消费复苏，攻守兼备

商业贸易行业 2021 年度策略

分析日期 2020 年 11 月 09 日

行业评级： 标配(40)

证券分析师：江迎若

执业证书编号：S0630517040001

电话：20333452

邮箱：jyr@longone.com.cn

行业走势图



投资逻辑图



◎ 投资要点：

◆二级市场回顾。今年截止 11 月 6 日，沪深 300 较年初上涨了 19.26%，相比之下，商业贸易行业上涨 11.39%，落后大盘 7.87 个百分点。商业贸易板块涨幅在 28 个申万一级行业中排第 19 位，处于中等偏后位置。

◆国民经济逐渐转好。三季度实现 GDP 266,172 万亿人民币，同比增长 4.9%；前三季度增长 0.7%，累计增长终于实现由负转正；对比政治局会议与党的十九大五中全会，当前的形势已经得到了较好的改善，各项经济建设基本回到正轨，并且当前的工作重心将更多地集中到扩大消费、促进国内国际双循环上；外需拉动效应明显；PMI 连续 8 月位于 50%以上。全国经济保持稳定复苏态势。

◆零售业整体复苏。2020 年前三季度社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。必需品消费具有良好的韧性，可选消费中，金银珠宝类、服饰类、烟酒类和化妆品类商品销售展现出良好的增长态势；消费者信心指数出现明显反弹，央行城镇储户问卷也显示出乐观情绪。

◆超市生鲜方兴未艾。疫情导致了传统农贸市场的暂时性关闭，并且加速了活畜禽禁售令的颁布，迫使居民更多转向超市生鲜；而我国本身所处的经济发展阶段就为超市高速发展提供了经济基础；我国本身就一个生鲜消费大国，但超市生鲜占有率低、生鲜运输手段落后，电商生鲜又缺乏下层物流系统的支撑，国民对更好的消费体验的追求和生鲜超市成熟的生鲜供应体系决定了未来超市生鲜的兴旺是历史的必然。

◆百货休整后再出发。零售究其本质仍然是物资的再分配，消费者与销售方始终存在着的信息不对称，以及其餐饮、娱乐、购物一体化使得百货始终保留了其存在的必要性；9 月全国商品零售同比增 4.1%，呈加速态势，餐饮零售同比减少 2.9%，也在努力修复至疫情前的水平。同时，根据发布的三季报，申万百货营收同比减少 40.52%，归母净利同比减少 69.53%，已进入反弹阶段。个别公司如重庆百货，三季度实现归母净利 9.58 亿元，同比增 5.90%，远远领先行业平均水平。

◆投资策略：后疫情时期有两个重点，一是需要关注可选消费复苏、市场预期改善带来的行情修复；二是要提防第二播疫情爆发的风险。那么首选的必然是盈利模式清晰、未来业绩较为稳定，同时有一定抗风险能力的标的。因此我们认为，当前可以考虑两个方向：进攻——可选消费；防守——必需品消费。2021 年将重点跟踪：超市方面选择确定性好，持续经营能力强的生鲜零售；百货方面选择拥有修复能力好以及本身为行业龙头、修复潜力大的个股。

◆风险因素：1、宏观经济波动风险 2、国际贸易政策风险 3、全球疫情发展失控 4、市场波动风险

正文目录

1. 二级市场回顾 4
1.1. 行业二级市场表现 4
1.2. 子行业表现 4
1.3. 个股市场表现 5
2. 国民经济逐渐转好 7
2.1. 国民经济慢复苏 7
2.2. 国民经济外部动力持续转好 8
2.3. 全国经济保持稳定复苏态势 9
3. 国民消费现状 10
3.1. 零售业整体正在复苏 10
3.2. 社会消费对 GDP 贡献巨大 10
3.3. 必需品消费具有良好的韧性，可选消费品全线回归 11
3.4. 消费者信心改善，下沉消费市场乃重中之重 12
4. 超市生鲜方兴未艾 13
4.1. 疫情迫使居民更多转向网购和标准化购物 13
4.2. 我国正处于超市高速发展的时期 14
4.3. 生鲜超市市场空间广阔 15
4.4. 生鲜超市是历史的必然 17
5. 百货休整后再出发 17
5.1. 百货仍不可被取代 18
5.2. 免税的美丽承诺兑现仍需时间 18
5.3. 百货业绩逐渐修复 19
5.4. 数字零售助力百货持续发力 20
6. 投资策略 20
7. 风险因素 20

图表目录

图 1 商业贸易行业与沪深 300 走势图（2020/01/01-2020/11/06，%） 4
图 2 申万一级行业指数各版块涨跌幅（2020/01/01-2020/11/06，%） 4
图 3 商业贸易子版块和沪深 300 指数走势图(2020/01/01-2020/11/06，%) 5
图 4 有数据记录以来 GDP 增速首次为负 7
图 5 三大产业当前的恢复水平（%） 7
图 6 进出口贸易出现显著回暖（2020 年 2 月为合并值） 9
图 7 季调后制造业 PMI 指数（%） 9
图 8 社会零售受到冲击 10
图 9 最终消费对 GDP 贡献保持稳定 11
图 10 必需商品销售同比（%） 12
图 11 可选消费类商品销售同比（%） 12
图 12 家居类商品销售同比（%） 12
图 13 汽车相关商品销售同比（%） 12
图 14 人均可支配收入对比 13
图 15 消费者信心指数保持高位 13
图 16 城镇储户问卷调查 (%) 13

图 17 实物商品网上零售总额 (亿元，%) 14
图 18 实物商品网上零售占比 (亿元，%) 14
图 19 申万一般零售与超市板块营收同比 (亿元，%) 14
图 20 申万一般零售与超市板块归母净利同比 (亿元，%) 14
图 21 美国城镇化率与超市市占率 (%) 15
图 22 中国生鲜市场规模 (万亿元，%) 15
图 23 平均每周购买生鲜类产品频次 (%) 15
图 24 我国与欧美生鲜运输腐损率 (%) 16
图 25 发达国家超市生鲜占比 (%) 16
图 26 2019 年各生鲜渠道市占率 (%) 16
图 27 2019 年中国网民生鲜渠道偏好 (%) 16
图 28 电商生鲜市场规模 (亿元，%) 17
图 29 2019 年网购商品类别比例（部分预测） 18
图 30 商品与餐饮零售收入同比（%） 19
图 31 申万百货行业营收与归母净利同比（%） 19

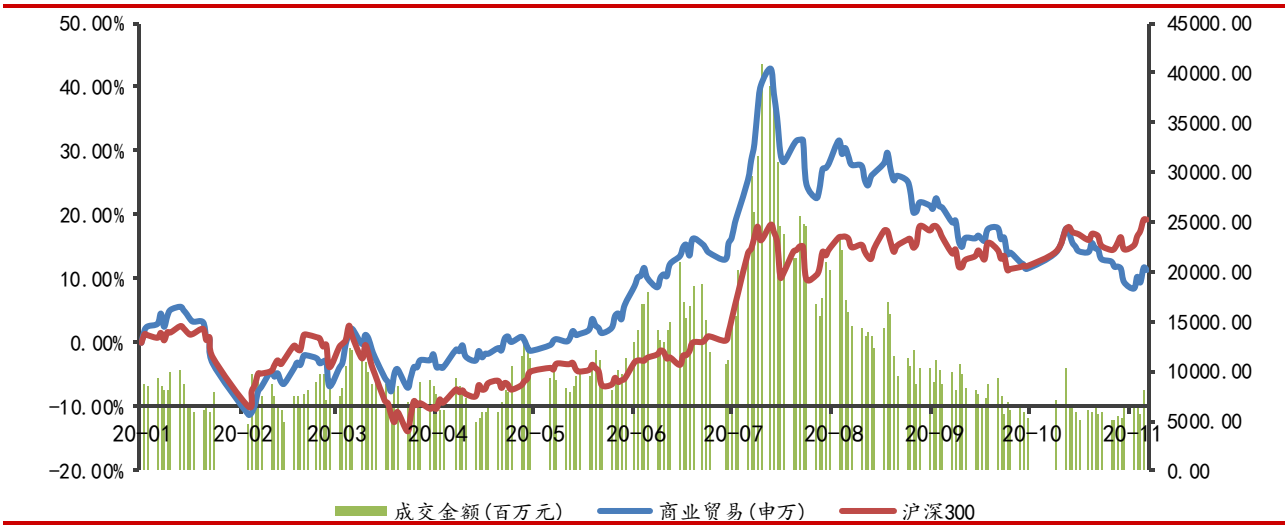
表 1 各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 5 日） 5
表 2 2020 上半年个股涨幅前五位（截止到 6 月 5 日） 5
表 3 2020 上半年个股跌幅前五位（截止到 6 月 5 日） 5
表 4 中央政治局会议决议对比 8
表 5 2019 年电商生鲜退出情况 17
表 6 主要百货企业的数字零售方案 20

1.二级市场回顾

1.1.行业二级市场表现

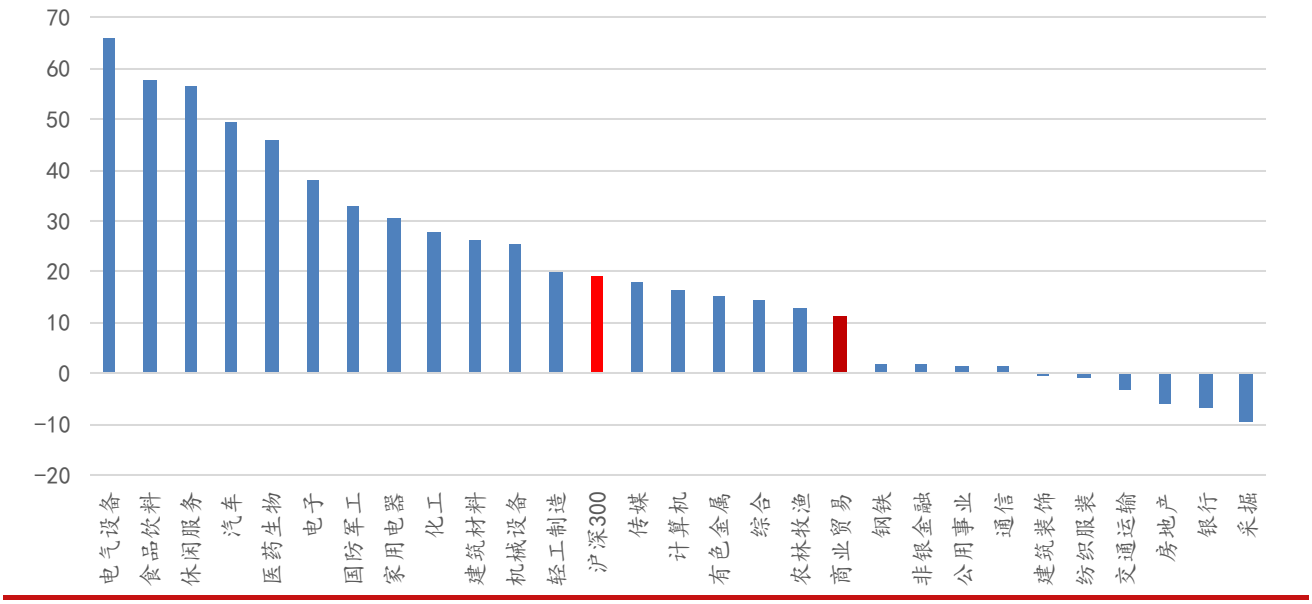
今年截止 11 月 6 日，沪深 300 较年初上涨了 19.26%，相比之下，商业贸易行业上涨 11.39%，落后大盘 7.87 个百分点。商业贸易板块涨幅在 28 个申万一级行业中排第 19 位，处于中等偏后位置。

图 1 商业贸易行业与沪深 300 走势图（2020/01/01-2020/11/06，%）



资料来源： WIND，东海证券研究所

图 2 申万一级行业指数各版块涨跌幅（2020/01/01-2020/11/06，%）

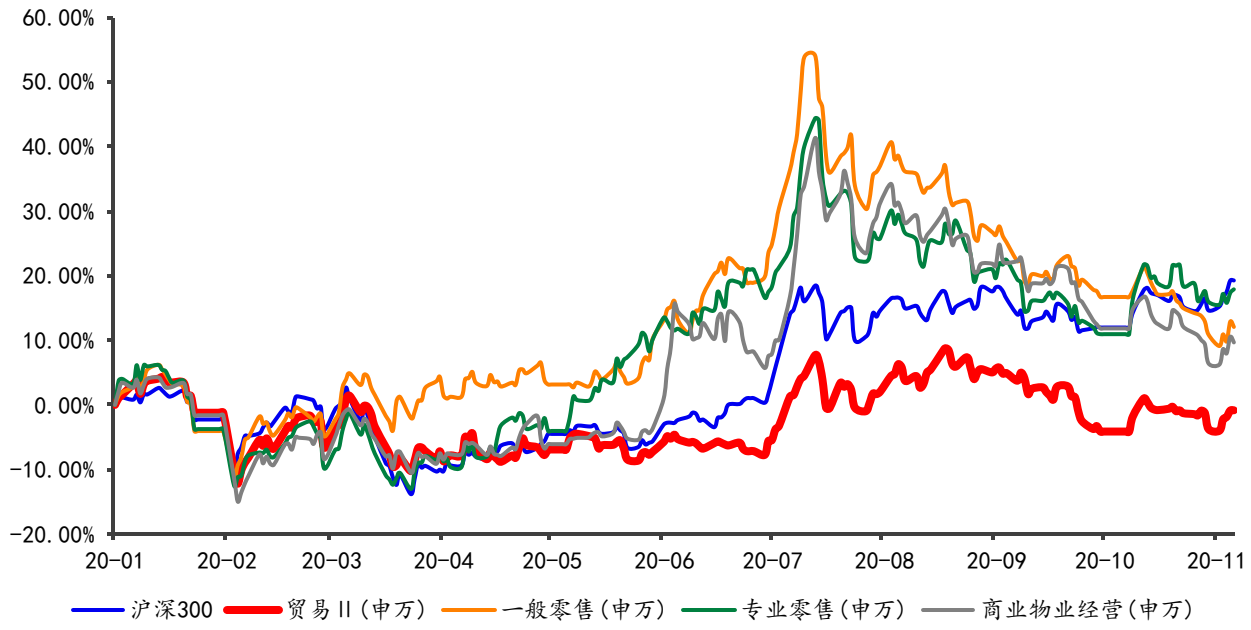


资料来源： WIND，东海证券研究所

1.2.子行业表现

各子行业除贸易板块外表现均一度优于沪深 300，后逐渐回调至略逊于沪深 300 的位置。一般零售涨 12.06%，专业零售涨 17.89%，商业物业经营涨 9.67%，贸易跌 0.84%。

图 3 商业贸易子版块和沪深 300 指数走势图(2020/01/01-2020/11/06，%)



资料来源： WIND，东海证券研究所

表 1 各子行业与沪深 300 绝对涨幅比较（截止到 6 月 5 日）

子行业名称	自年初以来的绝对涨幅	相对沪深 300 涨幅	相对行业涨幅
贸易 II	-0.84%	-20.10%	-12.23%
一般零售	12.06%	-7.20%	0.67%
专业零售	17.89%	-1.38%	6.50%
商业物业经营	9.67%	-9.59%	-1.72%

资料来源： WIND，东海证券研究所

1.3.个股市场表现

表 2 2020 上半年个股涨幅前五位（截止到 6 月 5 日）

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅	最新价格	市值(亿元)
1	600859.SH	王府井	202.38%	41.95	238.60
2	600861.SH	北京城乡	152.30%	21.45	67.95
3	600723.SH	首商股份	89.99%	11.45	75.35
4	300022.SZ	吉峰科技	72.47%	6.64	22.92
5	002127.SZ	南极电商	70.67%	18.5	362.90

资料来源： WIND，东海证券研究所

表 3 2020 上半年个股跌幅前五位（截止到 6 月 5 日）

涨幅排名	股票代码	公司名称	涨幅	最新价格	市值(亿元)
1	600122.SH	*ST 宏图	-59.25%	1.08	12.51
2	600247.SH	*ST 成城	-57.92%	1.54	5.18
3	600712.SH	南宁百货	-46.90%	5.14	27.67
4	600145.SH	*ST 新亿	-40.70%	1.69	25.20
5	002336.SZ	ST 人乐	-24.24%	3.97	14.82

资料来源： WIND，东海证券研究所

涨幅居前的个股：王府井、北京城乡、首商股份、吉峰科技、南极电商涨幅超过了 70%，其中大多借助了“网红带货”、“免税牌照”等概念的热度。

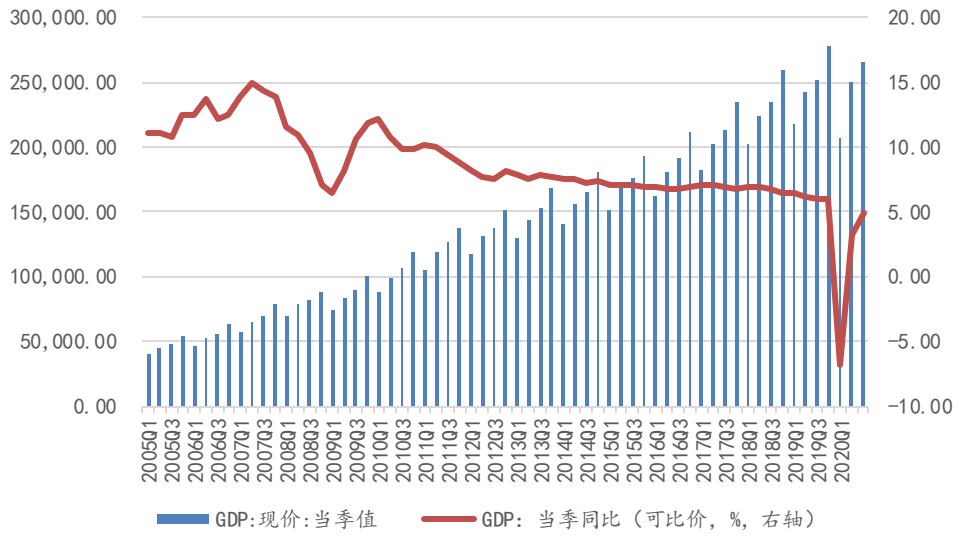
跌幅靠前的个股：*ST 宏图、ST 成城、南宁百货和 ST 人乐跌幅均达到了 40%。

2.国民经济逐渐转好

2.1.国民经济慢复苏

我国三季度实现 GDP 266,172.00 万亿元，同比增长 4.9%，比第二季度加快 1.7 个百分点；前三季度增长 0.7%，累计增长终于实现由负转正。由于餐饮、旅游、线下娱乐等消费恢复较慢，同时中秋国庆消费和外贸的“皮肤性感知”导致人们对市场消费修复的预期偏高，GDP 增速并未达到预期。

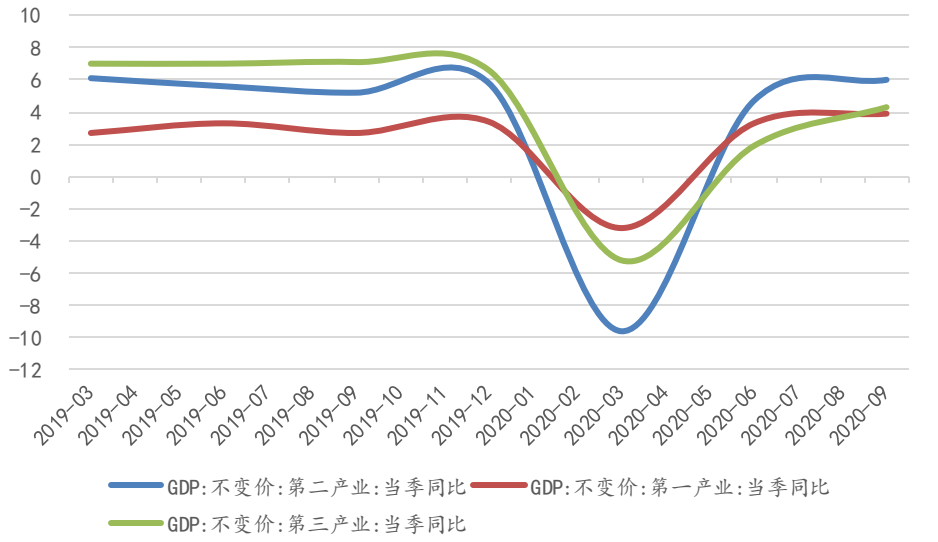
图 4 有数据记录以来 GDP 增速首次为负



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

分开来看，一二产业都已恢复并达到了略高于疫情前的水平，只有第三产业尚处于修复过程中，且修复速度出现了显著的放缓，预计达到疫情之前的水平仍需要一定时间。

图 5 三大产业当前的恢复水平（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

从政策面来看，通过对比 4 月的政治局会议、7 月政治局会议与党的十九大五中全会，不难看出，一方面，当前的形势已经得到了较好的改善，各项经济建设基本回到正轨；另一方面，当前的工作重心将更多地集中到扩大消费，促进国内国际双循环上。

表 4 中央政治局会议决议对比

	2020 年 4 月政治局会议	2020 年 7 月政治局会议与党的十九大五中全会
形势判断	当前经济发展面临的挑战前所未有，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。	国际力量对比深刻调整，环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加。我国已转向高质量发展阶段，制度优势显著，治理效能提升，经济长期向好。
货币和财政政策	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，稳健的货币政策要更加灵活适度，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行。	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。
六稳和六保	加大“六稳”工作力度，首次提出“六保”，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安去、保产业链供应链稳定、保基层运转。	加大宏观政策应对力度，扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果。
内需和基建	积极扩大国内需求，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统农业改造升级，扩大战略新兴产业投资。	坚持扩大内需战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，畅通国内大循环，促进国内国际双循环，全面促进消费，拓展投资空间。
工作基调	要坚持稳中求进工作总基调。确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。	要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作。
目标任务	确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。	确保如期全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标，为建设社会主义现代化国家奠定基础。
房地产定位	坚持“房住不炒”，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持“房住不炒”，促进房地产市场平稳健康发展。
农业	要抓好农业生产和重要副食品保供稳价，夯实农业基础。	全力巩固农业基础地位
就业	要抓好重点行业、重点人群就业工作，把高校毕业生就业作为重中之重。	采取有效措施缓解疫情对青年人就业影响，强化外出农民工就业服务，引导返乡农民工就近就业
民生	完善社会保障，做好低保工作，及时发放价格临时补贴，确保群众基本生活。	做好民生保障，做好困难群众基本生活保障工作，加大脱贫攻坚力度，确保现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽。

资料来源： 半月谈，东海证券研究所

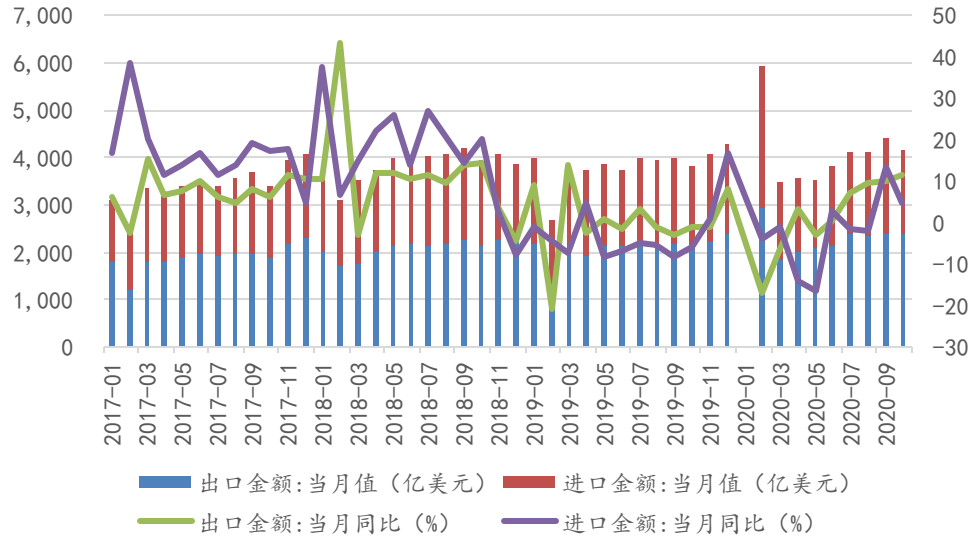
2.2.国民经济外部动力持续转好

从出口数据来看，10 月份，货物进出口总额 4159.20 亿美元。其中，出口 2371.80 亿美元，增长 11.40%，前值增 9.90%，创下 2019 年 3 月以来最高增速；进口 1787 亿美元，增长 4.70%，前值增 13.20%，内需明显进入回暖阶段。进出口相抵，贸易顺差 2.71

万亿人民币。前三季度，货物进出口总额 23.12 万亿元，同比增长 0.7%，增速年内首次转正。其中，三季度同比增 7.5%，二季度为降 0.2%。

值得注意的是，国外疫情应对不力，二次爆发汹涌来袭，经济活动明显受阻，同时我国防控良好，生产转强，使得我国国际市场份额迅速提升。然而倘若国外疫情进一步恶化，国际订单的转移难以弥补外需的衰退时，我国出口增速可能出现进一步下降。

图 6 进出口贸易出现显著回暖（2020 年 2 月为合并值）

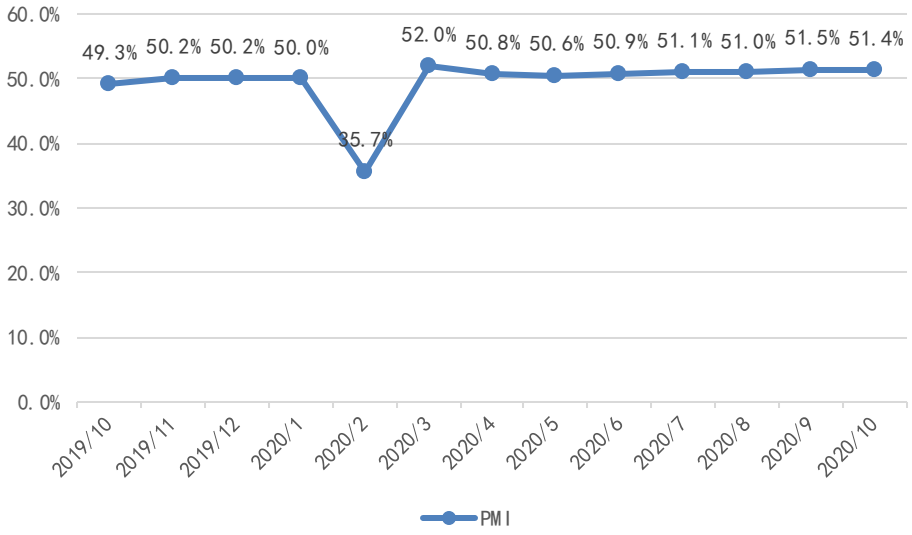


资料来源： 海关总署，东海证券研究所

2.3.全国经济保持稳定复苏态势

根据国家统计局，10 月份中国制造业采购经理指数为 51.4%，自 3 月份以来连续 8 个月位于 50%的临界点以上，表明我国制造业总体持续回暖，经济继续保持稳定复苏态势。得益于全国上下齐心抗疫，国内生产已领先全球复苏，那么生产环节的恢复也意味着，作为内循环的后半环——消费的复苏也只是时间问题。

图 7 季调后制造业 PMI 指数（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

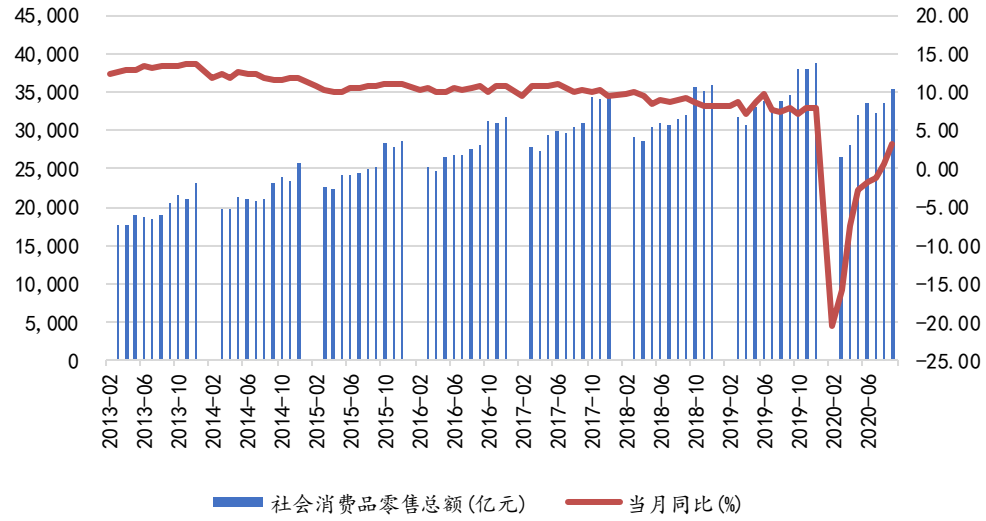
3.国民消费现状

3.1.零售业整体正在复苏

2020 年前三季度社会消费品零售总额 273324 亿元，同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中，三季度社会消费品零售总额同比实际下降 0.5%，降幅比二季度收窄 4.7 个百分点。

其中，9 月社零当月总额 3.53 万亿元，同比增 3.3%，前值降 0.5%，涨幅扩大 2.8 个百分点，且扩大幅度较之 8 月的 1.6 个百分点有所增长，呈加速增长态势；三季度限额以上企业商品零售累积总额为 9.31 万亿元，同比下降 4.40%。其中，9 月限额以上企业零售当月达 1.25 万亿元，同比增加 5.60%，前值 5.10%。

图 8 社会零售受到冲击



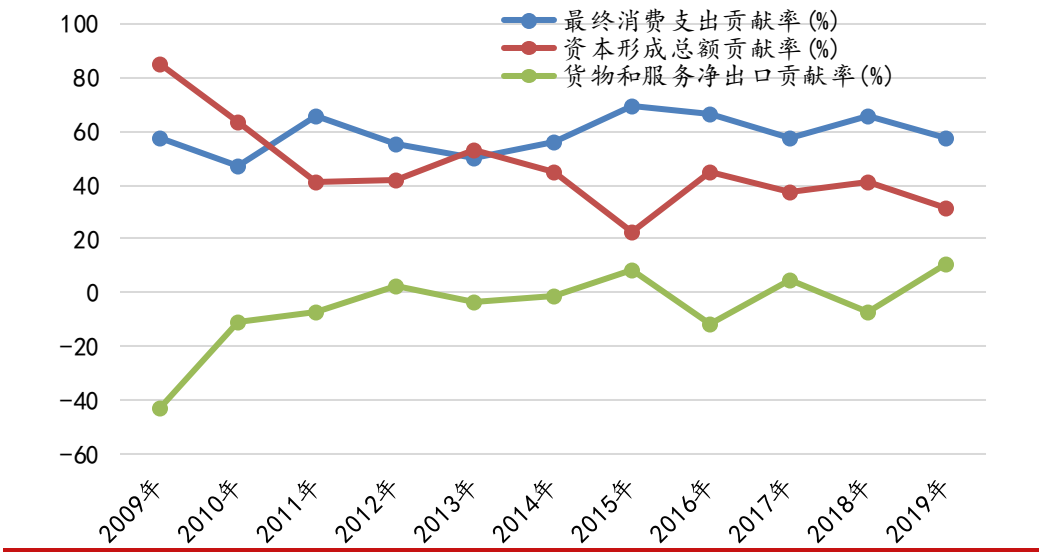
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.2.社会消费对 GDP 贡献巨大

随着我国居民消费总体规模稳步扩大，消费已成为经济增长的第一驱动力。过去十年，消费对经济增长的贡献率稳定保持在 45%以上，2019 年，我国最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 57.8%，比上年下降 8.1 个百分点，超过资本形成总额贡献率 26.6 个百分点。相比之下，2018 年最终消费对美国的 GDP 贡献率分别为 80.6%，结合我国当前的经济发展情况，消费市场仍存在较大的扩展空间。在内部经济发展遭遇疫情黑天鹅陷入停滞，加强内需对我国经济的拉动作用也是必然的方向。所幸此次疫情倒逼大量海外订单回流中国，给了我国经济结构继续调整的重要缓冲期，预计未来将会出台更多政策增加居民收入，刺激消费增长。

党的十九届五中全会与十四五规划纲要指出：畅通国内大循环，就是要依托强大国内市场，贯通生产、分配、流通、消费各环节，打破行业垄断和地方保护，形成国民经济良性循环。全面促进消费，也就是增强消费对经济发展的基础性作用，顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费。可以看到的是，国家将在物质分配、改善消费环境、开拓消费新市场、完善节日消费等方面持续发力，建设好国家内循环的最后一环。未来，消费市场将大有可为。

图 9 最终消费对 GDP 贡献保持稳定



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.3.必需品消费具有良好的韧性，可选消费品全线回归

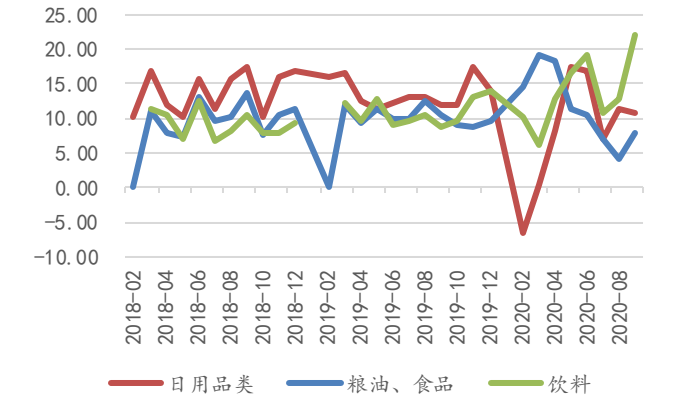
2020 年初，受新冠疫情影响，国民消费严重受挫，但必需品消费展现出了良好的韧性。从今年疫情高峰的 2 月到基本抗疫胜利的 5 月，粮油、食品由于其刚需品属性，加上疫情导致的供求不平衡因素，增速大幅增长至接近 20%的水平，随后数月也始终保持在 10%以上，相较于往年同期增速要高 9 个百分点左右，尽管 7 月开始有所下降，但到 9 月随着国民消费的整体复苏，增速又较 8 月提升了 3.6 个百分点。日用品类的需求同样较为稳定，但由于一般消费者多具备一定的储备，该类商品的销售在 2-3 月份明显走低，4 月开始出现明显的报复性反弹。

金银珠宝类、服饰类、烟酒类的商品销量增速出现明显走低，原本就受制于 19 年的经济不景气，在疫情期间更是雪上加霜，迅速跌至-10%以下，但值得注意的是，化妆品类商品零售增速依然高于二者，并且在疫情末期修复也快于二者。这可以认为是口红效应和标准化商品性质的体现：宏观经济环境挤压居民消费空间的情况下，人们趋向于选择更为廉价的奢侈品释放消费欲望，并且化妆品类属性较为固定，消费者并不完全依托于实体销售场景。因而其销售更加稳定，消费需求也相对更具韧性。当前这四类商品消费已展现出良好的增长态势，而今年年末又属于传统的消费旺季，它们的表现值得期待。

与房地产相关的家具建材类商品零售增速长期处于下跌趋势，这与商品房成交量走低、整体房地产市场低迷相一致，并且疫情期间房地产协会协调全行业暂停交易，相关商品销售更是出现断崖式下跌。根据贝壳研究院和安居客的数据，疫情结束时由于积压需求被释放，部分地区如上海楼市迅速回暖，成交量和单价接连出现新高，但同样存在大量地区楼市处于一个不温不火持续阴跌的状态，同时政策并未放松，后续全国的盘面大概率将会趋稳。与之对应的商品零售势必也呈现一个上扬后趋稳的过程。

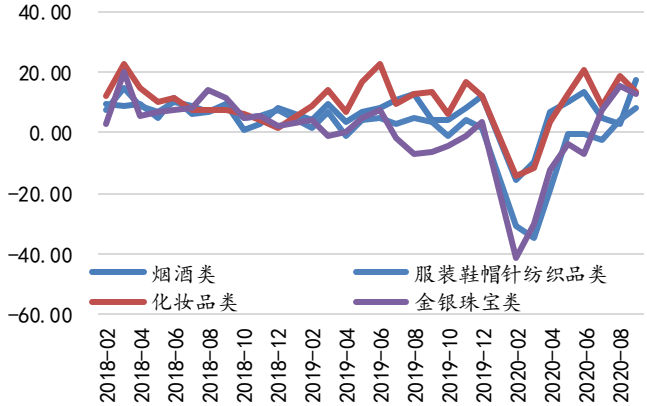
汽车类零售则在 2019 年就因受中美贸易战影响出现了较大的波动，疫情期间因为居家隔离政策，同样出现断崖式下跌。由于汽车相关消费也随经济恢复正常运转而逐渐复苏，并且受益于城镇化的推进，但同样与政策高度相关，预计未来将在震荡中趋于平稳，但增速将处于一个中等的区间。

图 10 必需商品销售同比（%）



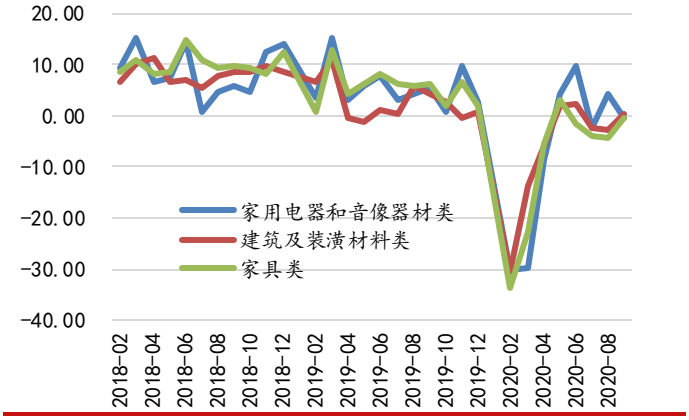
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 11 可选消费类商品销售同比（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 12 家居类商品销售同比（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 13 汽车相关商品销售同比（%）



资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

3.4.消费者信心改善，下沉消费市场乃重中之重

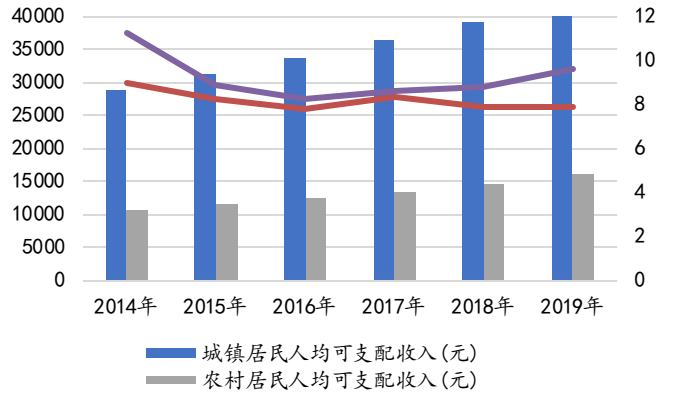
14 年到 19 年，城镇居民可支配收入增速均保持在 8%左右，城镇居民人均可支配收入从 26467 元增长至 42359 元，农村居民人均可支配收入从 9430 元增长至 16021 元，农村居民人均可支配收入增速各年均高于城镇居民，但城乡居民人均可支配收入差仍在继续扩大，从 2014 年的 18355 元增加到了 2019 年的 26338 元。根据中国家庭金融调查，我国 50%的人口家庭人均年收入在 15000 元以下，仅 10%的人口家庭人均年收入在 53000 元以上。

从收支情况上来看，2019 年，一线城市人均可支配收入约为 5600 元/月，生活成本约为 4000 元/月，三四线城市人均可支配收入约为 4000 元/月，而生活成本约为 2200 元/月。一线城市居民虽然收入更高，但实际可供额外消费支出的更少，心理压力也更大。而下线城市居民收入相对可供额外消费的空间则更大，心理上也收入增长的边际效益也更强，消费信心自然也就越强。同时，从社会零售总额的增速来看，三四线城市在过去几年的增速达到 12%~13%，与此同时，一、二线城市的增速却在降低。除了增长速度之外，在整体盘子上，三、四线城市也更大，占到了整个社会零售总额的 63%。

截至 2020 年 9 月，我国消费者信心指数反弹至 118.30，仍然处在相对高位。自 2018 年 11 月，我国消费者信心指数始终保持在 110 以上，说明我国消费者对未来持乐观意愿，仍有一定的消费潜力。由于二季度仍处于疫情后的阵痛期，该指数仍有一定下滑。随着三季度国民经济的全面复苏，居民紧张的财务状况得到缓解，消费意愿得到进一步释放，整

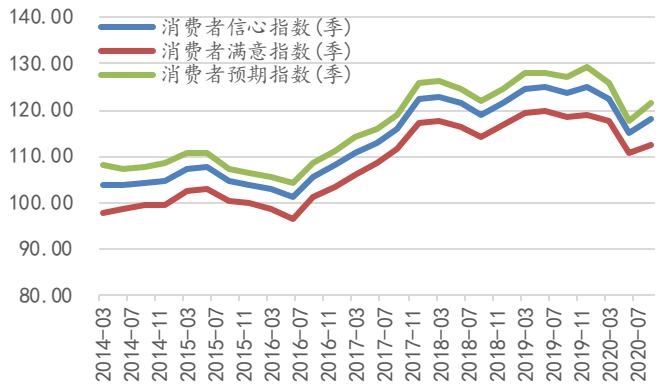
体趋向乐观。根据央行城镇储户问卷调查，倾向于“更多消费”的居民占 23.5%，比上季上升 0.2 个百分点；倾向于“更多储蓄”的居民占 50.4%，比上季下降 2.5 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 26.1%，比上季上升 2.3 个百分点。

图 14 人均可支配收入对比



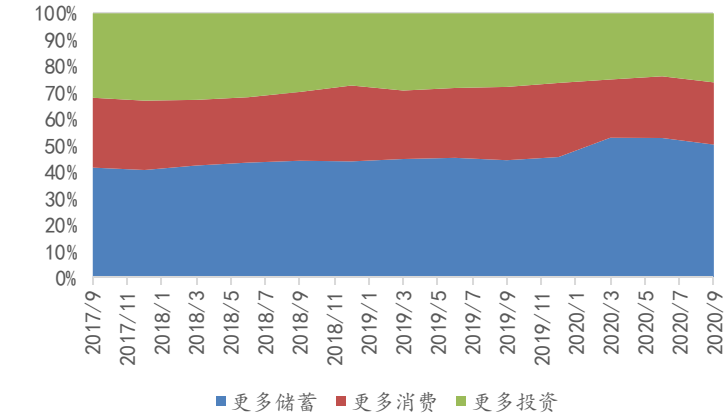
资料来源： 国家统计局，东海证券研究所

图 15 消费者信心指数保持高位



资料来源： WIND，东海证券研究所

图 16 城镇储户问卷调查 (%)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所整理

4.超市生鲜方兴未艾

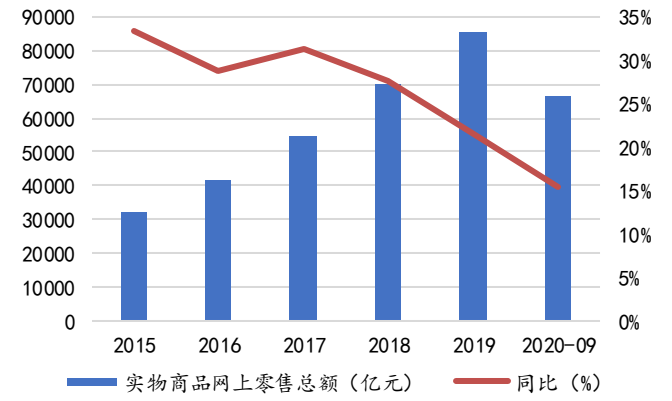
4.1.疫情迫使居民更多转向网购和标准化购物

年初突如其来的新冠疫情打乱了原本的社会生产秩序，大部分人不得不隔离在家减少外出，商店、商场、农贸市场这些人员密集带有安全隐患的场所也被关闭，从而导致实体零售在该段时间内骤然下降。但需求不能被消灭，只能被转移，大量的购物需求转向了互联网和超市。根据国家统计局数据，截至今年 8 月，实物商品网上零售总额累计达到 58650.7 亿元，占实物零售总额的 24.64%，比例继续提升。

超市受益于必需品消费的韧性，在经济下行压力不断加大、消费重挫后逐渐恢复的情况下，行业整体营收增速始终优于、甚至大幅跑赢一般零售。2016 年零售行业整体触底反弹，一般零售营收增速在 2017 年后转头再次向下，到今年一季度更是出现断崖式下跌。而超市行业与之明显分化，显示出良好的韧性和抗压能力。2020 年三季度超市板块实现累计营业收入同比减少 4.30%，实现归母净利润同比增 27.38%，均远高于行业平均水平。

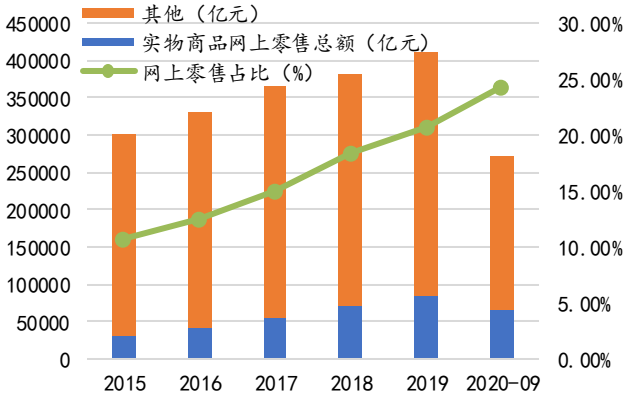
而另一方面，由于新冠病毒极强的传播能力，多地政府加速了活畜禽流通禁令的推出，动物防疫法修订草案也拟定县级以上地方禁止活畜禽流通，客观上加速了传统个体小零售商的淘汰，为现代化生鲜零售的加速发展提供了政策土壤。因为在该情境下，原本农村散养户——中间商——消费者的流通路径由于中间商缺乏低温运输和批量宰杀、切割能力，而被堵死；取而代之的是大型养殖企业——中间商——消费者的流通路径，在此路径中消费者获得的是流水化作业产出的同质化肉类产品，即标准化肉类产品。同样的，出于防疫考虑，大量农贸市场被迫关停，城市生鲜批发站——社区街道菜市场的流通路径被切断，而超市零售体系凭借其标准化、规范化的物流通道得以保存，市民们不得不更多地转向标准化生鲜。实际上，超市这类零售商凭借其规模优势在渠道上更具备议价权，为消费者提供的商品性价比也不会低于一般农贸市场。

图 17 实物商品网上零售总额 (亿元，%)



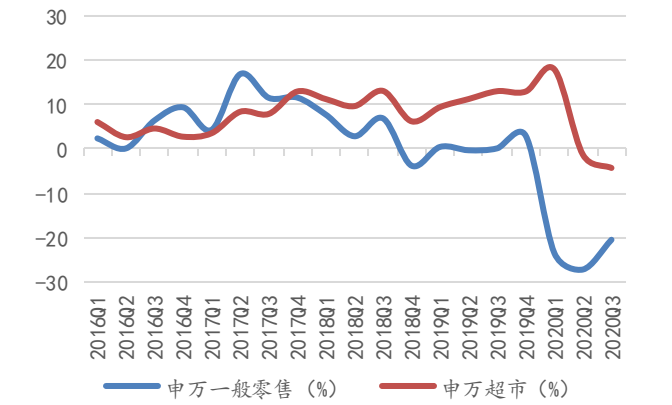
资料来源：国家统计局，东海证券研究所整理

图 18 实物商品网上零售占比 (亿元，%)



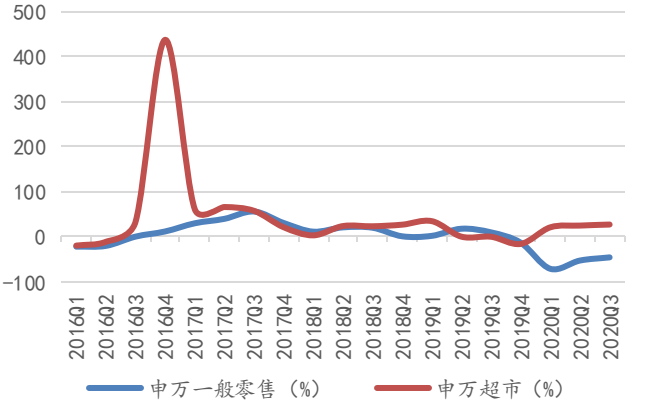
资料来源：国家统计局，东海证券研究所整理

图 19 申万一般零售与超市板块营收同比 (亿元，%)



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

图 20 申万一般零售与超市板块归母净利同比 (亿元，%)



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

4.2.我国正处于超市高速发展的时期

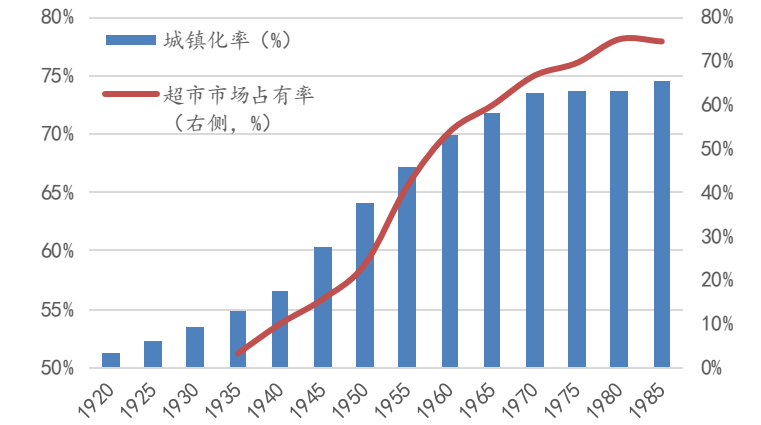
根据零售业生命周期理论，人均 GDP 在 1,000 至 3,000 美元是现代百货业的高速发展期，3,000 美元以上大型综合超市开始兴起，6,000 美元以上便利店业态流行，10,000 美元及 12,000 美元以上仓储式商店和大型购物中心逐步繁荣。以日本为例，日本超市及百货销售保持高速增长直至人均 GDP 达到 30000 美元左右。

其中，超市行业的发展与繁荣同样与城镇化率密切相关。城镇化为社会生产力需求提供新的更高效的劳动力组织形式，与劳动力分化互为因果，但同时也阻断了农产品向居民的原始流通渠道，如农村内的以物易物、传统的乡镇集市、欠发达的农贸市场。那么在此

基础上，以超市为代表的一种集中化、标准化的零售渠道就会得到迅速发展。以美国为例，上世纪 40 年代美国城镇化进程加速，到 70 年代基本完成大部分地区的城镇化，城镇化率迅速从 56.5%提高至 73.60%的水平。于此同时，美国的超市也进入了高速发展期，市占率迅速从 10%提升至 70%。

当前我国城镇化率为 60%，人均 GDP 刚刚突破 10000 美元，刚好处于便利店流行及超市开始繁荣的阶段，并且超市行业 CR5 仅为 26.7%，同时国家近期又出台了一系列深化土地改革等措施以进一步加速我国的城镇化进程，那么我们可以合理地得出结论，中国的超市也将迎来一个高速发展的机遇期。

图 21 美国城镇化率与超市市占率 (%)

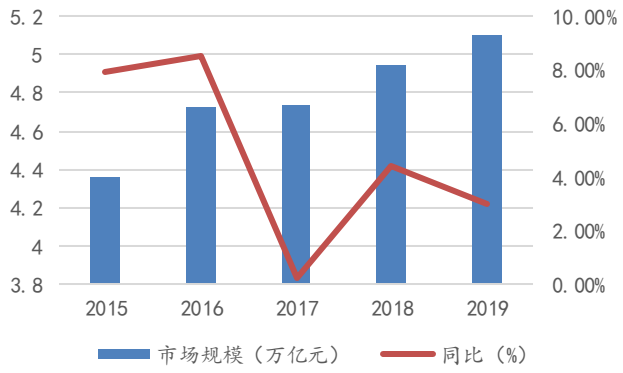


资料来源：United Nations-World Urbanization Prospects 2018，Sukko Kim & Robert A. Margo. Historical Perspective on U.S. Geography. Handbook of Regional and Urban Economiucs, 2003, vol 4, Aug. P57，东海证券研究所整理

4.3.生鲜超市市场空间广阔

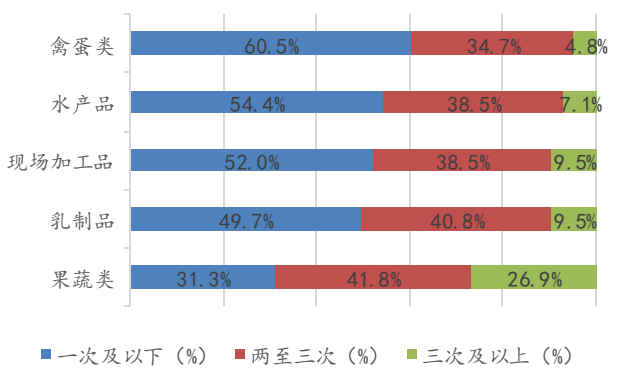
随着我国经济水平的进一步提升，国民对于优质生活水平的追求逐年加强，加上城镇化的推进，原本一部分自给的生鲜需求被释放，近年来我国生鲜市场规模呈加速增长的态势，2017-2019 年增长率分别为 0.21%、4.43%、3.03%，2015-2019 年复合增长率为 4.00%。2020 年由于新冠疫情，社会生产秩序受到一定影响，但长期来看生鲜市场的发展是与国民日益提高的生活水平相一致的，故生鲜市场的发展仍然是十分乐观的。

图 22 中国生鲜市场规模 (万亿元，%)



资料来源：euromonitor，东海证券研究所整理

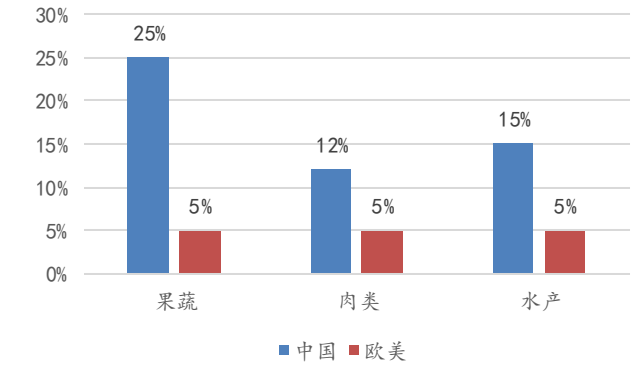
图 23 平均每周购买生鲜类产品频次 (%)



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所整理

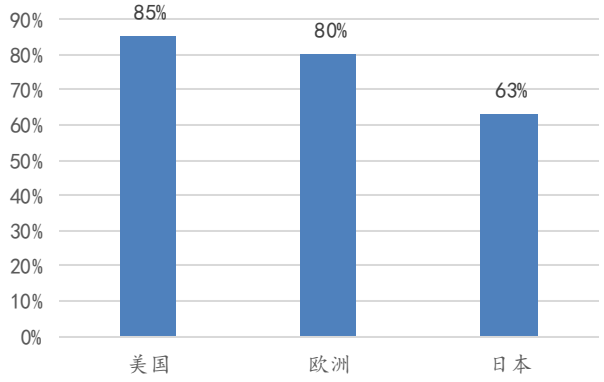
同时中国又是一个蔬菜消费的超级大国，每年的蔬菜消费占到全球的 75%，而人均消费同样惊人，是第二大人均消费国韩国的 1.8 倍，第四大人均消费国美国的 3.5 倍，日本的 4.1 倍。庞大的需求也就决定了供给端必须足够强大，既要满足货品的质量，数量上也要能够覆盖需求，并在一定程度上能够覆盖运输和销售过程中产生折损。

图 24 我国与欧美生鲜运输腐损率 (%)



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

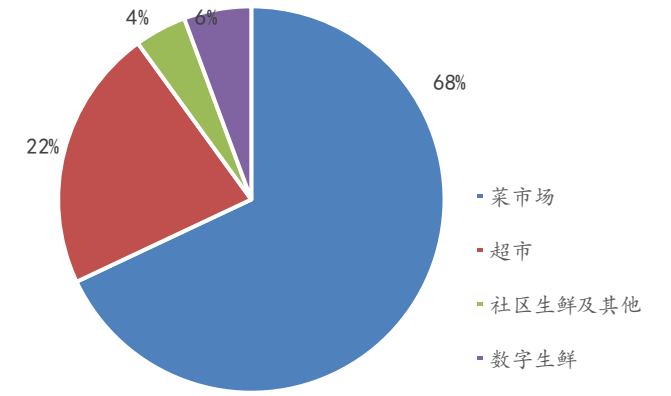
图 25 发达国家超市生鲜占比 (%)



资料来源：智研咨询，东海证券研究所

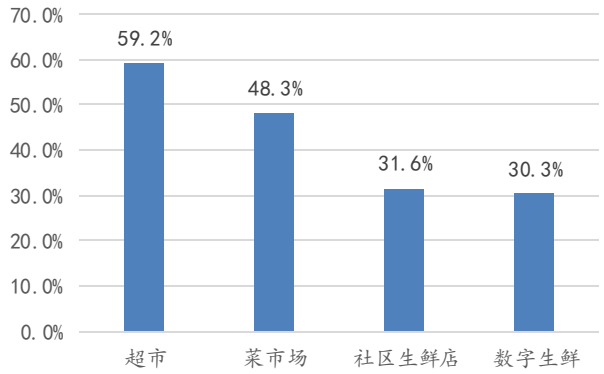
与欧美对比来看，我国生鲜运输过程中腐损率全面高于欧美平均水平，同时欧美 80%以上的生鲜通过超市渠道销售，而我国截至 2019 年，传统的菜市场仍占有接近 70%的市场份额，其次是超市，占有 22%的份额。从年轻消费者偏好变化趋势来看，根据草莓派网络统计数据，超市、菜市场、社区生鲜店为绝大部分消费者的首要选择。其中选择超市的比例最高，达到了 59.2%。由于该项调研线上进行，样本偏向年轻群体，这也就表明新一代消费者更趋向于到超市购买生鲜类产品。

图 26 2019 年各生鲜渠道市占率 (%)



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

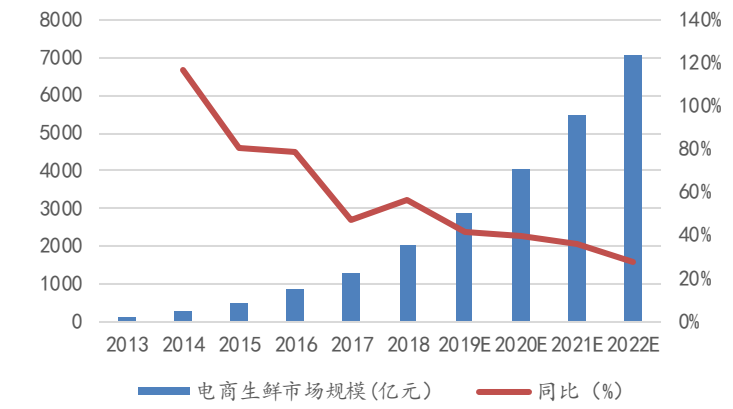
图 27 2019 年中国网民生鲜渠道偏好 (%)



资料来源：草莓派，东海证券研究所整理

具备中国互联网特色的电商生鲜尚在摸索。作为互联网衍生品的电商生鲜，市场规模从 2013 年的 126 亿元到 2019 年的 2900 亿元，增长了 20 倍有余，然而其本身较高的资金和技术准入门槛导致这一新兴行业在诞生伊始就面临着诸多问题。一是电商生鲜同样面临着货物标准化低、冷链运输要求多样的问题，从而导致供应链调度难度大、运输过程中腐损率仍高于 10%；二是盈利难度大，生鲜批发的毛利率只有 10%-20%，而单次订单又难以超过 100 元，加上高昂的仓储和运输成本，导致一般的电商生鲜难以正常盈利。2019 年有 9 家具备较大规模的电商生鲜退出市场，关键原因多为资金链断裂。目前来看，电商生鲜仍处于烧钱补贴用户、以空间换时间的初级阶段，合理的盈利模式尚在摸索。

图 28 电商生鲜市场规模(亿元，%)



资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所整理

表 5 2019 年电商生鲜退出情况

	公司名称	融资情况	成立时间	关停时间	关键原因
1	顺丰优选	未融资	2012.05	2019.04	盈利模式不明
2	鲜生友情	未融资	2017.03	2019.05	资金链断裂、供应链薄弱、管理不善、盲目扩张
3	爱鲜蜂	并购	2014.05	2019.09	资金链断裂、经营不善
4	迷你生鲜	未披露	2017.11	2019.10	经营不善、长期亏损
5	呆萝卜（恢复运营中）	A 轮，6.3 亿元	2015.10	2019.11	资金链断裂、盲目扩张、经营不善
6	我厨生鲜	B 轮，数千万美元	2014.12	2019.12	订单下降、资金链断裂
7	吉及鲜	B 轮，2000 万美元	2018.09	2019.12	融资失败、资金链断裂、盲目扩张
8	妙生活	B 轮，2 亿元	2015.04	2019.12	战略不清、管理不善

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

4.4.生鲜超市是历史的必然

随着中国城镇化持续推进，居民的钱包鼓起来了，自然会追求更高的生活质量，生鲜的质量要足够好，品类足够多，购物环境要足够舒适。传统的农贸市场已然不能满足城镇生活模式的需求，因为农贸市场本质上是一个三级零售商集散地，组成个体多为个体经营户，管理粗放，议价能力差，因此十分依赖于销售量的支撑。在新城镇中，居民需求的一部分被外卖、快餐切割，并且这种切割将会持续扩大，更高水平的城市管理也提高了农贸市场的经营成本，这些都在持续挤压着传统农贸市场的生存空间。

而大型生鲜零售商恰好掌握着解决这些问题的钥匙：大型生鲜零售商凭借其资本、管理、体量优势，能够更加容易地拿下优质地段，取得更低成本的货源，保持购物环境的干净整洁；而具备自建物流仓储的零售商更是具备了更加有利武器，一方面可以进一步降低货物流通的成本，优化全局货物供应，另一方面，预加工后的农产品在讲究效率都市白领面前更加具备竞争优势，也为公司赚取更多附加值。这其中最典型的例子之一即是过于常见的肉摊逐步为大型冷鲜肉企业的加盟零售店所取代。最终，我国将形成“生鲜超市为主——负责生鲜食品零售，区域仓储卖场为辅——填补社区零售空白”的格局。

5.百货休整后再出发

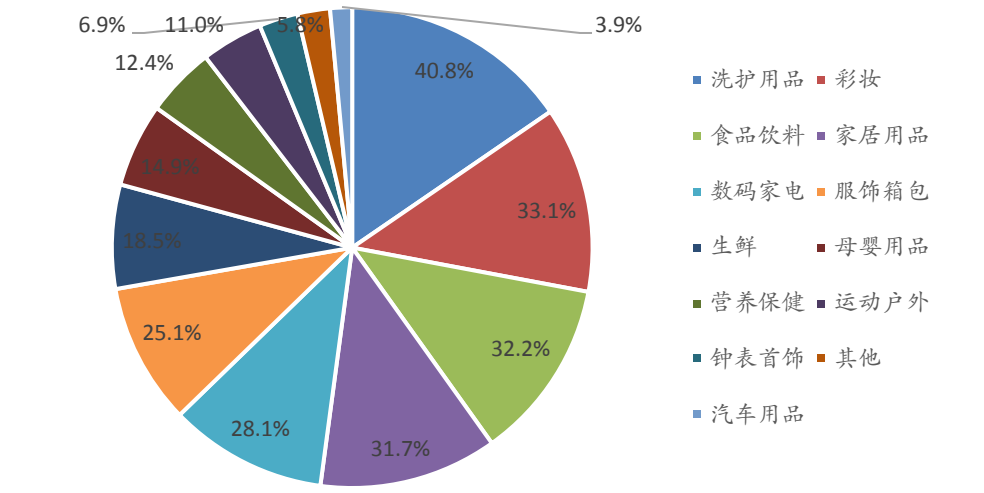
5.1.百货仍不可被取代

零售究其本质仍然是物资的再分配。网络零售与物流相互依存的爆发式发展本质上就是利用了这一点，相较于信息流通较不发达的时期，极大地拓展了商品的受众群体或者是潜在客户，以及流通渠道。在这种情况下，零售，始终是“消费者”、“供货商”和“销售渠道”三方的罗曼史，那么其中不变的是“消费者为市场中心”的核心逻辑，变的就可以是各类用现代技术武装起来的营销手段、销售渠道。

在实物商品的网络销售过程中，消费者与销售方始终存在着信息不对称的问题，即消费者无法知晓自己将选购商品的全部细节。正式这种信息不对称，可能会误导消费者继而购买了不适合自己的商品，也有可能使消费者因缺乏信任而放弃选购。对于标准化的商品，如数码产品、休闲零食、洗护用品、家居用品等，其价值属性客观功能居多，且其属性可通过文字、数字准确描述，消费者与零售方的信息壁垒较小，适合网络零售。

而对于非标准化的商品，如服饰、首饰、生鲜等，其属性难以通过文字语言进行精确描述，尤其生鲜类在运输途中极易发生质变，具有不稳定性，又例如服饰首饰的价值需要配合消费者本身才能得到实现，在消费者个体间存在巨大差异。这类商品无疑是难以通过网络进行零售的，因为消费者需要在实体店与该类商品进行近距离接触才能洞悉其全部细节，从而决定是否购买。

图 29 2019 年网购商品类别比例（部分预测）



资料来源： 艾媒数据，东海证券研究所

也正是众多的商品实体零售是远远不能被线上零售所取代的，使得百货始终保留了其存在的必要性。而另一方面，进行了多年的百货综合体化运动使得当前早已没有了纯粹的百货，取而代之的综合体获得了两大优势，一为餐饮、娱乐、购物一体化，消费者在其中可获得一站式消费体验；二是情景化购物，最大程度激发消费者的购物欲望，将其隐藏的购物需求一并挖掘出来。互联网时代，不得不承认电商在仓储和管理上较租金昂贵的百货有着极强的竞争力，那么百货也就势必需要通过扩大消费面和提升品牌层次增强盈利能力两个方面来经行抗衡。

5.2.免税的美丽承诺兑现仍需时间

今年由于全球新冠疫情爆发，出境游客锐减，我国大量的海外消费需求被迫被挡在了国内。由于这方面的需求一般源自于较高收入群体，即便是在疫情期间受到的冲击较为有限。水满则溢，海淘客们的需求必然会流到别处，即海南自贸港。

今年上半年，海南全省离岛免税品零售额 85.72 亿元，同比增长 30.7%。随后 7 月 1 日离岛免税新政实施，离岛免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元，并大幅放宽其他购物条件。自 7 月 1 日离岛免税新政实施至 10 月 19 日，海关共监管离岛免税购物金额达 108.5 亿元，件数达到 1162.8 万件，同比分别增长 218.2%、142%。

6 月，王府井获得免税商品经营资质，一举点燃了市场对于免税概念的热情。当前，拥有免税牌照的企业仅有中免、日上免税行、海免、珠免、深免、中出服、中侨以及王府井集团八家，紧跟着进行资质申请的有百联股份、鄂武商、大商股份、南宁百货、步步高、欧亚集团、中百集团等。

免税资质看起来很美，既为消费者提供了低价的海外进口商品，公司自身也能通过政策获得非对称竞争优势，可谓双赢。但值得注意的是，根据当前的免税品经营管理规定，无论是机场还是市内免税店，仅可向离境游客销售商品，经海关批准的电商平台可以向符合条件的消费者（已办结出境手续、即将前往境外的人员，以及尚未办理进境手续的人员）展示及预订商品，对于免税商品，仅可在指定地点提离。而这也就导致了免税行业的市场规模有限，可以分的蛋糕很小。真正符合大家期望的免税店目前仅存在于海南，因为海南的免税店可面向离岛游客。

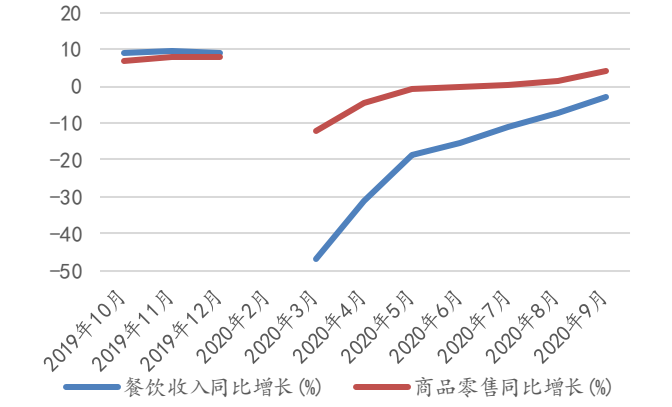
那么，免税牌照当前最重要的优势在于其寡头性质，即越早进入市场，越能站稳脚跟，可以分到的市场规模越大。而一旦拥有免税资质的竞争者增多，而中国大陆本身离境客流原本就只有 1.7 亿人次左右，加上今年疫情冲击，出入境严重萎缩，并且将长期保持在一个低流量的状态，离境免税业态短时间内必然不会很繁荣，而国内免税的热点则主要集中在海南。

5.3.百货业绩逐渐修复

从 2011 年打击三公消费和固定资产投资放缓以来，高端消费需求被抑制，随后的住宅价格暴涨又进一步挤压了居民的消费空间，居民负债一路攀升。自 2017 年以来，外部贸易环境不断恶化，加上国内经济下行压力加剧，实体百货业绩不断走低。原本百货行业在 2019 年底就已经达到了一个底部的位置，到 2020 年更是因为疫情直接击穿地面，一季度营收和归母净利同比增长-58.61%和-125.98%。

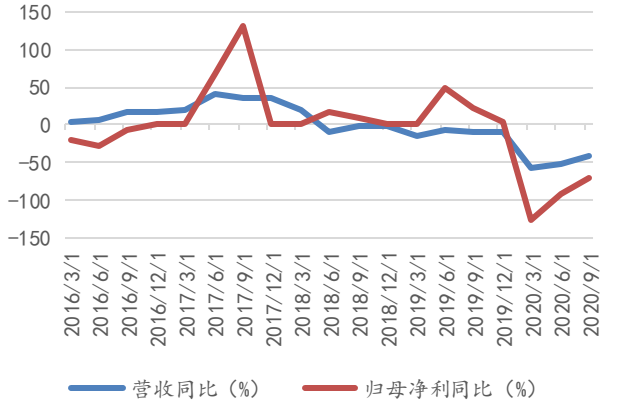
寒冬过后消费逐渐复苏，9 月全国商品零售同比增 4.1%，涨幅较上月扩大 2.6 个百分点，呈加速态势，餐饮零售同比减少 2.9%，降幅较上月缩小 4.1 个百分点，也在努力修复至疫情前的水平。同时，根据发布的三季报，申万百货营收同比减 40.52%，归母净利同比减 69.53%，已进入反弹阶段。个别公司如重庆百货，三季度实现归母净利 9.58 亿元，同比增 5.90%，远远领先行业平均水平。

图 30 商品与餐饮零售收入同比（%）



资料来源：WIND，东海证券研究所

图 31 申万百货行业营收与归母净利同比（%）



资料来源：WIND，东海证券研究所整理

5.4.数字零售助力百货持续发力

数字零售的发展必然使实体百货遭到分流，但中国的消费市场仍处于发展阶段，国民生活水平远没有达到发达国家水平，电商与百货更不是红海竞争的关系，与其争夺市场不如做大蛋糕。百货公司大多带有区域特征，是当地带有地标意味的实体零售巨头，本身就享有当地广大的群众基础。开发线上渠道，一方面给消费者提供了商场的实时动态和打折信息，激发消费者的购物欲望；另一方面，线上线下并举有助于消费者进行“线下体验、线上消费”的朴素数字零售活动，消费者获得了更理想的价格和购物便利，商场获得了更多的流水和利润。同时，AI、物联网等技术的应用使得智慧门店成为可能，更多智能化、场景化、娱乐化的元素将吸引更多具备强大消费能力的年轻人进行实地体验，进一步带动餐饮、娱乐相关业务流水。并且，与生鲜超市的逻辑相类似，先建成底层的 toB 端供应链体系，再发展 toC 端的配送体系，对于百货来说，也不失为一种拓展业务面的合理逻辑。一如美国梅西百货健康存续至今，就离不开他们将传统的拿货优势与 USPS、UPS 等成熟配送商深度结合的伟大创举。传统百货拥抱数字零售本身就是一种值得肯定的探索，也是未来零售业发展的趋势。

表 6 主要百货企业的数字零售方案

企业名称	方案	补充说明
百联集团	App、公众号、BL.com、小程序	小程序为到家服务，其余为电商平台
重庆商社	sjgo365.com	电商平台
武汉武商	wushang.com、App 公众号	电商平台，且公司主页明确有供应链系统 百货咨询平台
王府井	公众号、小程序、天猫旗舰店	电商平台
天虹商场	天虹 App、公众号、小程序、tianhong.cn	电商平台
	公众号、小程序	服务信息、快速买单、到家服务

资料来源： 公开信息、前瞻产业研究所、东海证券研究所整理

6.投资策略

后疫情时期有两个重点，一是需要关注可选消费复苏、市场预期改善带来的行情修复；二是要提防第二播疫情爆发的风险。那么首选的必然是盈利模式清晰、未来业绩较为稳定，同时有一定抗风险能力的标的。因此我们认为，当前可以考虑两个方向：进攻——可选消费；防守——必需品消费。

2021 年将重点跟踪：超市方面选择确定性好，持续经营能力强的生鲜零售，如家家悦、永辉超市；百货方面选择拥有修复能力好以及本身为行业龙头、修复潜力大的个股，如重庆百货、百联股份、天虹股份。

7.风险因素

风险因素：1、宏观经济波动风险 2、原材料价格上涨风险 3、国际贸易政策风险 4、全球疫情发展失控 5、市场波动风险

分析师简介：

江迎若，伦敦大学学院硕士，具有三年以上行业研究经验。主要跟踪覆盖休闲服务、商业贸易、食品饮料行业超过三十家主要上市公司的经营动态和定向增发项目。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089