力，研发出第四代无木浆多维复合芯体纸尿裤，引领行业发展，与宝洁、尤妮佳、Babycare、凯儿得乐等优质国内外客户形成了相互依靠和促进的共生关系；从产品端看，纸尿裤、经期裤等多产品布局，矩阵完备。	-54.51	-20.34	2021.07.20
003006.SZ	百亚股份	设有自有品牌，采取自主研发及生产的模式，以经销商、KA和电商平台为主要销售渠道，覆盖卫生巾、婴儿纸尿裤、成人失禁用品等领域；主打中高端女性卫生用品的自由点品牌稳步发展，不断推出新品与产品升级，实现了市场美誉度的提升，是主要的业务增量来源。	-14.94	-10.72	2021.07.20
301009.SZ	可靠护理	获得ODM合作客户的高度认可，同时自有品牌在成人失禁领域内占有一席之地，双轮驱动主营业务稳步增长。公司积极把握国内市场机会以及与海外市场的延伸机遇，且制定合理的产品发展战略，在相对成熟的婴儿卫生用品、女性卫生用品领域以ODM代工为主，避免与高市占率品牌产生直面竞争，充分享受行业发展带来的制造红利；在高速成长期的成人失禁产品领域侧重发展自有品牌，提升品牌认知度，公司与行业实现共同成长。	10.02	-15.56	2021.07.20

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 41: 核心组合收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、风险提示

疫情恶化的风险; CPI 表现不及预期的风险; 政策推行效果不及预期的风险; 消费者信心不足的风险; 行业竞争加剧的风险。

插图目录

图 1: 零售指数与上证综指的走势变化趋势	3
图 2: 零售行业上市公司占比市场总市值走势变化趋势	3
图 3: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 4: 美国与日本名义 GDP 增速与消费增速变化趋势	4
图 5: 中美日三国居民消费 GDP 逐年高涨	4
图 6: 中美日三国居民消费 GDP 占比平缓上升	4
图 7: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	5
图 8: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	5
图 9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	6
图 10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	6
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	7
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	7
图 13: 中国人均可支配收入变化趋势	7
图 14: 中国消费者信心指数变化趋势	7
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)	8
图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)	9
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势	9
图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现	9
图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况	10
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况	10
图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比	10
图 23: 2020 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	10
图 24: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	11
图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	11
图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	12
图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	12
图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况	12
图 29: 零售行业公司历年 ROE	13
图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分	13
图 31: 零售指数 2020 年年初至今累计涨跌幅	16
图 32: 零售行业指数与估值指标	16
图 33: 零售行业上市公司数量与全行业比例情况	17
图 34: 零售行业市值与全行业比例情况	17
图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况	18
图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况	18
图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况	18
图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况	18
图 39: 零售行业风险溢价走势情况	18

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况 18
图 41: 核心组合收益率变动 22

表格目录

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比 8
表 2: 零售行业当前存在的问题及建议 14
表 3: 核心关注组合 20

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：现任零售行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

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份，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