商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

报告原因：定期报告

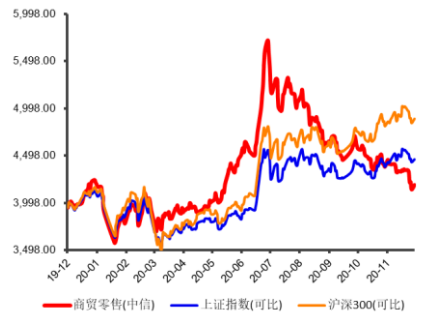
商品零售结构优化，升级类消费引领增长

中性

2020 年 12 月 15 日

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 11 月投资策略 ：可选消费增长提速，双 11 赛道延伸助力品牌增长

2020 年双十一数据点评：战线拉长、赛道延伸，店铺自播提升流量转化

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

市场回顾

➢ 11 月 CS 商贸零售行业下跌 1%，较上年同期跌幅收窄了 2.86pct，但跑输大盘 6.64pct。行业 11 月市场表现继续强于去年同期，但在中信 30 个行业排名第 28，较上月大幅下降。线上双十一已过、线下客流渐归常态，消费复苏态势进一步明朗，行业表现有所回暖，但板块上半年估值水平较高，主题行情已经结束，短期仍处回调周期，行业整体表现承压。从子版块看，涨跌幅位居前三的子板块分别是贸易、专业市场和家电 3C，涨跌幅分别为 8.99%、4.40%、3.91%。11 月子版块涨跌互现，其中贸易板块涨势最高，11 月 RCEP 协定的签署显著利好贸易板块行情走强；而超市、电商龙头个股多数回调，影响板块跌幅较深。

➢ 11 月 CS 商贸零售估值水平受三季报盈利下降影响整体大幅抬升，月中呈现震荡回落态势。虽然上旬小幅提升，但中旬开始快速回落，月中小幅上涨也难以影响下半月加速下行的趋势，月末抵达 66X 估值线附近，整体来看 11 月平均估值水平为 67.4X，较上月继续大幅提升。若剔除负值影响，11 月平均估值水平为 21.6X，较上月小幅提升。

行业月度数据跟踪

➢ 11 月 CPI 同比下降 0.5%，受去年同期对比基数较高影响，同比由升转降；环比看，CPI 下降 0.6%，降幅较上月扩大 0.3%。食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44pct，是带动 CPI 由涨转降的主要原因。11 月物价上涨态势暂停并进入下降区间，食品价格中猪肉价格下降是最主要的因素，一方面由于今年以来生猪生产恢复、产能增加，供给得到提升，另一方面是去年同期基数较高所致。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或将受到影响，同店增速持续承压。

➢ 11 月社零总额同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7pct，市场销售持续回升。随着国民经济持续稳定恢复和促消费政策的不断发力，居民消费需求稳步释放，11 月市场销售增速加快，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。分品类看，必选消费品继续保持平稳增长，但增速多呈下降；可选消费品结构持续优化、升级类增长加快，消费带动作用恢复到正常的以升级类消费带动为主的状态。网络商品销售保持快速增长，线上渗透率在连续三个月的下降后首次回升到 25%。1-11 月实物商品网上零售额同比增长 15.7%，比

1-10 月下降 0.3pct。

行业动态新闻

- 每日优鲜获青岛市政府 20 亿元战略投资；
- 永辉彩食鲜获 10 亿投资，中金资本旗下基金和腾讯领投；
- 京东集团 7 亿美元战略投资兴盛优选。

投资策略

- 11 月消费市场持续稳定复苏，线上消费保持快速增长，升级类商品增速加快，商品销售结构继续优化。近期需求侧改革受到了市场关注，需求侧改革是推动构建国内经济大循环格局的内在要求，也有利于释放消费潜力。12 月 11 日人民日报发表社评直指社区团购成为互联网资本逐利的方向，一度被误视为叫停社区团购的信号。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，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。
- 后疫情时代，线上线下融合的新业态、新场景和新模式发展态势持续向好，我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及企业数字化转型进程中低成本获取流量转化的能力，重点关注消费分级下追求性价比和高端品质型消费的两类不同群体的个性化需求，以及私域流量运营模式下商家自播对企业品牌力和用户黏性的提升，主要关注以下几条主线：**1）超市企业持续加码社区团购等线上业务，短期同店承压，看好中长期成长性价值：**永辉超市，家家悦；**2）双循环新格局助力国货品牌加速下沉渗透，龙头拓展增量持续提升市场集中度：**南极电商，丸美股份；**3）可选消费线下渠道弹性较足，高端消费回流驱动细分板块估值修复：** 王府井、周大生。

风险提示

- 宏观经济增速放缓；消费升级效果不及预期；电商分流、市场竞争加剧；海外疫情持续蔓延、疫情影响超出市场预期风险；天气转冷，国内疫情防控态势出现新变化。

目录

1. 行业市场表现回顾 5

1.1 一级行业概况 5

1.2 细分行业市场表现 5

1.3 个股表现 6

1.4 行业估值情况 7

2. 行业数据跟踪 8

2.1 居民消费价格指数（CPI） 8

2.2 社会消费品零售数据 9

2.3 全国大中型零售企业销售额数据 11

3.行业动态新闻 12

4.投资建议 13

5.风险提示 15

图表目录

图 1：2020 年 11 月中信一级行业涨跌幅（%） 5

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 11 月涨跌幅 6

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 11 月涨跌幅 6

表 1：2020 年 11 月个股涨跌幅情况（%） 6

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM） 7

图 6：CS 一般零售子版块 1-11 月估值水平 PE（TTM） 7

图 7：CPI 当月同比、环比（%） 8

图 8：CPI 当月同比：分类别（%） 8

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 9

图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 9

表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比 10

图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 11

图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% 11

图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） 12

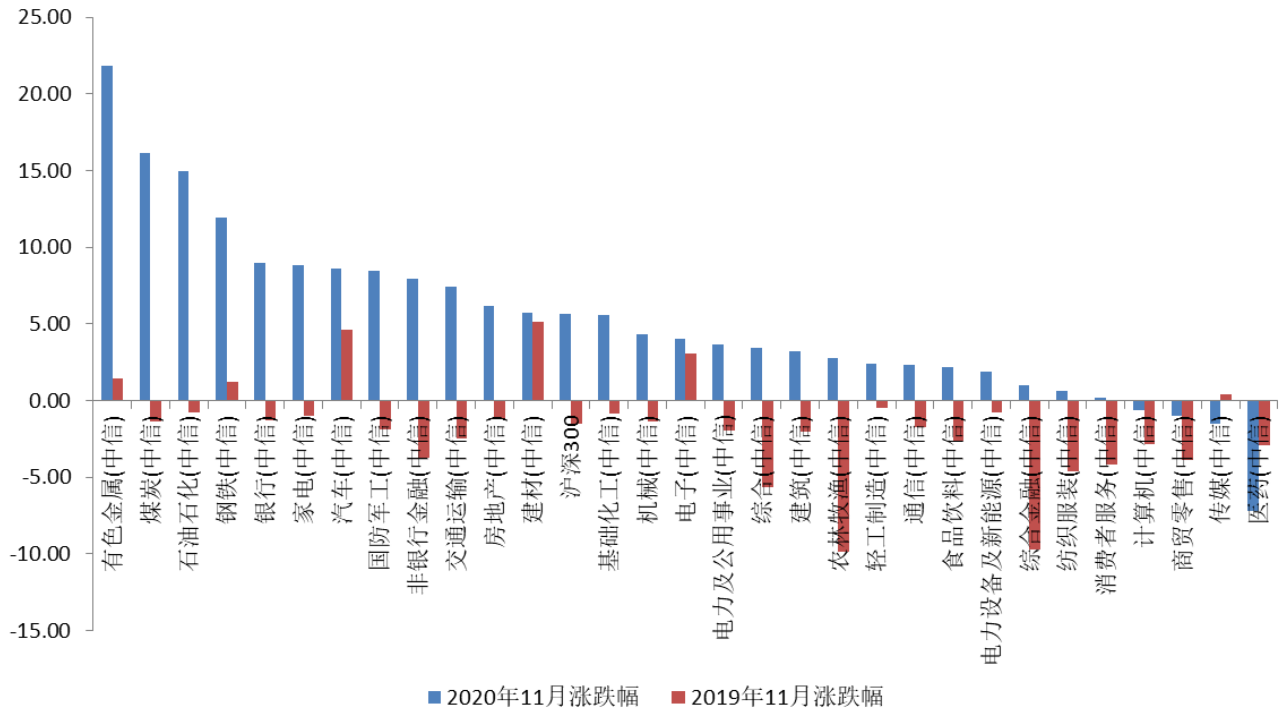
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%） 12

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020 年 11 月，沪深 300 指数上涨了 5.64%，与 2019 年同期相比提升 7.14pct，其中 CS 商贸零售行业下跌 1%，较上年同期跌幅收窄了 2.86pct，但跑输大盘 6.64pct。11 月份中信一级 30 个行业中九成呈现上涨状态，但消费板块整体表现较弱。11 月以来行业特征明显，周期强势、价值回归，但成长整体疲软。CS 商贸零售行业 11 月市场表现继续强于去年同期，但在中信 30 个行业排名第 28，较上月大幅下降。线上双十一已过、线下客流渐归常态，消费复苏态势进一步明朗，行业表现有所回暖，但板块上半年估值水平较高，主题行情已经结束，短期仍处回调周期，行业整体表现承压。

图 1：2020 年 11 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

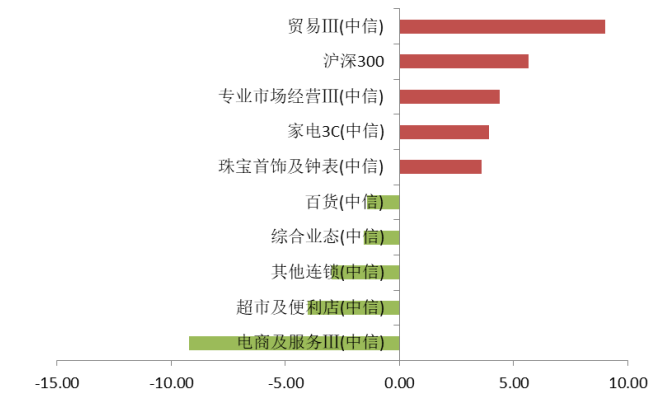
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，11 月 CS 零售的三级子行业半数呈现上涨，涨跌幅位居前三的子板块分别是贸易、专业市场和家电 3C，涨跌幅分别为 8.99%、4.40%、3.91%。11 月子版块涨跌互现，其中贸易板块涨势最高，是唯一涨幅超过沪深 300 的子版块。11 月 RCEP 协定签署，要求 15 个成员国均承诺降低关税、开放市场、减少标准壁垒，显著利好贸易板块行情走强；而 11 月超市、电商龙头个股多数回调，影响板块跌幅较深，

月度跌幅达 4.02%、9.23%。11 月零售行业市场进入旺季复苏阶段，实体商业客流量和同店数据环比持续改善，但超市和电商由于前期基数较高，超市同店、电商流量继续承压，影响龙头个股股价回调较多。

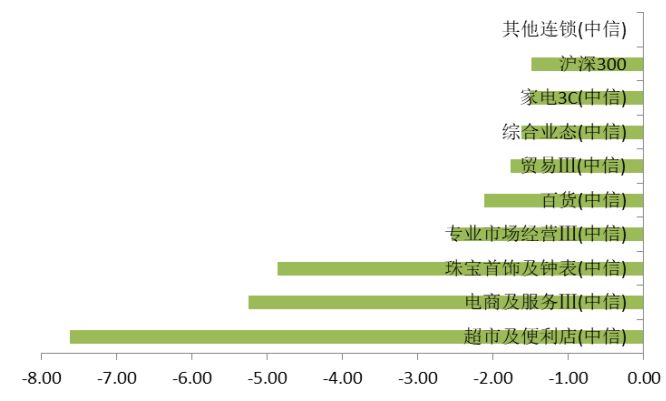
11 月 SW 商业贸易主力净入额为-37.67 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 10。11 月 SW 商贸三级子行业中，除了一般物业经营，其余各板块主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流入 2601.41 万元，是唯一资金净流入的子行业；SW 专业连锁流出资金最多，净流出 14.69 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 11 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 11 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，11 月共有 65 家上市公司收涨，涨幅居前的有川能动力、*ST 中商、东方银星、远大控股、兰州民百，月涨幅均超过 20%，其中川能动力涨幅最高，为 34.88%；共有 43 家上市公司收跌，跌幅较深的有壹网壹创、首商股份、丽人丽妆、重庆百货和家家悦，月收跌幅度均超过 15%，其中壹网壹创收跌 32.89%，跌幅最深。

表 1：2020 年 11 月个股涨跌幅情况（%）

11 月涨幅前十的个股			11 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000155. SZ	川能动力	34. 88	300792. SZ	壹网壹创	-32. 89
600280. SH	*ST 中商	29. 90	600723. SH	首商股份	-18. 68
600753. SH	东方银星	28. 35	605136. SH	丽人丽妆	-16. 55
000626. SZ	远大控股	27. 90	600729. SH	重庆百货	-15. 76
600738. SH	兰州民百	22. 61	603708. SH	家家悦	-15. 76
600774. SH	汉商集团	17. 67	600859. SH	王府井	-14. 92
002818. SZ	富森美	13. 99	603101. SH	汇嘉时代	-12. 20
600811. SH	东方集团	13. 88	000026. SZ	飞亚达	-12. 18
600278. SH	东方创业	13. 28	600870. SH	ST 厦华	-10. 56
603900. SH	莱绅通灵	13. 15	600247. SH	*ST 成城	-10. 30

数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2020 年 11 月，CS 商贸零售估值水平受三季报盈利下降影响整体大幅抬升，月中呈现震荡回落态势。虽然上旬小幅提升，但中旬开始快速回落，月中小幅上涨也难以影响下半月加速下行的趋势，月末抵达 66X 估值线附近，整体来看 11 月平均估值水平为 67.4X，较上月继续大幅提升。若剔除负值影响，11 月平均估值水平为 21.6X，较上月小幅提升。考虑到负值将百货板块估值水平抬高到 90X，专营连锁、电商及服务估值水平直接转负，无法进行测算和比较，故我们取剔除负值后的板块 PE 进行对比。

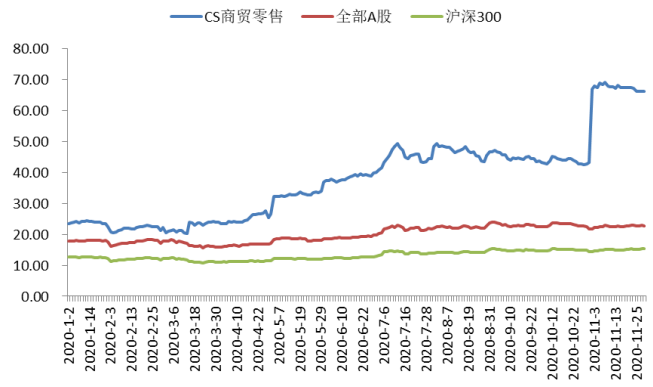
子板块方面，11 月百货板块估值水平震荡回落，上旬小幅提升，中旬在多次震荡中回落至月初水平，下旬小幅回升以后加速下行，月末跌落 28X 估值线，月均 PE 为 28.7X，较上月小幅提升，略高于行业整体估值水平。

超市及便利店板块估值水平整体呈现回落态势，月初小幅提振，随后快速下调，月中虽有小幅回升，但下旬开始下行态势有所加快，月末一度跌穿 33X 估值线，整体来看月均 PE 为 34.0X，较上月继续回落，板块估值水平显著高于行业整体。

连锁板块估值水平基本稳定，但月中波动较多，上半月在震荡中小幅提升，下半月在波动中回落至月初水平，板块月均 PE 为 15.0X，较上月小幅回落，整体估值水平属子板块中最低。

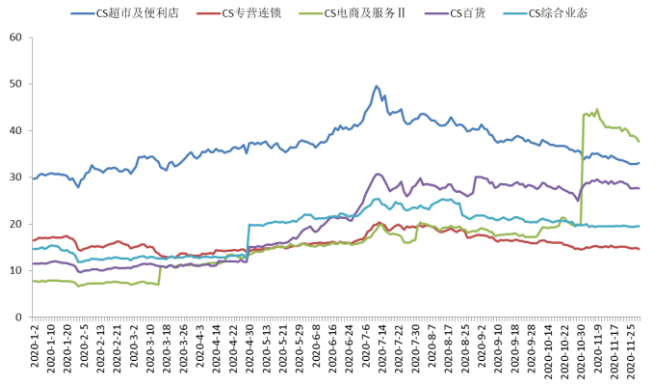
电商及服务板块估值水平波动较大，整体呈现快速下调态势。上旬小幅抬升至 44.5X 估值线，随后加速下行，月中降速逐渐趋缓，但月末二次加速下调，月底跌穿 38X 估值线，板块月均 PE 为 41.2X，较上月大幅提升，首次超越超市板块成为子板块中的估值天花板。但主要受到苏宁易购 11 月估值转负后剔除参数影响，此前 10 月苏宁易购估值水平维持在 10X 左右。

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：CS 一般零售子版块 1-11 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

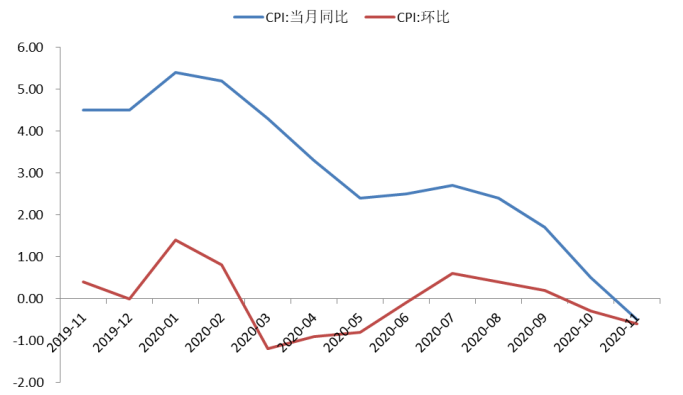
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2020 年 11 月，CPI 同比下降 0.5%，受去年同期对比基数较高影响，同比由升转降。其中食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44pct，是带动 CPI 由涨转降的主要原因；非食品价格由上月的持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.06pct。食品中的蛋类价格下降 17.1%，影响 CPI 下降约 0.11pct，禽肉中鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅均有扩大；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.53pct，其中猪肉价格下降 12.5%，降幅比上月扩大 9.7pct，连续 2 个月转降，影响 CPI 下降约 0.60pct。由于供给偏紧，从 Q4 开始猪肉价格大幅上涨，导致去年四季度对比基数较高。食品中的烟酒类价格同比下降 0.7%，影响 CPI 下降约 0.24pct。鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅回落 8.1pct，影响 CPI 上涨约 0.20pct；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2pct，影响 CPI 上涨约 0.06pct。非食品中的七大类同比价格三涨一平三降，其中交通和通信、居住、衣着价格分别下降 3.9%、0.6%和 0.3%，交通中的汽油和柴油价格分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.5%、1.0%；生活用品及服务价格持平。

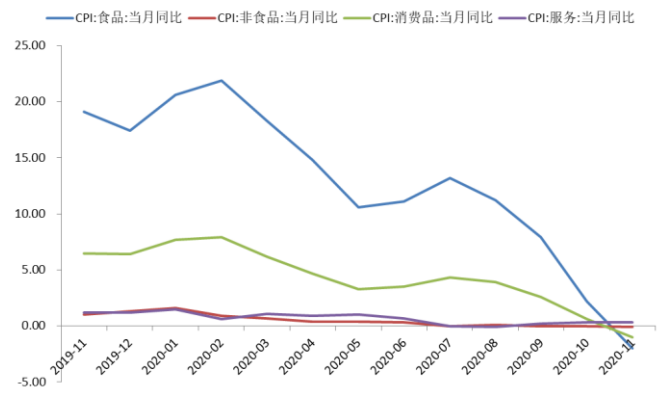
据测算，在 11 月份 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5pct。1-11 月全国居民消费价格比去年同期上涨 2.7%，较 1-10 月回落 0.3pct。今年以来 CPI 涨幅整体上呈现前高后低态势，11 月同比下降 0.5%，这也是 2009 年 10 月份以来第一次出现同比下降，2009 年主要是因为国际金融危机的冲击。11 月物价上涨态势暂停并进入下降区间，主要受到食品价格下降的影响，食品价格中猪肉价格下降是最主要的因素，猪肉价格的下降，一方面由于今年以来生猪生产恢复、产能增加，供给得到提升，另一方面是去年同期基数较高所致。物价涨势进入下行区间，主要销售食品烟酒类的实体超市销售额或将受到影响，同店增速持续承压。

图 7：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

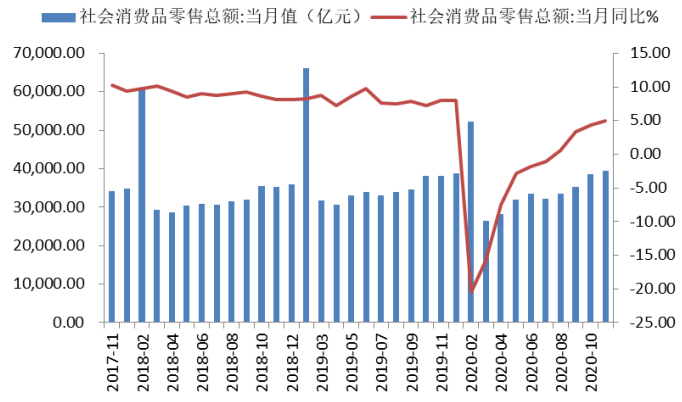
从环比看，CPI 下降 0.6%，降幅较上月扩大 0.3%，CPI 环比持续 2 个月下降。其中，食品价格下降 2.4%，

影响 CPI 下降约 0.53pct；非食品价格由上月的上涨 0.1%转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.09pct。食品中的畜肉类价格下降 4.7%，影响 CPI 下降约 0.33pct，随着生猪生产不断恢复，猪肉供给持续改善，猪肉价格继续下降 6.5%，降幅收窄 0.5pct，影响 CPI 下降约 0.29pct。鲜菜和蛋类供应充足，价格分别下降 5.7%和 1.4%，其中鲜菜价格降幅扩大 3.6pct，蛋类价格降幅收窄 0.5pct，分别影响 CPI 下降约 0.15pct 和 0.01pct。鲜果价格持平，上月为上涨 1.8%。非食品中的七大类价格环比一涨三平三降。非食品中的居住、生活用品及服务、医疗保健价格均持平；旅游淡季出行减少，交通和通信价格下降 0.3%，其中飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别下降 15.6%、4.4%和 3.4%；冬装新品上市，服装价格上涨 0.4%。11 月份，随着各地区各部门持续推进“六稳”“六保”工作，猪肉等重要民生商品价格继续回落。

2.2 社会消费品零售数据

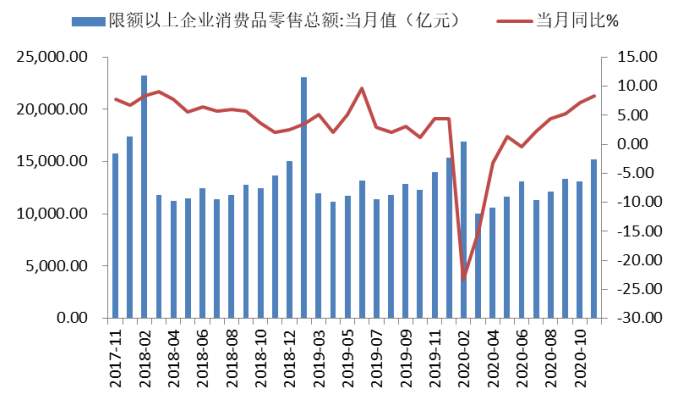
2020 年 11 月，社会消费品零售总额 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速比上月加快 0.7pct，市场销售持续回升，连续四个月同比正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 35497 亿元，增长 4.2%，增速比上月加快 0.6pct。1-11 月社零增速同比下降 4.8%，降幅比 1-10 月收窄 1.1pct，其中除汽车以外的消费品零售额下降 5.0%，降幅较 1-10 月收窄 1pct。按经营单位所在地分，11 月城镇消费品零售额 34072 亿元，同比增长 4.9%；乡村消费品零售额 5442 亿元，增长 5.6%，乡村市场恢复持续好于城镇，增速高出 0.7pct。按业态分，百货店实体店铺零售持续恢复。1-11 月份，限额以上超市商品零售额同比增长 3.0%，与 1-10 月持平；百货店、专业店和专卖店商品零售额同比分别下降 11.8%、6.5%、2.6%，降幅继续收窄，分别比 1-10 月份收窄 2.1pct、1.3pct 和 2.1pct。

图 9：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 10：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

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，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。从需求来看，需求的回暖态势持续巩固，内生性的增长持续提升，社零增速稳步回升。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，其中消费升级类的商品销售增长加快，实物商品网上零售额继续保持较快增长，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。此外，近期还出台了一些促进消费增长的政策，比如推进新一轮汽车下乡和家电以旧换新，还有积极推动餐饮消费的创新发展等，对于可选消费领域的带动作用十分明显。在疫情有效防控的背景下，消费持续回升的基础条件坚实有力。

从商品品类上来看，限额以上单位商品零售额同比增长 8.7%，增速比 10 月份加快 1.5pct，其中生活必需品类消费继续保持平稳增长，但增速多呈下降。11 月仅有限上单位饮料类商品零售额同比增长 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；粮油食品类同比增长 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；11 月日用品和烟酒类同比分别增长 8.1%、11.4%，增速较上月分别回落 3.6pct、3.7pct，日用品类增速回落主要受到去年同期对比基础较高影响，烟酒类增速回落可能是受到餐饮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

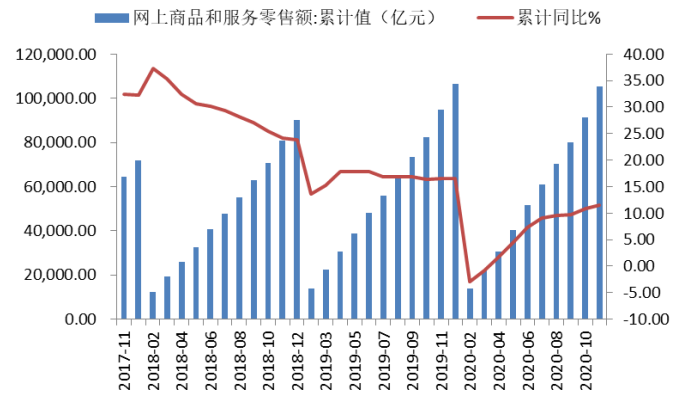
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

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。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。出行类商品中的汽车继续保持两位数较快增长，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。石油及制品类增速继续下滑 11%，降幅较上月持平。

消费升级类商品零售增速较快。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

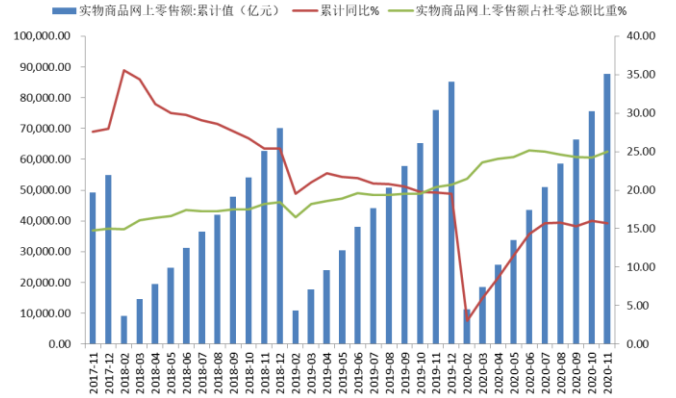
品上市等因素的带动下，与网购和直播带货相关的商品零售增速明显加快。颜值经济下化妆品类的需求增长加快，在去年同期基础较高的情况下仍能实现高增长；婚庆需求的持续恢复，带动珠宝首饰类销售增速同步提振，同时还有部分去年同期负增长带来的低基数效应。居住类商品有升有降，家电音像类同比增长5.1%，增速较上月提升 2.4pct，也有受到双 11 购物节的带动影响；家具类同比下降 2.2%，上月为上涨 1.3%。

图 11：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 12：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

网络商品销售保持快速增长，新业态增势持续向好，在双 11 购物节等线上活动的密集推动下，1-11 月线上消费保持快速增长，同时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%。

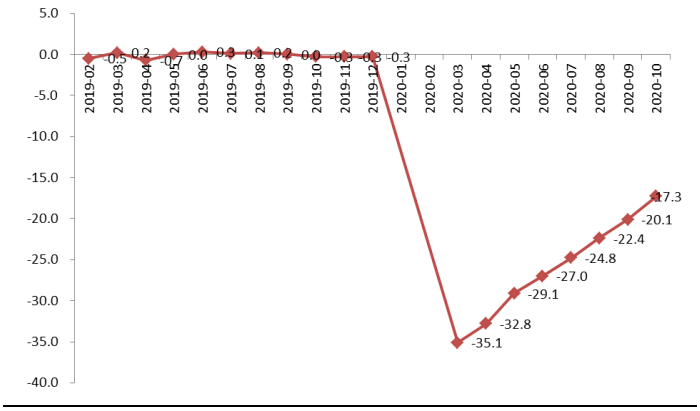
2.3 全国大中型零售企业销售额数据

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。其中，10 月份零售额同比增长 7.1%，当月实现正增长，增速环比提高 8.9pct。分品类来看，前十个月全国重点大型零售企业粮油、食品类零售额累计下降 3.7%，降幅较前三季度收窄 1pct；服装类零售额累计下降 24.2%，降幅较前三季度收窄 4pct；家用电器类零售额累计下降 20.9%，降幅较前三季度收窄 2pct。

网下实体店消费降幅持续收窄，百货店等实体店铺持续改善，企业增长面持续扩大。据测算，1-10 月实体店消费品零售额同比下降 11.3%，降幅较前三季度收窄 1.4pct。其中，10 月份同比下降 0.1%，增速环比回落 1.2pct。当前消费市场呈现出稳定恢复的态势，重点商品销售回暖，餐饮消费稳步回升，新型消费方式快速发展。但实体店铺销售仍有待进一步改善，住宿餐饮等服务消费累计降幅依然较大。1-10 月限额以上超市商品零售额同比增长 3.0%，与前三季度基本持平；百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅继续收

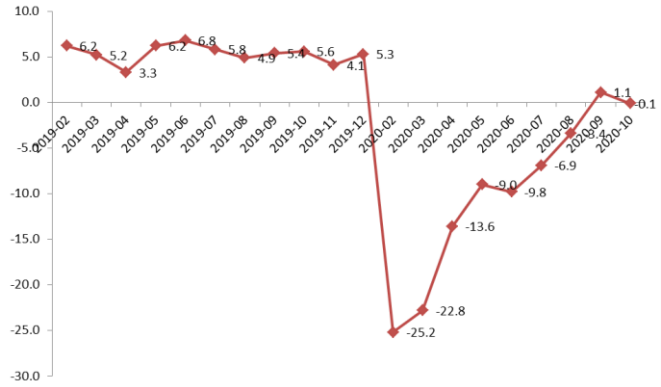
窄，分别比前三季度收窄 2.7pct、1.4pct 和 2.1pct。在限额以上企业中，10 月份批发业和零售业商品销售额实现同比增长的比例比 9 月份分别提高 1.4pct 和 1.2pct。

图 13：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 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

限额以下商品零售和餐饮收入增速持续回暖。据测算，1-10 月限额以下单位和个体户商品零售额实现 176804 亿元，同比下降 4.5%，降幅较前三季度收窄 1pct。其中，10 月份限额以下单位和个体户商品零售额同比增长 3.5%，增速环比提高 0.4pct。限额以下单位和个体户商品零售额占商品零售总额的比重为 62.6%，较前三季度提高 0.1pct。实体商业市场集中度相对较低，商品零售中有超过 60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，龙头企业的市场份额仍然存在较大的提升空间。

3.行业动态新闻

- **每日优鲜获青岛市政府 20 亿元战略投资**

12 月 9 日消息，青岛市政府与每日优鲜集团举行总部项目签约仪式。青岛国信、阳光创投、青岛市政府引导基金组成联合投资主体，向每日优鲜战略投资 20 亿元。这是迄今为止生鲜电商在地方落地的最大规模战略投资。据了解，每日优鲜将在青岛市城阳区注册成立总部公司，开创独角兽企业在青岛设立全国总部的先例。据悉，每日优鲜将在青岛市城阳区建设全国生态链总部产业园及智能供应链中心，打造上下游生态链企业聚集的产业集群，助力生鲜电商业务进一步发展。同时每日优鲜将深度对接青岛城市发展战略和产业布局，立足青岛，辐射全国。（联商网）

- **永辉彩食鲜获 10 亿投资，中金资本旗下基金和腾讯领投**

12 月 11 日，永辉超市发布公告称，公司第四届董事会第二十五次会议审议通过了《关于增资合营公司彩食鲜的议案》。根据公告，永辉彩食鲜发展有限公司与各投资方于 12 月 11 日签订《增资协议》，获得 10 亿元 A 轮投资。本轮投资由中金资本旗下基金和腾讯领投，景林投资、招商银行、民生股权投资基金跟投，

老股东永辉超市、高瓴资本、红杉资本中国基金继续加注。本次增资完成后，永辉超市仍为彩食鲜第一大股东。彩食鲜于 2015 年在永辉内部孵化，是永辉超市旗下 B2B 生鲜食材供应平台，致力于为客户提供围绕食材供应的整体解决方案。2018 年底，永辉超市对彩食鲜业务板块进行了梳理和整合，与高瓴资本和红杉中国成立了合营公司，共同投资 8 亿元支持彩食鲜独立发展。根据公告，2020 年 1-9 月，彩食鲜实现营收已达 30.80 亿元，已接近去年全年总和。此次增资完成后，永辉超市的合营公司彩食鲜也将迈上新台阶，拥抱新的发展机遇，而彩食鲜的做大做强，将进一步拓宽永辉超市在生鲜领域的护城河。（联商网）

- **京东集团 7 亿美元战略投资兴盛优选**

12 月 11 日，京东集团发布公告称，将以 7 亿美元战略投资湖南兴盛优选电子商务有限公司。京东集团表示，通过投资兴盛优选，双方将在数据、技术、仓储和短链物流等领域开展紧密合作，更好的扎根于下沉市场，服务农村、振兴地方经济。与市面上其他的社区团购做法截然不同，京东集团首席战略官廖建文表示，借助投资兴盛优选和打造京喜品牌，京东将以创新的精神和强大的供应链体系探入下沉市场，为消费者提供低价不低质、省钱又省心的购物体验，同时帮助更多的门店和线下业态降低成本、改善效率，积极为社会创造更多的就业机会，为下沉市场注入更多的经济活力。（联商网）

4.投资建议

从 11 月份消费的主要指标来看，消费持续恢复，市场销售进一步回暖。随着近期经济的恢复，经济运行逐步由政策的带动向市场内生增长转变。11 月份消费市场持续稳定复苏，线上消费保持快速增长，升级类商品增速加快，商品销售结构继续优化。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。近期需求侧改革受到了市场关注，需求侧改革是推动构建国内经济大循环格局的内在要求，也有利于释放消费潜力。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，充分发挥消费的基础性作用，有利于形成国内大循环的新发展格局。

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。社区团购是一个可以利用线上信息对称性强、价格透明度高的优势，从下沉市场切入发展的商业模式，且主要销售刚性强、粘性高的生鲜

产品。社区团购作为离消费者最近的场景之一，具有低成本、高效率、链条长、模式广的特点，而兴盛优选多年的市场实践有力证明了社区团购是一个可以跑通的商业模式，这就为流量稀缺的互联网巨头提供了再次增长的机会。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，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。

后疫情时代，线上线下融合的新业态、新场景和新模式发展态势持续向好，我们建议关注渠道购物的近场化和线上化迁移，以及企业数字化转型进程中低成本获取流量转化的能力，重点关注消费分级下追求性价比和高端品质型消费的两类不同群体的个性化需求，以及私域流量运营模式下商家自播对企业品牌力和用户黏性的提升，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、布局社区团购，发挥自身强劲的生鲜供应链优势，加大产地直采式配货、提升自有品牌占比，当前因 CPI 增长持续放缓同店承压，不过企业在四季度展店提速，板块具备中长期成长性布局价值，**建议关注回购云创股权后，整合资源加大对线上到家业务系统的投入，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**永辉超市**；以及深耕胶东发展全国，进一步完善成熟区域的网络布局，通过发展新店、合并山东华润、安徽家家悦，带动同店收入提升明显，加强门店精细化管理的同时提升生鲜食品供应链效率的**家家悦**；

2） **伴随消费回流和升级的双轮驱动，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，国货品牌加速下沉渗透、迎来发展新机，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集中度和竞争力，**建议关注以电商渠道为主，品牌规模化生产下具备存量竞争优势，持续打造合作供应链护城河优势，并不断适应市场与消费变化的**南极电商**；以及实行品牌与渠道相匹配的多渠道协同发展战略，提升在年轻圈层中的认知度，品牌精准定位、研发实力强劲、销售管理精细化运营以及融合社交化营销的多渠道协同发展的**丸美股份**；

3） **以可选消费为主的百货和连锁板块具备较大的估值弹性，渠道均衡战略下实体店仍是商业主阵地，“逆全球化”浪潮下高端消费回流，免税概念将为百货和连锁细分板块带来估值修复机会，**建议关注在全国连锁发展战略上具备先发优势，业态布局合理、重点区域业态协同能力强，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，未来免税资质将成新的盈利增长点的**王府井**；以及持续强化渠道+产品+供应链管理的核心竞争能力，稳步扩大市场份额，今年以来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的**周大生**。

5.风险提示

1）宏观经济、居民收支增速放缓；

2）政策落地效果、新业态发展不及预期；

3）线上电商冲击、线下市场竞争加剧；

4）海外疫情持续蔓延，疫情影响超出市场预计；

5）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