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

三季度社零增速转正，直播电商将成双 11 最大增量

看好

2020 年 10 月 19 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 9 月投资策略：社零增速年内首次转正，可选消费加快增长

分析师：谷茜

执业登记编码：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

市场回顾

- 9 月 CS 商贸零售行业下跌 8.7%，较上年同期跌幅扩大 7.34pct，跑输大盘 3.95pct。行业 9 月市场表现继续弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 26，较上月有所回升，但受到淡季消费总体增速偏低和板块估值回调的不利影响，行业整体表现较为悲观。从子版块看，涨跌幅位居前三的子板块分别是综合业态、超市、百货，涨跌幅分别为-5.73%、-7.99%、-8.11%，子行业均呈下跌，市场表现整体承压明显。9 月 CS 商贸零售估值水平呈现继续回落态势，其中上旬和下旬回落态势较为明显，中旬相对平稳且有小幅回升，月底跌落至 46X 估值线，整体来看 9 月平均估值水平为 48.2X，较上月小幅回落。

行业月度数据跟踪

- 9 月 CPI 同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.7pct；环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2pct，物价上涨重回“1”时代。猪肉价格同比上涨 25.5%，较上月大幅回落 27.1pct，9 月猪肉供给有所增加，环比价格由上涨 1.2%转为下降 1.6%。鲜果价格同比下降 6.9%，降幅收窄 12.9pct，但受季节和节日等因素叠加影响，环比由上月下降 0.4%转为上涨 7.3%。受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格同比上涨 17.2%，涨幅扩大 5.5cpt，环比继续上涨 2.4%，涨幅比上月回落 4.0pct。物价上涨态势持续放缓，消费者的消费偏好或将受到影响，实体商超同店增速在三季度环比有所放缓。
- 9 月社零总额同比增长 3.3%，较上月提升 2.8pct，连续 2 个月实现增长；三季度社零增长 0.9%，季度增速年内首次转正。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复苏态势。近几个月商品零售额呈现持续回升态势，在 9 月商品零售中，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；可选消费品中的消费升级类商品保持较快增长，9 月化妆品和金银珠宝类商品零售额均实现两位数增长。前三季度网上零售持续较快增长，但线上渗透率继续回落。1-9 月实物商品网上零售额同比增长 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%，环比继续回落 0.3pct。
- 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。黄金周期间，被压抑的消费需求集中释放，餐饮、休闲等体验式服务消费快速升温；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。

行业动态新闻

- 天猫双 11 产业带布局：基地提供货品池，做达人分层服务；
- 京东 PLUS 会员超 2000 万，一年同比增长 33%；
- 阿里巴巴拟 280 亿港元控股高鑫零售。

投资策略

- 在疫情防控常态化的形势下，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。线下消费加快恢复，线上消费快速增长，新型消费的带动作用不断增强。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。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。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，以及私域营销直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、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）国内大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，高端消费回流驱动百货连锁细分板块估值修复：** 王府井，爱婴室。

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。

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 7

2.1 居民消费价格指数（CPI） 7

2.2 社会消费品零售数据 8

2.3 全国大中型零售企业销售额数据 11

2.4 黄金周“双节”消费数据 12

3.行业动态新闻 13

4.投资建议 15

5.风险提示 16

图表目录

图 1：2020 年 9 月中信一级行业涨跌幅（%） 5

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 9 月涨跌幅 6

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 9 月涨跌幅 6

表 1：2020 年 9 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 1-9 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

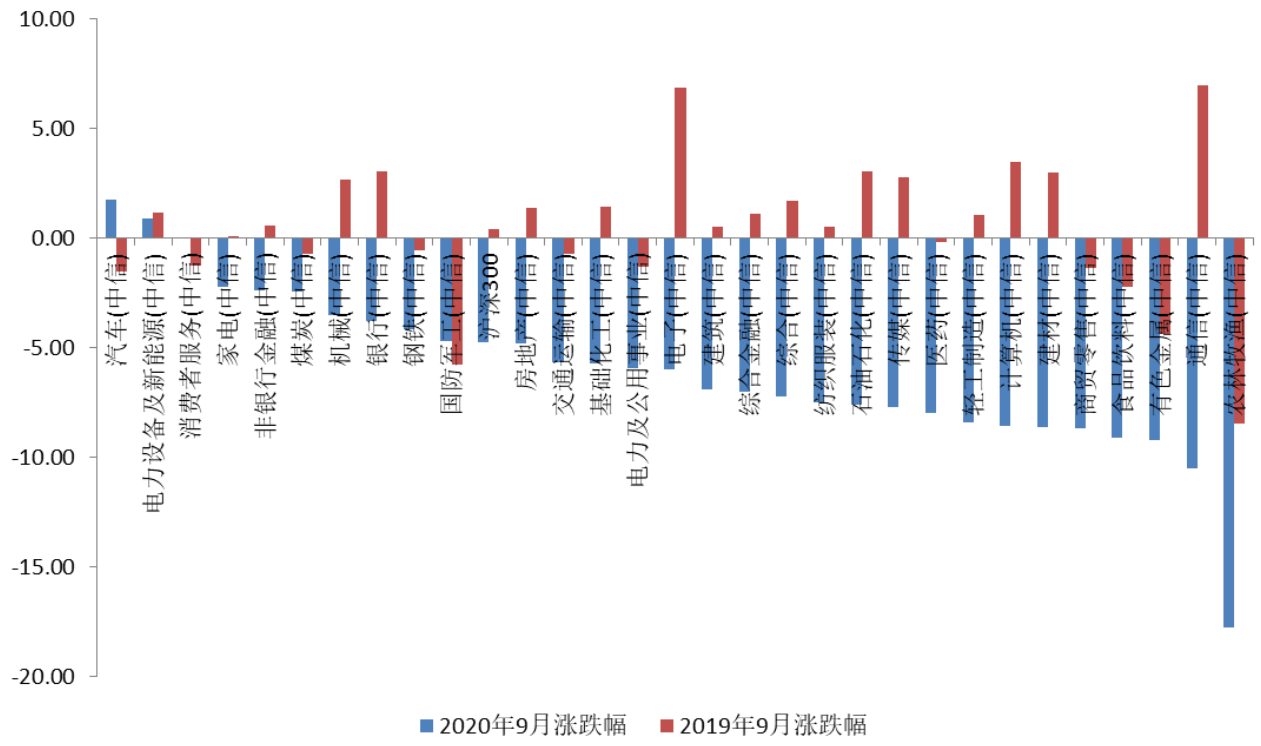
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）.....9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比.....10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....11
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%.....11
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）.....12
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%）.....12
图 15：全国商场节日期间单日场均客流（人次）.....12
图 16：重点城市商场场均客流较节前增长情况.....12
图 17：全国商场日均总客流量变化（人次）.....13
图 18：全国商场场均客流量变化人次）.....13

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020 年 9 月，沪深 300 指数下降了 4.75%，与 2019 年同期相比降低了 5.14pct，其中 CS 商贸零售行业下跌 8.7%，较上年同期跌幅扩大 7.34pct，跑输大盘 3.95pct。9 月份中信一级 30 个行业仅有汽车和新能源两大行业呈现上涨状态，大盘回调致多数行业估值回落。9 月正值双节前夕，市场逐渐价值回归，多数龙头个股呈现回调态势，短期题材性投资偏好逐渐转向中长期价值投资逻辑。CS 商贸零售行业 9 月市场表现继续弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 26，较上月有所回升，但受到淡季消费总体增速偏低和板块估值回调的不利影响，行业整体表现较为悲观。

图 1：2020 年 9 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

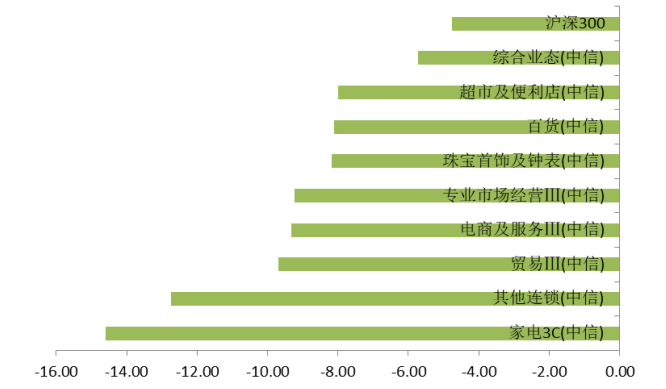
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，9 月 CS 零售的三级子行业均呈下跌，涨跌幅位居前三的子板块分别是综合业态、超市、百货，涨跌幅分别为-5.73%、-7.99%、-8.11%。9 月行业和大盘共同承压，各子板块均呈跌势，且表现均不及沪深 300。综合业态板块跌幅最浅，主要受到重庆百货上涨 3.17%的拉动效应，而连锁板块个股较多，龙头领跌致板块跌幅较深。9 月零售行业市场表现整体承压明显，实体业态如百货商超受到淡季人流下降、电

商持续分流等因素的不利影响，同店增速下滑态势仍然明显，影响个股股价表现疲软。

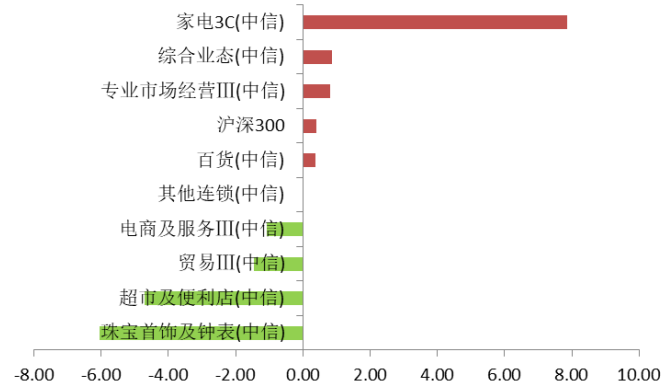
9 月 SW 商业贸易主力净入额为-57.76 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 8。9 月 SW 商贸三级子行业中，各板块主力资金净值均为流出状态，其中 SW 多业态零售资金净流出 2.45 亿元，流出最少；SW 专业连锁流出资金最多，净流出 14.15 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 9 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 9 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，9 月共有 18 家上市公司收涨，涨幅居前的有若羽臣、百联股份、兰州民百，其中若羽臣涨幅最高，达 33.12%，为 9 月新股上市，其他 17 家月涨幅均在 10%以内；共有 91 家上市公司收跌，跌幅较深的星徽精密、海印股份、*ST 金钰、东方集团和鄂武商 A，月收跌幅度均超过 20%，其中星徽精密收跌 33.04%，跌幅最深。

表 1：2020 年 9 月个股涨跌幅情况（%）

9 月涨幅前十的个股			9 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	33. 12	300464. SZ	星徽精密	-33. 04
600827. SH	百联股份	8. 33	000861. SZ	海印股份	-29. 33
600738. SH	兰州民百	7. 88	600086. SH	*ST 金钰	-23. 19
601113. SH	ST 华鼎	7. 74	600811. SH	东方集团	-21. 29
002345. SZ	潮宏基	6. 79	000501. SZ	鄂武商 A	-20. 77
600870. SH	ST 厦华	6. 57	600145. SH	*ST 新亿	-19. 79
600861. SH	北京城乡	6. 14	002419. SZ	天虹股份	-18. 86
600858. SH	银座股份	5. 29	002251. SZ	步步高	-18. 35
600753. SH	东方银星	4. 78	002416. SZ	爱施德	-17. 49
002277. SZ	友阿股份	4. 59	002640. SZ	跨境通	-17. 29

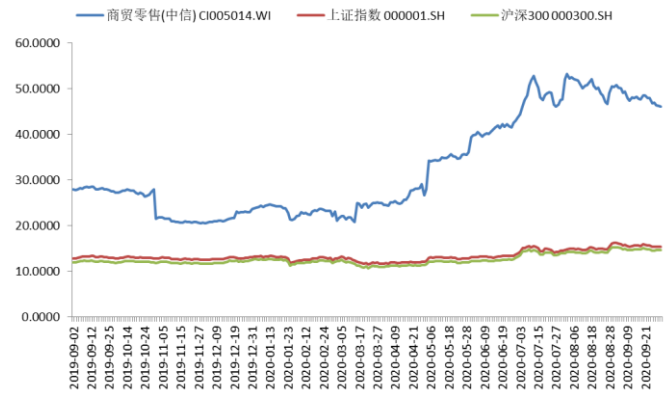
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2020 年 9 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现继续回落态势，其中上旬和下旬回落态势较为明显，中旬相对平稳且有小幅回升，月底跌落至 46X 估值线，整体来看 9 月平均估值水平为 48.2X，较上月小幅回落。8 月 CS 一般零售估值水平呈现震荡回落态势，上旬跌势较陡，中旬调整趋缓，下旬开始小幅回暖至 55X 估值线后急转直下，月末触底穿越 52X 估值线，板块月均估值水平为 54.0X，较上月持续小幅回落。

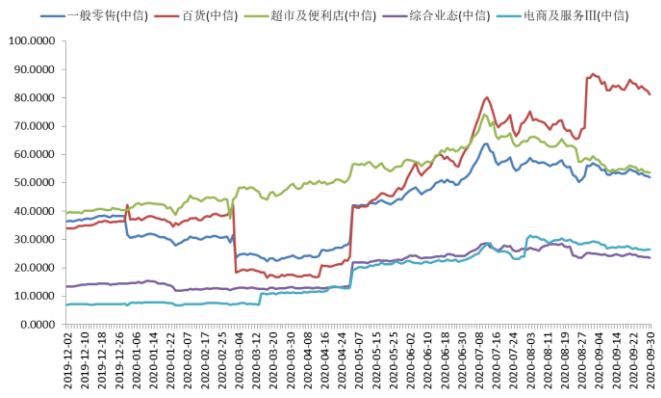
子版块方面，9 月百货板块估值水平呈现趋势性回落，估值态势与 CS 一般零售高度吻合，上旬高位回落，中旬阶段性回调，下旬小幅抬升至 86X 估值线后触顶反转，月末跌落至 81X 估值线上，月均 PE 为 84.53X，较上月大幅提升，显著高于 CS 一般零售估值水平，属子版块中最高估值水平；超市及便利店板块估值水平高位回落，整体稳健下调，上旬快速下行，至中旬小幅回升至 56X 估值线，下旬维持下调态势持续回落至 53X 估值线以上，月均 PE 为 55.5X，较上月继续回落，板块估值水平略高于一般零售均值；综合业态板块整体估值水平呈现下降但整体波动相对较小，月中两度在 24X 估值线附近触底反弹，月末下探跌穿 24X 估值线，月均 PE 为 24.5X，较上月小幅回落，板块估值水平在子行业内最低；电商及服务板块估值水平整体呈现下降趋势但振幅较小，上旬开始下跌至 27X 估值线后小幅反弹，下旬开始继续下行趋势，板块月均 PE 为 27.5X，较上月小幅下降，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 1-9 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

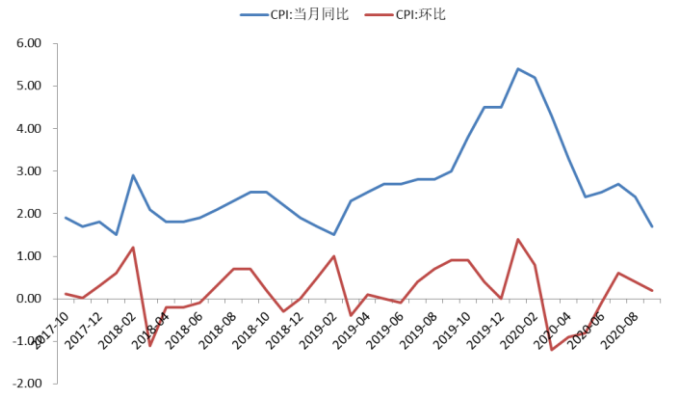
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2020 年 9 月，CPI 同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.7pct。其中食品价格上涨 7.9%，涨幅比上月回落 3.3pct，影响 CPI 上涨约 1.69pct；非食品价格由上月上涨 0.1%转为持平。食品中的猪肉价格上涨了 25.5%，涨幅比上月大幅回落 27.1pct，影响 CPI 上涨约 1pct，仍然受到去年同期基数较高的影响；相关替代品牛肉

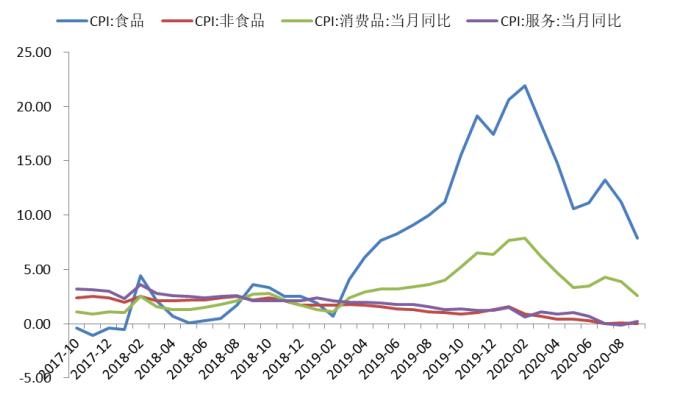
和羊肉价格分别上涨 9.0%和 5.4%，涨幅分别回落 5.4pct 和 4.3pct；但鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 17.7%、9.1%和 4.7%，降幅分别扩大 5.3pct、7.5pct 和 3.8pct。鲜菜价格上涨 17.2%，涨幅扩大 5.5cpt，影响 CPI 上涨约 0.41pct；鲜果价格下降 6.9%，降幅收窄 12.9pct，影响 CPI 下降约 0.12pct。非食品中的七大类价格三涨四降，其中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 1.5%和 0.7%；交通和通信、居住价格分别下降 3.6%和 0.8%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.0%和 16.6%；衣着、生活用品及服务价格分别下降 0.4%和 0.1%。据测算，在 9 月份 1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2pct，新涨价影响约为 0.5pct。1-9 月全国居民消费价格比去年同期上涨 3.3%，比 1-8 月水平回落 0.21pct，物价上涨态势持续放缓，消费者的消费偏好或将受到影响，实体商超同店增速在三季度环比有所放缓。

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 上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2pct。其中食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月回落 1.0pct，影响 CPI 上涨约 0.09pct；非食品价格上涨 0.2%，涨幅比上月扩大 0.1pct，影响 CPI 上涨约 0.14pct，三季度以来 CPI 环比持续稳步抬升。食品中，随着生猪生产持续恢复，存栏不断改善，储备猪肉投放增多，猪肉供给有所增加，价格由上月上涨 1.2%转为下降 1.6%，影响 CPI 下降约 0.08pct；受季节和节日等因素叠加影响，鲜果价格由上月下降 0.4%转为上涨 7.3%，影响 CPI 上涨约 0.11pct；受季节因素及部分地区降雨影响，鲜菜价格继续上涨 2.4%，涨幅比上月回落 4.0pct，影响 CPI 上涨约 0.06pct。非食品中的七大类价格环比两涨三平两降，随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨 4.1%；新学期开学，课外教育及部分民办学校收费有所上涨，教育服务价格上涨 1.6%；夏秋换季上新，服装价格上涨 0.9%。9 月份，各地积极落实好“六稳”“六保”政策和常态化疫情防控措施，市场供需状况总体稳定。

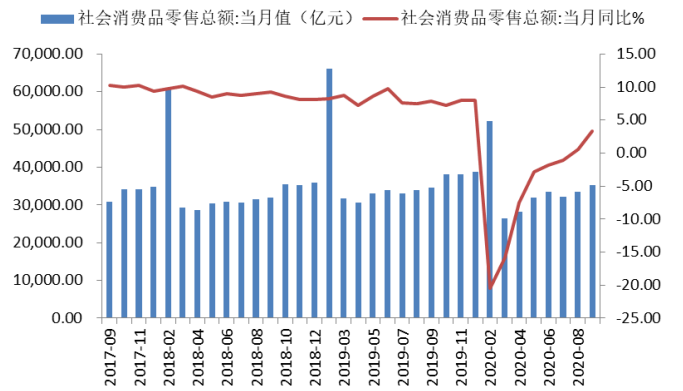
2.2 社会消费品零售数据

2020 年 9 月，社会消费品零售总额 35295 亿元，同比名义增长 3.3%，较上月提升 2.8pct，连续 2 个月实现增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 30158 亿元，下降 0.6%。1-9 月社零增速同比下降 7.2%，降

幅比上半年收窄 4.2pct，其中三季度增长 0.9%，而二季度是下降 3.9%，季度增速年内首次转正；除汽车以外社零同比下降 7.2%。较 1-8 月收窄 1.4pct。按经营单位所在地分，9 月城镇消费品零售额 30200 亿元，同比增长 3.2%；乡村消费品零售额 5095 亿元，增长 4.0%。按零售业态分，1-9 月限额以上零售业单位中的超市零售额同比增长 2.9%，百货店、专业店和专卖店分别下降 16.6%、9.2%和 6.8%。

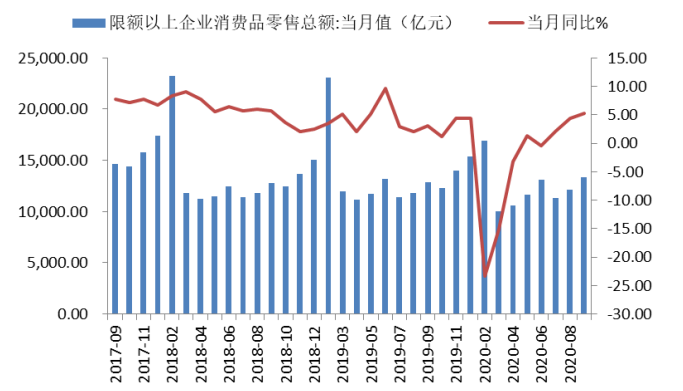
在疫情冲击下，产业转型发展的动力明显加快，以互联网经济为代表的新动能逆势成长，在助力疫情防控、保障居民生活、促进经济增长方面都发挥了非常积极的作用。从消费来看，社会消费品零售总额季度增速年内首次转正，实体零售已经走出疫情带来的深度冲击，处于复苏进程中；从服务消费来看，在刚刚过去的十一和中秋双节黄金周，游客人数已恢复到去年的八成左右，收入恢复到七成左右，恢复的态势向好。在疫情有效防控的背景下，居民对实物消费和精神消费的需求均呈现复苏态势，但当前恢复的增速仍然较弱，整体消费水平仍然较低，距离回到往年正常水平尚有差距。

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

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。9 月限上单位饮料类商品零售额同比增长 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。粮油食品类 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。日用品类同比增长 10.7%，较上月回落 0.7pct。

表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

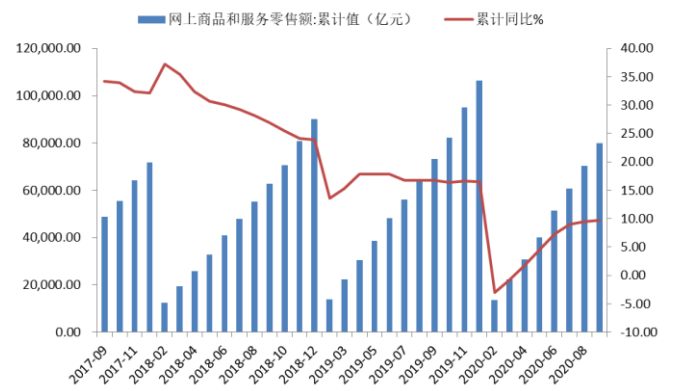
	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09
粮油、食品	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20	7.80
饮料	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90	22.00
烟酒	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10	17.60
日用品	12.0	12.0	17.5	13.9	-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，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,；石油及制品类增速继续下滑 11.8%，但降幅有所收窄 2.7pct。

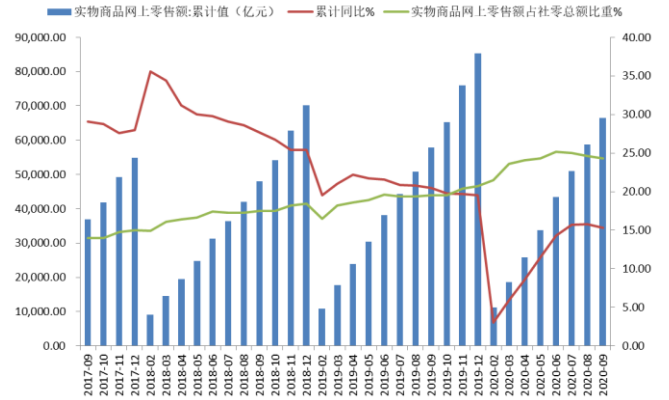
消费升级类商品销售较快增长，9 月化妆品和金银珠宝类商品零售额同比分别增长 13.7%、13.1%，均实现两位数增长，但增速较上月分别回落 5.3pct、2.2pct。消费者对品质生活的追求持续发酵，颜值经济下化妆品类的需求稳健增长，增速回落主要受到去年同期基数较高影响；双节将至，婚庆需求逐步恢复，居民在珠宝首饰上的消费需求持续释放，同时中秋节后移带来部分低基数效应影响。9 月通讯器材类零售额同比下降 4.6%，上月为增长 25.1%，主要受到品牌上市周期有所变动的影响，前几个月品牌新机集中上市，消费者释放换机需求；苹果手机去年 9 月上市，今年改到 10 月份，且手机单价较高，影响到品类零售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

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

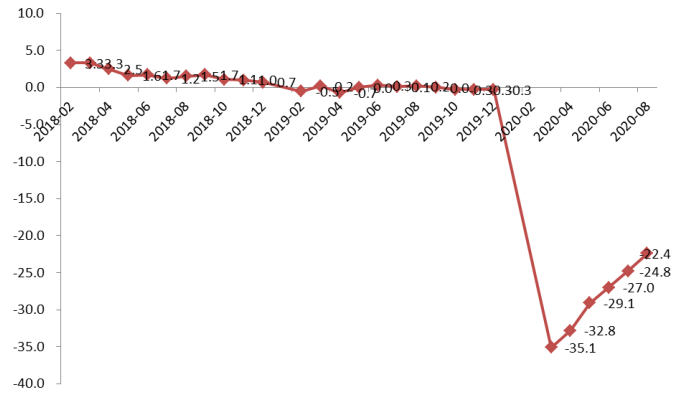
在今年疫情冲击下，网上消费对于保障民生、疫情防控乃至整体经济的增长，都起到了非常重要的作用，前三季度网上零售持续较快增长，但线上渗透率继续回落。网上购物、直播带货等新业态、新模式持续火热，在线办公、远程问诊、在线教育等新兴需求十分旺盛。1-9 月全国网上零售额 80065 亿元，同比增长 9.7%，增速比上半年加快 2.4pct，比 1-8 月提高 0.2pct。其中实物商品网上零售额 66477 亿元，增长 15.3%，比 1-8 月下降 0.5pct；占社会消费品零售总额的比重为 24.3%，同比提升 4.8pct，环比继续回落 0.3pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.7%、3.3%和 16.8%。

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，1-8 月全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 22.4%，降幅较 1-7 月份收窄 2.4pct。其中，8 月份全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 4.2%，降幅较上月收窄了 2.8pct，零售额降幅持续收窄。分品类来看，8 月份全国重点大型零售企业粮油、食品类零售额同比下降 6.5%，降幅较上月收窄了 0.6pct。服装类零售额同比下降 6.5%，降幅较上月收窄了 5.9pct。家用电器类零售额同比下降 6.4%，降幅较上月收窄了 8.9pct。线下实体店消费持续恢复。据测算，1-8 月实体店消费品零售额同比下降 14.5%，降幅较 1-7 月份收窄 1.6pct。其中，8 月份同比下降 3.4%，降幅环比收窄 3.5pct。

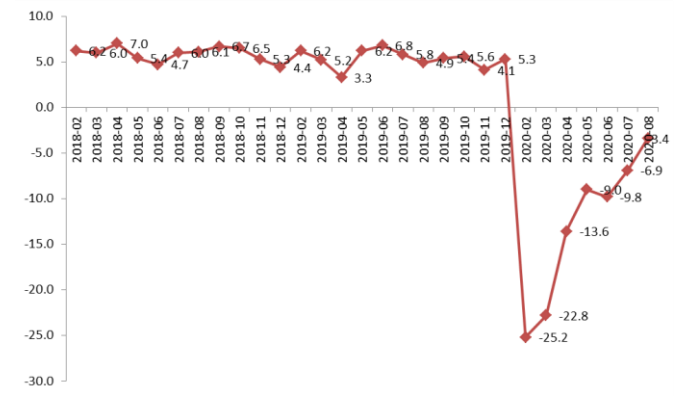
限额以下消费品市场降幅进一步收窄。据测算，1-8 月份限额以下单位和个体户商品零售额实现 135830 亿元，同比下降 6.6%，降幅较 1-7 月份收窄 1pct。其中，8 月份限额以下单位和个体户商品零售额同比下降 0.6%，降幅环比收窄 0.8pct。限额以下单位和个体户商品零售额占商品零售总额的比重为 62.7%，与 1-7 月份持平。实体商业市场集中度相对较低，商品零售中有超过 60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，龙头企业的市场份额仍然存在较大的提升空间。

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（%）

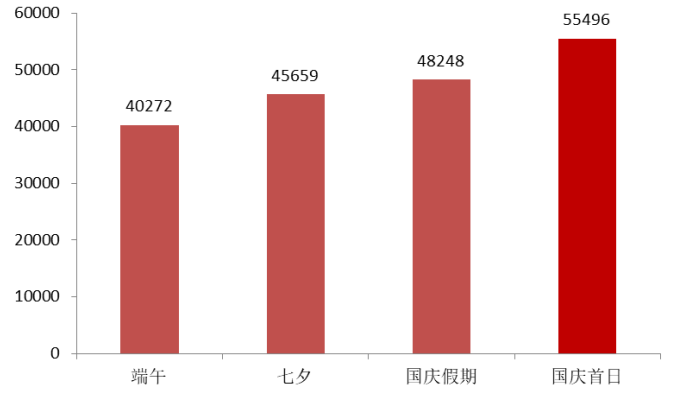


数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2.4 黄金周“双节”消费数据

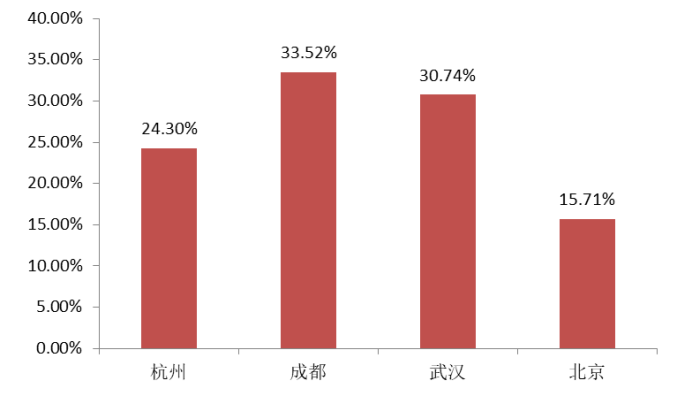
今年十一国庆节与中秋节双节重合，形成了一个为期八天的加长版黄金周假期。各地在巩固疫情防控成效、加快恢复生产生活秩序的同时，积极优化服务供给，挖掘消费潜力，我国消费品市场实现平稳较快增长，有些品类市场实现两位数的高速增长。据中华全国商业信息中心统计，2020 年 10 月 1 日到 7 日，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 8.5%，高于 2019 年同期零售额增速 14.3pct。分线城市来看，2020 年十一黄金周一线城市消费品市场零售额增幅最大，其次为二线城市，一线、二线、三线城市零售额分别同比增加 20.0%、6.5%和 1.9%。从主要品类市场来看，服装类零售额增长亮眼，同比增速达到了 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 15：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

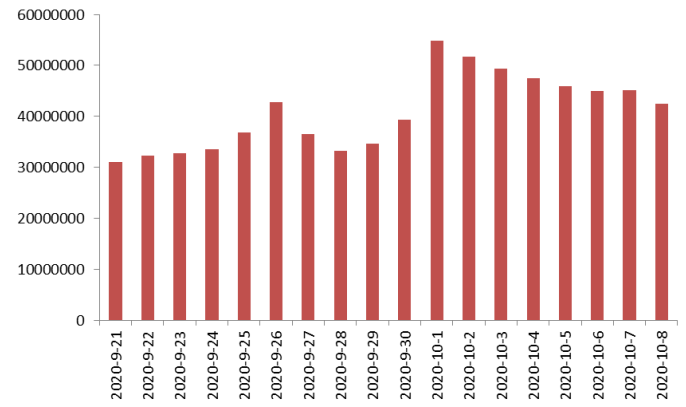
图 16：重点城市商场场均客流较节前增长情况



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

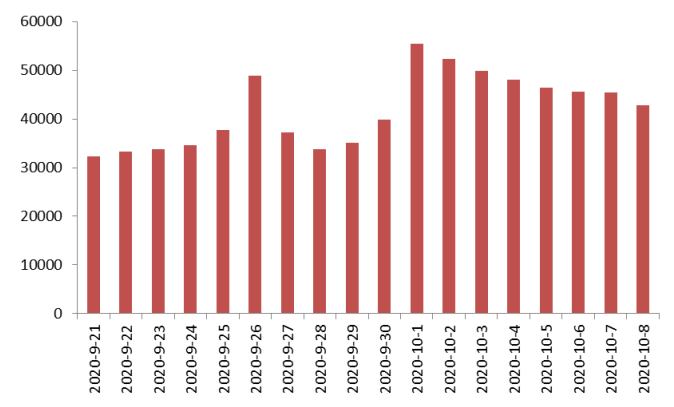
今年“十一”黄金周，全国各地积极开展丰富多样的促消费活动，消费需求加快释放，商品消费不断升级，服务消费火热升温，新型消费蓬勃发展，国内大循环活力强劲。根据商务部数据监测，10 月 1 日至 8 日，全国零售和餐饮重点监测企业销售额约 1.6 万亿元，日均销售额比去年“十一”黄金周增长 4.9%，但增速回落 3.67pct。各地在八天长假里，深入组织开展消费促进月等促销主题活动，同时推出惠民让利举措，大手笔发放汽车、家电、餐饮等补贴和消费券，有力激发了消费者购买热情。北京以“国潮、国货、国风、国韵”为主线，浙江、福建、山西围绕“浙里来消费”、“全闽乐购”、“晋情来消费”等主题，组织开展“金秋狂欢•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 17：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 18：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。

3.行业动态新闻

- **天猫双 11 产业带布局：基地提供货品池，做达人分层服务**

10 月 15 日消息，淘宝直播日前公布了 2020 天猫双 11 产业带布局。淘宝直播相关负责人介绍，直播基地将在双 11 期间发挥重要价值，包括建立基地货品池、服务商家开播以及服务主播三部分。据介绍，基地

货品一般以线下货品为主，淘宝直播乃至全网都是这些货品的新渠道。基地货品池中包含“基地好货”和“基地品牌”两种货品。其中，基地好货指从源头工厂严选好货，提供质量佳、性价比高的货品；基地品牌指基地所在当地的以好货、品质为核心的知名品牌。

服务商家开播方面，基地会从商家选品、商业化投放等方面帮助商家提高自播能力。而服务主播指淘宝直播会对主播进行分层，包括头部、中部和腰部商家，并为其提供相应的主播资源包。基于以上三点业务价值，淘宝直播官方会为基地提供多种类的资源包，如帮助基地对接天猫品牌商家和天猫国际货品，为基地设置前端直播频道，帮助基地与机构的主播达成合作等。（亿邦动力网）

- **京东 PLUS 会员超 2000 万，一年同比增长 33%**

10 月 16 日，京东对外宣布，当日京东 PLUS 会员在籍人数突破 2000 万大关。京东 PLUS 会员自去年京东 11.11 期间突破 1500 万至今，在不到一年的时间新增会员 500 万，同比增速达到 33%。京据了解，京东东 PLUS 会员自 2015 年 10 月推出以来，不断优化迭代会员权益：在初版 10 倍购物返利、360 元/年运费券礼包、1000 万会员价商品、24 小时专属客服、全年免费退换货及每月 8 号 PLUS DAY 会员日的基础上，推出了 1200 元/年优惠券包、服饰 9 折券、生活特权、品牌联盟 95 折、京东读书 VIP 及健康管家等权益。以专属客服为例，2020 年至今，京东 PLUS 客服团队为会员提供专属咨询服务达到了 1984 万次，总服务时长达到 390 万小时，折合 445 年。（联商网）

- **阿里巴巴拟 280 亿港元控股高鑫零售**

10 月 19 日消息，阿里巴巴在港交所发布公告称，已同意透过其子公司淘宝中国投资总计约 280 亿港元（36 亿美元）向 Auchan Retail International S.A.及其附属公司收购吉鑫控股有限公司的合共 70.94%股权。据了解，吉鑫控股有限公司持有高鑫零售有限公司约 51%股权。股份购买后，阿里巴巴连同其关联方将直接和间接共持有高鑫零售 72%股份，成为控股股东。阿里巴巴会将高鑫综合入账至其财务报表中，股份购买须待满足惯常完成条件后方告完成。

根据《香港公司收购及合并守则》，完成股份购买后，淘宝中国将须按每股 8.10 港元（为淘宝中国就股份购买应付的价格）的要约价以现金就高鑫的全部已发行股份提出强制性无条件全面收购要约（淘宝中国及其一致行动人士已经拥有或同意将予收购的股份除外）。根据全面收购要约，淘宝中国可能须额外支付最多约 170 亿港元（22 亿美元）收购其他股东持有的高鑫股份。这也表明，在历经近三年的战略合作后，高鑫零售正式被阿里巴巴纳入麾下，中国最大商超卖场数字化再提速，整个商超零售业将迎来下一个数字化发展的风口。（联商网）

4.投资建议

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。随着疫情的有效控制，更多人愿意到实体商店进行体验式消费，一些传统商超在前三季度销售额增长 2.9%，线下消费处在加快恢复进程中。在今年疫情冲击下，线上消费保持快速增长，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在黄金周期间蓬勃发展。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，明年将继续保持较高速度增长，规模预计接近 2 万亿元。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。

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，以及私域营销直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，加大产地直采调配货源、提升自有商品销售占比，头部企业市场份额不断提升，三季报披露在即，板块具备业绩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，以国内大循环为主、国内国际双循环的新发展格局为国货崛起持续加码，国货品牌加速下沉渗透、迎来发展机遇，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，线下渠道仍是商业竞争的主要阵地，“逆全球化”浪潮下高端消费回流，市内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**；以及聚焦主业稳健经营，以渠道拓展和升级、商品结构优化、会员体系升级等为基础，进一步加速数字化转型，以科技和品牌赋能零售营销渠道，在巩固优势区域存量拓展的同时提升门店数字化运营的**爱婴室**。

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估风险。

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