

商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

报告原因：定期报告

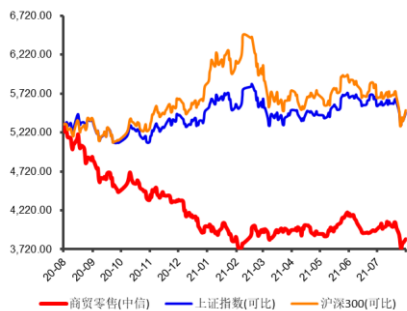
疫情影响线下消费恢复进程，关注中报业绩集中释放

中性

2021年8月4日

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7月投资策略：社零增速继续放缓，渠道分流消费需求细分化

零售行业2021年中期策略：国货品牌蓬勃发展，电商渠道加速渗透

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

7月CS商贸零售行业下降3.88%，上年同期为上涨13.28%，跑赢大盘4.02pct，行业市场表现弱于去年同期。从子板块看，7月三级子行业多呈下行状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是贸易、电商及服务、家电3C，分别为13.02%、0.48%、-3.26%。受市场震荡下跌的影响，行业表现整体依旧承压。7月行业PE估值水平整体呈现下调态势，平均PE水平为49.4X，较上月小幅回调，月内细分龙头股价多呈下行态势，导致整体PE估值水平也呈现下降。

行业月度数据跟踪

➤ **CPI同比涨幅回落。**6月CPI同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.2pct。其中食品价格由上月上涨0.3%转为下降1.7%，非食品价格上涨1.7%。从结构上看，食品价格由涨转降，是影响CPI涨幅回落最主要的原因。目前食品价格环比连续4个月下降，受猪肉价格降幅扩大带动，同比涨幅再度转负。

➤ **市场销售保持稳定恢复势头。**6月社零同比增长12.1%，增速比上月回落0.3pct，两年平均增速为4.9%，消费市场持续复苏。商品零售方面，基本生活类商品零售额继续保持较快增长，消费升级类商品增长有所加快。网络零售市场量质齐升，线上渗透率环比持续回升。上半年实物商品网上零售额同比增长18.7%，两年平均增长16.5%，占社零比重为23.7%，连续四个月环比提升。

➤ **网下实体店铺经营持续向好。**伴随促消费政策显效和疫苗接种的不断扩大，网下实体店铺经营持续向好。据测算，上半年实体店消费品零售额同比增长24.4%，两年平均增长1.3%，限额以上零售业单位中的超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长6.2%、17.4%、29.5%、24.6%和32.4%。

行业动态新闻

- 黄明端担任苏宁易购董事长，明确未来三大战略路径；
- 永辉仓储东北、河北首店连开，全国门店数超35家；
- 欧莱雅中国高速快跑，上半年业绩大增34.2%。

投资策略

➤ 三季度是传统意义上的消费淡季，受到近期南京等地疫情反复的影响，居民的消费信心和能力都受到一定抑制。8月中报业绩披露期陆续来临，建议重点关注去年受疫情影响、低基数效应下业绩集中释放的优质个股。我们还建议持续关注消费者需求碎片化和渠道近场化对于购物行为的影响，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，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，高基数效应下短期业绩增长承压，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 | 10 |
| 2.3 全国大中型零售企业销售额数据 | 12 |
| 2.4 五大零售集团及电商渗透率动态 | 13 |
| 2.5 实体零售客流指数 | 14 |
| 3. 基金持仓分析 | 15 |
| 4. 行业动态新闻 | 17 |
| 5. 投资建议 | 18 |
| 6. 风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：2021 年 7 月中信一级行业涨跌幅（%） | 5 |
| 图 2：CS 商贸零售子板块 2021 年 7 月涨跌幅 | 6 |
| 图 3：CS 商贸零售子板块 2020 年 7 月涨跌幅 | 6 |
| 表 1：2021 年 7 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 |

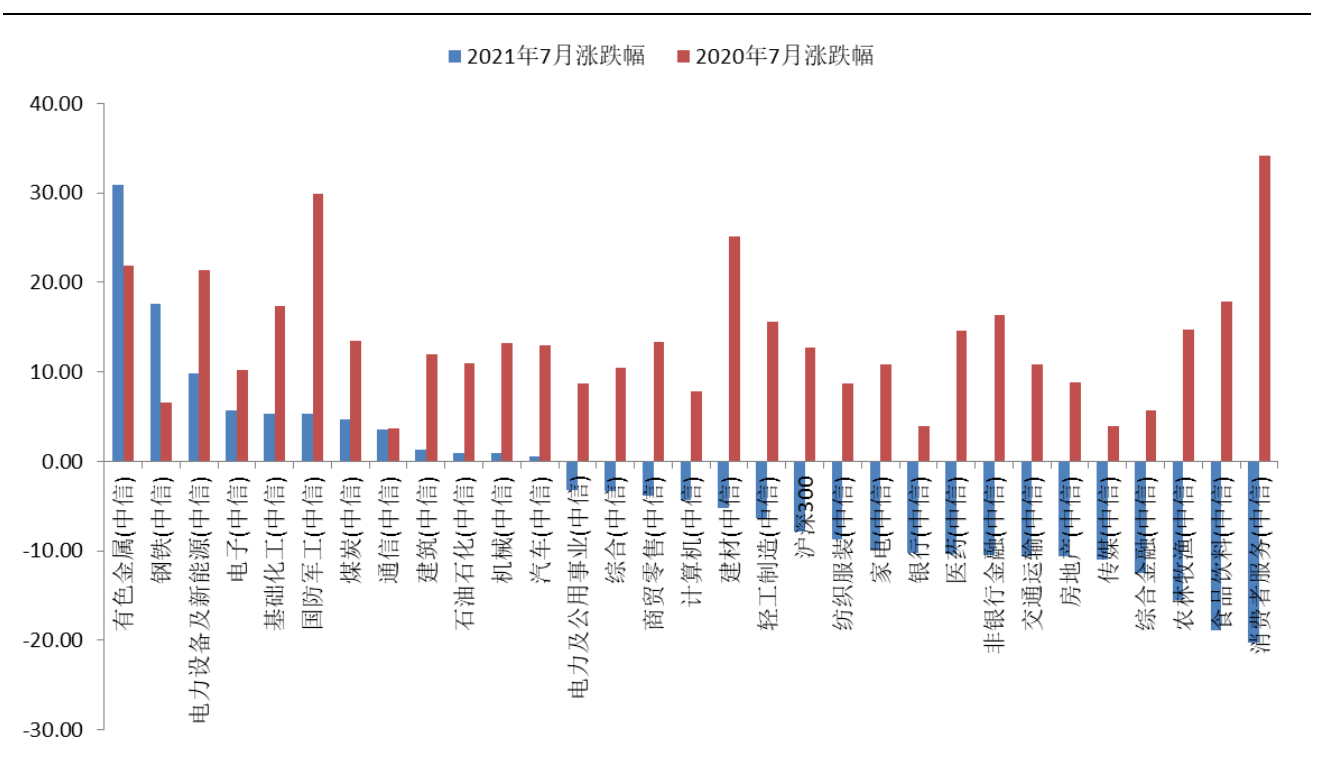
| | |
|---|----|
| 图 8: CPI 当月同比、环比: 分类别 (%) | 8 |
| 图 9: CPI 分类别当月同比涨跌幅 (%) | 9 |
| 图 10: CPI 分类别累计同比涨跌幅 (%) | 9 |
| 图 11: 社会消费品零售总额当月 (亿元) 及同比 (%) | 10 |
| 图 12: 限上消费品零售总额当月 (亿元) 及同比 (%) | 10 |
| 图 13: 限上单位必选消费品零售额累计同比增速 | 11 |
| 图 14: 限上单位可选消费品零售额累计同比增速 | 11 |
| 图 15: 网上商品零售额累计值 (亿元) 及同比 | 11 |
| 图 16: 实物商品网上零售额累计值、同比及占比% | 11 |
| 图 17: 网下实体店消费品零售额月度增速 (%) | 12 |
| 图 18: 全国百家大型零售企业零售额累计同比 (%) | 12 |
| 图 19: 全国前十零售商市场份额 20Q2VS21Q2 | 13 |
| 图 20: 整体快消品在全国一到五线城市的电商渗透率 | 13 |
| 图 21: 总体客流表现 (2021VS2019) | 15 |
| 图 22: 主要城市客流表现 (2021VS2019) | 15 |
| 图 23: 2021Q2VS2021Q1 基金配置比例一级行业分布 | 15 |
| 图 24: 2019-2021Q2 批零行业基金配置比例情况 | 15 |
| 表 2: 部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动 | 16 |

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2021年7月，CS 商贸零售行业下降 3.88%，而上年同期为上涨 13.28%，但跑赢大盘 4.02pct。7 月中信一级 30 个行业中有四成呈现上涨状态，其中有色金属以 30.91% 的涨幅逆势攀升，而消费各板块多呈现不同程度的下跌，除汽车上涨 0.55% 以外，零售、纺服、家电等可选消费板块均呈下跌，跌幅在 10% 以内。CS 商贸零售行业 7 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 15。受市场震荡下跌影响，行业个股表现持续分化、细分龙头多呈回调，行业表现不及去年同期。疫情反复情况下，各地防控态势升级，线下客流将受到影响，不过 8 月进入中报集中披露期，行业各板块或存在业绩催化下的超跌反弹机会。

图 1：2021 年 7 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

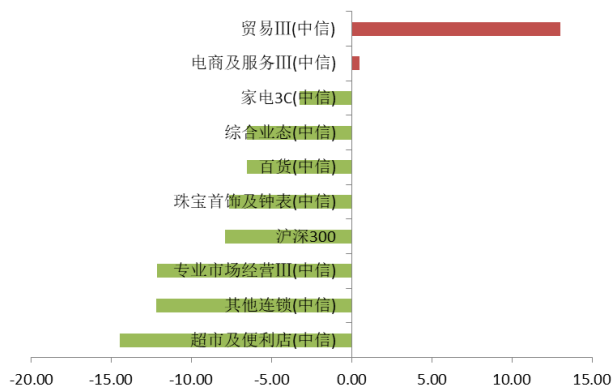
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，7 月 CS 零售的三级子行业多呈下行状态，涨跌幅位居前三的子板块分别是贸易、电商及服务、家电 3C，涨跌幅分别为 13.02%、0.48%、-3.26%。7 月受市场震荡下跌的影响，行业整体依旧承压，主要板块呈现不同程度的下降，不过多数板块表现强于沪深 300。贸易和电商板块涨幅居前主要受到个股涨幅较大的影响，其中电商板块中的苏宁易购因董事会控制权变更的重大事项涨幅居前；百货、综合、

珠宝板块跌幅相对较浅，龙头个股维持回调态势，但 ST 概念股涨幅居前；超市板块整体跌幅较深，龙头个股持续领跌。

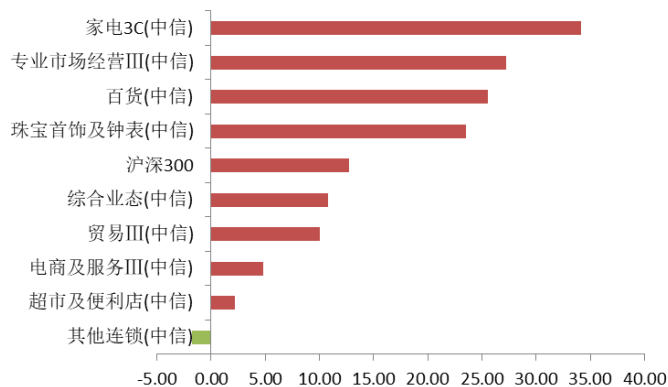
7 月 SW 商业贸易主力净入额为-61.09 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 7。7 月 SW 商贸三级子行业的主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营主力资金净流出 1.39 亿元，流出最少；而 SW 专业连锁流出资金最多，净流出 10.95 亿元。

图 2：CS 商贸零售子板块 2021 年 7 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 商贸零售子板块 2020 年 7 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，行业个股多呈下降。7 月有 25 家上市公司收涨，涨幅居前的有*ST 赫美、*ST 厦华、川能动力等 7 只，月涨幅均超过 30%，其中*ST 赫美涨幅最高，当月收涨 88.76%；共有 86 家上市公司收跌，跌幅较深的有宁波中百、百联股份、值得买、丽人丽妆，月收跌幅度均超过 20%，其中宁波中百当月收跌 27.85%，跌幅最深。

表 1：2021 年 7 月个股涨跌幅情况（%）

| 7 月涨幅前十的个股 | | | 7 月跌幅前十的个股 | | |
|------------|--------|-------|------------|--------|--------|
| 代码 | 简称 | 月涨跌幅% | 代码 | 简称 | 月涨跌幅% |
| 002356.SZ | *ST 赫美 | 88.76 | 600857.SH | 宁波中百 | -27.85 |
| 600870.SH | *ST 厦华 | 62.73 | 600827.SH | 百联股份 | -24.37 |
| 000155.SZ | 川能动力 | 51.27 | 300785.SZ | 值得买 | -21.64 |
| 000626.SZ | 远大控股 | 38.19 | 605136.SH | 丽人丽妆 | -20.28 |
| 600306.SH | *ST 商城 | 35.88 | 003010.SZ | 若羽臣 | -19.99 |
| 002091.SZ | 江苏国泰 | 31.98 | 600753.SH | 东方银星 | -19.56 |
| 002102.SZ | ST 冠福 | 31.25 | 600821.SH | 津劝业 | -18.44 |
| 603214.SH | 爱婴室 | 17.22 | 300755.SZ | 华致酒行 | -18.26 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 13.55 | 000587.SZ | *ST 金洲 | -17.88 |
| 600774.SH | 汉商集团 | 10.99 | 601116.SH | 三江购物 | -17.19 |

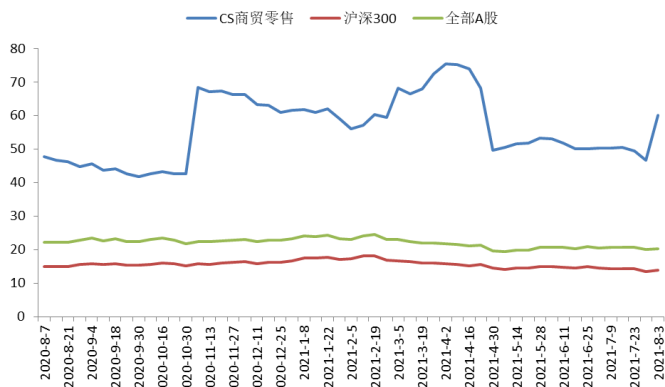
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

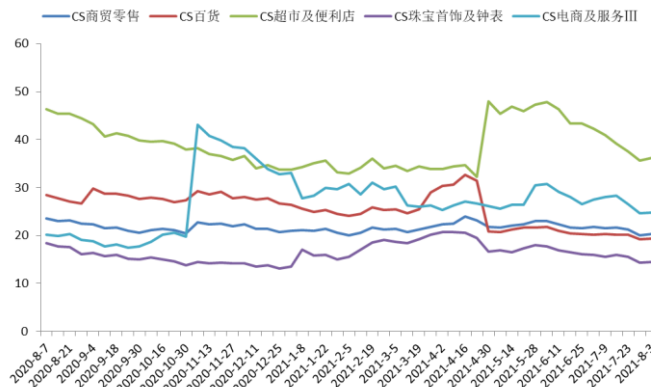
7月CS商贸零售的PE估值水平整体呈现下调态势，上半月相对平稳，下半月降幅扩大，月末降至47X估值线附近。整体来看7月平均PE水平为49.4X，较上月小幅回调，月内细分龙头股价多呈下行态势，导致整体PE估值水平也呈现下降。若剔除负值影响，7月平均PE水平为21.4X，较上月小幅下降，主要受到超市板块平均PE水平降幅较大的影响。考虑到负值效应将百货板块PE水平抬高到100X以上，电商及服务PE水平仍然为负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块PE进行月度对比。

子板块方面，7月各个子板块PE估值延续上月分化态势，但各板块PE水平均有不同程度的回落，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水平回落最多，电商和珠宝板块次之。超市板块PE最高，月内整体持续回落，主要受到板块股价下调影响，但高于行业整体的平均PE水平。电商板块PE在月中小幅回升，但下半月加速下行，板块PE仅次于超市，并高于行业平均水平。百货和珠宝板块月中表现波动相对较小，但整体维持震荡回落态势，其中珠宝板块PE较低，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

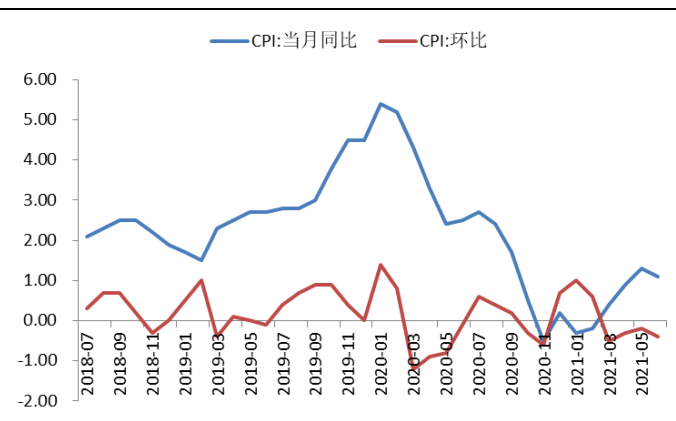
2.1 居民消费价格指数（CPI）

6月CPI同比上涨1.1%，涨幅比上月回落0.2pct。其中，食品价格由上月上涨0.3%转为下降1.7%，影响CPI下降约0.31pct，主要是猪肉价格降幅扩大带动；非食品价格上涨1.7%，涨幅比上月扩大0.1pct，影响CPI上涨约1.38pct。食品中的畜肉类价格下降19.5%，影响CPI下降约0.81pct，其中猪肉价格下降36.5%，

降幅比上月扩大 12.7pct，影响 CPI 下降约 0.80pct。水产品价格上涨 14.2%，影响 CPI 上涨约 0.26pct，其中淡水鱼价格上涨 33.5%，涨幅回落 0.2pct。鲜果价格上涨 3.1%，涨幅较上月提升 1.7pct，影响 CPI 上涨约 0.06pct。鲜菜价格上涨 0.1%，涨幅较上月缩小 5.3pct。非食品中的七大类价格同比六涨一降，交通通信价格上涨 5.8%，涨幅扩大 0.3pct，其中飞机票价格上涨 27.0%，涨幅回落 5.3pct；汽油、柴油和液化石油气价格分别上涨 24.3%、26.8%和 11.1%，涨幅均有扩大；空调、电视机、台式计算机及住房装潢材料等工业消费品价格均有上涨，涨幅在 1.8%-3.2%之间。

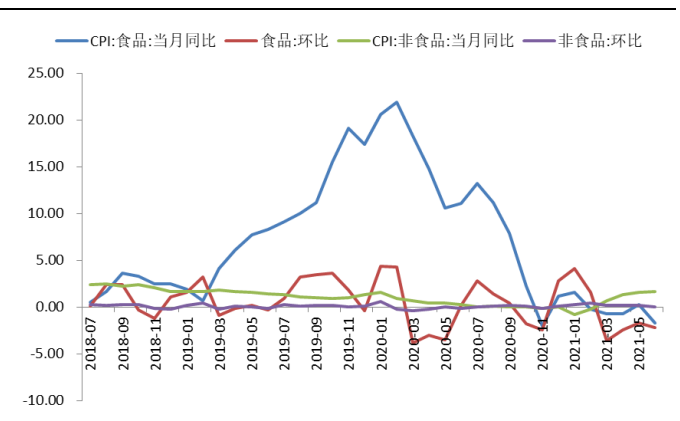
据测算，在 6 月份 1.1% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.8pct，比上月扩大 0.1pct；新涨价影响约为 0.3pct，比上月回落 0.3pct。从结构上看，食品价格由涨转降，是影响 CPI 涨幅回落最主要的原因。目前食品价格环比连续 4 个月下降，受猪肉价格降幅扩大带动，同比涨幅再度转负。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比、环比：分类别 (%)



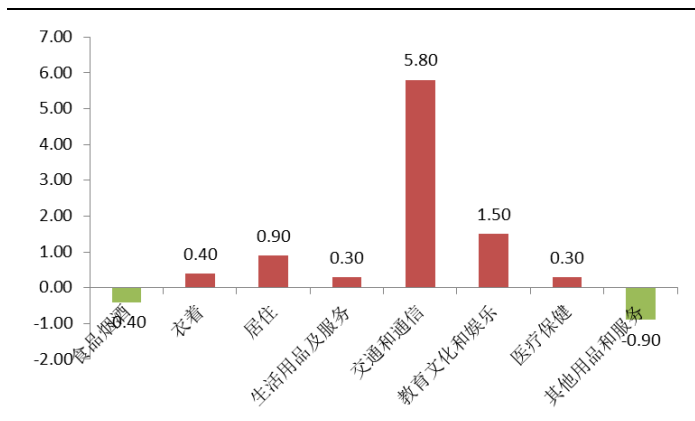
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

从环比看，CPI 下降 0.4%，降幅比上月扩大 0.2pct。6 月我国经济保持稳定恢复，消费市场供应总体充足，居民消费价格运行平稳。其中食品价格下降 2.2%，降幅扩大 0.5pct，影响 CPI 下降约 0.40pct；非食品价格由上月上涨 0.2% 转为持平。食品烟酒类价格环比下降 1.4%，影响 CPI 下降约 0.39pct。畜肉类价格下降 7.6%，影响 CPI 下降约 0.27pct，其中猪肉价格下降 13.6%，影响 CPI 下降约 0.22pct，主要受到生猪产能持续恢复、压栏肥猪集中出栏及消费需求季节性偏弱等因素影响。鲜菜、鲜果大量上市，价格分别下降 2.3% 和 4.5%，分别影响 CPI 下降约 0.04pct、0.08pct。受供给持续偏紧等因素影响，淡水鱼价格继续上涨 2.4%。非食品中的七大类价格环比三涨一平三降，其中交通通信价格上涨 0.1%，因国际原油价格上涨，汽油和柴油价格分别上涨 2.1% 和 2.3%；不过出游淡季叠加局部地区疫情影响，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格均下降，降幅在 1.3%-9.2% 之间。

上半年按照精准调控要求，针对市场变化，多措并举加强供需双向调节，CPI 由降转涨总体平稳。上半年消费市场供给相对充足，CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比去年同期回落 3.3pct，当前涨幅处于近年来较低水平。

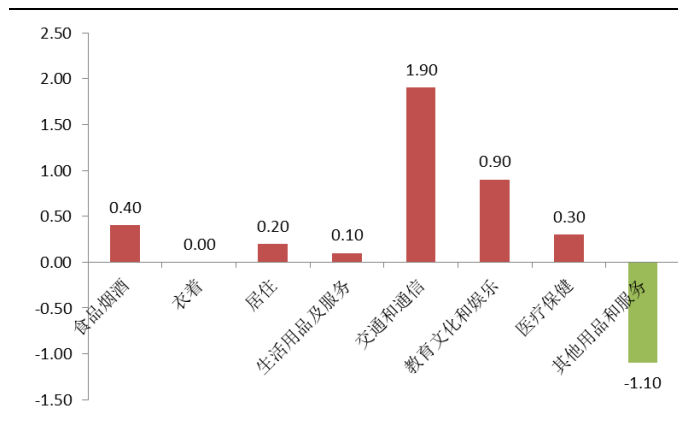
分月看，CPI 月度同比前低后高。前两个月，受去年同期高基数影响，CPI 同比分别下降 0.3% 和 0.2%；随着基数逐渐降低，3 月份同比转为上涨 0.4%，之后逐月回升至 1.3%；在猪肉价格降幅扩大带动下，6 月份涨幅略有回落，上涨 1.1%。总体来看，上半年 CPI 温和上涨有食品价格由涨转降的因素，也有非食品价格涨幅较为平稳的因素。今年上半年服务价格持续受到散发疫情的影响，目前处于近年低位，随着国内疫情防控形势的持续向好，餐饮、住宿、旅游的消费需求将会逐渐恢复，市场信心不断增强，加上居民收入增速也是在加快的，服务价格将会有一定程度的回升。

图 9：CPI 分类别当月同比涨跌幅（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 10：CPI 分类别累计同比涨跌幅（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

分类别看，食品价格略有下降，上半年食品价格对 CPI 的影响由上拉转为下拉。上半年食品价格由去年同期的上涨 16.2% 转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.04pct，主要是猪肉价格大幅下降拉动。食品中，随着生猪生产持续恢复，猪肉价格同比连续 9 个月下降，上半年平均下降 19.3%，影响 CPI 下降约 0.45pct；在猪肉价格下降带动下，鸡肉和鸭肉价格分别下降 7.7% 和 2.4%，合计影响 CPI 下降约 0.07pct；受供给减少及饲料成本上涨等因素影响，淡水鱼价格从年初开始大幅上涨，上半年平均上涨 19.9%，涨幅比去年同期扩大 13.1pct，影响 CPI 上涨约 0.12pct；鸡蛋价格上涨 9.3%，食用植物油价格上涨 7.9%，合计影响 CPI 上涨约 0.10pct。

非食品价格有所上涨。上半年非食品价格上涨 0.7%，涨幅与去年同期相同，影响 CPI 上涨约 0.57pct。非食品中，工业消费品价格由去年同期下降 0.6% 转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.28pct，主要是能源价格上涨较多。上半年汽油和柴油价格分别上涨 8.5% 和 9.2%，合计影响 CPI 上涨约 0.24pct。除能源外的工业消费品价格总体稳中略涨，上半年平均上涨 0.1%；其中，受原材料价格上涨影响，台式计算机、电视机、空调及电冰箱等工业消费品价格同比自 4 月份起上涨，6 月份涨幅分别为 3.2%、3.0%、2.0% 和 1.2%。服务消费持续恢复，价格同比逐月回升，上半年平均上涨 0.3%，涨幅比去年同期回落 0.7pct，影响 CPI 上涨约 0.14pct。其中，飞机票和宾馆住宿等出行类服务价格回升尤为明显，分别从 1 月份下降 33.2% 和 5.3% 转为 6

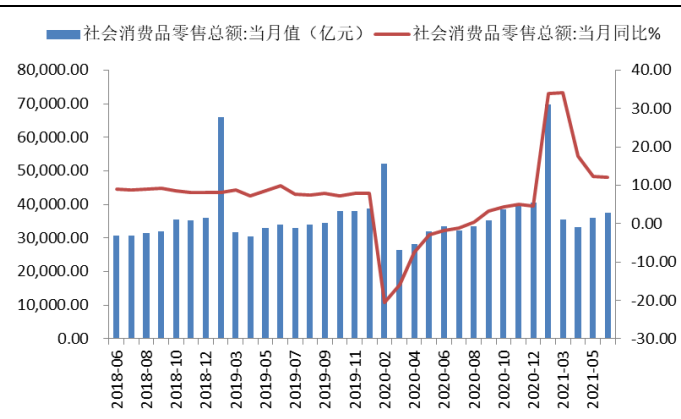
月份上涨 27.0%和 5.8%；教育服务和医疗服务价格涨幅较为稳定，上半年分别上涨 1.8%和 0.7%。

2.2 社会消费品零售数据

6月社会消费品零售总额 37586 亿元，同比增长 12.1%，增速比 5 月份回落 0.3pct，比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%，较 5 月加快 0.4pct，市场销售保持稳定恢复势头。随着国民经济稳定恢复，消费市场持续复苏，上半年社零总额达到 211,904 亿元，同比增长 23.0%，比 2019 年同期增长 9%，两年平均增速为 4.4%，受到去年同期基数较低的影响，上半年市场销售大幅反弹。从季度看，恢复态势进一步巩固。二季度，全国疫情防控形势持续向好，在五一和端午假期消费回升等因素的带动下，消费需求稳步释放，社零总额同比增长 13.9%；两年平均增长 4.6%，比一季度加快 0.4pct；从环比数据看，二季度环比增长 1.98%，比一季度加快 0.12pct。整体来看，上半年国民经济呈现稳中向好发展态势，消费市场复苏势头不断增强。商品零售增势良好，消费升级类商品保持较快增长；新业态增长势头不减，实体零售店铺经营持续向好。

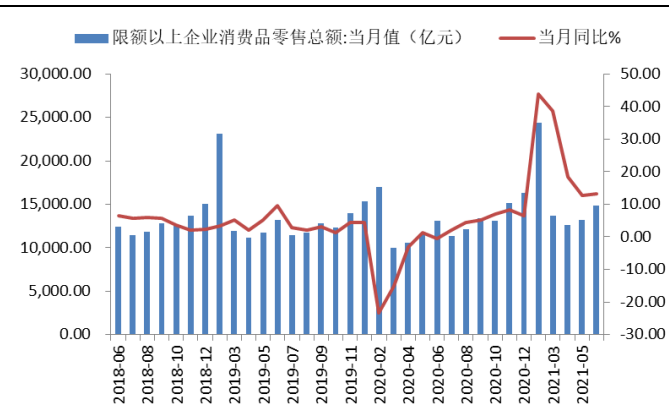
按经营单位所在地分，城镇市场恢复较好，乡村市场恢复速度加快。上半年城镇消费品零售额同比增长 23.3%，增速比乡村市场快 1.9pct；两年平均增长 4.4%，两年平均增速比乡村市场快 0.4pct。分季度看，城镇市场逐季改善，乡村市场自 3 月份开始明显回暖。年初局部地区发生聚集性疫情，疫情防控形势趋紧，一季度乡村消费市场相比城镇受到的影响更为明显。随着疫情防控形势持续向好，到二季度，城镇消费品零售额同比增长 13.8%，两年平均增长 4.6%，两年平均增速比一季度加快 0.3pct；乡村消费品零售额同比增长 14.3%，两年平均增长 4.8%，两年平均增速比一季度加快 1.6pct，增速提升幅度高于城镇市场 1.3pct。

图 11：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 12：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）

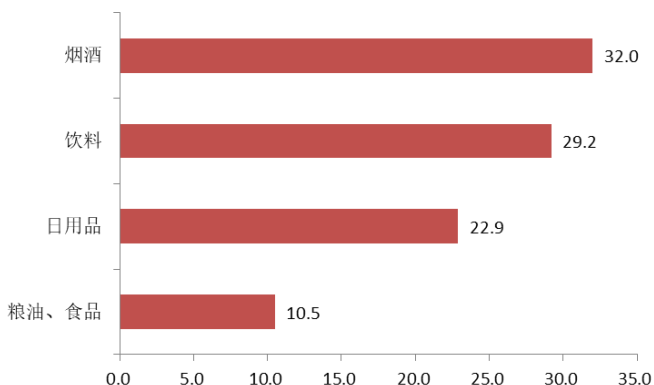


数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着国内疫情防控形势的持续向好，餐饮、住宿等接触型消费需求逐渐恢复，市场信心不断增强，商品零售增势良好。上半年商品零售额同比增长 20.6%，两年平均增长 4.9%。分季度看，商品零售保持稳中有升发展态势。二季度商品零售额同比增长 12.3%，两年平均增长 5.0%，两年平均增速比一季度加快 0.2pct。

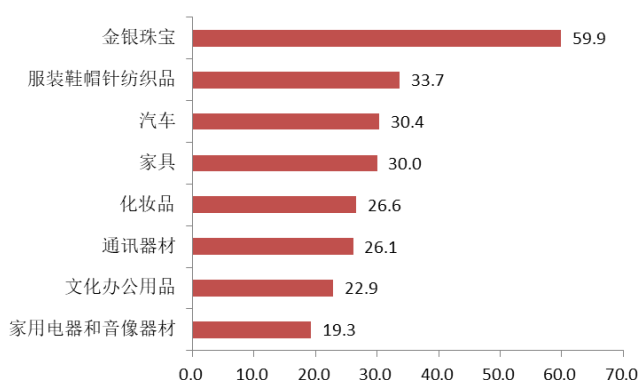
从商品类别看，限额以上单位 18 个商品类别同比增速均超过 10%，其中七成以上商品类别同比增速超过 20%，基本生活类商品零售额继续保持较快增长。上半年饮料、烟酒类同比分别增长 32.0%、29.2%，主要受到餐饮等接触型消费加快恢复的影响，但增速较一季度分别下降 6.5pct、12.9pct；日用品类累计同比增长 22.9%，基本恢复正常，但增速较一季度下降 10.3pct，主要受到一季度基数较高的影响；上半年粮油食品类同比增长 10.5%，增速较一季度提升 0.5pct，继续保持较快增长，目前夏粮再获丰收，粮食价格有望继续保持稳定。

图 13：限上单位必选消费品零售额累计同比增速



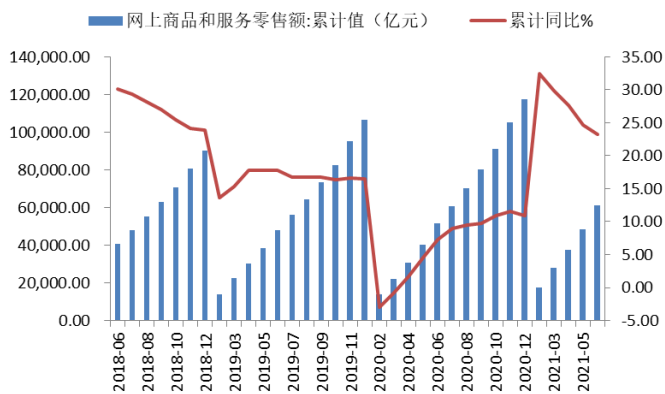
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 14：限上单位可选消费品零售额累计同比增速



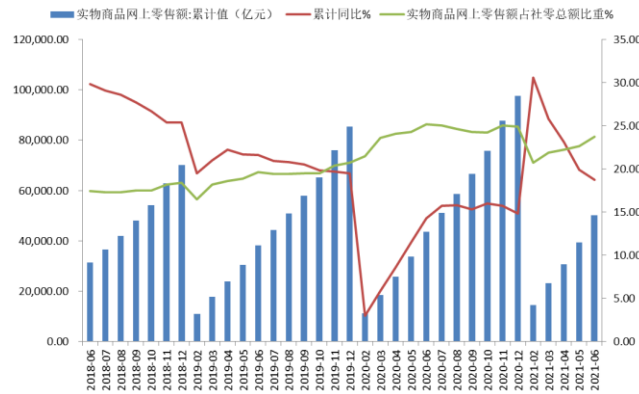
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：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 16：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

消费升级类商品增长有所加快，从两年平均增速看，除石油类商品外，其他商品类别商品零售额均为正增长，有 9 类商品零售额两年平均增速超过 10%。上半年限上汽车类商品零售额同比增长 30.4%，增速较 Q1 回落 35.2pct，其中单 6 月同比增长 4.5%。目前汽车行业的增长短期受到一定制约，主要来自芯片短缺、政策调整等因素带来的供货周期长、成本上升等阶段性影响。在消费升级类商品中，上半年限上体育娱乐用品类、通讯器材类、化妆品类的商品零售额两年平均增速都超过了 10%，二季度化妆品、金银珠宝和体育娱乐用品类商品零售额两年平均增速比一季度分别加快 3.2pct、1.7pct 和 2.9pct。上半年金银珠宝类

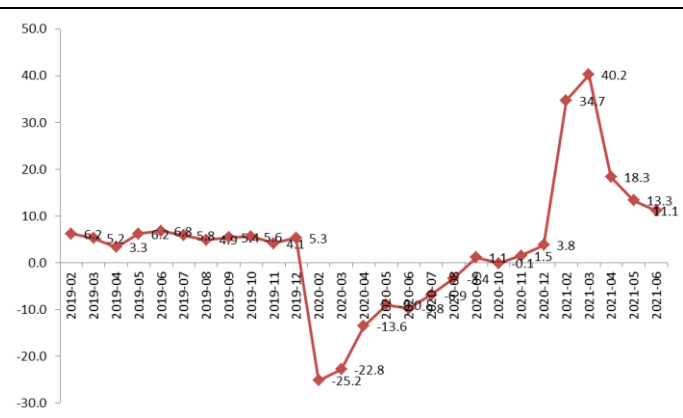
零售额同比增长 59.9%，增速较 Q1 回落 33.5pct，虽然增速逐季回落，但绝对值上仍保持较高增长，主要受到去年同期基数较低，以及上半年以来不断恢复的婚庆需求的促进作用。化妆品类上半年同比增长 26.6%，增速较 Q1 回落 14.8pct，不过当月增速在去年同期超 20% 的高基数下，仍能保持 13.5% 的持续稳定增长，增速环比回落主要受到 618 战线拉长带来消费需求分散的影响。通讯器材类上半年同比增长 26.1%，增速较 Q1 回落 16.3pct，不过 6 月当月同比增长 15.9%，增速环比提升 7.1pct，主要受到部分品牌新机上市和 618 购物节的促销效应带动。

随着业态模式的不断创新，直播电商、反向定制、即时配送等新模式发展势头良好，多层次、个性化的消费需求得到满足。上半年我国网络零售市场量质齐升，线上零售保持快速增长，线上渗透率环比持续回升。上半年全国网上零售额 61133 亿元，同比增长 23.2%，两年平均增长 15.0%；其中实物商品网上零售额 50263 亿元，增长 18.7%，两年平均增长 16.5%，比一季度加快 1.1pct；实物商品网上零售额占社零总额的比重为 23.7%，比一季度提高 1.8pct，环比提升 1.1pct，连续四个月环比提升。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 23.5%、24.1% 和 16.7%，两年平均分别增长 30.9%、9.8% 和 17.0%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

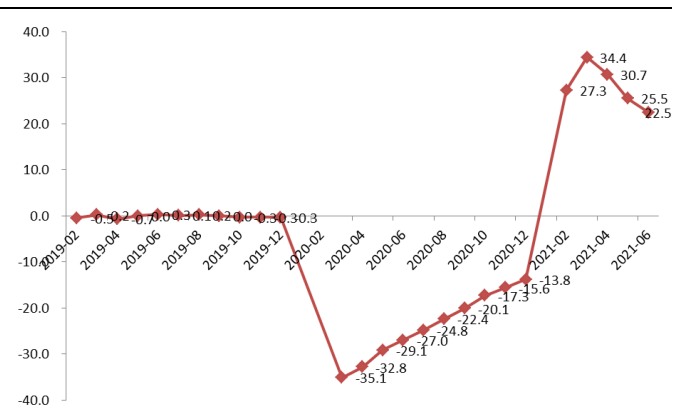
伴随促消费政策显效和疫苗接种不断扩大，接触型消费加快回升，网下实体店铺经营持续向好。根据测算，上半年实体店消费品零售额 161641 亿元，同比增长 24.4%，较 2019 年同期增长 2.7%，两年平均增长 1.3%，两年平均增速较 1-5 月份放缓 0.3pct。其中 6 月当月实体店消费品零售额同比增长 11.1%，增速环比放缓 2.2 个百分点。上半年，限额以上零售业单位中的超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长 6.2%、17.4%、29.5%、24.6% 和 32.4%。

图 17：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 18：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

中华全国商业信息中心统计数据显示，上半年全国百家重点大型零售企业商品零售额累计增长 22.5%，低于 1-5 月份 3pct。其中 6 月当月零售额同比增长 8%，增速环比加快 0.6pct。上半年，各品类除粮油食品

类零售额增速同比下降 13.8%外，其余主要品类商品均实现同比快速增长，其中金银珠宝类零售额累计增长 67.0%，服装类零售额累计增长 33.4%，日用品类零售额累计增长 23.6%，化妆品类零售额累计增长 20.8%，家用电器类零售额累计增长 17.5%。

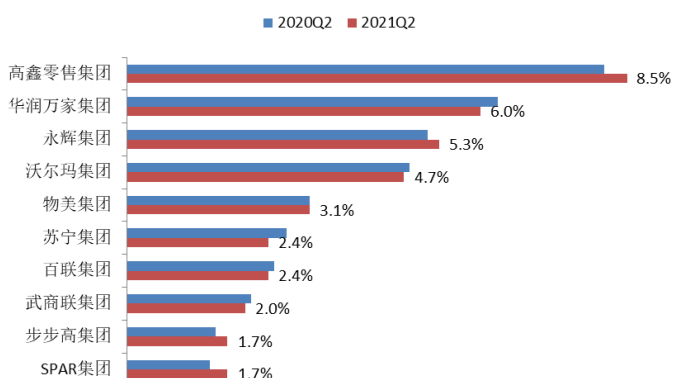
限额以下消费实现较快增长，大众消费增速持续放缓。据测算，上半年限额以下商品零售额 116198 亿元，同比增长 18.1%，对商品零售额增长贡献率为 54.7%，占商品零售额比重为 61.1%。其中，6 月当月限额以下商品零售额同比增长 10.4%，对商品零售额增长贡献率为 54.8%，占商品零售额比重为 58.4%。今年以来限额以下商品零售额占比持续下降，限额以上实体商业的市场集中度不断提升，龙头企业通过兼并收购等方式提升市场份额的进程有所加快。

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 年上半年我国快速消费品市场销售额同比增长 5.8%，比 2019 年同期增长 3.8%，市场增长的主要动力来自于南部地区和线上渠道。随着疫情防控的常态化，消费者的生活也逐渐回归常态，户外市场的复苏更加迅速，二季度一二线城市户外的食品饮料消费同比增长了 15.1%。随着天气转暖，饮料和个人护理品类同比分别增长 14.5%和 9.8%。

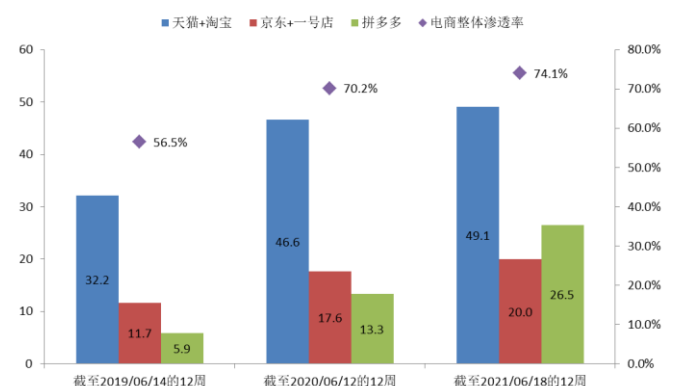
线下方面，大卖场、超市和便利店在二季度同比下降 4.6%，其中，大型超市和大卖场的销售额同比分别下降了 7.2%和 7.7%。由于疫情之后消费者更加青睐凸显近场性和便利性的社区业态，小超市和便利店分别保持了 4.4%和 1.7%的增长，但增速明显放缓。线上方面，电商渠道同比增长 10.6%，保持增长态势，但较一季度的 33.2%有所放缓。电商消费者的数量仍在增长，购买频次也保持同比增长。到 2021Q2，电商渠道占我国快速消费品市场的 28.4%，超过 74%的中国城市家庭网购快速消费品。

图 19：全国前十零售商市场份额 20Q2vs21Q2



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 20：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

在主要零售集团中，上半年高鑫零售集团以 8.5%的市场份额保持领先，受益于今年的开店预期，同比

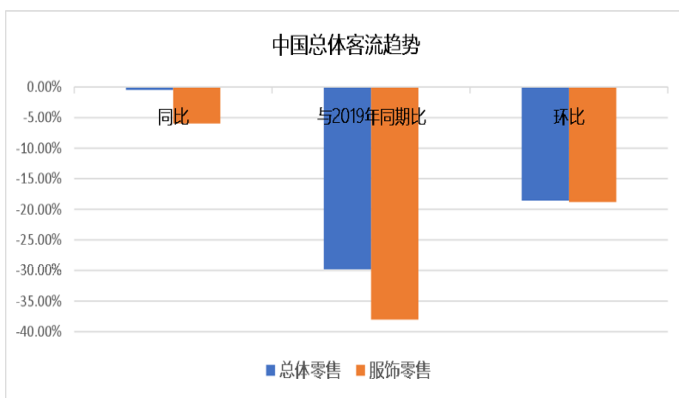
提升 0.4pct。高鑫零售宣布计划今年开出更多的中型门店以扩大网点密度，以提高消费者触达效率。上半年永辉的市场份额增长至 5.3%，同比提升 0.2pct，过去三个月永辉加速改造推出了 30 多家仓储式会员店，以更加精选核心商品和每日低价吸引家庭购物者。近年来，大卖场和超市业态面临主流电商平台和社区团购等新零售模式的分流，他们通过回归零售的本质，提供精选优质的商品，致力于为消费者提供最大化价值。区域零售商中在二季度继续保持显著增长，其中步步高和 SPAR 集团均占据 1.7% 的市场份额。步步高集团通过积极拓展南区和西区市场，市场份额提升了近 0.3pct；SPAR 集团主要通过和华北北区扩张，其市场份额同比增长 0.3pct。SPAR 的成员企业家悦加快在山东以外区域的拓店步伐，并加大投资供应链，将供应链优势快速赋能区域零售商。

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 43.9% 的市场份额保持领先地位。二季度约 50% 的城市家庭至少在阿里系平台上购买过一次快速消费品。拼多多保持高速增长，市场份额同比增长 5.7pct，占总体电商渠道的 9.3%。拼多多的用户数量在一年内实现翻番，到 21Q1 年活跃用户达到了 8 亿。此外，除传统电商外，通过短视频直播渠道实现电商变现的模式也在加快发展。最新数据显示，上半年近 10% 的城市家庭通过社交电商如抖音或快手小店购买了快速消费品。

2.5 实体零售客流指数

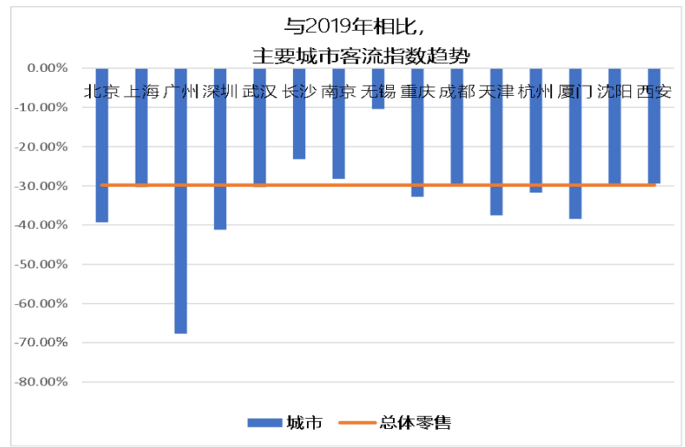
随着我国经济持续恢复和促消费政策的不断落地，上半年的消费品市场呈现出商品零售平稳增长、服务消费明显复苏、线上消费较快增长、线下消费继续改善的特征。从整体来看，6 月的客流指数较 2020 年同期轻微下滑，整体零售年同比下降了 0.5%，其中服饰零售年同比下降 6%。客流表现与 2019 年同期相比还有差距，完全恢复到疫前的正常水平仍有待时日。由于 5 月份有劳动节假期的刺激，客流表现涨势明显，同时 6 月线上购物节分流效应显著，同 5 月相比，6 月的客流指数的环比下降约 30%。纵观我国主要地区，与疫情前的 2019 年相比，6 月的主要城市客流水水平约为 2019 年同期 70% 的水平，但是一些主要城市的客流表现并没有达到整体客流指数的平均值。其中，北京、上海、和天津的客流指数表现相似，约为 2019 年 70% 水平；由于新增病例和疫情管控的影响，与 2019 年同期相比，广州和深圳的客流指数下降均超过了 40%，下滑幅度较大。

图 21：总体客流表现（2021vs2019）



数据来源：索博客全球大数据平台，山西证券研究所

图 22：主要城市客流表现（2021vs2019）

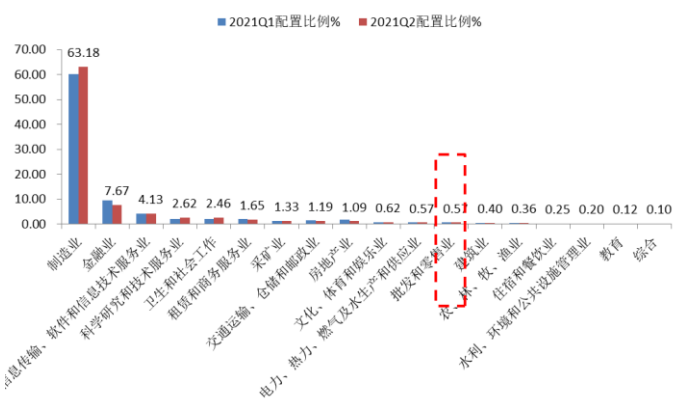


数据来源：索博客全球大数据平台，山西证券研究所

3.基金持仓分析

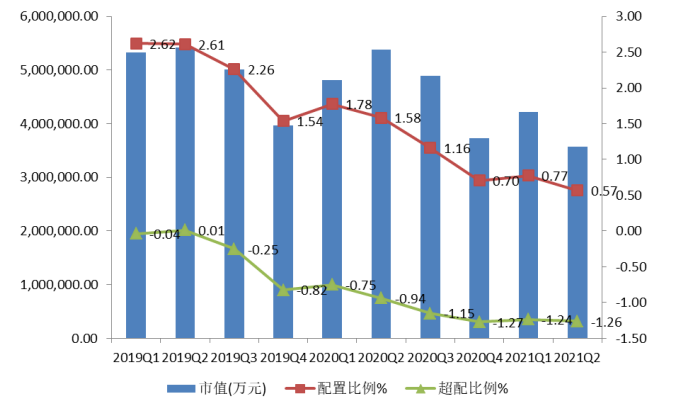
一级行业：行业维持低配状态，低配比例有所下降。2021 年二季度，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 356.51 亿元，同比减少了 33.68%，环比减少 15.46%；持仓占比为 0.57%，排名从 21Q1 的第 10 位下降至第 12 位。市场标准行业配置比例为 1.83%，批零行业低于标准行业配置比例 1.26pct，从 19 年 Q3 开始持续维持低配状态。配置比例同比降低 1.02pct，环比下降 0.21pct；低配比例同比扩大 0.37pct，环比扩大 0.02pct。21Q2 行业维持在低配状态中，21Q1 时配置比例在连续三年的下降中首次回升，但至 Q2 又小幅下降，行业配置在底部附近徘徊下探。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 21Q3 配置比例有望环比回暖。

图 23：2021Q2vs2021Q1 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 24：2019-2021Q2 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：贝泰妮重仓占比最大、获得增配最多。2021Q2 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 36 家上市公司布局，比 21Q1 新增 11 家，清空 2 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是贝泰妮（46）、周大生（30）、珀莱雅（24）、上海家化（22）、青松股份（18），基金持有数变动幅度排行前五的分别是贝泰妮（+39）、上海家化（+9）、珀莱雅（+7）、值得买（+3）、潮宏基（+3）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓个股分别是上海家化、潮宏基、贝泰妮、王府井、鄂武商 A，持仓变动分别为 1952.76 万股、1453.70 万股、1083.21 万股、910.41 万股、515.31 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是贝泰妮（21.99%）、壹网壹创（9.06%）、青松股份（5.24%）、老凤祥（5.0%）、值得买（4.6%）。

表 2：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

| 代码 | 名称 | 2022Q1 持有基金数↓ | 2021Q1 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 |
|-----------|-------|------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------|
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 46 | 7 | 1,083.21 | 21.99 | 日用化学品 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 24 | 17 | 63.36 | 1.79 | 日用化学品 |
| 600315.SH | 上海家化 | 22 | 13 | 1,952.76 | 4.03 | 日用化学品 |
| 300132.SZ | 青松股份 | 18 | 37 | -2,149.95 | 5.24 | 日用化学品 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 7 | 15 | -149.58 | 0.46 | 日用化学品 |
| 603983.SH | 丸美股份 | 1 | 2 | -10.31 | 0.59 | 日用化学品 |
| 002637.SZ | 赞宇科技 | 1 | 5 | -542.64 | 0.04 | 日用化学品 |
| 002919.SZ | 名臣健康 | 1 | 0 | 2.24 | 0.03 | 日用化学品 |
| 002867.SZ | 周大生 | 30 | 45 | 408.10 | 4.20 | 珠宝首饰及钟表 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 10 | 17 | -21.67 | 5.00 | 珠宝首饰及钟表 |
| 000026.SZ | 飞亚达 | 8 | 10 | 215.87 | 3.72 | 珠宝首饰及钟表 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 3 | 0 | 1,453.70 | 1.64 | 珠宝首饰及钟表 |
| 600655.SH | 豫园股份 | 1 | 2 | 387.02 | 0.28 | 珠宝首饰及钟表 |
| 300785.SZ | 值得买 | 7 | 4 | -15.48 | 4.60 | 电商及服务 III |
| 300792.SZ | 壹网壹创 | 5 | 6 | 279.21 | 9.06 | 电商及服务 III |
| 002127.SZ | 南极电商 | 5 | 10 | -213.15 | 0.80 | 电商及服务 III |
| 002024.SZ | 苏宁易购 | 2 | 0 | 1.64 | 0.00 | 电商及服务 III |
| 600859.SH | 王府井 | 7 | 8 | 910.41 | 1.85 | 百货 |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 3 | 3 | 515.31 | 1.03 | 百货 |
| 600828.SH | 茂业商业 | 1 | 1 | 24.60 | 0.25 | 百货 |
| 000419.SZ | 通程控股 | 1 | 1 | 14.85 | 0.13 | 百货 |
| 600821.SH | 金开新能 | 1 | 0 | 19.47 | 0.04 | 百货 |
| 600729.SH | 重庆百货 | 7 | 10 | -104.39 | 0.62 | 综合业态 |
| 600858.SH | 银座股份 | 1 | 1 | -29.29 | 1.23 | 综合业态 |
| 600827.SH | 百联股份 | 6 | 8 | -943.31 | 0.26 | 超市及便利店 |
| 603708.SH | 家家悦 | 2 | 6 | 77.62 | 3.14 | 超市及便利店 |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 1 | 1 | 358.03 | 0.42 | 超市及便利店 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 1 | 7 | -687.15 | 0.00 | 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，21Q2 化妆品板块获得基金增配明显，而珠宝、超市、电商等板块均遭遇减仓。二季度公募基金多偏好医美和化妆品领域的细分板块，对于黄金珠宝板块的投资热情有所减退，而百货、超市等实体板块则持续遇冷。上半年限额以上化妆品类增速为 26.6%，颜值经济热潮下，受境外消费回流及国货产品力不断增强的积极影响，贝泰妮、珀莱雅和上海家化持续获得增配，其中贝泰妮以功能性护肤品超过 20% 的市占率引领板块持续增长，二季度获得 39 家基金增配。而黄金珠宝板块在一季度获得增配之后，二季度有所遇冷，二季度以来限上黄金珠宝品类商品零售额同比增速持续回落，去年低基数效应逐步消化，其中周大生、老凤祥分别遭遇 15 家、7 家减仓。

百货和综合业态在二季度的整体客流稳步恢复，但部分区域因疫情防控，线下客流恢复受到阻碍，基金配置水平相对较低，除重庆百货遭遇 3 家减仓、王府井遭 1 家减仓以外，其余个股配置情况基本无变动。电商及服务板块的基金配置水平也相对较低，并延续了上季度的减仓态势，在季度基金持仓层面持续遇冷，南极电商继续遭遇 5 家减仓，壹网壹创遭 1 家减仓，不过苏宁易购和值得买分别获得 2 家和 3 家基金增配。

上半年的实体商超销售业绩和门店客流普遍未恢复至疫情前水平，同时面临去年同期对比基数较高带来的直接业绩压力。此外，社区生鲜专卖店、社区团购等新业态、新渠道均对超市的生鲜需求和门店客流造成了大量截流和切分。除去企业经营层面的问题，上半年实体超市企业客流客单双下滑也受到居民消费习惯改变、食品价格波动、多渠道分流等外部因素的影响。由于市场预计实体超市上半年业绩继续承压，超市企业基金持仓数继续下降，永辉超市、家家悦和百联股份分别遭遇 6 家、4 家和 2 家减仓。

4. 行业动态新闻

➤ 黄明端担任苏宁易购董事长 明确未来三大战略路径

7 月 29 日，苏宁易购发布公告称，苏宁易购新一届董事会产生。其中，新任董事长为黄明端，新任总裁为任峻。黄明端、洗汉迪、曹群和张康阳为非独立董事。在苏宁易购董事会上，黄明端对政府、相关产业投资人等各方表示了感谢，还对苏宁易购创始人张近东对公司发展所做的重要贡献表示由衷的敬意。对于外界关注的苏宁易购未来发展战略，黄明端表示，苏宁易购已经构筑起国内最完整的线上线下零售服务体系，下一步发展将明确三大战略路径——做好零售服务商、做强供应链和做优经营质量。在聚焦零售的战略前提下，苏宁易购新总裁任峻表示，要做好两件事：一是进一步夯实和凸显三大核心力，供应链、物流服务和场景体验；二是以更开放的方式重新构建零售服务商的组织、技术、运营，从而更好地服务用户和合作伙伴。

7 月 5 日，在江苏省和南京市的支持下，苏宁易购宣布引入新股东新零售基金二期，阿里巴巴以及海尔、美的、TCL、小米等产业投资人均参与其中。苏宁易购称，各方将发挥紧密的协同效应，在用户、技术、

服务、供应链、仓储物流等领域持续深化合作。引战两周后，苏宁易购获得了首个新增授信项目。7月19日，苏宁易购、海尔智家、江苏银行联合举办战略合作签约仪式。当天，江苏银行与苏宁易购就新增授信达成一致。市场分析人士认为，苏宁易购深耕零售业30年，对零售有着深刻的洞察和理解。在不足一个月的时间内，苏宁易购从引入战投到董事会改选，再到释放清晰的战略路径，反映出苏宁易购各方股东同心协力，共同推动公司治理变革的决心。此次脱胎换骨的改变，将给苏宁带来更多积极影响，治理结构进一步完善、流动性危机解除、经营战略明晰，苏宁易购即将开启新一轮高质量发展。（联商网）

➤ 永辉仓储东北、河北首店连开 全国门店数超35家

7月30日消息，继昨日在辽宁沈阳开出省内首家仓储店后，今日永辉仓储再进一省，进驻河北，河北首店石家庄东胜广场店开业，民生仓储的版图再扩。目前永辉仓储店已布局福建、四川、重庆、上海、北京、深圳、安徽、江苏等地，覆盖全国12个省、直辖市，门店数量超35家。店仓合一永辉仓储店的亮点。通过店仓合一，简化内部运营成本，极大提升到家业务的商品丰富度、拣货效率，降低缺货率，并把后场用工释放到前场，实现工作效率最大化。这也有助于进一步打通线上、线下库存的统一，实现全面的“一盘货”，加快推动全渠道升级。据悉，永辉正在稳步推进数字化建设，赋能供应链、门店及会员建设。（联商网）

➤ 欧莱雅中国高速快跑，上半年业绩大增34.2%

7月30日，欧莱雅集团发布2021年上半年财报，展现出远超市场平均水平的实力。据财报显示，欧莱雅集团在2021年上半年一共卖了151.9亿欧元，同比增长20.7%，按固定汇率计算增长+21.8%。其中第二季度的业绩增速达到33.5%。就欧莱雅集团划分的高档化妆品部、大众化妆品部、活性健康部、专业美发部四大部门以及欧洲、北美、北亚、以及SAPMENA-SSA4（南亚太区、中东、北非和撒哈拉以南非洲）、拉丁美洲五大区域中，所有事业部和所有区域均实现市场份额的增长。按地域看，欧莱雅集团在上半年重新划分了区域市场，其中北亚区市场实现强劲增长，销售额同比提升27.3%至46.7亿欧元，其中中国大陆地区实现34.2%高速跑。另外，欧莱雅集团的电商销售在整个上半年达到29.2%的强劲增幅，营业利润率也增加170基点至19.7%，这意味着欧莱雅集团的运营效率有所提高。（化妆品财经在线）

5.投资建议

随着我国经济结构的不断调整优化，消费市场复苏势头不断增强，消费的拉动作用也在持续增强。上半年最终消费支出对经济增长的贡献率达到61.7%，高于资本形成总额42.5pct。其中，商品零售增势良好，消费升级类商品保持较快增长；接触型消费加快回升，餐饮消费规模基本恢复；新业态新模式成长壮大，实体零售店铺经营持续向好。上半年消费市场恢复态势进一步增强，受到去年同期基数较低的影响，市场

销售大幅反弹，上半年社零同比增长 23%，两年平均增长 4.4%，季度间的复苏态势进一步巩固，在二季度假期消费回升的带动下，消费需求持续稳步释放。随着扩内需、促消费政策持续起效发力，居民收入稳步提升，居民消费潜力加快释放，消费市场将保持良好发展态势。不过，近期南京等地疫情管控程度趋严，餐饮、实体店等接触型消费恢复进程受到散发疫情影响，同时汽车销售增速回落较大，消费市场复苏基础仍需加强。

7月28日，中国连锁经营协会发布“2020年中国超市百强”榜单。其中，高鑫零售位居榜首，永辉位列第二位，华润万家位居第三位。**2020年超市百强规模实现增长，门店以社区超市为主，多模式开展线上零售，到家业务覆盖率提升。**从整体上看，2020年中国超市百强销售规模为9680亿元，同比增长4.4%，约占全年社会消费品零售总额的5.5%，其中社区超市（小于2000平米）约占总门店数的73.3%。2020年，超市百强平均平效为14617元/m²，同比下降654元/m²，其中社区超市为21740元/m²。超市百强通过提升线上商品SKU数、开展社区团购、直播业务等多种模式，提升线上销售额。有六成企业开展了社区拼团业务，组建了以自有员工为主体的团长队伍，团购销售占总销售的0.7%；七成企业开展线上直播业务，直播销售占企业总销售的0.1%。直播对超市的意义不仅是销售，还是品牌建设、新品推荐、加盟商教育的有效窗口。2020年，超市百强开展到家业务的门店覆盖率提升到65.1%，线上销售占比平均达到5.0%。超市百强平均每单履约成本为9.4元，比上年增加2.4元。

三季度是传统意义上的消费淡季，受到近期南京等地疫情反复的影响，居民的消费信心和能力都受到一定抑制。8月中报业绩披露期陆续来临，建议重点关注去年受疫情影响、低基数效应下业绩集中释放的优质个股。我们还建议持续关注消费者需求碎片化和渠道近场化对于购物行为的影响，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，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) 在全渠道融合的趋势下，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，上半年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，融合线上线下的技术，积极向复合型、平台型、科技型零售商转变的家家悦。

6.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

