商贸零售

报告原因：定期报告

商贸零售行业月度投资策略

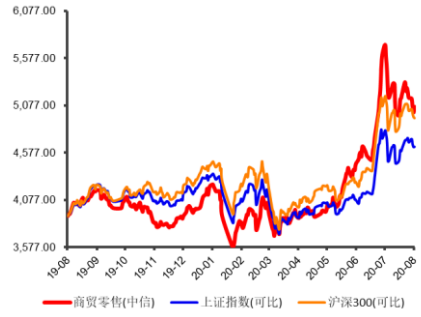
商品零售实现正增长，中报业绩承压关注预好业态

评级：中性

2020 年 8 月 14 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 7 月投资策略 ：社零增速仍处下降区间，免税助力百货估值修复

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

➢ 7 月 CS 商贸零售行业上涨 13.28%，而上年同期为下跌 3.98%，跑赢大盘 0.6pct。行业 7 月市场表现强于去年同期，在中信 30 个行业排名第 13 位，处于中上游位置，受到市场乐观情绪上升和可选消费稳步增长的积极影响，行业整体表现较为乐观。从子板块看，涨跌幅位居前三的分别是家电 3C、专业市场经营、百货，分别上涨 34.17%、27.21%、25.55%。受到以汽车消费为主的商品零售由降转增的积极影响，叠加低估值修复行情，连锁板块涨势最高。7 月 CS 商贸零售估值水平整体呈现波动上扬态势，月初延续上月行情迅速攀升至阶段性高位，接近 53X 估值线，下半月开始呈现两次回调，月末几天触底反弹，强势抬升至 52X 估值线，整体来看 7 月平均估值水平为 48.1X，较上月大幅提升。

行业月度数据跟踪

➢ 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较上月扩大 0.2pct；CPI 环比由上月的下降 0.1%转为上涨 0.6%。食品价格上涨是助推 CPI 上涨的主因，由于结构性因素影响，猪肉和鲜菜两项对物价上涨起到助推作用。餐饮服务逐步恢复，猪肉需求大增，但南方汛情对生猪及鲜菜的生产调运带来不利影响，猪肉价格同比上涨 85.7%，环比上涨 10.3%；鲜菜价格同比上涨 7.9%，环比上涨 6.3%，涨幅均有不同程度的扩大。物价的短期波动将对消费者的消费偏好和消费信心带来一定程度的影响。

➢ 7 月社零总额同比下降 1.1%，居民外出购物和就餐活动逐步恢复，带动市场销售稳步回升，今年以来商品零售首次实现正增长（+0.2%）。从商品品类上来看，限上单位中的必选和可选消费品增速均有不同程度的放缓。主要受到促销活动消费需求集中释放带来的高基数效应影响，各类商品增速高位回落。不过汽车类受益于低基数效应+政策驱动，7 月销量增长明显加快，带动商品零售由降转升。7 月线上实物零售快速增长 15.7%，同比提升 1.4pct，但在促销活动回归常态后，线上渗透率由 25.2%小幅回落至 25%。

➢ 2020Q2 批零行业基金持仓总市值为 532.17 亿元，同比减少 12.56%，但较 2020Q1 环比提升了 11.54%，持仓占比为 1.58%，位居第六。市场标准行业配置比例为 2.52%，批零行业低于标准行业配置比例 0.94pct，维持低配状态。Q2 公墓基金重仓股主要针对行业中的 26 家上市公司布局，重仓个股持有基金数最多、持有数变动幅度最大的均为南极电商。

行业动态新闻

- 商务部：力争到 2022 年，全国品牌连锁便利店达 30 万家；
- 京东物流 30 亿元收购跨越速运集团；
- 海关总署:增加 12 个直属海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点。

投资策略

- 近几月来市场销售降幅不断收窄，消费市场呈现明显复苏态势，实体零售客流明显增长，市场活力稳步回升。下一阶段，随着扩大内需战略的实施，和促消费政策效果的进一步显现，消费品市场有望继续改善。中报业绩披露期限临近，从业绩预告上看，零售企业上半年业绩承压较大，超市业态整体业绩较为突出，大部分百货和购物中心业态净利润同比下滑，少部分实体业态呈现亏损。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，我们建议关注消费者的品类偏好和渠道购物的便利化，以及数据驱动下企业对消费者的触达能力，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真实需求转变，以及企业对消费者需求的即时响应速度和应变能力，主要关注以下几条主线：**1）超市企业重视线上拓展中报业绩预好，业绩驱动下板块具备回调性布局价值：**永辉超市，家家悦；**2）数字基建助力国货品牌加速下沉，龙头拓展增量持续提升市场集中度：**南极电商，珀莱雅；**3）私域营销助力线下渠道重获关注，免税概念助推百货板块逐渐修复估值水平：** 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。

目录

1. 行业市场表现回顾 5

1.1 一级行业概况 5

1.2 细分行业市场表现 5

1.3 个股表现 6

1.4 行业估值情况 7

2. 行业数据跟踪 8

2.1 居民消费价格指数（CPI） 8

2.2 社会消费品零售数据 9

2.3 全国大中型零售企业销售额数据 11

3.基金持仓：行业维持低配状态，南极电商加仓最多 12

3.1 一级行业：行业维持低配状态，Q2 低配比例有所扩大 12

3.2 重仓个股：南极电商重仓持股最多，电商板块获加仓最大 13

4.行业动态新闻 14

5.投资建议 15

6.风险提示 16

图表目录

图 1：2020 年 7 月中信一级行业涨跌幅（%） 5

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 7 月涨跌幅 6

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 7 月涨跌幅 6

表 1：2020 年 7 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 7 月估值水平 PE（TTM） 7

图 7：CPI 当月同比、环比（%） 8

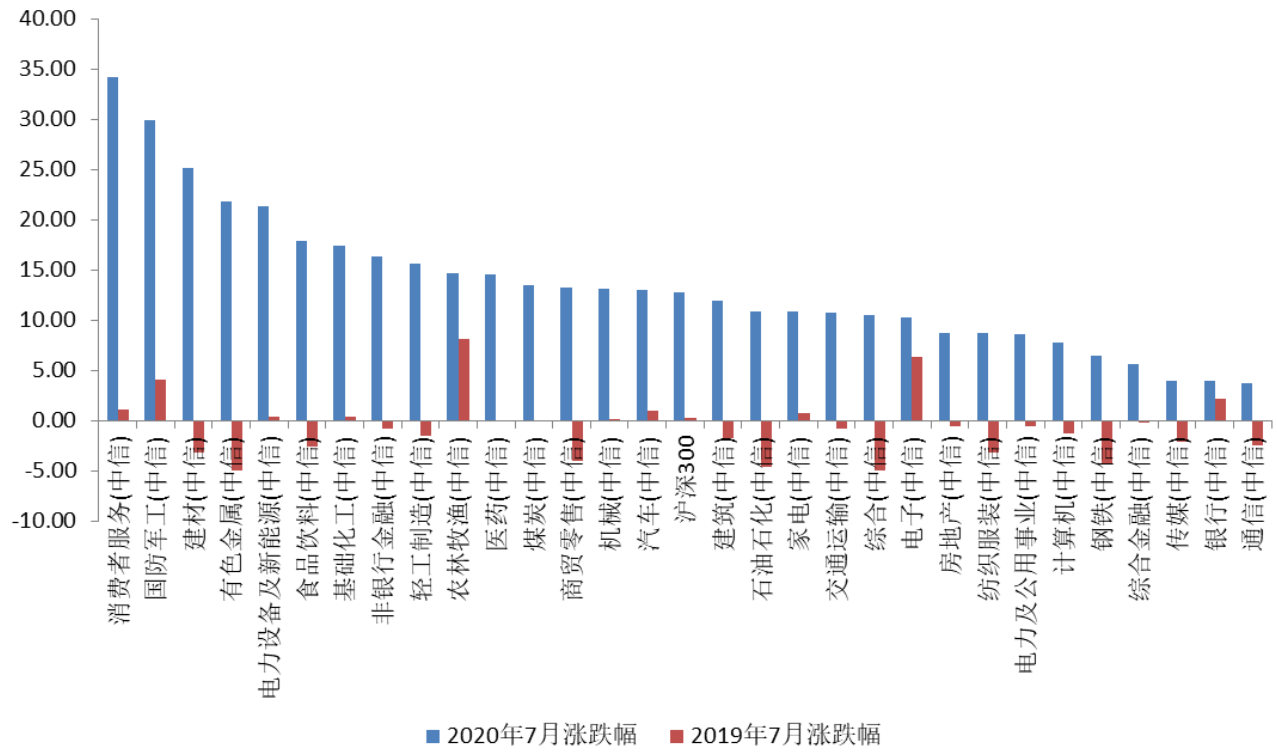
图 8：CPI 当月同比：分类别（%） 8
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 9
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比 10
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 11
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% 11
图 13：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） 12
图 14：网下实体店消费品零售额月度增速（%） 12
图 15：2020Q2VS2020Q1 基金配置比例一级行业分布 12
图 16：2019Q1-2020Q2 批零行业基金配置比例情况 12
表 3：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动 13

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020 年 7 月，沪深 300 指数上涨了 12.75%，与 2019 年同期相比大幅提升了 12.5pct，其中 CS 商贸零售行业上涨 13.28%，而上年同期为下跌 3.98%，跑赢大盘 0.6pct。7 月份中信一级 30 个行业全部呈现上涨状态，其中消费者服务涨幅最高，达 34%。7 月市场情绪持续升温，上半月在海南离岛免税购物政策调整实施成效显著的催化下，免税概念持续乘风破浪，承接海外消费回流浪潮；同时在风险偏好提升和资金面宽裕的叠加影响下，中小市值个股获得市场关注。CS 商贸零售行业 7 月市场表现强于去年同期，在中信 30 个行业排名第 13 位，处于中上游位置，受到市场乐观情绪上升和可选消费稳步增长的积极影响，行业整体表现较为乐观。

图 1：2020 年 7 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

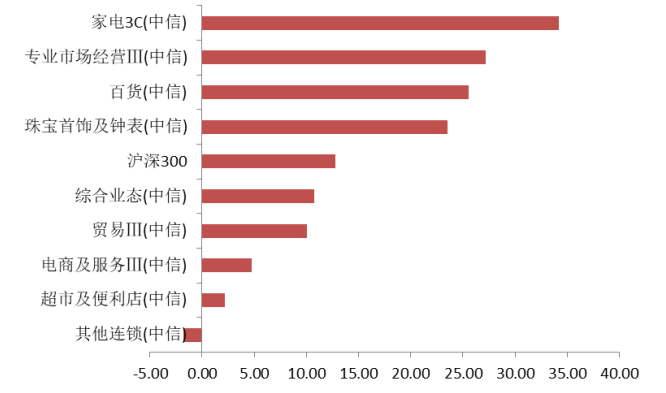
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，在 7 月 CS 零售的三级子行业中，涨跌幅位居前三的子板块分别是家电 3C、专业市场经营、百货，涨跌幅分别为 34.17%、27.21%、25.55%。7 月份连锁板块涨势较好，百货板块涨幅也超过了沪深 300。受到以汽车消费为主的商品零售由降转增的积极影响，叠加低估值修复行情，连锁板块涨势最高；

同时在上半月免税政策利好带动下，百联股份、鄂武商 A、欧亚集团、南宁百货等多家地方国有型上市公司纷纷加入到申请免税资质的行列中，百货板块延续 6 月向好涨势。7 月疫情负面影响持续减退，线下客流水平延续回暖，消费稳步复苏态势得到进一步印证。

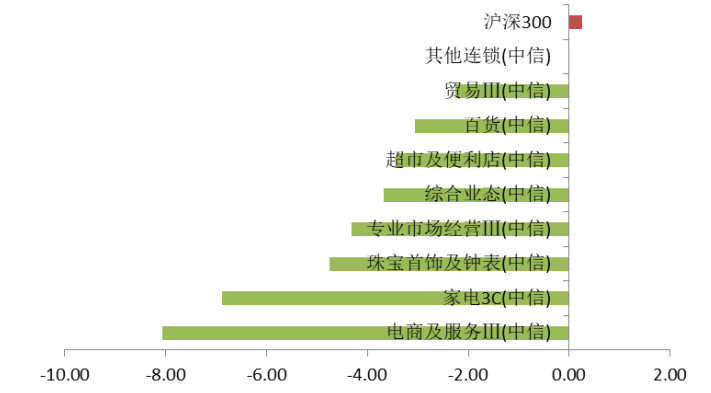
7 月 SW 商业贸易主力净入额为-195.33 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 12。7 月 SW 商贸三级子行业中，各板块主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一班物业经营资金净流出 3.07 亿元，流出最少；SW 百货流出资金最多，净流出 76.37 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 7 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 7 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，7 月共有 88 家上市公司收涨，涨幅居前的有飞亚达、南京新百、鄂武商 A、小商品城和翠微股份，月涨幅均超过 50%，其中飞亚达涨幅最高，达到 111.8%，主要受到免税政策利好带动名表消费回流，以及 H1 预计超预期影响；共有 18 家上市公司收跌，跌幅较深的*ST 新亿、*ST 金钰、家家悦和安德利，月收跌幅度均超过 10%，其中*ST 新亿收跌 47.6%，跌幅最深。

表 1：2020 年 7 月个股涨跌幅情况（%）

7 月涨幅前十的个股			7 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
000026. SZ	飞亚达	111. 80	600145. SH	*ST 新亿	-47. 60
600682. SH	南京新百	70. 61	600086. SH	*ST 金钰	-14. 04
000501. SZ	鄂武商 A	59. 89	603708. SH	家家悦	-11. 77
600415. SH	小商品城	53. 17	603031. SH	安德利	-11. 24
603123. SH	翠微股份	53. 15	300755. SZ	华致酒行	-8. 32
600712. SH	南宁百货	43. 01	002697. SZ	红旗连锁	-7. 97
002187. SZ	广百股份	42. 52	002127. SZ	南极电商	-7. 46
002416. SZ	爱施德	39. 42	300792. SZ	壹网壹创	-6. 32
600827. SH	百联股份	37. 65	002356. SZ	*ST 赫美	-5. 71

002867. SZ	周大生	36. 49	601933. SH	永辉超市	-4. 16

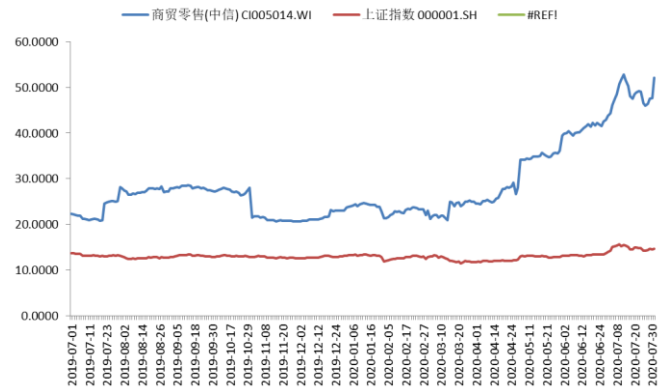
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

2020 年 7 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现波动上扬态势，月初延续上月行情迅速攀升至阶段性高位，接近 53X 估值线，下半月开始呈现两次回调，月末几天触底反弹，强势抬升至 52X 估值线，整体来看 7 月平均估值水平为 48.1X，较上月大幅提升。7 月 CS 一般零售估值走势与行业整体基本吻合，上半月一路上涨接近 64X 估值线，下半月两度探底，月底回调跃过 57X 估值线，板块月均估值水平为 57.4X，较上月大幅提振。

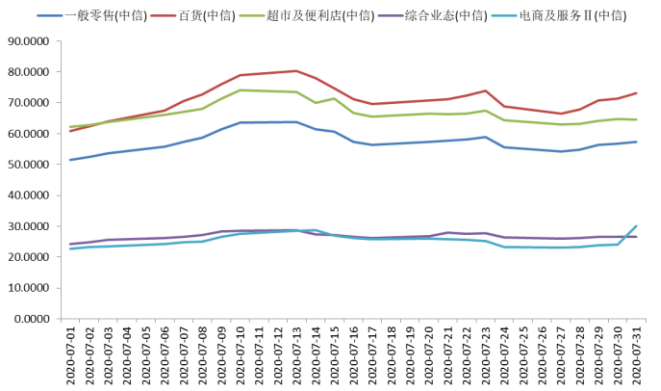
子版块方面，7 月百货板块估值水平与一般零售振幅高度拟合，上半月快速抬升，提振幅度接近 20X，下半月开始在波动中回调并两次下探，在 66X 估值线上终结回调并触底反弹，月末回升至 73X 估值线上，月均 PE 为 71X，较上月持续大幅提升，且显著高于 CS 一般零售估值水平，首度超越超市板块成为子版块中的估值天花板；超市及便利店板块整体估值水平近似“几”字形，上旬快速上升至阶段性高位，触达 74X 估值线，中旬在波动中下行但曾两度反弹触顶，月末回落至 63X 估值线下之后小幅回升，月均 PE 为 66.6X，较上月继续小幅提升，板块估值水平略高于一般零售均值；综合业态板块估值水平相对平稳，上旬快速上涨，随后经历两度回落调整，但整体振幅维持在 4X 估值区间以内，月末 26X 估值线附近，月均 PE 为 26.7X，较上月继续小幅提升，估值水平相对较低；电商及服务板块估值水平月内波动较为平缓，月初小幅提升 29X 下位置，之后缓慢回落到 23X 估值线上，月底一天强势拉升跃过 30X 估值线，板块月均 PE 为 25.4X，较上月小幅提振，板块估值水平在子行业内属最低。

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 7 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

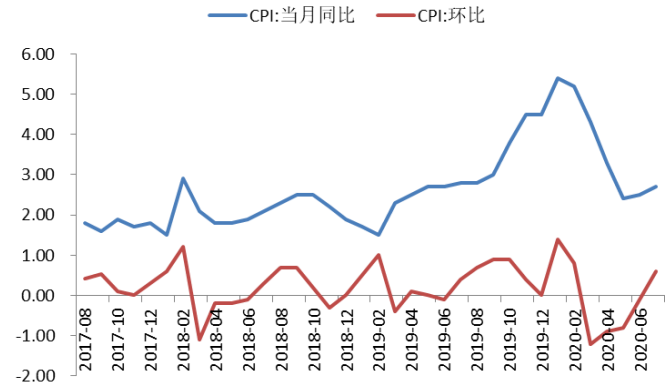
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2020 年 7 月，CPI 同比上涨 2.7%，涨幅较上月扩大 0.2pct。其中食品价格上涨 13.2%，涨幅继续扩大 2.1pct，影响 CPI 上涨约 2.68pct；非食品价格持平。食品中的部分品类受到洪涝灾害对生产、运输和储存等方面的负面影响，猪肉价格上涨 85.7%，涨幅较上月扩大 4.1pct，随着餐饮服务逐渐恢复，对于餐饮相关的猪肉需求有所扩大，同时 7 月南方汛情对生猪的生产和调运产生不利影响，影响猪肉价格上涨。水产品价格上涨 4.7%，涨幅回落 0.1pct；鲜菜价格上涨 7.9%，涨幅扩大 3.7pct，汛情影响生产和调运，对鲜菜价格产生短期冲击，但由于鲜菜生长周期较短，对长期价格不会产生明显推动。鸡蛋价格下降 16.6%，降幅扩大 0.8pct；鲜果价格下降 27.7%，降幅收窄 1.3pct。非食品中，医疗保健价格上涨 1.6%，交通和通信价格下降 4.4%，其中汽油和柴油价格分别下降 15.7%和 17.5%。据测算，在 7 月份 2.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 2.9pct，新涨价影响约为-0.2pct。

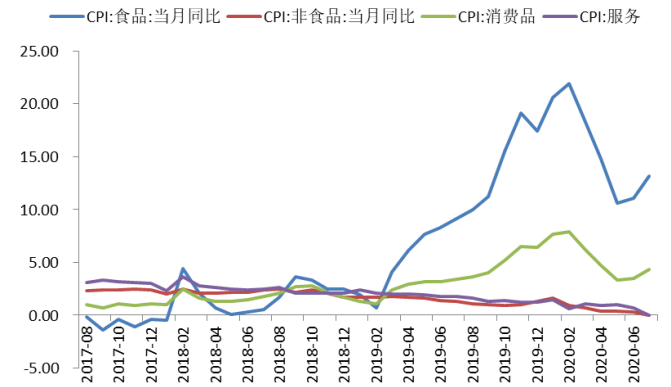
1-7 月 CPI 同比上涨 3.68%，比上半年回落 0.16pct。近两月消费价格涨幅有所扩大，7 月份主要受到食品价格上涨影响，7 月食品价格涨幅影响到居民消费价格总涨幅的 99.3%。食品价格上涨来自于结构性因素，猪肉和鲜菜两项对物价上涨起到助推，一方面由于猪肉价格同比上涨 85.7%，影响 CPI 上涨 2.3pct；另一方面则是鲜菜价格同比上涨 7.9%，影响 CPI 上涨近 0.2pct。物价的短期波动将对消费者的消费偏好和消费信心带来一定程度的影响。

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 由上月的下降 0.1%转为上涨 0.6%。其中食品价格上涨 2.8%，涨幅比上月扩大 2.6pct，影响 CPI 上涨约 0.62pct；非食品价格由上月下降 0.1%转为持平。在食品中，随着餐饮服务等逐步恢复，猪肉消费需求持续增加，但多地洪涝灾害对生猪调运产生一定影响，导致猪肉供给仍然偏紧，价格随之上涨 10.3%，涨幅比上月扩大 6.7pct；受不利天气影响，鲜菜价格上涨 6.3%，涨幅扩大 3.5pct；由于蛋鸡存栏减

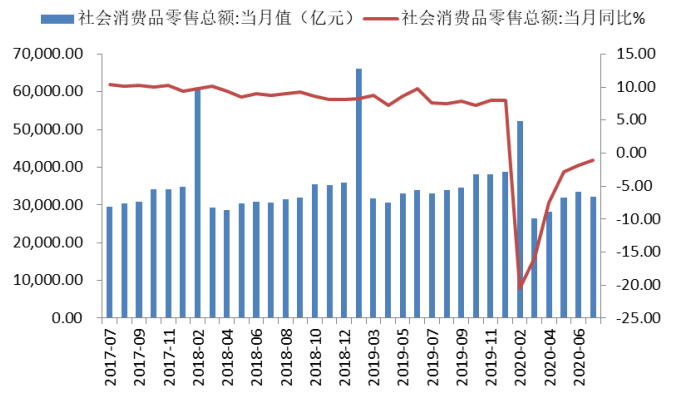
少，夏季产蛋率有所下降，鸡蛋价格在连续 9 个月下降后转为上涨 4.0%；鲜果大量上市，价格继续下降 4.4%，降幅比上月收窄 3.2pct。非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格分别上涨 2.5%和 2.7%；暑期出游增多，飞机票和宾馆住宿价格分别上涨 2.9%和 1.7%；夏装折扣力度加大，服装价格下降 0.5%。7 月各地区各部门统筹做好疫情防控、抢险救灾和经济社会发展工作，积极落实保供稳价政策，市场运行总体有序。

2.2 社会消费品零售数据

2020 年 7 月，社会消费品零售总额 32203 亿元，同比名义下降 1.1%，降幅比上月收窄 0.7pct；其中，除汽车以外的消费品零售额 28894 亿元，下降 2.4%。1-7 月社零增速同比下降 9.9%，较上半年继续收窄 1.5pct，除汽车以外社零同比下降 9.7%，较上半年收窄 1.2pct。按经营单位所在地分，7 月城镇消费品零售额 28025 亿元，同比下降 1.1%，降幅比上月收窄 0.9pct；乡村消费品零售额 4178 亿元，下降 1.3%，降幅比上月扩大 0.1pct。

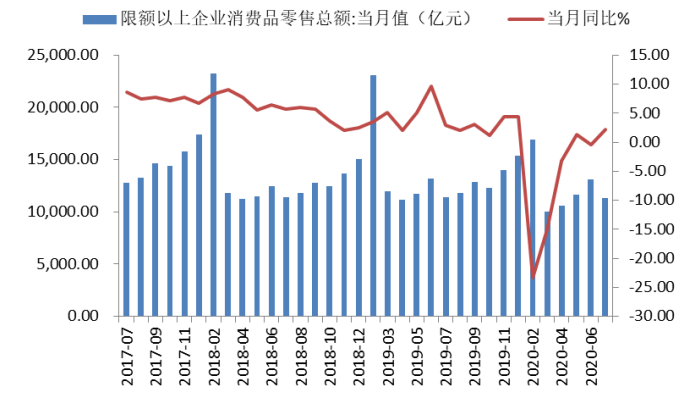
7 月以来，疫情防控形势不断向好，居民生活秩序持续恢复，实体零售企业复商复市稳步推进。在实施扩大内需战略、促进重点商品消费等多项政策带动下，消费品市场进一步好转。居民外出购物和就餐活动逐步恢复，新型消费保持快速增长，带动市场销售稳步回升，今年以来商品零售首次实现正增长，7 月当月同比增长 0.2%，而 6 月时为下降 0.2%，其中限额以上单位商品零售额同比增长 3.0%，比 6 月加快 2.6pct。餐饮收入继续维持回升态势，但疫情防控不时出现新的变化，消费者对健康、安全的关注不断提升，餐饮零售仍处两位数下行区间内，导致社零同比转正仍需时日。

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，限上单位商品中基本生活类用品消费增速放缓，除饮料以外均跌落双位数区间，应是受到 618 囤货效应影响，导致 7 月一般生活必需品类的消费需求下降。7 月限上单位粮油食品类零售额同比增长 6.9%，较上月回落 3.6pct，夏粮实现丰收，创历史新高，产量比上年增长 0.9%，粮食供应稳定，

食品价格不具备上涨基础，零售额增速继续回落；日用品类商品零售额同比增长 6.9%，较上月大幅回落 10pct，经历过 618 的集中囤货效应后，短期内消费者对日用品类的需求放缓，同时随着疫情防控态势的好转，防疫物资需求也进一步下降。饮料和烟酒类商品零售额同比分别增长 10.7%和 5%，较上月分别回落 8.5pct 和 8.3pct，年内餐饮零售持续负增长，居民消费需求释放的制约因素仍然存在，在电商节囤货效应后，饮料和烟酒类商品增速呈现高位回落。

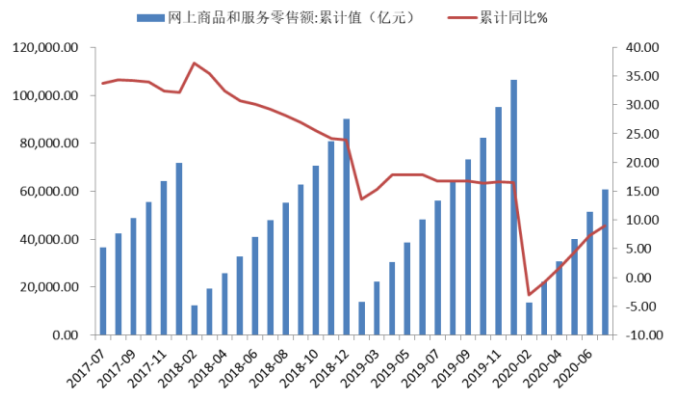
表 2：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07
粮油、食品	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90
饮料	9.7	10.4	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70
烟酒	10.9	12.6	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00
日用品	13.0	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90
服装鞋帽针纺织品	2.9	5.2	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50
化妆品	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20
金银珠宝	-1.6	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50
家用电器和音像器材	3.0	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20
文化办公用品	14.5	19.8	-0.2	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50
家具	6.3	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90
通讯器材	1.0	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30
石油及制品	-1.1	-1.2	-0.4	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90
汽车类	-2.6	-8.1	-2.2	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30

数据来源：国家统计局，山西证券研究所

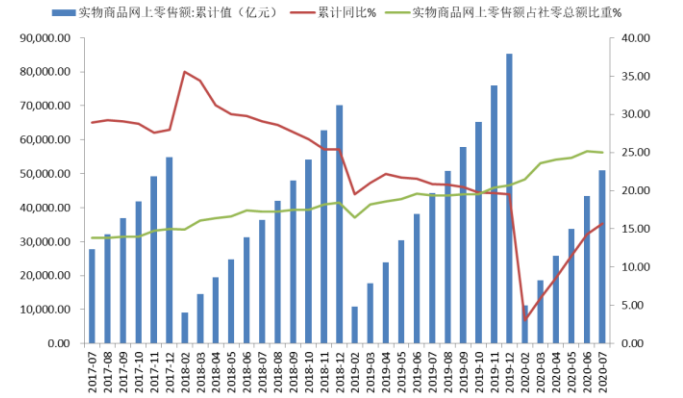
在扩大内需战略升级、促进重点商品消费等相关政策带动下，可选消费品中的消费升级类商品保持较快增长。在限额以上单位 18 个商品零售类值中，12 个商品类别零售额同比增长，其中通讯器材等 4 类商品零售额保持两位数增长。出行类商品中的汽车 7 月份呈现快速增长，由于同期负增速带来的低基数效应，同时受益于中央和地方出台的多项稳定和促进汽车消费政策，7 月限上汽车类商品零售额同比增长 12.3%，7 月份乘用车销售量同比增长 8.5%，比 6 月份加快 6.7pct，销量增长明显加快，同步拉动商品零售额由降转升；石油及制品类增速继续下滑 13.9%，降幅较上月扩大 0.9pct。受益电商购物节促销效应，6 月可选消费各品类增速处于高位，7 月除黄金珠宝以外消费升级类商品增速均有减缓，只有通讯器材类和书报杂志类保持两位数增长。7 月书报杂志类和通讯器材类商品零售额同比分别增长 12.8%和 11.3%，但增速较上月分别回落 4.2pct 和 7.5pct。金银珠宝类零售额同比增长 7.5%，上月为下降 6.8%，主要受益于金价上涨带来的居民消费情绪高涨带动。化妆品类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 9.2%和 7.6%，增速较上月分别回落 11.3pct 和 12.2pct。居住类商品中，家电音箱和家具类同比下降 2.2%和 3.9%，其中家电音箱类同比转负，家具类降幅扩大 2.5pct。

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

消费新动能持续释放，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，直播带货等新型销售形式对带动市场销售发挥了积极作用，带动 7 月线上实物零售快速增长。今年以来，生鲜电商、门店到家等在线零售业态迅速壮大，网络购物保持快速增长，但 7 月直播带货销售额环比下降 40%，在促销活动回归常态后，线上渗透率高位回落。1-7 月全国网上零售额 60785 亿元，同比增长 9.0%，较上半年提高 1.7pct。其中实物商品网上零售额 51018 亿元，增长 15.7%，比上半年加快 1.4pct；占社零总额的比重为 25.0%，同比提升 5.6pct，环比小幅回落 0.2pct。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 38.2%和 18.6%，穿类商品下降 0.9%。

2.3 全国大中型零售企业销售额数据

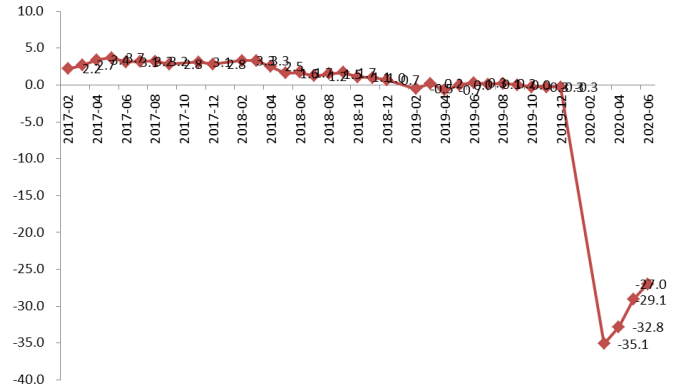
根据中华全国商业信息中心统计，上半年全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 27.0%，降幅较 1-5 月份收窄 2.1pct。其中，二季度同比下降 17.5%，降幅较一季度大幅收窄 17.6pct，实体店零售继续改善；6 月份零售额同比下降 15.2%，降幅环比大幅扩大 2.8pct。家用电器零售额同比下降 2.4%，降幅环比大幅收窄 9.7 个百分点。随着生活秩序有序恢复，居民外出购物增多，上半年实体店零售业务稳步回升，但 6 月份受网络零售侵蚀线下销售额影响，百家数据降幅环比有所扩大。

上半年，在限额以上单位有店铺零售中，各类业态商品零售均比一季度有所改善。上半年限额以上单位超市和仓储会员店商品零售额同比分别增长 3.8%和 14.1%，增速分别比一季度加快 1.9pct、2.5pct；百货店、专业店和专卖店商品零售额同比分别下降 23.6%、14.1%和 14.4%，降幅分别比一季度收窄 11.3pct、10.6pct 和 14.3pct。

实体零售降幅大于市场平均水平。上半年实体店消费品零售额同比下降 17.7%，降幅较 1-5 月份收窄 1.6pct。其中，6 月份同比下降 9.8%，降幅较上月扩大 0.8pct。上半年限额以下单位和个体户商品零售额实现 98392 亿元，同比下降 8.5%，降幅较 1-5 月收窄 1.7pct。限额以下单位和个体户商品零售额占商品零售总

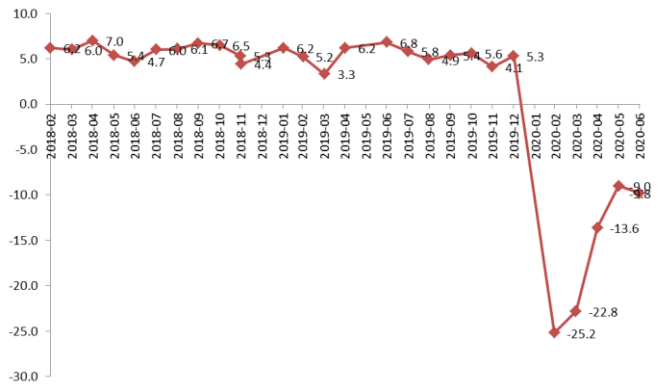
额的比重为 62.4%，其中 6 月份限额以下单位和个体户商品零售额同比下降 0.6%，降幅较上月收窄 2.1pct。实体商业行业集中度整体较低，商品零售中有超过 60%的零售额由限额以下单位和个体户贡献，实体龙头的市场份额仍然存在较大的提升空间。

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

3.基金持仓：行业维持低配状态，南极电商加仓最多

3.1 一级行业：行业维持低配状态，Q2 低配比例有所扩大

2020Q2，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 532.17 亿元，同比减少了 12.56%，但较 2020Q1 环比提升了 11.54%，持仓占比为 1.58%，位居第六。市场标准行业配置比例为 2.52%，批零行业低于标准行业配置比例 0.94pct，维持低配状态。配置比例同比降低 1.32pct，环比下降 0.19pct；低配比例同比减少 1.25pct，环比下降 0.19pct。从 2020 上半年来看，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，但到 Q2 又呈现小幅回落。预计在市场资金面充裕的状态下，Q3 行业持仓份额有望触底反弹。

图 15：2020Q2vs2020Q1 基金配置比例一级行业分布

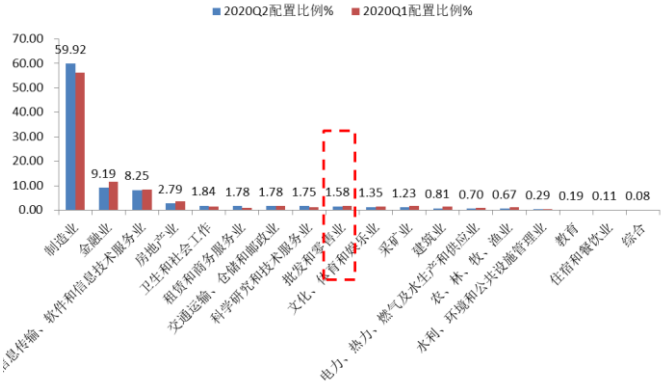
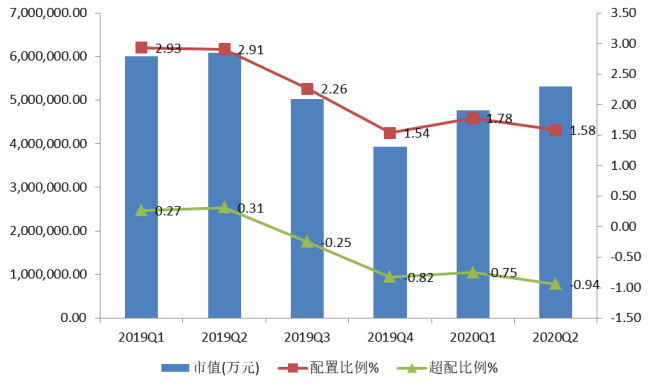


图 16：2019Q1-2020Q2 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所　　数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 重仓个股：南极电商重仓持股最多，电商板块获加仓最大

2020Q2 公墓基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 26 家上市公司布局，比 20Q1 新增 5 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（151）、永辉超市（59）、家家悦（48）、壹网壹创（27）、老凤祥（23），基金持有数变动幅度排行前五的分别是南极电商（+83）、华致酒行（+15）、王府井（+13）、豫园股份（+8）、周大生（+7）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是南极电商、豫园股份、周大生、华致酒行、步步高，持仓变动分别是 1458.65 万股、882.87 万股、598.21 万股、560.55 万股、478.98 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是南极电商（23.1%）、壹网壹创（19.63%）、值得买（+8.21%）、永辉超市（7.05%）、家家悦（6.2%）。

表 3：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2020Q2 持有基金数↓	2020Q1 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	151	68	1, 458. 65	23. 01	电商及服务 III
300792. SZ	壹网壹创	27	37	-6. 38	19. 63	电商及服务 III
300785. SZ	值得买	4	3	68. 57	8. 21	电商及服务 III
002024. SZ	苏宁易购	3	6	-51. 83	0. 00	电商及服务 III
002640. SZ	跨境通	1	0	2. 00	0. 00	电商及服务 III
601933. SH	永辉超市	59	144	-14, 823. 54	7. 05	超市及便利店
603708. SH	家家悦	48	44	361. 88	6. 20	超市及便利店
002697. SZ	红旗连锁	15	22	-935. 24	3. 00	超市及便利店
600827. SH	百联股份	8	3	-44. 15	0. 04	超市及便利店
002251. SZ	步步高	6	2	478. 98	0. 59	超市及便利店
600612. SH	老凤祥	23	18	381. 01	5. 14	珠宝首饰及钟表
002867. SZ	周大生	22	15	598. 21	3. 03	珠宝首饰及钟表
600655. SH	豫园股份	10	2	882. 87	0. 57	珠宝首饰及钟表
600859. SH	王府井	18	5	213. 32	0. 74	百货
600729. SH	重庆百货	7	22	-411. 77	0. 91	综合业态
002419. SZ	天虹股份	4	4	-1, 258. 46	0. 32	综合业态
000501. SZ	鄂武商 A	3	7	-3, 306. 10	0. 66	百货
600814. SH	杭州解百	1	1	-1. 89	0. 00	百货
300755. SZ	华致酒行	15	0	560. 55	4. 71	其他连锁
603214. SH	爱婴室	1	7	-219. 99	0. 03	其他连锁

数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，2020Q2 电商及服务板块获得基金加仓数量最多，主要受到南极电商持仓增加 83 家影响，在流量为王的存量竞争时代，市场开始关注电商平台的流量分发权，南极电商以其多年累积的品牌

规模优势、极具性价比的产品和丰富的供应链护城河，驱动公司 GMV 保持较高增速成长；而壹网壹创在前两个季度的加仓后遇冷，估值偏高，遭遇 10 家基金减仓。疫情影响全球经济下行风险较高，避险情绪带动金价持续温和上涨，二季度基金较为看重珠宝首饰板块个股，同时线上直播带货风口正盛，珠宝品牌商受益直播红利迎来价值重估，豫园股份、周大生和老凤祥分别获得 8 家、7 家、5 家基金持加仓；百货和综合业态在二季度客流情况仍未恢复至常态，且受到线上 618 购物节的分流效应影响，上半年业绩承压，但 6 月份王府井获得免税品经营资质带动热钱涌入，王府井获得 13 家基金加仓，而重庆百货、鄂武商 A 分别遭遇 15 家、4 家减仓。超市及便利店板块在二季度基金持仓层面遇冷，主要受到永辉超市遭遇大幅减仓 85 家的影响，其中红旗连锁也遭到 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，伴随二季度物价水平持续回落，市场供需水平逐渐回归常态，其中家家悦获得 4 家基金加仓。

4.行业动态新闻

- **商务部：力争到 2022 年，全国品牌连锁便利店达 30 万家**

8 月 11 日，商务部办公厅印发《关于开展便利店品牌化连锁化三年行动的通知》，拟在全国范围开展三年行动。《通知》指出，要聚焦影响便利店发展的关键领域和薄弱环节，加快网点布局，推动数字化改造，建立智慧供应链，通过“新建一批、加盟一批、提升一批”，全面推进便利店品牌化连锁化发展，力争到 2022 年，全国品牌连锁便利店门店总量达到 30 万家。《通知》明确了做大便利店规模、推动提质增效、提升服务能力三项重点任务，以及优化政策环境、完善工作机制、加强企业培育、加强统计监测、加强总结宣传等保障举措。要求进一步深化“放管服”改革，加大政策支持力度，推动便利店品牌化、连锁化发展，成为消费便利的主要载体，便民服务的重要平台。（联商网）

- **京东物流 30 亿元收购跨越速运集团**

8 月 14 日消息，京东物流集团宣布，与跨越速运集团达成战略合作。京东在港交所发布公告称，京东物流将以 30 亿元收购跨越速运现时股份及认购跨越速运已发行新股份进行。预期该交易将于 2020 年第三季度完成。据悉，双方将基于各自的物流网络和产品矩阵进行优势互补，深化技术协同和资源共享，以客户体验为核心，面向社会提供领先的、多元的全供应链服务，为行业高质增长持续创造长期价值。京东物流集团 CEO 王振辉表示，“很高兴和跨越速运达成合作，双方共同致力于为客户提供最佳服务体验，价值观高度契合。跨越速运长期深耕的企业品牌和运营质量值得充分信赖，在高时效快运产品、技术创新以及精细化管理上有着明显优势，对于京东物流持续打造行业领先的一体化供应链服务，推进技术驱动和对外开放战略具有重要意义。双方将基于各自优势深化合作，发挥协同效应，不断提升客户体验和行业效率，

为夯实社会供应链基础设施继续努力。”（联商网）

- **海关总署:增加 12 个直属海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点**

8 月 14 日消息，海关总署最新发布关于扩大跨境电子商务企业对企业出口监管试点范围的公告：在现有试点海关基础上，增加上海、福州、青岛、济南、武汉、长沙、拱北、湛江、南宁、重庆、成都、西安等 12 个直属海关开展跨境电商 B2B 出口监管试点。据了解，该公告自 2020 年 9 月 1 日起施行。（亿邦动力网）

5.投资建议

当前疫情影响尚未完全消弭，部分地区疫情防控态势反复，制约居民消费释放的不利因素仍存，消费品市场规模尚未恢复至疫情前水平。因疫情兴起的直播带货模式也开始遇冷，在经历过二季度电商购物节大促后，消费者前期抑制的消费需求得到了集中释放。到了三季度，随着线上促销力度回归常态，以及线下商业活动的逐渐恢复，直播消费的热情逐渐降温，此前引发的价格战、质量问题和数据造假等缺陷层出不穷，行业发展引发一系列理性思考。伴随《市场监管总局关于加强网络直播营销活动监管的指导意见（征求意见稿）》向社会公开征求意见，直播带货由跑马圈地的粗放式发展逐渐走向规范，下一步将会步入精细化运营的存量竞争时代。近几个月以来，市场销售降幅不断收窄，消费市场呈现明显复苏态势，零售业商务活动指数连续五个月在荣枯线以上，实体零售客流明显增长，市场活力稳步回升。下一阶段，随着扩大内需战略的实施，和促消费政策效果进一步显现，消费品市场有望继续改善。

中报业绩披露期限临近，从业绩预告上看，零售企业上半年业绩承压较大，超市业态整体业绩较为突出，大部分百货和购物中心业态净利润同比下滑，少部分实体业态呈现亏损。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，我们建议关注消费者的品类偏好和渠道购物的便利化，以及数据驱动下企业对消费者的触达能力，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真实需求转变，以及企业对消费需求的即时响应速度和应变能力，主要关注以下几条主线，

1） **在三季度疫情防控态势反复的不确定性影响下，超市企业持续提升对线上渠道重视程度，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，头部企业实现中报业绩大幅提振，板块具备业绩向好驱动下的回调性布局价值，**建议关注发展商品资源优势、促进线上线下融合、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力和拓进 2B 端业务，形成规模效应，保有更大的市场占有率，以品质和服务为核心，拥有打造全方位供应链体系和超市型服务平台的能力的**永辉超市**；以及持续强化区域密集布局、多业态发展和供应链能力建设，年内通过发展新店、合并河北家家悦和山东华润，带动同店收入提升明显，持续深耕胶东发展全国、店部升级改造、强化生鲜食品供应链效率的**家家悦**；

2） **伴随消费回流和消费升级的双轮驱动，下沉市场成为电商领域增长的最大动力。依托我国消费互联网的普及度和底层数字设施的丰富度，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，品牌基于庞大的用户基数、极致性价比的产品、丰富的供应链和多元化的平台流量，在品牌规模化生产下拥有存量竞争优势，持续打造合作产业链护城河，预计未来 GMV 仍将保持中高速增长的**南极电商**；以及拥有强大的自主生产、专业研发创新能力和先进的供应链管理体系，搭建多渠道销售体系，实现差异化多品牌矩阵的构建，持续精细化运营各电商平台，电商渠道营收占比近 50%，受益线上渠道销售增长快速成长的**珀莱雅**；

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，后疫情时代线下渠道重获市场关注，实体店积极拥抱导购直播、社群营销等私域模式，同时市内免税概念为百货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**；以及采取轻资产、整合运营型经营策略，专注于品牌运营、渠道管理、产品研发和供应链整合，稳步扩大市场份额、持续加大拓展力度，积极拥抱直播新模式开拓线上业务新增量，在品牌集中度提升的同时强调拓店质量的**周大生**。

6.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