

疫情影响逐步减弱，端午假期与“618”大促助力 Q2

季末消费潜力释放——6 月行业动态报告

核心观点

● 最新观点：

2022 年年初至今（2022.6.30）我们定义的零售指数上涨 1.98%，跑赢沪深 300（-8.80%）和新零售指数（-13.13%）。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 49.70%/87.40%/88.30% 百分位点，其中 PE 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。

从政策角度看，促进居民消费升级、培育新消费成为“十四五”时期政策的主题。6 月下旬国常会确定政策性、开发性金融工具支持重大项目的举措，扩大有效投资、促进就业和消费。《北京市数字消费能级提升工作方案》发布，北京市将鼓励直播电商平台创新发展，支持购物、餐饮、便民服务、文体体育、旅游出行、跨境电商等领域平台企业积极开展直播业务。杭州市 6 月累计发放 2.85 亿数字消费券，有效刺激消费需求释放。

从行业层面来看，22 年开年前两个月增速水平与疫情前水平相当，3-5 月多地的疫情反复对整体消费形成拖累。4 月初的清明、6 月初的端午娱乐属性偏弱，且周期较短（3 天）；5 月初的五一假期周期达到 5 天，但受到疫情的持续影响，波及北上两大核心城市，因此整体水平较 19 年同期恢复略有升高，涨幅并不明显；整体零售消费表现虽不及往年标准，但各地应对措施及政府相关举措均为未来消费持续增长做好铺垫。我们保守预测 2022 年全年社消同比增速大概范围为 4.5%-5.5%。6 月“618”电商平台大促如约而至，在平台扶持举措与自身经营压力双重影响下，市场消费信心虽有恢复，但整体表现依旧承压，疫情在供应链（制造、运输等）以及需求环节均带来了不确定性；同时电商综合平台头部聚焦效应减弱，不少商家布局抖音等新兴平台以寻找新的增量。

从市场层面来看，结合 2021 年全年以及 2022Q1 的业绩表现来看，消费品零售行业较 2020 年有所提升，正逐渐脱离疫情影响，处于复苏恢复状态，但归母净利润、扣非归母净利润表现相对承压，公司盈利能力还有待进一步增强。2021 年零售行业合计实现总营业收入 1.07 万亿元，同比增速 0.61%，与 2019 年相比，恢复至疫情前 88.46% 的水平，2022 年一季度零售行业合计实现总营业收入 0.27 万亿元，同比减速 9.03%，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，同时受新零售业态的挤压较大，外部竞争激烈。2021 年行业合计实现归母扣非净利润为 -134.52 亿元，同比下跌 157.34%，跌幅较大，与 2019 年的 299.25 亿元相比，远未恢复至疫情前的水平；2022 年一季度零售行业的扣非净利润为 94.66 亿元，同比下跌 12.15%，与 2019 年同期的 94.64 亿元相比，基本恢复至疫情前水平。

- **投资建议：**维持全渠道配置不变，推荐-零售渠道类天虹百货（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）；以及消费品类的上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、贝泰妮（300957.SZ）、可靠股份（301009.SZ）、豪悦护理（605009.SH）、稳健医疗（300888.SZ）、百亚股份（003006.SZ）。

- **风险提示：**疫情防控程度不及预期的风险；消费者信心不足的风险。

零售行业

推荐 维持评级

分析师

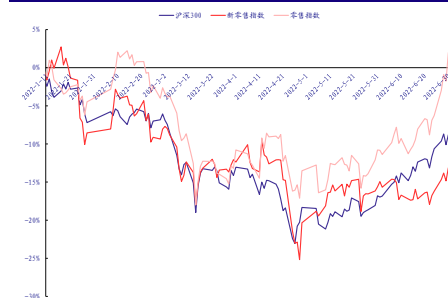
甄唯萱

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据

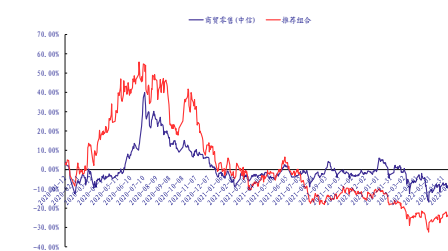
2022.6.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2022.6.30



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】动态报告-积极应对疫情影响，维持推荐经营稳定的优质标的与民生保供企业-20220511

【银河消费品零售】动态报告-关注疫情反复下的一季度运营情况，维持推荐经营稳定的优质标的-20220401

【银河消费品零售】动态报告-关注近期财报数据以及“两会”中的消费热点话题，维持推荐经营稳定的优质标的-20220301

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	4
（一）消费是个与经济同周期的行业	4
（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.....	5
1. Q2 前两个月多地的疫情反复对整体消费形成拖累，但 5 月环比规模改善展现疫情影响逐步减弱趋势	5
2. 东部沿海地区仍为消费主力，中西部地区表现值得期待	7
3. 规模以上零售商抗风险能力更强，维持经营优势明显	7
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	8
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.....	9
（一）线下门店渗透率较低，行业集中度提升尚处初级阶段	9
（二）线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定	11
（三）行业财务分析：2021 年及 2022Q1 行业规模稳步复苏，业绩表现仍未恢复疫情前水平，收入现金比例大幅提升后小幅回落，ROE 承压.....	12
（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.....	15
三、零售行业当前存在的问题及建议	16
四、零售行业在资本市场中的表现	18
（一）零售行业公司跑赢整体市场与新零售企业，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	18
（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	18
五、投资建议.....	21
（一）七月配置建议	21
（二）核心关注组合表现回顾	23
六、风险提示.....	25

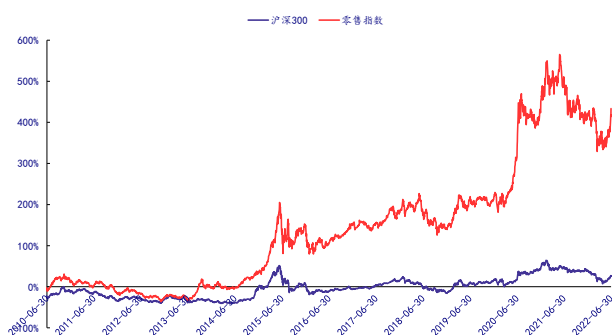
行业导语

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，社会经济发展和的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。

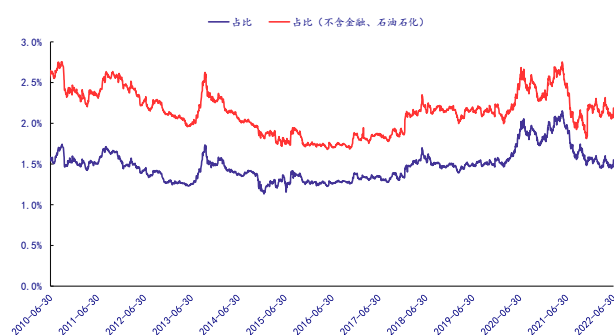
我们参照当前的中信行业分类，覆盖现有的一般零售、专营连锁、电商及服务、专业市场经营分类下的上市公司（仅包含 A 股），构建零售指数。目前 A 股共有零售行业上市公司 101 家，最新市值（2022.6.30）全市场市值比重为 1.55%，扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 2.19%。美股中零售贸易分类（不含餐饮）共有上市公司 149 家，其中亚马逊占比零售行业市值的 52.00% 左右，市值达到 1.11 万亿美元，对应 2021 年总营收 4698.22 亿美元；中国零售板块的市值龙头为永辉超市，其市值占比零售板块比例为 4.47%，对应市值为 388.41 亿元人民币，2021 年营收 910.62 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



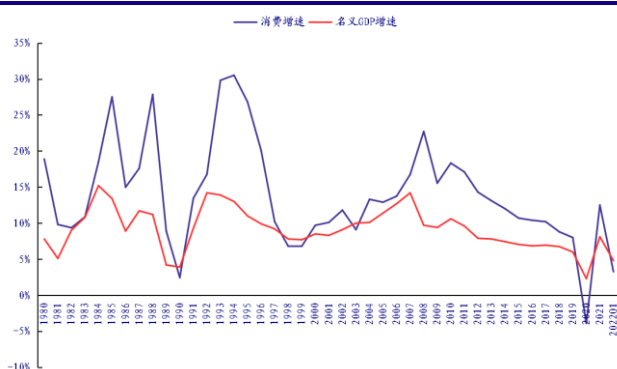
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

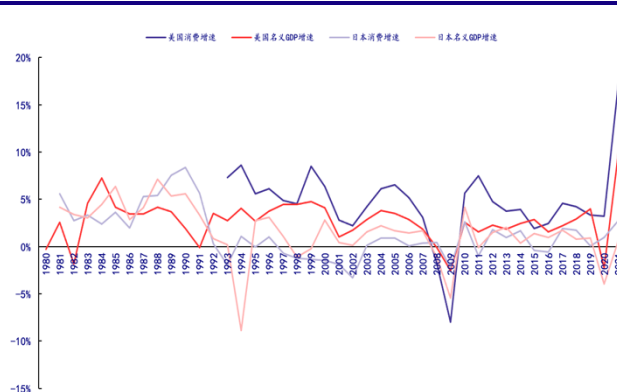
对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出，即使在疫情的影响之下，两者出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

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

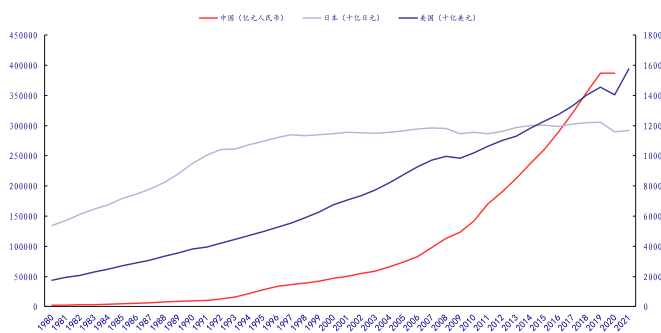


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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：

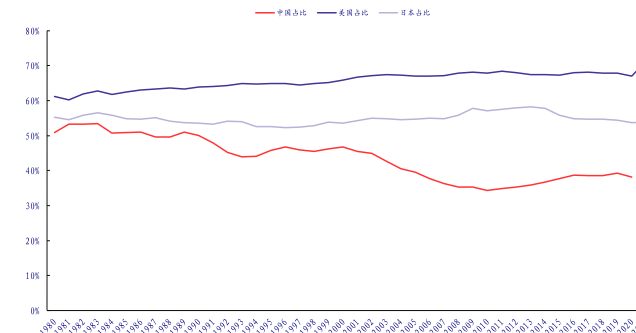
1. 居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。受疫情影响，我国居民消费支出规模增幅放缓，美日略有下滑，后疫情下，2021 年消费支出同比显著上升，并在总体 GDP 的占比依旧保持稳定，进一步验证了二者的同周期属性。

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. Q2 前两个月多地的疫情反复对整体消费形成拖累，但 5 月环比规模改善展现疫情影响逐步减弱趋势

从社会消费品零售的品类成分来看，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品、饮料类为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，短期受疫情冲击影响更大，但长期恢复值得期待，经营弹性更高。现阶段，接触性聚集性行业（餐饮、线下可选等）或受疫情影响较大，但消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

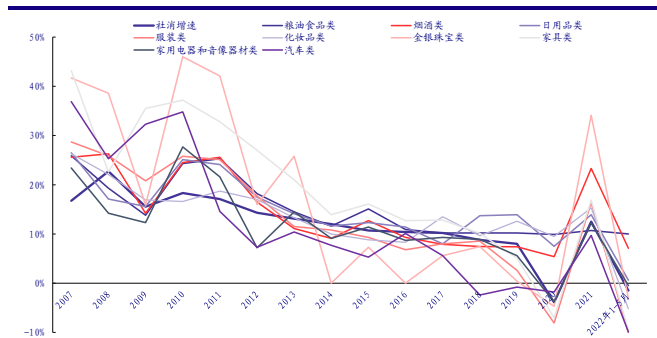
从贡献占比情况来看，2022 年 5 月，汽车零售额在限额以上中的占比为 25.68%，影响程度较上年同期下滑近 3 个百分点，但依旧是商品零售中份额占比最大的品类；粮油食品、日用品、烟酒类和化妆品类商品的占比基本呈现上升趋势，服装、家具类和家用电器类商品占比基本呈现下降趋势。

综合来看，2020 年初的新冠肺炎疫情致使 2021 年全年增速呈现出前高后低的趋势，两年均速逐步向前期区间靠拢；2022 年开年前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但如我们前期判断一致，3-5 月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累。其中，1-5 月份累计零售额较上年同期规模下滑约 2629.5 亿元，连续两个月处于负增长的收窄区间，且下滑的绝对值幅度较上月出现进一步扩大，整体表现承压；5 月单月较上年同期规模减少约 2398 亿元，连续三个月出现负增长，但单月跌幅已出现触底回调迹象，对比 2020 年同期情况来看，2020 年 3-5 月时单月社消总额同比下滑分别约 5276/2408/983 亿元，考虑到当时全国范围内逐步复工复产，现阶段的社消总额影响程度基本符合预期。此外，5 月单月由于包含“五一小长假”，消费通常相对 4 月会出现环比改善，本月较上月社消规模提升近 4064 亿元；在疫情发生前（2010-2019 年的十年范围内）5 月单月的环比规模提升中枢水平约为 1600 亿元，具体增幅在 1000-2400 亿元范围内波动，由此可以看出 5 月既体现了传统的环比改善趋势，也包含了疫情影响逐步减弱的积极因素。此外，从节假日的角度来看，二季度内各月均有对应的节假日；4 月初的清明、6 月初的端午娱乐属性偏弱，且周期较短（3 天）；5 月初的五一假期周期达到 5 天，但受到疫情的持续影响，波及北上两大核心城市，因此整体水平较 19 年同期恢复略有升高，涨幅并不明显，当前整体零售消费表现虽不及往年标准，但各地应对措施及政府相关举措均为未来消费持续增长做好铺垫。我们维持认为全年的节假日零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，下半年重点关注“十一黄金周”与中秋的表现。当前消费市场环境 and 政策环境较为积极乐观，随着我国疫情管控效果和疫苗普及的进一步推进，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，2022 年社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。为了合理引导消费市场预期，结合商务部《“十四五”商务发展规划》中的 2025

年国内消费市场发展规划，我们保守预测 2022 年全年社消同比增速大概范围为 4.5%-5.5%。

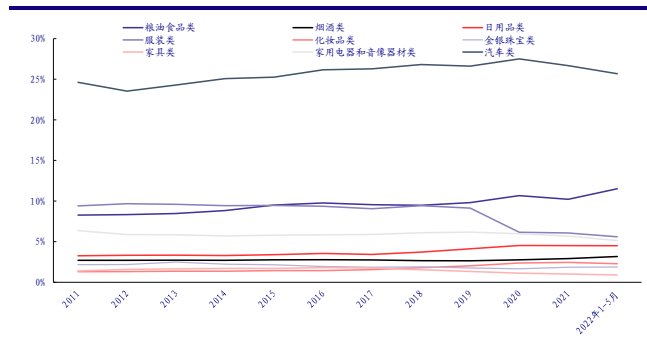
分结构来看，随着疫情影响的消退，居民消费力度持续反弹，2022 年开年的恢复水平已经达到历史中枢水平。从增速的角度来看，基本生活类粮油食品、饮料、保持稳健正增长（本期仅有 5 个品类正增长，其中以粮油食品的 12.3%表现最为突出），烟酒类本月回升至正增长区间。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒类均相较 2019 年、2020 年、2021 年三年历史同期均出现了规模的增长，日用品类受疫情影响、上年年底与春节等节假日预购囤货、“618”大促购买推后等因素的影响，同比 2021 年出现规模的微缩，但较前两年依旧有明显抬升。其中粮油食品持续受到 CPI 抬升的利好推动，5 月 CPI 增速稳定在 2.1%，系 2020 年 9 月以来近 20 个月内的次高值（仅次于 2021 年 11 月的 2.3%，与上月持平），其中食品价格上涨 2.3%，涨幅比上月扩大 0.4 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.42 个百分点；食品中，受国际粮价高位运行影响，粮食价格上涨 3.2%，涨幅环比上月扩大；随着生猪产能逐步调整、中央冻猪肉储备收储工作有序开展，猪肉价格下降 21.1%，降幅比上月收窄 12.2 个百分点。结合疫情的影响，我们认为短期内必选品类的增速表现会更为强韧。服装鞋帽 2021 年年末时单月零售额原已连续 5 个月（8-12 月份）不及 2020 年同期水平，部分月份甚至低于 2019 年同期水平，出现规模萎缩，今年开年迎来增速回正，春节购置新衣、春装陆续上市等因素或形成有效提振；但随着线下到店等疫情管控措施再度趋严，春季换季等需求利好因素难以体现，3 月开始销售规模再次出现明显萎缩，其单月表现达到 15 年至今的最低水平（仅考虑 3 月单月）。同时，结合线上销售数据来看，“穿类”网上零售同样承压，现已连续两月处于负增长区间。与之单月表现相似，本月化妆品、金银珠宝类等品类同样受到可选渠道消费场景的限制，出现负增长。此外，与房地产周期相关的家用电器和家具等，本期内的增速表现趋同。其中家具类受房地产影响更大，但二季度内家装旺季出现，且零售终端促销活动频现，本月跌幅出现环比收窄；对于家电品类而言，“618”线上大促或存在预期的销售后移现象，故本月销售出现萎缩的进一步扩张；结合房屋施工面积、竣工面积、销售面积的累计同比增速来看，与家具类零售额增速表现出相似的趋势。二者同样受到线下经营受阻的影响。就当前统计局对于房地产行业的研判来看，“尽快当前房地产销售还在下降，随着多地适度放开限购限售、降低公积金使用门槛等，部分地区房地产销售降幅在收窄；随着房地产长效机制的完善，积极满足房地产住房需求，全国房地产销售下行态势会得到缓解”。由此，我们认为相关产业长期表现值得期待。总体而言，20 年疫情对于零售行业的冲击严重，整体零售市场表现分化；对应 21 年开始的恢复表现同样出现分化；22 年前两个月各品类有回归至正常增长区间的趋势，但 3 月开始的疫情反复再次带来一定程度的负面影响，且对于整体以及结构内各品类的影响与疫情伊始类似。从品类的角度来看，必需消费品抗周期性的优势显现，其中以粮油食品、饮料类为代表的基本生活消费，增速表现相对平稳，韧性极强；升级类消费包括线下渠道内的非耐用品消费（化妆品），以及商务宴请、婚庆相关等线下消费场景中的品类（餐饮、烟酒、黄金珠宝等）存在可选属性，短期受疫情冲击影响更大，但长期恢复值得期待，经营弹性更高。现阶段，接触性聚集性行业（餐饮、线下可选等）或受疫情影响较大，但消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

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）



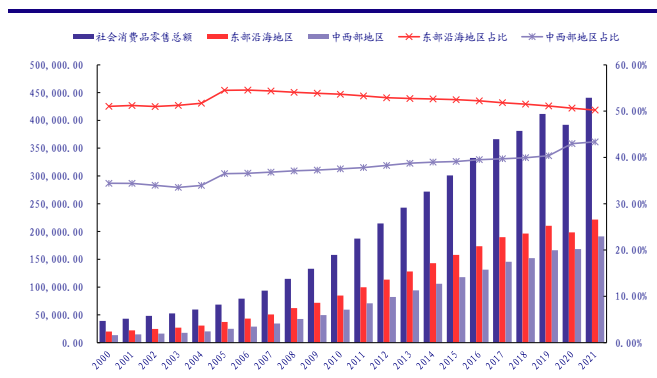
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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。

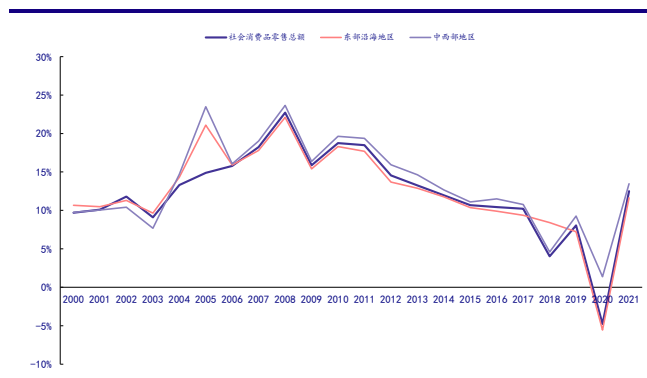
中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，2021 年的占比已提升至近 43%，与东部地区的差距进一步缩小；其中中部地区占比约为 24%，西部地区占比剩余的 19%。中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中重庆市的表现较为优异，相较于 2020 年同比增速高达 18.50%，贡献中西部地区约 16% 左右的零售额。对比来看，疫情常态化对于中西部地区的消费利好明显更大，其主要原因为中西部地区受医疗资源落后的限制，疫情管控政策较为严格，由此产生的消费增长弹性较大。其同比增速经测算约为 13.46%，同期东部地区增速稍低（11.63%），总体均实现社消规模的扩张。

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

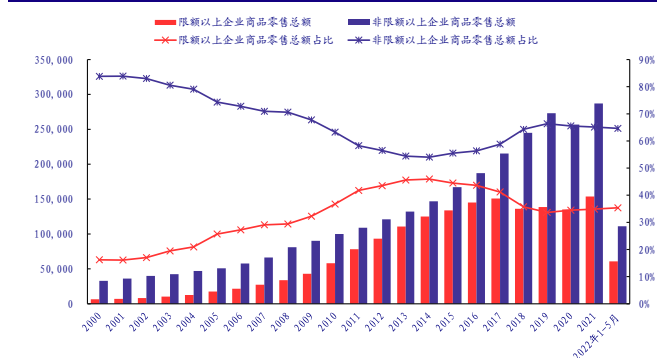
3. 规模以上零售商抗风险能力更强，维持经营优势明显

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，2022 年 5 月回升至 35.36%，剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。

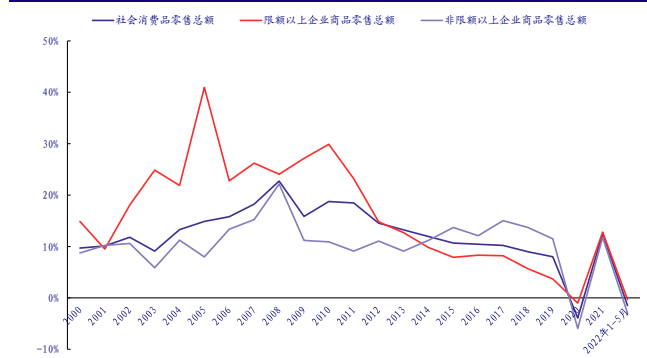
增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。受疫情影响，自 2020 年 5 月开始，规模以上企业的累计社消增速表现已开始逆势跑赢整体水平；截止 2022 年 5 月持续出现差异型走势，限额以上单位消费品零售额累计小幅下降 0.3%，表现较社零整体走势更为优异，这体现规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。

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）

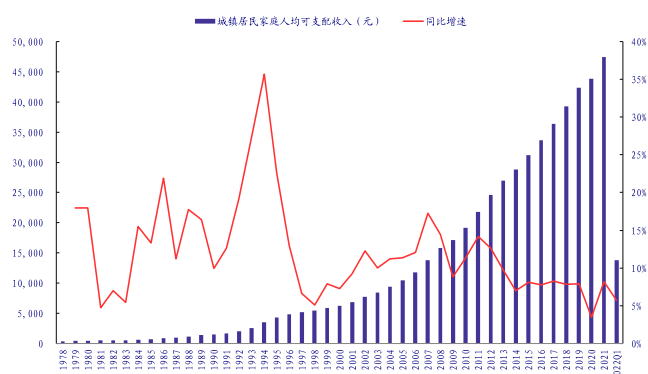


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

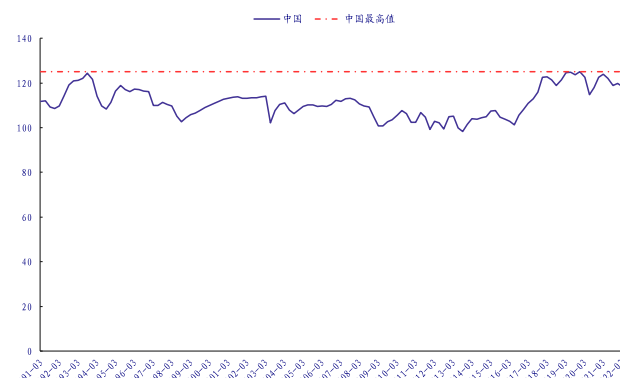
在物价水平平稳的环境之下，人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升；疫情的影响下，2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势，随着疫情的影响消退，国内管控逐步步入常态化，消费者信心提升恢复，截至 2022 年 3 月的表现，消费者信心指数自历史的最高值水平（125.20）附近波动。由此可见，随着疫苗接种在国内的逐步普及，后疫情时代监管步入常态化，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，短期内波动的疫情并没有对整体消费者信心指数的走势形成剧烈影响，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

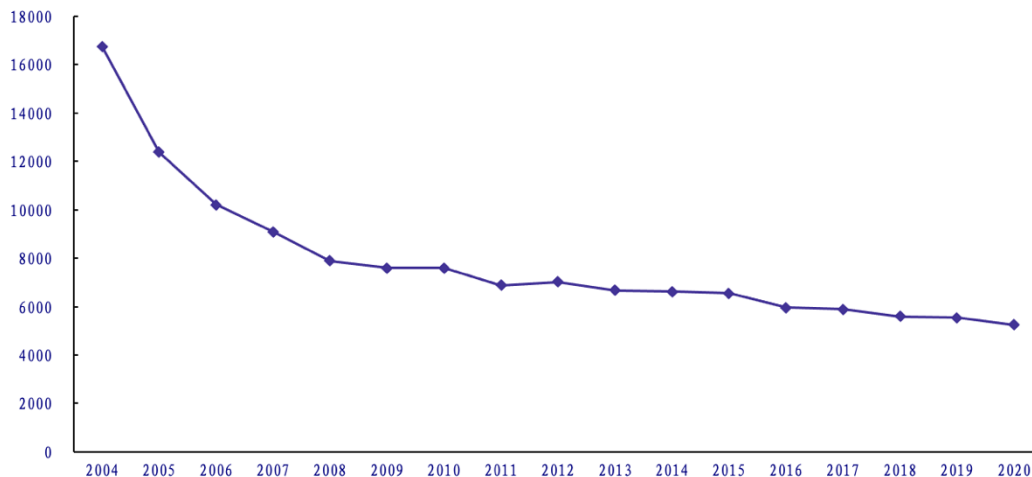
	美国兴起时间	中国兴起时间	中美兴起差距年限
连锁经营	1859	1984	125
超级市场	1930	1983	53
购物中心	1974	2000	26
无店铺销售（含电商）	1995	1999	4

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 2020 年，渗透率为 5243 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。

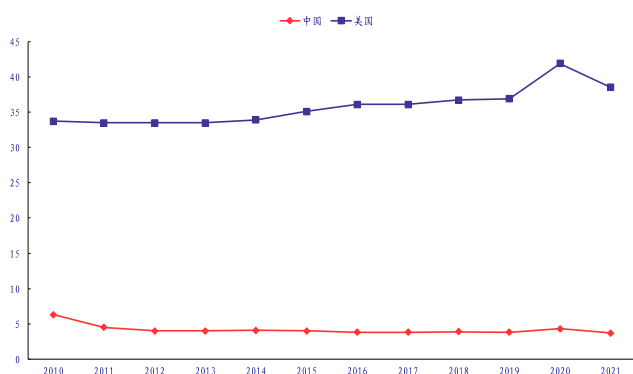
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

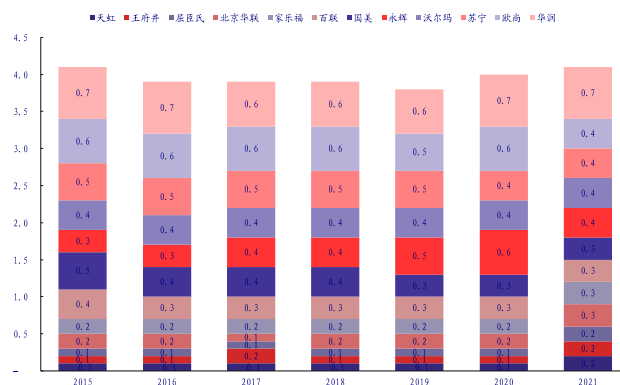
从行业集中度方面来看,目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距,美国的 CR10 自 2015 年开始出现明显的提升,维持超过 35%,其中超市龙头沃尔玛优势明显,自 2010 年开始市占率稳定超过 13%,远超第二名克罗格(市占率约为 4%);相比之下,中国的 CR10 持续在 5%左右波动,龙头公司的表现差异不大,华润、欧尚(高鑫)、苏宁、沃尔玛的市占率都仅为 0.5%-0.7%。

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

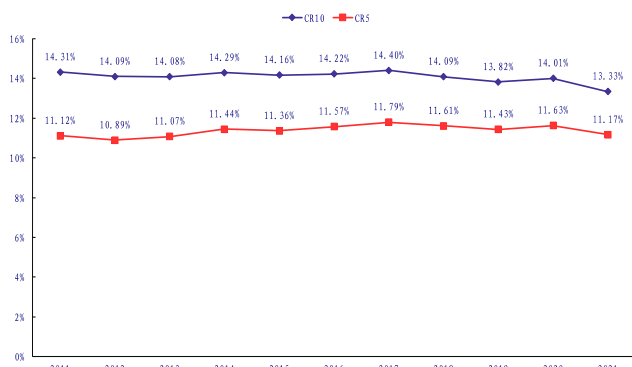
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

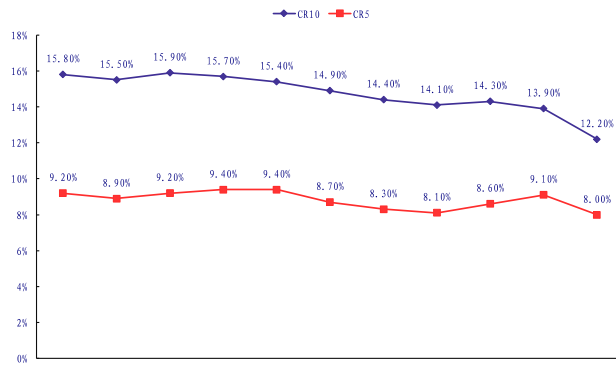
从不同的子行业角度来看,超市行业的集中度稳中有升,2021 年 CR5 和 CR10 分别为 11.17% 和 13.33%,头部公司的优势逐步显现但该项优势不够明显,超市行业占比市场份额最大的欧润仅为 3.15%;百货行业的集中度 CR10 与超市行业相似, CR5 相对偏低,2021 年分别为 12.2% 和 8.0%,市占率最高的北京华联占比为 2.1%。综合来看,在疫情的影响下,百货行业的集中度提升更为明显,头部企业面对黑天鹅事件冲击的抗压能力更强,在行业承压的大环境之下更容易享受资源聚拢、弱小落后企业出清带来的集中度红利。

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

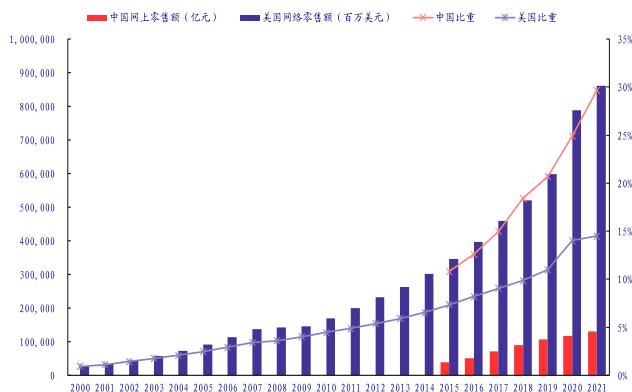


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(二) 线上行业发展高度集中，寡头垄断格局基本稳定

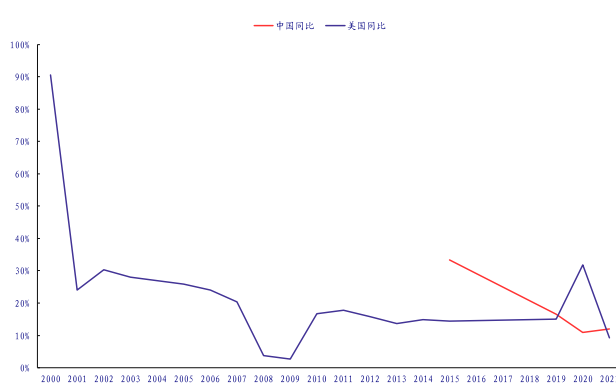
从零售总额的结构分析，中美市场线上渠道占比都在提升。2008 年美国网络零售总额占零售总额比例就达到 3.6%，相应的中国这一比例为 0.98%。到 2021 年美国的网络零售缓慢提升至 14.5% 的水平，中国这一数字将近 30%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者，中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看，排除行业发展前期高增速的大规模增长，中国网络零售的同比增速维持在 20% 以上，2020 年降至 10.9%，2021 年小幅上涨至 12.0%，仍未回到疫情前线上渠道发展水平；而截止 2021 年末，美国当年同比增长仅 9.2%，中国线上渠道增速拉平与美国差距。

图 20: 中国和美国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

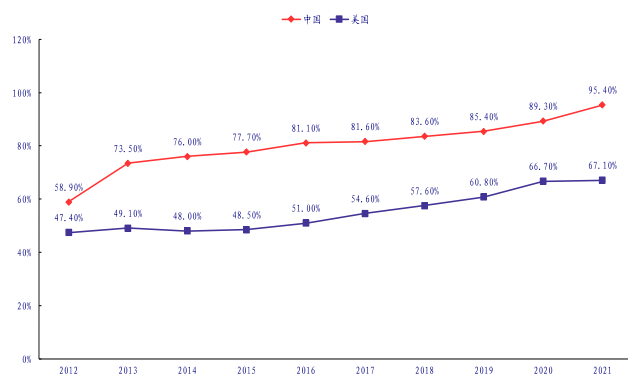


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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；2021 年美国电子商务销售额 Amazon 占 40.7% 的市场份额，与占比 6.50% 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格局基本稳定。

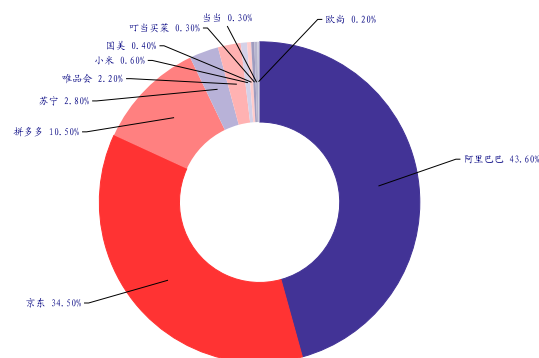
断的基本格局无可撼动，2021 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 75% 的市场份额，拼多多、苏宁等第二梯队占比为 15% 左右。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

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 23：2021 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

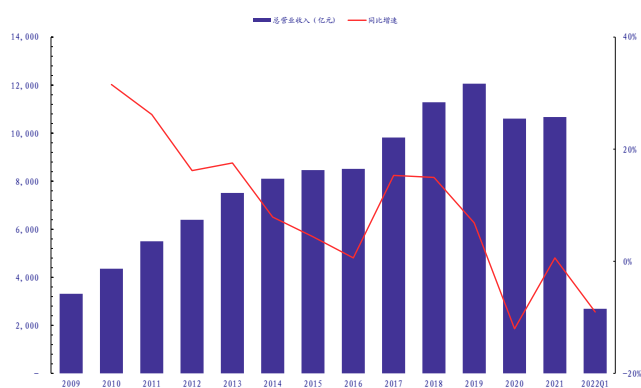
(三) 行业财务分析：2021 年及 2022Q1 行业规模稳步复苏，业绩表现仍未恢复疫情前水平，收入现金比例大幅提升后小幅回落，ROE 承压

1. 利润表：2021 年营业收入小幅回升，归母净利大幅下跌，整体与社消增速走势趋同，仍未恢复至 19 年同期水平

2021 年零售行业合计实现总营业收入 1.07 万亿元，同比增速 0.61%，2022 年一季度零售行业合计实现总营业收入 0.27 万亿元，同比减速 9.03%，行业总体增速自 2011 年开始呈现出逐步下滑的趋势，2016 年短期提振后延续降速扩张趋势，2021 年在 2020 年行业规模增速出现低基数的负值之后，增速回升，但绝对值规模仍未恢复至 2019 年的 12058.49 亿元，2022 年一季度行业总体增速再次出现负值。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，同时受新零售业态的挤压较大，外部竞争激烈。2021 年行业合计实现归母扣非净利为-134.52 亿元，同比下跌 157.34%，跌幅较大，与 2019 年的 299.25 亿元相比，远未恢复至疫情前的水平；2022 年一季度零售行业的扣非净利为 94.66 亿元，同比下跌 12.15%。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 2021 年及 2022 年一季度受疫情影响对应出现异常的偏离。2021 年分季度来看，一季度较上年同期出现了较大幅度改善；二季度内消费旺季（“五一小长假”、端午假期以及线上“618”活动等）积极影响，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。三季度处于两轮电商大促之间，促销活动较少，消费者消费欲望减弱，表现相对偏弱。四季度，双十一消费狂欢节来势汹汹，极大地释放了消费需求。据不完全统计，天猫双十一开售首小时，超 2600 个品牌的成交额超过去年全天。其中，国货品牌的表现尤为抢眼，薇诺娜等国货品牌，在 1 小时内就超过了去年全天的销售额，其他许多品牌也凭借打造爆品、直播组合、跨界营销等收获亮眼销售表

现。22 年一季度前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但 3 月多地的疫情反复对整体消费形成拖累。分板块来看，超市板块表现突出，购百今年开年迎来增速回正，但随着线下一到店等疫情管控措施再度趋严，3 月销售规模再次出现明显萎缩，其单月表现达到 15 年以来的最低水平（仅考虑 3 月单月）。与之单月表现相似，本月专营连锁、化妆品、金银珠宝类等品类同样受到可选渠道消费场景的限制。

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（%）



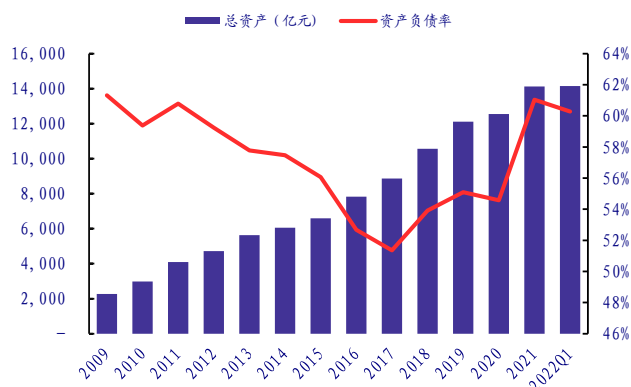
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 2022 年一季度零售行业公司总资产合计为 1.41 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 55% 左右，距离 2009 年的最大值水平 61.32% 依旧下滑了近 6 个百分点，（2021 年行业资产负债率大幅提升至 61.04%，是 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，2022 年一季度行业资产负债率为 60.27%，略有下降），长期来看行业整体资产结构得到优化，流动性有所提升。

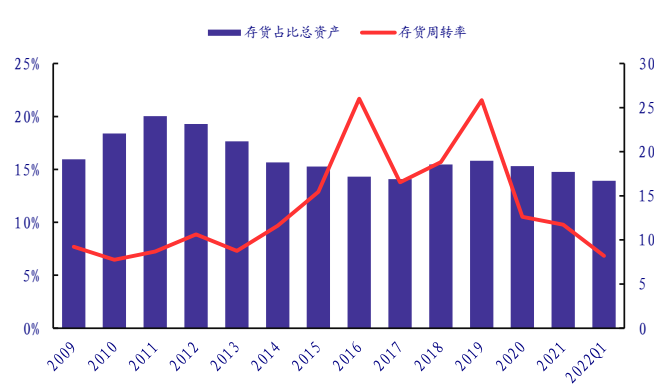
对于零售企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，存货占比总资产的规模自 2011 年达到 20.02% 的峰值水平之后便开始逐年下滑，2016 年开始步入相对稳定的区间，2021 年为 11.74%，2022 年一季度仅为 8.20%；从存货周转率的角度来看，2016 年受华联股份、百大股份等个股周转率出现异常值的影响达到 26.02，随后回归正常区间；2020 年零售行业的年化周转率为 12.62，受疫情影响出现急剧下降，其根本原因在于存货水平保持相对稳定的前提下，公司的营业收入和对应的营业成本均出现一定程度的下滑，后疫情时代零售行业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)

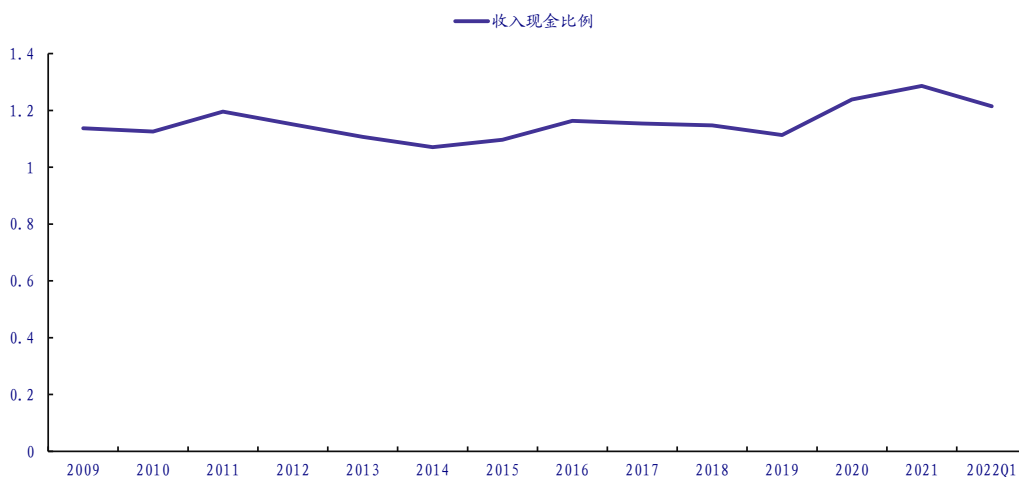


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 现金流量表: 经营回款效率提高, 收入现金比例大幅上升后小幅回落

零售行业的收入现金比例持续在 1.14 左右波动, 2016 年后持续小幅下降, 自 2019 年重新回升, 2021 年达到近十年最高点, 为 1.29, 疫情影响下收入现金比例逆势而升, 或与企业信用政策收紧、经营管理能力持续提升等有关, 整体现金流还是表现得较为健康; 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。2022 年一季度收入现金比例略有下降, 为 1.21。

图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况



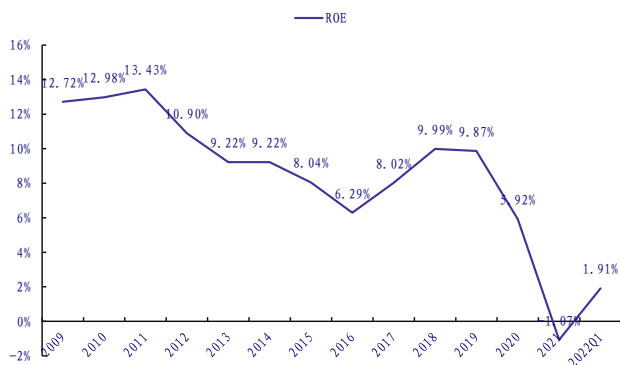
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 杜邦分析: 销售净利率大幅上升, 总资产周转率持续下跌, ROE 恢复较为缓慢

零售行业的 ROE 在波动中呈现下滑趋势, 2016 年后短暂回升, 2020 年、2021 年受疫情影响急剧下降, 2022 年一季度略有回升。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 2022Q1, ROE 波动下降至 1.91%, 其中权益乘数为 2.52 倍, 总资产周转率为 0.19, 2021 年苏宁易购对

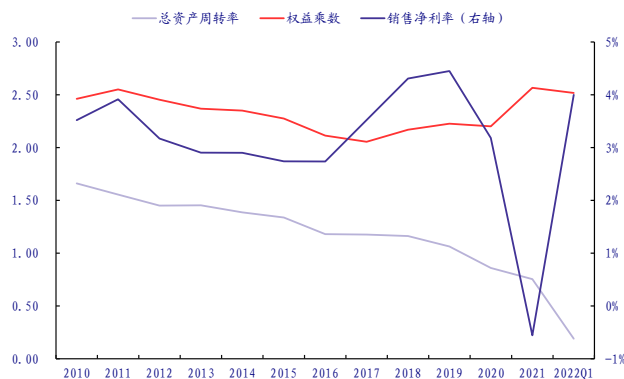
行业销售净利率影响较大、滑落至-0.55%，扣除苏宁易购特殊事件影响，行业销售净利润水平较2020年增长0.32pct，达2.74%。2022Q1销售净利率水平延续增长趋势，达4.00%。

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

2020 年国务院办公厅印发《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》，强调新冠肺炎疫情发生以来，传统接触式线下消费受到影响，以网络购物、移动支付、线上线下融合等新业态新模式为特征的新型消费迅速发展。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。

2020 年 9 月，国务院常务会议确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施。会议指出，基于网络数字技术的新业态新模式，支撑了新型消费逆势快速发展，且潜力巨大。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	
1. 线下行业集中度低，平行整合能力有待进一步激发 关键词：行业集中度如何提升？ 龙头未来如何扩大市场份额？	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。
2. 行业准入门槛较低，小而美的公司天花板易见度极高 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？	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。
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 关键词：如何提升零售商的议价能力？	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。

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品牌构建

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员工薪酬等支出，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店租、水电、交通运输仓储等高额成本的问题，其中门店店租带来的影响极大。零售门店的扩张不容忽视，多数企业都希

望在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。

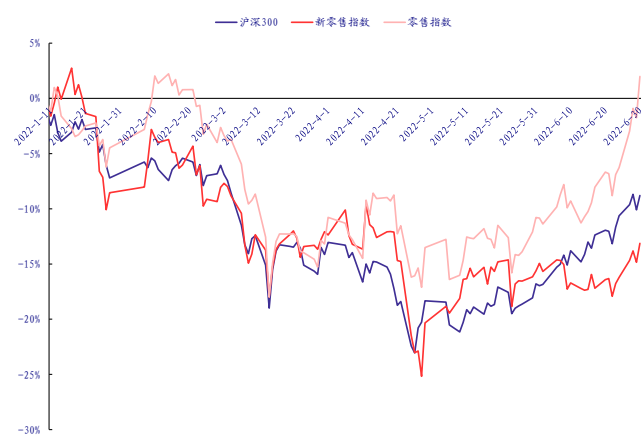
资料来源：中国银河证券研究院整理

四、零售行业在资本市场中的表现

（一）零售行业公司跑赢整体市场与新零售企业，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

2022 年年初至六月底我们定义的零售指数上涨 1.98%，跑赢沪深 300（-8.80%）和新零售指数（-13.13%）。零售行业总体表现与 PE 变化趋势较为契合，本月 PS 和 PB 整体保持稳定，但 PE 持续下行，低于历史均值水平。当前行业的 PE/PS/PB 分别处于 2010 年年初至今的 49.70%/87.40%/88.30% 百分位点，其中 PE 仍处于低估值区间，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（如两面针、北京城乡、华联股份、延江股份等）。

图 31：零售指数 2022 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



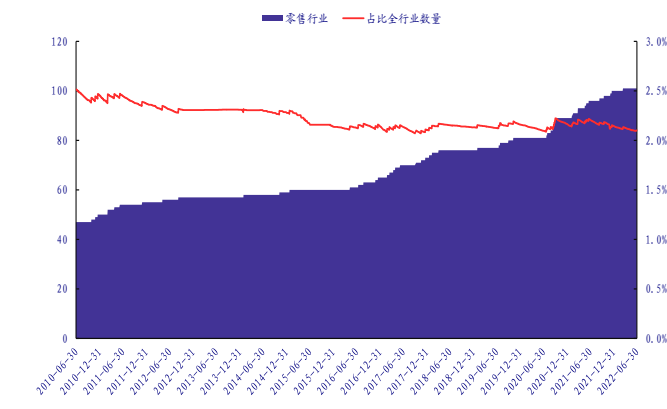
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（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 2022 年 06 月 30 日，零售行业上市公司为 101 家，占比全市场比例为 2.10%；零售行业与全行业市值的比值为 1.55%，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高的历史百分位水平（略高于均值，属于 2010 年年初至今的较高值区间），

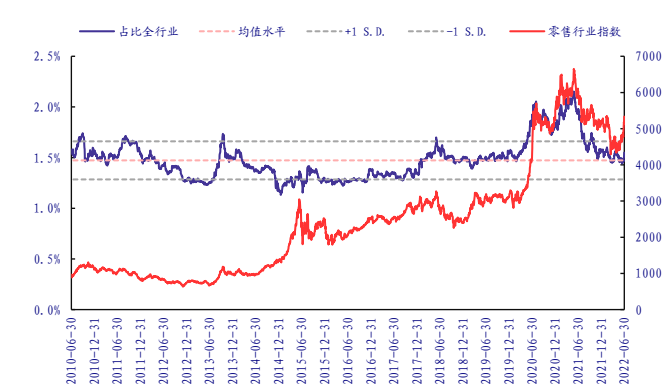
行业内公司合计市值占比全市场的比重自今年 4 月以来从高位不断收缩，板块规模持续下降，但始终高于历史平均水平。

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



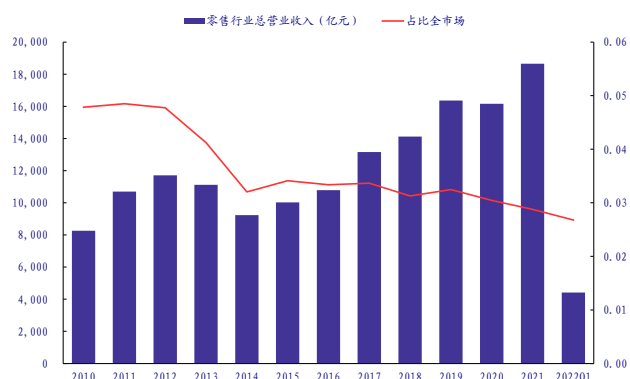
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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%；2021 年，零售行业实现总营收 1.87 万亿元，营收占比全市场比例为 2.88%。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，2018 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 2021 年下降至 -0.38%，远低于疫情前的均值水平区间。2022 年一季度，1-2 月消费市场总体实现良好开局，归母净利合计占全市场比例由负转正，但受 3-5 月多地疫情反弹影响，营业收入占比持续下降。综合来看，2022 年至今反复的疫情对以线下零售渠道为核心的商贸零售类上市企业造成较大的负面影响，行业在全市场中的相对份额占比在逐步下降。

目前（2022.06.30）零售行业占全行业成交金额的比值为 1.78%，换手率与全行业的比值为 1.59 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 -1.93%，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 -0.23%；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。

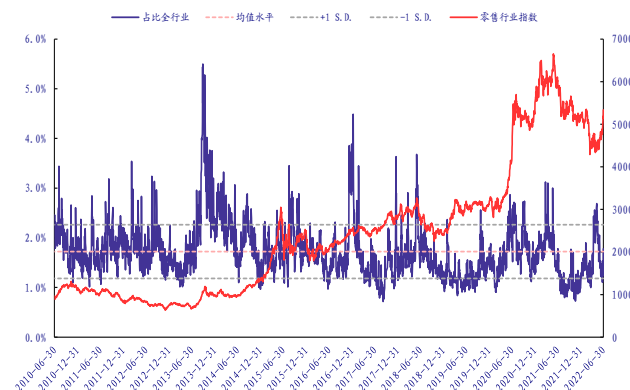
Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，均值为 0.92；板块前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势，目前（2022.06.30）零售行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.53。

图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况



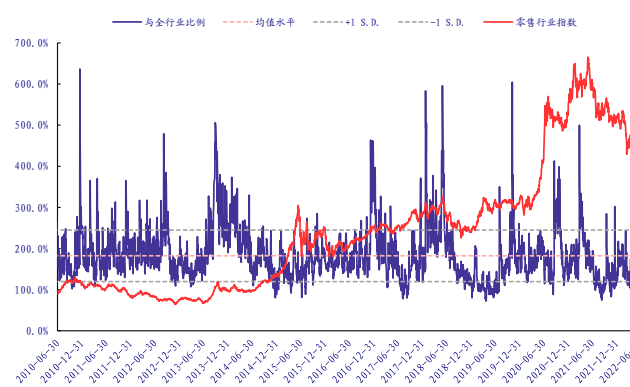
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况



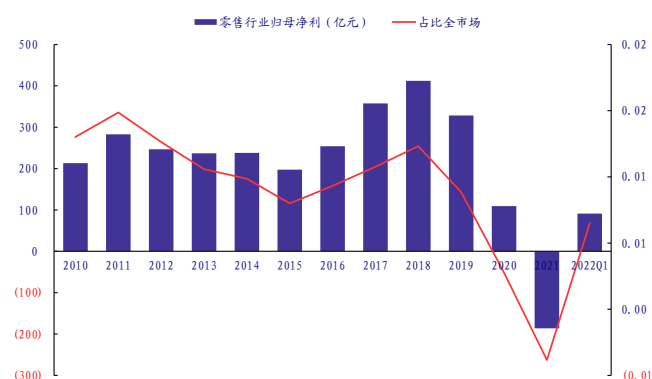
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 零售行业风险溢价走势情况



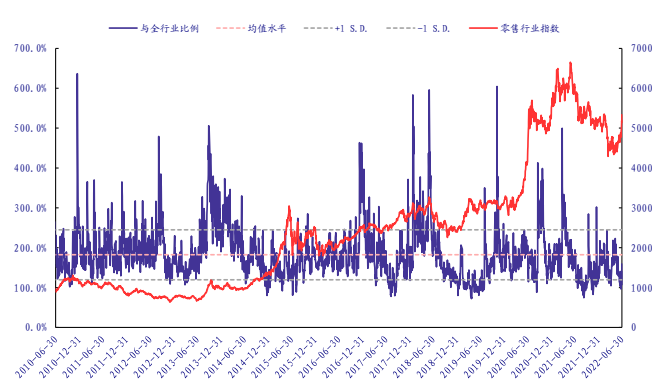
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况



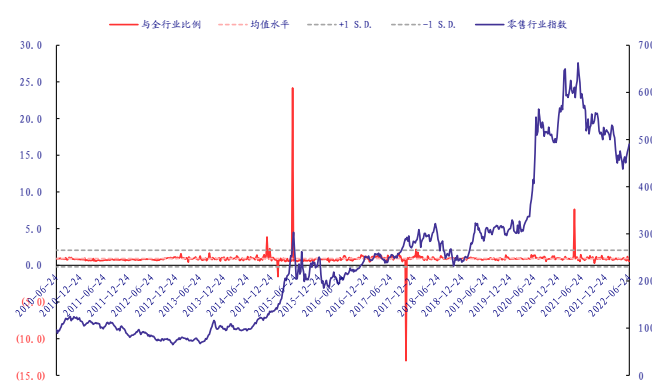
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 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 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) 七月配置建议

从政策层面来看，6月7日，财政部、税务总局发布公告，**扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围，全额退还增值税留抵税额政策行业范围扩大。**财政部、税务总局发布公告，扩大全额退还增值税留抵税额政策行业范围，纳入“批发和零售业”、“农、林、牧、渔业”、“住宿和餐饮业”、“居民服务、修理和其他服务业”、“教育”、“卫生和社会工作”和“文化、体育和娱乐业”企业（含个体工商户），自2022年7月1日起执行。进一步加大增值税留抵退税政策实施力度，为市场主体减负，促进经济复苏和增长。6月14日北京市经济和信息化局、北京市商务局发布《北京市数字消费能级提升工作方案》，提出北京市力争2022年实现信息内容消费收入超过3500亿元，直播电商成交额达到1万亿元；到2025年，北京市实现信息内容消费收入超5000亿元，直播电商成交额超过2万亿元，选取2至3个区打造高质量直播电商基地。6月15日，国务院常务会议部署支持民间投资和推进一揽子措施，旨在更好扩大有效投资、带动消费和就业。会议决定，允许中小微企业缓缴3个月职工医保单位缴费，规模约1500亿元，加力支持纾困和稳岗。会议还决定，以交通物流、水电气暖、金融、地方财经、行业协会商会和中介机构等为重点，开展涉企违规收费专项整治，同时部署缓缴行政事业性收费。会议指出，要抓住时间窗口，注重区间调控，既果断加大力度、稳经济政策应出尽出，又不超发货币、不透支未来，着力保市场主体保就业稳物价，稳住宏观经济大盘。6月17、24日，杭州分别发放第1-2期数字消费券，总额共计2.85亿元。此次促消费活动吸引众多市民参与，两期数字消费券有效刺激杭州市消费需求释放。据市商务局统计，第一期200万个券包（1000万张数字消费券）在25分钟内被申领完毕，开放申领后1分钟内已有33张数字消费券被使用，一小时核销24.19万张数字消费券，核销金额271.69万元，直接拉动消费2536万元。截止6月25日20时，第二期数字消费券已在24小时内核销371.11万张，核销金额3886.12万元，核销率为21%，消费券关联的订单金额达4.94亿元。6月29日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，**确定政策性、开发性金融工具支持重大项目建设的举措，扩大有效投资、促进就业和消费。**会议决定，运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。财政和货币政策联动，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限2年。引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量。

从行业层面来看，21年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，远低于新冠疫情前8%的水平；22年开年前两个月增速水平与疫情前（2019年）水平相当，但如我们前期判断一致，3-5月多地的疫情反复对整体消费形成拖累。4月初的清明、6月初的端午娱乐属性偏弱，且周期较短（3天）；5月初的五一假期周期达到5天，但受到疫情的持续影响，波及北上两大核心城市，因此整体水平较19年同期恢复略有升高，涨幅并不明显，当前整体零售销售表现虽不及往年标准，但各地应对措施及政府相关举措均为未来消费持续增长做好铺垫。我们认为当前消费市场环境和政策环境积极乐观，下半年重点关注“十一黄金周”与中秋表现，随着新冠疫情带来的负面影响或将逐步降低，消费机会可能增加，消费情绪或将进一步上扬，因此我们预期2022年全年的节假日零售市场增速将呈现企稳向好的迹象。当前消费市场环境和政策环境较为积极乐观，随着我国疫情管控效果和疫苗普及的进一步推进，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,2022 年社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。为了合理引导消费市场预期,结合商务部《“十四五”商务发展规划》中的国内消费市场发展规划,我们保守预测 2022 年全年社消同比增速大概范围为 4.5%-5.5%。

需要注意的是,年初至今各地依旧存在疫情反复的情形,尤其是 3 月后至今国内本土新增确诊病例数量较前期出现明显增长,据卫健委统计,近期(年初至 2022.06.30)共有确诊超 12 万例,其中上海市、北京市、辽宁省等地较为严重。考虑到部分城市遵循疫情防控指示,逐步升级对于可能出现聚集的线下门店经营的管控,部分地区出现大面积居家办公、封闭式管理等情形(例如深圳市 3 月 14 日-21 日进行防范封闭,上海市 3 月 28 日开始逐步实施封控至 5 月底逐步解封,北京市 4 月 22 日开始对于多区域封控管理至 5 月底逐步解封等),短期内或将对当地的零售、餐饮等业态造成冲击,其中超市、线上平台等作为购买居民生活必需品的渠道,其对于民生稳定的重要程度不容忽视。针对近期疫情多点散发情况,商务部积极采取措施,加大跨区域货源组织力度,推动跨区域物流畅通,督促指导疫情防控重点地区加强末端配送,全力以赴保障居民生活必需品总量供应。

本月“618”线上大促如期举办,从 618 交易数据来看,数据统计显示,天猫预售商品数为 5.17 万个,相比 2021 年同期的 7.91 万个下降 35%,店铺数下降 46%;抖音电商预热期商品总销量近 3.4 亿件,同比增长 183%,店铺数增长 146%;天猫、抖音官方尚未发布金额数据,而据京东发布的数据,618 平台累计下单金额达 3793 亿元,相比去年 3438 亿元增长约 10.3%,商家数增幅超 30%。从同比增幅来看,天猫热度有所降低,而抖音电商平台增速明显,成为品牌大促新渠道;京东平台保持正增幅,对比双十一数据,2021 年京东 11.11 累计下单金额超 3491 亿,618 较之增长 302 亿;横向对比可以发现,2019-2021 年期间,京东平台“618”与“双十一”的增速水平基本保持稳定在 27%-34%左右,且同年二者的增速表现趋同,今年系平台增速首次降至 10%左右;可见在平台扶持举措与自身经营压力双重影响下,618 成为商家弥补上半年业绩损失的重要机会,且市场消费信心逐步恢复,但整体表现依旧承压,疫情在供应链(制造、运输等)以及需求环节均带来了不确定性。同时,天猫虽仍为电商大促主阵地,但头部聚焦效应正在减弱,不少商家布局抖音等新兴平台以寻找新的增量。

从市场层面来看,结合 2021 年全年以及 2022Q1 的业绩表现来看,消费品零售行业较 2020 年有所提升,正逐渐脱离疫情影响,处于复苏恢复状态,但归母净利、扣非归母净利表现相对承压,公司盈利能力还有待进一步增强。我们覆盖线上电商,线下超市、购百、专业连锁等渠道商以及化妆品、个护等品牌商共计上市公司 101 家,形成零售行业。2021 年零售行业合计实现总营业收入 1.07 万亿元,同比增速 0.61%,与 2019 年相比,恢复至疫情前 88.46%的水平,2022 年一季度零售行业合计实现总营业收入 0.27 万亿元,同比减速 9.03%,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,同时受新零售业态的挤压较大,外部竞争激烈。2021 年行业合计实现归母扣非净利为-134.52 亿元,同比下跌 157.34%,跌幅较大,与 2019 年的 299.25 亿元相比,远未恢复至疫情前的水平;2022 年一季度零售行业的扣非净利为 94.66 亿元,同比下跌 12.15%,与 2019 年同期的 94.64 亿元相比,基本恢复至疫情前水平。

综合来看,长期社消整体增速会经钟摆轨迹回归至疫情前期的均值水平,因此对于增速的波动、以及各地出现的疫情反复不宜过分担忧,消费市场规模仍会持续扩张并维持出现结构性

机会。在此背景下，我们继续维持 2021 年年度策略中“数字化”和 2022 年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”两大主题，以及（Omni-channel）全渠道配置的逻辑不变，结合中央工作会议稳字当头、稳中求进的要求，重点推荐经营确定性较高、具备一定品牌影响力的制造品牌商与具备一定保价和顺价能力的渠道品牌商，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；此外，考虑到近期多地开始出现小范围的疫情反复，我们认为仍需保持对于基本民生行业投资机会的关注。具体推荐原因：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，维持全渠道配置的逻辑不变，推荐重点关注-零售渠道类天虹百货（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）；以及消费品类上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、贝泰妮（300957.SZ）、可靠股份（301009.SZ）、豪悦护理（605009.SH）、稳健医疗（300888.SZ）、百亚股份（003006.SZ）。

（二）核心关注组合表现回顾

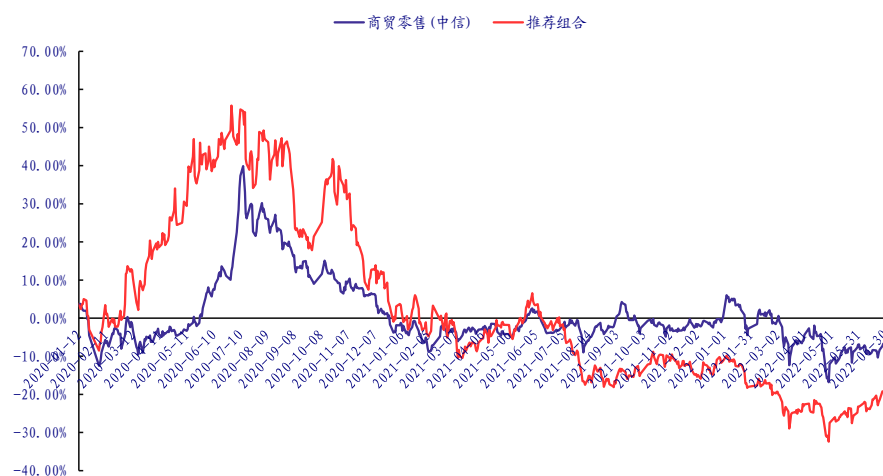
表 3：核心关注组合

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 （%）
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。	16.27%	-2.60%
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。	-3.78%	7.80%
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。	6.18%	-2.04%
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。	-14.42%	5.48%
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。	-4.88%	5.65%
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	-11.58%	20.30%

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。				
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。	-33.51%	-0.27%
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的服务深度绑定服务核心客户。	-34.19%	2.13%
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。	5.79%	23.38%
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。	11.47%	6.23%
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。	-15.91%	16.88%
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。	13.53%	14.49%
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。	-18.12%	12.12%
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。	-27.36%	9.55%
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。	-29.04%	14.47%
301009.SZ	可靠股份	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。	-31.97%	-1.42%

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)	7
图 8: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	7
图 9: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	7
图 10: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	7
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	8
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	8
图 13: 中国人均可支配收入变化趋势	9
图 14: 中国消费者信心指数变化趋势	9
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)	10
图 16: 中国和美国的线下 CR10 对比 (%)	10
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势	10
图 18: 中国超市行业 CR5 与 CR10 表现	11
图 19: 中国百货行业 CR5 与 CR10 表现	11
图 20: 中国和美国的网络零售额和占比情况	11
图 21: 中国和美国的网络零售额同比增长情况	11
图 22: 中国和美国的线上 CR10 对比	12
图 23: 2021 年中国线上渠道市占率 (%) 前十的公司	12
图 24: 零售行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%)	13
图 25: 零售行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%)	13
图 26: 零售行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%)	14
图 27: 零售行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次)	14
图 28: 零售行业公司历年收入现金比例情况	14
图 29: 零售行业公司历年 ROE	15
图 30: 零售行业公司历年 ROE 拆分	15
图 31: 零售指数 2021 年年初至今累计涨跌幅	18
图 32: 零售行业指数与估值指标	18
图 33: 零售行业上市公司数量与全行业比例情况	19
图 34: 零售行业市值与全行业比例情况	19
图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况	20
图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况	20
图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况	20
图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况	20
图 39: 零售行业风险溢价走势情况	20

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况	20
图 41: 核心组合收益率变动	25

表格目录

表 1: 中美零售业态兴起时间线对比	9
表 2: 零售行业当前存在的问题及建议	16
表 3: 核心关注组合	23

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。

甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。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）向其客户提供。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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。未经银河证券书面授权许可，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn