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

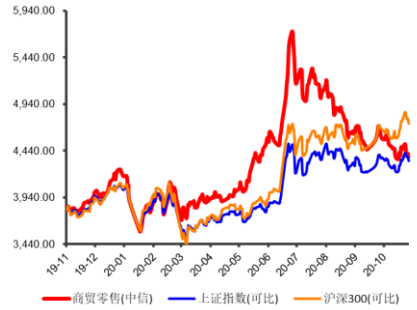
可选消费增长提速，双 11 赛道延伸助力品牌增长

看好

2020 年 11 月 16 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 10 月投资策略 ：三季度社零增速转正，直播电商将成双 11 最大增量

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

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

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

➢ 10 月 CS 商贸零售行业下跌 1.81%，较上年同期跌幅扩大 0.84pct，跑输大盘 4.16pct。行业市场表现继续弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 19，较上月继续回升。虽然旺季来临，消费复苏态势进一步明朗，行业表现有所回暖，但板块前期估值水平较高，仍处回调周期，行业整体表现稍显悲观。从子版块看，涨跌幅位居前三的子板块分别是电商及服务、家电 3C、贸易，涨跌幅分别为 6.62%、1.16%、0.22%。10 月子版块涨跌互现，其中电商及服务涨势最高，表现超过沪深 300；而百货、超市龙头个股多数回调，影响板块跌幅较深。10 月 CS 商贸零售估值水平呈现继续回落态势，虽然月初小幅提升，但中旬开始持续下滑，月末抵达 45X 估值线附近，月底两天受百货板块拉升影响小幅回升，整体来看 10 月平均估值水平为 47.0X，较上月继续小幅回落。

行业月度数据跟踪

➢ 10 月 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2pct，同比涨幅回落较多；环比看，CPI 下降 0.3%，上月为上涨 0.2%。猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，转为同比下降 2.8%，生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格环比下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4pct。10 月物价上涨态势持续放缓，进入“0”时代，主要受到去年同期基数较高、翘尾因素减少以及猪肉生产供应增加、价格由升转降的影响。物价涨势低位运行，主要销售食品烟酒类的实体超市销售额或将受到影响，同店增速有所承压。

➢ 10 月社零总额同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0pct，市场销售连续三个月同比正增长。消费需求逐步回暖，消费市场稳步复苏，叠加国庆中秋双节带动，10 月份商品销售继续回升，餐饮消费明显复苏，线上消费快速增长，线下消费持续改善。分品类看，必选消费品保持稳定增长，增速有升有降；可选消费品中的消费升级类商品增长提速。新业态增势持续向好，线上消费保持快速增长，但渗透率继续回落。前 10 个月实物商品网上零售额同比增长 16.0%，比前三季度提升 1.3pct；占社会消费品零售总额的比重为 24.2%，同比提升 4.7pct，环比继续回落 0.1pct。

➢ 今年双 11 销售额再创新高，大促期间（11.1-11.11）全网销售额达到了 8403 亿元。作为后疫情时代一次备受关注的电商购物节，2020 年双 11 头部电商通过拉长战线、品质升级，全面延伸消费赛道，打造两轮预售盛典，助力品牌爆发新增量。从平台看，消费赛道全面延伸，天猫覆盖面更广、京东质量服务优、快手抖音腾讯首度入局。从模式看，直播带货已经逐渐成为电商发展的新驱动力，店铺自播渐成常态，流量转化效率提升。从消费者城市线级上看，二三线城市的消费人群和六线的下沉市场对直播间里的新品牌关注度更高。

行业动态新闻

- 拼多多三季度净利润 4.664 亿，首次实现季度盈利；
- 阿里 2021 财年 Q2 营收 1550.59 亿，年活跃用户 7.57 亿；
- 完美日记母公司递交赴美上市招股书，前三季度营收约 32 亿。

投资策略

- 国内疫情防控取得了重大战略成果，国内消费环境持续改善，居民的消费信心不断增强。消费市场呈现出稳健复苏的态势，重点商品销售回暖，可选消费品增速加快，网络消费快速发展。但是实体店铺销售仍有待进一步改善，住宿餐饮等服务型消费累计降幅仍然较大。11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署，全球最大的自由贸易区宣告诞生，意味着全球约三分之一的经济体量将形成一体化大市场，为东亚地区的经济增长注入强劲动力。RCEP 将成为新时期我国扩大对外开放的重要平台，助力我国形成国内国际双循环新发展格局，显著提升我国自由贸易区网络含金量。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便利化和直播电商在双十一的新一轮爆发，以及企业数字化转型进程中高效获客转化的能力，重点关注消费分级下追求性价比和报复性消费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）超市企业持续加码线上业务、Q4 展店提速，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

2.4 双十一全网销售数据 12

3.行业动态新闻 14

4.投资建议 15

5.风险提示 17

图表目录

图 1：2020 年 10 月中信一级行业涨跌幅（%） 5

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 10 月涨跌幅 6

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 10 月涨跌幅 6

表 1：2020 年 10 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 1-10 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

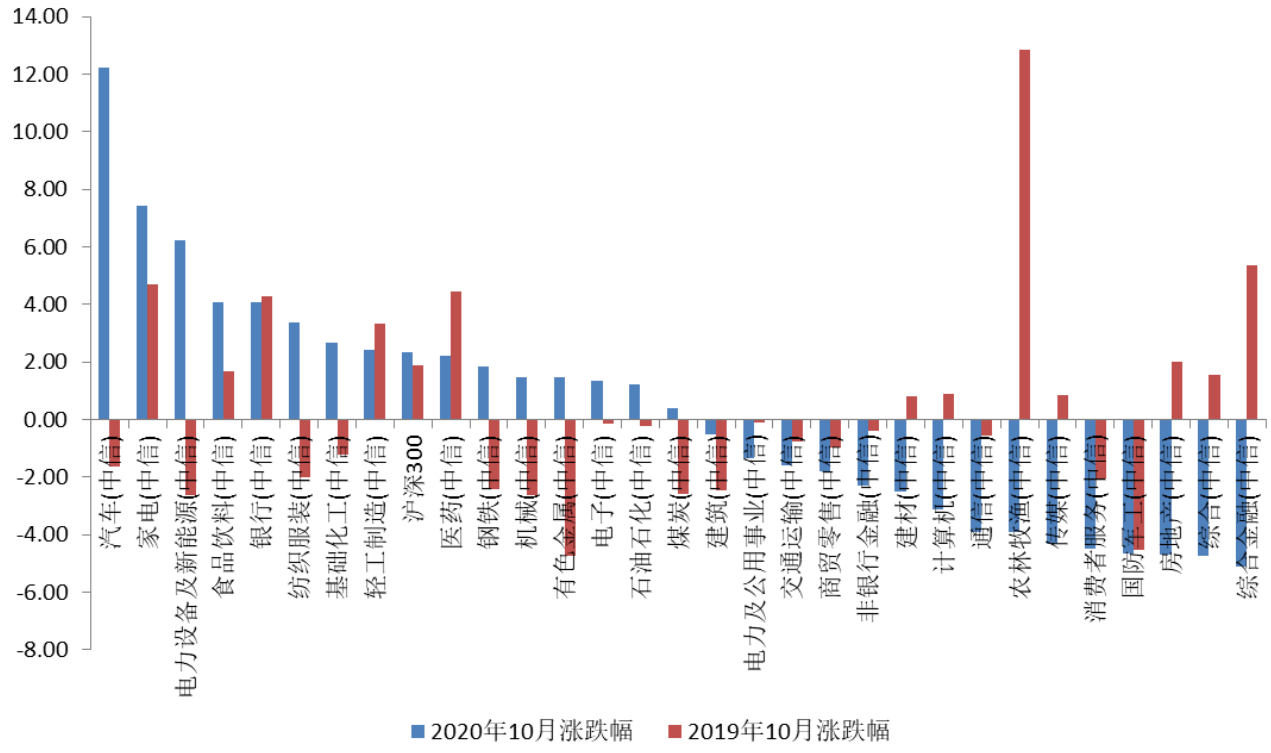
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比.....10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....11
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%.....11
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）.....12
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）.....12
图 15：2012-2020 年双十一支付宝总交易额及同比.....13
图 16：2012-2020 年双十一全网交易额及同比.....13
图 17：双十一当天各大平台销售额占比.....14
图 18：双 11 当天销售额排名 TOP10 行业.....14

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020 年 10 月，沪深 300 指数上涨了 2.35%，与 2019 年同期相比提升 0.46pct，其中 CS 商贸零售行业下跌 1.81%，较上年同期跌幅扩大 0.84pct，跑输大盘 4.16pct。10 月份中信一级 30 个行业中半数呈现上涨状态，其中汽车行业涨幅达到 12.24%，涨幅居首。10 月初黄金周的节日效应强势带货可选消费各个板块领涨市场，但后续走弱，同时科技板块产业链驱动力较足，资金偏好风格实时转变。CS 商贸零售行业 10 月市场表现继续弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 19，较上月继续回升。虽然旺季来临，消费复苏态势进一步明朗，行业表现有所回暖，但板块前期估值水平较高，仍处回调周期，行业整体表现稍显悲观。

图 1：2020 年 10 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

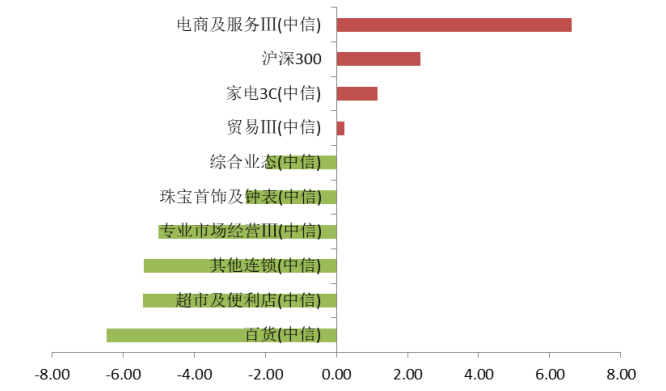
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，10 月 CS 零售的三级子行业多呈下跌，涨跌幅位居前三的子板块分别是电商及服务、家电 3C、贸易，涨跌幅分别为 6.62%、1.16%、0.22%。10 月子版块涨跌互现，其中电商及服务涨势最高，是唯一涨幅超过沪深 300 的子版块，其次是家电 3C，但涨幅不及沪深 300。9 月底若羽臣新股上市，10 月领涨电商板块，个股涨幅高达 40%；而 10 月百货、超市龙头个股多数回调，影响板块跌幅较深，月度跌幅

达 6.46%、5.44%。10 月零售行业市场进入旺季复苏阶段，实体商超业态客流量和同店数据环比持续改善，但由于市场资金面偏紧，影响个股股价表现疲软。

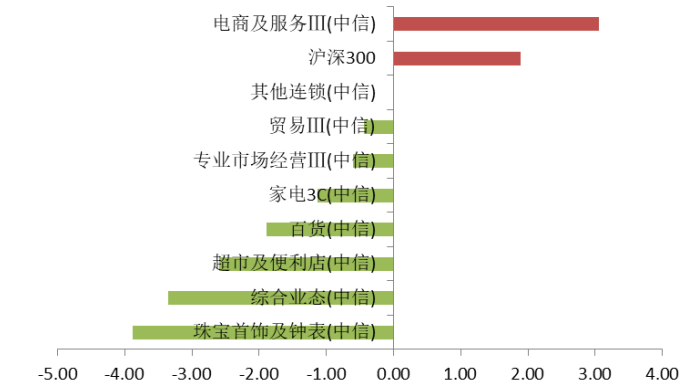
10 月 SW 商业贸易主力净入额为-40.66 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 8。10 月 SW 商贸三级子行业中，各板块主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流出 3.57 亿元，流出最少；SW 百货流出资金最多，净流出 10.02 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 10 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 10 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，10 月共有 31 家上市公司收涨，涨幅居前的有若羽臣、远大控股、首商股份、壹网壹创和*ST 商城，其中若羽臣涨幅最高，达 40.25%，为 9 月新股上市，其余月涨幅均超过 20%；共有 76 家上市公司收跌，跌幅较深的家家悦、飞亚达、王府井、百联股份、友好集团，月收跌幅度均超过 15%，其中家家悦收跌 20.49%，跌幅最深。

表 1：2020 年 10 月个股涨跌幅情况（%）

10 月涨幅前十的个股			10 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
003010. SZ	若羽臣	40. 25	603708. SH	家家悦	-20. 49
000626. SZ	远大控股	24. 30	000026. SZ	飞亚达	-16. 37
600723. SH	首商股份	23. 91	600859. SH	王府井	-16. 00
300792. SZ	壹网壹创	21. 23	600827. SH	百联股份	-15. 68
600306. SH	*ST 商城	20. 83	600778. SH	友好集团	-15. 42
002345. SZ	潮宏基	12. 21	600753. SH	东方银星	-13. 01
000155. SZ	川能动力	11. 45	002187. SZ	广百股份	-12. 90
600861. SH	北京城乡	11. 27	002740. SZ	爱迪尔	-12. 54
600710. SH	苏美达	10. 99	000861. SZ	海印股份	-12. 45
600280. SH	*ST 中商	10. 23	000501. SZ	鄂武商 A	-11. 89

数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2020 年 10 月，CS 商贸零售估值水平呈现继续回落态势，虽然月初小幅提升，但中旬开始持续下滑，月中虽有小幅回调，但难掩下旬加速下行趋势，月末抵达 45X 估值线附近，月底两天受百货板块拉升影响小幅回升，整体来看 10 月平均估值水平为 47.0X，较上月继续小幅回落。

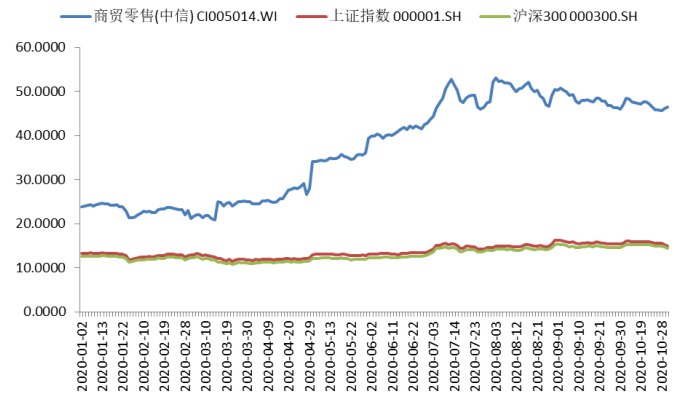
子版块方面，10 月百货板块估值水平呈现 W 型，月末估值水平较月初显著提升，月初小幅提升，中旬回落至月初水平，随后经历小幅回暖，下旬开始加速下行跌落 82X 估值线，月末 3 天强势拉升跃过 96X 估值线，月均 PE 为 84.6X，较上月小幅提振，显著高于行业整体估值，属子版块中最高估值水平。

超市及便利店板块估值水平持续高位回落，整体加速下调，月初小幅抬升后，中旬稳步回落至 52X 估值线后，月末几天加速下行，回调至 48X 估值线附近，整体来看月均 PE 为 52.4X，较上月持续回落，板块估值水平略高于行业整体。

连锁板块估值水平基本稳定，但月中振幅较大，月初小幅提升，中旬小幅回落后回调至月初水平，下旬开始波段式回落，最终回到上月末水平，板块月均 PE 为 19.5X，较上月小幅提升，整体估值水平属子版块中最低。

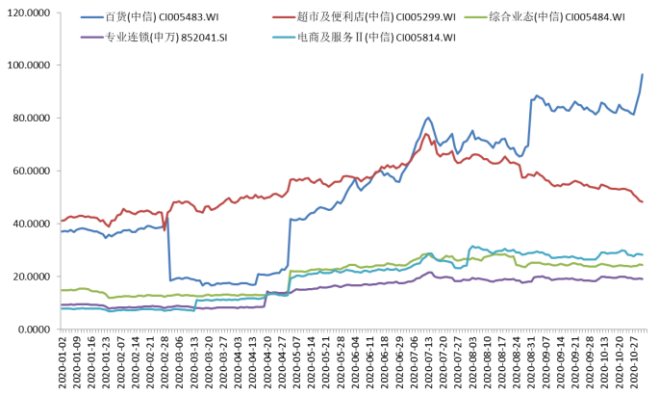
电商及服务板块估值水平整体小幅提振，月中波动幅度相对较小，月初小幅提升后阶段式回落，中旬保持稳健上涨，下旬开始快速拉升，随后大幅下调探底，跌穿 28X 估值线，月末几天翘尾回弹，板块月均 PE 为 28.5X，较上月小幅回升，子板块整体估值水平相对较低。

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 1-10 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

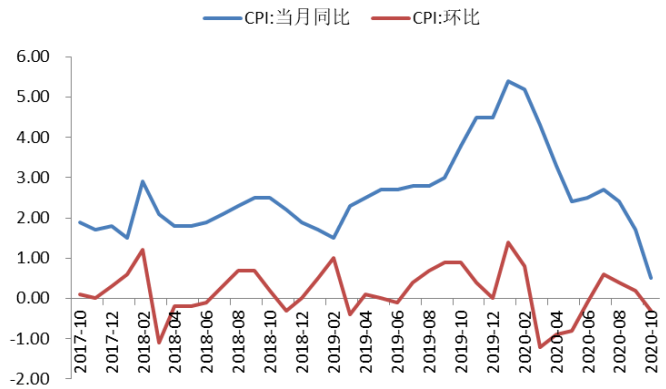
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2020 年 10 月，CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2pct，同比涨幅回落较多。其中食品价格上涨 2.2%，涨幅比上月回落 5.7pct，影响 CPI 上涨约 0.49pct；非食品价格继续持平。食品中畜肉类价格上涨 2.0%，影响 CPI 上涨约 0.14pct，其中猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，转为下降 2.8%，影响 CPI 下降约 0.13pct，而去年同期为上涨 101.3%，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。但相关替代品牛肉、羊肉价格分别上涨 7.0%和 3.6%，涨幅分别回落 2.0pct 和 1.8pct。鲜菜价格上涨 16.7%，涨幅比上月回落 0.5cpt，影响 CPI 上涨约 0.38pct；鲜果价格上涨 0.4%，上月为下降 6.9%，影响 CPI 上涨约 0.01pct。非食品中的七大类三涨四降，其中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.5%和 1.1%；交通和通信、居住价格分别下降 3.9%和 0.7%，其中汽油和柴油价格分别下降 17.4%和 19.1%；衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.3%和 0.1%。

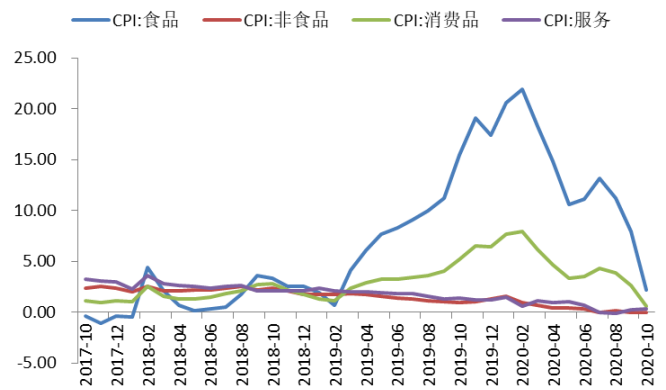
据测算，在 10 月份 0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4pct，比上月回落 0.8pct，新涨价影响约为 0.1pct。1-10 月全国居民消费价格比去年同期上涨 3.0%，较 1-9 月回落 0.31pct。10 月物价上涨态势持续放缓，进入“0”时代，主要受到去年同期基数较高、翘尾因素减少以及猪肉生产供应增加、价格由升转降的影响。物价涨势低位运行，主要销售食品烟酒类的实体超市销售额或将受到影响，同店增速有所承压。

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

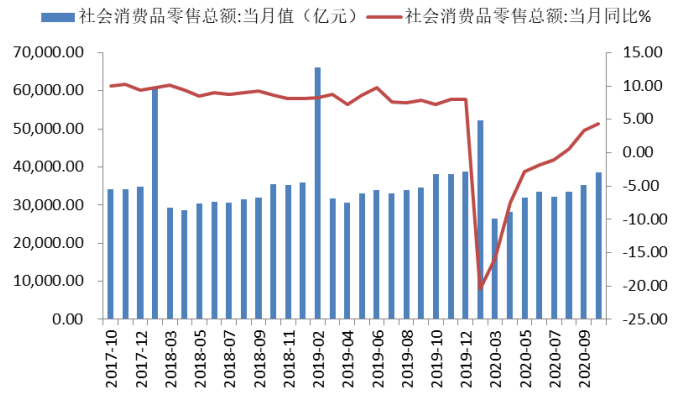
从环比看，CPI 下降 0.3%，上月为上涨 0.2%。其中，食品价格由上月上涨 0.4%转为下降 1.8%，影响 CPI 下降约 0.41pct；非食品价格上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.08pct，CPI 环比结束了连续 3 个月的上涨态势。食品中，畜肉类价格下降 4.5%，影响 CPI 下降约 0.34pct，其中生猪产能持续恢复，猪肉供给持续改善，价格下降 7.0%，降幅比上月扩大 5.4pct，影响 CPI 下降约 0.34pct；蛋类和鲜菜

供应充足，价格分别下降 1.9%和 2.1%，上月均为上涨状态，而本月分别影响 CPI 下降约 0.01pct 和 0.06pct。部分地区苹果、梨等新果上市，鲜果价格略涨 1.8%，涨幅比上月回落 5.5pct，影响 CPI 上涨约 0.03pct。非食品中的七大类价格环比五涨两降。非食品中，国庆中秋假期居民出行增多，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨 9.4%、4.1%和 2.8%；教育文化和娱乐、衣着、医疗保健价格分别上涨 0.6%、0.4%和 0.1%。其他用品和服务、交通和通信价格分别下降 1.7%和 0.2%，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别下降 2.3%和 2.6%。10 月份，各地区各部门继续做好保供稳价工作，市场供需状况总体稳定。

2.2 社会消费品零售数据

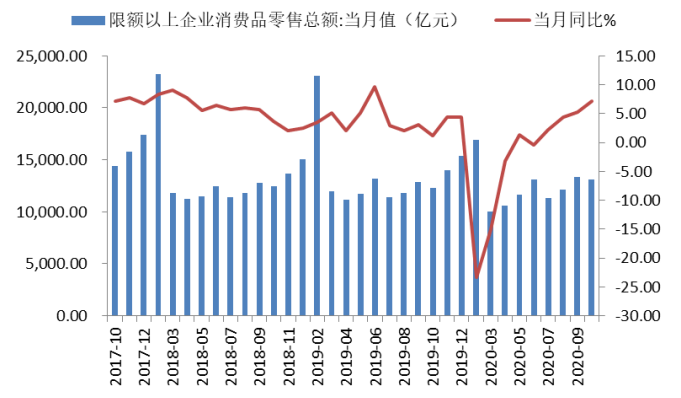
2020 年 10 月，社会消费品零售总额 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0pct，市场销售连续三个月同比正增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 34868 亿元，增长 3.6%，增速比上月加快 1.2pct。1-10 月社零增速同比下降 5.9%，降幅比前三季度收窄 1.3pct，其中除汽车以外的消费品零售额下降 6.0%，降幅较前三季度收窄 1.2pct。按经营单位所在地分，10 月城镇消费品零售额 33498 亿元，同比增长 4.2%；乡村消费品零售额 5078 亿元，增长 5.1%，城乡市场销售均连续三个月同比正增长，且乡村市场恢复好于城镇。按业态分，百货店等实体店铺持续改善，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 1-9 月份收窄 2.7pct、1.4pct 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

随着国内疫情防控和经济社会发展的统筹推进取得积极成效，消费需求逐步回暖，消费市场稳步复苏，叠加国庆中秋双节带动，10 月份商品销售继续回升，餐饮消费明显复苏，线上消费快速增长，线下消费持续改善。消费恢复主要受到消费环境持续改善、消费能力不断提升和消费政策持续发力的积极影响。国内疫情防控成果显著，居民外出消费的信心逐步增强，为消费的恢复创造了良好的条件。随着经济的恢复和就业的增加，居民收入在增长，有利于居民消费能力的提升。今年以来消费政策持续发力，国家层面陆续推出促进汽车消费、促进服务消费的多项政策，对于可选消费行业的带动作用十分明显。此外，在海南离

岛免税政策作用下，10 月海南免税店零售额同比增长了 2 倍以上。在疫情有效防控的背景下，消费市场呈现出稳定恢复的态势，但是外部形势复杂严峻，海外疫情仍在蔓延，国内外防输入、内防反弹的压力依然较大，当前恢复的增速仍然较弱，整体消费水平仍然较低，距离回到往年正常水平尚有差距。

从商品品类上来看，限额以上单位商品零售额同比增长 7.2%，增速比 9 月份加快 1.6pct，其中生活必需品类消费保持稳定增长，增速有升有降。10 月限上单位粮油食品类同比增长 8.8%，增速较上月提升了 1pct，或受到双节效应的提振以及餐饮市场收入当月同比转正（+0.8%）的利好影响。日用品类同比增长 11.7%，较上月提升 1pct，可能受到疫情防控态势出现变化，居民囤积防疫用品的影响。10 月限上单位烟酒类同比增长 15.1%，增速较上月回落 2.5pct，而饮料类商品零售额同比增长 16.9%，较上月回落 5.1pct，由于 9 月对比基数较高，同比增速出现回落，但品类绝对增速保持平稳较快增长。

表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10
粮油、食品	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80	8.80
饮料	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00	16.90
烟酒	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60	15.10
日用品	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70	11.70
服装鞋帽针纺织品	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30	12.20
化妆品	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70	18.30
金银珠宝	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10	16.70
家用电器和音像器材	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50	2.70
文化办公用品	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20	11.70
家具	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60	1.30
通讯器材	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60	8.10
石油及制品	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80	-11.00
汽车类	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20	12.00

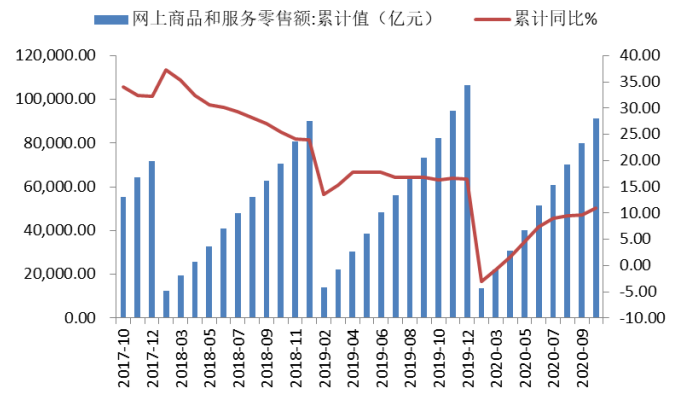
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

商品零售增速持续提升，消费增长面持续扩展，市场销售改善加快。限额以上单位 18 类商品类别中有 17 类保持增长，其中有 9 个保持了两位数增长，可选消费品中的消费升级类商品增长提速。出行类商品中的汽车保持两位数增长。随着国民经济持续稳定恢复，居民消费信心增强，汽车换购需求持续释放，尤其在促进汽车消费政策的带动下，汽车市场销售明显回暖。10 月限上汽车类商品零售额同比增长 12.0%，增速比 9 月份加快 0.8pct，连续四个月保持两位数增长。汽车类商品销售拉动 10 月份社零总额增长约 1.1pct。石油及制品类增速继续下滑 11%，但降幅继续收窄 0.8pct。

消费升级类商品销售快速增长。10 月化妆品和金银珠宝类商品零售额同比分别增长 18.3%、16.7%，均实现两位数增长，但增速较上月分别提升 4.6pct、3.6pct。颜值经济下化妆品类的需求稳健增长，10 月销售加快揭开了 Q4 化妆品类放量增长的帷幕，国货新品、大牌单品持续引领增长，品类增速环比不断改善；双

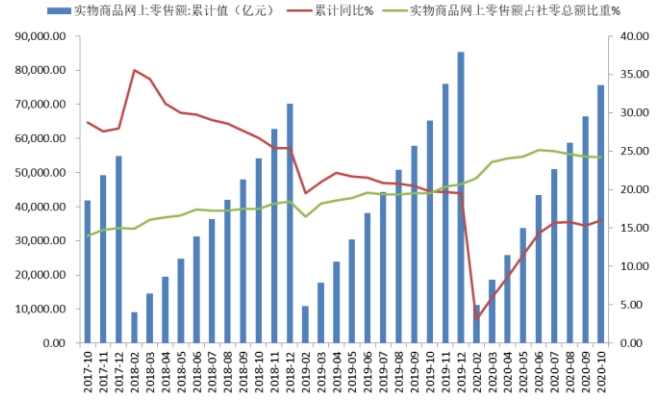
节时期婚庆需求集中释放，珠宝首饰销售额同步提振，同时中秋节后移带来部分低基数效应影响。10 月通讯器材类零售额同比提升 8.1%，上月为下降 4.6%，10 月国内手机市场总体出货量环比增长，苹果手机从 9 月改到 10 月上市，且手机单价较高，带动品类恢复性增长。居住类商品中，家电音像类和家具类同比分别提升 2.7%、1.3%，上月时均为下降状态。

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

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，1-10 月线上消费保持快速增长，但渗透率继续回落，主要受到双 11 大促导致线上需求后移的影响。1-10 月全国网上零售额 91275 亿元，同比增长 10.9%，增速比前三季度提高 1.2pct。其中，实物商品网上零售额 75619 亿元，增长 16.0%，比前三季度提升 1.3pct；占社会消费品零售总额的比重为 24.2%，同比提升 4.7pct，环比继续回落 0.1pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 34.3%、5.6%和 17.4%。在网上零售的带动下，前 10 个月快递业的增速接近 30%。

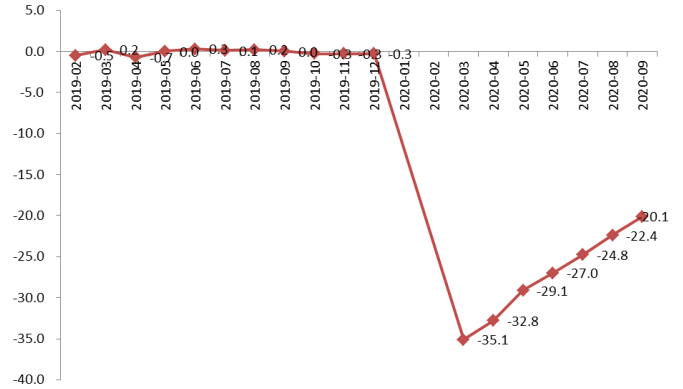
2.3 全国大中型零售企业销售额数据

根据中华全国商业信息中心的统计，前三季度全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 20.1%，降幅较 1-8 月份收窄 2.3pct。其中，9 月份零售额同比下降 1.8%，降幅较上月收窄 2.4pct，较去年同期收窄 0.3pct，零售额降幅持续收窄。分品类来看，前三季度全国重点大型零售企业粮油、食品类零售额同比下降 4.7%，其中 9 月份零售额同比下降 4.7%，降幅环比 1.9pct。前三季度服装类零售额同比下降 28.2%，其中 9 月份零售额同比下降 1.8%，降幅环比收窄 4.7pct，较去年同期收窄 2.6pct。前三季度家用电器类零售额同比下降 22.9%，其中 9 月份零售额同比下降 6.5%，降幅环比扩大 0.2pct，较去年同期收窄 6.1pct。

网下实体店消费实现由负转正，实体店铺零售明显改善，企业增长面明显扩大。据测算，前三季度实体店消费品零售额同比下降 12.7%，降幅较 1-8 月份收窄 1.8pct。其中，9 月份同比增长 1.1%，增速环比提升 4.5pct，年内首次实现由负转正。随着居民生活秩序逐步恢复，居民外出活动明显增多，实体店客流显著

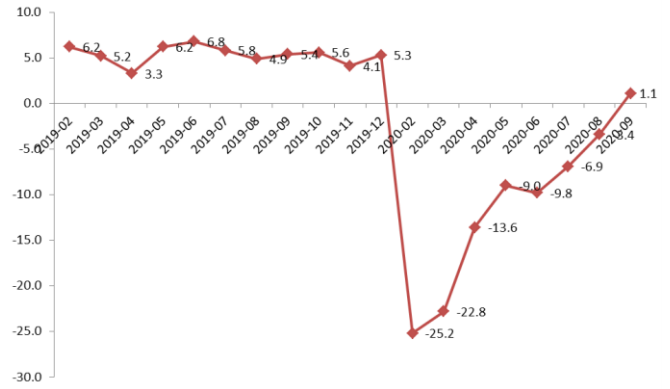
提升，传统零售业态商品销售加快好转。前三季度，限额以上超市商品零售额同比增长 2.9%，继续保持正增长；百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅分别比上半年收窄 7.0pct、4.9pct 和 7.6pct。在限额以上企业中，9 月份批发业和零售业商品销售额实现同比增长的比例分别比 8 月份提高 6.7pct 和 4.0pc。

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

限额以下商品零售实现正增长。据测算，前三季度限额以下单位和个体户商品零售额实现 154989 亿元，同比下降 5.5%，降幅较 1-8 月份收窄 1.1pct。其中，9 月份限额以下单位和个体户商品零售额同比增长 3.1%，增速环比提高 3.7pct。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 62.5%，较 1-8 月份下降 0.2pct。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。

2.4 双十一全网销售数据

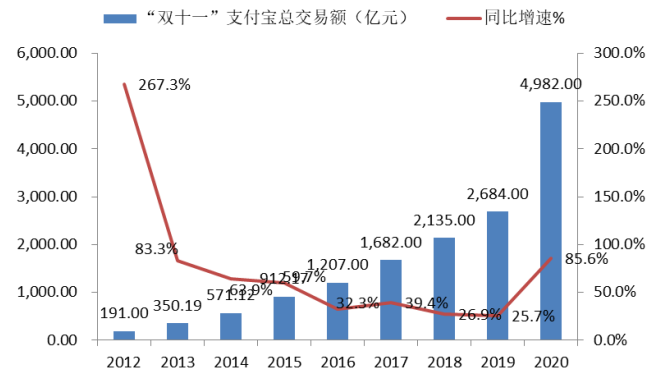
2020 年双十一销售额再创新高，根据星图数据监测，双十一大促期间（11.1-11.11）全网销售额达到了 8403 亿元；在全网各平台销售额占比中，天猫销售额占比 59.3%，排名第一。京东占比为 25.3%，位列第二。拼多多占比提升至 5.1%，位列第三。自 11 月 1 日 0 时至 11 月 11 日 24 时，天猫全球狂欢季最终累计成交额达 4982 亿，超过 450 个品牌成交额过亿；京东全球热爱季累计下单金额为 2715 亿；11 月 1 日 0 点-11 日 1 点，苏宁易购全民嘉年华在双 11 期间将全场景渠道零售全部纳入直播体系，线上订单量同比增长 72%。

消费赛道全面延伸：天猫覆盖面更广、京东质量服务优、快手抖音腾讯首度入局。作为后疫情时代一次备受关注的电商购物节，2020 年双 11 头部电商通过拉长战线、品质升级，全面延伸消费赛道，打造两轮预售盛典，助力品牌爆发新增量。分平台看，今年的天猫双 11 计算规则有所改变，支付尾款的时间比往年多了三天（11.1-11.3），同时双 11 整体战线拉长（11.1-11.11），分成两拨售卖期，成交金额较往年升幅较大。按照同周期、同口径比较，今年双 11 期间的 GMV 比去年同期增长了 1032 亿，增速为 26%，是过去三年最

高增速。同时，今年天猫双 11 吸引了超过 8 亿消费者、25 万品牌、500 万商家共同参与，是覆盖面最广、参与度最高的一届，能够满足消费者的多样化需求；京东因为商品质量、物流时效和售后服务较好深受消费者信赖，双 11 期间促销成交额同比增速达到 33%，为过去三年最高增速，平台销售占比也提升了 9.3pct，达到 26.5%。京东粉丝群随时提供上新优惠活动，深耕粉丝运营，激活私域流量。

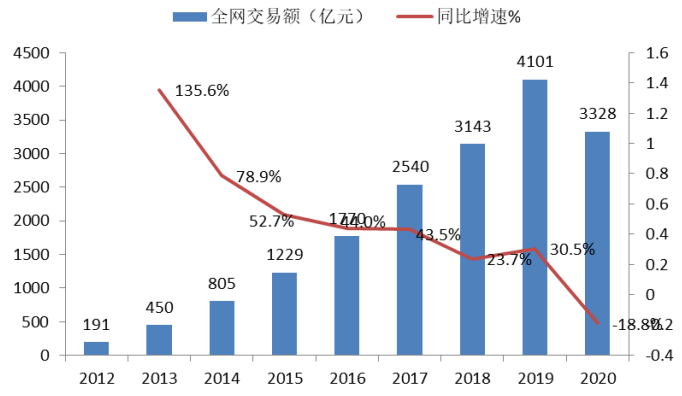
今年，抖音和快手也争相入局，借助双 11 造势，化用自有内容和达人的流量优势，加速推进内容平台电商化。抖音宠粉节联合达人、明星、品牌商等派送宠粉福利、与粉丝互动狂欢，10 月 30 日起，超级直播间每日有大牌开启直播。还推出中小商家和主播排位赛、全民排位赛、机构排位赛多个榜单，提高平台电商氛围；快手在 10 月 30 日快手之夜开启购物狂欢节，将源头好货升级至品牌好货。并推出明星助阵站内头部达人的组合式专场直播，流量造势吸睛度高；腾讯在今年首次参加双 11，联合 27 家品牌在官方小程序集合发放福利，用户可通过搜一搜“万元好礼”直达活动主会场。通过多重好礼获客引流、提升转化率，并通过微信生态内的流量曝光，主推品牌微商城建设。此外，腾讯还推出了以微信小程序为载体的社交电商产品小鹅拼拼，在双 11 期间发布趣味游戏“小鹅寻宝”，活动奖励包括“步步抽 5 折，天天赢津贴”，将品牌和产品的曝光及活动优惠融入进游戏中，用互动游戏提高用户参与的积极性。

图 15：2012-2020 年双十一**支付宝总交易额**及同比



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：2012-2020 年双十一**全网交易额**及同比

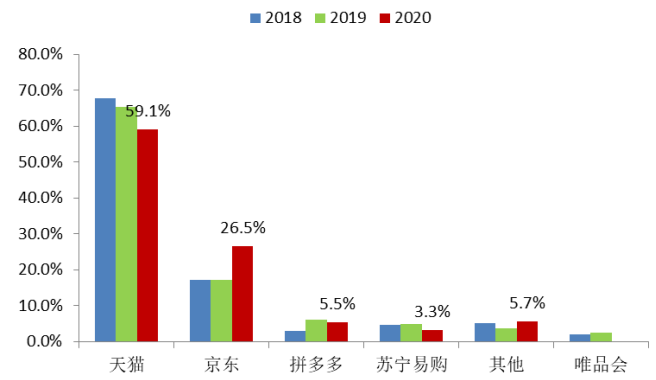


数据来源：星图数据，山西证券研究所

直播带货驱动电商发展：店铺自播渐成常态，流量转化效率提升。直播带货已经逐渐成为电商发展的新驱动力。2020 年受疫情影响，企业对私域流量的运营需求逐渐放大，未来品牌商将会逐步将直播作为线上销售、消费者运营的标配。今年双 11，各大平台纷纷投入直播间建设，打造品牌营销的新阵地，店铺自播逐渐成为常态，天猫的核心商家开播率已经超过了 90%。随着直播电商去中心化格局的逐步形成，多重直播形式的组合有效提升了流量变现的效率。双 11 期间，天猫启动了平台自营直播和全品类店铺自播，店铺自播 GMV 同比增长 509.34%，在过去的 12 个月里，参与淘宝直播的商家数量增幅超过 220%；同时设立“总裁来了”专区，全方位加码淘宝直播矩阵。店铺日常直播带货，可以无缝衔接品牌的私域流量池，在

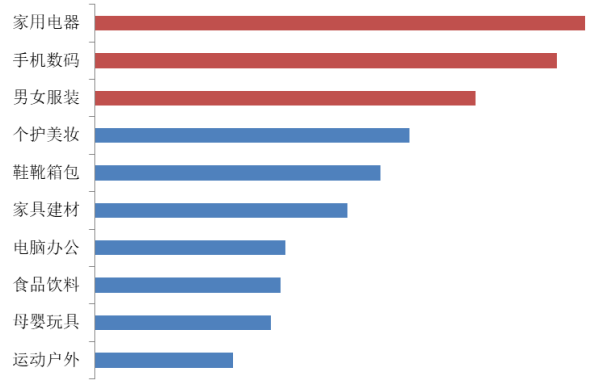
保持品牌和消费者之间互动频率的同时，促使用户沉淀、增强用户粘性，实现长效的种草和转化机制；京东在平台直播、店铺自播的同时，还联合百位明星、总裁丰富主播多元化阵营，有效提升直播转化效率，总裁直播自带产品和品牌背书，有助于深化产品记忆、提升品牌形象；11 月 1 日当天，京东直播 10 秒带货破亿；苏宁致力于打造产地供应链，加速破圈寻求合作，双 11 期间共打造 2 场超级秀、13 场超级买手明星团直播、2000 多场主题直播、3000 多次品牌直播、以及 50000 多家店播村播。

图 17：双十一当天各大平台销售额占比



数据来源：星图数据，山西证券研究所

图 18：双 11 当天销售额排名 Top10 行业



数据来源：星图数据，山西证券研究所

下沉市场异军突起，供需两端降本增效。从消费者城市线级上看，二三线城市的消费人群和六线的下沉市场对直播间里的新品牌关注度更高。在大量释放的消费需求中，下沉市场正在异军突起，成为消费升级领域的广大蓝海，多平台进一步强化社交属性，挖掘下沉市场消费者的社交潜力。在需求端，通过进阶社交机制，营造社交氛围，强化社交拼购，降低用户选购成本，加快购物决策，逐步占领下沉市场消费者心智。在供给端，提升供应链效率，打造好货源头直采以满足下沉市场对价格较为敏感的需求。淘宝通过聚划算主攻大品牌下沉，与品牌联合提供百亿补贴，打造高性价比产品。新推出的淘宝特价版主攻白牌产品，联手 1688，发力 C2M 工厂直销，按需生产提升供应链效率；京喜和苏宁拼购也通过 C2M 模式，尝试产业带合作与建设，提升供应链效能；拼多多仍然以极具竞争力的价格为优势，打造品牌低价爆品，同时扶持工厂培育 C2M 新品牌，“新品牌计划”加码产业带建设。

3.行业动态新闻

- **拼多多三季度净利润 4.664 亿，首次实现季度盈利**

11 月 12 日，拼多多发布 2020 年第三季度财报显示，截至 9 月底，平台年度活跃买家数达 7.313 亿，同比增长 36%，一年强劲增长了 1.95 亿活跃买家。其中，第三季度单季增长了 4810 万。第三季度，拼多多 App 平均月度活跃用户数达 6.434 亿，较去年同期增长 50%，单个季度大涨 7460 万。截至 9 月底的 12 个月，

拼多多平台交易额达 14576 亿元，同比增长 73%。第三季度的营收超过 142 亿元，同比增长 89%。非美国通用会计准则（NON-GAAP）下，拼多多净利润为 4.664 亿元，首次实现季度盈利。这也意味着，7 月 1 日起接任公司 CEO 一职的陈磊完美接棒，带领公司迎来首个盈利季度，并继续实现用户规模持续强劲增长。（联商网）

- **阿里 2021 财年 Q2 营收 1550.59 亿，年活跃用户 7.57 亿**

北京时间 11 月 5 日晚，阿里巴巴集团发布 2021 财年第二季度财报。财报显示，截至 2020 年 9 月 30 日止三个月，集团收入 1550.59 亿元，同比稳步增长 30%；中国零售市场年度活跃消费者达到 7.57 亿。收入增长主要由中国零售商业、云计算及菜鸟的强劲收入增长所驱动。从收入结构来看，截至本财年第二季度，云计算收入同比增长 60%，菜鸟收入同比增长 73%。阿里巴巴集团董事会主席兼首席执行官张勇表示：阿里巴巴收获了又一个强劲的季度。疫情至今，我们持续支持商业复苏，并通过数字化的方式寻找新的发展机遇。我们对于为客户创造价值的坚定投入，充分体现在核心商业的稳健表现及阿里云的强劲增长之中。我们会继续聚焦于内需、云计算和大数据、全球化这三大长期增长引擎，从而更有效地把握消费者不断变化的需求，以及阿里巴巴数字经济体内各业务加速数字化所带来的机会。（联商网）

- **完美日记母公司递交赴美上市招股书，前三季度营收约 32 亿**

美国时间 10 月 30 日，新国货美妆品牌完美日记母公司逸仙电商向美国证券交易委员会（SEC）递交招股说明书，正式启动赴美上市，高盛、摩根士丹利、中金公司为本次 IPO 的承销商。得益于核心品牌完美日记的迅速发展，逸仙电商业绩高速增长。招股书显示，2019 年，逸仙电商 GMV（总成交额）为 35 亿元，较 2018 年同比大幅增长 363.7%；2020 年前三季度逸仙电商总销售额为 38 亿元，较 2019 年同期增长 70.2%。此外，2019 年逸仙电商实现净收入 30.31 亿元，较 2018 年同比大幅增长 377.1%；2020 年前三季度净收入 32.72 亿元，较 2018 年同期同比增长 73.20%。除了收入猛增，美妆也是个高毛利的生意，2018 年、2019 年及 2020 前三季度，逸仙电商毛利率分别达到了 63.5%、63.6%及 63.1%。此外，据招股书显示，高瓴创投前后五轮投资完美日记，为其最大机构股东。（36 氪）

4.投资建议

国内疫情防控取得了重大战略成果，国内消费环境持续改善，居民的消费信心不断增强。“十一”双节期间，无论是国内的游客数量还是旅游收入，都呈现明显改善和提升，票房收入也恢复到上年同期的七成以上。消费市场呈现出稳健复苏的态势，重点商品销售回暖，可选消费品增速加快，新型消费方式快速发展。但是实体店铺销售仍有待进一步改善，住宿餐饮等服务型消费累计降幅仍然较大。随着内需对经济增长的拉动效应不断增强，在稳定经济、促进可持续发展方面都发挥了重要作用。从长期看，我国扩大内需

的潜力巨大。一方面我国的人均消费水平和发达国家仍有差距和提升空间，另一方面，我国的城镇化尚未完成，数字化、信息化、智能化水平不高，发展潜力十足。当前我国经济已经进入高质量发展阶段，从消费角度看，我国 14 亿人口中，有超过 4 亿的中等收入群体，市场空间十分广阔。随着经济发展的不断扩大，消费总量扩大、边界延伸，消费升级态势持续发酵，在多个消费和服务领域均有巨大发展空间。年内国家已经出台了一系列的政策措施，近期国家发展改革委联合 13 个部门出台了扩大国内需求的政策，包括推进消费线上和线下融合，释放消费潜力。

11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署，全球最大的自由贸易区宣告诞生。此次签署 RCEP 的共有 15 个成员国，总人口达 22.7 亿，GDP 达 26 万亿美元，出口总额达 5.2 万亿美元，这意味着全球约三分之一的经济体量将形成一体化大市场，为东亚地区的经济增长注入强劲动力。RCEP 要求 15 个成员国均承诺降低关税、开放市场、减少标准壁垒。RCEP 通过采用区域累积的原产地规则，将深化域内产业链价值链；利用新技术推动海关便利化，将促进新型跨境物流发展；采用负面清单推进投资自由化，将提升投资政策透明度，这都会促进区域内经贸规则的优化和整合。RCEP 拓展了原有“10+1”自贸协定的规则涵盖领域，既对标国际高水平自贸规则，纳入了知识产权、电子商务、竞争、政府采购等议题，又在中小企业、经济技术合作等领域作出加强合作等规定。其中在电商领域，RCEP 除规定了电子认证和签名、在线消费者保护、在线个人信息保护、网络安全、跨境电子方式信息传输等条款，我国还首次在符合我国法律法规的前提下在自贸协定中纳入数据流动、信息存储等规定。RCEP 将成为新时期我国扩大对外开放的重要平台，助力我国形成国内国际双循环新发展格局，显著提升我国自由贸易区网络含金量。

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便利化和直播电商在双十一的新一轮爆发，以及企业数字化转型进程中高效获客转化的能力，重点关注消费分级下追求性价比和报复性消费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到家业务，发挥自身强劲的自建供应链优势，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