

零售行业

推荐 维持评级

分析师

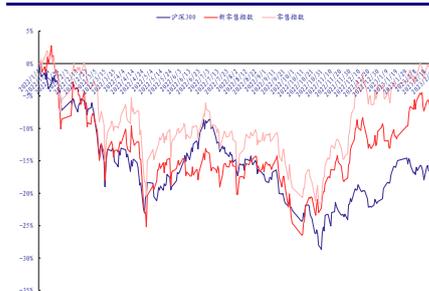
甄唯莹

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据

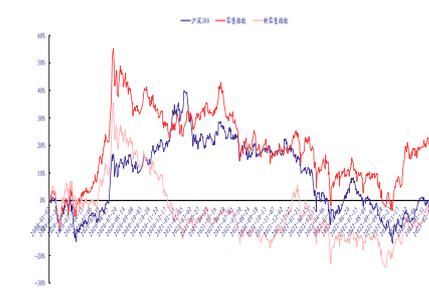
2023.03.06



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2023.03.06



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】行业动态报告-积极期待一月内元旦、春节“双节”消费表现,维持推荐优质消费品零售标的-20221229

【银河消费品零售】动态报告-聚焦平台与品牌“双十一”销售成绩单,维持推荐经营稳定的优质消费品零售标的-20221103

【银河消费品零售】动态报告-中秋与国庆双节将至,关注“消费季”活动叠加节日效应带来的消费恢复-20220909

“促消费”依旧为政策关键词,短期内积极期待行业

内优质标的财报表现——2月行业动态报告

核心观点

最新观点:

2023年年初至2月28日我们定义的零售指数为3.56%,跑输沪深300(4.67%),跑赢新零售指数(0.12%),上年11月后开始的反弹幅度明显优于上述两项指数。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2.8%/76.1%/4.3%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。

从政策层面来看,国务院新闻办公室举行农历新年后首场新闻发布会,会上商务部释放出多项重磅信息,消费方面将继续强化政策引领,聚焦汽车、家居等重点领域,推动出台一批新的政策,谋划重点活动,形成一波接一波的消费热潮。外贸方面要稳住出口贸易,合理扩大进口。外资方面将推动合理缩减外资准入负面清单,加大现代服务业领域开放力度,继续实现“量”的增长和“质”的提升。

从行业层面来看,12月消费者避险情绪上涨导致元旦消费整体承压,市场结构性优点助力复苏。1月份春节期间消费活跃复苏。当前消费市场环境和政策环境积极乐观,促消费政策等积极鼓励效用逐步显现,当前阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间,随着疫情防控政策的逐步放开,新冠疫情带来的负面影响或将逐步降低,居民的消费信心以及消费市场活力稳健恢复,国内经济正逐步恢复至前期增长轨迹;加之元旦、春节等节假日的消费机会可能增加,消费情绪或将进一步上扬,因此我们预期2023年1-2月的零售市场增速将呈现企稳向好的迹象,未来社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

需要注意的是,消费者出行及线下消费不再受限,各地餐厅恢复堂食,线下零售、餐饮等业态已经恢复。但是疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响,线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。我们维持认为,线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化。

从市场层面来看,2022年多数公司业绩预告表现为亏损的趋势,原因为受疫情因素影响,线下门店被迫暂停营业,各种销售渠道受阻,销售规模大幅度削减;消费者信心不足,需求减少;宏观经济增长放缓,公司外部环境承压;国际环境不稳定导致原材料成本提高影响公司净利润。行业内多数公司处于复苏恢复状态,盈利能力还有待进一步增强。

- **投资建议:** 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);以及消费品类的上海家化(600315.SH)、珀莱雅(603605.SH)、贝泰妮(300957.SZ)、水羊股份(300740.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)、豫园股份(600655.SH)、周大生(002867.SZ)、老凤祥(600612.SH)。
- **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。

目 录

| | |
|---|----|
| 一、零售行业景气度逐步恢复至疫情前水平，23 年全年零售市场增速有望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，压力逐步释放助力消费加速回暖..... | 5 |
| 1. 全年消费市场表现总体平稳，23 年疫情影响消退预计社消增速回归正区间..... | 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 | 8 |
| 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：疫情拖累 2022 前三季度行业规模出现波动，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 | 19 |
| 五、投资建议..... | 21 |
| (一) 三月配置建议 | 21 |
| (二) 核心关注组合表现回顾 | 24 |
| 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 100 家，最新市值（2023.02.28）全市场市值比重为 1.04%，扣除金融行业与石油行业的影响后市值占比为 1.27%。美股中零售贸易分类（不含餐饮）共有上市公司 129 家，其中亚马逊占比零售行业市值的 62.29% 左右，市值达到 0.97 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 3.19%，对应市值为 311.27 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，23年全年零售市场增速有望呈现企稳向好的迹象

(一) 消费是个与经济同周期的行业

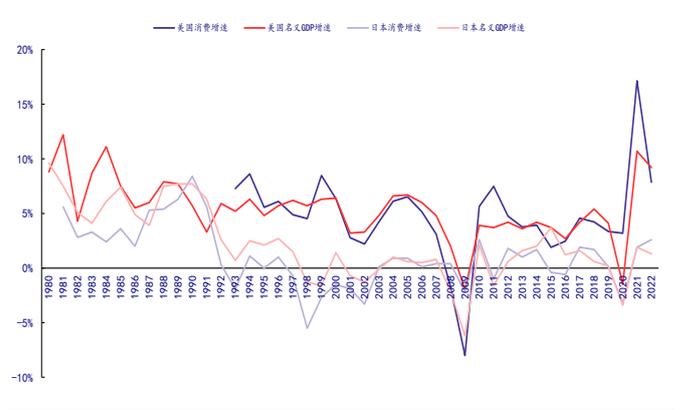
对比中美日三国的消费增速和名义 GDP 增速可以看出，即使在疫情的影响之下，两者出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表现出同周期的变化趋势。

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

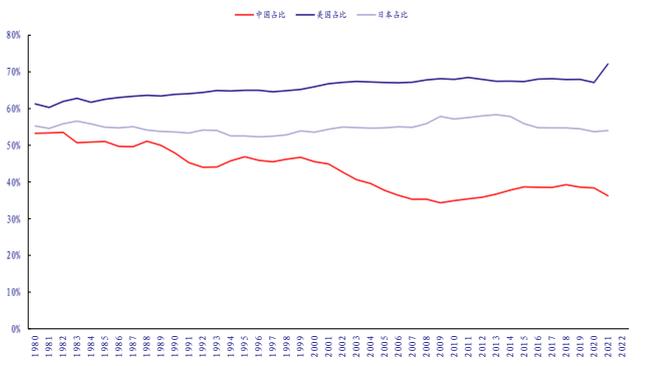


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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：

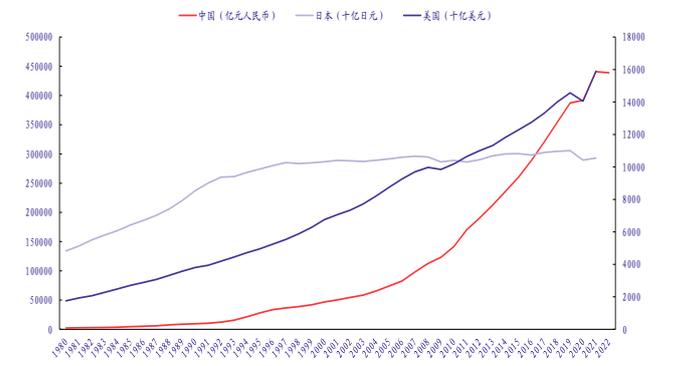
1. 居民消费支出占比总体 GDP 的比例都维持在较高水平，并呈现出缓慢上升趋势，居民消费支出已经成为 GDP 的主要推动力之一。受疫情影响，我国居民消费支出规模增幅放缓，美日略有下滑，后疫情下，2021 年消费支出同比显著上升，并在总体 GDP 的占比依旧保持稳定，进一步验证了二者的同周期属性。

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，压力逐步释放助力消费加速回暖

1. 全年消费市场表现总体平稳，23 年疫情影响消退预计社消增速回归正区间

从消费品零售数据来看，2022 年 12 月份，社会消费品零售总额 4.05 万亿元，同比名义下降 1.8%。其中，限额以上单位消费品零售额 1.71 万亿元，同比下降 1.3%；除汽车以外的消费品零售额为 3.54 万亿元，同比下降 2.6%。2022 年全年社会消费品零售总额为 43.97 万亿元，同比名义下降 0.2%；除汽车以外的消费品零售额为 39.40 万亿元，同比下降 0.4%。

22 年前两个月各品类有回归至正常增长区间的趋势，但自 3 月起，全国疫情多次反复带来相当程度的负面影响，且对于整体以及结构内各品类的影响与疫情伊始类似。虽年中有疫情形势有所放缓，但其提振作用还未充分发挥市场就迎来了下一轮的疫情冲击。从品类的角度来看，必需消费品抗周期性的优势较为明显，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。其中，黄金珠宝类消费品在国际金价上涨及居民避险投资意识加强的背景下又表现出相对较强的承压能力。前一阶段，接触性聚集性行业（餐饮、线下可选等）或受疫情影响较大，但现阶段疫情影响消退，其恢复空间更为充裕，消费升级改善的长期大趋势也不会发生改变。

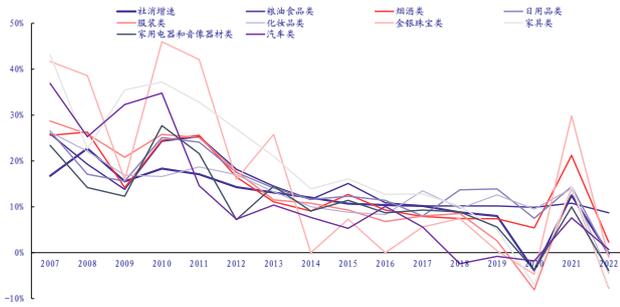
综合来看，2020 年初的疫情致使 2021 年全年增速呈现出前高后低的趋势，两年均速逐步向前期区间靠拢，2022 年则是受到二季度与四季度内的两轮疫情冲击，两次接近波底，出现阶段性的负增长情形。年内前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，3-5 月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累，6 月随着各地复工复产的有序推进，单月消费增速延续恢复趋势并再次回正，7 月回归消费淡季，单月社消虽保持正增长，但增幅出现环比收窄，8 月虽仍处于相对淡季，但在上年同期低基数、消费环境改善等多重因素的共同作用下，单月增速改善显著，市场销售恢复明显加快；9 月延续了恢复的态势，但考虑到近三年 9-12 月均处于正增长区间，前期相对高基数因此增速水平偏低；四季度内再次出现多地的疫情波动影响，短期增速再次转为负值。全年累计零售额较上年同期规模收窄约 1090 亿元，年初至今的绝对值规模变化自 8 月份开始由负转正，连续三个月延续了回暖的趋势，但四季度内受外部影响因素扰动较大，11-12 月累计值再度回归至负增长区间；12 月单月较上年同期规模缩减约 727 亿元，前期连续（3-5 月）三个月出现负增长后连续四个月（6-9 月）实现零售总额的正向扩张，三季度单季整体均为正增长，四季度内再次规模萎缩，但环比 11 月单月跌幅明显收窄。结合历史数据来看，本月较上月社消规模扩大约 1927 亿元；在疫情发生前（2010-2019 年的十年范围内）12 月单月环比 11 月会增加 1270 亿元左右，2015 年环比增长幅度降至 600-700 亿元，但 12 月依旧具有明显的相对旺季属性，此主要系 11 月内的消费倾向于“双十一”线上消费，而

12月接近年底，不仅有圣诞节、元旦节的“双旦”节假日加持，同时伴随线下门店年终店庆等节点，此外部分年份有春节提前备货的年货消费倾向，因此12月消费更为全渠道化，景气度偏高；同时，12月同比上年单月会增长2600亿元左右，由此两个维度可以看出本月虽依旧受疫情冲击，但整体回归至稳健恢复区间，考虑到消费者信心指数自4月以来持续处于低位区间波动，随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前社消表现阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。总体而言，在2022年全年全国疫情多点爆发以及四季度疫情政策放开导致的居民避险情绪高涨的背景下，全年我国社会消费品零售总额同比下滑幅度较小，展现出了良好的抗压能力。2023年伊始，居民避险情绪蔓延至元旦假期，对元旦消费情况造成了冲击。但在元旦过后逐步降低，省市主要商圈人流量以及零售额同比出现增长，春节消费活跃复苏。在春节消费有力复苏的驱动下，2023年1-2月社消及其增速有望回升。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，我们预测2023年全年社消同比增速大概范围为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、烟酒类保持稳健正增长，稳定性突出；家具类全年各月均出现负增长，服装类也仅在年中录得小幅正增长，其余月份甚至出现两位数负增长，两者成为全年社消细分品类重灾区。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒、日用品类均相较2019年、2020年、2021年三年均出现了规模的增长。食品大类中粮油食品持续受到CPI抬升的利好推动，CPI在22年12月上涨1.8%，其中食品价格上涨4.8%，涨幅比上月扩大1.1个百分点，影响CPI上涨约0.87个百分点；23年1月CPI上涨2.10%，涨幅继续扩大。食品中，猪肉价格上涨22.2%，但由于生猪供给持续增加故涨幅比上月回落12.2个百分点；综合上述价格水平，以及22年12月以来，商务部以及各地有关部门采取多项措施实现民生必需品的保供稳价，结合较为稳定的必需消费需求，我们认为短期内必选品类的增速表现更为强韧，对应超市等必选消费渠道的表现值得期待。饮料类、烟酒类全年表现波动性略高于粮油食品类，部分月份出现负增长情形，上述品类连续两年出现10%左右的高增速表现，基数较高，12月以来虽有外部因素扰动的拖累影响，但考虑到需提前为1月春节备货，整体动销表现对于月内影响较大，短期表现波动可以理解。日用品类年内表现波动最大，考虑到相关产品囤货属性较强，可能出现消费集中在个别月份的情形。服装鞋帽受疫情影响线下客流、整体需求不景气等因素的影响，前期部分月份规模甚至低于2019年同期水平，今年在低基数的基础上出现恢复趋势；进入秋冬季后品类单月增速跌幅逐渐扩大至10%以上，全年累计跌超6%，反观穿类线上销售增速仍可保持在3.5%，品类中渠道的结构性变化值得关注。化妆品下半年内均表现相对承压，考虑到品类销售数据为限额以上企业经营情况，因此不排除消费需求向海外品牌溢出、向国产头部品牌集中的情形，对于行业整体增速表现不必过分担忧，重点关注头部企业的经营数据。“双十一”期间国内优质的化妆品品牌均有亮眼表现，整体四季度表现可期。金银珠宝类短期波动表现不必担忧。黄金的市场价格虽有波动，但随着疫情防控政策放开，婚嫁的需求积压逐渐释放，补偿性消费需求热情较高，且年轻消费者对于黄金类饰品自用的需求观念逐步转变，整体的消费表现值得关注。与房地产周期相关的家用电器和家具等品类，其中前期家具类受房地产影响更大，年初至今单月均在负增长区间内波动，与建筑及装潢材料类的增速对应，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，表现依旧承压，但随着政策带动房地产行业回暖，家具类单月跌幅呈现收窄趋势；对于家电品类而言，前期高温带来空调、风扇、冰箱等品类的需求增长，以及促消费政策中对于家电的帮扶，品类增速表现可观，但总体符合地产相关产业链的大趋势表现，品类消费相对处

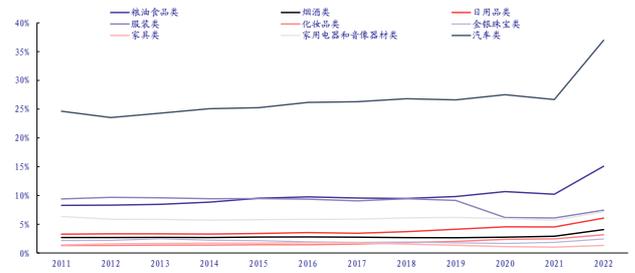
于后置环节，近三个月增速下跌明显且单月跌幅逐渐扩大，当前表现不及家具类。就当前统计局对于房地产行业的研判来看，地产政策密集发布，三支箭落地，我们认为相关产业长期表现或将值得期待。

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，但占比自 2005 年后逐渐下滑，2022 年首次跌至 50% 以下；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，保持增速优于全国水平，但上海、海南两地受年内疫情大规模爆发影响，增速明显低于全国水平。

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，2022 年末起随着疫情防控政策放松，疫情影响将逐步消退，东部沿海地区消费将会迎来复苏，2022 年全年东部沿海地区社消同比增速为 0.15%，虽处于历史较低水平，但在全国增速为 -0.20% 的背景下发挥了维稳的作用。已公布 2022 年数据的中西部地区社消增速多处于负区间，其中贡献率较高的重庆市也录得负增速。但国家中西部开发的长期政策维持不变，2022 年可能出现的回落将为 2023 年的复苏留出更充裕的空间，总体而言中西部表现值得长期关注。

图 9：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分地区）

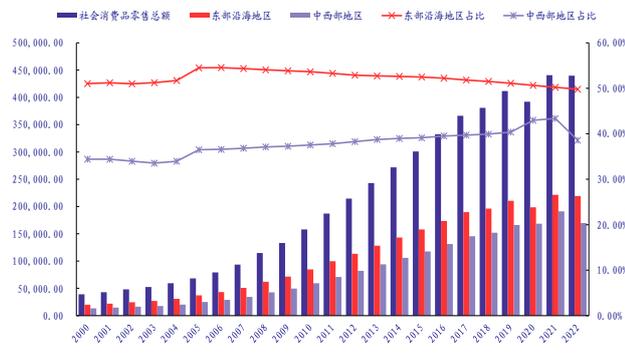
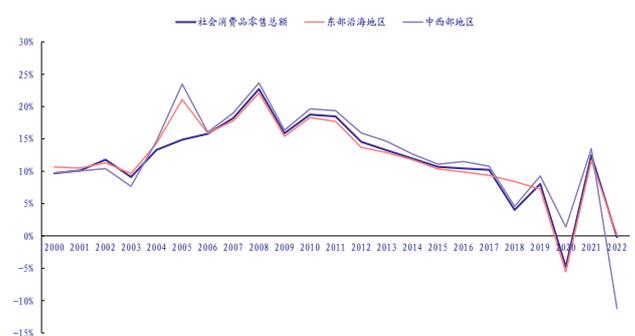


图 10：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

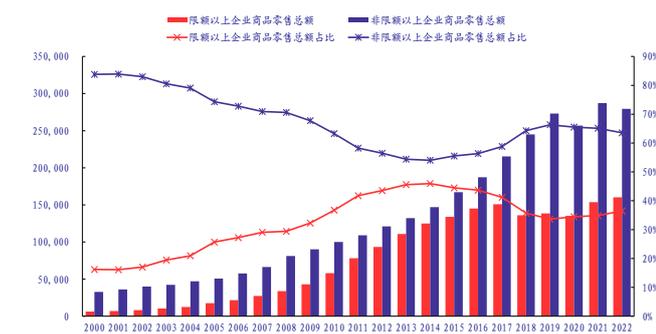
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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 年回升至 36.44%，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；2022 年出现差异型走势，限额以上单位消费品零售额累计同比增长 1.90%，在社零同比增速为负的情况下走势尤其优异，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）

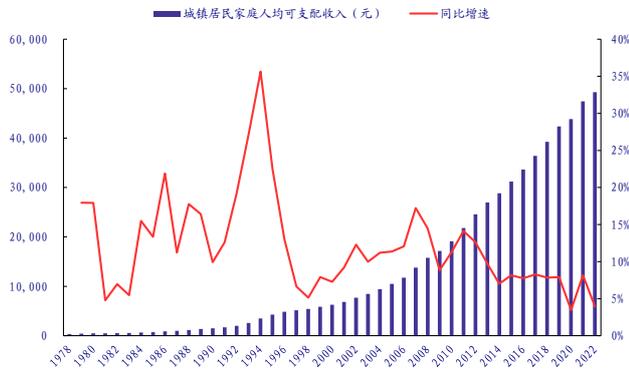


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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

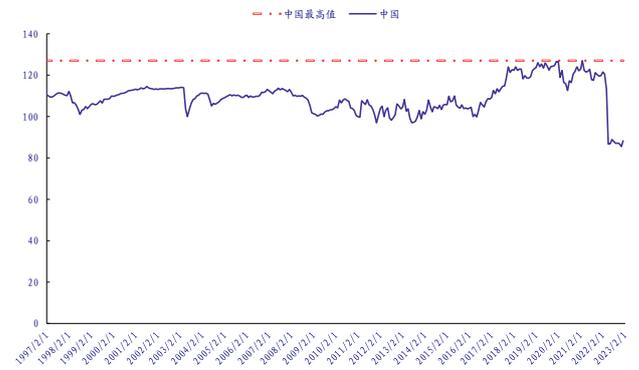
在物价水平平稳的环境之下，人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升；疫情的影响下，2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势，随着疫情的影响消退，国内管控逐步步入常态化，消费者信心提升恢复，截至 2022 年 3 月的表现，消费者信心指数自历史的最高值水平（127）附近波动。4 月开始，消费者信心指数回落至 86.7，随后在不超过 90 的低位区间波动至年末未见明显好转，由此看来，疫情因素对消费者信心有所影响，但随着疫情政策放开，加之政府政策支持，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，短期内将呈现回暖态势，利于未来长期消费恢复发展。

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

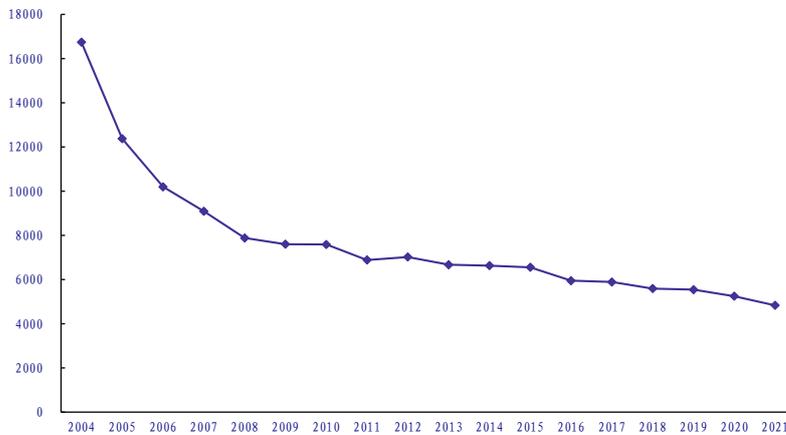
| | 美国兴起时间 | 中国兴起时间 | 中美兴起差距年限 |
|------------|--------|--------|----------|
| 连锁经营 | 1859 | 1984 | 125 |
| 超级市场 | 1930 | 1983 | 53 |
| 购物中心 | 1974 | 2000 | 26 |
| 无店铺销售（含电商） | 1995 | 1999 | 4 |

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 2021 年，渗透率为 4831 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。

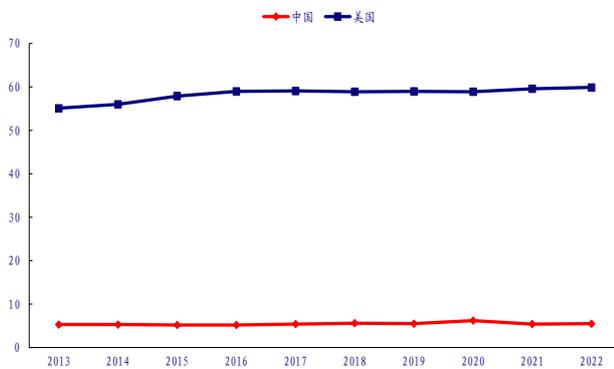
图 15: 中国线下零售店铺渗透率 (人/个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

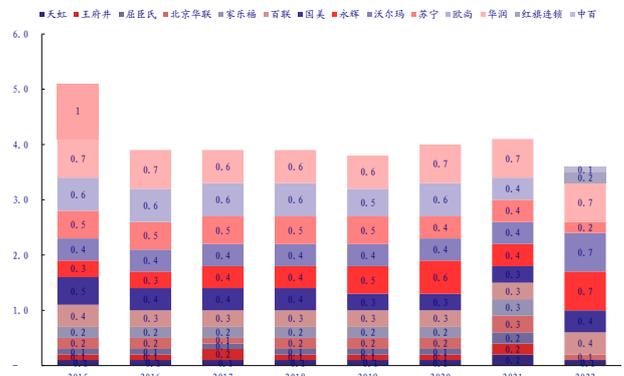
从行业集中度方面来看,目前中国和美国的线下零售行业集中度之间存在较大的差距,美国的CR10自2013年开始,虽已处于在高位但仍出现小幅提升,现已接近60%,其中超市龙头沃尔玛优势明显,自2013年开始市占率稳定超过25%,远超第二名克罗格(市占率约为7%);相比之下,中国的CR10持续在5%左右波动,龙头公司的表现差异不大,华润、永辉、沃尔玛的市占率都仅为0.5%-0.7%。

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

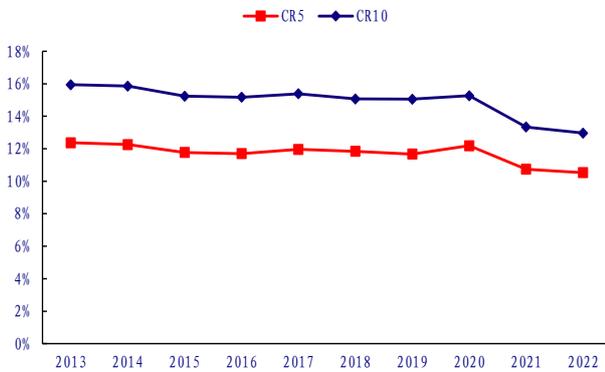
图 17: 中国线下头部门店市占率变化趋势



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

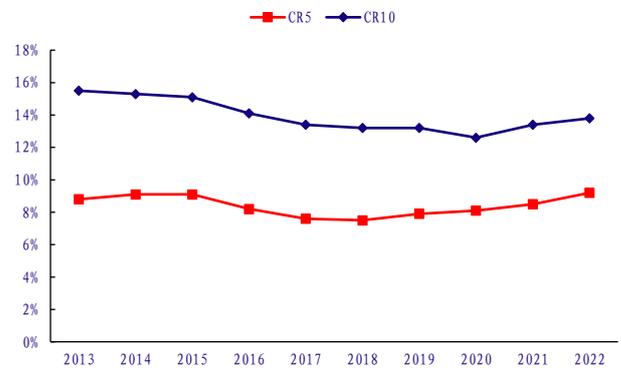
从不同的子行业角度来看,超市行业的集中度自2020年后有所下滑,2022年CR5和CR10分别为10.53%和12.96%,主要是受疫情对线下大型商超的冲击以及部分头部公司闭店数目较多影响,超市行业占比市场份额最大的阿里巴巴仅为3.36%;百货行业的集中度CR5相对偏低,CR10则在2020年低点后逐渐回升,2022年分别为13.80%和9.20%,市占率最高的北京华联占比为2.9%。综合来看,在疫情的影响下,百货行业的集中度提升更为明显,头部企业面对黑天鹅事件冲击的抗压能力更强,在行业承压的大环境之下更容易享受资源聚拢、弱小落后企业出清带来的集中度红利。超市行业龙头虽然在疫情背景下市占率受挫,但长期来看闭店利于龙头企业摒弃不良资产,构建更为均衡合理的零售门店网络,为疫情影响消退后充分调配资金抢占空缺的市场资源做出准备。

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

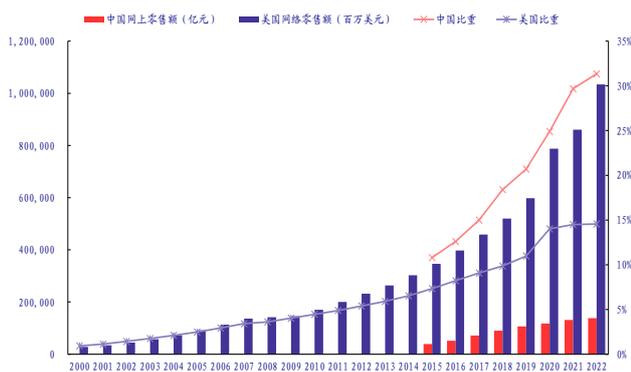


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

(二) 线上行业发展高度集中, 寡头垄断格局基本稳定

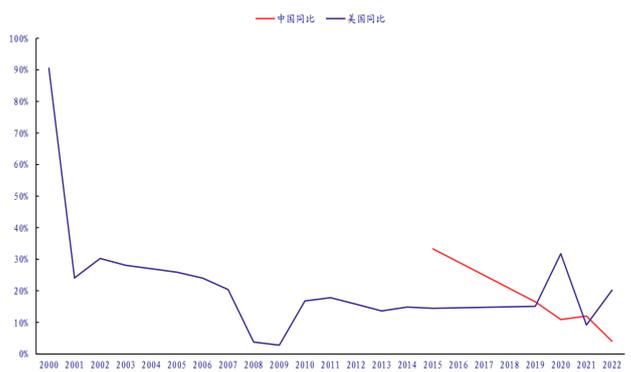
从零售总额的结构分析, 中美市场线上渠道占比都在提升。2008 年美国网络零售总额占零售总额比例就达到 3.6%, 相应的中国这一比例为 0.98%。到 2022 年美国的网络零售缓慢提升至 14.56%的水平, 中国这一数字超过 30%。美国虽然是网络零售新业态最早的引领者, 中国却加速发展出现了行业发展的反超。从同比增速的角度来看, 排除行业发展前期高速增长的大规模增长, 中国网络零售的同比增速维持在 15%以上, 2020 年降至 10.9%, 2021 年小幅上涨至 12.0%, 但 2022 年急挫至 4.0%, 与疫情前线上渠道发展水平差距较大; 而截止 2022 年末, 美国当年同比增长急升至 20.2%, 中国线上渠道增速短暂时大幅落后于美国水平。

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

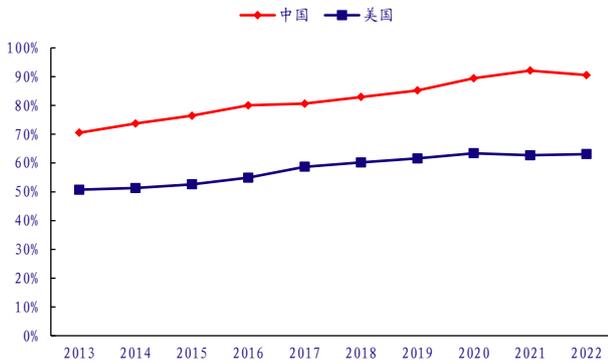


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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; 2022 年美国电子商务销售额 Amazon 占 30.5%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。

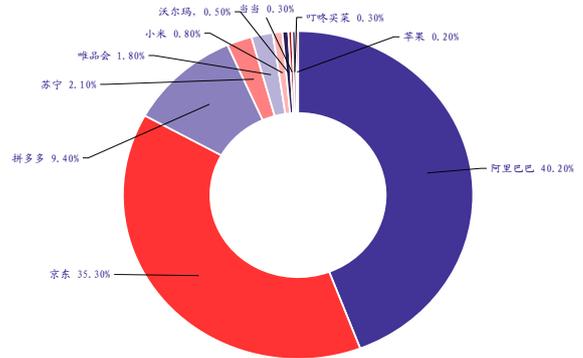
断的基本格局无可撼动，2022 年阿里巴巴和京东两巨头占据了超过 75% 的市场份额，拼多多、苏宁等第二梯队占比为 10% 左右。除此之外，疫情下社区团购风起，叮当买菜首次进入市占率前十，占比达 0.3%。

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: 2022 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

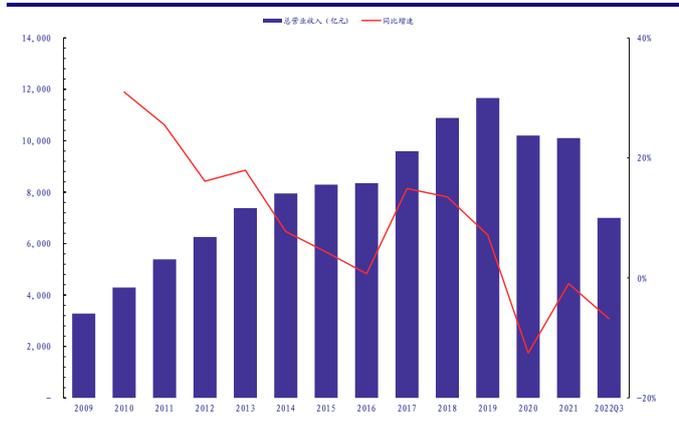
(三) 行业财务分析: 疫情拖累 2022 前三季度行业规模出现波动, 业绩表现仍未恢复疫情前水平, 收入现金比例大幅提升后小幅回落, ROE 承压

1. 利润表: 22 年前三季度行业规模波动向下, 归母净利明显收窄, 整体与社消增速走势趋同, 受影响趋势与 20 年前三季度疫情初期相似

2021 年零售行业合计实现总营业收入 1.01 万亿元, 同比减速 0.96%, 2022 年前三季度零售行业合计实现总营业收入 7002.10 亿元, 同比减速 6.81%, 营收水平稍不及 2020 年前三季度水平, 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 11662.74 亿元, 2022 年前三季度行业总体增速再次出现负值。其中主要系 2022 年前三季度全国点状疫情频繁, 防疫形势转严, 而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 -225.68 亿元, 同比下跌 224.47%, 跌幅较大, 2022 年前三季度零售行业的扣非净利为 91.89 亿元, 同比下跌 25.06%, 与 2019 年前三季度相比, 仍未恢复至疫情前的水平, 但差距有所收窄。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 年上半年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,

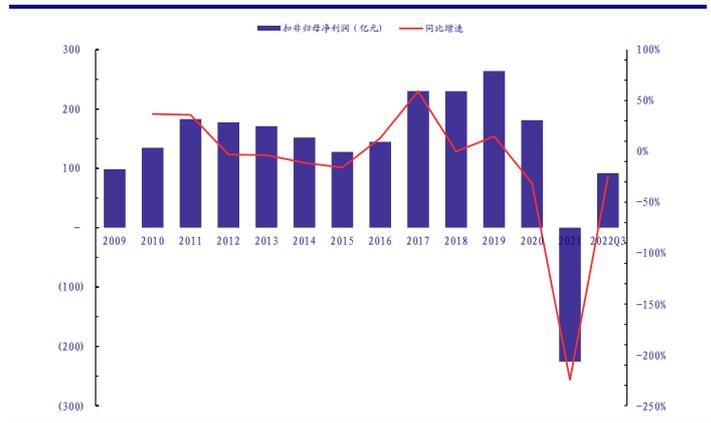
在 1 小时内就超过了去年全天的销售额，其他许多品牌也凭借打造爆品、直播组合、跨界营销等收获亮眼销售表现。22 年一季度前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但 3 月多地的疫情反复对整体消费形成拖累，6 月随着各地复工复产的有序推进，单月消费增速延续恢复趋势并再次回正。7 月回归消费淡季，单月社消虽保持正增长，但增幅出现环比收窄，8 月虽仍处于相对淡季，但在上年同期低基数、消费环境改善等多重因素的共同作用下，单月增速改善显著，市场销售恢复明显加快；9 月延续了恢复的态势，但考虑到近三年 9-12 月均处于正增长区间，前期相对高基数因此增速水平偏低；10-11 月再次出现多地的疫情波动影响，短期增速再次转为负值。其中 11 月受疫情冲击影响较大，线下业态中消费者到店减少，线上平台虽有“双十一”活动支撑，但前期备货、中后期运输物流等环节也会受到不同程度的影响，同时消费者信心指数自 4 月以来持续处于低位区间波动，随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前社消表现阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间。分板块来看，购百今年开年迎来增速回正，但作为线下可选渠道的代表，随着线下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 年至今的最低水平（仅考虑 3 月单月），在“618”带动下 6-7 月连续两个月增速回正。今年前三季度珠宝首饰、化妆品、个护用品、母婴连锁以及酒类连锁板块的规模表现相对亮眼。1-11 月份限额以上零售业单位中的超市、便利店、专业店零售额同比分别增长 3.1%、4.3%、3.6%，专卖店与去年基本持平，百货店下降 8.0%；超市业态经营稳健。上述业态的发展也与我们前期的判断基本一致，其中便利店作为相对新兴、朝阳的零售渠道，符合便捷化、快速化的消费趋势，也可以满足消费者基本即时的必选消费需求，因此增速高企；超市作为传统必选消费渠道，增速韧性更强，增速表现更为稳定；百货店作为线下可选渠道的代表，受疫情冲击影响更大，现阶段累计负增长的表现与前文分析的相关品类零售额规模萎缩的趋势也较为匹配。

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

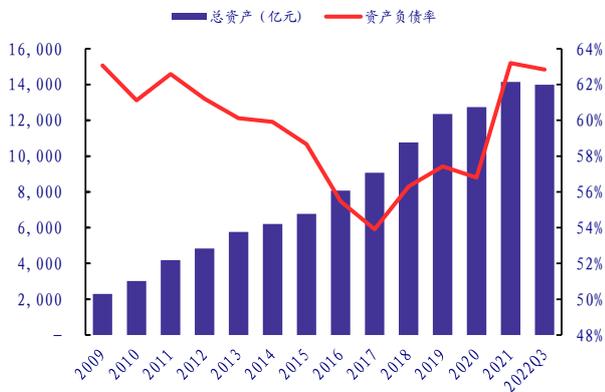
2. 资产负债表：资产结构逐步优化，后疫情时代存货经营管理效率亟待恢复

2022 年前三季度零售行业公司总资产合计为 1.40 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 56% 左右，距离 2009 年的最大值水平 63.07% 依旧下滑了近 7 个百分点，（2021 年行业资产负债率大幅提升至 63.20%，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 年前三季度行业资产负

债率为 62.83%，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。

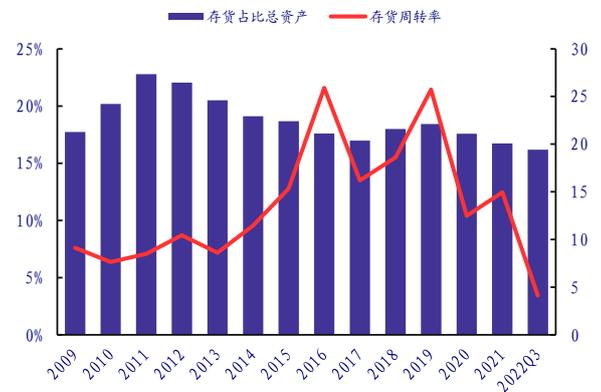
对于零售企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，存货占比总资产的规模自 2011 年达到 22.78% 的峰值水平之后便开始逐年下滑，2016 年开始步入相对稳定的区间，2021 年为 16.73%，2022 年前三季度为 16.18%，有所下降；从存货周转率的角度来看，2016 年受华联股份、百大股份等个股周转率出现异常值的影响达到 25.90，随后回归正常区间；2020 年零售行业的年化周转率为 12.48，受疫情影响出现急剧下降，其根本原因在于存货水平保持相对稳定的前提下，公司的营业收入和对应的营业成本均出现一定程度的下滑，后疫情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)

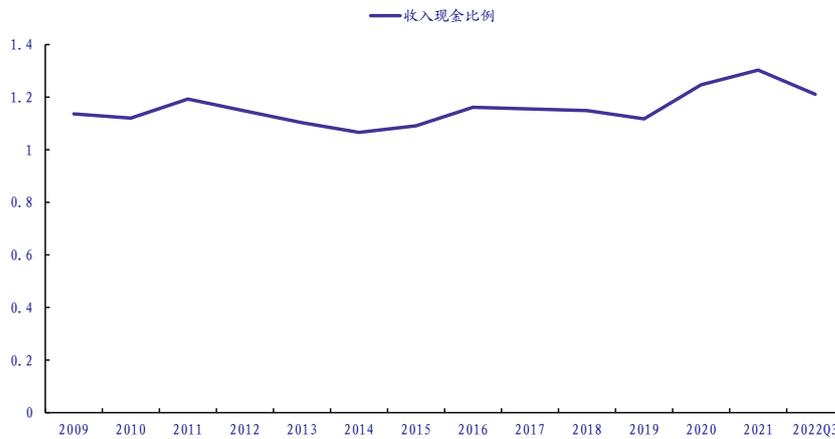


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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在 1.15 左右波动，2017 年后持续小幅下降，自 2020 年重新回升，2021 年达到近十年最高点，为 1.30，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 年三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

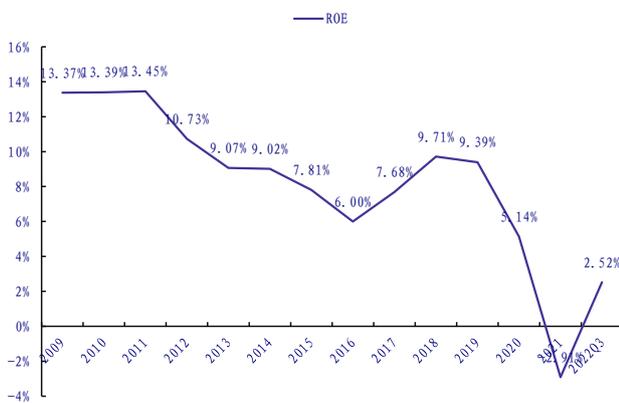


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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

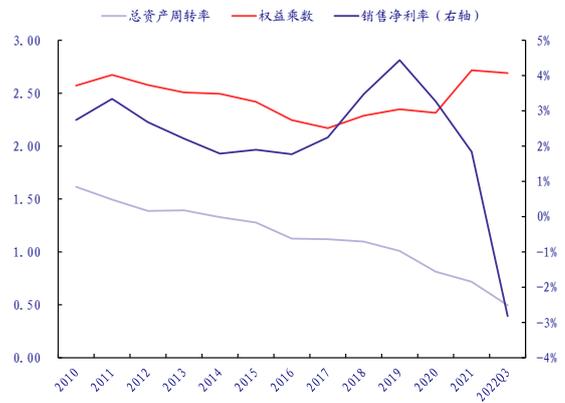
零售行业的 ROE 在波动中呈现下滑趋势, 2016 年后短暂回升, 2020 年、2021 年受疫情影响急剧下降, 2022 年前三季度有所回升。将 ROE 进行拆分, 权益乘数情况表现的较为平缓, 并存在一定的上升趋势; ROE 的变动更多的受到总资产周转率和销售净利率的影响, 2022 年前三季度, ROE 波动相比去年年末略有上升, 达到 2.52%, 其中权益乘数为 2.69 倍, 总资产周转率为 0.50, 且前三季度受疫情反复影响销售净利率水平达到-2.82%。

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 | |
|--|--|
| <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>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</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？**

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，而非一味的追求所谓的“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。

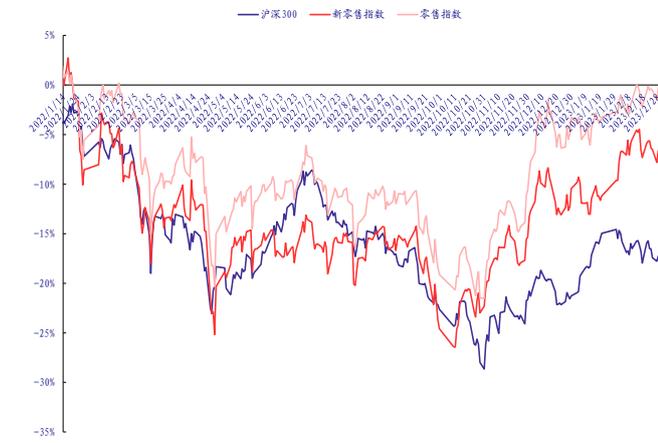
资料来源：中国银河证券研究院整理

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

2023 年年初至 2 月 28 日我们定义的零售指数为 3.56%，跑输沪深 300（4.67%），跑赢新零售指数（0.12%），11 月后开始的反弹幅度明显优于上述两项指数。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 2.8%/76.1%/4.3%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

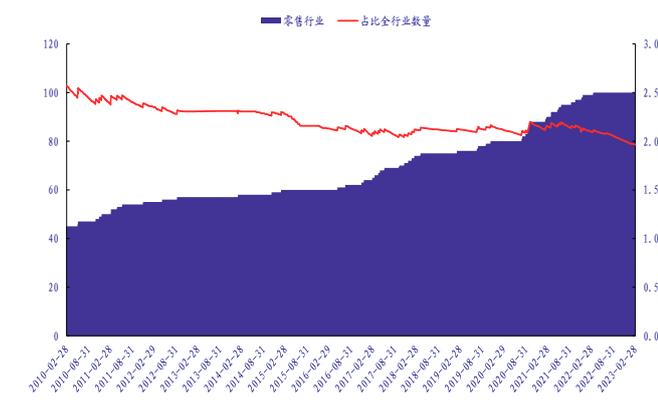


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(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 2023 年 2 月 28 日, 零售行业上市公司为 100 家, 占比全市场比例为 1.97%; 零售行业与全行业市值的比值为 1.03%, 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 1.02 万亿元, 贡献全市场营收比例为 1.92%; 2021 年, 零售行业实现总营收 1.01 万亿元, 营收占比全市场比例为 1.56%。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, 加之疫情影响, 2020 年开始由升转降, 截

2020 年底零售行业上市公司合计贡献归母净利润 333.34 亿元，占比全市场为 0.84%；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；3-5 月多地疫情反弹影响，营业收入占比持续下降；6-9 月疫情反弹得到有效控制，单月增速回正，全年累计也实现正向扩张。10-11 月再次出现多地的疫情波动影响，短期增速再次转为负值，主要系 10 月的消费与“十一黄金周”的旅游出行、娱乐等线下消费相关性更高，12 月份消费者避险情绪上涨导致元旦消费整体承压。2023 年 1 月春节假期期间消费活跃复苏，消费场景恢复，CPI 回升。综合来看，由于政策支持，疫情的冲击造成的负面影响恢复迅速。随着未来稳经济、促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，商贸零售类整体向好。

目前（2023.2.28）零售行业占全行业成交金额的比值为 1.09%，换手率与全行业的比值为 1.49 倍，二者和中位数水平相比处于较高的百分位水平。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-2.03%，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-0.02%；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。

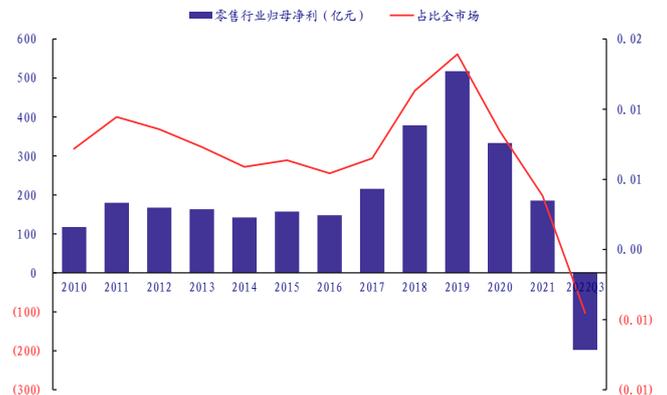
Beta 值衡量了零售行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。零售行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，均值为 0.92；板块前期风险偏高，但全时间段范围内 beta 的相对比例呈现逐步下滑趋势，目前（2022.2.28）零售行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.74。

图 35: 零售行业营业收入与全行业比例情况



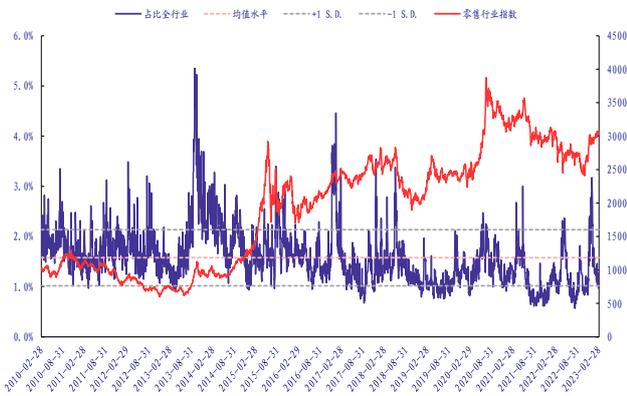
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 零售行业净利润与全行业比例情况



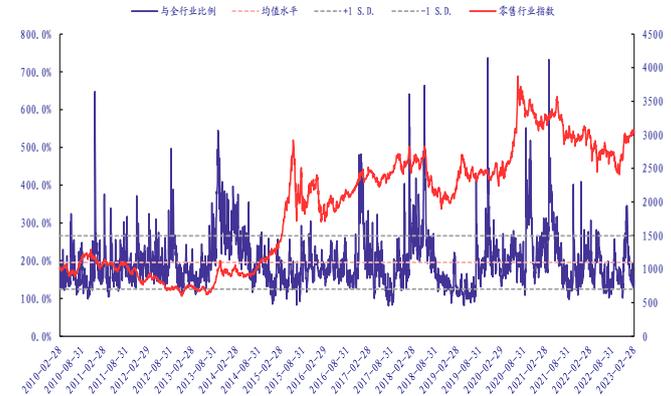
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 零售行业成交额与全行业比例情况



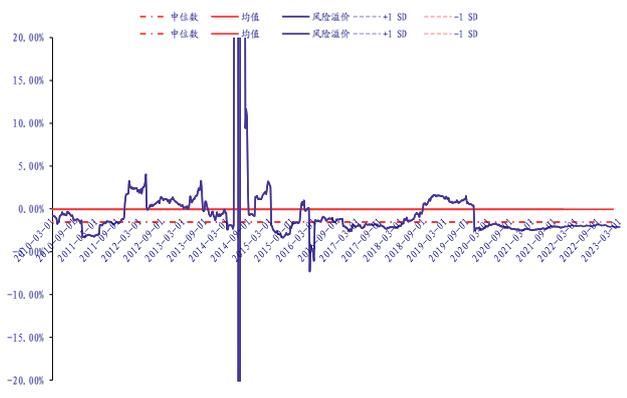
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况



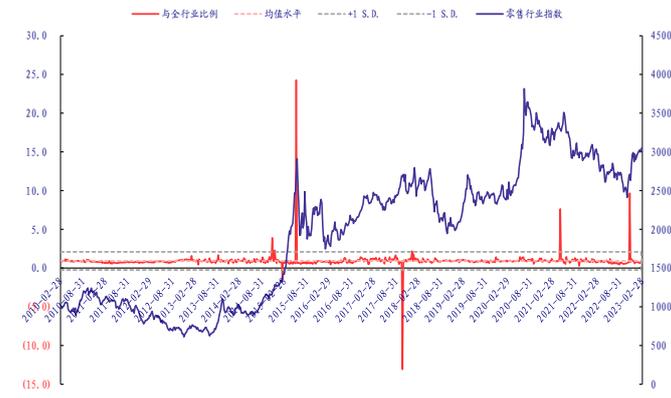
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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) 三月配置建议

从政策层面来看, 2月2日, 国务院新闻办公室举行农历新年后首场新闻发布会。会上商务部释放出多项重磅信息, 消费方面将继续强化政策引领, 聚焦汽车、家居等重点领域, 推动出台一批新的政策, 谋划重点活动, 形成一波接一波的消费热潮。外贸方面要稳住出口贸易, 合理扩大进口。外资方面将推动合理缩减外资准入负面清单, 加大现代服务业领域开放力度, 继续实现“量”的增长和“质”的提升。此外, 商务部还将复制推广更多更好的制度创新成果, 进一步释放改革开放红利。2022年在疫情冲击的不利背景下, 全年外贸规模依然创历史新高; 2023年, 疫情基本结束, 全球投资者看好中国经济增长和国家全力拼经济扩大内需的背景下, 本年度贸易行业有望保持稳健快速增长。2月9日, 中共中央、国务院印发《质量强国建设纲要》。《纲要》提出, 到2025年, 质量整体水平进一步全面提高, 中国品牌影响力稳步提升, 人民群众质量获得感、满意度明显增强, 质量推动经济社会发展的作用更加突出, 质量强国建设取得阶段性成效。品牌建设取得更大进展。品牌培育、发展、壮大的促进机制和支持制度更

加健全，品牌建设水平显著提高，企业争创品牌、大众信赖品牌的社会氛围更加浓厚，品质卓越、特色鲜明的品牌领军企业持续涌现，形成一大批质量过硬、优势明显的中国品牌。我们认为中共中央、国务院从政策层面引导、支持中国本土品牌建设，有利于本土企业进一步稳定与扩大市场份额，在全市场形成良好的竞争局面。2月16日，商务部举行例行新闻发布会。新闻发言人在回答记者提问时表示，近年来，商务部积极推进便民生活圈建设，会同有关部门先后出台指导意见和建设指南，在全国确定两批共80个试点地区，指导推动试点工作加快落地。截至目前，80个试点地区共建设便民生活圈1402个，涉及商业网点28万个，覆盖居民社区2766个，服务居民3200多万人，试点地区生活圈的商业网点布局更加均衡，设施业态更加丰富，市场主体更加壮大，服务功能更加全面，居民的获得感不断提升。下一步，商务部将会同有关部门在试点基础上，开展三年行动计划，全面推进便民生活圈建设，更好惠及百姓生活。在地方层面，2月17日，北京市丰台区日前发布《推动商务经济高质量发展的若干措施》，从促进消费市场活跃、优化社区便民网络建设、推动外向型经济提质增效等七大方面，发布14条具体支持举措，对企业最高奖励达1000万元，以“真金白银”的“硬核”政策推动商务经济高质量发展，让丰台消费市场韧性更强劲，经济开放程度更高。出台商务经济高质量发展政策，既是丰台区推动商务经济提质增效、加快构建高精尖产业结构的主动选择、现实要求，也是实施“倍增追赶、合作发展”、推动区域高质量发展的战略要求、关键支撑。《若干措施》的出台，建立了丰台区商务经济发展的政策体系，进一步提振和稳定企业发展信心。在支持商业企业做大做强方面，针对高端品牌、小微商业企业业务增长、规模升级等进行资金支持。明确提出对在丰台区新开设并经市级认定的国内外知名品牌首店、旗舰店、创新概念店，以及成功引进品牌首店、旗舰店、创新概念店并签订入驻协议的引进企业，给予资金奖励；对经市级认定的时尚产业示范园区、直播电商基地及新消费品牌孵化基地，给予一次性资金支持等。

从行业层面来看，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；6月，随着各地复工复产的有序推进，单月消费增速延续恢复趋势并再次回正；7月虽步入学生的暑假，但受疫情管控影响，整体出行流动性有限，单月社消虽保持正增长，但增幅出现环比收窄，8月在上年同期低基数、消费环境改善等多重因素的共同作用下，单月增速改善显著，市场销售恢复明显加快，同时7-8月属于传统消费淡季，叠加多地高温、降水等极端天气的影响，环比改善弱化符合预期。8月初起，多地旅游城市疫情爆发，影响零售消费的持续增长。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；9月延续了恢复的态势，但考虑到近三年9月均处于正增长区间，上年相对高基数，今年年内各地小范围疫情波动等影响因素，增速略有回调的表现可以理解。10-11月再次出现多地的疫情波动，线下到店消费者减少，“双十一”活动因前期备货、中后期运输物流等环节受到疫情防控的影响，短期增速再次转为负值。12月消费者避险情绪上涨导致元旦消费整体承压，市场结构性优点助力复苏。1月份春节期间消费活跃复苏，1月CPI回升至2.1%。商务部全国重点监测省市北京、上海、重庆、浙江省、陕西省、江苏省、杭州市等披露春节消费数据。北京市商务局重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等企业实现销售额50.9亿元；上海市商务委的数据显示，2023年1月20日至26日春节7天，上海线下消费支付金额323亿元，恢复至去年农历同期的81.7%，环比节前增速明显提升11.8个百分点；重庆市商务委发布数据显示，春节期间全主要商圈和重点商贸企业实现零售额156.67亿元，比去年同期增

长13%；除夕当日，浙江省全省银联消费总金额达109.57亿元，同比增长17.16%；陕西省数据显示商品零售额12.5亿元，同比增长4.1%；江苏省全省重点商贸流通企业累计实现销售额约46.9亿元；杭州市消费总金额为149.97亿元，同比2022年增长21.6%，同比2019年增长61%。兔年春节主题活动加码喜庆氛围为商圈引流，带动客流回升，达到供给端优化，促进消费；主题活动等体验感强、可为消费者带来额外附加值的环节逐步成为引流的关键手段；传统文化与春节喜庆氛围交融，红色系、兔元素以及国潮商品热销。线上渠道消费出现多元化及回暖趋势；春节背景推动下珠宝首饰销量增长，“兔”元素单品备受欢迎。春节以来，各地消费券持续发放。消费券联动商圈和春节活动，关注特殊群体，从需求端提振消费者的消费能力与消费热情，不断撬动乘数效应。部分消费券具有具体的消费方向指引，明确拉动汽车、家电、零售百货等相关渠道、品类销售额增长。2月份黄金珠宝与化妆品积极把握情人节“浪漫消费”节点，带来全品类增长。我们认为当前消费市场环境和政策环境积极乐观，促消费政策等积极鼓励效用逐步显现，当前阶段距离疫情前的增长均值水平仍有一定的提振空间，随着疫情防控政策的逐步放开，新冠疫情带来的负面影响或将逐步降低，居民的消费信心以及消费市场活力稳健恢复，国内经济正逐步恢复至前期增长轨迹；加之元旦、春节等节假日的消费机会可能增加，消费情绪或将进一步上扬，因此我们预期2023年1-2月的零售市场增速将呈现企稳向好的迹象，未来社消增速也将进一步向疫情前水平靠拢。

需要注意的是，消费者出行及线下消费不再受限，各地餐厅恢复堂食，线下零售、餐饮等业态已经恢复。但是疫情期间对于消费者消费习惯、消费渠道产生深远影响，线上频发的促销活动也将进一步提升渠道表现。我们维持认为，线上份额占比逐年提升的大趋势不会发生变化。

从市场层面来看，2022年业绩预告多数公司呈现出亏损的趋势，原因为受疫情因素影响，线下门店被迫暂停营业，各种销售渠道受阻，销售规模大幅度削减；消费者信心不足，需求减少；宏观经济增长放缓，公司外部环境承压；国际环境不稳定导致原材料成本提高影响公司净利润。

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”、2022年年度策略中“中高端消费下的‘专精特新’”以及2023年年度策略中“文化为‘国潮’品牌赋生机”这三大投资主线，保持(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定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)。

(二) 核心关注组合表现回顾

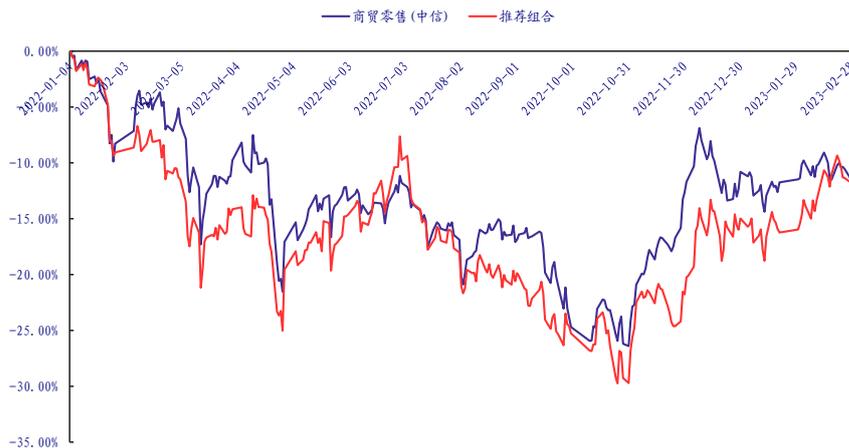
表 3: 核心关注组合

| 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 | 天虹股份 | 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。 | -6.01% | -0.93% |
| 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。 | -4.62% | 1.45% |
| 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。 | -5.48% | 1.17% |
| 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。 | 2.70% | -1.47% |
| 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。 | 2.49% | -1.56% |
| 300755.SZ | 华致酒行 | 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。随着公司的渠道及品类建设不断完善，有望成为十四五规划中百亿级别的酒流通企业。 | 7.64% | -2.56% |
| 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。 | 2.07% | -1.63% |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 公司在主品牌欧莱雅、核心品类护肤品、传统线下日化渠道中稳定发展，同时大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展策略，市场营销反应速度快，彩妆新品、线上电商渠道增速亮眼。 | 8.67% | 1.25% |
| 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。 | -8.20% | 0.03% |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 公司不断扩大代理业务，与多个品牌形成代理合作关系，并且公司持续推进自有品牌升级，结合新唐风等布局多元产品形态，积极搭建自有平台，提升用户粘性和复购率。 | 13.78% | 0.10% |
| 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。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。 | 14.42% | -1.11% |
| 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。 | -0.55% | -3.57% |

| | | | | |
|-----------|------|---|--------|--------|
| 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。 | 2.64% | -3.76% |
| 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。 | 44.90% | 0.42% |
| 600655.SH | 豫园股份 | 公司持续在珠宝时尚方面深耕并拓展时尚连锁网络，核心业务扩张升级，海外业务实现一定复苏，多赛道进行发力，度假村业绩持续回暖，大豫园建设取得进展。 | 2.63% | 0.26% |
| 002867.SZ | 周大生 | 赋予黄金产品新的销售亮点，具有时尚文化的差异化竞争优势，产品持续进行迭代升级，产品研创力度不断增强。 | 13.90% | 0.98% |
| 600612.SH | 老凤祥 | 黄金行业龙头，品牌历史悠久构建了品牌壁垒，继续推进加盟扩张，渠道铺设快速有效，关注黄金珠宝产品的自主研发能力，将更好地满足多元化的消费需求。 | 13.88% | 0.72% |

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 and 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 and 美国的网络零售额和占比情况 | 11 |
| 图 21: 中国 and 美国的网络零售额同比增长情况 | 11 |
| 图 22: 中国 and 美国的线上 CR10 对比 | 12 |
| 图 23: 2022 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 | 15 |
| 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 2022 年年初至今累计涨跌幅 | 19 |
| 图 32: 零售行业指数与估值指标 | 19 |
| 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 | 21 |
| 图 38: 零售行业换手率与全行业比例情况 | 21 |
| 图 39: 零售行业风险溢价走势情况 | 21 |

图 40: 零售行业 beta 值与全行业比例情况 21
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 24

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。

甄唯莹：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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@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