零售

零售行业三季报综述

评级

报告原因：专题报告

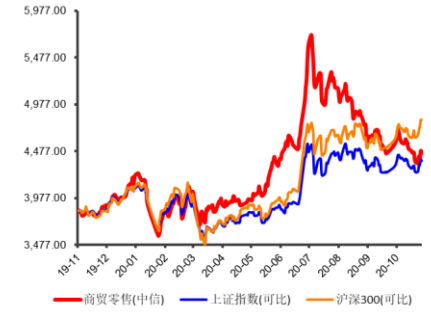
业绩环比持续改善，内循环激发线上消费价值提升

看好

2020 年 11 月 10 日

行业研究/专题报告

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

零售行业 2020 年中报综述：二季度板块业绩趋于回暖，线上渗透率全面提升

分析师&联系人：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

➢ **传统业态加速恢复，消费需求集中释放。**2020 年 1-10 月 CPI 同比上涨 3.0%，比 1-9 月水平回落 0.31pct，物价上涨态势持续放缓。食品价格的上涨仍是影响 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。受到疫情的持续影响，前三季度社零总额同比下降 7.2%，但季度增速年内首次转正，市场销售复苏态势明显。从趋势上看，实体零售已经走出疫情带来的深度冲击，处于复苏进程中，消费品市场月度增速好转态势进一步延续；从品类上看，必选消费品保持较快增长，可选消费品复苏态势进一步增强。网络零售在促进市场发展和带动整体消费增长中发挥了重要作用，前三季度网上零售持续较快增长，直播电商等新型消费的带动作用不断增强，但线上渗透率继续回落。今年“十一”黄金周期间，被疫情抑制的需求集中释放，商品消费不断升级，服务消费火热升温，国内大循环活力强劲。

➢ **百货+综合：营收降幅环比收窄，单 Q3 利润规模环比回落。**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。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。

➢ **超市：营收规模小幅下降，Q3 利润增速环比提升。**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的影响，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。虽然超市企业具有较强抗风险能力，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。

➢ **专营连锁：营收增速有所提升，单 Q3 盈利同比改善明显。**单 Q3,CS 专营连锁营收 666.50 亿元，同比+4.92%，归母净利润 3.65 亿元，同比+3358.86%。前三季度连锁板块收入规模较上年同期小幅提升，同时单 Q3 收入端环提振 11%，同比增速实现转正，且高于前三季度累计增速；利润端降幅大幅收窄，其中二季度开始持续盈利，虽然利润规模环比回调，但同比提升幅度较大，由于去年同期基数较低，同比改善明显。CS 专营连锁

中有超七成上市公司属于珠宝首饰及钟表行业，还有部分家电 3C 和其他连锁，因主营业务相差较多导致营收规模相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显。

- **电商及服务：营收降幅小幅收窄，单 Q3 盈利环比回暖。**单 Q3,电商板块营收 702.23 亿元，同比-4.44%，归母净利润 13.17 亿元，同比-87.28%。前三季度电商板块收入端同比降幅小幅收窄，归母净利润端同比降幅却有所扩大，但单 Q3 收入利润端均实现环比回暖。今年以来收入利润端规模均为下滑状态，主要受到苏宁易购和跨境通利润端同比下降较多的影响。目前电商及服务板块有 8 只成分股，其中 3 只为三季度新股。
- **2020Q3 基金持仓：行业维持低配状态，电商新股加仓较多。**2020Q3 批零行业基金持仓总市值为 484.74 亿元，同比减少了 3.41%，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。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。Q3 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，其中重仓个股持有基金数最多的是南极电商，基金持有数变动幅度最大的是飞亚达。

投资策略

- 前三季度网络零售市场增长强劲，一方面有力拉动内需，促进消费增长；另一方面推动市场主体数字化转型，催生新业态、新模式，提升产业链、供应链、价值链效益，培育数字商务和数字经济新动能。疫情已经从根本上改变了消费者的行为模式，伴随数字化进程加快、电商渗透率持续提升和消费技术的不断运用，新零售业态转型的进程逐渐提速。后疫情时代线上消费的价值实现新一轮转变和升级，伴随消费者购物行为的迁移，线上购物渠道渗透率不断提升。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，我们建议关注消费者的需求场景变迁、渠道购物的便捷体验，以及企业数字化转型过程中对消费者需求的及时响应能力，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需求偏好，主要关注以下几条主线：**1）超市企业持续加码线上业务、提升市场份额，三季报业绩驱动下板块具备回调性布局价值：**永辉超市，家家悦；**2）内循环格局助力国货品牌加速下沉渗透，龙头拓展增量持续提升集中度：**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. 传统业态加速恢复，消费需求集中释放 5

1.1 物价上涨态势放缓，食品价格贡献近九成 5

1.2 商品零售继续回升，线上销售快速增长 6

1.3 传统零售加速恢复，直播电商增长强劲 9

1.4 消费需求集中释放，高端回流服务升温 10

2.营收改善利润回落，超市盈利稳健提升 12

2.1 百货+综合：营收降幅环比收窄，单 Q3 利润规模环比回落 12

2.2 超市：营收规模小幅下降，Q3 利润增速环比提升 14

2.3 专营连锁：营收增速有所提升，单 Q3 盈利同比改善明显 16

2.4 电商及服务：营收降幅小幅收窄，单 Q3 盈利环比回暖 18

3.2020Q3 基金持仓：行业维持低配状态，电商新股加仓较多 21

3.1 一级行业：行业维持低配状态，低配比例继续扩大 21

3.2 重仓个股：南极电商重仓占比最大，电商新股获加仓数较多 21

4.投资建议及个股推荐 23

4.1 行业估值：整体中枢上移，三季度震荡回调 23

4.2 投资建议：业绩环比持续改善，双循环激发消费潜力 24

5.风险提示 25

图表目录

图 1：CPI 当月同比、环比（%） 5

图 2：CPI 当月同比：分类别（%） 5

图 3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 7

图 4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 7

表 1：限额以上批零销售额分类别：当月同比 7

图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 8

图 6：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% 8
图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） 9
图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%） 9
图 9：直播电商市场规模及预测 10
图 10：直播电商渗透率及预测 10
图 11：全国商场节日期间单日场均客流（人次） 11
图 12：重点城市商场场均客流较节前增长情况 11
图 13：全国商场日均总客流量变化（人次） 11
图 14：全国商场场均客流量变化人次） 11
图 15：CS 百货综合 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 12
图 16：CS 百货综合 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 12
图 17：CS 百货综合 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 13
图 18：CS 百货综合 19-20Q3 毛利率+净利率+ROE（%） 13
图 19：CS 超市 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 15
图 20：CS 超市 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 15
图 21：CS 超市 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 16
图 22：CS 超市 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%） 16
图 23：CS 专营连锁 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 17
图 24：CS 专营连锁 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 17
图 25：CS 专营连锁 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 17
图 26：CS 专营连锁 19-20Q3 毛利率净利率、ROE（%） 17
图 27：CS 电商 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比% 19
图 28：CS 电商 19-20Q3 净利润（亿元）及同比% 19
图 29：CS 电商 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比% 20
图 30：CS 电商 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%） 20
图 31：2020Q3VS2020Q2 基金配置比例一级行业分布 21
图 32：2019-2020Q3 批零行业基金配置比例情况 21
表 2：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动 22
图 33：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM） 23
图 34：零售子版块 1-10 月估值水平 PE（TTM） 23
表 3：覆盖上市公司列表 25

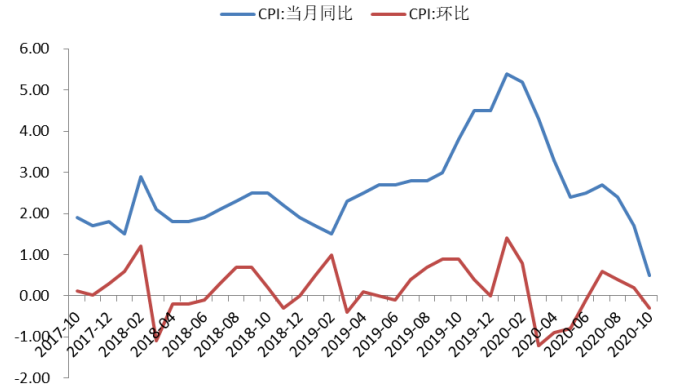
1. 传统业态加速恢复，消费需求集中释放

1.1 物价上涨态势放缓，食品价格贡献近九成

2020 年 1-10 月 CPI 同比上涨 3.0%，比 1-9 月水平回落 0.31pct，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，前十月 CPI 同比涨幅持续回落。1-10 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%，正式进入了“0 时代”。

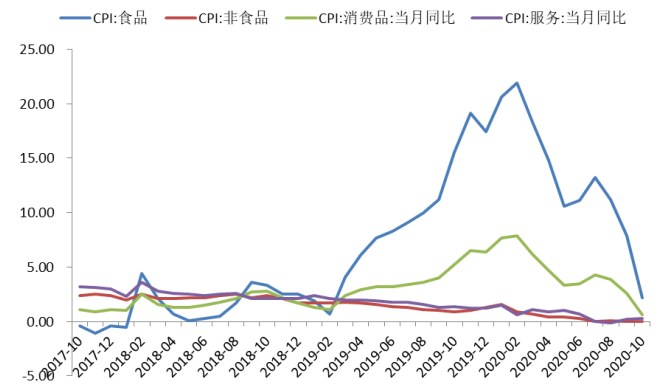
食品价格的上涨仍是影响 CPI 走势的主要因素，食品价格上涨受到结构性因素影响，其中猪肉价格变动占比居多。从前三季度的结构性来看，食品价格累计同比上涨 14.3%，涨幅较上半年回落 1.9pct，影响 CPI 上涨约 2.92pct，占 CPI 总涨幅的近九成。其中，猪肉价格上涨 82.4%，涨幅较上半年回落 21.9pct，影响 CPI 上涨约 2.24pct，占 CPI 总涨幅的近七成。今年前两个月，猪肉价格上涨较快，同比涨幅一度高达 135.2%。随着生猪生产持续向好，各项保供稳价措施不断发力，同时由于去年同期的高基数效应，猪肉价格同比涨幅逐步回落，9 月份已回落至 25.5%，到 10 月，猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次转降，下降 2.8%。在猪肉价格上涨带动下，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格也有所上涨，前三季度分别上涨 17.9%、10.3%、5.8%和 4.5%，合计影响 CPI 上涨约 0.19pct。

图 1：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：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。

近几个月鲜菜价格涨幅较高，前三季度平均上涨 6.1%，影响 CPI 上涨约 0.16pct。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。其他食品中，水产品价格上涨 3.4%，鸡蛋价格下降 8.7%，粮食和食用植物油等价格基本稳定。

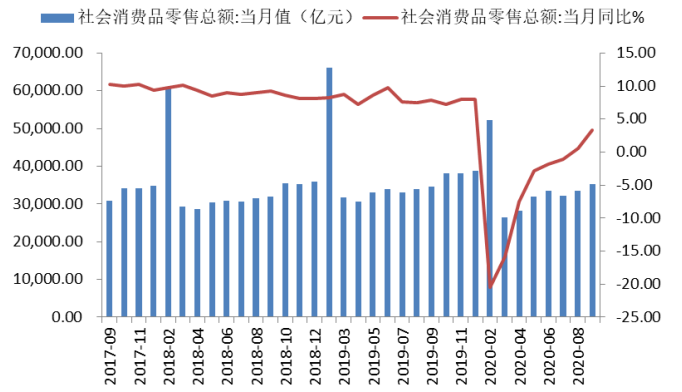
非食品价格变动相对较小。前三季度，非食品价格累计同比上涨 0.5%，涨幅比上半年回落 0.2pct，影响 CPI 上涨约 0.39pct。其中，服务业生产经营逐渐恢复，服务价格上涨 0.6%，影响 CPI 上涨约 0.24pct。服务中，医疗服务、教育服务和养老服务等受疫情影响相对较小，价格分别上涨 2.4%、2.3%和 2.0%；出行类服务受到一定影响，飞机票、景点门票和宾馆住宿价格分别下降 20.0%、4.9%和 4.8%。工业消费品价格下降 0.8%，影响 CPI 下降约 0.24pct。其中，受疫情影响商场客流量有所减少，一些商家为吸引客流加大了打折促销力度，同时消费者可支配收入所有下降，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%。

1.2 商品零售继续回升，线上销售快速增长

受到新冠肺炎疫情对消费需求的持续影响，前三季度社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2pct，其中三季度同比增长 0.9%，而二季度是下降 3.9%，季度增速年内首次转正，市场销售复苏态势明显。扣除价格因素，三季度社会消费品零售总额同比下降 0.5%，降幅比二季度收窄 4.7pct。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。从趋势上看，实体零售已经走出疫情带来的深度冲击，处于复苏进程中，消费品市场月度增速好转态势进一步延续。9 月份社零同比增长 3.3%，连续两个月实现正增长；从服务消费来看，在上月过去的十一和中秋双节黄金周，游客人数已恢复到去年的八成左右，收入恢复到七成左右，恢复的态势向好。在疫情有效防控的背景下，居民对实物消费和精神消费的需求均呈现复苏态势，但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。

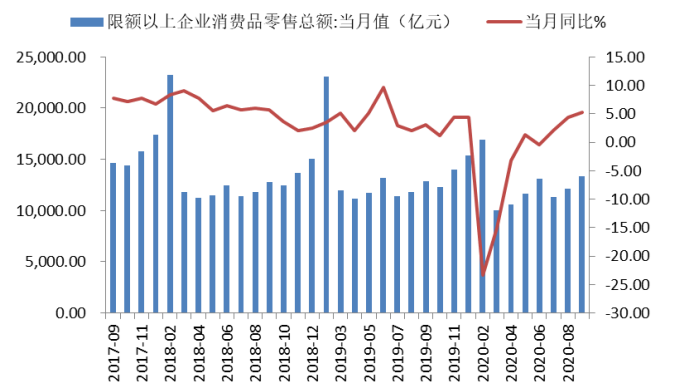
按经营单位所在地分，城乡市场销售均由降转增，乡村市场增长快于城镇。三季度城镇消费品零售额同比增长 0.9%，二季度为同比下降 3.9%，城镇市场销售季度增速实现年内首次转正；三季度，乡村消费品零售额同比增长 1.3%，二季度为同比下降 3.9%，在农村地区物流体系不断完善、农村电子商务快速发展等多因素带动下，乡村市场恢复好于城镇市场，增速比城镇市场高 0.4pct。从月度数据看，自 3 月份以来，城乡市场均呈持续回升态势，到 9 月，城镇和乡村消费品零售额同比分别上涨 3.2%和 4.0%，连续两个月保持正增长。

图 3：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 4：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

从商品品类上来看，限上单位商品中生活必需品类消费保持较快增长，居家生活带动吃喝类商品增速显著加快。1-9 月限上单位饮料类商品零售额同比增长 12.3%，其中单 9 月同比增长 22%，较上月大幅提升 9.1pct，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。烟酒类零售额累计同比增长 1.2%，其中单 9 月同比增长 17.6%，增速较上月大幅回升 14.5pct，双节将至，团圆宴、婚庆宴、亲朋宴等推动餐饮市场快速复苏，提前备货效应带动烟酒零售增长提速。1-9 月限上单位粮油食品类零售额同比增长 10.6%，其中单 9 月同比增长 7.8%，增速较上月回升 3.6pct，主要受到粮食价格小幅上涨、节前备货效应等因素影响。日用品类商品零售额累计同比增长 6.8%，其中单 9 月同比增长 10.7%，较上月回落 0.7pct。

表 1：限额以上批零销售额分类别：当月同比

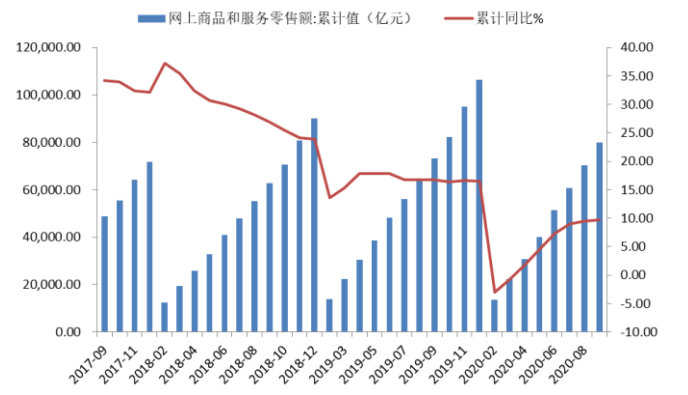
	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09
粮油、食品	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80
饮料	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00
烟酒	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60
日用品	12.0	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40	10.70
服装鞋帽针纺织品	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20	8.30
化妆品	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00	13.70
金银珠宝	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30	13.10
家用电器和音像器材	5.4	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30	-0.50
文化办公用品	-0.2	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40	12.20
家具	6.3	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20	-0.60
通讯器材	8.4	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10	-4.60
石油及制品	-0.4	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50	-11.80
汽车类	-2.2	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80	11.20

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，可选消费品中的消费升级类商品保持较快增长。限额以上单位 18 类商品类别中有 14 类同比增速实现转正，其中有 6 类实现了两位数增长。出行类商品中的汽车保持快速增长，1-9 月限上单位汽车类零售额同比下降 6.3%，在中秋节后移带来的低基数效应影响下，9 月限上单位汽车类商品零售额同比增长 11.2%，疫情背景下安全出行需求空前高涨，开学季前的购车需求较为刚性，而 9 月双节前的消费需求难抵开学季的拉动，导致增速环比继续回落 0.6pct；石油及制品类增速累计下降 16.7%，其中单 9 月同比继续下滑 11.8%，但降幅有所收窄 2.7pct。居住类商品中，1-9 月家电音像类和家具类同比分别下降 8%和 9.9%，其中单 9 月同比分别下降 0.5%、0.6%，家电音像类上月增速为 4.3%，家具类降幅环比收窄 3.6pct。

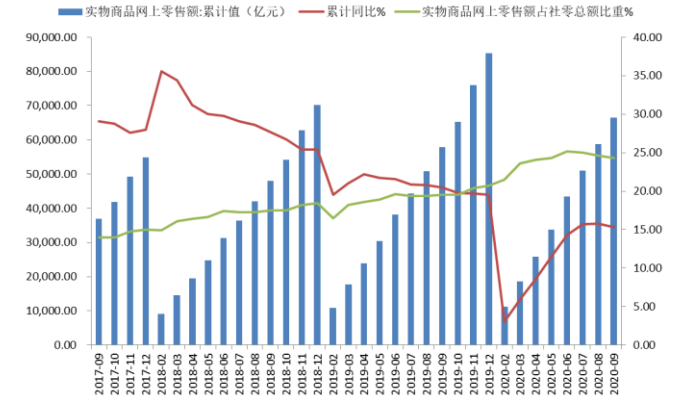
消费升级类商品销售较快增长，1-9 月化妆品和金银珠宝类商品零售额同比分别增长 4.5%和-12.5%，其中单 9 月同比分别增长 13.7%、13.1%，均实现两位数增长，但增速较上月分别回落 5.3pct、2.2pct。消费者对品质生活的追求持续发酵，颜值经济下化妆品类的需求稳健增长，增速回落主要受到去年同期基数较高影响；双节将至，婚庆需求逐步恢复，居民在珠宝首饰上的消费需求持续释放，同时中秋节后移带来部分低基数效应影响。1-9 月通讯器材类零售额同比上升 7.2%，但单 9 月同比下降 4.6%，上月为增长 25.1%，主要受到品牌上市周期有所变动的影响，前几个月品牌新机集中上市，消费者释放换机需求；苹果手机去年 9 月上市，今年改到 10 月份，且手机单价较高，影响到品类零售额短期波动。

图 5：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 6：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

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，前三季度网上零售持续较快增长，但线上渗透率继续回落。网上购物、直播带货等新业态、新模式保持较快发展，在线办公、远程问诊、在线教育等新兴需求十分旺盛。1-9 月全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，增速比上半年加快 2.4pct，比 1-8 月提高 0.2pct。其中实物商品网上零售额 66477 亿元，增长 15.3%，比 1-8 月下降 0.5pct；占社会消费品零售总额的比重为 24.3%，同比提升 4.8pct，环比继续回落 0.3pct。

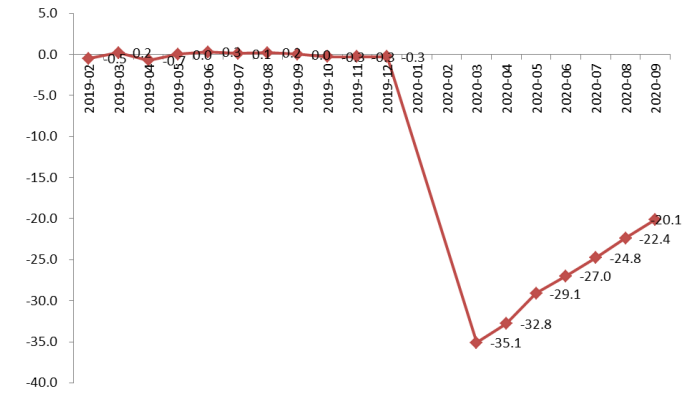
在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.7%、3.3%和 16.8%。在网购快速增长的带动下，前三季度累计完成快递业务量超过 560 亿件，比去年同期增长 27.9%。

1.3 传统零售加速恢复，直播电商增长强劲

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。

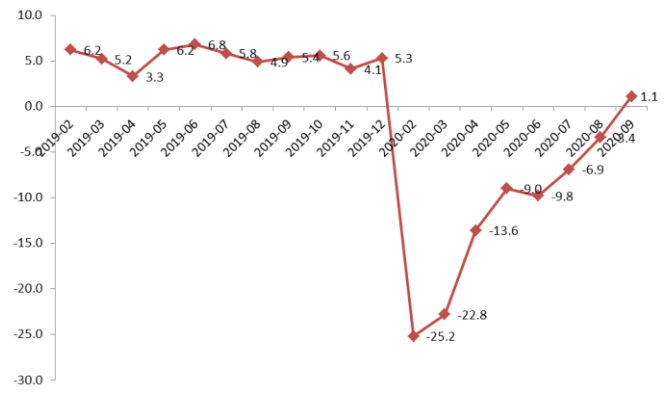
网下实体店消费实现由负转正，实体店铺零售明显改善，企业增长面明显扩大。据测算，前三季度实体店消费品零售额同比下降 12.7%，降幅较 1-8 月份收窄 1.8pct。其中，9 月份同比增长 1.1%，增速环比提升 4.5pct，年内首次实现由负转正。随着居民生活秩序逐步恢复，居民外出活动明显增多，实体店客流显著提升，传统零售业态商品销售加快好转。前三季度，限额以上超市商品零售额同比增长 2.9%，继续保持正增长；百货店、专业店和专卖店商品零售额降幅分别比上半年收窄 7.0pct、4.9pct 和 7.6pct。在限额以上企业中，9 月份批发业和零售业商品销售额实现同比增长的比例分别比 8 月份提高 6.7pct 和 4.0pc。

图 7：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 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）

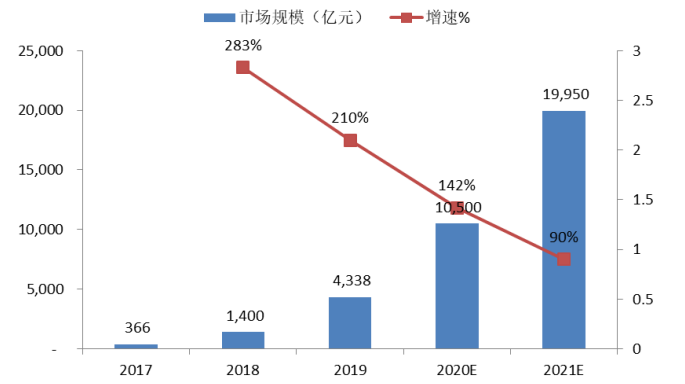


数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

在线下消费加快恢复的同时，线上消费也保持快速增长的态势。今年我国提出要积极推动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，在疫情的催化下，线上消费的新模式不断创新、加速发展，进一步激发了消费潜力。疫情促使消费加速向线上迁移，线上消费规模持续快速增长，对保障民生、疫情防控乃至整体经济的增长都起到重要作用，尤其是新型消费的带动作用不断增强，网络购物、直播带货、网上订餐等新型消费模式蓬勃发展。直播带货作为一种商业模式创新，为消费者提供了更加真

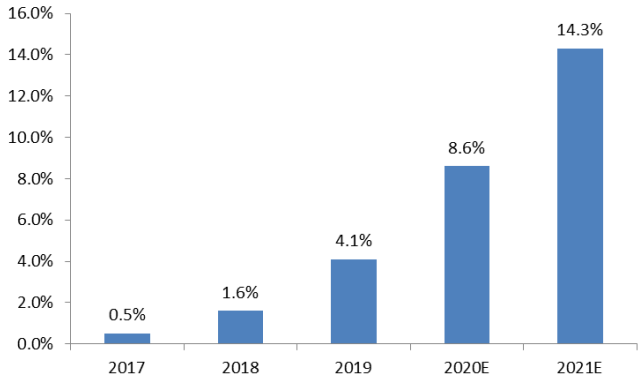
实的购物体验，优化了线上产品的展示方式，同时增加了线上消费的互动性。对平台而言，传统电商在直播的内容属性加持下，大幅提升了用户粘性和停留时长；对品牌商而言，直播基地的模式带动了一批原本线下属性较强的品类商家实现转型，最典型的是黄金珠宝。根据毕马威联合阿里研究院发布报告测算，今年直播电商整体规模将达 10500 亿元，渗透率将达到 8.6%；明年将继续保持较高速度增长，规模预计接近 2 万亿元，渗透率达到 14.3%。

图 9：直播电商市场规模及预测



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

图 10：直播电商渗透率及预测



数据来源：直播电商渗透率及预测，山西证券研究所

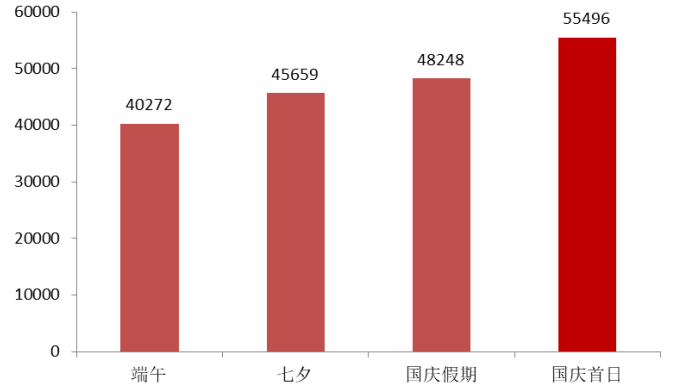
随着直播电商行业“人货场”规模的持续扩大，直播将逐步渗透至电商的各个领域，今年商家直播将成为双十一购物节的最大增量，带动直播电商走向新一轮爆发式增长。在互联网流量争夺战背景之下，公域平台马太效应显著，平台获客成本不断增高，而私域营销的流量价值愈发受到关注。在淘宝直播中，约70%的直播是商家自播，商家通过与消费者交互打造一个高效运行的私域空间。随着技术创新的升级和用户习惯的养成，商家在私域营销中积极运用直播将潜在需求转化为刚需购买力，通过直播沉淀至私域流量池的用户将比公域流量更契合商家自身价值，从而实现更高的转化率。

1.4 消费需求集中释放，高端回流服务升温

今年十一国庆节与中秋节双节重合，形成了一个为期八天的加长版黄金周假期。各地在巩固疫情防控成效、加快恢复生产生活秩序的同时，积极优化服务供给，挖掘消费潜力，我国消费品市场实现平稳较快增长，有些品类市场实现两位数的高速增长。据中华全国商业信息中心统计，2020 年 10 月 1 日到 7 日，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 8.5%，高于 2019 年同期零售额增速 14.3pct。分线城市来看，2020 年十一黄金周一线城市消费品市场零售额增幅最大，其次为二线城市，一线、二线、三线城市零售额分别同比增加 20.0%、6.5%和 1.9%。从主要品类市场来看，服装类零售额增长亮眼，同比增速达到了 16.8%，食品和化妆品类零售额分别实现同比增长 5.3%和 2.0%；金银珠宝市场小幅回落，零售额同比下降 0.8%。

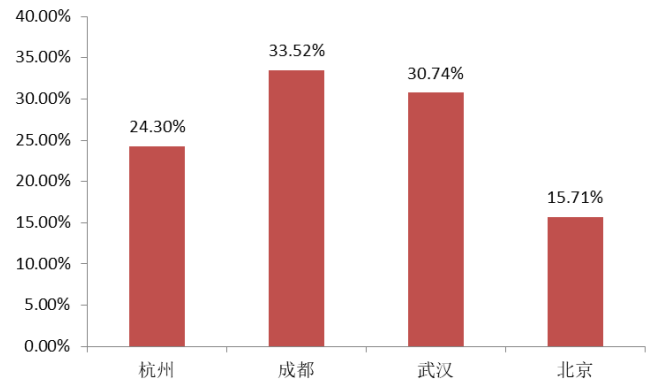
在今年黄金周，前三季度被压抑的消费需求集中释放，叠加海外疫情持续蔓延影响，消费者取消海外旅行计划，有效促进高端消费流往国内市场。海南离岛免税购物异常活跃，吸引境外消费回流效果明显。黄金周前七天，海口、三亚、琼海等 4 家免税店零售额同比增长 167%，免税购物人次同比增长 64%。

图 11：全国商场节日期间单日场均客流（人次）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

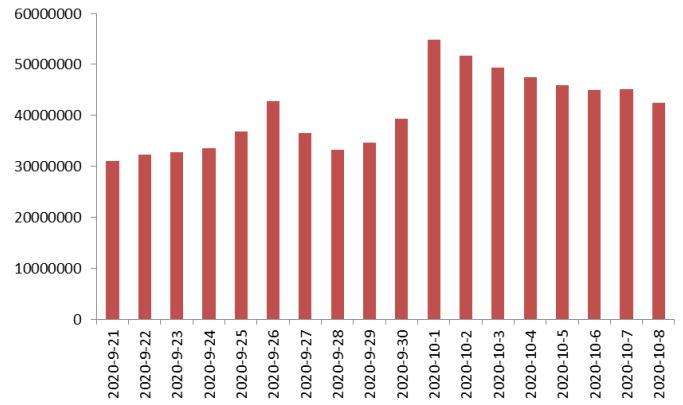
图 12：重点城市商场场均客流较节前增长情况



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

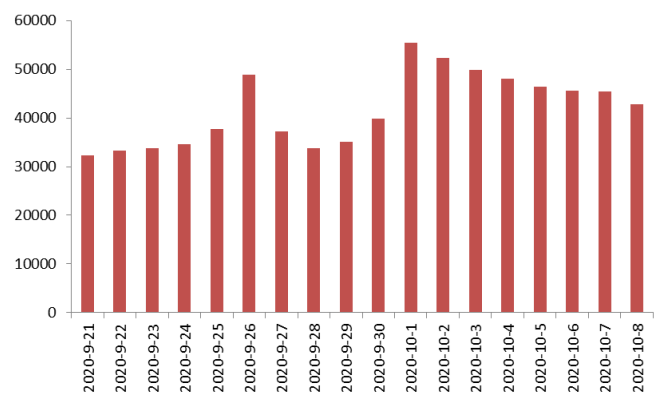
今年“十一”黄金周，全国各地积极开展丰富多样的促消费活动，消费需求加快释放，商品消费不断升级，服务消费火热升温，新型消费蓬勃发展，国内大循环活力强劲。根据商务部数据监测，10 月 1 日至 8 日，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年“十一”黄金周增长 4.9%，但增速回落 3.67pct。各地在八天长假里，深入组织开展消费促进月等促销主题活动，同时推出惠民让利举措，大手笔发放汽车、家电、餐饮等补贴和消费券，有力激发了消费者购买热情。北京以“国潮、国货、国风、国韵”为主线，浙江、福建、山西围绕“浙里来消费”、“全闽乐购”、“晋情来消费”等主题，组织开展“金秋狂欢•礼遇双节”、“下乡的味道”、“中秋国庆 8 天大乐购”等特色促销活动。“十一”期间，宁波、北京、甘肃、上海、海南重点监测企业销售额同比分别增长 18.8%、18.6%、14.4%、13.7%和 12.5%，江苏、山西、浙江、广东同比分别增长 10.7%、7.8%、6.8%和 6.7%。

图 13：全国商场日均总客流量变化（人次）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 14：全国商场场均客流量变化人次）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

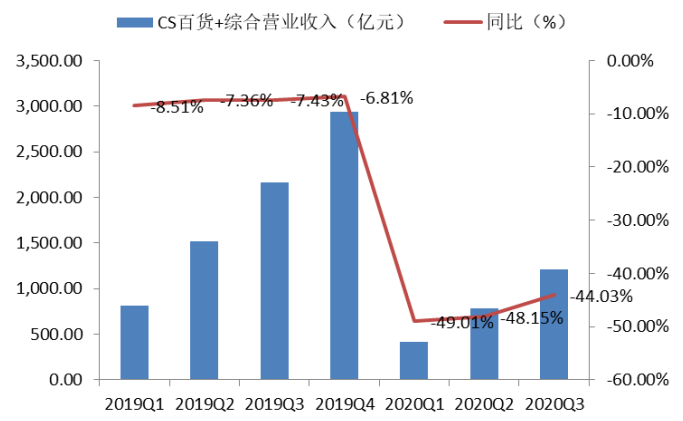
黄金周期间，餐饮、休闲等体验式服务消费快速升温，被疫情抑制的需求集中释放。根据猎豹移动的大数据显示，十一假期期间，全国商场日总客流迅速上升，国庆当日超 5484 万人次，平均超过 4775 万人次，较节前增长 39.46%。今年随着十几年一遇的双节叠加，在家庭消费、亲子消费的带动下，假期“买买买”效应更加明显。数据显示，10 月 1 日刚进入假期，全国商场场均客流即冲至假期最高峰，突破 55000 人次，较端午假期单日商场场均客流增长 37.8%。受假期期间消费者外出旅游，以及假期尾声消费者踏上返程等因素影响，假期商场场均客流逐渐下降，但相较于节前数据，假期期间客流仍整体处于较高态势。

2.营收改善利润回落，超市盈利稳健提升

2.1 百货+综合：营收降幅环比收窄，单 Q3 利润规模环比回落

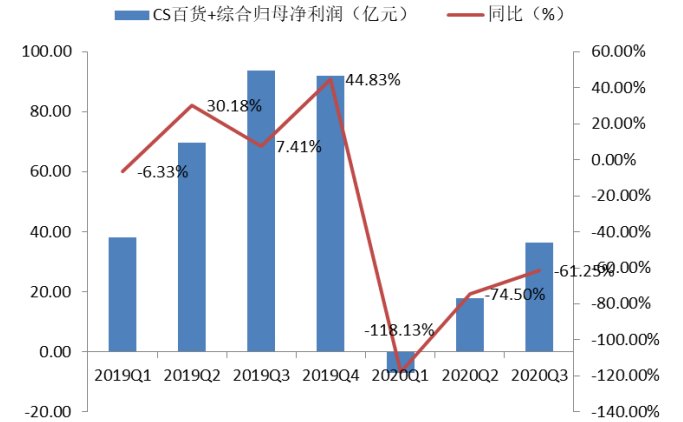
2020Q3,CS 百货+综合营收 1211.78 亿元，同比-44.03%，归母净利润 36.29 亿元，同比-61.25%，扣非后归母净利润 16.74 亿元，同比-79.79%。其中单 Q3,CS 百货+综合营收 420.54 亿元，同比-35.46%，归母净利润 17.82 亿元，同比-25.07%。前三季度百货及综合板块收入端降速环比有所收窄，随着疫情得到有效控制，二季度开始板块整体归母净利润端实现转正，实体商业呈现出稳步复苏态势；但受到疫情和 7,8 月销售淡季的影响，客流水平较二季度有所下滑，仍不及往年同期水平，归母净利润在单三季度的降幅有所扩大。同时，疫情影响消费者的收入水平和购物偏好，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 15：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 16：CS 百货综合 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%

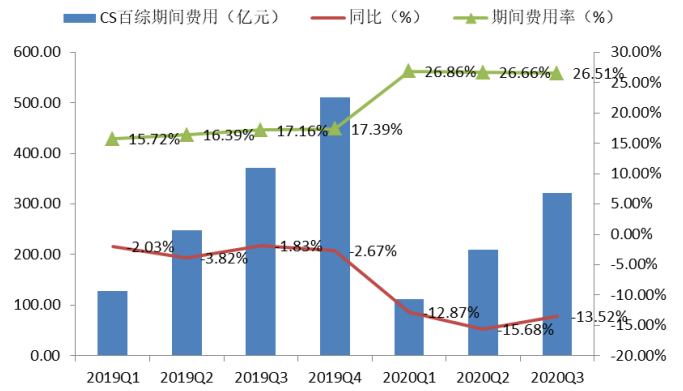


数据来源：Wind，山西证券研究所

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

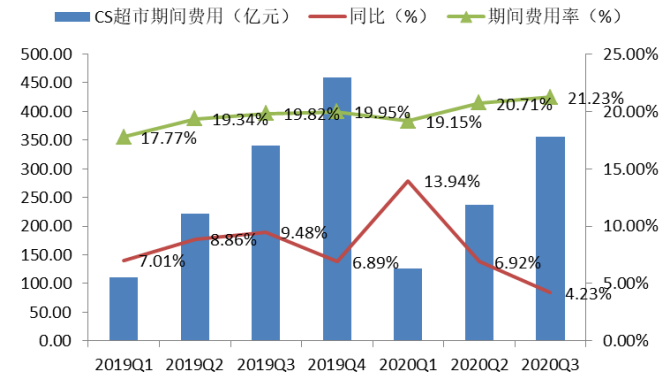
降 20.1%，虽然在总量规模上不及去年同期水平，但当月降幅持续收窄。随着疫情得到有效控制，更多人愿意到实体商店进行体验式消费，线下消费处在加快恢复进程中。三季度上市公司响应政府出台的各种促消费政策，积极组织开展多项营销活动，经营基本得到复苏，客流和销售明显好转，同店销售收入实现同比增长。近两年，百货业态的调整升级进程明显增多，数据显示有 55%的企业在 19 年进行门店改造升级，改造门店占企业总门店的 25%，部分城市更有政府牵头集中改造。百货行业在调整定位的同时，还在加大力度布局线上业务，为消费者提供高效便捷的服务。在疫情期间，直播带货和社群营销成为百货企业对冲销售压力、打通线上线下销售的常态化方式，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。

图 17：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 18：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。

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。

重点覆盖公司方面，天虹股份 2020 前三季度实现营业收入 88.51 亿元，同比下降 37.11%；归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元，同比减少 80.46%。分季度看，公司 Q1-Q3 营收同比分别下降 42.13%/35.68%/32.67%，归母净利润同比分别下降 115.98%/54.70%/38.39%，受疫情影响公司销售规模下滑，但降幅逐季收窄。前三季度百货及购物中心门店收入下滑明显，营收同比下降超过 20%，同时为与供应商共克时艰，给予供应商大力度减免租金及管理费的支持，利润也同比下降；但超市业态表现突出，第三季度公司大力抓好应季应节销售，可比店超市的利润总额同比增长 13.9%，增速比二季度加快超 10pct。前三季度公司期间费用率为 39.52%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.17%/3.0%/0.5%/-0.15%，其中销售费率同比增长 15.57pct，其中销售费用同比增长 10.44%，但由于收入下降较多，导致同期费率大幅提升；研发费率同比提升 0.5pct，主要受到子公司“灵智数科”的数字化技术研发投入增加所致；财务费用率下降 0.09pct，主要受新冠疫情影响销售下降，银行手续费较同期减少影响。前三季度经营活动现金流净额同比下降 10.66%，主要受到可比店销售下降及减免供应商租金和管理费的影响。

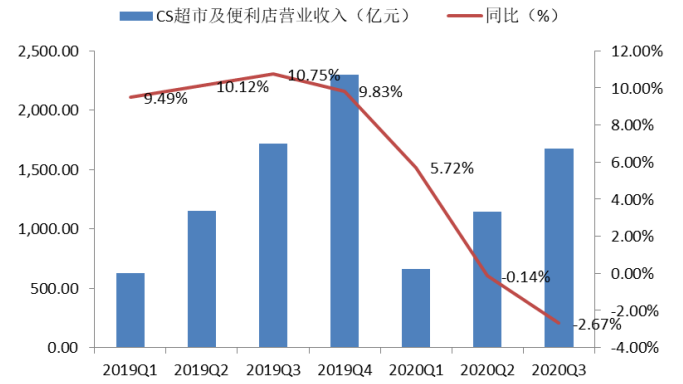
2.2 超市：营收规模小幅下降，Q3 利润增速环比提升

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

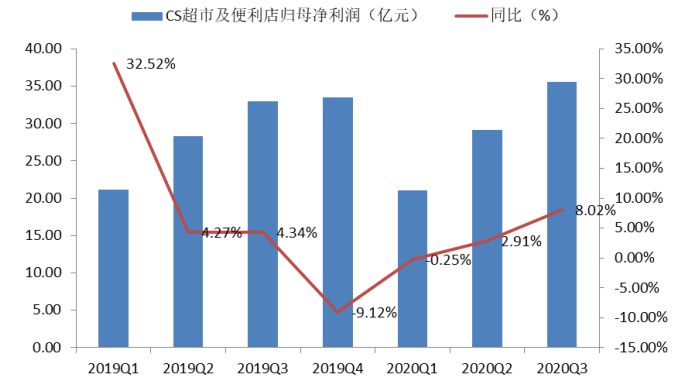
生了潜移默化的改变，消费者对电商、超市到家配送服务的需求急剧爆发，尤其在生鲜品类方面。去年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御物业水电、人工成本等刚性费用的上涨，企业利润空间持续受到压制。在利润增长放缓的营商环境下，超市企业快速推进门店的线上化运营，积极推广到家业务和社区团购，开启新的盈利增长点。头部企业受益于提前布局线上流量入口的先发优势，以大卖场承接供应链体系，以社区店连接消费者，实现到家销售业务销售额占比及增速的同步快速提升。目前超市企业线上业务营收占比低于 10%，头部企业永辉超市前三季度线上占比 9.7%，未来超市行业到家业务营收占比仍有 10%左右的上浮空间。

图 19：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 20：CS 超市 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%

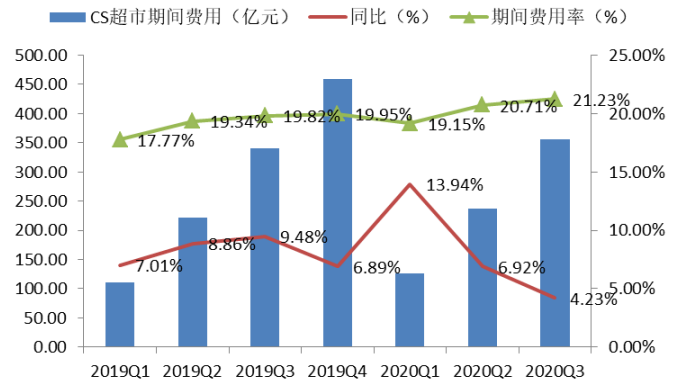


数据来源：Wind，山西证券研究所

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。

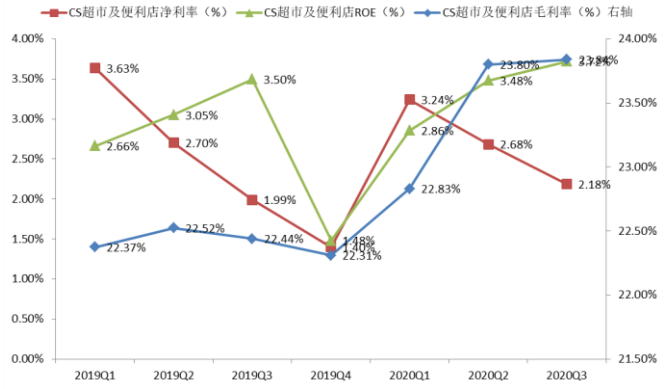
2020Q3,CS 超市板块毛利率水平为 23.84%，同比上涨 1.4pct，环比提升 0.04pct，疫情期间生鲜类食品购买量较大，规模效应下周转提升、损耗减少，Q1 生鲜品类毛利率提升较多，带动整体毛利率水平同步提升，但单 Q3 毛利率增长有所放缓。20Q3 板块平均 ROE 水平环比改善，提升 0.24pct 至 3.72%，同比增长 0.22pct，再创造年内新高。虽然板块净利率环比下降 0.5pct，但 ROE 环比提振主要受到总资产周转率提升 0.28 带来的积极影响。

图 21：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 22：CS 超市 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

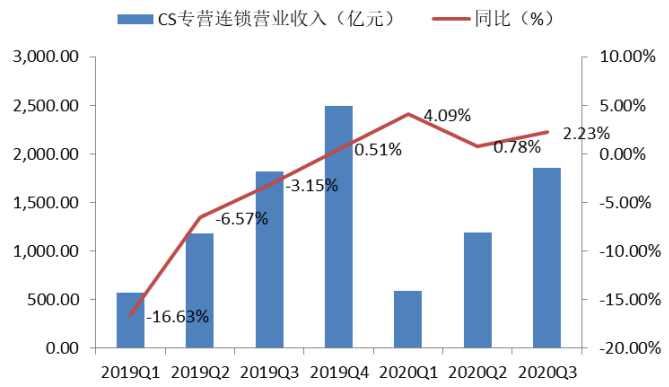
重点覆盖公司方面，家家悦前三季度实现营业总收入 137.63 亿元，同比增长 22.17%；归属于上市公司股东的合并净利润 3.89 亿元，同比增长 10.63%。公司继续拓展经营区域，不断完善区域布局和新店发展，前三季度同店收入保持增长态势，同时合并了安徽家家悦，实现营收同比增长 22.17%，其中山东省外地区同比增长 321.85%。分季度看，Q1-Q3 营收端同比分别提升 38.96%/14.40%/ 12.95%，归母净利润方面同比分别增长 24.86%/30.51%/-18.99%，由于 Q3 成本和费用同时上涨，百货（-27.24%）和其他业态（-24.86%）营业收入同比负增长，带动 Q3 利润端增速环比转负。前三季度公司主营毛利率为 18.03%，同比提升 0.27pct，主要受到综合超市业态毛利率同比提升 0.44pct 的影响，不过拓展新区安徽带来固定费用上涨，导致省外区域毛利率同比下降 3.25pct。前三季度公司期间费用同比上升 0.45pct 至 17.63%，其中销售/管理/财务费用率分别为 15.67%/1.87%/0.09%。销售费用率同比提升 0.44pct，主要为职工薪酬增长及合并山东华润、安徽家家悦，导致租金、折旧摊销和长期待摊费用同比提升影响；管理费用同比提升 11.78%，主要为合并安徽家家悦后职工薪酬、折旧摊销和商品损耗增加所致，但管理费率同比下降 0.17pct；财务费用率同比提升 0.19pct，主要受存款收益减少、按新金融工具准则规定部分现金管理收益计入投资收益所致。前三季度公司经营活动现金流同比增长 12.71%，主要是公司存货较期初减少及利润增长所致。

2.3 专营连锁：营收增速有所提升，单 Q3 盈利同比改善明显

2020Q3,CS 专营连锁营收共计 1857.70 亿元，同比+2.23%，归母净利润 6.92 亿元，同比-22.50%，扣非后归母净利润-0.26 亿元，同比-108.19%。其中单 Q3,CS 专营连锁营收 666.50 亿元，同比+4.92%，归母净利润 3.65 亿元，同比+3358.86%。前三季度连锁板块收入规模较上年同期小幅提升，同时单 Q3 收入端环提振 11%，同比增速实现转正，且高于前三季度累计增速；利润端降幅大幅收窄，其中二季度开始持续盈利，虽然利润规模环比回调，但同比提升幅度较大，由于去年同期基数较低，同比改善明显。CS 专营连锁中有超七成上市公司属于珠宝首饰及钟表行业，还有部分家电 3C 和其他连锁，因主营业务相差较多导致营收规模

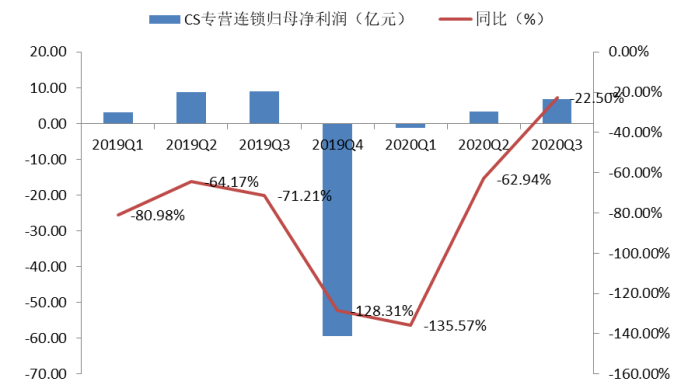
相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显。有 4 家*ST 公司亏损数额较大拖累整体业绩，若剔除*ST 公司则 2020Q3 板块归母净利润为 45.18 亿元，同比-1.84%，利润规模大幅提升，且降幅有限。

图 23：CS 专营连锁 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

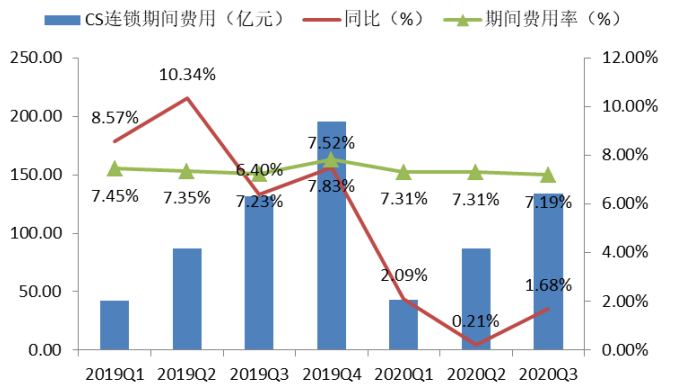
图 24：CS 专营连锁 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

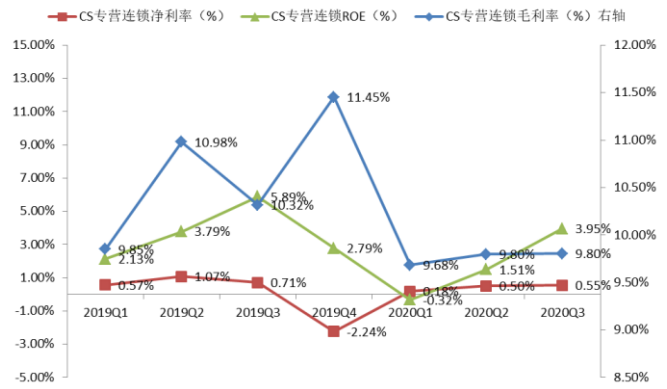
疫情影响消费者收入分配发生变化，消费者在选择快消品时趋于谨慎，倾向于花更少的钱买更高品质的产品。消费者在选购生活必需品时更看重质量，而在选购非必需品时则更为关注性价比。调查显示，消费者在疫情结束后对美容美发、大家电、消费电子和珠宝首饰等非必需品的购买意愿有所降低。在新冠疫情全球蔓延、国际贸易摩擦持续加剧等因素的影响下，国内消费需求锐减，消费者信心持续回落，可选消费受到较大冲击。受到疫情和市场环境变化等因素的影响，珠宝行业上市公司的市场拓展和开店节奏有所放缓，疫情防控使得实体门店销售、供应链等主要经营活动相应停滞或延后，尤其是线下业务下滑较为明显，并且在三季度调整撤店数量有所增加。疫情促使消费行为向线上迁移，行业开始关注线上渠道的拓展，业内头部上市公司通过直播带货等线上新营销方式，推动了电商销售业务的快速发展，有效对冲线下自营门店减少带来的销售下滑。

图 25：CS 专营连锁 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：CS 专营连锁 19-20Q3 毛利率净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q3,专营连锁板块合计期间费用为 133.53 亿元，同比+1.68%，增幅环比提升 1.47pct；Q3 期间费用

率为 7.19%，同比回落 0.04pct，环比回落 0.12pct，前三季度总体费率基本保持稳定。专营连锁行业以门店扩张为主要支撑，但受疫情影响线下网络扩张及门店销售活动有所减缓，除管理费用同比小幅下降以外，销售研发及财务费用均有增加，但由于销售收入增幅超过费用，影响期间费用率小幅回落。20Q3 板块经营活动现金流为 16.08 亿元，上年同期为-55.83%，同比转正，主要受到下游和终端客户需求降低，板块整体销售下降使采购减少，接受劳务支付的现金及支付的各项税费同比减少所致。

2020Q2,专营连锁毛利率水平为 9.8%，同比下降 0.51pct，环比持平。行业整体销售下降致毛利率水平不及去年同期，但环比保持稳定，主要受到产品结构调整和线上收入增加带来的积极影响。整体来看，专营连锁板块 20Q3 的 ROE 水平分化明显，主要受到三家*ST 公司亏损较多影响，若剔除*ST 金洲、*ST 赫美空值和*ST 金钰极值影响，2020Q3 年板块平均 ROE 为 3.95%，虽然同比下降 1.93pct，但环比提升 2.45pct，改善明显，主要受到净利率环比提升 0.05pct，以及总资产周转率环比提升 0.37 的双重因素影响。

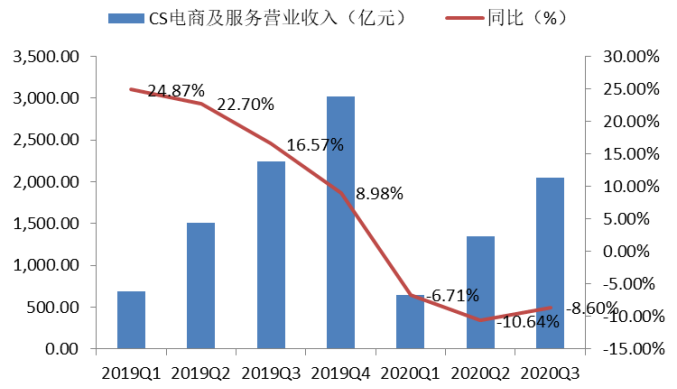
重点覆盖公司方面，周大生前三季度实现营业收入 33.49 亿元，同比下降 12.11%；归属母公司股东的净利润 7.12 亿元，同比下降 2.07%。由于珠宝首饰行业受疫情影响较为明显，疫情防控形势下公司门店销售、市场拓展和供应链等主要经营活动基本停滞或延后，前三季度公司经营情况同比下滑，但环比改善明显、增速转正。分季度看，Q1-Q3 营收端同比分别提升-38.25%/-22.94%/17.94%，归母净利润方面同比分别提升-48.15%/-18.21%/51.33%，Q3 在 Q2 业务逐步恢复的基础上实现了一定幅度增长，Q3 环比改善态势进一步向好。前三季度整体毛利率为 44.32%，同比提升 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。公司前三季度期间费率同比增长 3.23pct 至 15.91%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别是 13.98%/2.07%/0.23%/-0.38%，其中销售费率同比提升 4.14pct，受到广告宣传、平台佣金等费用增长较多，同时整体收入同比下降导致费率上涨；管理费用率同比下降 0.28pct，主要由于前三季度第一期股权激励股份支付分摊费用同比减少所致；财务费率同比下降 0.65pct，主要由于前三季度银行存款利息收入同比增加以及银行借款利息支出同比减少所致。前三季度公司经营活动现金流较年初增长 127.98%，主要由于销售及备货量下降使得采购规模同比下降所致。

2.4 电商及服务：营收降幅小幅收窄，单 Q3 盈利环比回暖

2020Q3,电商及服务板块营收合计 2046.95 亿元，同比-8.6%，归母净利润 23.49 亿元，同比-82.86%，扣非后归母净利润 3.76 亿元，同比-114.30%。其中单 Q3,电商板块营收 702.23 亿元，同比-4.44%，归母净利润 13.17 亿元，同比-87.28%。前三季度电商板块收入端同比降幅小幅收窄，归母净利润端同比降幅却有所扩大，但单 Q3 收入利润端均实现环比回暖。今年以来收入利润端规模均为下滑状态，主要受到苏宁易购和

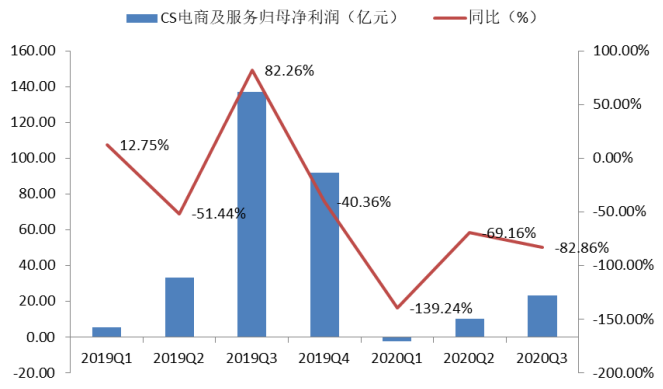
跨境通利润端同比下降较多的影响。目前电商及服务板块有 8 只成分股，其中 3 只为三季度新股。若剔除苏宁，则电商板块营收 238.33 亿元，同比+3.84%，归母净利润 18.01 亿元，同比+0.16%，扣非后归母净利润 13.85 亿元，同比-9.18%。剔除苏宁影响后电商板块营收端规模同比小幅提升，利润端规模持平略增。

图 27：CS 电商 19-20Q3 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：CS 电商 19-20Q3 净利润（亿元）及同比%



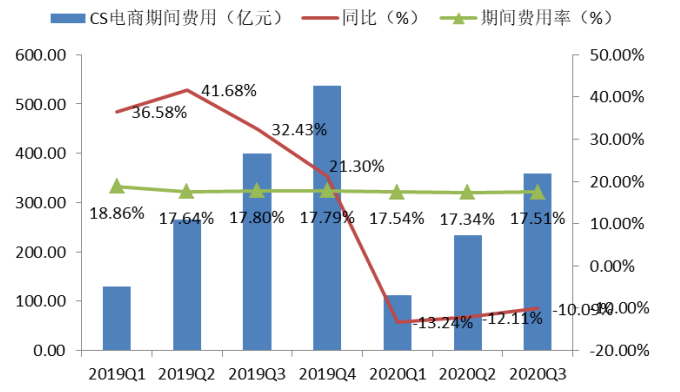
数据来源：Wind，山西证券研究所

疫情之下新型消费保持较快发展，前三季度全国实物商品网上零售额同比增长 15.3%，增速比上半年加快 1.0pct，明显好于同期社零总额表现；实物商品网上零售额占社零总额的比重为 24.3%，同比提升 4.8pct，有力拉动社零总额增速在三季度实现转正，电商渗透率持续增长，但增速较二季度有所放缓。前三季度我国网络零售市场保持强劲的增长，助力“双循环”量质齐升。网络零售通过形成新产品、新业态、新模式，不断激发消费热点、扩大消费增长；同时推动下沉市场的线上消费习惯加速养成，激活低线城市和广大农村地区的消费潜力。线上买菜、跑腿外卖等线上线下融合的服务快速增长，在满足居家需求的同时，在一定程度上弥补了线下消费；生鲜电商、社群电商、社区拼购等线上消费模式呈现爆发式增长，满足了疫情期间居民日常必需品的需求；直播电商和内容电商的新消费模式也受到消费者青睐，第三季度电商直播达 730.8 万场次， 观看人次达 312 亿人次，直播电商成为拉动线上消费和农产品上行的重要引擎。此外，网络零售通过培育数字服务新动能，带动消费结构型升级，实现由实物消费向服务消费的转变；电商平台和服务也加速模式创新，通过整合上游资源，发挥产业集聚效应，进一步带动产业升级。

2020Q3,电商板块期间费用为 358.48 亿元，同比-10.09%，降幅环比收窄 2.02pct；期间费用率为 17.51%，环比提升 0.17pct。三季度费用率下降主要受到占比较大的苏宁易购费用率下降带来的影响，公司在 Q3 营收端规模环比提升，同时加强成本和费用管控，带动利润端规模环比大幅提振。疫情影响之下，公司精简组织、强化绩效考核、调整关闭亏损门店，提升管理效率，带动运营费用率同比有所下降；但公司加强线上业务发展，带来相关支付手续费增加，导致财务费率同比有所上升。整体来看总费率同比下降 0.41%。20Q3 板块经营活动现金流为-30.34 亿元，Q2 时现金流为 6.60 亿元，环比回落，年内再次转负；但同比规模大幅

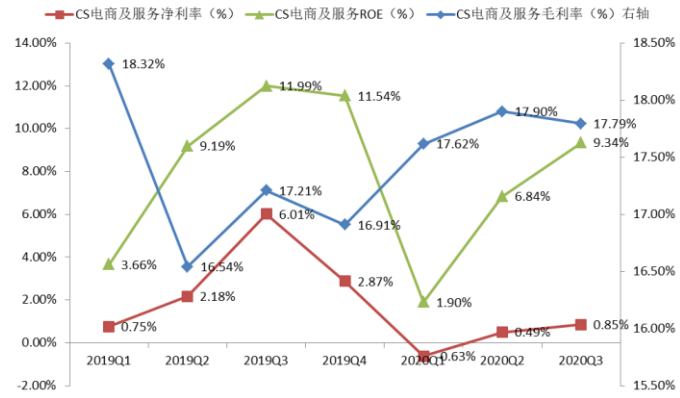
收窄，同比提升 84.58%。主要受到苏宁易购同比改善明显的影响，公司致力于提高运营资金周转效率，优化账期及支付方式，强化供应商合作，带动经营性现金流量同比增长 87.83%。

图 29：CS 电商 19-20Q3 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 30：CS 电商 19-20Q3 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q3,CS 电商及服务毛利率水平为 17.79%，环比回落 0.11pct，但同比提升 0.59%，主要受到苏宁易购毛利率同比提升带来的变动数值较大影响，同时星徽精密、南极电商毛利率水平同比提升较多。20Q3 板块平均 ROE 水平为 9.34%，环比提升 2.51pct，主要受到净利率提升至 0.36pct 的影响；但同比降低 2.65pct，主要受到净利率同比下滑 5.16pct 的负面影响。

重点覆盖公司方面，南极电商前三季度实现营业收入 27.72 亿元，同比增长 4.73%；归属于上市公司股东的净利润 7.22 亿元，同比增长 19.9%。前三季度公司营业收入同比增长 4.73%，增速实现转正；上半年营收同比略微下降，主要由于移动互联网媒体投放平台业务收入因受疫情影响。分季度看，公司 Q1-Q3 营业收入同比分别增长-18.51%/17.85%/13.14%，从二季度开始单季增速均实现转正；虽然受到疫情影响营收端增速放缓，但净利润保持增长态势，Q1-Q3 归母净利润增速分别为 5.28%/14.39%/34.90%，逐季环比提升，单三季度增长较快。其中，单 Q3 公司主营的品牌授权及综合服务业务收入合计 3.03 亿元，同比增长 30.42%；时间互联营收 8.28 亿元，同比增长 9.23%。公司前三季度经营性现金流逐渐恢复转正，上半年时为净流出状态，因疫情影响，客户回款节奏放缓，同时小贷净放款增加导致。在疫情有效防控的背景之下，预计四季度经营活动现金流将会进一步改善。公司前三季度期间费用占比为 5.71%，同比基本持平，但单三季度期间费用率环比略有上升。前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.64%/3.20%/1.36%/-1.49%。销售费用同比增长 0.39pct，主要系公司新业务开拓，人员增加及期权激励费用增加所致；管理费用同比增加 0.74pct，主要系公司业务规模扩张，管理人员增加、新增期权激励费用及本部迁入新办公楼房租增长所致；研发投入率增加 0.32pct 主要是研发人员薪酬及期权激励费用增加所致；财务费用率同比下降 1.46pct，主要来自利息收入同比大幅增加影响，系公司减少购买理财产品，闲置资金增加买入大额定期存单导致定存利息收入

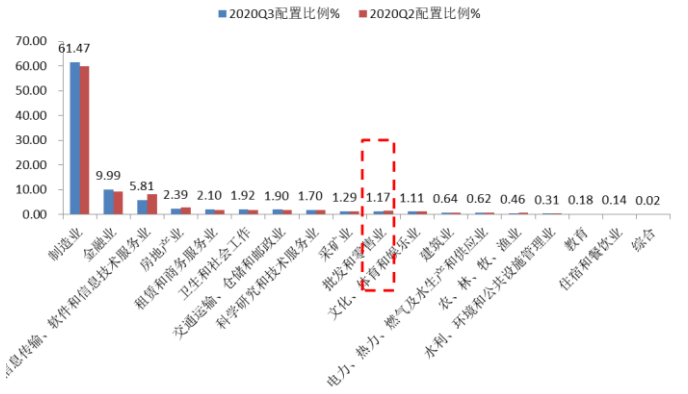
增加所致。

3.2020Q3 基金持仓：行业维持低配状态，电商新股加仓较多

3.1 一级行业：行业维持低配状态，低配比例继续扩大

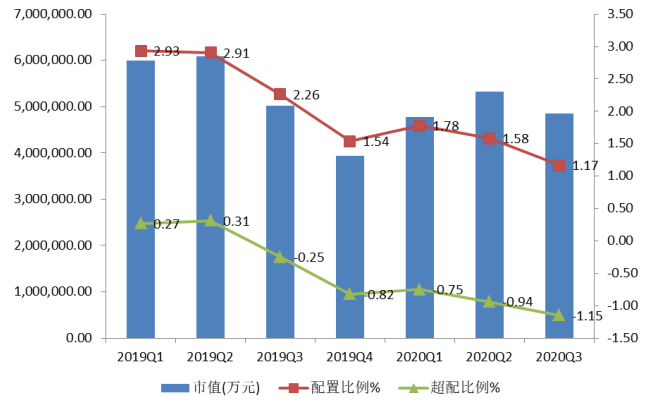
2020 年三季度，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 484.74 亿元，同比减少了 3.41%，环比下降了 8.91%，持仓占比为 1.17%，排名从 Q2 的第六跌至第十。市场标准行业配置比例为 2.32%，批零行业低于标准行业配置比例 1.15pct，从去年 Q3 开始持续保持低配状态。配置比例同比降低 1.1pct，环比下降 0.42pct；低配比例同比扩大 0.9pct，环比扩大 0.21pct。从 2020 前三季度来看，行业维持在低配状态中，虽然 Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但 Q2 又呈现小幅回落，至 Q3 降幅进一步扩大。当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 31：2020Q3vs2020Q2 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：2019-2020Q3 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 重仓个股：南极电商重仓占比最大，电商新股获加仓数较多

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 2：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。

4.投资建议及个股推荐

4.1 行业估值：整体中枢上移，三季度震荡回调

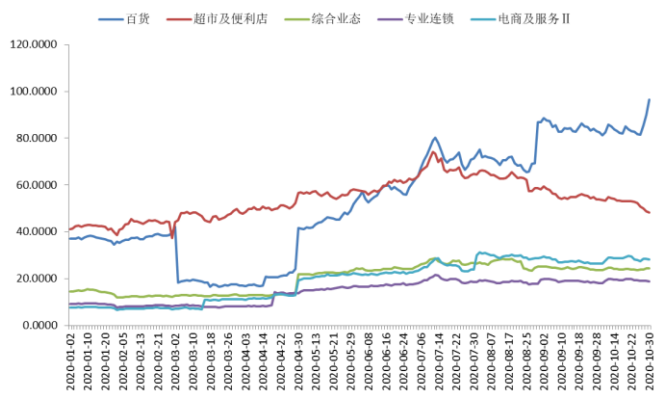
2020 年前三季度受疫情影响实体零售企业净利润同比水平呈现明显下滑，导致板块估值水平持续上扬，至 5 月初已达回归历史平均位置，5-7 月板块估值水平仍在不断提升，7-10 月呈现出震荡回落的态势。随着疫情防控态势持续向好和新型消费模式的快速增长，以及四季度开始线上线下促销活动频发，板块估值水平有望持续修复。2020 年 1-10 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现上涨态势，一季度板块振幅较大，3 月开始估值开始逐渐抬升，二季度估值水平大幅上扬且涨势迅猛，至 7 月抵达年内高位，8-10 月呈现震荡回落格局。整体来看 1-10 月平均估值水平为 36.9X，较上半年末小幅回落 5.6pct，但较 1-9 月平均水平提升了 0.89pct。

图 33：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 34：零售子版块 1-10 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

子版块方面，板块估值水平从年初开始走向分化，至三季度分化态势依然显著。百货和超市板块估值水平相对较高，综合业态、专营连锁、电商及服务板块估值水平相对较低。其中百货板块估值提升最多，从 3 月初的 18X 估值线一路跃升至 10 月的 96X 估值线附近，在 7 月时实时估值水平首度超越超市成为子

版块估值天花板，虽然在 9 月有所回调，但月末四天再次逆势上升，1-10 月板块平均估值水平 52.6X，高于行业整体。超市板块估值水平在上半年持续稳步上涨，在 7 月时触顶，在三季度呈现趋势性回落，但板块估值水平相对较高，1-10 月板块平均估值水平 54.0X，高于行业整体，属当前子版块最高。综合、连锁、电商板块估值水平相对较低且振幅偏小，10 月估值均呈震荡回落态势，1-10 月板块估值水平持续稳健提升，平均估值水平为 20.3X/14.6X/19.2X，其中专营连锁板块估值最低。

4.2 投资建议：业绩环比持续改善，双循环激发消费潜力

10 月上市公司披露三季度报告结束，板块业绩表现持续分化，总体而言三季度同比、环比情况均有不同程度的改善。百货和综合板块整体收入端降速环比有所收窄，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，归母净利润在单三季度的降幅有所扩大；超市板块三季度受到去年同期物价涨幅较高的影响，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；专营连锁板块收入规模较上年同期小幅提升，利润端降幅大幅收窄，其中二季度开始持续盈利，由于去年同期基数较低，同比提升幅度较大、改善明显；电商板块收入端同比降幅小幅收窄，归母净利润端同比降幅却有所扩大，但单 Q3 收入利润端均实现环比回暖。

在疫情防控常态化的形势下，我国坚持扩大内需的战略基点，从增加居民收入、改善消费环境等方面持续发力，进一步推动消费需求不断回升，前三季度消费市场呈现出持续稳定恢复的态势，消费复苏韧性十足，“双循环”新发展格局下国内消费市场所蕴藏的巨大潜力。前三季度，我国网络零售市场增长强劲，一方面有力拉动内需，促进消费增长；另一方面推动市场主体数字化转型，催生新业态、新模式，提升产业链、供应链、价值链效益，培育数字商务和数字经济新动能。内循环的实现，不仅需要激活消费潜力的释放，还需要推动产业链升级，形成与需求相匹配的供给。当前我国制造业整体实力在全球范围内处于较高水平，而直播电商的发展在进一步发挥制造业优势的同时，也为传统制造业转型升级提供了新的契机。传统制造业与直播电商结合的一种方式是工厂直播，一方面让消费者进一步了解产品设计、生产、包装等各个环节，另一方面也让消费者监督产品的生产流程，并倒逼上游产业链的转型升级。疫情已经从根本上改变了消费者的行为模式，伴随数字化进程加快、电商渗透率持续提升和消费技术的不断运用，新零售业态转型的进程逐渐提速。随着线上与线下融合程度的不断深化，消费者会比以往更加看重购物的便捷性和服务的专业性，为了适应疫情之下的消费需求，企业抓紧机遇进行全渠道化的市场布局和交互体验。

后疫情时代线上消费的价值实现新一轮转变和升级，伴随消费者购物行为的迁移，线上购物渠道渗透率不断提升。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，我们建议关注消费者的需求场景变迁、渠道购物的便捷体验，以及企业数字化转型过程中对消费者需求的及时响应能力，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需求偏好，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，头部企业市场份额不断提升，板块具备三季报业绩向好驱动下的回调性布局价值，**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，内循环新发展格局促进新消费需求的快速增长，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企业具备较大的估值弹性，渠道均衡战略下实体店仍是商业竞争的主要阵地，“逆全球化”浪潮下高端消费回流，免税概念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**。

表 3：覆盖上市公司列表

公司代码	公司名称	EPS				PE（11/9 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	30. 00	22. 50	18. 00	增持
603708. SH	家家悦	0. 75	0. 94	1. 13	1. 33	27. 97	23. 27	19. 77	买入
002127. SZ	南极电商	0. 49	0. 63	0. 79	0. 99	29. 86	23. 81	19. 00	买入
603983. SH	丸美股份	1. 37	1. 30	1. 58	1. 87	49. 67	40. 87	34. 53	增持
600859. SH	王府井	1. 24	0. 86	1. 28	1. 58	49. 56	33. 30	26. 97	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

5.风险提示

1）宏观经济、居民收支增速放缓；

2）消费升级、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