

零售

报告原因：专题报告

2021年9月6日

零售行业 2021 年中报综述

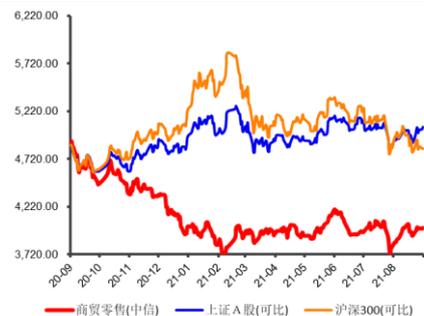
疫情影响 Q2 增长承压，细分板块业绩向好

评级

看好

行业研究/专题报告

零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 9 月投资策略：线上实物零售
稳中向好，政策支持实体业态优化发展
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&联系人：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

- **整体情况：营收规模扩大，利润呈现下滑。**整体来看，零售行业 2021H1 营收合计 3617.70 亿元，同比+0.19%，归母净利润为 63.03 亿元，同比-9.93%，主要系电商板块营收和归母净利润下降，以及超市板块净利润转负的影响。受到疫情反复带来的持续影响，各板块整体业绩增速环比回落，表现分化态势进一步加剧。
- **超市：营收利润均有下降，受永辉影响 Q2 净利转亏。**超市板块在 21 年上半年业绩下滑情况较为明显，受到去年同期基数较高、疫情反复和社区团购冲击带来的门店客流和同店收入下降、及新租赁准则的影响，超市企业规模增长承压，Q2 净利润转负。若剔除永辉超市的影响，营收端降幅收窄，利润端规模转正、增速下滑。疫情影响去年同期社保费用减免、企业展店速度恢复常态，板块整体费用增长。业绩亏损导致毛利率有所下降。
- **珠宝首饰：营收利润显著增长，Q2 利润规模环比提升。**珠宝板块上半年营收规模增长较快，净利润水平大幅提升，主要受到去年同期基数较低、婚庆需求逐步复苏、黄金产品销售增加等因素影响。Q2 板块营收规模有所下降，但利润规模环比提升，主要受到线上大促带动销售增长。收入增长带动运营、宣传和人力成本上涨，板块整体费用增长但费率下降。金价波动、产品结构影响毛利率下降。
- **化妆品：营收净利稳健增长，Q2 业绩增速环比回落。**化妆品板块上半年营收净利规模均实现稳健增长，受到去年同期疫情造成的需求后移，对比基数较高，影响单 Q2 增速环比回落。不过 Q2 营收净利在规模上环比增长，主要受到新品上市及线上大促带动消费需求集中释放。广告宣传、新品营销及新渠道投放等因素营销板块整体费用增长，进而压制利润。结构优化、高毛利产品增长较快带动毛利率提升。

投资策略

- **上市公司各板块中报业绩分化显著。**受到疫情的综合影响，部分子板块在低基数效应下业绩集中释放，部分子板块费用高企、业绩转负。近期政府陆续出台有关政策，不断推动零售改革升级，支持实体零售发展，线上线下融合的业态多元化是零售行业发展的必然趋势。建议关注消费者需求的内在驱动力对消费决策的影响，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) 国货品牌定位细分市场、加速下沉渗透，龙头企业通过新媒体营销持续拓展增量客群：珀莱雅，贝泰妮；2) 珠宝消费趋于日常，低线城市需求崛起，新晋培育钻石赛道空间广阔：周大生、豫园股份；3) 超市企业持续数字化转型，放缓拓店步伐、注重运营质量，关注低估值成长性个股价值：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.整体情况：营收规模扩大，利润呈现下滑	4
2.超市：营收利润均有下降，受永辉影响 Q2 净利转亏	5
2.1 营收下降利润转负，生鲜收入下降影响同店表现.....	5
2.2 疫情影响费用上涨，毛利水平有所下降.....	6
2.3 个股覆盖	6
3.珠宝首饰：营收利润显著增长，Q2 利润规模环比提升	7
3.1 婚庆复苏带动业绩增长，黄金首饰贡献增量.....	7
3.2 费用增长费率下降，产品结构影响毛利下降.....	8
3.3 个股覆盖	9
4.化妆品：营收净利稳健增长，Q2 业绩增速环比回落	10
4.1 营收净利稳健增长，线上大促需求集中释放.....	10
4.2 加大宣传带动费用增长，结构优化毛利率提升.....	11
4.3 个股覆盖	12
5. 基金持仓：行业维持低配状态，低配比例有所下降	13
5.1 行业维持低配，贝泰妮重仓占比最大	13
5.2 化妆品板块获增配，实体板块配比下降.....	14
6.投资建议：疫情影响 Q2 增长承压，政策扶持实体零售发展	15
7.风险提示	16

图表目录

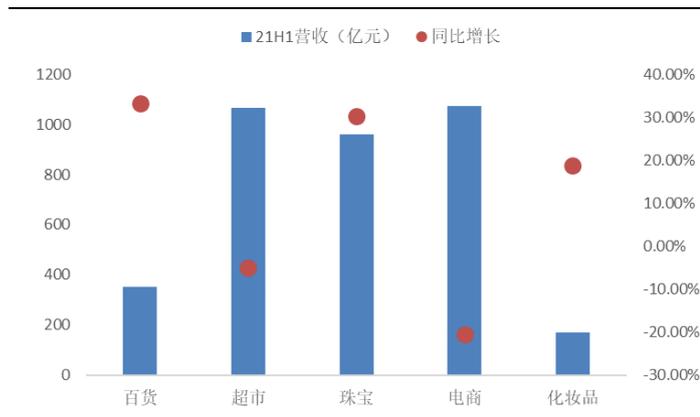
图 1：各板块 21H1 营业收入（亿元）及同比%	4
图 2：各板块 21H1 归母净利润（亿元）及同比%	4
图 3：各版块 21H1 期间费用（亿元）及同比%	4

图 4：各版块 21H1 毛利率、净利率、ROE (%)	4
图 5：CS 超市 2020-21Q2 营业收入（亿元）及同比%	5
图 6：CS 超市 2020-21Q2 净利润（亿元）及同比%	5
图 7：CS 超市 20-21Q2 期间费用（亿元）及同比%	6
图 8：CS 超市 20-21Q2 毛利率、净利率、ROE (%)	6
表 1：2021 上半年超市板块上市公司经营情况	6
图 9：CS 珠宝首饰 20-21Q2 营业收入（亿元）及同比%	8
图 10：CS 珠宝首饰 20-21Q2 净利润（亿元）及同比%	8
图 11：CS 珠宝首饰 20-21Q2 期间费用（亿元）及同比%	9
图 12：CS 珠宝首饰 20-21Q2 毛利率净利率、ROE (%)	9
表 2：2021 上半年珠宝板块上市公司经营情况	9
图 13：SW 化妆品 20-21Q2 营业收入（亿元）及同比%	10
图 14：SW 化妆品 20-21Q2 净利润（亿元）及同比%	10
图 15：SW 化妆品 20-21Q2 期间费用（亿元）及同比%	11
图 16：SW 化妆品 20-21Q2 毛利率+净利率+ROE (%)	11
表 3：2021 上半年化妆品上市公司经营情况	12
图 17：2021Q2VS2021Q1 基金配置比例一级行业分布	13
图 18：2019-2021Q2 批零行业基金配置比例情况	13
表 4：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动	14

1.整体情况：营收规模扩大，利润呈现下滑

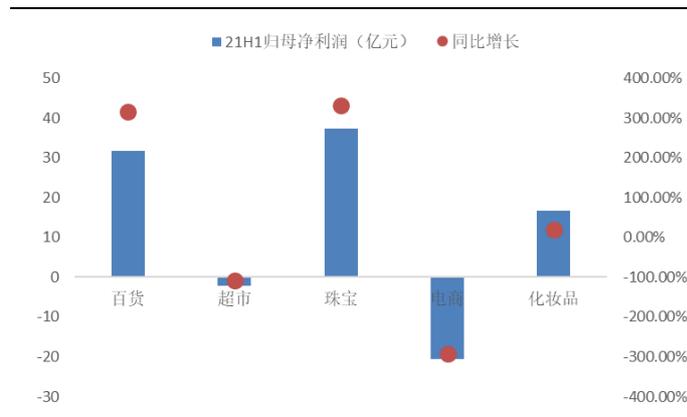
我们选取零售行业 5 个重要子板块（百货、超市、珠宝、电商、化妆品）的 80 只成分股作为样本，观察分析零售行业上市公司 2021 年上半年的业绩表现，并选取 3 个表现相对较好的子板块进行重点分析。整体来看，零售行业 2021H1 营收合计 3617.70 亿元，同比+0.19%，归母净利润为 63.03 亿元，同比-9.93%，主要系电商板块营收和归母净利润下降，以及超市板块净利润转负的影响。受到疫情反复带来的持续影响，各板块整体业绩增速环比回落，表现分化态势进一步加剧。

图 1：各板块 21H1 营业收入（亿元）及同比%



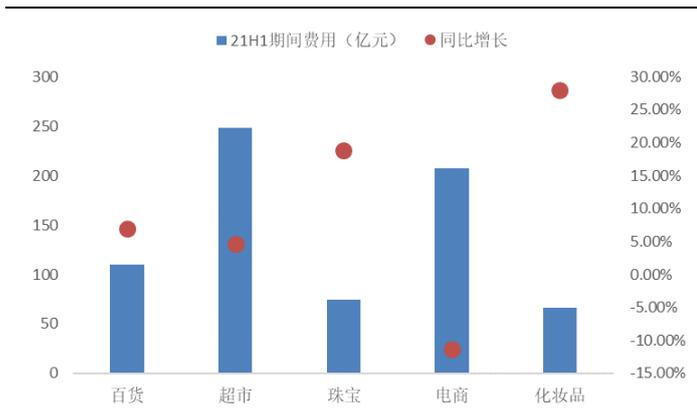
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：各板块 21H1 归母净利润（亿元）及同比%



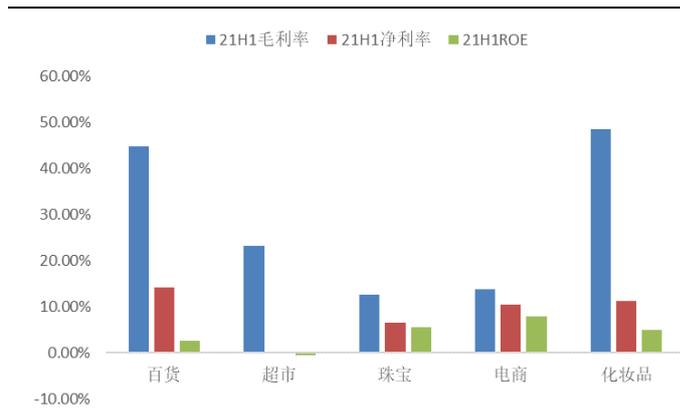
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：各板块 21H1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：各板块 21H1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

分板块看，营收方面电商板块规模最大，超市板块次之，上半年百货板块营收增长较快，主要受到去年同期低基数效应影响；归母净利润方面珠宝板块规模最大，百货板块次之，超市和电商板块利润转负，不过上半年珠宝和百货板块净利润增长均超过 300%，一方面有基数较低的因素，另一方面上半年可选消费复苏较好，带动升级类中高端消费恢复态势向好；期间费用方面超市板块规模最大，电商板块次之，不过

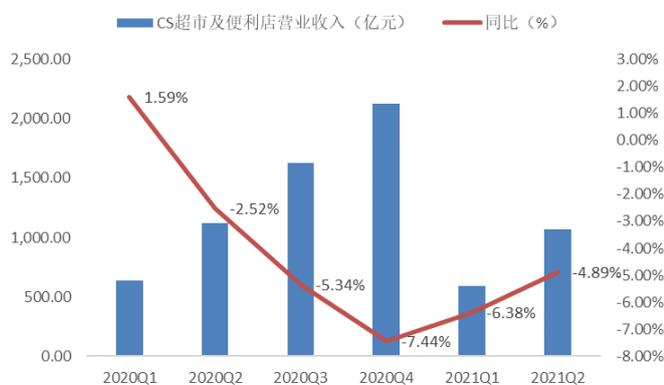
化妆品和珠宝板块费用增长较多，主要受到加大新品营销投放及拓展内容电商新渠道的费用增长影响。在剔除 ST 个股的极值影响后，化妆品板块毛利率最高，百货板块净利率最好，电商板块 ROE 最大。

2.超市：营收利润均有下降，受永辉影响 Q2 净利转亏

2.1 营收下降利润转负，生鲜收入下降影响同店表现

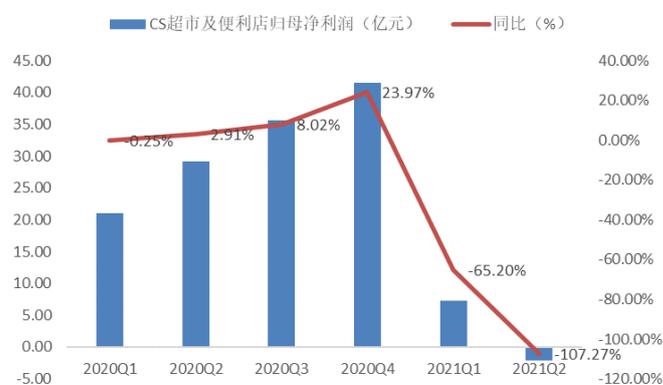
超市行业选取样本为中信三级子行业超市及便利店，共计 13 家上市公司。2021 年上半年 CS 超市及便利店营收 1064.73 亿元，同比下降 4.89%，两年复合增速下降 3.71%；归母净利润转负，亏损 2.12 亿元，上年同期为盈利 29.14 亿元。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别下降 6.38%/2.94%，归母净利润同比分别下降 65.2%/217.54%，Q2 营收下降，业绩转负。受到疫情影响，样本中上半年实现营收净利双增长的仅有百联股份，存在 9 家净利同比下滑，5 家业绩亏损，上市公司在上半年的业绩下滑情况较为明显。一方面受到去年同期基数较高的影响，超市企业规模增长承压，另一方面受到疫情反复的持续影响及社区团购的冲击，超市大卖场客流和同店收入下降，生鲜品类受到较大冲击。此外，新租赁准则的调整造成了费用增加，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 5：CS 超市 2020-21Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：CS 超市 2020-21Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

超市板块上市公司营收规模普遍在百亿以下，头部企业永辉超市在规模上对于收入利润两端的影响较大，若剔除永辉超市，21 上半年的营收和归母净利润分别为 596.46 亿元和 8.71 亿元，同比分别下降 2.91% 和 17.86%，与 19 年同期相比分别下降 19.03% 和 40.43%。剔除永辉后营收端降幅收窄，利润端转正但增速仍呈现下滑。由于受到新租赁准则调整的影响，短期费用增长加大，同 19 年同期不具有可比性。从行业本身来看，实体商超销售业绩和到店客流普遍尚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，永辉的业绩下降主要来自于门店网络全国辐射，受大环境因素影响较多。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

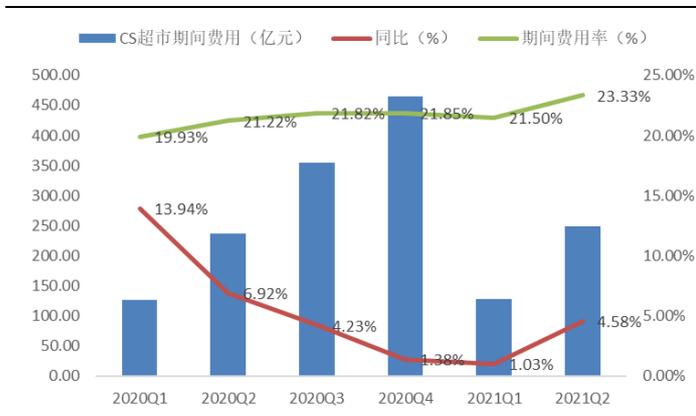
等外部因素的影响。

在超市行业，近几月来仓储会员店备受市场关注。随着永辉、家乐福、盒马等相继入局仓储店业态，仓储店正在成为疲软的超市大卖场业态的快速转型出路。传统大卖场增长乏力，而山姆会员店、盒马 X 会员店及 COSTCO 的模式在国内逐渐推广，由于开店成本低、展店速度快、转型业绩好，形成了标杆效应。仓储会员店主要依靠收取会员费盈利，通过精简 SKU、让利消费者、控制毛利率等举措，充分利用供应链优势，提升顾客粘性。在未来一两年内，仓储店开店数量预计将达百家以上。目前主要分布在一线城市，下一步将逐步向二三线城市拓展。在未来两三年内，仓储会员店将迎来开店爆发期。

2.2 疫情影响费用上涨，毛利水平有所下降

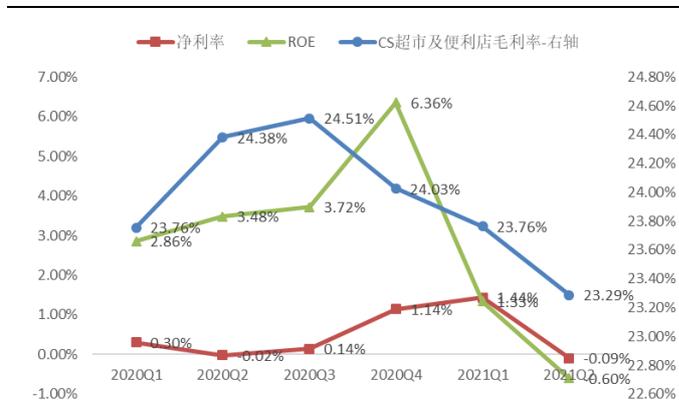
21 上半年超市板块期间费用合计 248.40 亿元，同比+4.58%，两年复合增长 5.74%；期间费用率为 23.33%，同比+2.11pct，与 19 年同期相比+3.99pct。去年同期受疫情影响，超市企业减免社保费用，造成去年同期的低基数效应，今年恢复正常导致费用增长；同时企业展店速度也恢复常态，与去年同期相比门店增加带来人力、租金等费用的不断增长，同时新店培育期的亏损对利润也造成一定影响。还有新租赁准则对费用调整带来的影响。

图 7：CS 超市 20-21Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8：CS 超市 20-21Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

21 上半年毛利率水平为 23.29%，同比-1.10pct，与 19 年同期相比+0.76pct，主要受到 Q2 业绩亏损、以及生鲜品类毛利率下降较多的影响。上半年平均 ROE 水平为-0.6%，上年同期为 3.48%，平均净利率由 Q1 的 1.44%变为 H1 的-0.09%，同比转负主要受到人人乐亏损扩大和永辉业绩转亏的影响。

2.3 个股覆盖

表 1：2021 上半年超市板块上市公司经营情况

证券代码	证券简称	营业收入↓ (亿元)	yoy%	归属母公司股 东的净利润 (亿元)	yoy%	销售毛利率%	ROE(平均)%
601933.SH	永辉超市	468.27	-7.30	-10.83	-158.41	18.82	-6.59
600827.SH	百联股份	184.08	2.64	5.11	105.08	26.49	2.84
603708.SH	家家悦	88.00	2.54	1.84	-36.12	24.16	6.44
002251.SZ	步步高	73.58	-14.09	2.08	25.11	29.98	2.75
000759.SZ	中百集团	63.34	-10.40	0.08	110.64	25.05	0.24
002697.SZ	红旗连锁	45.37	0.42	2.21	-15.20	29.75	6.33
600361.SH	华联综超	42.74	4.58	-0.19	-122.83	30.94	-0.75
002264.SZ	新华都	28.89	25.69	0.74	-45.98	22.62	6.97
002336.SZ	人人乐	27.60	-8.37	-3.65	-157.84	24.17	-28.49
601116.SH	三江购物	20.00	-14.70	0.43	-48.57	24.78	1.39
605188.SH	国光连锁	10.77	-9.55	0.32	-58.95	27.03	2.86
603031.SH	安德利	8.48	-0.43	-0.06	-163.31	23.78	-0.92
600861.SH	北京城乡	3.61	11.43	-0.20	78.87	57.94	-0.87

数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，家家悦 2021 上半年实现营业总收入 88.0 亿元，同比增长 2.54%；其中主营业务收入 80.08 亿元，同比下降 0.58%；归属于上市公司股东的净利润 1.84 亿元，同比下降 36.12%。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别增长-4.12%/3.18%，归母净利润同比分别下降 27.22%/50.18%，营收下降主要受到生鲜类收入下降的影响，净利润下降主要系费用增加较大所致。净利润同比下降主要受 1) 同期疫情因素带来的同店销售增长较高、社保减免等政策影响同期利润规模较高影响；2) 为扩大市场规模，2020 年至今新增店部数量较多，前期培育期间毛利率相对较低、运营成本较高；3) 新租赁准则对利润有一定影响。上半年公司期间费用率为 21.54%，同比提升 4.52pct，其中销售费率同比提升 3.15pct，主要受到新店培育期费用增长的及去年同期社保减免的影响。上半年公司主营业务毛利率同比下降 1.13pct 至 18.71%，其中百货/生鲜/食品的毛利率分别下降 4.36pct/2.26pct/0.22pct。

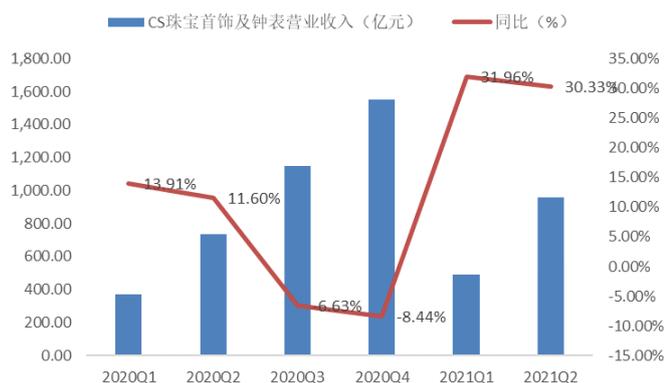
3. 珠宝首饰：营收利润显著增长，Q2 利润规模环比提升

3.1 婚庆复苏带动业绩增长，黄金首饰贡献增量

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。2021 上半年 CS 珠宝首饰及钟表板块营收 958.52 亿元，同比提升 30.33%，两年复合增速上涨 20.6%；归母净利润 37.29 亿元，同比提升 331.68%，两年复合增速上涨 75.66%。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别增长 31.96%/28.67%，归母

净利润同比分别增长 556.29%/231.99%，Q2 营收规模有所下降，但利润规模环比提升，主要受到线下婚庆需求复苏及线上 618 购物节带动销售增长的影响。上半年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效应，黄金类首饰产品销售增加的影响。利润端规模大幅提升，主要受到低基数效应影响，样本内多数公司均能实现业绩大幅增长，其中 4 家增速达到 3 位数以上，不过样本内仍有 3 家公司业绩亏损。

图 9：CS 珠宝首饰 20-21Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10：CS 珠宝首饰 20-21Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

根据国家统计局的公布，2021 上半年限额以上金银珠宝类零售额为 1526 亿元，同比大幅提升 52.8%。因婚庆需求产生的珠宝消费是目前珠宝消费的主要方式，而逐渐扩大的中产阶层是购买珠宝的主要人群。近年来，随着我国中产阶级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，以珠宝首饰等为代表的中高端消费品市场已进入高速发展阶段。随着消费者消费观念的转变，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。在互联网时代，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率。此外，在疫情全球蔓延的情形下，居民出境活动减少，部分消费需求转向境内，消费回流带动金银珠宝为主的一系列商品销售高速增长。

3.2 费用增长费率下降，产品结构影响毛利下降

21 上半年珠宝板块期间费用合计 74.97 亿元，同比+18.80%，两年复合增长 10.82%；期间费用率为 7.82%，同比-0.76pct，与 19 年同期相比-1.44pct。上半年期间费用上涨主要受到收入增长带动运营费用、广告费用及销售人工工资等增长影响，但由于上年同期基数较低，收入增长提升明显，板块总体费率明显下降。

21 上半年珠宝板块整体毛利率水平为 12.60%，同比-1.01pct，与 19 年同期相比-3.37pct，主要受到金价

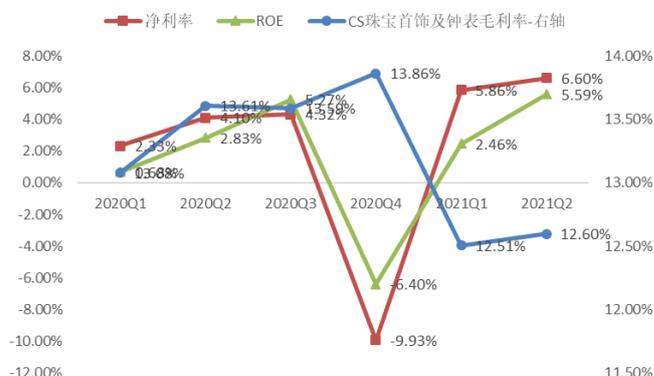
波动，销售产品结构上镶嵌类毛利率下降较多，以及因高基数和费用增加导致电商渠道毛利率下降较多的影响，不过上半年毛利率水平逐季提升。

图 11: CS 珠宝首饰 20-21Q2 期间费用(亿元)及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 12: CS 珠宝首饰 20-21Q2 毛利率净利率、ROE (%)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

整体来看，珠宝板块的 ROE 水平分化明显，部分公司亏损较多 ROE 为负。剔除*ST 金洲、*ST 赫美极值和空值的影响，其余 12 个样本在 21 上半年的平均 ROE 为 5.59%，同比+2.77pct，与 19 年同期相比+1.28pct，主要受到净利率提升 2.5pct 至 6.6%带来的盈利能力提升影响。

3.3 个股覆盖

表 2: 2021 上半年珠宝板块上市公司经营情况

证券代码	证券简称	营业收入↓ (亿元)	yoy%	归属母公司 股东的净利 润(亿元)	yoy%	销售毛利率%	ROE(平均)%
600612.SH	老凤祥	315.90	19.27	10.42	40.63	7.82	12.77
600916.SH	中国黄金	266.00	72.13	4.02	187.86	3.02	7.08
600655.SH	豫园股份	227.24	12.68	14.09	31.10	19.99	4.27
002867.SZ	周大生	27.89	66.67	6.10	84.52	40.46	11.13
000026.SZ	飞亚达	27.78	75.59	2.34	200.42	37.42	8.26
002345.SZ	潮宏基	22.96	62.82	2.02	1,404.43	34.60	5.86
002574.SZ	明牌珠宝	20.19	57.44	3.61	2,448.66	11.13	11.52
002721.SZ	金一文化	16.31	-14.05	-2.03	17.43	12.11	-8.70
002731.SZ	萃华珠宝	13.46	18.18	0.41	29.40	10.23	3.22
603900.SH	莱绅通灵	7.90	46.46	1.01	53.03	57.12	4.36
300945.SZ	曼卡龙	6.29	68.43	0.44	40.45	21.39	6.98
002740.SZ	爱迪尔	4.38	-4.53	0.04	-34.65	21.68	0.40
002356.SZ	*ST 赫美	1.86	-1.81	-1.26	-37.40	30.28	
000587.SZ	*ST 金洲	0.37	-96.29	-3.93	71.03	0.39	-277.41

数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，周大生上半年实现营业收入 27.89 亿元，同比增长 66.67%；实现归属上市公司的净利润 6.1 亿元，较上年同期增长 84.52%。公司经营业务自疫情趋缓后逐步恢复常态，保持了去年下半年以来的良好发展态势，营业收入实现较大幅度的增长。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别增长 70.68%/63.93%，归母净利润同比分别提升 133.85%/82.96%，受到去年同期低基数和经营情况良好的影响，公司盈利能力持续稳定。上半年公司毛利率为 40.46%，较上年同期下降 5.27pct，主要由于金价波动以及素金销售占比提高等收入结构变化影响所致。公司上半年期间费率为 11.84%，同比下降 7.18pct，主要受到营收大幅增长的影响，公司成本费用控制合理。其中销售费用同比增长 8.05%，主要由于随销售增长销售人员薪资费用同比增长，但销售费率同比下降 5.74pct，管理费率同比下降 1.23pct 主要受到股份支付摊销费用同比减少的影响。

4.化妆品：营收净利稳健增长，Q2 业绩增速环比回落

4.1 营收净利稳健增长，线上大促需求集中释放

化妆品行业选取样本为申万（2021）新分类中美容护理行业之下的三级子行业化妆品，共计 13 家上市公司。2021 上半年 SW 化妆品板块营收 170.90 亿元，同比提升 18.69%，两年复合增速上涨 15.87%；归母净利润 16.57 亿元，同比提升 19.42%，两年复合增速上涨 2.12%。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别增长 30.45%/10.20%，归母净利润同比分别增长 28.91%/12.93%，Q2 营收净利在规模上环比增长，但增速有所下降，主要受到 618 线上大促及新品上市带动消费需求集中释放的影响，由于上年同期疫情影响需求后移，造成 Q2 的高基数效应，导致单 Q2 增速环比回落。上半年板块整体营收和净利润均实现稳健增长，样本中有 7 家公司实现了双位数的净利润增长，其中有 2 家实现了三位数增长，同时有 4 家公司净利润增速呈两位数下滑，板块业绩表现两极分化情形较为显著。

图 13：SW 化妆品 20-21Q2 营业收入（亿元）及同比%

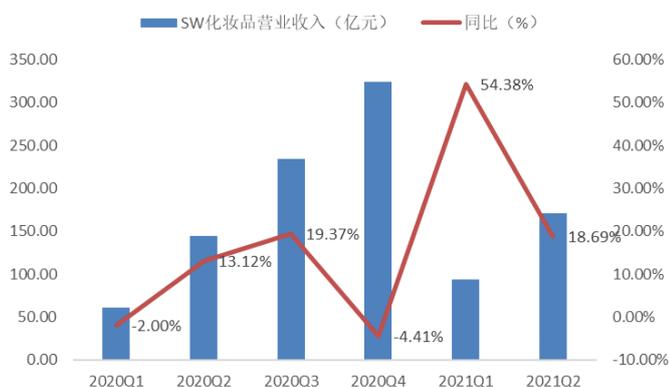
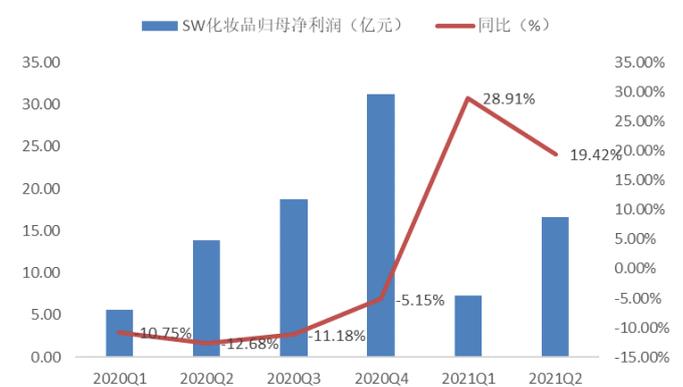


图 14：SW 化妆品 20-21Q2 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

2021 上半年限额以上化妆品类零售额 1917 亿元，同比增长 23.6%，Q1 增速为 41.4%，主要受到消费回流、电商大促带动以及上半年新品扎堆上市等因素，共同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，国产化妆品的品牌力逐步增强。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%，大部分上市公司线上销售占比已超过 50%。伴随上市步伐，国货化妆品品牌的主流市场逐渐完成了从线下向线上的迁移，渠道已经从传统平台型电视向新兴内容型社交电商平台迁移。上半年品牌商积极开展短视频与直播在内的新型社媒营销升级，致力于新品牌的孵化并搭建品牌矩阵，同时努力建设私域流量池以降低流量成本、提高用户粘性。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。

4.2 加大宣传带动费用增长，结构优化毛利率提升

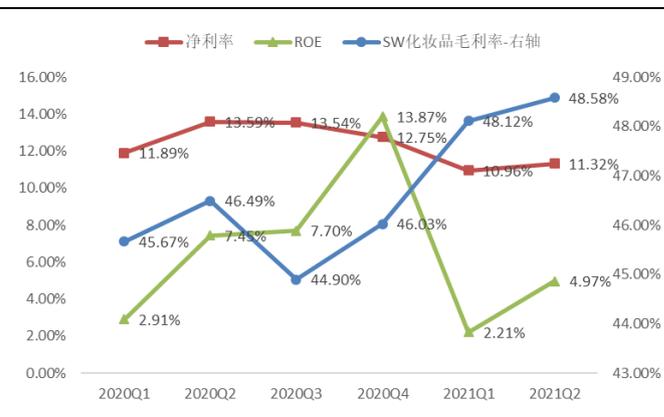
21 上半年化妆品板块期间费用合计 66.38 亿元，同比+27.99%，两年复合增长 20.77%；期间费用率为 38.84%，同比+2.82pct，与 19 年同期相比+3.09pct。上半年期间费用上涨主要受到广告宣传、新品营销和新华社媒渠道投放等宣传费用大幅增长的影响，上半年销售费用同比增长 31.44%；管理费用同比增长 18.62%主要受到支付股权激励费用及职工薪酬增加的影响，两项费用增长导致板块期间费率整体提升。费用规模环比提升主要受到 618 大促费用投入增加影响。

图 15：SW 化妆品 20-21Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：SW 化妆品 20-21Q2 毛利率+净利率+ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

21 上半年化妆品板块整体毛利率水平为 48.58%，同比+2.09pct，与 19 年同期相比+2.78pct，主要受到产品结构优化，高毛利产品快速增长已经部分产品单价上涨等因素影响，单 Q2 主营业务盈利能力也持续提

升。样本内有半数企业毛利率呈现不同程度的上涨。

整体来看，化妆品板块上半年的 ROE 均维持在个位数水平。上半年板块平均 ROE 水平为 4.97%，同比下降 2.47pct，不过环比提升 2.76pct；平均净利率为 11.32%，同比下降 2.27pct，环比提升 0.36pct。ROE 整体下降主要受到部分样本公司影响，其中贝泰妮和科思股份 ROE 同比均下降超 10pct，虽然净利率有所提升，但总资产周转率和权益乘数同比下降较多，导致 ROE 同比下降，拉低整体水平。样本中有半数企业 ROE 同比实现增长。

4.3 个股覆盖

表 3：2021 上半年化妆品上市公司经营情况

证券代码	证券简称	营业收入↓ (亿元)	yoy%	归属母公司 股东的净利 润(亿元)	yoy%	销售毛利率%	ROE(平均)%
600315.SH	上海家化	42.10	14.26	2.86	55.84	64.26	4.34
300740.SZ	水羊股份	21.19	49.83	0.89	164.48	53.13	6.31
603605.SH	珀莱雅	19.18	38.53	2.26	26.48	63.73	9.28
300132.SZ	青松股份	19.11	6.45	1.81	-20.08	21.57	5.68
002094.SZ	青岛金王	18.41	-6.03	0.32	184.82	12.52	1.28
300957.SZ	贝泰妮	14.12	49.94	2.65	65.28	77.19	9.90
002243.SZ	力合科创	10.13	23.29	1.86	29.25	33.39	3.16
603983.SH	丸美股份	8.74	10.09	1.89	-29.46	64.06	6.30
300955.SZ	嘉亨家化	5.14	31.13	0.37	-6.72	22.54	5.21
300856.SZ	科思股份	5.09	-10.51	0.86	-7.56	32.61	5.73
603630.SH	拉芳家化	5.06	25.23	0.53	10.30	53.40	2.86
300849.SZ	锦盛新材	1.43	12.54	0.13	-46.63	26.84	1.87
300886.SZ	华业香料	1.22	6.81	0.14	-43.04	24.27	2.75

数据来源：Wind，山西证券研究所

重点覆盖公司方面，贝泰妮上半年实现营业收入 141,174.44 万元，同比上升约 49.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 26,501.56 万元，同比上升约 65.28%。上半年公司销售规模增长带动营收和净利润同比增长较多，扣非后归母净利润同比增长 68.46%。分季度看，Q1/Q2 营收同比分别增长 59.32%/45.14%，归母净利润同比分别增长 45.83%/75.13%。受 618 影响，单 Q2 贡献了超 70%的归母净利润和业绩增长。上半年公司实现销售毛利率约 77.19%，同比下降 4.77pct；但按上年同期统计口径，毛利率约为 81.62%，同比保持稳定。上半年公司期间费用率约为 53.68%，同比下降 7.47pct。虽然公司持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用及电商渠道费用投入，导致销售费用同比+34.18%，但由于营收增长较多，销售/管理费率同比

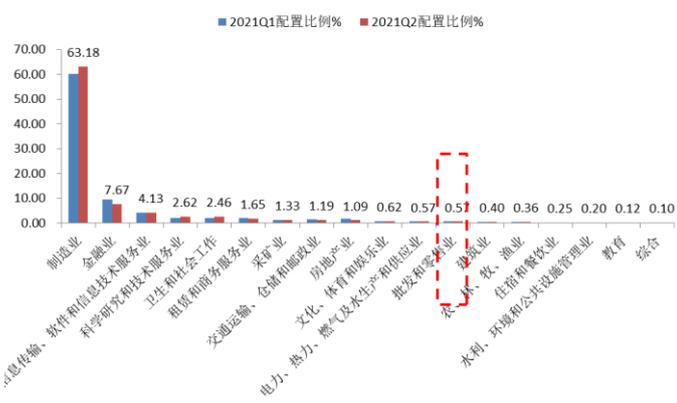
-5.30pct/-2.13pct，影响期间费率大幅下降，费用管控效率较高。

5. 基金持仓：行业维持低配状态，低配比例有所下降

5.1 行业维持低配，贝泰妮重仓占比最大

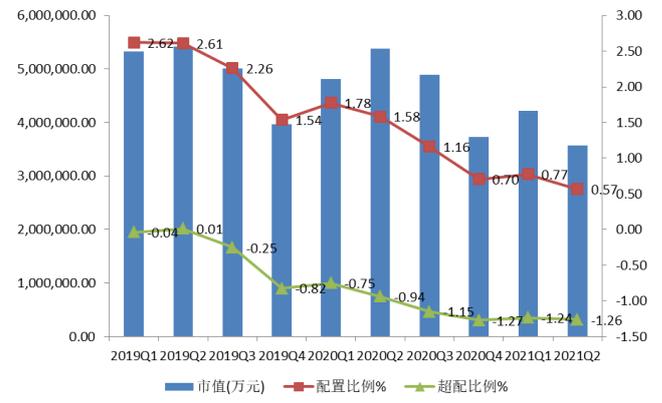
2021 年二季度，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 356.51 亿元，同比减少了 33.68%，环比减少 15.46%；持仓占比为 0.57%，排名从 21Q1 的第 10 位下降至第 12 位。市场标准行业配置比例为 1.83%，批零行业低于标准行业配置比例 1.26pct，从 19 年 Q3 开始持续维持低配状态。配置比例同比降低 1.02pct，环比下降 0.21pct；低配比例同比扩大 0.37pct，环比扩大 0.02pct。21Q2 行业维持在低配状态中，21Q1 时配置比例在连续三年的下降中首次回升，但至 Q2 又小幅下降，行业配置在底部附近徘徊下探。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 17：2021Q2vs2021Q1 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 18：2019-2021Q2 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 公募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%）。

5.2 化妆品板块获增配，实体板块配比下降

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。

表 4：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

6.投资建议：疫情影响 Q2 增长承压，政策扶持实体零售发展

各板块业绩在单 Q2 有所下降普遍受到疫情造成的去年同期基数较高影响。除此之外，超市板块在 21 年上半年业绩下滑情况较为明显，受到疫情反复和社区团购冲击带来的门店客流和同店收入下降、及新租赁准则的影响，超市企业规模增长承压，Q2 净利润转负。若剔除永辉超市的影响，营收端降幅收窄，利润端规模转正、增速下滑。板块整体费用增长，毛利率有所下降；珠宝板块上半年营收规模增长较快，净利润水平大幅提升，主要受到婚庆需求逐步复苏、黄金产品销售增加等因素影响。Q2 板块营收规模有所下降，但利润规模环比提升。板块整体费用增长但费率下降，产品结构影响毛利率下降；化妆品板块上半年营收净利规模均实现稳健增长，受到去年同期疫情造成的需求后移，对比基数较高，影响单 Q2 增速环比回落。板块整体费用增长压制利润，结构优化带动毛利率提升。

上市公司中报业绩披露完毕，板块业绩分化显著，受到疫情的综合影响，部分子板块在低基数效应下业绩集中释放，部分子板块费用高企、业绩转负。近期政府陆续出台有关政策，不断推动零售改革升级，支持实体零售发展，线上线下融合的业态多元化是零售行业发展的必然趋势。建议关注消费者需求的内在驱动力对消费决策的影响，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) 国货品牌依托互联网渠道蓬勃发展，精准定位细分领域和消费群体痛点加速下沉渗透、贴近消费者需求，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营销不断拓展增量客群，有效提升市场集中度，建议关注以大单品策略驱动，持续升级产品、完善大单品矩阵，提高大单品推广效率，从



而提升客单价和复购率，增强品牌粘性，持续推动线上渠道销售带动整体业绩增长的**珀莱雅**；以及定位于敏感肌肤护理，品牌矩阵基本形成，品牌优势逐步建立，主品牌忠诚度较高，坚持线上线下渠道相互渗透，协同发展的**贝泰妮**：

2) 随着消费观念的不断转变，珠宝首饰消费场景趋于日常化，互联网渠道助力品牌销售规模不断提升，低线城市首饰消费需求崛起，黄金珠宝行业具备较强的投资价值，同时新晋赛道培育钻石市场空间广阔，建议关注持续深耕优势市场，精准赋能门店，加速线上线下融合，多渠道多维度提升品牌影响力，在黄金产品上逐步发力的**周大生**；以及通过珠宝时尚等优势产业满足消费者多元化需求，用“豫园家庭消费产业”的一条主线把旗下多品牌、多赛道串联起来，推动各产业协同赋能发展，率先布局培育钻石赛道的**豫园股份**。

3) 在全渠道融合的趋势下，超市企业持续提升数字化转型速度，面对激烈的市场竞争及新兴渠道的冲击，超市企业放缓扩张速度、关注运营质量，上半年高基数效应下板块短期业绩增长承压，建议长期关注具有成长性价值的龙头个股的投资机会，建议关注继续强化在区域密集布局、多业态发展、一体化物流、供应链建设、生鲜经营等方面的竞争优势，积极推进各项业务的数字化转型，增强线下线上的互动融合，以技术驱动提高运营效率的**家家悦**。

7.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

