零售行业

零售行业 2021 年年度投资策略

评级：看好

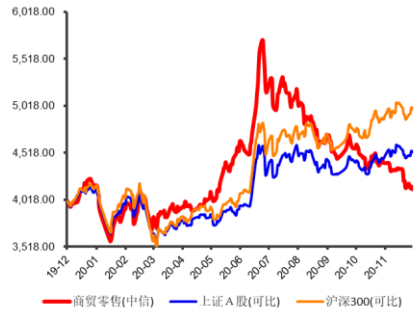
报告原因：策略研究

渠道购物近场化，线上价值稳步攀升

2020 年 12 月 20 日

行业研究/深度报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 2020 年三季报综述：业绩环比持续改善，内循环激发线上消费价值提升

零售行业 12 月投资策略 ：商品零售结构优化，升级类消费引领增长

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **行业整体小幅提升，PE 估值中枢持续上移。**2020 年 1-11 月商贸零售行业上涨 8.11%，与上年同期相比小幅提振 4.97pct，但跑输大盘 12.97pct。行业市场表现强于去年同期，上半年行业整体涨势良好，但下半年受到前期估值水平较高、市场风格变换等因素影响，行业持续回调、成长较为疲软。从子板块看，涨跌幅位居前三的分别是专业市场、超市及便利店、其他连锁，涨跌幅分别为 14.16%、13.47%、13.15%。疫情期间居民消费受到抑制，除必选消费为主的超市及便利店业态以外，其余实体业态销售均受到冲击。1-11 月行业整体 PE 水平呈现上涨态势。疫情影响实体零售企业三季报净利润同比水平呈现明显下滑，导致板块 PE 水平持续上扬，至 5 月初已回归近五年平均位置，随后 PE 水平持续提升，但趋势上呈现震荡回落。
- **消费市场结构优化，数字经济快速成长。**疫情影响消费需求，前 11 个月社零总额同比下降 4.8%，但三季度增速年内首次转正，同比+0.9%，市场销售复苏态势明显。随着国民经济持续稳定恢复，促消费政策不断发力，居民消费需求稳步释放，11 月份市场销售增速加快，升级类商品增速加快，商品零售结构继续优化。伴随数字经济的持续升温，直播带货等新型消费模式成长较快，助力网上零售持续向好，年内线上渠道渗透率整体提升至 25%。政策层面，国内大循环的总体指导思路是刺激消费增长，顺应消费升级趋势，提升传统消费转型；以质量品牌为重点，培育新型消费发展。零售业作为内循环体系中最重要的消费环节，将会得益于经济质量的不断提高和消费环境的持续优化。
- **百货：直播带货缓解疫情压力，持续加码线上业务布局。**百货和购物中心属于实体聚集性产业，受疫情冲击最为明显。得益于企业积极布局线上业务，拥有互联网基因、业态创新转型的百货企业在疫情期间受影响相对较小，直播带货成为百货企业纾解疫情压力、融合线上线下渠道的常态化方式。随着移动社交电商的快速发展，越来越多的百货企业通过微信等社交媒体增加消费者触点，激发消费者的购物意愿，提升线上渠道销售占比。明年百货行业将持续加大力度布局线上业务，实现人、货、场的全面数字化，为顾客提供便捷高效的服务和体验。此外，以王府井为领头，在免税政策利好的带动下，未来免税业务将成为百货企业新的盈利增长点。
- **超市：门店加速近场化，社区团购快速发展。**在实体商超渠道受到直接冲击的背景下，大卖场遭遇挑战导致销售额同比下降，超市小型业态蓬勃发展，销售额逆势增长。未来超市小型业态将更贴近社区高频消费场景，以高频刚需的即食和生鲜类产品为引流，拥有产品结构标准化程度高和门店可复制性强的优势。虽然社区生鲜业态下半年的销售有所放

缓，但全年来看仍将保持高于大卖场和便利店的增幅快速增长。疫情期间社区团购模式得到迅速推广，且推广速度与疫情风险等级正相关，从表面上来看，社区团购是资本逐利性质的推动，而实质上是市场的潜在消费需求在催化零售端做出变革。

- **化妆品：国货品牌影响力增强，产业资本加速布局。**我国化妆品行业在世界化妆品行业中的份额和影响力逐渐增强，目前已成为推动世界化妆品行业增长的主要消费大国。伴随社交电商渠道的迅速崛起，近几年国内美妆护肤品市场的线上渠道占比逐年攀升，渠道占比已超过 30%，并且未来会进一步扩张。随着新锐国货的崛起，国产品牌受美妆人群关注度逐渐升高。国货品牌的目标用户以 25 岁以下、三线及以下城市的 95 后、00 后女性消费者为主。各细分品类品牌偏好集中在欧美品牌，但本土品牌增长强劲。在资本的加持下，国货彩妆的发展走上快车道。
- **投资策略：渠道购物近场化，线上价值稳步攀升。**受益电商的不断发展，预计明年消费者也会继续加大在线上和 O2O 渠道的支出，再加上直播和短视频带货的持续火热，线上渠道不仅作为宣传引流的流量入口，还将逐渐成为零售行业不可缺少的一种购物体验，渠道渗透率将继续稳步提升。展望 2021 年，以扩大内需为战略基点，在数字经济持续升温和线上渠道渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及实体零售企业数字化转型的加速推进，明年重点关注消费分级下追求性价比和高端品质型消费两类不同群体的个性化需求，包括直播带货、社区团购和国货美妆品牌等，主要关注以下几条主线，**1）后疫情时代超市企业持续加码线上业务，加速展店态势下关注中长期成长性价值，**建议关注永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高；**2）双循环新格局促进国货加速下沉渗透，国货美妆品牌有望持续提升市场集中度，**建议关注珀莱雅、丸美股份和上海家化；**3）可选消费为主的细分板块估值弹性足，直播电商+免税资质助力品牌修复业绩、价值提升，**建议关注王府井、豫园股份和周大生。
- **风险提示：**宏观经济下行压力；促消费政策不达预期；行业竞争加剧；拓展新业态不确定性强；国内疫情防控态势随天气转冷出现新变化。

目录

1. 行业整体小幅提升，PE 估值中枢持续上移 8

1.1 行情回顾：整体上涨但跑输大盘，百货超市涨势稳健 8

1.2 行业估值 PE：整体中枢上移，四季度稳步回调 9

1.3 基金持仓：行业维持低配状态，电商新股加仓较多 10

2. 消费市场结构优化，数字经济快速成长 12

2.1 食品价格涨势放缓，11 月当月由升转降 12

2.2 商品零售结构优化，必选稳健可选加快复苏 14

2.3 线上渗透率整体提升，直播电商井喷式发展 16

2.4 政策定调内循环，刺激消费提质增效 18

3.百货：直播带货缓解疫情压力，持续加码线上业务布局 20

3.1 疫情影响销售下滑，直播带货纾解压力 20

3.2 线上业务形式多样，社媒推广以微信为主 21

3.3 王府井获批免税牌照，开启百货增长新局面 22

3.4 营收降幅环比收窄，单 Q3 利润规模环比回落 23

4.超市：门店加速近场化，社区团购快速发展 25

4.1 超市门店近场化，小型业态快速发展 25

4.2 社区生鲜回归理性，疫情驱动逆势增长 26

4.3 线上买菜习惯渐成，社区团购迅速推广 28

4.4 营收规模小幅下降，Q3 利润增速环比提升 31

5.化妆品：国货品牌影响力增强，产业资本加速布局 33

5.1 化妆品市场空间巨大，线上渠道占比逐渐攀升 33

5.2 国货品牌强势崛起，主攻低线年轻消费者 35

5.3 产业资本加速布局，上市公司数量较少 37

6 投资策略：渠道购物近场化，线上价值稳步攀升 39

6.1 趋势预判 39

6.2 投资策略 40
6.3 重点个股推荐 41
6.1.1 永辉超市（601933.SH）：加速全渠道业务转型，到家服务高速增长 41
6.1.2 珀莱雅（603605.SH）：Q3 营收增长较快，新兴彩妆品牌贡献增量 42
6.1.3 上海家化（600315.SH）：线上业务快速增长，玉泽品牌表现靓丽 42
6.1.4 王府井（600859.SH）：获免税品经营资质，综合竞争力进一步增强 42
6.1.5 豫园股份（600655.SH）：外延并购完善多品牌矩阵建设，科技引领强化产业协同 43
6.1.6 周大生（002867.SZ）：Q3 收入利润实现转正，线上销售持续高增长 43
7.风险提示 44

图表目录

图 1：2020 年 1-11 月中信一级行业涨跌幅（%） 8
图 2：CS 商贸零售子板块 2020 年 1-11 月涨跌幅 9
图 3：CS 商贸零售子板块 2019 年 1-11 月涨跌幅 9
图 4：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM） 10
图 5：CS 一般零售子板块 1-11 月估值水平 PE（TTM） 10
图 6：2020Q3VS2020Q2 基金配置比例一级行业分布 10
图 7：2019-2020Q3 批零行业基金配置比例情况 10
表 1：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动 11
图 8：CPI 当月同比、环比（%） 13
图 9：CPI 当月同比：分类别（%） 13
图 10：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 14
图 11：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 14
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比 15
图 12：限上单位必选消费品零售额 1-11 月累计增速 16
图 13：限上单位可选消费品零售额 1-11 月累计增速 16
图 14：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 17
图 15：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% 17
图 16：直播电商市场规模及预测 17
图 17：直播电商渗透率及预测 17
图 18：国内和国际双循环格局 18
图 19：构建国内大循环的五大抓手 18
图 20：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） 20

图 21：百货、购物中心销售额增速当月同比（%） 20
图 22：百货企业采用数字化的形式及占比 21
图 23：部分百货企业 2020 年线上渠道占比 21
图 24：百货店运用社交媒体宣传推广情况占比 22
图 25：百货店运用社交媒体销售商品情况占比 22
图 26：2015-19 年韩国免税业销售额（亿美元）及同比 23
图 27：2015-19 年中国免税业销售额（亿元）及同比 23
图 28：CS 百货综合 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 24
图 29：CS 百货综合 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 24
图 30：CS 百货综合 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 25
图 31：CS 百货综合 19-20Q3 毛利率+净利率+ROE（%） 25
图 32：现代通路主要零售商市场份额（中国市场） 26
图 33：线上进货渠道对零售小店的渗透率 26
图 34：2020 年门店增幅情况 27
图 35：2020 年门店分布情况 27
图 36：上半年来客数增幅分布 28
图 37：第三季度来客数增幅分布 28
图 38：疫情前后我国农产品购买渠道变化情况 29
图 39：社区团购商业模式 29
图 40：2019-2022 年社区团购市场规模及增长率 30
图 41：消费者选择社区团购平台原因 30
表 3：上市公司超市业态布局社区团购情况 30
图 42：CS 超市 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 32

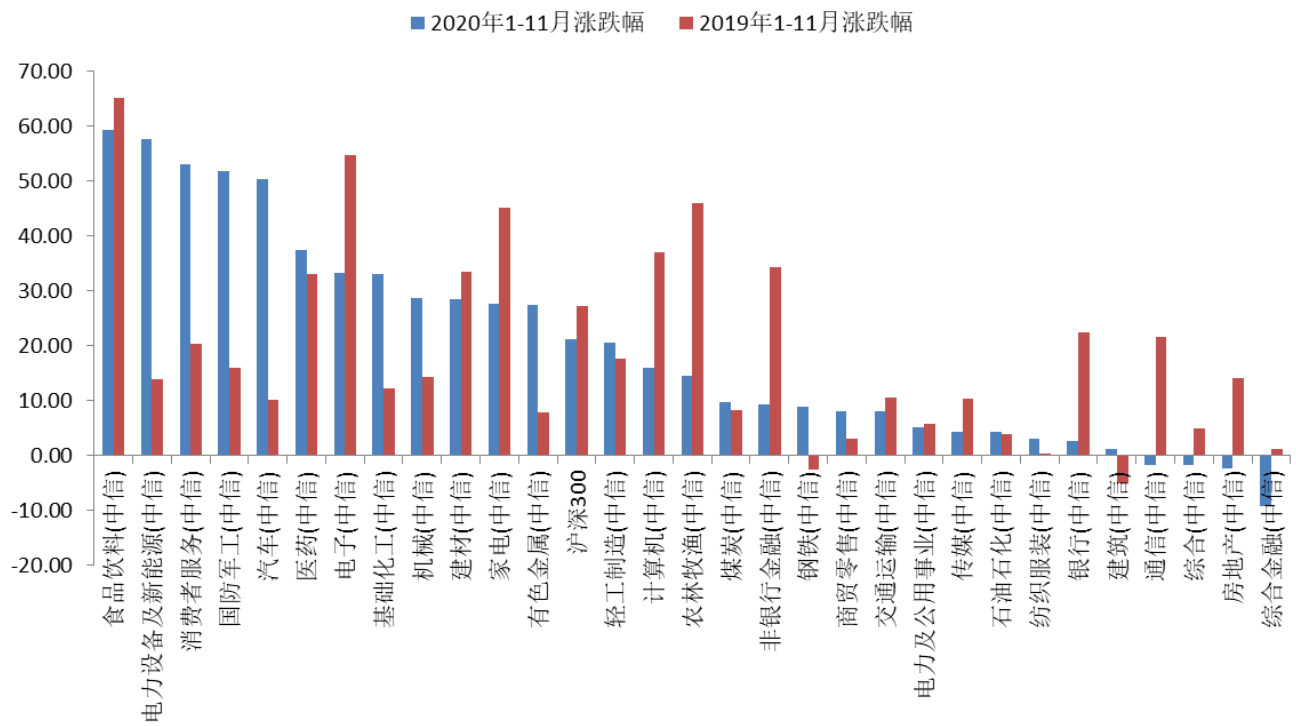
图 43：CS 超市 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 32
图 44：CS 超市 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 33
图 45：CS 超市 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%） 33
图 46：2019 年全球化妆品行业消费国市场份额占比 33
图 47：2009-2021 年中国美妆市场规模及同比 33
图 48：2004-2019 我国化妆品主要销售渠道占比 34
图 49：2020 年中国美妆护肤品线上购买渠道细分 34
图 50：天猫国货护肤&彩妆消费者性别/年龄分布 36
图 51：天猫国货护肤&彩妆消费者地区分布 36
图 52：美妆 TOP10 品类不同品牌国别份额及增速 36
图 53：美妆头部品类 TOP5 品牌 CR5 市场集中度变化 36
表 4：2016-2020 年国货彩妆重点投融资和并购事件 37
表 5：美妆产业链部分 A 股上市公司 38
表 6：重点覆盖上市公司列表 44

1. 行业整体小幅提升，PE 估值中枢持续上移

1.1 行情回顾：整体上涨但跑输大盘，百货超市涨势稳健

2020 年 1-11 月 CS 商贸零售行业上涨 8.11%，与上年同期相比小幅提振 4.97pct，但跑输大盘 12.97pct。1-11 月份中信一级 30 个行业有超八成处于上涨状态，大消费板块相关行业多涨幅靠前，其中食品饮料涨幅居首，为 59.22%。年初疫情席卷全国，在短期之内对市场造成了较大的冲击，但随着疫情防控态势的持续稳步向好，四季度以来市场复苏态势进一步明朗，部分行业在疫情催化下加速转型，实现逆势增长。**CS 商贸零售行业 1-11 月市场表现强于去年同期，全年呈现上涨态势，**在中信 30 个行业排名第 19 位，处于中下游位置，上半年受到线上直播电商等新型消费业态、线下消费券补贴等因素的推动，行业整体涨势良好，但下半年受到前期估值水平较高、市场风格变化、资金面趋紧等因素影响，行业持续回调、成长较为疲软。

图 1：2020 年 1-11 月中信一级行业涨跌幅（%）

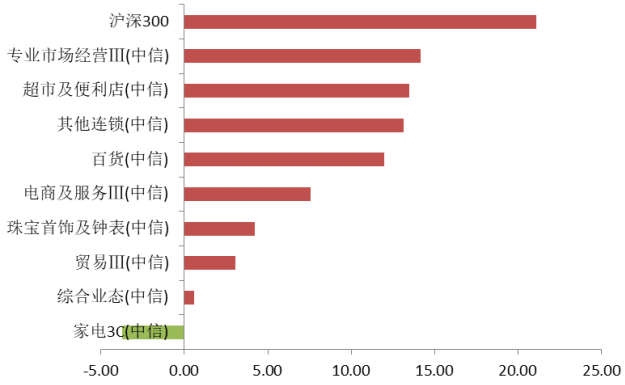


数据来源：Wind，山西证券研究所

从子板块来看，在 1-11 月 CS 零售的三级子行业中，涨跌幅位居前三的子板块分别是专业市场、超市及便利店、其他连锁，涨跌幅分别为 14.16%、13.47%、13.15%。1-11 月除家电 3C 以外的子板块均呈上涨，其中**专业市场涨势最高，超市、连锁、百货板块表现相对较好，但子板块表现均不及沪深 300 水平。**专业市场板块中，由于受到个股小商品城和富森美涨幅较大的影响，带动板块整体涨幅居前。疫情之下必选消费扛风险能力较足，超市板块中的龙头企业上半年业绩多超预期，但 Q3 开始由于受到去年同期物价水平较

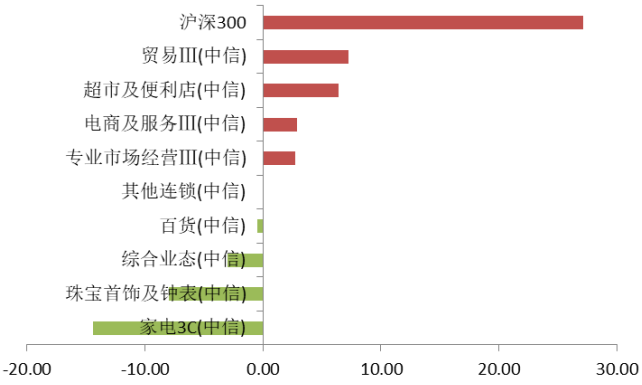
高的影响，**超市行业表现下半年开始承压，但全年看仍然能保持上涨 13.47%的稳健态势。**四季度进入消费复苏旺季，实体商业线下客流量和同店数据环比持续改善，下半年受到可选消费复苏、免税政策向好、高端消费回流的利好影响，以王府井成功获得免税资质为基点，**多家地方国有型上市公司也加入了申请免税资质的行列，带动百货板块全年上涨 12%，涨势较好。**受到以直播电商为主的新型消费的促进作用，线上渗透率不断提升，随着次新股丽人丽妆和若羽臣两大电商代运营龙头企业的上市，**电商行业逐渐开启流量大战的竞争格局，但由于板块上半年涨幅较高，三季度开始回调，导致板块全年上涨 7.58%，涨势较为平淡。**

图 2：CS 商贸零售子板块 2020 年 1-11 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 商贸零售子板块 2019 年 1-11 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

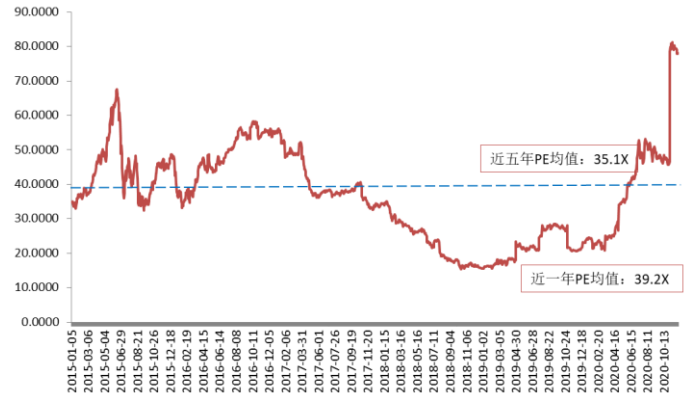
1.2 行业估值 PE：整体中枢上移，四季度稳步回调

2020 年 1-11 月，CS 商贸零售 PE 水平整体呈现上涨态势，一季度板块振幅较大，二季度 PE 大幅上扬且涨势迅猛，至 7 月抵达阶段性高位，随后呈现震荡回落格局。2020 年前三季度受疫情影响实体零售企业净利润同比水平呈现明显下滑，导致板块 PE 持续上扬，至 5 月初已回归近五年平均位置，到 7 月 PE 仍不断提升，之后呈现震荡下调态势，至 10 月底三季报披露完毕，11 月开始 PE 绝对值显著抬升，主要受到电商板块 PE 大幅提升的影响，但仍未改变震荡回落态势。随着四季度消费旺季开始、线上线下促销活动频繁，板块 PE 处于下调修复期。

子板块方面，考虑到负值将百货板块 PE 水平抬高到 90X，专营连锁、电商及服务 PE 水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块 PE 对全年趋势进行对比。**板块 PE 水平从年初开始走向分化，至四季度分化态势依然明显，**但板块 PE 相对水平有所变化。**百货和超市板块平均 PE 水平相对较高，综合业态、专营连锁、电商及服务板块 PE 水平相对较低。超市板块 PE 水平相对较高但整体稳健**，在上半年持续稳步上涨，到 7 月时触顶，随后一直呈现趋势性回落，1-11 月板块平均 PE 高于行业整体，属当前子板块最高 PE 水平。**百货板块全年 PE 提升较多，**三季度虽有小幅回调，但难掩整体上涨态势，不过到 11

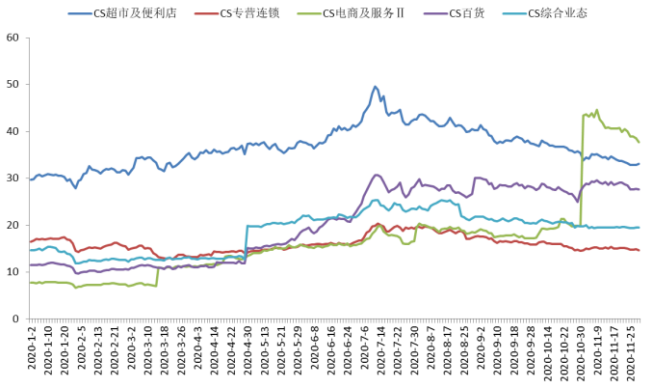
月板块 PE 水平震荡回落，1-11 月板块平均 PE 水平略高于行业整体。**而综合、连锁、电商板块 PE 水平相对较低且振幅偏小**，11 月 PE 均呈震荡回落态势，其中 1-11 月综合、电商板块 PE 水平整体提升，连锁板块平均 PE 水平属子板块中最低。

图 4：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：CS 一般零售子板块 1-11 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

1.3 基金持仓：行业维持低配状态，电商新股加仓较多

2020 年三季度，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 484.74 亿元，同比减少了 3.41%，环比下降了 8.91%，持仓占比为 1.17%，排名从 Q2 的第六跌至第十。市场标准行业配置比例为 2.32%，批零行业低于标准行业配置比例 1.15pct，从去年 Q3 开始持续保持低配状态。配置比例同比降低 1.1pct，环比下降 0.42pct；低配比例同比扩大 0.9pct，环比扩大 0.21pct。从 2020 前三季度来看，行业维持在低配状态中，虽然 Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但 Q2 又呈现小幅回落，至 Q3 降幅进一步扩大。当前行业估值处于历史较高位置，近一月平均估值显著高于近一年平均估值水平，且实体零售受疫情冲击的影响较为深远，前三季度社零增速仍处下降区间，基金市场配置保持谨慎态度，预计四季度仍将保持低配状态，但配置比例有望环比回暖。

图 6：2020Q3vs2020Q2 基金配置比例一级行业分布

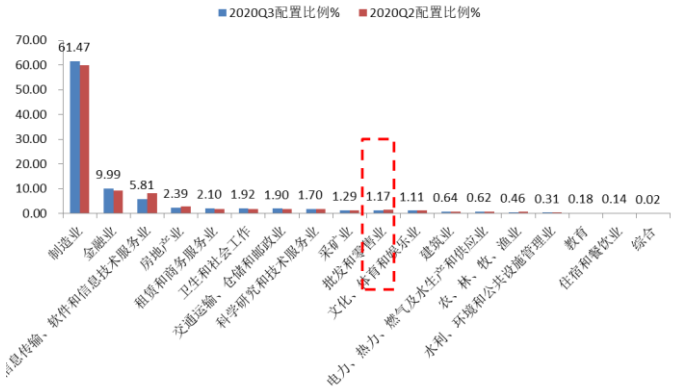
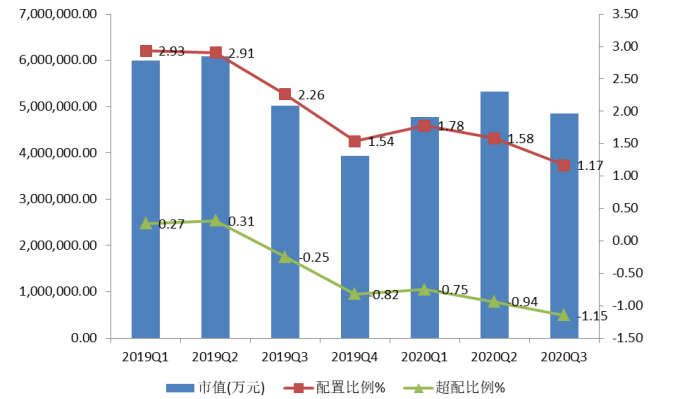


图 7：2019-2020Q3 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q3 公墓基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 25 家上市公司布局，比 20Q2 新增 7 家，清空 8 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是南极电商（93）、永辉超市（20）、周大生（19）、壹网壹创（15）、王府井（12），基金持有数变动幅度排行前五的分别是飞亚达（+11）、若羽臣（+6）、星徽精密（+5）、丽人丽妆（+5）、重庆百货（+4）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是小商品城、飞亚达、爱施德、跨境通、老凤祥，持仓变动分别是 1205.19 万股、852.93 万股、837.86 万股、308.82 万股、132.39 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是南极电商（17.42%）、壹网壹创（10.96%）、老凤祥（5.56%）、值得买（5.04%）、永辉超市（4.43%）。

表 1：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2020Q3 持有基金数↓	2020Q2 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
002127.SZ	南极电商	93	151	-10,910.52	17.42	电商及服务Ⅲ
300792.SZ	壹网壹创	15	27	89.78	10.96	电商及服务Ⅲ
003010.SZ	若羽臣	6	0	0.33	0.01	电商及服务Ⅲ
300464.SZ	星徽精密	5	0	-55.96	0.54	电商及服务Ⅲ
605136.SH	丽人丽妆	5	0	0.43	0.01	电商及服务Ⅲ
300785.SZ	值得买	4	4	-48.07	5.04	电商及服务Ⅲ
002024.SZ	苏宁易购	2	3	50.13	0.01	电商及服务Ⅲ
002640.SZ	跨境通	1	1	308.82	0.25	电商及服务Ⅲ
601933.SH	永辉超市	20	59	-24,783.99	4.43	超市及便利店
603708.SH	家家悦	8	48	-1,067.78	4.43	超市及便利店
002697.SZ	红旗连锁	8	15	-160.96	2.85	超市及便利店
600361.SH	华联综超	1	0	55.11	0.08	超市及便利店
600827.SH	百联股份	5	8	-54.22	0.00	超市及便利店
600612.SH	老凤祥	11	23	132.39	5.56	珠宝首饰及钟表
002867.SZ	周大生	19	22	50.66	3.10	珠宝首饰及钟表
000026.SZ	飞亚达	11	0	852.93	2.39	珠宝首饰及钟表
600655.SH	豫园股份	1	10	-906.34	0.00	珠宝首饰及钟表
600729.SH	重庆百货	11	7	-9.11	0.89	综合业态
600859.SH	王府井	12	18	-52.18	0.64	百货
002419.SZ	天虹股份	4	4	18.66	0.33	综合业态
300755.SZ	华致酒行	8	15	-427.30	1.11	其他连锁
603214.SH	爱婴室	1	1	42.01	0.57	其他连锁

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，2020Q3 多数板块均遭遇基金大幅减仓。其中超市板块减仓数量最多，在季度基金持仓层面持续遇冷，主要受到永辉超市和家家悦大幅减仓 39 家、40 家的影响，还有红旗连锁也遭到 7 家减仓。

一季度超市板块受益必选刚需属性逆势增长，基金持仓数目显著增加，估值达到高位。三季度物价上涨态势持续缓和，超市企业在客流下滑的同时营收端有所承压。剔除永辉等头部企业业绩持续向好的影响，超市板块 Q3 业绩整体跌幅超过 10%。电商及服务板块也遭遇了 55 家基金减仓，主要受到南极电商、壹网壹创持仓数减少 58 家、12 家的影响，三季度处于消费淡季，线上消费增速逐月放缓，板块业绩有多承压，且在连续 2 个季度的加仓后估值处于较高位置，遭遇基金减仓。三季度电商板块有 3 家新股上市，分别是若羽臣、星徽精密和丽人丽妆，在新股效应下个股获基金加仓数量分别是 6 家、5 家和 5 家。

由于疫情和消费淡季的双重影响，实体商业调整经营计划，关闭合约到期或者布局不合理的门店数量增多，同时在二季度的加仓之后头部企业估值处于较高位置，到三季度遭到基金减仓，其中老凤祥、豫园股份分别遭到 12 家、9 家基金减仓。但受益海外高端消费回流效应，三季度瑞表出口中国销量持续高增长，飞亚达获得 11 家基金加仓。百货和综合业态在三季度客流情况虽然基本恢复，但受到疫情影响，业绩承压情况仍未得到有效改善。王府井股票因涉内幕交易案被证监会通报，且二季度因免税概念带动估值居高，遭到 6 家基金减仓；而重庆百货因国企改革预期向好，且旗下参股的马上消费金融冲刺上市，获得基金青睐，三季度加仓 4 家。

2. 消费市场结构优化，数字经济快速成长

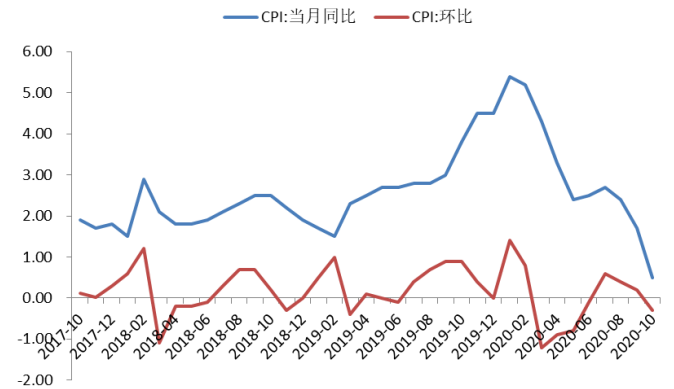
2.1 食品价格涨势放缓，11 月当月由升转降

物价上涨态势持续放缓。2020 年 1-11 月 CPI 同比上涨 2.7%，较 1-10 月回落 0.3pct，物价上涨态势持续放缓。年初的新冠肺炎疫情对我国经济造成冲击，随着疫情防控的持续推进和经济社会发展不断恢复，市场供求关系总体稳定，1-11 月 CPI 同比涨幅持续回落，到 11 月同比转负。1-11 月份 CPI 整体呈现结构性上涨，但月度同比涨幅前高后低。分月看，CPI 同比涨幅总体呈现回落态势。受新冠肺炎疫情和春节等因素叠加影响，1-2 月份上涨较多，环比分别上涨 1.4%和 0.8%，同比分别上涨 5.4%和 5.2%；随着疫情防控形势持续向好，市场供需状况逐步恢复，CPI 同比涨幅也从 3 月份的 4.3%逐月回落到 5 月份的 2.4%，同时从 3 月开始，CPI 环比连续四个月下降；6、7 月份，受多地高温、降雨及洪涝灾害影响，涨幅略有扩大；随着生猪产能逐步恢复，翘尾影响逐渐减弱，8-10 月 CPI 同比涨幅逐月降低，从 8 月的 2.4%回落至 10 月的 0.5%；到 11 月 CPI 同比由升转降，变为下降 0.5%，主要受到去年同期基数较高、翘尾因素减少以及食品价格由升转降的影响。物价涨势进入下行区间，主要销售食品烟酒类的实体超市销售额将会受到影响，超市企业 Q4 同店增速将持续承压。

食品价格的上涨依然是影响 CPI 走势的主要因素，食品价格上涨受到结构性因素影响，其中猪肉价格变动占比居多。从结构性来看，前三季度食品价格累计同比上涨 14.3%，涨幅较上半年回落 1.9pct，影响

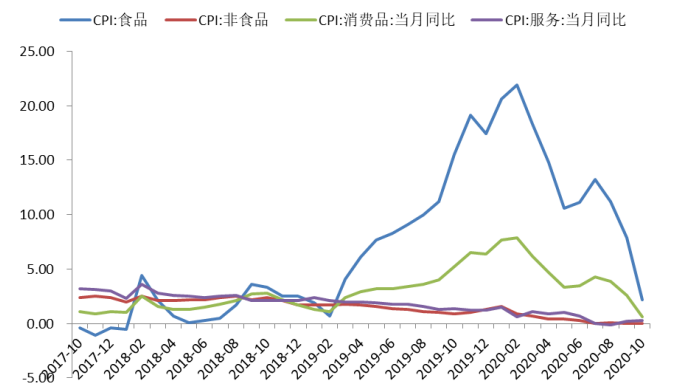
CPI 上涨约 2.92pct，占 CPI 总涨幅的近九成，1-11 月食品价格累计同比上涨 11.5%。其中，前三季度猪肉价格上涨 82.4%，涨幅较上半年回落 21.9pct，影响 CPI 上涨约 2.24pct，占 CPI 总涨幅的近七成，1-11 月猪肉价格累计上涨 56.7%。今年前两个月，猪肉价格上涨较快，同比涨幅一度高达 135.2%。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，同时由于去年同期的高基数效应，猪肉价格同比涨幅逐步回落，9 月份已回落至 25.5%，10-11 月，猪肉价格在连续上涨 19 个月后开始转降，分别下降 2.8%和 12.5%。猪肉价格转降逆向拉动 CPI 涨势，11 月当月影响 CPI 下降约 0.60pct。

图 8：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 9：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

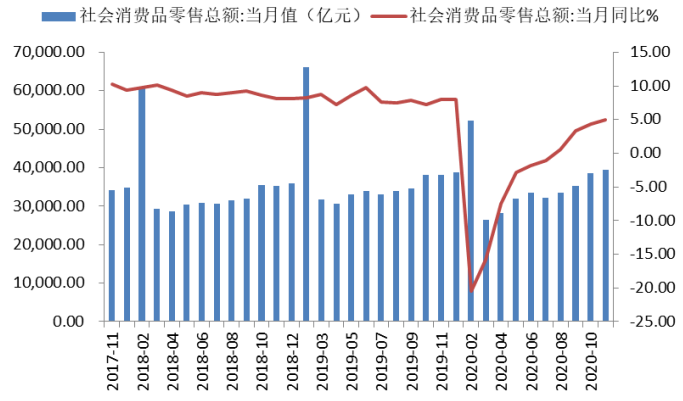
鲜菜价格季节性变动特征明显，今年汛期降水量偏多，多地发生洪涝灾害，不利于鲜菜生长和储运。8-10 月份鲜菜价格涨幅较高，前三季度平均上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.16pct，1-11 月累计上涨 7.2%。受去年同期基数较高影响，今年以来鲜果价格同比持续下降，前三季度平均下降 15.1%，影响 CPI 下降约 0.30pct，1-11 月累计下降 12.4%。其他食品中，1-11 月水产品价格累计上涨 3.1%，鸡蛋价格下降 9.3%，粮食和食用油等价格基本稳定，累计分别上涨 1.2%和 5.4%。

非食品价格变动相对较小。前三季度，非食品价格累计同比上涨 0.5%，涨幅比上半年回落 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.39pct，1-11 月累计上涨 0.4%。其中，服务业生产经营逐渐恢复，前三季度服务价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.24pct。服务中，医疗服务、教育服务和养老服务等受疫情影响相对较小，价格分别上涨 2.4%、2.3%和 2.0%；出行类服务受到一定影响，飞机票、景点门票和宾馆住宿价格分别下降 20.0%、4.9%和 4.8%。工业消费品价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.24pct。其中，受疫情影响商场客流量有所减少，一些商家为吸引客流加大了打折促销力度，同时消费者可支配收入所有下降，有针对性的缩减了非必需品的开支，家用器具、鞋类、服装、家具及室内装饰品等价格分别下降 1.9%、0.8%、0.1%和 0.1%；受国际原油价格变动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 13.2%、14.4%和 4.7%。

2.2 商品零售结构优化，必选稳健可选加快复苏

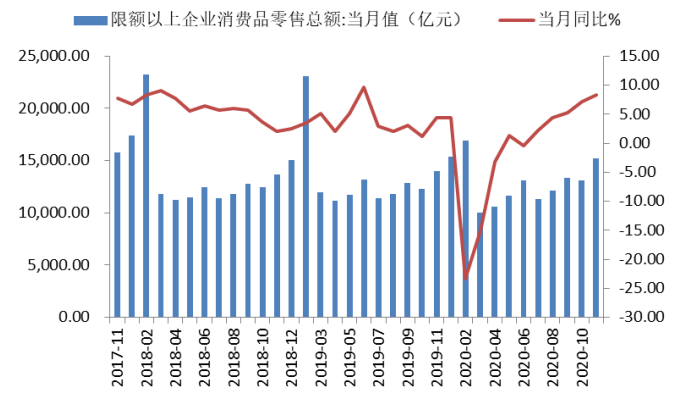
居民消费需求稳步释放，市场销售增速加快。受到新冠肺炎疫情对消费需求的持续影响，前 11 个月社会消费品零售总额同比下降 4.8%，降幅比前三季度收窄 2.4pct，三季度增速年内首次转正，同比增长 0.9%，市场销售复苏态势明显。上半年消费品市场受疫情冲击明显，居民外出购物和就餐活动减少，随着疫情防控向好态势持续巩固和各项促消费政策的落地生效，市场销售逐渐好转。三季度开始随着疫情防控取得成效，居民外出消费活动逐渐增加，消费市场复苏态势持续向好。随着国民经济持续稳定恢复，促消费政策不断发力，居民消费需求稳步释放，11 月份市场销售增速加快，升级类商品增速加快，商品零售结构继续优化；同时在双 11 购物节的带动下，新型消费模式快速增长，网购相关商品零售额增速明显提升。但在外部环境上，疫情仍在全球蔓延，国内零星散发病例和局部暴发疫情的风险依然存在，聚集型和接触式消费仍有待进一步恢复。虽然疫情影响因素仍然存在，但商品销售能够保持较快的增长势头，连续五个月保持同比正增长，同时实体店的销售也在恢复。前 11 个月，实体店零售额降幅比前 10 个月收窄 1.5pct，可见消费增长的势头还在延续。

图 10：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 11：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

按经营单位所在地分，城乡市场销售自三季度开始转正，乡村市场恢复好于城镇。前 11 个月，城镇/乡村消费品零售额同比下降 4.9%/4.3%，但三季度城镇/乡村消费品零售额同比增长 0.9%/1.3%，季度增速均实现年内首次转正。在农村地区物流体系不断完善、农村电子商务快速发展等多因素带动下，乡村市场恢复好于城镇市场，11 月当月增速比城镇市场高 0.7pct。从月度数据看，自 3 月份以来，城乡市场均呈持续回升态势，到 11 月城镇和乡村消费品零售额同比分别增长 4.9%和 5.6%，城乡市场销售均连续四个月同比正增长。

从商品品类上来看，前 11 个月限额以上单位商品零售额同比下降 1.9%，降幅比前 10 个月收窄 1.3pc，但 11 月当月限上商品零售额同比增长 8.7%，增速比 10 月份加快 1.5pct。**限上单位商品中的生活必需品类**

消费保持平稳增长，居家生活、节日效应等带动吃喝类商品增速有所加快。1-11 月限上单位饮料类商品零售额同比增长 13.7%，其中单 11 月同比增长 21.6%，增速较上月上涨 4.7pct，主要受到双 11 购物节的线上销售带动。随着人们日益增高的健康需求，无糖饮品已经成为新消费风口，越来越多饮料企业开辟了无糖产品线，除了元气森林，农夫山泉、康师傅、雀巢、伊利，甚至是喜茶、奈雪的茶等，都在争夺无糖的新赛道，带动饮料零售加速增长。粮油食品类零售额同比增长 10.1%，其中单 11 月同比增长 7.7%，增速较上月下降 1.1pct，主要受到食品价格进入负增长区间影响。日用品类商品零售额累计同比增长 7.4%，其中单 11 月同比增长 8.1%，较上月回落 3.6pct，主要受到去年同期对比基础较高影响。烟酒类零售额累计同比增长 3.5%，其中单 11 月同比增长 11.4%，增速较上月回落 3.7pct，主要受到餐饮市场收入当月同比由升转降的影响。

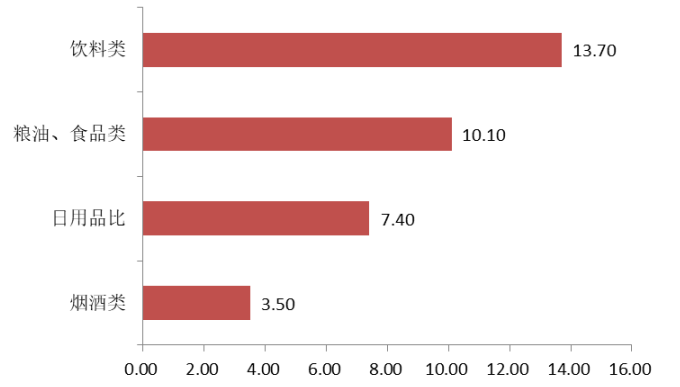
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11
粮油、食品	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80	7.70
饮料	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90	21.60
烟酒	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10	11.40
日用品	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70	8.10
服装鞋帽针纺织品	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20	4.60
化妆品	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30	32.30
金银珠宝	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70	24.80
家用电器和音像器材	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70	5.10
文化办公用品	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70	11.20
家具	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30	-2.20
通讯器材	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10	43.60
石油及制品	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00	-11.00
汽车类	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20	12.00	11.80

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

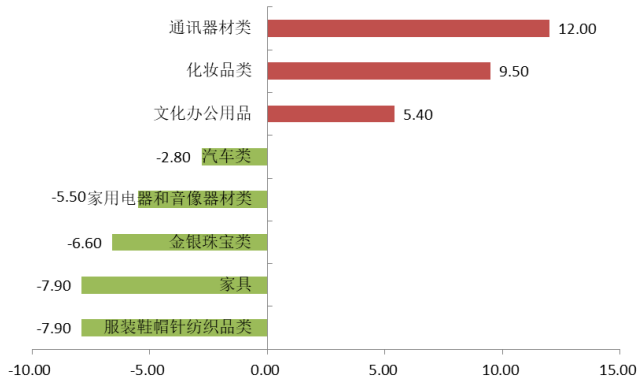
在扩大内需战略基点的持续刺激下，近几个月商品零售额呈现持续回升态势，消费需求恢复态势良好，市场销售明显改善。**11 月商品销售结构持续优化，消费升级类商品增长加快，消费带动的作用从前期以基本生活类消费增长支撑逐步恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。**11 月限额以上单位 18 类商品类别中有 15 类实现同比正增长，其中有 10 个品类实现两位数增长。消费升级类商品零售增速较快，其中 1-11 月通讯器材类、化妆品和金银珠宝类同比分别增长 12%、9.5%、-6.6%，其中单 11 月通讯器材类、化妆品和金银珠宝类同比分别增长 43.6%、32.3%、24.8%，增速均超过 20%，且增速较上月分别提升 35.5pct、14pct、8.1pct，在双 11 购物节等线上活动和新品上市等因素的带动下，与网购和直播带货相关的商品零售增速明显加快。颜值经济下化妆品类的需求增长加快，在去年同期基础较高的情况下仍能实现高增长；婚庆需求的持续恢复，带动珠宝首饰类销售增速同步提振，同时还有部分去年同期负增长带来的低基数效应。

图 12：限上单位**必选消费品**零售额 1-11 月累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 13：限上单位**可选消费品**零售额 1-11 月累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

出行类商品中的汽车自三季度起一直保持两位数增长，1-11 月限上单位汽车类零售额同比 2.8%，随着消费者信心和消费意愿稳步增强，汽车购置及升级换购需求持续释放。11 月限上单位汽车类商品零售额同比增长 11.8%，增速与 10 月份基本持平，连续五个月两位数增长。居住类商品中，1-11 月家电音像类和家具类同比分别下降 5.5%和 7.9%，其中单 11 月家电音像类同比增长 5.1%，增速较上月提升 2.4pct，也有受到双 11 购物节的带动影响；家具类同比下降 2.2%，上月为上涨 1.3%。

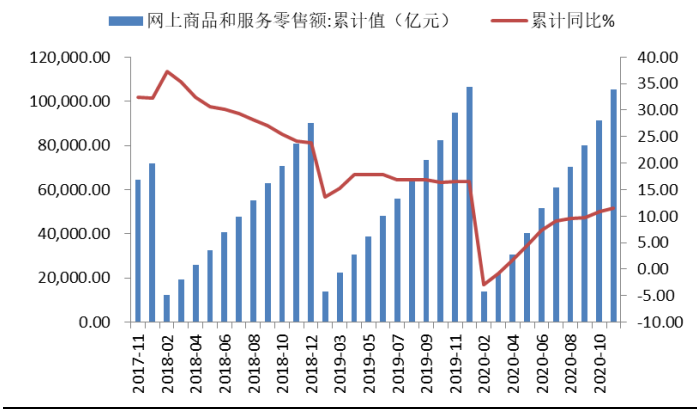
2.3 线上渗透率整体提升，直播电商井喷式发展

网络零售规模稳步扩大。随着城乡物流配送体系的不断完善、移动互联网普及率日益提高以及网购用户数量的持续增多，我国网络零售规模稳步扩大，对零售市场的拉动作用不断增强。疫情发生以后，由于在线消费对到店消费的替代率提高，为了适应市场变化，企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强，客观上推进了我国消费品市场转型升级和供给结构优化的步伐。随着互联网对居民生活影响程度的逐渐深入，居民将部分实体店消费转向线上，开启“云消费”时代，电商在疫情中迎来了消费红利的集中释放，实物商品网上零售额增速保持逆势增长。伴随数字经济的持续升温，直播带货等新型消费模式成长较快，助力网上零售持续向好，上半年线上渠道渗透率持续稳步提升，但下半年由于流量趋近饱和，线上渗透率有所回落，不过到 11 月线上渗透率企稳回升至 25%。随着社交电商逐渐成为品牌增长的新阵地以及直播带货的沉浸式、规范化发展，预计明年线上渗透率将会得到进一步提升。

新业态增势持续向好。在今年疫情冲击下，网上消费对于保障民生、疫情防控乃至整体经济的增长，都起到了非常重要的作用，新业态增势持续向好。在疫情冲击下，部分企业加快转型，持续向线上线下融合模式转变。1-11 月线上消费保持快速增长，在双 11 购物节等线上活动的密集推动下，线上渗透率在连续三个月的下降后首次回升到 25%。1-11 月全国网上零售额 105374 亿元，同比增长 11.5%，增速比 1-10 月提高 0.6pct。其中，实物商品网上零售额 87792 亿元，增长 15.7%，比 1-10 月下降 0.3pct；占社会消费品零售

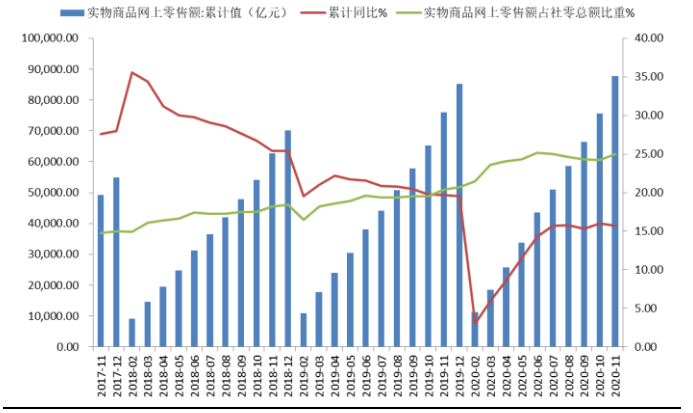
总额的比重为 25%，同比提升 4.6pct，环比大幅回升 0.8pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 32.9%、5.9%和 17.1%。

图 14：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

直播电商持续扩容。随着疫情防控态势的持续向好，居民对于 O2O、线上直播和社交电商等新型线上销售模式的接受程度大大超过了以往，即使是不常进行网络购物的老年群体和高收入人群，也在今年中更多的开始接触线上渠道，在消费习惯留存沉淀之后，网络购物的规模将会进一步快速提升。疫情促使消费加速向线上迁移，直播带货作为一种新型销售渠道，为消费者提供了更加真实的购物体验，优化了线上产品的展示方式，同时增加了线上消费的互动性。对平台而言，传统电商在直播的内容属性加持下，大幅提升了用户粘性和停留时长；对品牌商而言，直播基地的模式带动了一批原本线下属性较强的品类商家实现转型，最典型的是黄金珠宝。根据毕马威联合阿里研究院发布报告测算，今年直播电商整体规模将达 10500 亿元，渗透率将达到 8.6%；明年将继续保持较高速度增长，规模预计接近 2 万亿元，渗透率达到 14.3%。随着电商的稳步发展，预计明年消费者也会继续加大在线上和 O2O 渠道的支出，再加上直播和短视频带货的持续火热，这些新兴线上渠道将不仅作为引流宣传的利器，还将逐渐成为零售行业不可缺少的一种购物体验。

图 16：直播电商市场规模及预测

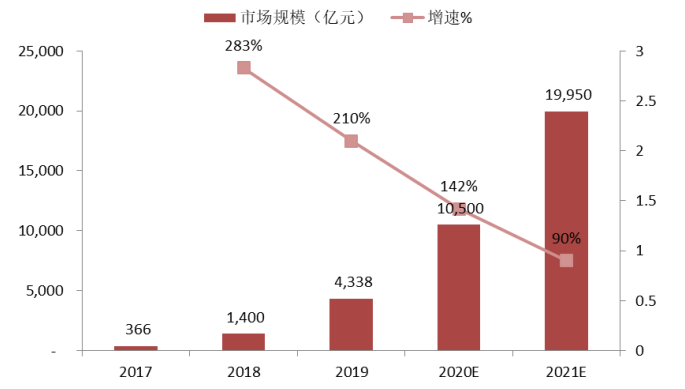
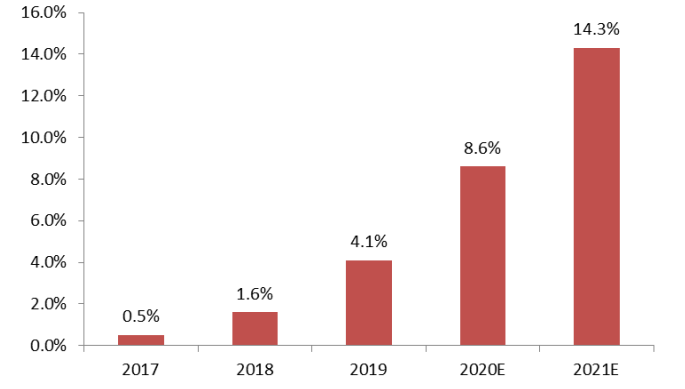


图 17：直播电商渗透率及预测



数据来源：国家统计局、中消协，阿里研究院、毕马威分析，山西证券研究所

数据来源：阿里研究院、毕马威分析，山西证券研究所

凭借个性化推荐和沉浸式体验，以及在疫情封城期间提供的替代实体店的购物体验，直播电商逐渐获得消费者青睐。不仅销售额较去年翻番，在快消品、服饰和电子产品的整体销量中，直播电商渠道占比达到了 7%。头部直播平台入淘宝、快手和抖音，都取得大幅增长，在 10 月抖音已经在用户数量上和淘宝直播打成平手，各自拥有超过 80%的直播受众。随着直播电商行业“人货场”规模的持续扩大，直播将逐步渗透至电商的各个领域，今年商家直播成为了双 11 购物节的最大增量，带动直播电商走向新一轮爆发式增长。在互联网流量争夺战背景之下，公域平台马太效应显著，平台获客成本不断增高，而私域营销的流量价值愈发受到关注。在淘宝直播中，约 70%的直播是商家自播，商家通过与消费者交互打造一个高效运行的私域空间。随着技术创新的升级和用户习惯的养成，商家在私域营销中积极运用直播将潜在需求转化为刚需购买力，通过直播沉淀至私域流量池的用户将比公域流量更契合商家自身价值，从而实现更高的转化率。

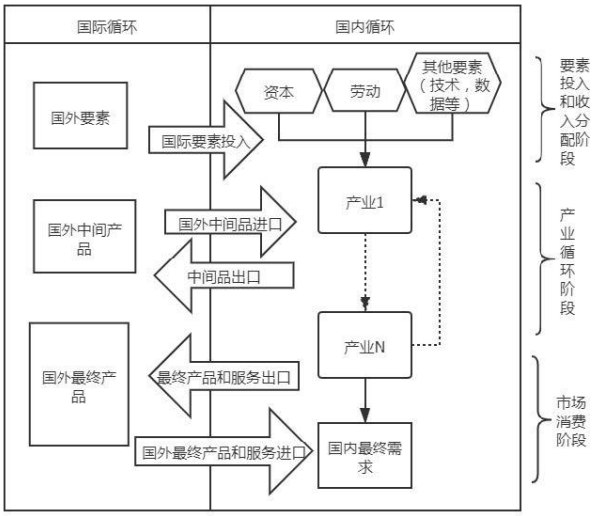
2.4 政策定调内循环，刺激消费提质增效

7 月 21 日，中央开会指出，我们深刻认识到国际国内各种不利因素的长期性和复杂性，妥善做好应对各种困难局面的准备。集中力量办好自己的事，充分发挥国内超大规模市场优势，逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。7 月 30 日，中央政治局召开会议，明确提出要加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。近年来，我国国内经济循环比例稳步上升源于内需拉动、结构转型、产业自主三大原因。国际需求疲软、国内需求填补是推动国内循环提升的最直接原因。受近年来国内产业自主能力和价值创造能力提升的影响，我国各行业尤其是制造业的国内循环比例都出现了明显提升，同时我国经济结构的服务化转型也是国内循环上升的主要原因。

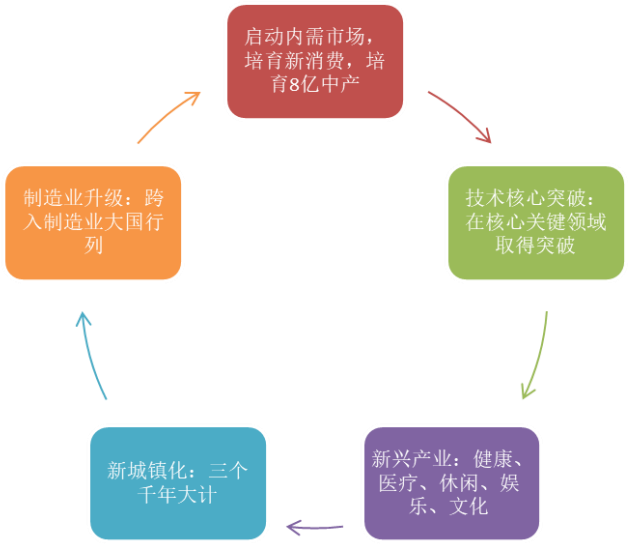
内循环并不是狭义的扩大内需，从宏观的层面来看，国内大循环旨在弥补生产、消费、投资和技术等多个领域的薄弱环节。在生产环节，充分利用我国门类齐全的工业产业链，突破低端化、缺品牌和设备依赖进口等情况，并在关键领域实现自主创新；在流通环节，引导高端消费回流的同时，真正利用好新型城镇化的红利，依托雄安、长三角一体化、粤港澳大湾区三个千年大计，促使消费成为我国经济实现高质量发展的最大动力；在技术环节，彻底告别过去引进技术、模仿发展的模式，力争在高端技术和核心领域取到自主创新的突破。

图 18：国内和国际双循环格局

图 19：构建国内大循环的五大抓手



数据来源：《当代经济管理》，山西证券研究所



数据来源：网络资料整理，山西证券研究所

国内大循环的总体指导思路是刺激消费增长，顺应消费升级趋势，提升传统消费转型；以质量品牌为重点，培育新型消费发展。**零售业作为内循环体系中最重要的消费环节，将会得益于经济质量的不断提高和消费环境的持续优化。**我国是食品和日用品的制造大国，过去内外贸市场交易规则不同，相对割裂，而内循环可以强化两个市场的有机融合；在企业层面，内循环有助于零售企业开发自有品牌，并从政策层面给予一定扶持和鼓励。疫情对实体零售行业的影响较为深远，今年以来线下实体店的扩张速度有所收缩，经营不善的门店将会关店调整或者直接撤店；线上电商在寻求转型的道路上持续分化，模式也逐渐多元化，深耕细分领域、更加贴近消费者需求。实体店经过疫情冲击开始意识到了线上平台的重要性，后疫情时代越来越多的线下实体店逐渐进驻到天猫、淘宝、京东等电商平台，以及美团、饿了么等本地生活服务平台；而线下门店趋小化、精细化、个性化，成为深入触达社区的毛细血管，长期而言线上线下一体化将成主流。从资产角度看，一些经营不善的中小型零售实体由于抗风险能力较差，资产规模和价值将大幅缩水、倒闭或转让，明年开始实体零售行业或将进入兼并收购、规模扩张的加速整合期。

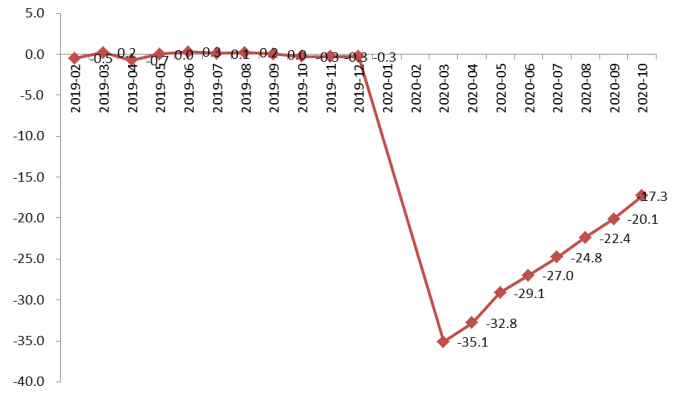
近几个月随着经济逐渐恢复，经济运行逐步由政策带动向市场内生增长转变。中央政治局提出，在加强供给侧结构性改革的同时，要兼顾需求侧改革。需求侧改革是推动构建国内经济大循环格局的内在要求，在保证供给侧结构性改革的同时，打通生产、分配、流通、消费各个环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的高水平动态平衡，有利于形成国内大循环的新发展格局。需求侧改革主要通过扩大内需来实现，有利于释放消费潜力，当前我国消费对于经济的带动作用不断增长，消费规模扩大、结构升级的趋势十分明显，但是消费水平和品质还存在较大的提升空间。当前新型消费业态的发展态势持续向好，注重需求侧改革，可以在扩大新型消费规模、提升居民消费能力的同时，不断完善消费环境。

3.百货：直播带货缓解疫情压力，持续加码线上业务布局

3.1 疫情影响销售下滑，直播带货纾解压力

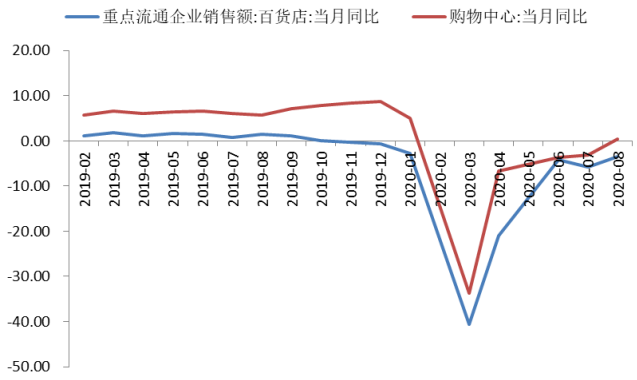
百货业销售承压。百货和购物中心属于实体聚集性产业，年初受疫情影响门店大多关闭或缩减营业时长，直接影响客流量大幅下滑。面对疫情，百货及购物中心面临着严峻的租金和销售压力，由于暂停营业导致的销售收入与现金流的被迫中断、以及固定的商业成本的持续上涨，百货商场受到疫情的冲击最为明显。根据中华全国商业信息中心的统计，1-10 月全国百家重点大型零售企业零售额累计下降 17.3%，降幅较前三季度收窄 2.8pct。年初以来，重点流通企业中的百货店和购物中心的当月增速均呈较大幅度的下滑，但随着疫情防控态势的逐渐好转和居民对于社交性消费场所的刚性需求，百货和购物中心的销售增速持续改善，到 8 月时购物中心同比增速已经实现正增长。百货店等实体店铺也维持复苏态势，企业增长面持续扩大。1-10 月限额以上百货店商品零售额同比下降 13.9%，降幅较前三季度收窄 2.7pct，三季度恢复形势良好，行业持续改善。全年来看行业销售情况较为悲观，预计仍然维持下降状态，但到 21 年销售收入和净利润将显著回升，销售增速合理增幅维持在 5~10%之间，部分头部优质企业增速或将超 20%。

图 20：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 21：百货、购物中心销售额增速当月同比（%）



数据来源：商务部，山西证券研究所

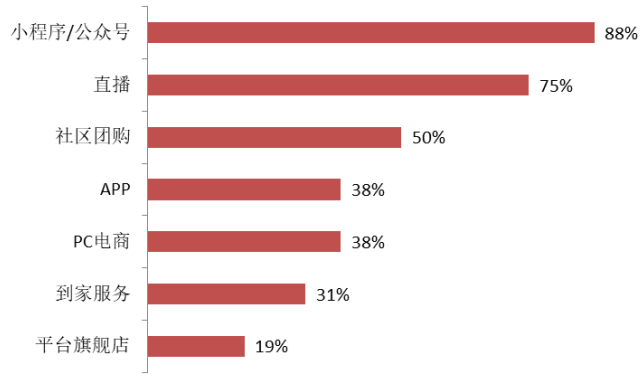
直播带货成百货业纾解疫情压力的常态化方式。疫情影响实体商场暂停营业，传统百货商场受到直接冲击，但是得益于企业积极布局线上业务，拥有互联网基因、业态创新转型的百货企业在疫情期间受影响相对较小。近年来，越来越多的百货企业通过互联网思维及数字化手段，如直播、短视频、微信群、小程序等社交媒体来增加消费者触点，激发消费者的购物意愿，提升线上渠道销售占比。在此次疫情期间，直播带货逐渐成为百货企业纾解疫情压力、融合线上线下渠道的常态化方式。许多企业如银泰、王府井、天虹、新世界百货等都充分利用直播挽回闭店造成的销售真空期，各门店都有品牌在淘宝、抖音等社交平台进行直播带货。

在百货直播方面，从品类看，一般百货门店大约有 300 个左右的品牌，商家在直播时有充足的选择余地，直播涉及的品类多以标准化程度较高的服饰、美妆和电子产品为主。从品牌商看，百货门店具有较强的品牌价值和影响力，再加上直播的商品品牌效应，消费者产生的信赖感更足，会优于一般网红、主播等直播形式。从成本来看，百货店一般都有一定的会员存量，且易于触达、忠诚度和转化率更高，低成本高价值流量优势显著；且百货店直播在商场内搭设，主播一般为品牌商的销售顾问，没有坑位费等成本，也不需要额外的宣传费用，宣传、人工乃至场景建设等成本大大低于其他直播模式。正因为百货门店直播有这些优势在，销量和销售额不会是品牌商和企业考虑的第一因素，而是更加注重将直播带货、品牌宣传和品牌赋能有机结合在一起。

3.2 线上业务形式多样，社媒推广以微信为主

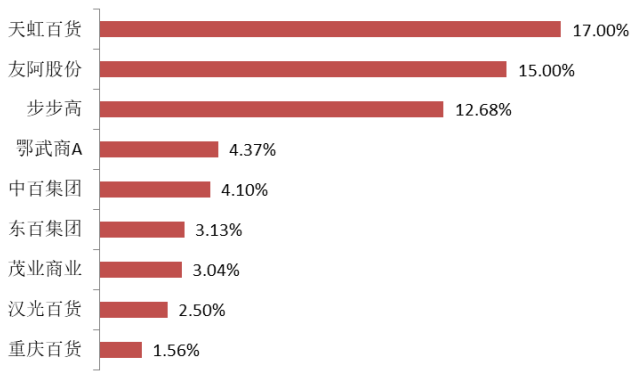
线上渠道的核心竞争力是数字化能力。全渠道既是线下零售业务的延伸，也是线下零售数字化应用的直接体现，所以线上渠道的核心竞争力是数字化能力。2019 年底就有七成以上企业开展了线上业务，这一比例在 2020 年疫情的催化之下又有了显著提升。百货行业正在加大力度布局线上业务，实现人、货、场的全面数字化，为顾客提供便捷高效的服务和体验。根据中国百货商业协会对 126 家以百货、购物中心为主的零售企业采用数字化服务的情况进行的问卷调查，百货企业开展线上业务的渠道形式多种多样。调查数据显示，目前绝大部分企业都采用的数字化形式占比前三的分别是小程序/公众号、直播、社区团购，占比分别达 88%、75%、50%。直播方式今年以来使用普及速度很快，不过除了直播带货，微信公众号、小程序商场以及社群营销也成为百货企业在疫情期间拓展客源的重要渠道。

图 22：百货企业采用数字化的形式及占比



数据来源：中国百货商业协会，山西证券研究所

图 23：部分百货企业 2020 年线上渠道占比

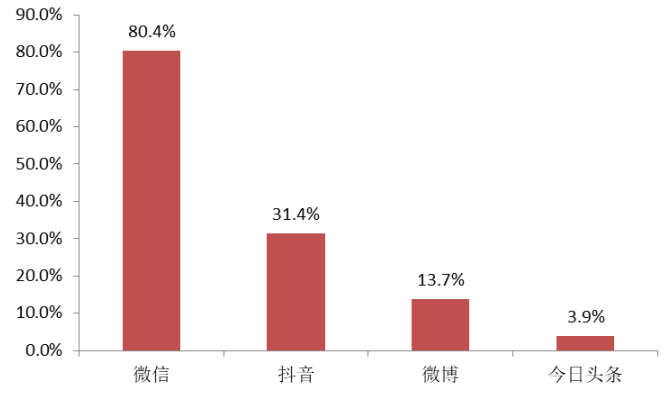


数据来源：上市公司中报整理，山西证券研究所

百货业移动端全渠道体系建设初步显现。就实体百货企业的整体线上化情况看，以 2020 年中报线上渠道占比作为参考，其中天虹、友阿、步步高因三季报披露相关情况，故采用 20Q3 数据，结果可见，百货企业间的线上化程度分化较大，头部布局较早、一直以来重视线上化投入和建设的领军企业，线上渠道占比

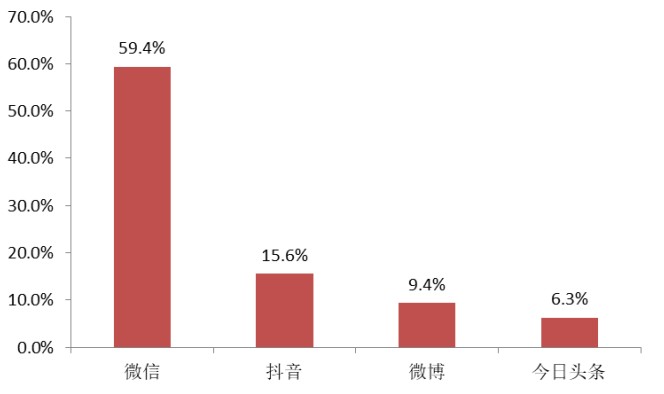
已经超过 10%，天虹则接近 20%，其他披露数据的一般百货企业普遍线上销售占比不足 5%，处于数字化认知建立、业务开始试水的阶段。近两年来，百货企业在轻资产化的公众号、小程序和社群等方面加大投入，初步完善了移动端的全渠道体系。随着移动社交电商的快速发展，越来越多的百货企业通过社交媒体如微信群、小程序、短视频、直播等来增加消费者触点，激发消费者的购物意愿，提升线上渠道销售占比。有75%的百货企业使用社交媒体作为宣传推广，其中 80.4%的企业使用微信做宣传推广；有 47%的企业使用社交媒体销售商品，其中 59.4%的企业使用微信平台销售商品。

图 24：百货店运用社交媒体**宣传推广**情况占比



数据来源：中国百货商业协会，山西证券研究所

图 25：百货店运用社交媒体**销售商品**情况占比



数据来源：中国百货商业协会，山西证券研究所

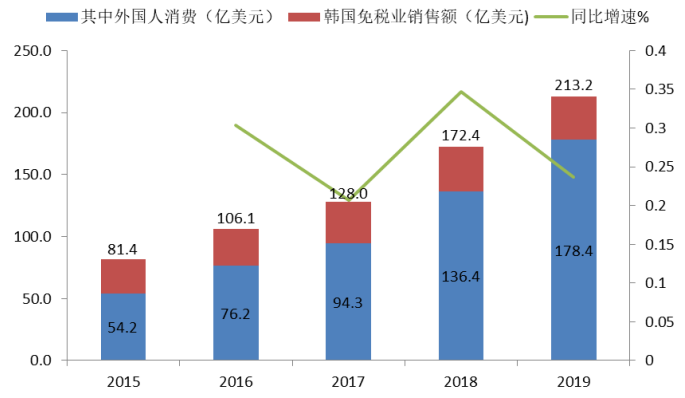
今年以来，绝大部分百货企业都有通过公众号、微信群、企业微信等方式与顾客实现进一步触达，同时也把专柜的商品上线到自有的小程序或微信商城进行销售。疫情期间，百货企业通过建立自己的营销社群，引导消费者扫码加群后在直播间线上下单，并推出送货到家的物流配送措施，让消费者足不出户即可享受到商场的产品和服务。经过疫情期间的消费习惯培养，这种新消费模式将得以留存并持续裂变式发展。社群营销和小程序商城均能有效打造企业私域流量池，提高转化率和复购率，配合直播带货的公域流量，能做到整个流量的交互，实现低成本精准营销。在今年的五一、国庆中秋双节等假期中，王府井集团各地门店创新营销方式，全面开展直播和社群营销，各店在直播间和社群内进行新品推介、专属优惠、爆品秒杀等活动，商城、直播等渠道新客占比达 68%，有效实现吸纳新客、沉淀流量、带动消费的效果，带动了线上线下业绩的同步提升。

3.3 王府井获批免税牌照，开启百货增长新局面

免税行业市场开拓空间巨大。2019 年全球免税及旅游零售市场保持平稳增长态势，规模预计超过 800 亿元，其中亚太地区销售额占比超过 50%，是免税行业发展的重心，区域销售额超过 300 亿、增速超过 20%，均领先于其他区域；近年来中国免税业销售额明显增长，2019 年中国免税业销售额达到 545 亿元，同比增长 38%，而韩国同期免税销售额为 213 亿美元，中国免税销售额约为韩国的三分之一，未来免税业市场开

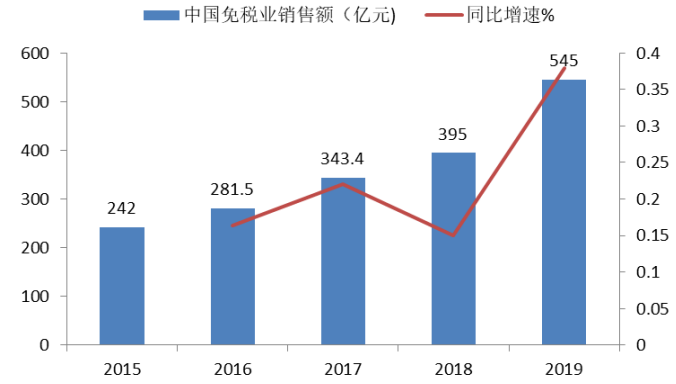
拓空间巨大。但 2020 年由于受到新冠疫情影响，国际航班减少，中国入境游客数量急剧下降，对中国免税业造成较大冲击。随着人均可支配收入的提升、消费升级拉动相关品类需求增长，以及供给侧的免税政策逐渐放宽、海南离岛免税店品类扩充及限额提升，免税行业集中度日渐上涨，中国消费者逐渐成为影响全球免税业的重要驱动力。境内免税店主要分为五类九渠道，其中机场和市内免税店是排名第一和第二的重要渠道，但机场免税多为招标或自营项目，收益多为机场所得；而市内免税则以亚洲国家为主，其中离境市内免税牌照含金量较高。此前我国仅有中免、日上免税行（中免收购）、海免（中国国旅收购）、珠免、深免、中出服、中侨七家企业拥有免税业牌照，牌照资源较为稀缺，市内免税牌照将有助于本土龙头企业的做大做强。

图 26：2015-19 年韩国免税业销售额（亿美元）及同比



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

图 27：2015-19 年中国免税业销售额（亿元）及同比



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

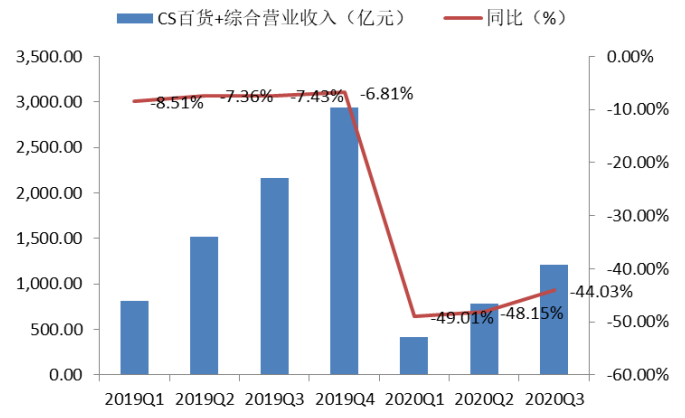
今年 6 月 9 日王府井宣布获得免税经营牌照，到 9 月底王府井免税品经营公司正式挂牌运营。在王府井集团 65 周年的媒体沟通会上，王府井表示正在全力推进免税业务，重点放在北京，目前市内店和机场店都在推进项目落地。这是自上世纪 80 年代初批准中免/中出服/深免/珠免/港中旅牌照以来，继海南离岛免税购物政策大幅放宽之后的又一大新进免税品经营资质拥有者，同时也意味着我国政策层面在短期吸收疫情影响下的免税消费，长期扩大消费内需、促进海外消费回流方面，对于免税渠道重要地位的高度认可。当前我国免税业市场维持垄断内有限竞争格局，根据我国免税企业的销售额进行划分，中免以及日上的市占率高达 82%。王府井集团获批免税品经营资质，有助于促进国内免税零售商之间的有序竞争，同时推动我国免税业的进一步发展。在免税政策利好的带动下，百联股份、鄂武商 A、欧亚集团、南宁百货等多家地方国有型上市公司纷纷加入到申请免税资质的行列中，未来免税业务将成为百货企业新的盈利增长点，但行业受政策影响程度较大，后续需对相关企业动向保持跟踪。

3.4 营收降幅环比收窄，单 Q3 利润规模环比回落

2020Q3,CS 百货+综合营收 1211.78 亿元，同比-44.03%，归母净利润 36.29 亿元，同比-61.25%，扣非后

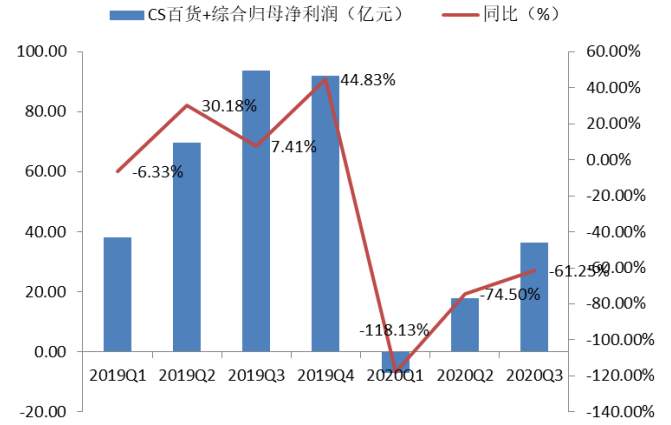
归母净利润 16.74 亿元，同比-79.79%。其中单 Q3,CS 百货+综合营收 420.54 亿元，同比-35.46%，归母净利润 17.82 亿元，同比-25.07%。前三季度百货及综合板块收入端降速环比有所收窄，随着疫情得到有效控制，二季度开始板块整体归母净利润端实现转正，实体商业呈现出稳步复苏态势；但受到疫情和 7,8 月销售淡季的影响，客流水平较二季度有所下滑，仍不及往年同期水平，归母净利润在单三季度的降幅有所扩大。同时，疫情影响消费者的收入水平和购物偏好，购物意愿有所降低，在选购非必需品时更加追求性价比，多重因素共同导致以非必需消费品为主的百货行业业绩承压。实体百货、购物中心是受疫情影响最为严重的实体业态，前三季度百货及综合 38 家上市公司中，有超八成归母净利润增速下滑，仍有近三成呈现亏损状态。

图 28：CS 百货综合 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 29：CS 百货综合 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%



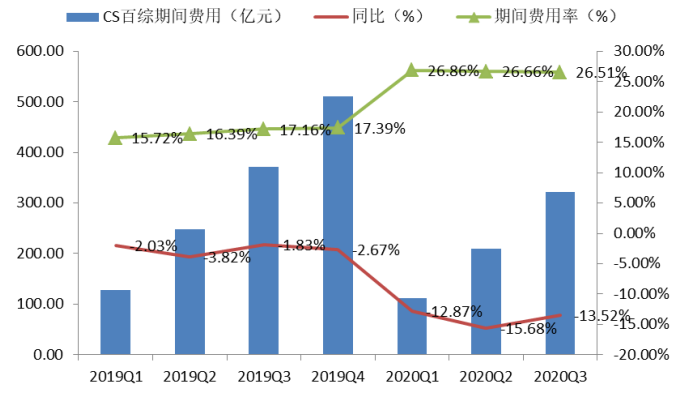
数据来源：Wind，山西证券研究所

2020 年受疫情影响，前三季度社零总额累计同比下降 7.2%，全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 20.1%，虽然在总量规模上不及去年同期水平，但当月降幅持续收窄。随着疫情得到有效控制，更多人愿意到实体商店进行体验式消费，线下消费处在加快恢复进程中。三季度上市公司响应政府出台的各种促消费政策，积极组织开展多项营销活动，经营基本得到复苏，客流和销售明显好转，同店销售收入实现同比增长。近两年，百货业态的调整升级进程明显增多，数据显示有 55%的企业在 19 年进行门店改造升级，改造门店占企业总门店的 25%，部分城市更有政府牵头集中改造。百货行业在调整定位的同时，还在加大力度布局线上业务，为消费者提供高效便捷的服务。在疫情期间，直播带货和社群营销成为百货企业对冲销售压力、打通线上线下销售的常态化方式，有效提升顾客粘性和用户活跃度，带动销售额恢复性提升。全渠道融合发展已经成为百货业的主流发展趋势，疫情也大大加速了企业线上线下融合布局的速度。

2020Q3,CS 百货+综合期间费用为 321.27 亿元，同比-13.52%，降幅环比收窄 2.16pct；期间费用率为 26.51%，同比增长 9.35pct，但环比略有下降 0.15pct。受疫情影响百货企业前三季度租金和销售收入均大幅减少，带动成本和费用在规模上同步下降，但物业和人力等固定费用不会因销售减少而停滞，反而因防疫

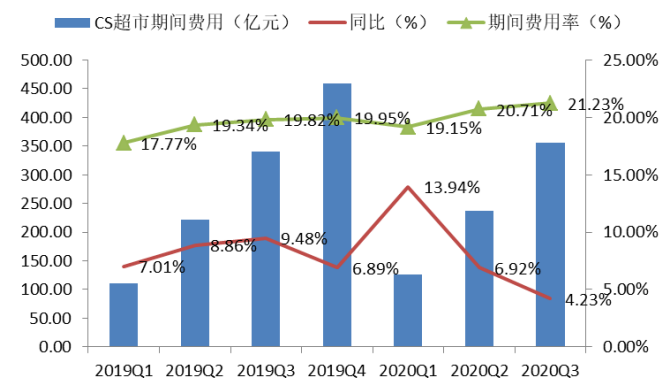
消杀需要增加较大，导致期间费用率同比大幅提升，但环比略有减少。前三季度社零总量增长依然承压，百货业销售额增长持续转负，企业普遍采取降本增效的策略，通过优化商品结构、强化场景体验来改善盈利能力，部分头部百货企业单三季度利润情况显著向好。20Q3 板块经营活动现金流为 82.61 亿元，同比+2.22%，环比改善明显且实现转正，主要受到公司收入下降带来的采购支出减少，以及公司加强费用管控，优化库存结构等因素影响。

图 30：CS 百货综合 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 31：CS 百货综合 19-20Q3 毛利率+净利率+ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q3, CS 百货+综合的毛利率为 23.51%，同比提升 0.92pct，环比增长 0.02pct。百货业态多以联营模式为主，购物中心以租赁为主、联营为辅，根据新收入准则规定，联营模式下收入和成本确认方式发生较大变化。按照新准则要求，百货企业对各业态下收入和成本进行了重分类，导致上半年百货和购物中心业态的营业收入、成本和毛利均发生较大变化，与同期不具可比性。但从数值上看，销售收入和成本双双下滑，成本降幅相对较窄，导致毛利率水平有所提升。2020Q3, CS 百货+综合的平均 ROE 水平，在剔除*ST 企业极值影响后，较上半年有所回暖，回升至 1.78%，连续两季环比转正，环比提升 0.85pct，主要受到 Q3 净利率水平环比提升 0.94pct 的影响。

4.超市：门店加速近场化，社区团购快速发展

4.1 超市门店近场化，小型业态快速发展

贴近社区的超市小型业态逐渐受到重视。后疫情时代，消费者的购买行为发生了很大的变化，出于对疫情防控的焦虑心理，消费者走亲访友、赠送礼品的需求大幅减少，在线下大卖场的购物行为受到了严重抑制。与之相对的，扎根社区的小店迎来了快速发展的机遇期，尤其在疫情之后，进一步催化了超市门店的近场化和数字化。在大店选址较难、覆盖范围受限的情况之下，社区小店成为巨头争先布局的目标。尤其是疫情发生以后，作为离消费者更近、复购率更高的社区消费场景，贴近社区的小业态愈发受到重视。

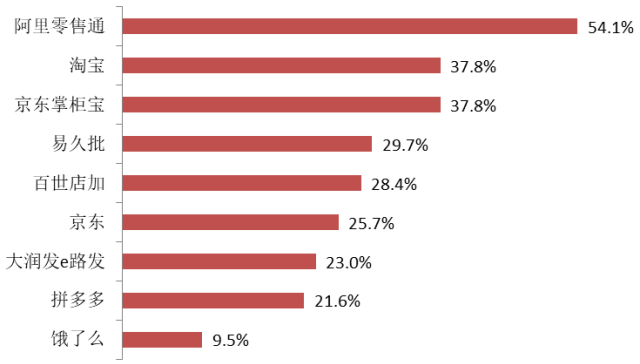
今年上半年，以盒马鲜生为代表新零售类门店整体同比增长 161%，电商增长 35%，小型超市也有 12%的增长。虽然线上零售蓬勃发展，但并不能完全取代实体社区连锁门店的便利性，到店体验仍然是零售的基本价值。2020 年更多的大卖场推出了小业态模式，如永辉 Mini、盒马 Mini、小润发等，这种业态小型化的背后逻辑实际上是消费者对便捷、高效的服务和体验的进一步追求。

图 32：现代通路主要零售商市场份额（中国市场）

	截至2019/9/06的52周	截至2020/9/11的52周	2019Q3	2020Q3
高鑫零售集团	8.2	8.2	8.2	8.2
欧尚	1.2	1.0	1.1	0.9
大润发	7.1	7.2	7.2	7.3
华润万家集团	6.7	6.4	6.5	6.2
华润万家	3.6	3.5	3.5	3.5
沃尔玛集团	5.0	4.9	5.0	4.9
永辉集团	4.2	4.9	4.4	5.0
苏宁集团	3.2	2.8	3.2	2.8
家乐福	2.8	2.4	2.7	2.3
物美集团	2.4	2.4	2.4	2.5
百联集团	2.5	2.4	2.5	2.3
武商联集团	2.1	2.2	2.0	2.3
步步高集团	1.4	1.5	1.4	1.5
SPAR集团	1.4	1.4	1.3	1.5

数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 33：线上进货渠道对零售小店的渗透率



数据来源：答案快消智库，山西证券研究所

超市小型业态销售额逆势增长。根据凯度消费者指数的数据，在截至 2020 年 9 月 11 日的过去 12 周中，大卖场、超市和便利店的销售额同比下降了 2.9%。在实体渠道受到直接冲击的背景下，大卖场遭遇较为严峻的挑战，销售额同比下降了 7%左右；而超市小型业态则吸引了更多的消费者，继续保持蓬勃发展的态势，销售额逆势增长了 6.3%。消费者越来越青睐能够及时提供生活必需品和生鲜产品的社区小店，购买频次和渗透率都显著提升。零售小店在进货时的在线化趋势也愈发明显，不再局限于单一渠道的供应商，各路电商都有可能成为小店的进货采购选项，其中阿里零售通的渗透率最高，达到了 54%。面对疫情冲击和电商分流的叠加影响，头部零售商快速响应市场，积极布局小业态社区生鲜，加强对生鲜供应链的精细化管理，充分利用数字化技术进行全渠道触达和转化，增强与社区消费者之间的交互效应。

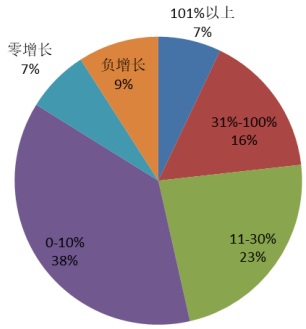
在头部零售商中，高鑫零售市占率保持领先，三季度达到 7.3%，比去年同期增长了 0.1pct，在阿里系的新零售物流基础和新业态的引流加持下，大润发顾客的购物频次提升显著，今年 7 月大润发在一个月之内开出 3 家社区生鲜业态的 mini 店“小润发”，以满足消费者对近场业态的需求；永辉集团在三季度保持了 9.4%的强劲增长，市占率达到 5.0%，再创历史新高，主要来自于持续不断的店铺扩张。截至三季度，永辉共拥有 mini 门店 405 家，有助于进一步渗透到社区中吸引更多消费者。同时，3 月以来，永辉进入直播领域，依靠其强大的生鲜供应链体系，向消费者着重展示产品溯源，与消费者建立更为紧密的联系和信任。

4.2 社区生鲜回归理性，疫情驱动逆势增长

社区生鲜赛道逐渐回归理性。随着社区型便利店规模的持续扩张，以农贸市场与大型连锁超市为主导

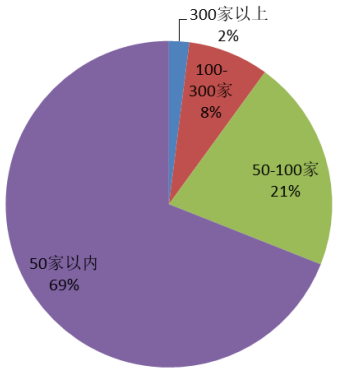
的生鲜渠道格局已被打破，具有较强便利性的社区生鲜业态作为一种有效补充，成为与消费者距离最近的触点。未来超市小型业态的门店将更加贴近社区高频消费场景，门店面积通常在 1500 平米以下，以高频刚需的即食和生鲜类产品为引流，生鲜占比超过 20%，拥有产品结构标准化程度高和门店便捷可复制性强的特点，体验及服务能力将成社区生鲜业态引流的核心竞争力。从宏观层面来看，2020 年的社区生鲜赛道逐渐回归理性，资本对社区生鲜的投资意愿逐渐降低，今年以来与资本接洽的企业数量和融资规模双双大幅下降。从入局企业的数量来看，2018 年高峰时一年有 15 家社区生鲜品牌成立，但 2020 年新成立企业只有 5 家，新入局企业数量明显减少，且多为传统零售加码社区生鲜赛道。从企业融资情况来看，与资本对接的企业数量年内骤减，2019 年融资规模约为 54 亿元，而今年仅有一笔融资发生，是谊品生鲜得到腾讯、今日资本等机构的投资，融资金额为 25 亿元。

图 34：2020 年门店增幅情况



数据来源：第三只眼看零售，山西证券研究所

图 35：2020 年门店分布情况

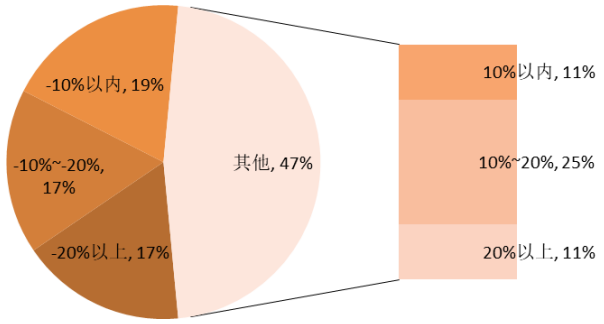


数据来源：第三只眼看零售，山西证券研究所

疫情驱动下社区生鲜业态趁势增长，门店销售增长速度远高于便利店。从企业规模来看，社区生鲜企业的销售规模主要集中在 1-5 亿元之间，超过 10 亿元的企业占比为 13%，在 65 家社区生鲜企业样本中，销售额最高的是钱大妈，2020 年销售额预计将达到 130 亿元。从规模增速来看，社区生鲜门店整体保持着 45%的高速增长，而 2019 年便利店门店的整体增速为 13%。疫情驱动下社区生鲜业态趁势增长，门店销售增长速度远高于便利店。从不同规模增速区间来看，有 16%的企业为零增长或负增长，有 46%的企业实现两位数增长，23%企业门店增幅超过 30%。其中，京东旗下的七鲜生活、家乐园旗下的优鲜超市、百联旗下的逸刻新零售这三家企业门店增幅分别为 600%、380%和 100%，显著提升了整个样本的平均水平。从企业盈利情况来看，有 74%的企业可以实现整体盈利，较 2019 年的 46%有明显增长，同时也有 11%的企业不能实现盈利，此外还有 16%的企业表示仅在疫情期间可以实现盈利。整体来看，部分得益于疫情的推动，社区生鲜业态的盈利能力得到了明显提升。从门店规模来看，69%的样本门店数在 50 家以内，门店数超过 100 家的就可以被视为区域龙头企业，而门店数在 100 家以上的仅有 10%，门店拓展呈现两极分化。所取样

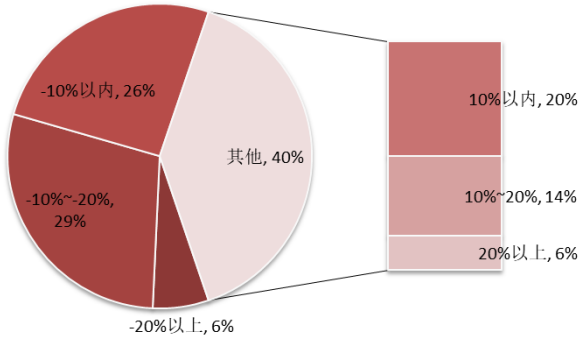
本中门店数最多的是钱大妈，达到了 3000 家。

图 36：上半年来客数增幅分布



数据来源：第三只眼看零售，山西证券研究所

图 37：第三季度来客数增幅分布



数据来源：第三只眼看零售，山西证券研究所

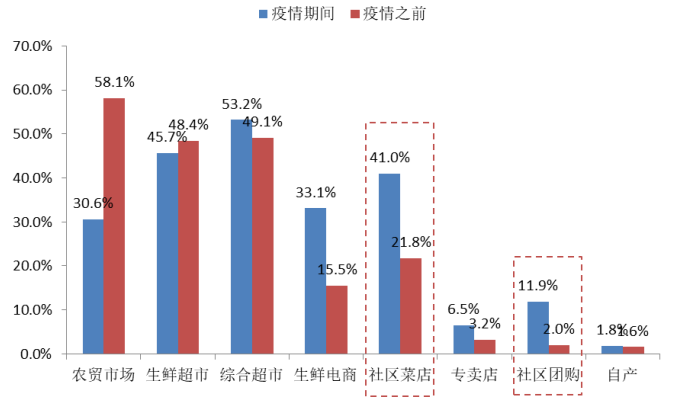
疫情对社区生鲜业态的驱动作用较为显著。通过对上半年和三季度两个时间段进行对比，来看疫情对生鲜业态的影响。上半年可比门店销售平均增幅为 23%，而第三季度的可比门店增幅降至 2.5%，销售增速环比大幅回落。在上半年的可比门店中，仅有 7%的企业出现负增长，但三季度呈现负增长的门店比例扩大到了 35%。疫情对社区生鲜业态的驱动作用较为显著，随着疫情防控态势的进一步向好，这种非常态化的红利因素逐渐消退。上半年门店最高销售增幅可达 80%，而下半年的最高增速降至 40%。从来客数看，上半年 53%的企业可比门店来客数出现了下降，有 17%的企业客流下降了 20%以上，而三季度客流出现同比下降的企业数量进一步扩大到了 61%。今年三季度行业出现普遍性的门店销售下滑，一些企业甚至出现断崖式下跌。但从同比销售和客流情况来看，社区生鲜业态的承压能力要好于大卖场和大型综合超市。不过到了四季度这一情况有所好转，对于第四季度的销售预测，多数企业表示较为乐观，有 51%受访企业表示可以同比增长。虽然下半年销售有所放缓，但全年来看社区生鲜业态将会保持高于大卖场和便利店的增幅快速增长。

4.3 线上买菜习惯渐成，社区团购迅速推广

疫情期间社区社群的集中消费放量增长，社区统一采购配送等模式逐步普及。疫情期间，我国农产品终端销售渠道的结构发生了明显改变，农贸市场和超市大卖场的消费大幅下降，而生鲜电商、社区菜店和社区团购等社区生鲜小业态的消费需求快速增长。根据商务部流通产业促进中心开展的线上调查显示，疫情期间社区社群的集中消费放量增长，社区统一采购配送等模式逐步普及。社区菜店在各渠道的销售占比提升最快，成为仅次于超市的重要生鲜购买渠道，占比达到了 41%，较疫情前提高 19.2pct。社区团购模式也得到迅速推广，占比由 2%增至 11.9%，且推广速度与疫情风险等级正相关，其中身处疫情中心的湖北地区社区团购渠道增长最为明显，提高了 47pct。作为零售企业应对疫情的重要手段之一，社区团购是互联网

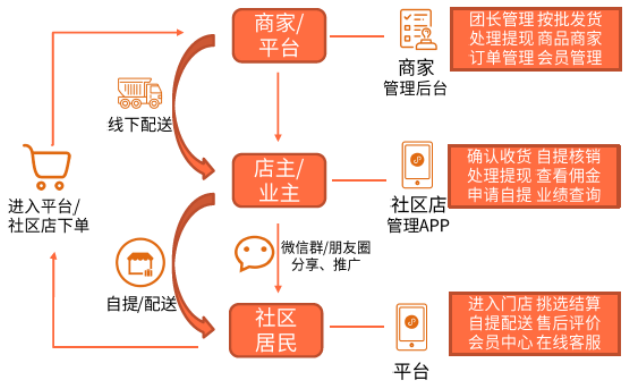
平台企业以生鲜经营为切入点，利用社区门店资源和客流量，对下沉市场社区商圈的一种区域化、小众化、本地化的布局，以期实现新一轮的市场拓展和流量增长。通过社区商铺为周边 1-3 公里半径内的社区居民提供团购形式的优惠活动，促进商铺对核心客户的精准化宣传和消费刺激，实现商铺区域知名度和信赖度的迅速提升。数据显示，有超过 60%的社区生鲜业态开展了拼团业务。

图 38: 疫情前后我国农产品购买渠道变化情况



数据来源：商务部流通产业促进中心，山西证券研究所

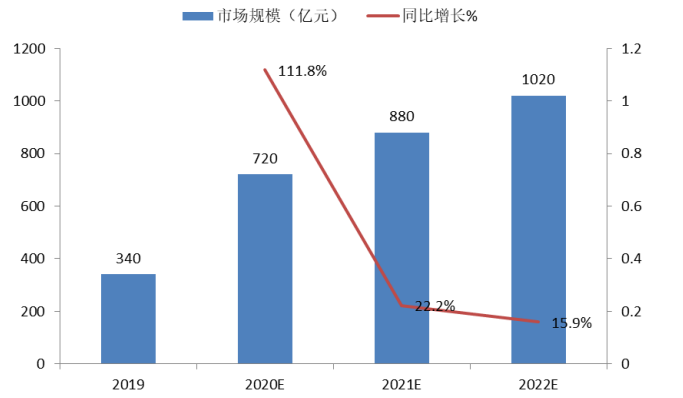
图 39：社区团购商业模式



数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

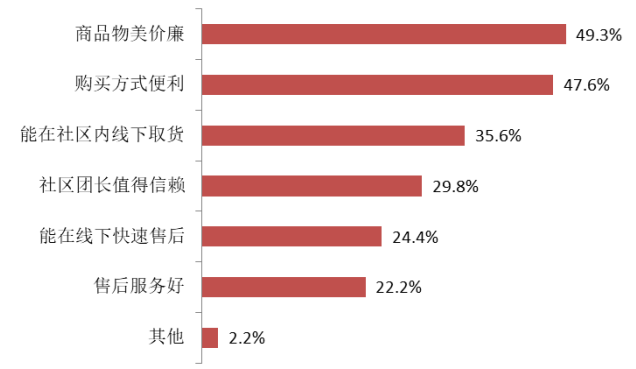
社区团购依托社区和团长之间的社交信任关系实现商品流通，其流程简单、操作便捷。首先商铺通过使用社区团购平台签订团购协议；之后，团购平台对团购商品进行宣传展示，居民通过站内搜索下单并预付全款，商铺向居民提供相应的产品或服务（自提或配送到家）；最后，团购产品到期后，以双方约定的佣金比例分配利润。在实际成交中，绝大多数补贴商品和生鲜商品的返佣比例为 3-5%。数据显示，在疫情的驱动下 2020 年社区团购市场发展态势迅猛，市场规模预计将达 720 亿元，伴随社区团购市场持续下沉拓展，原本的社区生鲜业态竞争格局将受到冲击和重构。预计到 2022 年，我国社区团购的市场规模有望达到千亿级别。数据显示，有 34.4%的用户仅偶尔在社区团购平台消费，10.7%的用户消费频率为每天一次；有 44.9%的用户单次消费金额在 100 元以上，其中 36.4%的用户单次消费金额在 100-300 元之间，与社区日常消费区间特点基本一致。随着社区团购的逐渐普及，未来社区居民使用社区团购平台的频次会与日俱增。社区团购具备爆品属性，高质低价、网红特色是其最大特点，导致其对供应链的要求程度较高。数据显示社区团购的 SKU 数与实体店的重合度约有 50%，其中有近六成企业重合度在 50%以上，可见社区团购依然十分依赖实体店原有的供应链。

图 40：2019-2022 年社区团购市场规模及增长率



数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 41：消费者选择社区团购平台原因



数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

疫情期间居家隔离成为常态，社区居民在线上买菜的消费习惯逐渐养成，社区微信群是其最主要的触达用户方式。生鲜消费高频刚需，有超过五成的用户主要通过线上购买蔬菜水果、肉制品等生鲜食材，且生鲜产品的线上渗透率较低，仅有 5%左右，用户在线上购买生鲜产品的需求为社区团购的发展奠定了基础。社区团购市场的品类选择通常密切贴近周围社区居民的需求和偏好，生鲜食品和日用品是目前社区团购的主打品类。数据显示，有超过四成的用户主要在社区团购平台购买水果生鲜、粮油调味及零食饮料等商品，其中水果生鲜占比达到 48.9%，占比最高。通常情况下，生鲜运营管理最大的问题是极易损耗，而社区团购的“单品+预售”模式在很大程度上有效降低了损耗率。此外，团长负责最后一公里的配送、租金和人工等固定费用，降低了企业费用管理难度。数据显示，有 49.3%的用户选择社区团购平台的主要因素是商品物美价廉，且有 47.6%的用户认为社区团购平台的购买方式方便快捷。相比于其他业态，社区团购拥有高性价比的产品体验，以及较低的获客成本，能够统一配送到社区等优势，这种商业模式的盈利能力逐渐理顺跑通。与实体门店业态相比，社区团购的运营模式更轻，借助微信等社交流量入口，社区团购更易触达用户，这意味着模式的可复制性高，在供应链成熟的基础上，可以迅速布点实现规模化拓展。2020 年线下实体超市也纷纷涉足社区团购领域。

表 3：上市公司超市业态布局社区团购情况

上市公司业态	2020 年社区团购布局情况
中百集团：中百仓储、中百超市、中百罗森等	疫情期间，公司 1000 多家门店一直坚持营业，在社区实行封闭管理后迅速调整保供模式，对接社区开展“组合套餐”和“社区到店代购”等团购服务模式。团购业务覆盖 3200 多个小区，占全市 7000 多个小区近一半，累计承接十元蔬菜包 150 万份，配送冻猪肉 3900 吨，日均承接订单 13 万单。
鄂武商 A：武商超市	疫情期间，公司下属武商超市为武汉市内 3100 个小区配送社区团购物资 210 万份；2020 年武商超市加快实施门店改造计划，加大新品开发，打造自有品牌特色，推进生鲜自营，提升商品自营能力，扩大社区团购，挖掘外部单位团购业务，抢占市场份额。
利群股份：中型超市及社区店	公司创新销售模式，各品牌代理公司及零售门店通过社区团购、直播带货等方式，积极开拓线上销售渠道，促进销售。

步步高：小步优鲜平台	疫情期间公司分两批向社会招募包括门店到家服务拣货员、社区团购业务“小步到家”团长等员工开展社区团购业务。疫情过后，公司又实时推出员工带货、社区团购等，继续推动线上业务发展，前期的生鲜供应链改革红利逐步释放。
永辉超市	公司积极抗疫，发力线上业务，确定了坚持生鲜特色的线上商品经营思路。上半年永辉生活 APP 到家业务已覆盖 852 家门店为消费者提供到家服务，实现销售额 22.5 亿元，同比增长 2 倍，2019 上半年社区团购已在超过 300 家门店推广应用。
家家悦：家家悦优鲜平台	利用“家家悦优鲜”线上平台，推动 020 及社区团购业务与线下实体店的融合，通过直播带货等方式，强化线上线下联动和到店到家服务，丰富顾客的购物体验。

数据来源：根据上司公司中报整理，山西证券研究所

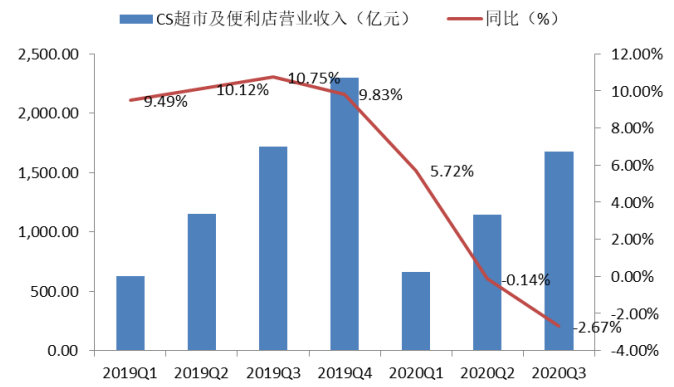
12 月 11 日人民日报发表题为“社区团购：别只惦记这几捆白菜”的社评，直指社区团购成为互联网资本逐利的方向，一度被误视为国家准备叫停社区团购的信号。下半年以来，各大电商巨头纷纷进军社区团购赛道，并将以蔬果为主生鲜产品列入首选品类，在加大优惠补贴力度、用价格优势换取流量的同时，直接影响到了菜场菜贩和实体超市的有序竞争局面。近一个月以来，互联网巨头企业相继投入大量资源入局生鲜社区团购，社区团购成为互联网行业及资本市场热议的话题。**从表面上来看，社区团购是资本逐利性质的推动，而实质上是市场的潜在消费需求在催化零售端做出变革。**目前社区团购赛道上的乱象主要表现在低于成本的销售价格、开城开团的巨额补贴、低品质的商品，以及烧钱换流量的恶性化不正当竞争等，这种乱象直接破坏了当前的商业秩序，使原本线下卖菜的零售商都受到了巨大冲击。12 月 9 日南京市市场监管局发布《电商“菜品社区团购”合规经营告知书》，对各电商平台经营企业以“菜品社区团购”模式从事经营活动提出合规告知，从规范行业经营方面，为行业提供了一个参照范本。未来还需政府出面对互联网经济的新发展动向研究立法，建立保护发展与制约乱象的双向规范机制。

4.4 营收规模小幅下降，Q3 利润增速环比提升

2020Q3,CS 超市板块营收 1673.99 亿元，同比-2.67%，归母净利润 35.58 亿元，同比+8.02%，扣非后归母净利润 25.54 亿元，同比-9.77%。其中单 Q3,CS 超市营收 527.13 亿元，同比-7.76%，归母净利润 6.44 亿元，同比+38.17%。受疫情影响超市企业表现分化，自建供应链体系相对完善的头部企业发挥优势，加大产地直采调配货源、提升自有商品销售占比，头部企业的市场份额不断提升。但三季度受到去年同期物价涨幅较高带来的高基数效应影响，板块营收端增速小幅回落；利润端则由于去年同期基数较低，增速环比小幅提升。超市板块业绩两极分化趋势依然显著，头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大，若剔除永辉超市，2020Q3 的营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为-12.65%/-12.87%/-33.75%，营收端和利润端的同比降幅均进一步扩大。由于超市销售品类多为一般生活必需品，业态具有较强对抗风险能力，疫情期间虽然客流量下降但客单价和同店收入均显著提升。但三季度受到客流下降和物价回落的双重影响销售额增幅有所回落。

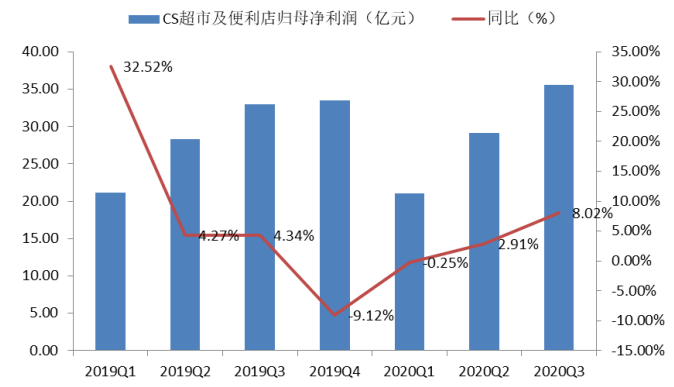
疫情期间居民经历了漫长的居家隔离期，民生类消费品需求大幅增长，带动 Q1 超市业绩逆势上涨。但疫情影响居民收入下降，尤其是低收入群体消费能力受到抑制，居民选择快消品时更加重视性价比。此外，由于冷冻食品上检测出新冠病毒残留，居民对水产类产品的消费有所下降。疫情影响消费者的购物习惯发生了潜移默化的改变，消费者对电商、超市到家配送服务的需求急剧爆发，尤其在生鲜品类方面。去年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御物业水电、人工成本等刚性费用的上涨，企业利润空间持续受到压制。在利润增长放缓的营商环境下，超市企业快速推进门店的线上化运营，积极推广到家业务和社区团购，开启新的盈利增长点。头部企业受益于提前布局线上流量入口的先发优势，以大卖场承接供应链体系，以社区店连接消费者，实现到家销售业务销售额占比及增速的同步快速提升。目前超市企业线上业务营收占比低于 10%，头部企业永辉超市前三季度线上占比 9.7%，未来超市行业到家业务营收占比仍有 10%左右的上浮空间。

图 42：CS 超市 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

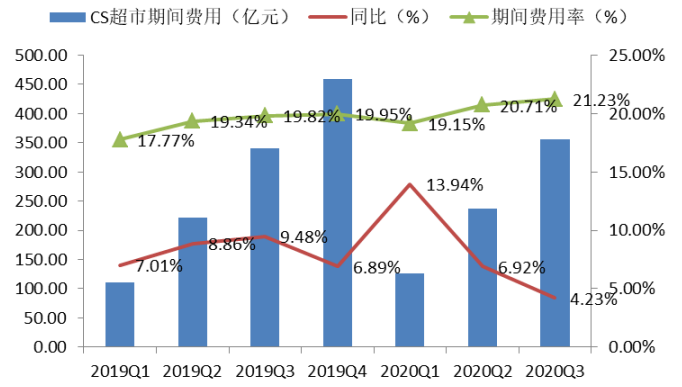
图 43：CS 超市 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

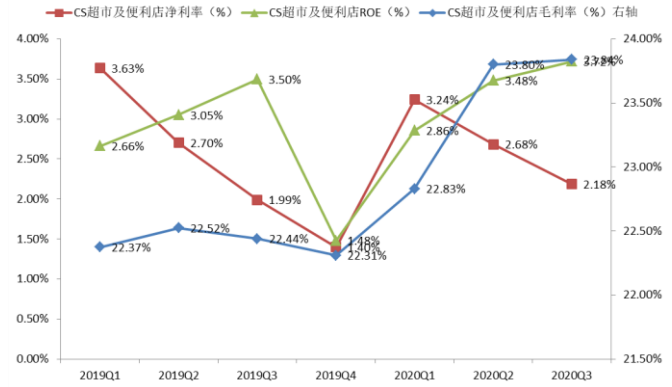
2020Q2,CS 超市板块期间费用合计 355.32 亿元，同比+4.23%，增幅环比减少 2.7pct；20Q3 期间费用率为 21.23%，同比增长 1.4pct，环比提升 0.51pct。受到疫情影响，超市企业在上半年开店速度放缓，三季度关店调整数量增多，营收增速略有下降，同时房租、人力、水电、运输费等运营成本却不断上涨，压制了企业利润的增长空间。近年来超市业态趋小化，而小型业态对房租上涨较为敏感；此外，企业还加大了对中后台数字化系统的投入，以提升业务流程的标准化和经营效率。相比到店服务来说，到家业务还增加了线上营销费用投入和履约成本及平台佣金等。20Q3 板块经营活动现金流为 123.96 亿元，同比+43.29%，主要受到部分头部企业销售增长和毛利率增加、收到的补贴收入增加以及收回保理款、联营公司往来款等因素影响。

图 44：CS 超市 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 45：CS 超市 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q3,CS 超市板块毛利率水平为 23.84%，同比上涨 1.4pct，环比提升 0.04pct，疫情期间生鲜类食品购买量较大，规模效应下周转提升、损耗减少，Q1 生鲜品类毛利率提升较多，带动整体毛利率水平同步提升，但单 Q3 毛利率增长有所放缓。20Q3 板块平均 ROE 水平环比改善，提升 0.24pct 至 3.72%，同比增长 0.22pct，再创造年内新高。虽然板块净利率环比下降 0.5pct，但 ROE 环比提振主要受到总资产周转率提升 0.28 带来的积极影响。

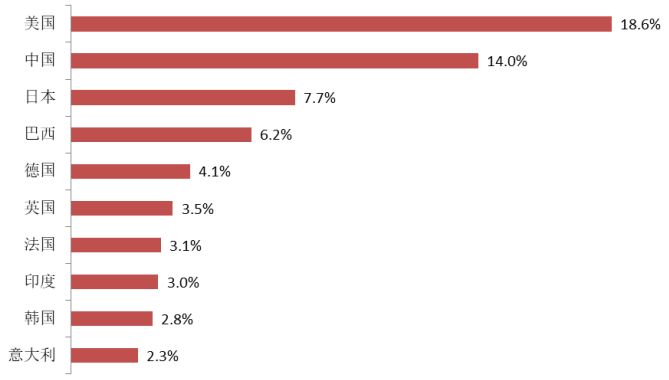
5.化妆品：国货品牌影响力增强，产业资本加速布局

5.1 化妆品市场空间巨大，线上渠道占比逐渐攀升

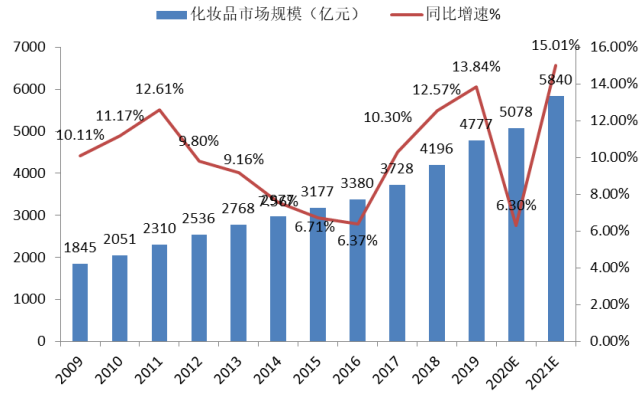
化妆品成刚需消费，未来市场空间巨大。随着居民对品质生活的需求不断提高，颜值经济强势崛起，今年以来化妆品持续成为消费亮点，从原先的高弹性、部分人群的可选消费转变成一种高频、刚性的消费需求。随着疫情防控成效的进一步深化，我国经济持续回暖，推动美妆护肤市场规模持续扩容。欧瑞数据显示，我国化妆品市场销售规模从 2010 年的 2051 亿元增长到 2019 年的 4777 亿元，同比增长 13.84%，增速高于全球水平（+0.98%），十年间年复合增长率约为 9.8%，显著高于美、日、韩等化妆品消费大国。2019 年美国占据全球化妆品市场份额的 18.6%，排名第一，而我国紧随其后，市场份额约 14%，较去年同期提升约 1pct。2012 年至 2016 年由于国内宏观经济增速放缓，我国化妆品市场增长势头依旧但增速同步放缓。2017 年随着整体零售回暖和消费升级的推动，市场增速迅速攀升，2018-2019 年同比分别增长了 12.57%和 13.84%。我国化妆品行业在世界化妆品行业中的份额和影响力逐渐增强，目前已成为推动世界化妆品行业增长的主要消费大国。但是我国人均化妆品消费远低于其他发达国家，2019 年人均消费仅有 50 美元，同我国文化背景、消费习惯相似的国家相比，只有日本的 16%、韩国的 19%，市场空间巨大。

图 46：2019 年全球化妆品行业消费国市场份额占比

图 47：2009-2021 年中国美妆市场规模及同比



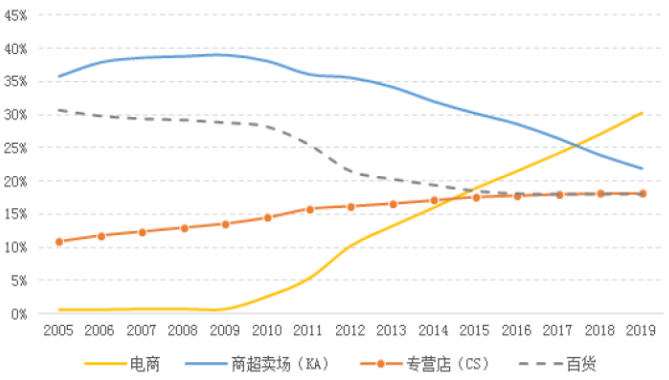
数据来源：欧瑞数据，山西证券研究所



数据来源：欧瑞数据，山西证券研究所

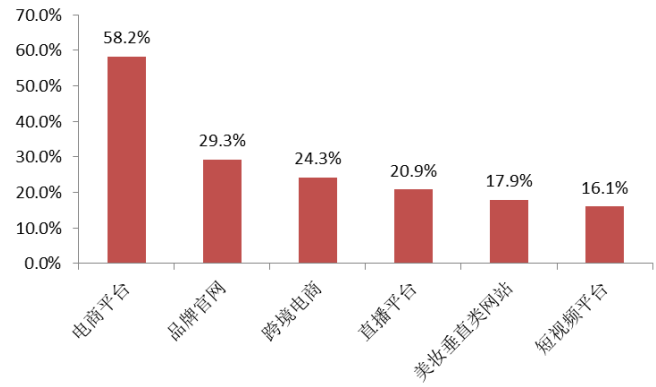
我国化妆品市场具有消费群体大、消费潜力高的特点，随着国民收入和生活水平不断提高，国民对美的追求日益增加，护肤观念逐渐普及，我国化妆品市场未来仍将保持较快的速度增长。受到疫情影响，欧瑞预计 2020 年我国化妆品市场规模将超过 5000 亿元，同比增长 6.3%，到 2021 年增速开始提升，此后恢复到 10-11%的稳定增速。互联网的普及带来了渠道变革，伴随电商渠道的迅速崛起，近几年国内美妆护肤品市场的线上渠道占比逐年攀升，化妆品在电商渠道的份额于 2015 年超越了百货渠道和 CS 渠道（专营店），于 2018 年超过了 KA 渠道（商超卖场），到 2019 年渠道占比超过了 30%，并且未来会进一步扩张，预计到 2023 年线上渠道占比可能超过 40%。随着新媒体和社交电商的飞速发展，消费者接触信息和社交方式也随之改变，美妆护肤类品牌商积极进行线上渠道布局，借助大数据精准定位目标用户，并通过各类社交平台宣传种草、培养用户心智，拓展潜在客户群，进而有效的传递品牌价值。在疫情影响下，美妆护肤类品牌商将进一步提升线上渠道渗透率，加速品牌营销数字化转型的步伐。

图 48：2004-2019 我国化妆品主要销售渠道占比



数据来源：欧瑞数据，山西证券研究所

图 49：2020 年中国美妆护肤品线上购买渠道细分



数据来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

美妆护肤类产品的线上渠道主要以电商平台为主，有近六成的消费者会通过电商平台来购买。线上渠道主要优势在于优惠力度大、促销活动多、购买方便，各大电商平台是美妆护肤类品牌竞争的主战场。线上可以触达数亿级别的消费者，在 ToC 时代，线上已经成为了新锐品牌孵化的主要阵地。在拥有线上的品

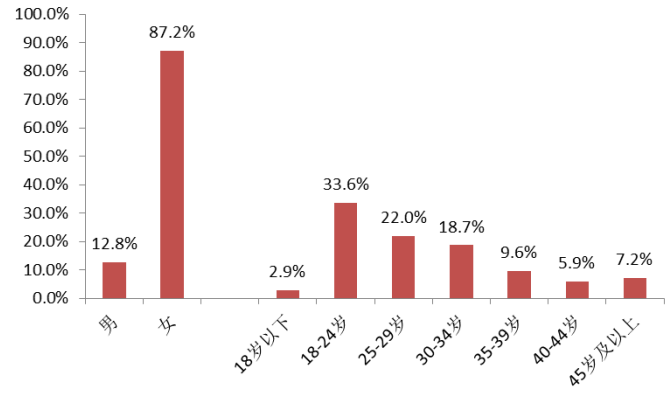
牌基础后，再布局线下实体店，打造完整的生态闭环。对于传统线下品牌而言，线上渠道更是品牌拓展增量的优先选择。近年来品牌商线上渠道广告投放占比逐年增长，且已经超过了线下渠道的投放量，未来线上仍然是品牌商营销投放的主要渠道，并且预算会进一步提升。在线上渠道中，电商平台的站内投放属于刚需，同时投放会逐渐向站外倾斜，借助社交媒体精准定位目标用户，增加触达频次、持续种草，盘活私域流量用户池。

国货美妆品牌借助直播电商实现弯道超车。在电商平台、内容和社交平台等互联网新基建的支撑下，消费者的决策链路被重塑，而直播电商因为即时互动的体验效应较强，加速了消费者从种草到拔草的过程，使得国货品牌能够在互联网上实现弯道超车。2020 年的疫情期间，直播电商快速崛起。数据显示，预计至 2020 年底我国在线直播用户将达 5.26 亿，直播电商市场规模将达 9610 亿元，同比增长 122%；而美妆护肤品类作为直播间的热门品类之一，直播渗透率还在逐步提升。移动互联网时代下全民直播让品牌在营销宣传上拥有了更多选择，直播是美妆品牌线上营销的重要手段，KOL/KOC 的内容导购属性和宣传影响力通过直播进一步放大。明星仿妆、美妆教学、口红试色等均能通过直播达到立体化的展示效果。社交媒体上美妆博主、网红 KOL 和影视明星的直播带货极大刺激了 90 后、95 后及 00 后年轻消费的消费意愿，拓宽了美妆产品的营销渠道，提高了美妆产品的直播渗透率。

5.2 国货品牌强势崛起，主攻低线年轻消费者

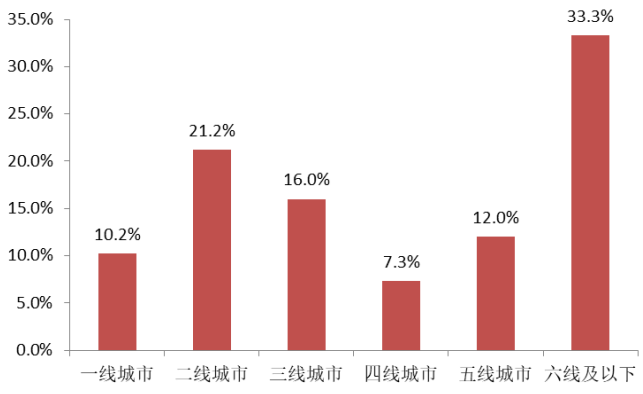
年轻消费者成为国货品牌目标消费群体。随着我国经济的不断发展，国货品牌的品质不断提升、品牌影响力愈发强大，本土文化和国货也得到官方的积极扶持。在中美贸易摩擦背景下，爱国情怀得到了极大程度的深化，消费者对兼具品质与创意的国货品牌的认可度日益提高。疫情之下，海外国际品牌产业链受到了较大冲击，从生产端到销售端均有所放缓，同时年轻消费者国家归属感更强，主观上更愿意购买本国产品，共同助力国货品牌强势崛起。随着 95 后和 00 后逐渐成为消费的主力，他们审美多元、敢于创新、不论出身、关注当下，对互联网的粘性更强，对国货品牌的接纳度更高，成为了新国货在新媒体中更容易影响到的目标群体。数据显示，有 75%的用户在过去半年内尝试了国货美妆新品，还有 50%的用户尝试了以前没有用过的国货美妆品牌。随着新锐国货的崛起，国产品牌受美妆人群关注度逐渐升高。

图 50：天猫国货护肤&彩妆消费者**性别/年龄分布**



数据来源：CBNData 消费大数据，山西证券研究所

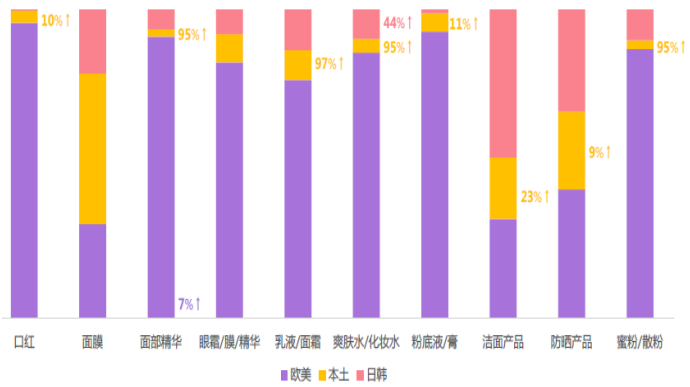
图 51：天猫国货护肤&彩妆消费者**地区分布**



数据来源：百度搜索大数据，山西证券研究所

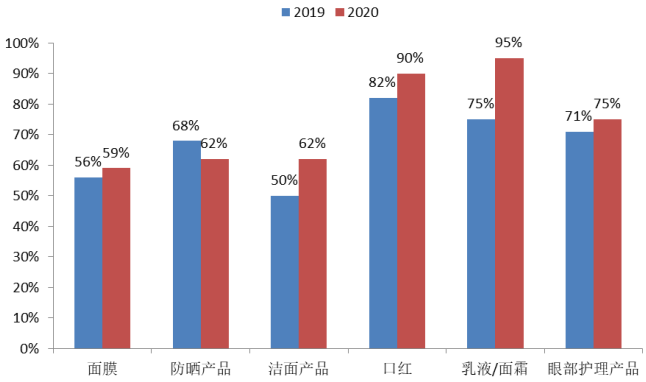
国货品牌定位本土化，市场差异化，营销别出心裁。国货品牌在品牌定位上更加本土化、贴近东方人肤质和审美，根据我国消费者肤质特点推出更适合国人的化妆品，例如在功能上以保湿、美白为主，而在配方上常辅以植物、天然等概念，更易被国人接受；在市场层次上，国货品牌与国际大牌错位竞争，依靠产品性价比取胜，主攻中低端大众护肤需求，避免与国际大牌在一二线城市的中高端市场正面冲突，在夯实用户基础上再逐渐向中高端渗透；在营销模式上，国货品牌抓住年轻人的喜好，积极采用社交媒体，别出心裁的进行品牌营销，制造市场热点对接消费者需求，打造明星单品的良好口碑。国货品牌的目标用户以 25 岁以下、三线及以下城市的 95 后、00 后女性消费者为主。天猫美妆数据显示，25 岁以下的用户占比为 36.5%；三线及以下城市的用户占比为 68.6%。从年龄来看，95 后和 00 后已经成为国货美妆产品的第一大消费群体，其在美妆产品的消费占比要高于其他代际。国货美妆品牌的下沉趋势比较明显，越来越多的中低线城市消费者开始关注国货美妆品牌，且城市越低线增长越明显。从需求端看，消费者对颜值经济的追求没有因为疫情而改变，线上美妆护肤消费不断下沉，消费群体持续泛化，三线及以下城市的消费者人数增速远超一二线城市。

图 52：美妆 Top10 品类不同品牌国别份额及增速



数据来源：百度搜索大数据，山西证券研究所

图 53：美妆头部品类 Top5 品牌 CR5 市场集中度变化



数据来源：百度搜索大数据，山西证券研究所

各细分品类品牌偏好集中在欧美品牌，但本土品牌增长强劲。面膜品类门槛较低，本土品牌入局相对容易，洁面产品偏好集中在日韩品牌，防晒产品偏好日韩系和欧美系分布相对均衡，而其余品类则是集中在欧美品牌。欧美品牌中，除了定价高端的面部精华类在 2020 年实现了小幅增长 7%，其余品类的国货品牌在 2020 年的增长机会均呈领先，其中面部精华、乳液/面霜、爽肤水/化妆水和蜜粉/散粉四大品类在 2020 年的增速都超过了 95%。国货美妆品牌整体竞争激烈，各个细分领域头部品牌排名变化较大，尤其在防晒产品、洁面产品和面膜领域，2020 年 CR5 相对较低，且头部品牌新老名单更替剧烈，竞争已经进入了白热化阶段。面膜品类在 2020 年的 CR5 略有上升（+3%），五强品牌变化不大，头部品牌进一步巩固市场份额，但五强以内排名变化较大，头部竞争激烈。口红和乳液/面霜类的产品 CR5 相对较高，在 2020 年分别达到了 90%和 95%，且乳液/面霜类产品在 2020 年的 CR5 上升幅度最大（+20%），但这两个品类的头部品牌排名均不稳定，同样处于激烈竞争的阶段。

5.3 产业资本加速布局，上市公司数量较少

近年来国货美妆品牌持续发力，2020 年在我国的市场占有率达到了 72%，同时美妆行业品牌数呈爆发式增长，众多玩家纷纷涌入美妆赛道。2016 年以来一级市场的国货彩妆投融资事件较多，既有头部品牌在资本的推动下持续扩张，也有新锐品牌在社媒的加持下崭露头角。在资本的加持下，国货彩妆的发展走上快车道。其中完美日记在不到 4 年间已获得 5 轮融资，估值飞速攀升，在 2019Q3-2020Q3 估值水平从 10 亿美元迅速攀升至 40 亿美元。北京时间 10 月 31 日，完美日记母公司逸仙电商向 SEC 递交招股书，于 11 月 19 日在纽交所挂牌上市，成为国内首个在美股上市的美妆集团。在首个交易日，逸仙电商股价盘中一度暴涨超 96%，收盘时涨幅达 75%，市值也从上市前的 70 亿美元膨胀至 122 亿美元。此外，橘朵在 2 年内完成 4 次融资，美尚股份不到半年完成 2 轮融资，GirlCult 和 HEDONE 也在近 3 年内各完成 2 轮融资。

表 4：2016-2020 年国货彩妆重点投融资和并购事件

时间	品牌/企业	融资轮次	投资方	融资金额
2016.11	小奥汀	天使轮	益源资本	未披露
2016.12	完美日记	天使轮	真格基金、弘毅投资	未披露
2017.02	彩棠	战略融资	韩都衣舍	未披露
2017.09	HEDONE	A 轮	澎湃资本	未披露
2018.03	色彩地带	收购	丹姿集团	500 万元
2018.05	完美日记	A 轮	高榕资本	未披露
2018.06	橘朵	种子轮	新宜资本	未披露
2018.08	橘朵	天使轮	顺为资本	未披露
2018.12	GirlCult	天使轮	青松基金	数百万元
2019.04	小奥汀	收购	完美日记	未披露
2019.05	彩棠	战略融资	珀莱雅、	未披露

			熊客文化发展（上海）中心（有限合伙）	
2019.09	橘朵	股权融资	软银亚洲	未披露
2019.09	完美日记	战略融资	高瓴资本、CMC 资本	未披露
2019.11	HEDONE	B 轮	辰海资本	未披露
2019.12	GirlCult	A 轮	IDG 资本	数千万元
2019.12	珂拉琪母公司美尚股份	天使轮	Sequoia Capital、京东集团	未披露
2020.04	完美日记	战略融资	TigerGlobal Management 、厚朴资本、博裕资本	1 亿美元
2020.04	珂拉琪母公司美尚股份	A 轮	红星美凯龙、创新工场、微光创投、易凯资本	近 2 亿元
2020.07	橘朵	股权融资	昆裕润源资产	未披露
2020.09	完美日记	战略融资	华平投资、凯雷投资集团、正心谷创新资本等	1.4 亿美元

数据来源：天眼查、亿欧智库，山西证券研究所

除了投资基金，一向专注于护肤的美妆集团也在积极布局国货彩妆，以扩充品牌矩阵、抢占彩妆赛道的市场份额。珀莱雅在 2019 年通过战略投资将彩棠品牌纳入旗下，扩充其彩妆产品线；丹姿集团在 2018 年全资收购老牌国货彩妆品牌色彩地带，进军彩妆市场；拉芳家化在 2020 年正式完成对彩妆品牌 VNK 的收购，并持有上海诚儒电子商务有限公司 51%的股权，切入彩妆等细分领域。企业风投模式并不只适用于老牌美妆集团，完美日记也于 2019 年收购眼线笔、睫毛膏优势品牌小奥汀；2020 年 11 月完美日记还收购了雅漾母公司法国 PierreFabre 集团旗下高端美妆品牌 Galénic 的 90%股权。随着市场竞争和品牌分化的日益加剧，品牌间的并购是提升自身市占率和发掘新增量的普遍方式。

表 5：美妆产业链部分 A 股上市公司

证券代码	证券简称	上市日期	主营业务	2020 前三季度营收/净利润	年涨跌幅%
603605.SH	珀莱雅	2017-11-15	化妆品类产品的研发、生产和销售，旗下拥有珀莱雅、优资莱、悦芙媞、韩雅、猫语玫瑰、YNM、彩棠等品牌	22.91 亿元/2.85 亿元	101.04%
603983.SH	丸美股份	2019-07-25	各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，旗下拥有丸美、春纪和恋火三个品牌，以卓越的眼部护理著称	11.37 亿元/3.38 亿元	-3.11%
600315.SH	上海家化	2001-03-15	化妆品、个人护理、家居护理用品的研发、设计、生产、销售及服务，主要品牌包括佰草集、高夫、美加净、启初、六神、家安等	53.62 亿元/3.12 亿元	23.00%
603630.SH	拉芳家化	2017-03-13	立足个人护理用品领域，位居居国内个护行业前列，旗下拥有拉芳、美多丝、雨洁、圣峰等众多知名品牌	6.53 亿元/0.82 亿元	36.56%
300740.SZ	御家汇	2018-02-08	互联网+美妆企业，旗下拥有御泥坊、小迷糊、薇风、花瑶花等多个自主护肤品牌	23.41 亿元/0.72 亿元	77.66%

688363. SH	华熙生物	2019-11-06	以透明质酸微生物发酵生产技术为核心，透明质酸产业化规模位居国际前列，旗下拥有润百颜、肌活、米蓓尔、夸迪等多个品牌	15. 96 亿元/4. 38 亿元	87. 93%
300792. SZ	壹网壹创	2019-09-27	快消品电商系统解决方案提供商	8. 25 亿元/1. 64 亿元	8. 05%
003010. SZ	若羽臣	2020-09-25	快消品电商综合服务商	7. 82 亿元/0. 65 亿元	50. 30%
605136. SH	丽人丽妆	2020-09-29	化妆品网络零售服务商	24. 64 亿元/1. 92 亿元	75. 01%

数据来源：Wind、上市公司中报、三季报整理，月涨跌幅截至 12 月 18 日收盘，山西证券研究所

目前在 A 股上市的拥有彩妆品牌的化妆品公司中，主要有珀莱雅、丸美股份、上海家化、拉芳家化和御家汇，数量相对较少。这些公司产品线主攻护肤领域，旗下虽有自营、收购或代理的彩妆品牌，但营收规模较小、贡献率偏低。目前还没有以彩妆为主的国内公司上市，2017 年底国产彩妆品牌毛戈平股份递交了招股说明书，但其审核材料一直维持在已预披露更新的状态。在 A 股上市的化妆品公司中，珀莱雅旗下拥有彩棠、猫语玫瑰、YNM 和 INSBAHA 几个彩妆品牌，且主品牌珀莱雅中也有粉底液等彩妆产品。2019 年彩妆类产品占到公司总营收的 5%，但同比大增 482%；丸美股份仅有一个彩妆品牌恋火，彩妆整体营收占比更低，占比尚不足 2%。同期全球第一大美妆集团欧莱雅的这一比例约为 26%，雅诗兰黛集团为 33%，彩妆产品占比提升空间较大。根据公司披露的年报数据显示，彩妆类产品毛利率要低于护肤类产品。19 年珀莱雅美容彩妆类产品毛利率为 62%，护肤类为 65%；丸美股份彩妆及其他类为 56%，护肤类为 68%，这与国货彩妆普遍走高性价比的路线一致。除品牌商外，A 股上市的美妆产业链相关公司还包括原材料提供商和电商代运营服务商，但数量总体较少，且上市时间不足一年，其中代运营商若羽臣和丽人丽妆均在今年上市，股价涨幅表现较好。而诺斯贝尔、芭薇股份、安特股份、科玛股份等规模较大的本土代工厂则基本或曾经在新三板挂牌，随着企业规模的不断扩大，这些代工厂或有可能谋求转板上市。

6 投资策略：渠道购物近场化，线上价值稳步攀升

6.1 趋势预判

市场销售增速加快，网上零售持续向好。受疫情影响，2020 年全年社零增速预计将维持在-4%左右，规模较上年有所下降。但随着年内国民经济的稳步恢复，促消费政策不断发力，居民消费需求稳步释放，市场销售增速加快，商品零售结构持续优化。疫情发生以后，由于在线消费对到店消费的替代率提升，为了适应市场变化，企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强，客观上推进了我国消费品市场的转型升级。伴随数字经济的持续升温和移动社交电商的加速发展，直播带货等新型消费模式成长较快，助力网上零售持续向好，全年来看线上渠道渗透率保持整体上涨态势，渗透率保持在 25%左右。受益电商的不断发展，预计明年消费者也会继续加大在线上和 O2O 渠道的支出，再加上直播和短视频带货的持续火热，线上

渠道不仅作为宣传引流的流量入口，还将逐渐成为零售行业不可缺少的一种购物体验，渠道渗透率将继续稳步提升。

直播带货缓解疫情压力，百货业持续加码线上业务布局。百货和购物中心属于实体聚集性产业，受疫情冲击最为明显。全年来看行业销售情况较为悲观，预计仍然维持下降状态，但到 21 年销售收入和净利润将显著回升，销售增速合理增幅维持在 5~10%之间，部分头部优质企业增速或将超 20%。随着移动社交电商的快速发展，越来越多的百货企业通过微信等社交媒体增加消费者触点，激发消费者的购物意愿，提升线上渠道销售占比。此外，以王府井为领头，在免税政策利好的带动下，未来免税业务将成为百货企业新的盈利增长点，但行业受政策影响程度较大，后续需对相关企业动向保持跟踪。

超市门店加速近场化，社区团购快速发展。在实体商超渠道受到直接冲击的背景下，大卖场遭遇较为严峻的挑战，销售额同比下降；而超市小型业态则保持蓬勃发展态势，销售额逆势增长。未来超市小型业态的门店将更加贴近社区高频消费场景，以高频刚需的即食和生鲜类产品为引流，拥有产品结构标准化程度高和门店可复制性强的优势。虽然社区生鲜业态下半年的销售有所放缓，但全年来看仍将保持高于大卖场和便利店的增幅快速增长。疫情期间社区社群的集中消费放量增长，社区团购模式得到迅速推广，且推广速度与疫情风险等级正相关，在疫情的驱动下 2020 年社区团购市场发展态势迅猛，市场规模预计将达 720 亿元，预计到 22 年有望达到千亿级别。从表面上来看，社区团购是资本逐利性质的推动，而实质上是市场的潜在消费需求在催化零售端做出变革。

国货美妆品牌影响力增强，产业资本加速布局。我国化妆品行业在世界化妆品行业中的份额和影响力逐渐增强，目前已成为推动世界化妆品行业增长的主要消费大国。伴随社交电商渠道的迅速崛起，近几年国内美妆护肤品市场的线上渠道占比逐年攀升，到 2019 年渠道占比超过了 30%，并且未来会进一步扩张，预计到 2023 年线上渠道占比可能超过 40%。随着新锐国货的崛起，国产品牌受美妆人群关注度逐渐升高。国货品牌的目标用户以 25 岁以下、三线及以下城市的 95 后、00 后女性消费者为主。各细分品类品牌偏好集中在欧美品牌，但本土品牌增长强劲。在资本的加持下，国货彩妆的发展走上快车道。

6.2 投资策略

在社零增速全年承压的情况下，实物商品网上零售增速保持双位数增长，线上渗透率持续稳步攀升。21 年实体商业将继续加速线上化进程，双线融合趋势下商超到家、社区团购等新兴消费模式将加速发展。疫情带来的负面影响导致消费者来年的预期收入有所下降，生活成本变相上涨，消费行为和产品需求逐渐被重塑。展望 2021 年，以扩大内需为战略基点，在数字经济持续升温和线上渠道渗透率不断提升的后疫情时代，**我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及实体零售企业数字化转型的加速推进，明年重**

点关注消费分级下追求性价比和高端品质型消费两类不同群体的个性化需求，包括直播带货、社区团购和国货美妆品牌等，主要关注以下几条主线，

1） 后疫情时代超市企业持续加码线上业务，布局到家配送和社区团购等新模式，发挥自建生鲜供应链的护城河，加大产地直采式配货、提升自有品牌占比。20 年 CPI 增长持续放缓同店有所承压，不过企业在明年将加速展店，短期淡化业绩指标，板块具备中长期成长性布局价值，建议关注永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高；

2） 双循环新发展格局促进新消费需求快速增长，为国货崛起持续加码。国货品牌借新媒体提升认知度，加速在年轻消费群体的下沉渗透；同时基于电商渠道升级产业链，提升品牌竞争力。国货美妆品牌市场集中度相对较低，头部品牌新老更替剧烈，龙头企业在巩固存量运营的同时拓展增量红利，有效提升品牌的市场份额，建议关注珀莱雅、丸美股份和上海家化；

3） 伴随消费回流和升级的双轮驱动，以可选消费品为主的高端百货和黄金珠宝等细分领域中长期估值弹性较足，免税资质为高端百货带来新增量，直播电商助力黄金珠宝品类线上强势增长，在免税概念、金价上涨等主题性投资机会的加持下，龙头企业有望在 21 年内利用低基数效应和长期坚持的品牌效应修复业绩，迎来估值修复的机会，建议关注王府井、周大生和豫园股份。

6.3 重点个股推荐

6.1.1 永辉超市（601933.SH）：加速全渠道业务转型，到家服务高速增长

2020 年前三季度公司营业收入 726.70 亿元，同比增长 14.36%，归属于上市公司股东的净利润 20.28 亿元，同比增长 31.86%。前三季度公司线下门店和线上销售同步增长，带动公司营收同比增长。2020 年公司持续保持拓店步伐，截止 12 月公司已开业门店数量超过了 1000 家，遍布全国 29 个省份、572 个市（区、县），实现一至六线城市的全覆盖。公司在线下门店拓展的同时，发力线上业务，加速全渠道业务的战略转型。公司确立了坚持生鲜特色的线上商品经营思路，不断强化和提升生鲜商品全链路品控。公司建立总部线上运营中心，统筹线上业务开展，逐步沉淀业务可复制的中台能力，助力标杆战区与城市线上业务能力提升。2020 年前三季度到家业务实现销售额 65.35 亿元，同比去年增长 180%，占主营收入比 9.7%，永辉生活 app 占到家业务比重 50.7%公司发展商品资源优势、加速全渠道战略转型、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力和拓进 2B 端业务，形成规模效应，获取更大的市场占有率。随着线上渠道渗透率的不断提升，公司回购云创股权后，将整合资源加大对线上到家业务系统的投入。我们看好公司以品质和服务为核心，打造全方位供应链体系和超市型服务平台的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27/0.36/0.45 元，维持“增持”评级。

6.1.2 珀莱雅（603605.SH）：Q3 营收增长较快，新兴彩妆品牌贡献增量

2020 年前三季度公司营业收入 22.91 亿元，同比增长 10.14%，归属于上市公司股东的净利润 2.85 亿元，同比增长 18.74%。前三季度公司营收稳健增长，虽然受到疫情对线下渠道带来的负面影响，但公司营收增速逐季回升，增量主要来源于彩妆业务增长较快。分季度看，受疫情直接影响 Q1 营收同比下降 5.25%，但 Q2 增速转正并回升至 13.16%，Q3 主品牌珀莱雅增长稳定，优资莱快速提升，公司营收增速提升至 20.53%；归母净利润 Q1 同比下降 14.72%，主要系 Q1 抗击新冠疫情对外捐赠 1226 万元，所得税后影响净额 1042 万元，若剔除此因素的影响，则归母净利 8715 万元，同比下降 4.39%。归母净利润至 Q2 转正，同比增长 22.85%；Q3 大幅提升，同比增长 59.43%，主要受到营收增长较快及去年同期利润基数较低影响。公司在高效自主生产、持续科研创新和供应链保障体系方面优势明显，通过线上线下相结合的多渠道销售体系，实现差异化多品牌矩阵的格局。我们看好公司培养新锐品牌错位竞争，力求通过多品类、多渠道发展实现可持续增长的能力，同时继续推进中台建设提升公司核心战略能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.40/2.98/3.66 元，维持“增持”评级。

6.1.3 上海家化（600315.SH）：线上业务快速增长，玉泽品牌表现靓丽

2020 年前三季度公司营业收入 53.62 亿元，同比下降 6.51%，归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元，同比下降 42.25%。公司营收增速下降主要是疫情影响下线下业务占比较高而承受较大经营压力。公司线上业务快速增长，上半年同比提升 32.66%，线上逐步提升数字化运营能力以获得可持续发展。公司快速响应疫情之下的消费者需求，聚焦打造出一系列爆款产品。玉泽与华山医院联合研制升级清痘系列产品，并通过红人带货的营销方式打造爆款产品，上半年品牌实现高三位数增长。年内公司对电商架构进行调整，通过新一轮招新拓客、更新会员制度、精细化运营等方式提升了传统电商的运营能力和效率，同时作为线上渠道的补充，特渠也实现了较快增长，进一步拓宽线上发展空间。公司在二季度迎来新任董事长，并确立了以消费者为中心，以品牌创新和渠道进阶为基本点，以流程、文化和数据化为助推器的经营方针，未来将聚焦数据导向的消费者洞察进行市场预判，规范品牌定位并创新建立研发、营销等方面精确的方法论和模型以打造爆品。在巩固线下渠道优势的同时，逐步提升线上数字化运营能力助力经营。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71/0.86/1.02 元，维持“增持”评级。

6.1.4 王府井（600859.SH）：获免税品经营资质，综合竞争力进一步增强

2020 年前三季度公司营业收入 56.32 亿元，同比下降 70.97%，归属于上市公司股东的净利润 2.12 亿元，同比下降 74.96%。受新收入准则和疫情影响，公司营收大幅下降，剔除执行新收入准则影响，1-9 月公司营业收入同比下降 14.85%，7-9 月同比增长 4.78%。公司单 Q3 销售恢复进程明显加快，营业收入实现同比

增长 4.78%，环比增长 15.86%。特别是 8、9 月份增长稳健，增幅持续提升，9 月份在集团庆促销的带动下，同店销售收入（含税）同比增长 10%。得益于销售收入的不断复苏及成本费用支出的持续控制，公司利润情况显著向好，公司单 Q3 归母净利润同比增长 40.44%。自首旅集团成为公司控股股东以来，借助首旅集团酒店、餐饮、旅游等多板块资源优势，叠加市场稀缺的免税品经营资质，积极打造生活方式服务业产业集团的新定位，加强各业态和业务间的互联互通，提高整体资源配置效率。同时在体制机制，薪酬激励等多个方面加快推进市场化进程，有效提升了公司的综合竞争能力。公司在全国连锁发展战略上具备先发优势，坚持“5+2”的业务格局，业态布局更趋合理，重要资源掌控能力进一步增强，新业态收入利润占比继续增长。我们看好公司在全渠道建设优势下，多年来深耕商品和顾客经营、强化各业态创新转型、以及重点区域业态协同的能力，未来免税资质将成公司新的盈利增长点，但考虑到疫情以来门店营业时长缩短及客流锐减带来的负面影响，公司 2020 年经营业绩仍将受到一定冲击，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86/1.28/1.58 元，维持“增持”评级。

6.1.5 豫园股份（600655.SH）：外延并购完善多品牌矩阵建设，科技引领强化产业协同

公司前三季度实现营业收入 290.68 亿元，同比上涨 4.92%；归属母公司股东的净利润 15.88 亿元，同比上升 31.10%。公司营收小幅增长，在疫情对线下零售冲击较大的市场环境下，公司珠宝时尚业务转型成功、实现逆势增长。公司年内继续调整时尚珠宝产业的产品结构，借力粉丝经济配合新式营销打法，助力销售增长。疫情期间，公司不断在私域、直播领域的作出新的尝试。外延并购方面，完成对法国轻奢设计师珠宝品牌 DJULA 的收购，完善对年轻客户喜爱的轻奢珠宝领域品牌布局，同时与意大利顶级奢华品牌 Damiani 成立中国合资企业，进一步打开了豫园珠宝时尚集团的市场空间。上半年珠宝时尚板块实现同比 2.87%的小幅增长。年内公司还完成对复星津美的收购，初步完成了化妆品业务品牌矩阵建设，化妆品业务同时启动了彩妆、personalcare、药妆医美等品类、品牌的孵化工作，但受疫情影响上半年营收同比下降 20%；同时上半年完成上海表业及海鸥表业项目收购，带动时尚表业营业收入同比增长。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动、品牌矩阵建设、C2M 家庭快乐生态系统打造、科技引领四大战略举措，持续构建“家庭快乐消费产业+城市产业地标+线上线下会员平台”的“1+1+1”战略，通过协同发展多种优势产业，满足消费者多元化需求。我们看好公司产地融合双向赋能，通过战略投资持续完善品牌矩阵建设的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.06/1.24 元，维持“增持”评级。

6.1.6 周大生（002867.SZ）：Q3 收入利润实现转正，线上销售持续高增长

公司前三季度实现营业收入 33.49 亿元，同比下降 12.11%；归属母公司股东的净利润 7.12 亿元，同比下降 2.07%。由于珠宝首饰行业受疫情影响较为明显，疫情防控形势下公司门店销售、市场拓展和供应链等

主要经营活动基本停滞或延后，前三季度公司经营情况同比下滑，但环比改善明显、增速转正。分季度看，Q1-Q3 营收端同比分别提升-38.25%/-22.94%/17.94%，归母净利润方面同比分别提升-48.15%/-18.21%/51.33%，Q3 在 Q2 业务逐步恢复的基础上实现了一定幅度增长，Q3 环比改善态势进一步向好。前三季度整体毛利率为 44.32%，同比提升 7.55pct，主要受到自营线上业务同比提升加快，同时由于金价稳步上涨以及素金类产品结构变化，带动素金产品毛利及品牌使用费对毛利额贡献上升明显，整体毛利率水平较上年大幅提升。公司采取轻资产、整合运营型经营策略，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，稳步扩大市场份额，在品牌集中度提升的同时更加强调拓店质量。今年以来疫情影响公司营收下降明显，但受益于线上业务快速发展、盈利水平提升、成本费用合理控制等因素，公司核心业务加速恢复。我们看好公司持续强化渠道+产品+供应链管理的核心竞争能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42/1.74/2.07 元，维持“买入”评级。

表 6：重点覆盖上市公司列表

公司代码	公司名称	EPS				PE（12/18 收盘价）			公司评级
		19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	
601933. SH	永辉超市	0. 16	0. 27	0. 36	0. 45	26. 93	20. 19	16. 16	增持
603605. SH	珀莱雅	1. 96	2. 40	2. 98	3. 66	73. 46	59. 16	48. 17	增持
600315. SH	上海家化	0. 83	0. 71	0. 86	1. 02	53. 27	43. 98	37. 08	增持
600859. SH	王府井	1. 24	0. 86	1. 28	1. 58	49. 56	33. 30	26. 97	增持
600655. SH	豫园股份	0. 83	0. 94	1. 06	1. 24	9. 43	8. 36	7. 15	增持
002867. SZ	周大生	1. 37	1. 42	1. 74	2. 07	19. 15	15. 63	13. 14	买入

资料来源：wind，山西证券研究所

7.风险提示

1）国际经济环境衰退，国内宏观经济承压风险；

2）消费升级、促消费等政策落地效果不及预期；

3）线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

4）创新业态具有不确定性，短期内影响业绩；

5）海外疫情持续蔓延，疫情影响超出市场预计；

6）天气转冷，国内疫情防控态势出现新变化。

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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