西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

零售行业2026Q4投资策略

CPI温和抬升，消费信心有望修复

西南证券研究院
零售研究团队
2026年10月

商贸零售核心观点

- **回溯2026年前三季度：**

2026年截至9月，社会消费品零售总额累计同比+1.1%，从单月同比来看，从单月同比来看，2026年1-9月社零整体呈现偏弱震荡的特征。从线下客流来看，2025年购物中心客流同比增速回落至13.1%；相较于2019年基准，客流持续修复。从消费力来看，受经济不确定性等多因素影响，虽线下客流已先行恢复，但消费信心仍处于恢复进程中。

- **展望2026第四季度：**

预计未来年消费信心将持续温和恢复，国内连锁超市经过十多年的门店出清，集中度持续提升，从铺店抢量，逐步变为精细化运营，有望叠加CPI回暖迎来修复。

投资逻辑

- **投资逻辑：存量竞争下核心壁垒强的区域零售商**

在消费信心温和复苏背景下，线下零售市场逐渐转为存量竞争，各大零售商扩张速度放缓，更加关注自身供应链建设、门店调改等方面，零售商商业模式逐渐从“渠道溢价”转为“服务溢价”，在此逻辑下我们推荐关注大量区域零售标的，此类标的具有核心位置物业资产，经营优势明显；此外该类账面货币现金储备丰厚，具备开展股权收购、资产重组等操作的基础。

风险提示：消费复苏不及预期风险、产品放量不及预期风险、海外需求不及预期风险、门店调改不及预期风险。

目 录

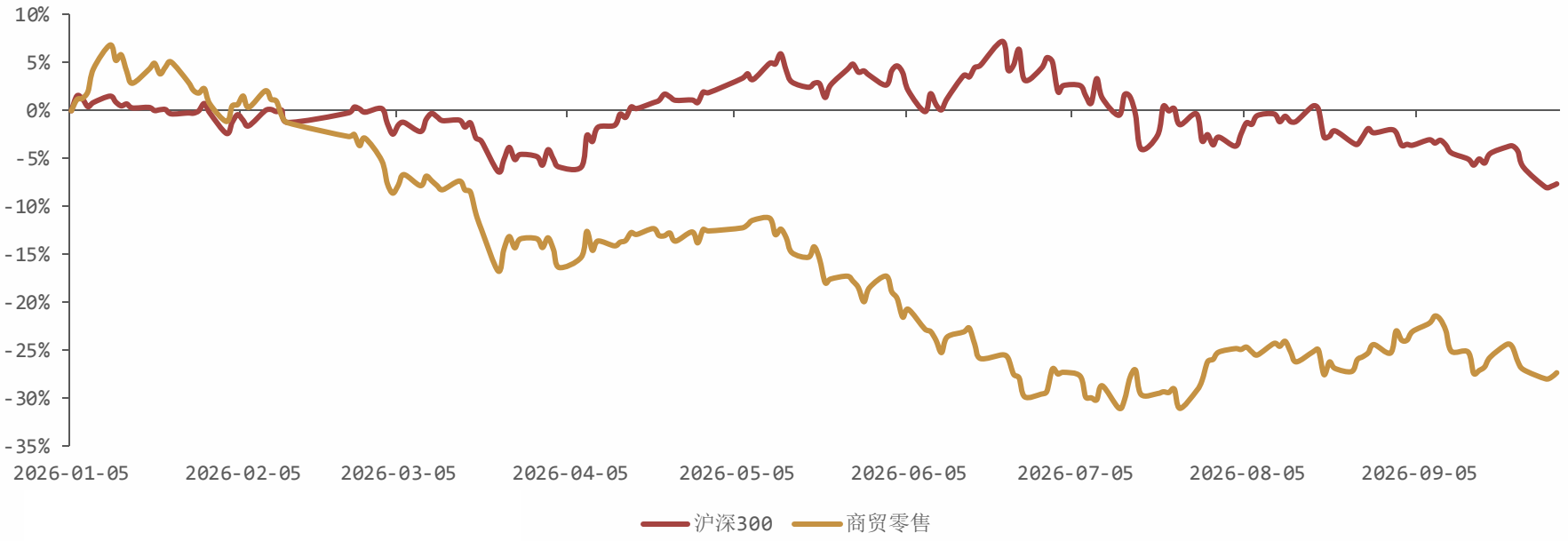
2026年前三季度行情回顾

基本面情况及展望

2026年前三季度行业回顾：零售指数承压明显

- 2026年初截至9月30日申万零售指数下跌27.4%，在申万行业中涨幅排名第31。2026年前三季度，申万商贸零售指数整体走势显著弱于沪深300指数，主要由于可选消费复苏节奏不及市场前期乐观预期、居民消费信心修复偏慢，叠加板块前期对复苏行情充分定价后进入估值消化阶段。值得关注的时点在于2026年7月开始发生的风格切换，市场由高拥挤度的成长股交易转向防御性的价值股交易，叠加板块经过深度回调之后配置赔率提升，商贸零售指数开启低位震荡修复，但反弹力度有限，前三季度整体仍大幅跑输沪深300。

年初至今零售指数走势

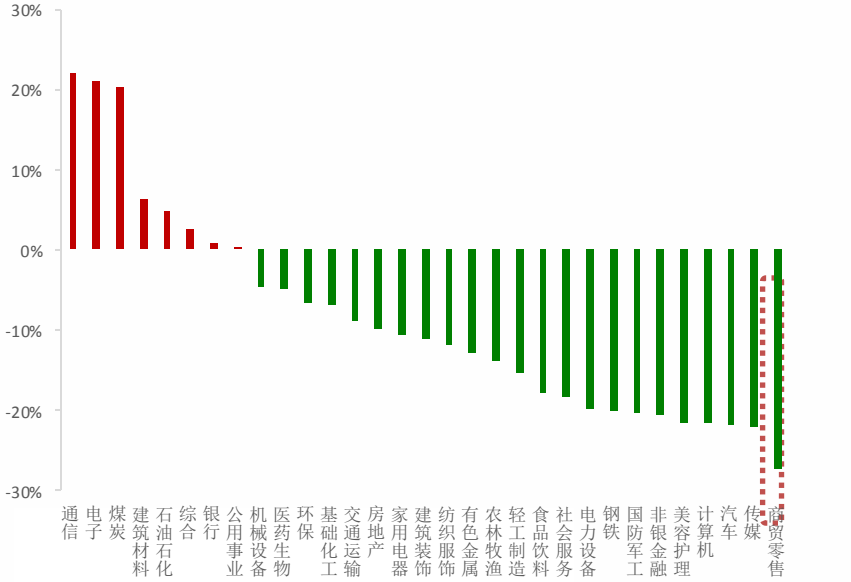


数据来源：wind，西南证券整理（数据截至9月30日）

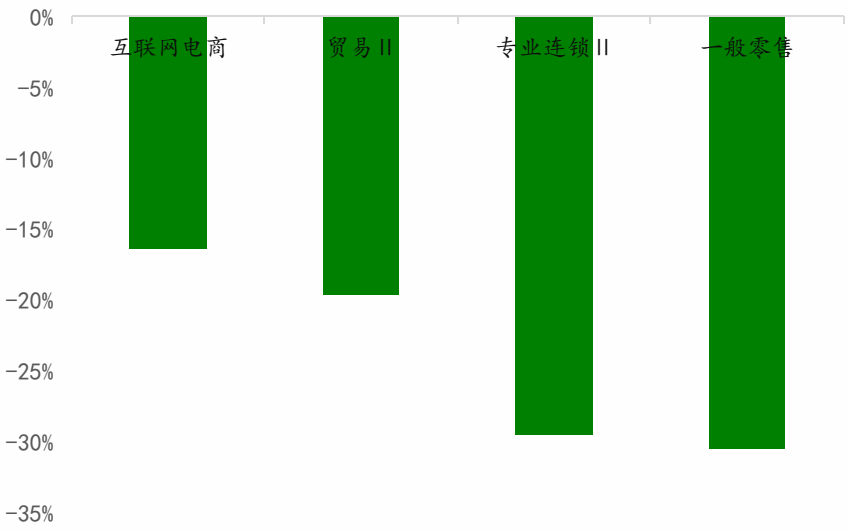
2026年前三季度行业回顾：零售行业涨幅排名靠后

- 年初至今，零售行业涨幅排行靠后。二级行业方面，互联网电商跌幅相对最小，年初至今下跌16.4%；贸易Ⅱ次之，下跌19.7%；专业连锁Ⅱ、一般零售跌幅更深，分别下跌29.5%、30.5%。板块内整体表现偏弱，一般零售领跌，主要在于消费复苏节奏持续低于预期，线下客流修复难以兑现前期乐观假设，叠加部分标的前期估值偏高，业绩兑现压力持续压制板块表现。

年初至今各行业走势



年初至今零售子板块走势

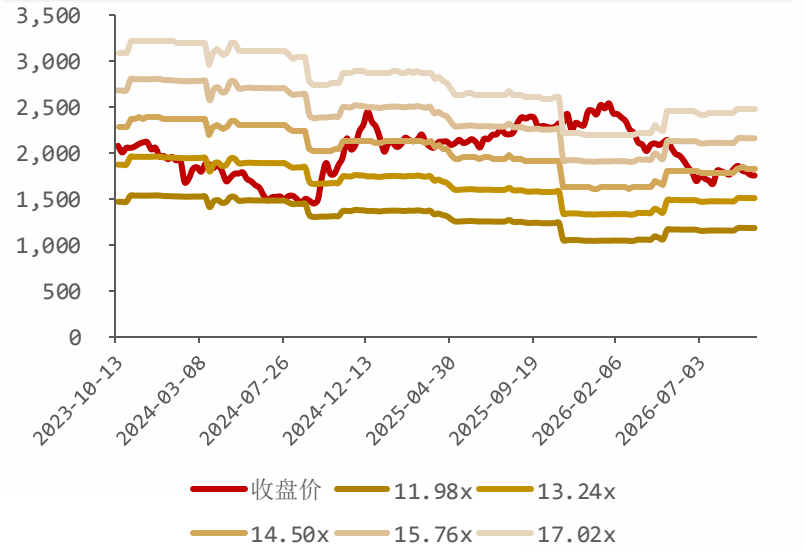


数据来源：wind，西南证券整理（数据截至9月30日）

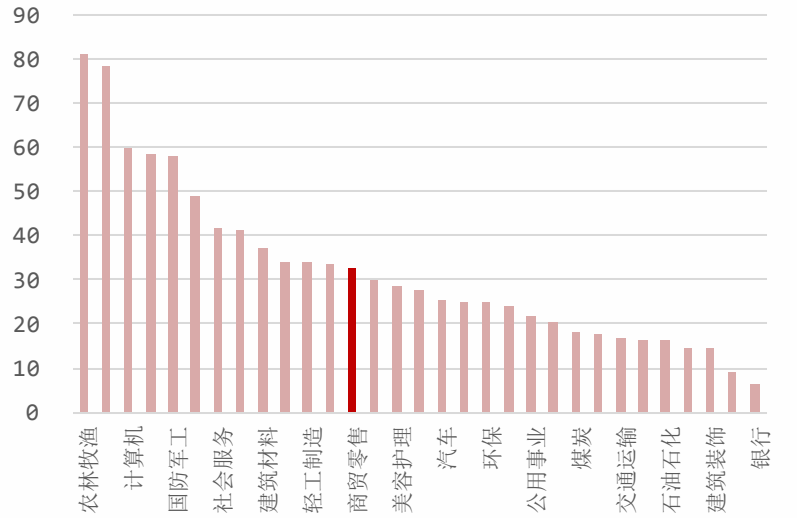
2026年前三季度行业回顾：估值水平中位偏低

- 估值分析：纵向对比，零售估值目前处于近年中位偏低位置。横向来看，零售行业目前平均PE（TTM）为32.8X，在31个申万一级行业中排名13，在各行业中仍处于估值居中水平。

零售行业PE-Band



各行业PE-TTM对比

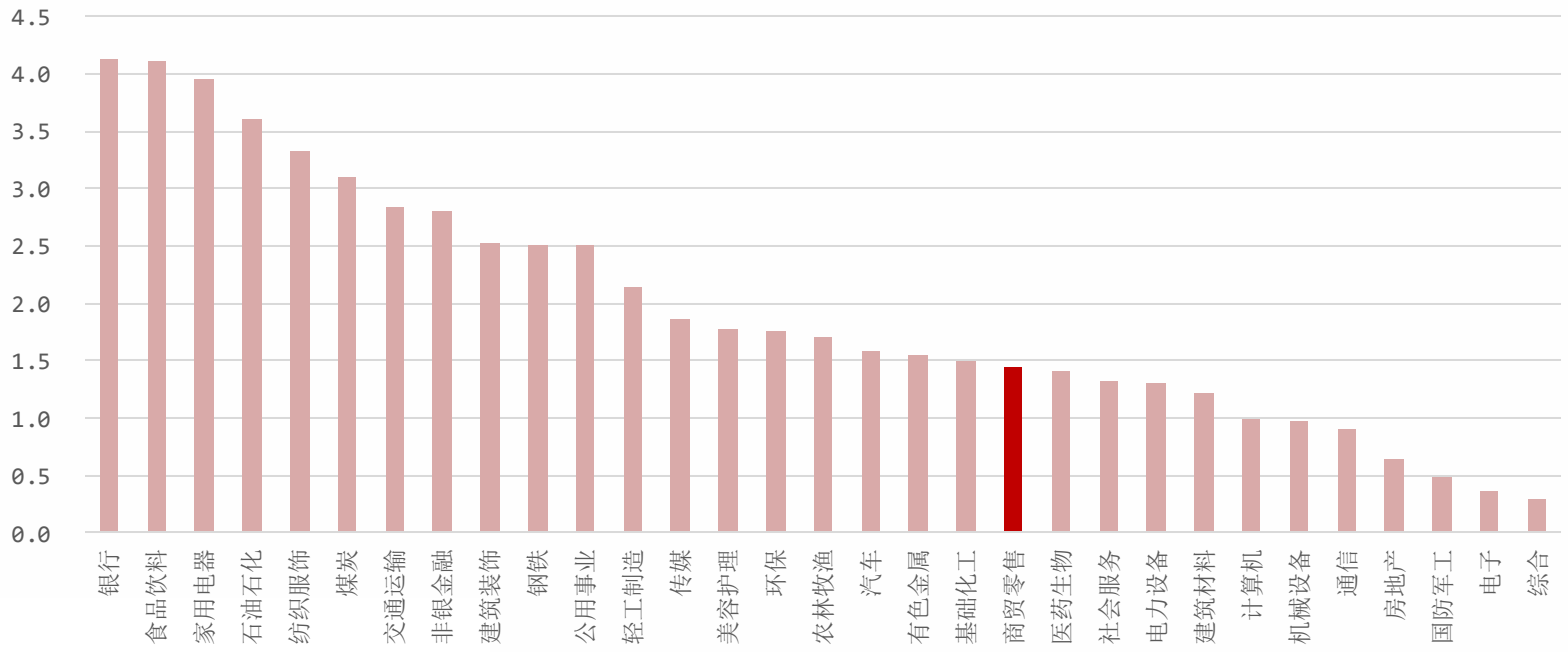


数据来源：wind，西南证券整理（数据截至9月30日）

2026年前三季度行业回顾：关注高股息个股

- 股息率分析：零售行业股息率1.4%，在31个申万一级行业中排名第20。商贸零售行业因近年来消费信心走弱，经营压力持续承压，分红能力整体较弱，但其中部分国资零售企业凭借优质的物业资产，经营更具韧性，股息率会相对更高。

各行业股息率对比（%）



数据来源：wind，西南证券整理（数据截至9月30日）

目 录

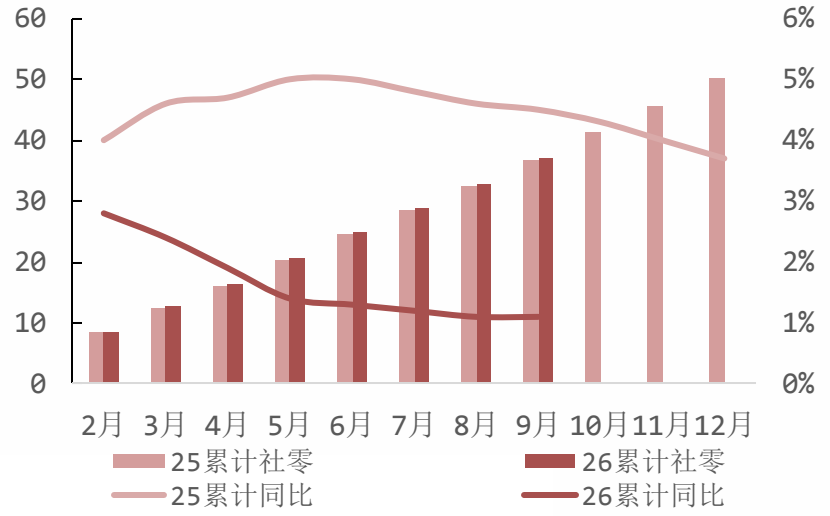
2026年前三季度行情回顾

基本面情况及展望

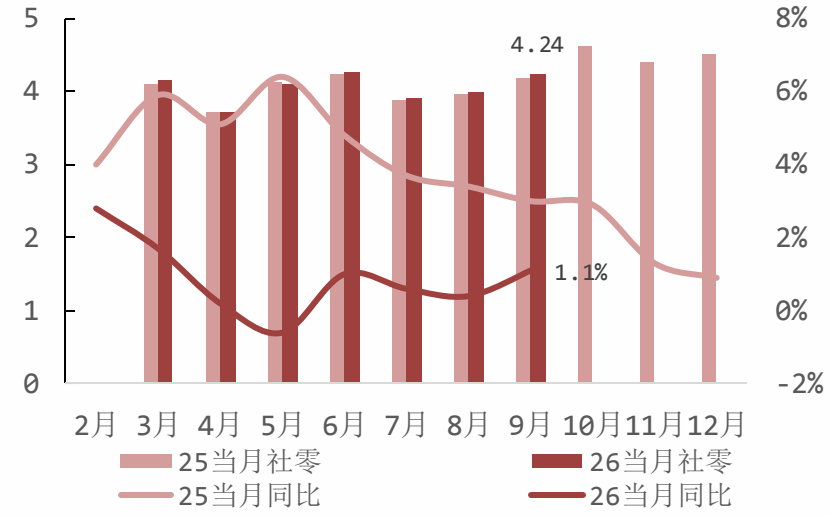
社零表现：社零单月同比低位震荡

- 2026年M1-9，社零总额为37万亿元，同比增长1.1%，累计同比增速环比持平。
- 从单季同比来看，其中Q1社零总额为12.8万亿元，同比增长2.4%；Q2社零总额为12.1万亿元，同比增长约0.2%；Q3社零总额为12.1万亿元，同比增长0.7%；
- 从单月同比来看，2026年1-9月社零整体呈现偏弱震荡的特征，一方面源于居民消费意愿修复偏缓，可选消费需求偏弱带来整体同比中枢下移；另一方面前期高基数压制使得二季度单月同比一度转负，消费磨底进程中自6月起单月同比重回正区间，9月单月同比小幅抬升，边际出现温和改善迹象。

社会消费品零售额累计同比（万亿元，%）



社会消费品零售额当月同比（万亿元，%）

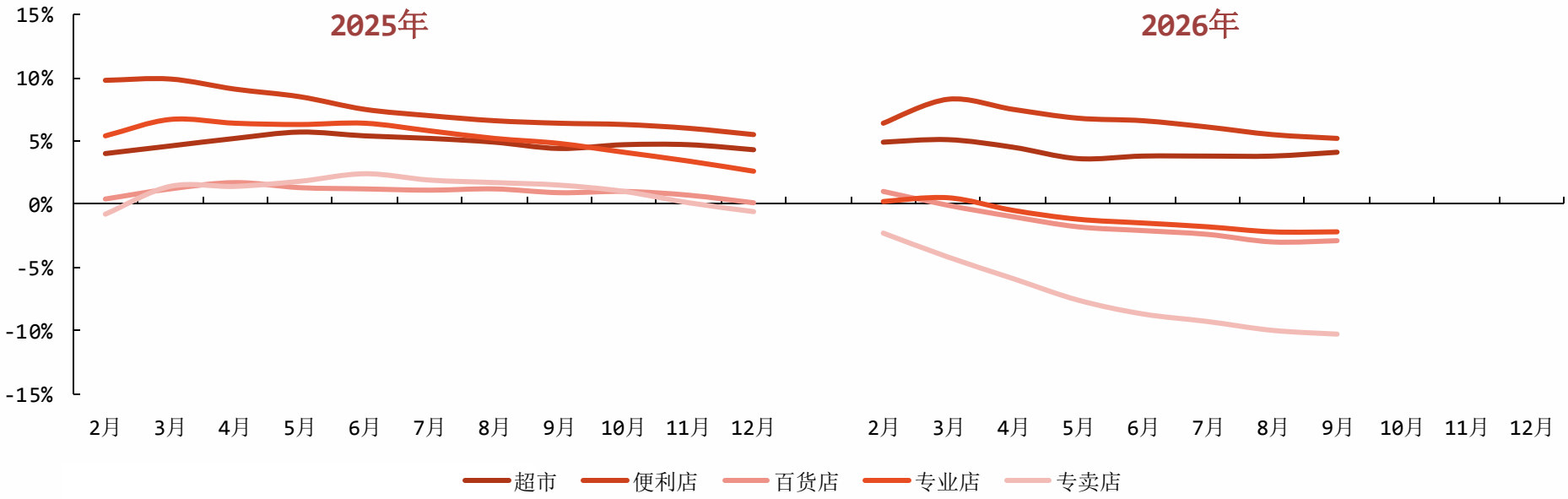


数据来源：wind，西南证券整理

分业态社零：前期分化表现持续走阔

- **分业态社零前期分化表现持续走阔。**分业态来看，2026年上半年因各业态对于客流依赖度、消费属性差异，在消费整体偏弱、客流修复乏力的环境下各业态零售额表现持续分化；进入Q3以来，强弱格局延续，截至2026年9月，便利店、超市零售额分别累计同比增长5.2%、4.1%，百货店、专业店、专卖店零售额分别累计同比-2.9%、-2.2%、-10.3%。

分业态社零累计同比增速



数据来源：wind，西南证券整理

分产品社零：必选消费表现较好

- 分产品来看，前期高基数压制下，地产链相关的零售、家具、建材持续承压，汽车消费走弱拖累可选大盘；烟酒、服装年初阶段性高增，珠宝增速逐季回落，通讯器材、化妆品保持韧性，必选消费整体相对稳健。
- 排除基数效应的影响，利用截至9月的2年复合增长率来观察：必选消费中的粮油食品、烟酒表现较好，通讯器材、文化办公用品保持高景气，2年CAGR分别达到8.6%、8.2%、19.3%、12.8%；地产链品类承压，建筑及装潢材料两年复合增速为负，汽车类同样录得负增长，地产后周期与大宗耐用消费仍受地产景气压制。

分产品累计同比增速

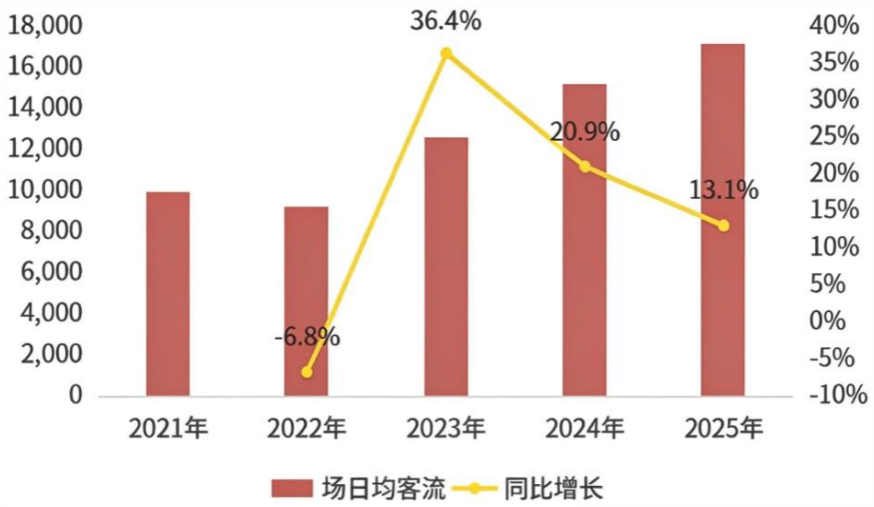
限额以上单位商品零售累计同比		2025											2026								2年CAGR（截至9月）
		2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05	2026-06	2026-07	2026-08	2026-09	
必选	粮油、食品类	11.50%	12.20%	12.60%	13.00%	12.30%	11.80%	11.00%	10.40%	10.30%	9.90%	9.30%	10.20%	10.00%	8.60%	7.40%	7.40%	7.20%	6.80%	6.80%	8.59%
	饮料类	-2.60%	-0.50%	0.30%	0.20%	-0.60%	-0.20%	0.20%	0.10%	0.80%	1.00%	1.00%	6.00%	6.70%	6.00%	6.00%	6.00%	5.60%	5.50%	5.40%	2.72%
	烟酒类	5.50%	6.30%	5.80%	6.70%	5.50%	5.20%	4.30%	4.00%	4.00%	3.30%	2.70%	19.10%	16.00%	15.20%	13.40%	13.20%	12.40%	12.40%	12.60%	8.21%
	日用品类	5.70%	6.80%	7.00%	7.20%	7.30%	7.40%	7.40%	7.40%	7.40%	6.50%	6.30%	6.60%	5.90%	5.40%	4.60%	4.40%	4.10%	3.80%	3.80%	5.58%
可选	服装类	2.60%	2.70%	2.50%	2.60%	2.50%	2.20%	2.20%	2.40%	2.90%	3.10%	2.80%	10.70%	9.40%	8.30%	7.40%	6.80%	6.10%	5.30%	4.90%	3.64%
	化妆品类	4.40%	3.20%	4.00%	4.10%	2.90%	3.10%	3.30%	3.90%	4.60%	4.80%	5.10%	4.50%	5.90%	5.60%	4.90%	6.30%	6.30%	6.10%	6.10%	4.99%
	金银珠宝类	5.40%	6.90%	10.40%	12.30%	11.30%	11.00%	11.70%	11.50%	14.00%	13.50%	12.80%	13.00%	12.60%	5.40%	2.80%	1.90%	0.70%	-1.50%	-2.40%	4.32%
	通讯器材类	26.20%	26.90%	25.40%	27.10%	24.10%	22.90%	21.10%	20.50%	20.90%	20.90%	20.90%	17.80%	20.80%	17.70%	13.80%	14.40%	15.10%	16.30%	18.10%	19.29%
地产链	家用电器和音像器材类	10.90%	19.30%	23.90%	30.20%	30.70%	30.40%	28.40%	25.30%	20.10%	14.80%	11.00%	3.30%	0.00%	-4.00%	-6.90%	-7.40%	-6.60%	-5.60%	-4.90%	9.16%
	家具类	11.70%	18.10%	20.20%	21.40%	22.90%	22.60%	22.00%	21.30%	19.90%	16.90%	14.60%	8.80%	1.90%	-1.40%	-3.00%	-3.70%	-4.50%	-4.90%	-4.70%	7.52%
	建筑及装潢材料类	0.10%	0.00%	2.30%	3.00%	2.60%	2.20%	1.80%	1.60%	0.50%	-1.50%	-2.70%	-2.20%	-4.70%	-7.10%	-8.40%	-8.80%	-9.50%	-9.80%	-9.70%	-4.22%
其他	体育、娱乐用品类	25.00%	25.40%	24.90%	25.70%	22.20%	21.10%	20.60%	19.60%	18.40%	16.40%	15.70%	4.10%	1.90%	-0.70%	-2.40%	-2.40%	-3.50%	-3.70%	-3.40%	7.49%
	中西药品类	2.50%	2.10%	2.20%	1.80%	1.40%	1.20%	1.20%	1.30%	1.50%	1.80%	1.80%	0.70%	2.40%	2.90%	3.10%	3.30%	3.80%	3.90%	4.00%	2.64%
	文化办公用品类	21.80%	21.70%	24.40%	25.70%	25.40%	23.70%	22.30%	19.90%	19.10%	18.20%	17.30%	5.80%	9.30%	5.30%	3.80%	5.80%	6.00%	6.00%	6.20%	12.84%
	石油及制品类	0.90%	-0.10%	-1.40%	-2.60%	-3.40%	-4.10%	-4.60%	-4.90%	-5.00%	-5.20%	-5.70%	-9.70%	-6.40%	-6.40%	-5.80%	-5.70%	-5.90%	-6.10%	-5.50%	-5.20%
	汽车类	-4.40%	-0.80%	-0.50%	-0.10%	0.80%	0.40%	0.50%	0.60%	-0.20%	-1.00%	-1.50%	-7.30%	-9.10%	-10.60%	-11.80%	-12.60%	-13.20%	-13.90%	-14.90%	-7.47%

数据来源：wind，西南证券整理

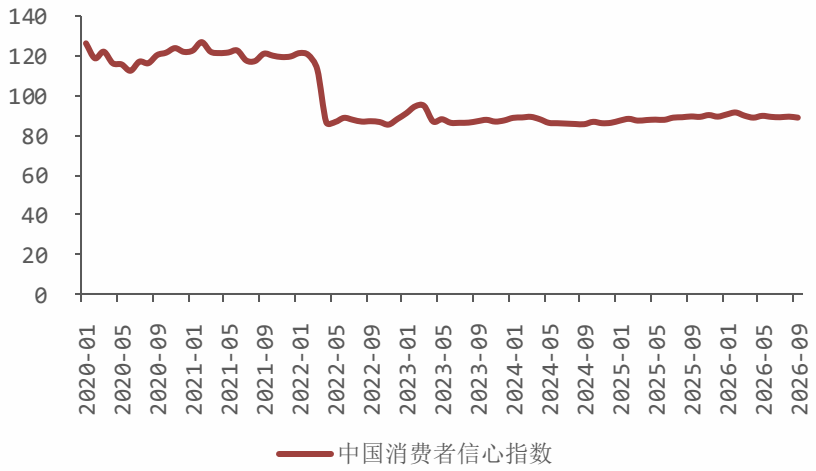
购物中心：客流恢复修复，但消费信心仍然偏弱

- **客流持续修复**：购物中心客流修复节奏放缓，根据赢商网数据，2024年购物中心客流同比增长20.9%，2025年购物中心客流同比增速回落至13.1%；相较于2019年基准，客流持续修复，但增速逐年走低。
- **消费信心仍然偏弱**：受收入预期、经济不确定性等多因素影响，线下客流虽维持在较高水平，但消费信心长期偏弱，线下持续呈现“高客流，低消费力”的特征。我们认为消费信心修复节奏偏慢，性价比导向持续主导消费决策，“兴趣消费”的拉动力度有限。

购物中心客流表现（场日均人数）



消费信心有待恢复

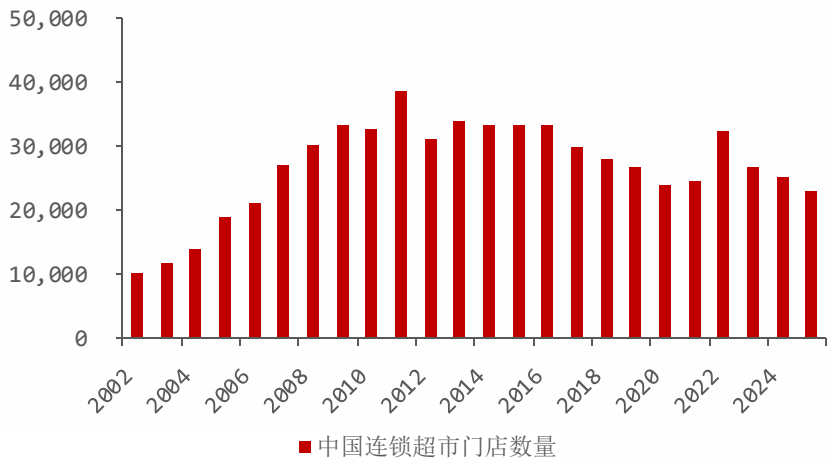


数据来源：wind，赢商网，西南证券整理

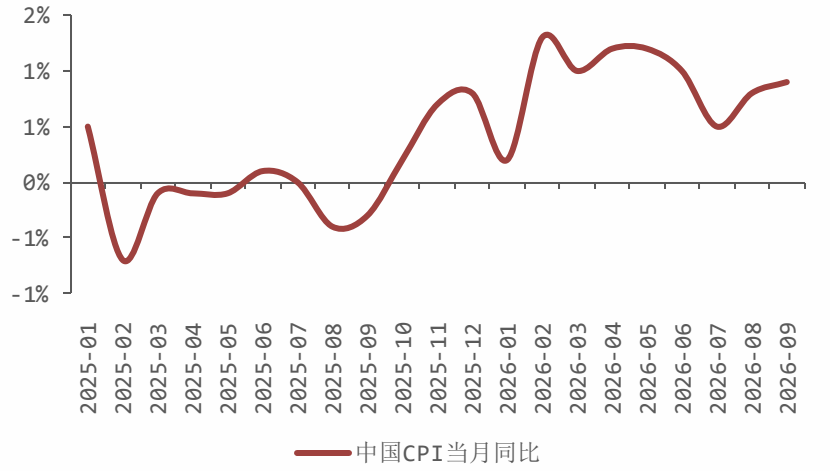
超市：集中度提升，或受益于CPI回暖

- **CPI开始回暖。**国内CPI在2025年低位开始震荡回升，有利于商超商品迎来提价，企业营收端获得改善。
- **门店持续出清，行业集中度提升。**国内连锁超市经过十多年的门店出清，集中度持续提升，从铺店抢量，逐步变为精细化运营，有望叠加CPI回暖迎来修复。

中国连锁超市门店持续出清



2025至今CPI数据



数据来源：wind，西南证券整理

新业态持续涌现

- **从渠道溢价转为服务溢价。**传统零售作为各类商品销售的渠道，过去的利润主要来自于**“渠道溢价”**。
- 在电商等线上平台的冲击、以及经济不确定性带来的性价比需求之下，渠道的溢价权降低，与之对应的是**各种新业态**的兴起。
- 新兴零售商的服务溢价可以表现为**选品服务、供应链折扣服务、社区店的便捷服务**等。

新业态涌现

美妆集合店



火锅食材店



零食折扣店



数据来源：西南证券整理

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：陈柯伊
执业证号：S1250524100003
邮箱：ckyyf@swsc.com.cn

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，　　，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn				