

## 零售

## 零售行业中报综述

## 评级

报告原因：专题报告

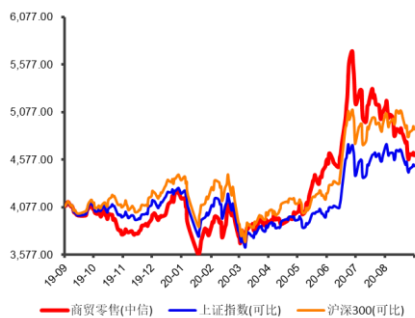
二季度板块业绩趋于回暖，线上渗透率全面提升

看好

2020年9月17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9月投资策略：社零增速年内首次转正，可选消费加快增长

零售行业2020年中期策略：电商加速下沉渗透，直播迎来黄金时代

分析师&amp;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

➤ **传统业态转型变革，线上渗透率全面提升。**2020年1-8月CPI同比上涨3.5%，较1-7月回落0.18pct，整体呈现结构性上涨，但涨幅趋势性回落。年初的新冠肺炎疫情对我国经济造成冲击，随着复商复市的加快推进，市场需求进一步回升，供求关系总体稳定。受到疫情的持续影响，1-8月社会消费品零售总额同比下降8.6%，但市场销售复苏态势明显，到8月单月已经实现年内首次正增长。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，消费市场整体处于复苏态势，从品类上看，必选消费品增长保持稳健，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，网上商品销售继续保持较快增长，线上渠道渗透率较年初全面提升。

➤ **百货+综合：营收降幅环比收窄，二季度利润实现转正。**单Q2百货+综合营收369.84亿元，同比-47.16%，归母净利润24.68亿元，同比-21.76%。上半年百货及综合板块收入端降速环比略有收窄，二季度随着复商复市的逐步推进，单Q2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。但是受到来自疫情的持续影响客流不及往年同期水平，同时疫情影响消费者的购物偏好，在选购非必需品时更加追求性价比、物有所值，且购物意愿也有所降低，再加上电商分流的部分影响，多重因素共同导致以可选消费品为主的百货行业增长承压。

➤ **超市：营收规模基本持平，二季度利润稳步提升。**单Q2超市营收486.80亿元，同比-7.11%，归母净利润8.05亿元，同比+12.23%。上半年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优势得以凸显，但Q2由于去年同期基数较高影响，板块营收增速回落至与上年同期基本持平的状态，利润端增速环比小幅提升。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。由于超市企业具有较强抗风险能力，疫情期间虽然客流量有所下降但客单价和同店收入均显著提升，头部企业营收利润增速逆势增长，好于市场平均水平。

➤ **专营连锁：营收增速有所放缓，二季度盈利改善明显。**单Q2专营连锁营收600.57亿元，同比-2.28%，归母净利润4.40亿元，同比-21.92%。上半年连锁板块收入规模与上年同期基本持平，但单二季度收入端增速放缓，规模上不及去年同期水平，同比增速由Q1的+4.09%转为Q2的-2.28%；不过单Q2利润端实现盈利，且降幅环比大幅收窄，改善明显，而Q1时为



亏损状态。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：营收增速小幅回暖，二季度净利由亏转盈。**单 Q2 电商板块营收 679.29 亿元，同比-14.64%，归母净利润 10.55 亿元，同比-59.52%。二季度电商板块收入端小幅回升，归母净利润由亏转盈，利润端增速明显改善，但仍为下滑状态，主要受到苏宁易购和跨境通利润下降较多的影响。目前电商及服务板块仅有 5 只成分股，且营收规模有 90%来自苏宁易购。

➤ **2020Q2 基金持仓：行业维持低配状态，南极电商加仓最多。**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 公募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。

### 投资策略

➤ 国内疫情防控形势趋稳，消费拉动国内经济逐渐复苏，前期防控限流措施逐渐放宽、居民外出意愿逐渐增强，为消费恢复性增长提供了较好的基础。零售业作为内循环体系中最重要的一环，将会得益于经济质量的不断提高和消费环境的持续优化，未来线上线下一体化将成行业发展必然趋势。后疫情时代消费者的购物方向出现明显转变，线上购物呈现多元化发展且渠道占比逐渐提升，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、渠道购物的便利化，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去中心化需求，主要关注以下几条主线：1) 超市行业重视到家业务拓展，头部企业在业绩驱动下具备回调性布局价值：永辉超市，家家悦；2) 国货品牌加速下沉渗透，龙头企业持续提升低线市场集中度：南极电商，丸美股份；3) 实体商业拥抱私域内容营销，免税概念助推百货板块逐渐修复估值水平：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. 传统业态转型变革，线上渗透率全面提升 .....	5
1.1 CPI 结构性上涨，食品价格贡献较多 .....	5
1.2 必选稳健可选加快复苏，线上渗透率高位回落 .....	6
1.3 小型业态逆势上涨，电商平台增长强劲 .....	9
1.4 政策定调内循环，刺激消费提质增效 .....	10
2. 营收环比改善利润转盈，超市板块盈利稳步提升 .....	11
2.1 百货+综合：营收降幅环比收窄，二季度利润实现转正 .....	11
2.2 超市：营收规模基本持平，二季度利润稳步提升 .....	14
2.3 专营连锁：营收增速有所放缓，二季度盈利改善明显 .....	16
2.4 电商及服务：营收增速小幅回暖，二季度净利由亏转盈 .....	18
3. 2020Q2 基金持仓：行业维持低配状态，南极电商加仓最多 .....	20
3.1 一级行业：行业维持低配状态，Q2 低配比例有所扩大 .....	20
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 .....	20
4. 投资建议及个股推荐 .....	22
4.1 行业估值：年内中枢上移，八月震荡回调 .....	22
4.2 投资建议：二季度业绩改善，线上渗透率提升 .....	22
5. 风险提示 .....	24

## 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 (%) .....	6
图 4：限上消费品零售总额当月 (亿元) 及同比 (%) .....	6
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：现代通路主要零售商市场份额（中国市场）	10
图 10：电商整体渗透率不断提升	10
图 11：构建国内大循环的五大抓手	11
图 12：CS 百货综合 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%	12
图 13：CS 百货综合 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%	12
图 14：CS 百货综合 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%	13
图 15：CS 百货综合 19-20Q2 毛利率+净利率+ROE（%）	13
图 16：CS 超市 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%	14
图 17：CS 超市 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%	14
图 18：CS 超市 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%	15
图 19：CS 超市 19-20Q2 毛利率、净利率、ROE（%）	15
图 20：CS 专营连锁 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%	16
图 21：CS 专营连锁 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%	16
图 22：CS 专营连锁 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%	17
图 23：CS 专营连锁 19-20Q2 毛利率净利率、ROE（%）	17
图 24：CS 电商 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%	18
图 25：CS 电商 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%	18
图 26：CS 电商 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%	19
图 27：CS 电商 19-20Q2 毛利率、净利率、ROE（%）	19
图 28：2020Q2VS2020Q1 基金配置比例一级行业分布	20
图 29：2019Q1-2020Q2 批零行业基金配置比例情况	20
表 2：部分零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动	20
图 30：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM）	22
图 31：零售子版块 1-8 月估值水平 PE（TTM）	22
表 3：覆盖上市公司列表	24

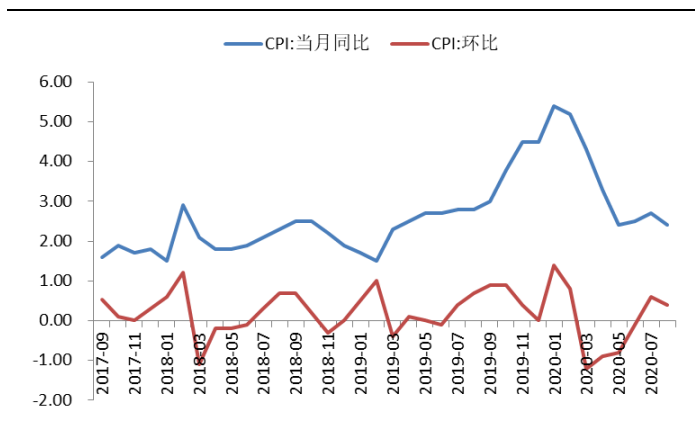
## 1. 传统业态转型变革，线上渗透率全面提升

### 1.1 CPI 结构性上涨，食品价格贡献较多

2020 年 1-8 月 CPI 同比上涨 3.5%，较 1-7 月回落 0.18pct。年初的新冠肺炎疫情对我国经济造成冲击，随着复工复产、复商复市的加快推进，市场需求进一步回升，供求关系总体稳定。1-8 月份 CPI 整体呈现结构性上涨，但涨幅趋势性回落。分月看，CPI 涨幅呈现前高后低走势。受新冠肺炎疫情和春节因素影响，1-2 月 CPI 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%，随着交通物流逐渐恢复，各地加大保供力度，市场供需状况逐渐好转；从 3 月开始，CPI 环比连续四个月下降，同比涨幅也由 3 月份的 4.3% 回落到 6 月份的 2.5%；7-8 月消费价格涨幅有所扩大，受到食品价格上涨影响，7-8 月 CPI 环比分别上涨 0.6% 和 0.4%，同比分别上涨 2.7% 和 2.4%，整体维持在“2 时代”。

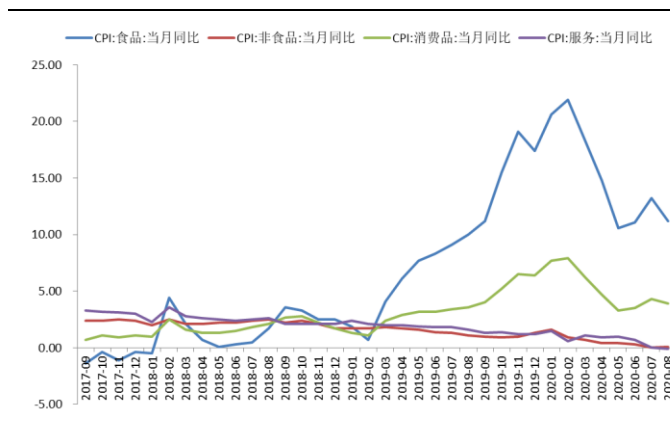
价格变动主要受到食品价格上涨的影响，食品价格上涨来自于结构性因素，其中猪肉价格变动占比较多。1-8 月，食品价格上涨 15.2%，涨幅比去年同期扩大 9.3pct。其中，猪肉价格上涨 93.4%，涨幅比去年同期扩大 78.4pct。由于经济社会生产和居民生活秩序的恢复，市场需求增加，客观上带来猪肉价格环比上涨。但是在猪肉产能供给稳步增加的态势下，同时由于去年同期的高基数效应，导致 8 月猪肉价格同比涨幅明显回落。总体来看，随着生猪供应改善、存栏量增加，猪肉价格有望保持稳定。后期虽然需求有所恢复，但是大幅上涨的可能性较小。

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

年初在新冠肺炎疫情、春节、非洲猪瘟疫情与“猪周期”等因素的共同作用下，猪肉价格快速上涨，带动食品价格同比涨幅达到阶段性高点 21.9%；中央出台保供稳价政策后，猪肉储备投放供应逐渐改善，生猪产能逐步恢复，产销秩序逐渐正常，3 月起猪肉价格连续下降，5 月份带动食品价格同比涨幅也回落至 10.6%；6-7 月，受生猪出栏减缓、进口量减少、餐饮相关需求回升和南方汛情等因素影响，猪肉价格环比

略有上涨；8月猪肉产能供给稳步增加，加速去年同期基数较高，同比价格明显回落。在猪肉价格变动影响下，相关替代品牛肉和羊肉的价格同比涨幅也逐步回落，1-8月价格分别上涨19.2%和11%；单8月，鸡肉和鸭肉价格分别下降1.6%和0.9%，为近三年来首次下降。去年鸡苗补栏、扩栏明显，鸡蛋供应充足，1-8月蛋类价格下降6.3%。

鲜菜价格季节性变动特征明显，1-8月鲜菜价格累计上涨4.9%。2月受疫情影响同比上涨10.9%，3-5月同比均呈下降态势，且降幅逐月扩大，但从6月起鲜菜价格开始上涨，主要受到洪涝灾害对部分地区的鲜菜生产、贮运造成短期冲击，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。受去年同期对比基数较高影响，鲜果价格同比持续下降，1-8月累计下降16%。

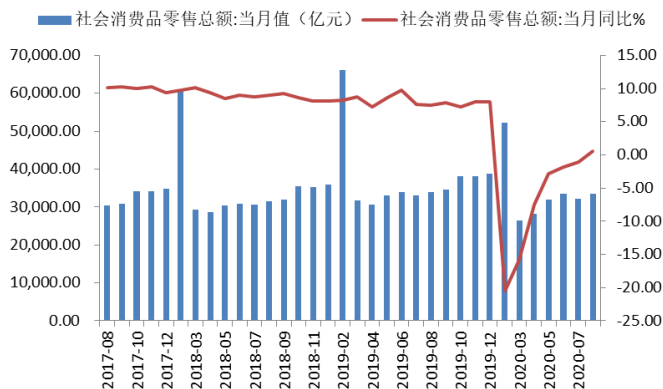
## 1.2 必选稳健可选加快复苏，线上渗透率高位回落

受到新冠肺炎疫情的持续影响，1-8月社会消费品零售总额同比下降8.6%，但市场销售复苏态势明显，到8月单月已经实现年内首次正增长。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，市场销售明显好转。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，消费市场整体处于复苏态势。分季度看，二季度社零总额同比下降3.9%，降幅比一季度收窄15.1pct，扣除价格因素，实际下降5.2%，收窄16.7pct；1-8月社零同比下降8.6%，降幅较1-7月继续收窄1.3pct。从市场规模看，二季度实现社会消费品零售总额9.4万亿元，总量比一季度增加1.5万亿元；1-8月社会消费品零售总额已经实现23.8万亿元。随着经济的稳步恢复，居民就业、收入水平持续增加；国内疫情防控态势总体稳定，前期防控限流措施逐渐放宽、居民外出意愿逐渐增强，为消费恢复性增长提供了较好的基础，消费品市场月度增速好转态势进一步延续。8月份社零同比增长0.5%，为今年以来首次正增长，上月为下降1.1%；扣除汽车类商品，8月份社零同比下降0.6%，降幅比上月收窄1.8pct。

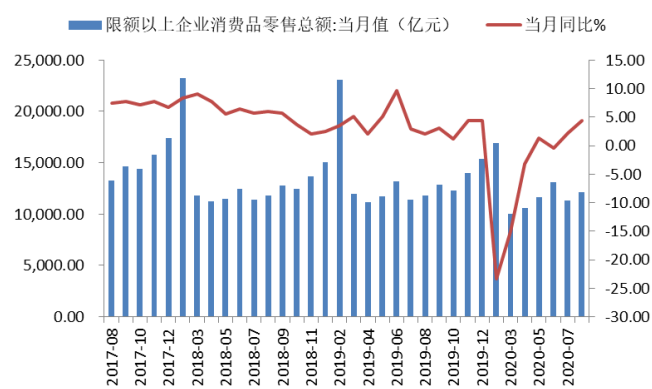
按经营单位所在地分，城乡消费品市场均有好转，乡村消费品市场发展好于城镇市场。1-8月城镇消费品零售额20.7万亿元，同比下降8.7%；乡村消费品零售额3.1万亿元，下降8.3%。分季度看，二季度城镇消费品零售额降幅比一季度收窄15.2pct，乡村消费品零售额降幅收窄13.8pct。从月度数据看，自3月份以来，城乡市场均呈持续回升态势，到8月，城镇和乡村消费品零售额同比分别上涨0.5%和0.7%，增速均实现年内首次转正，市场规模均已超过上年同月水平。从半年度数据看，在农村地区物流体系不断完善、农村电子商务快速发展等多因素带动下，上半年乡村消费品零售额降幅比城镇消费品零售额低0.6pct。从居民消费支出看，上半年农村居民人均消费支出实际下降6.0%，降幅低于城镇居民人均消费支出。

图3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）

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



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总体增长保持稳健，增速有升有降。1-8月限上单位粮油食品类零售额同比增长11.0%，其中单8月同比增长4.2%，较上月继续回落2.7pct，夏粮和早稻都实现了丰收，今年夏粮产量增长0.9%，早稻增长3.9%，同期夏粮和早稻合计比上年增产45亿斤，为全年粮食稳定奠定良好基础。饮料类商品零售额累计同比增长10.9%，其中单8月同比增长12.9%，较上月回升2.2pct，8月电商购物节叠加餐饮零售逐步恢复的双重影响，饮料类增速逐渐回升。日用品类商品零售额累计同比增长6.3%，其中单8月同比增长11.4%，较上月大幅回升4.5pct，电商节囤货效应影响逐渐减弱，日用品类消费逐渐回归往期水平。烟酒类累计同比下降1.3%，其中单8月同比增长3.1%，增速较上月继续回落1.9pct。

表1：限额以上批零销售额分类别：当月同比

	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08
粮油、食品	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2	11.4	10.5	6.90	4.20
饮料	10.4	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3	12.9	16.7	19.2	10.70	12.90
烟酒	12.6	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4	7.1	10.4	13.3	5.00	3.10
日用品	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3	8.3	17.3	16.9	6.90	11.40
服装鞋帽针纺织品	5.2	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8	-18.5	-0.6	-0.1	-2.50	4.20
化妆品	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6	3.5	12.9	20.5	9.20	19.00
金银珠宝	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1	-12.1	-3.9	-6.8	7.50	15.30
家用电器和音像器材	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7	-8.5	4.3	9.8	-2.20	4.30
文化办公用品	19.8	-0.2	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1	6.5	1.9	8.1	0.50	9.40
家具	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7	-5.4	3.0	-1.4	-3.90	-4.20
通讯器材	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5	12.2	11.4	18.8	11.30	25.10
石油及制品	-1.2	-0.4	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8	-14.1	-14.0	-13.0	-13.90	-14.50
汽车类	-8.1	-2.2	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1	0.0	3.5	-8.2	12.30	11.80

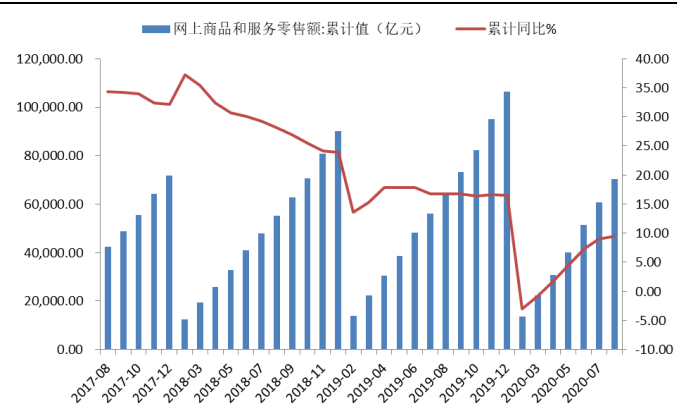
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着居民生活逐步恢复，市场销售持续改善态势进一步增强，消费品市场加速恢复，可选消费品中的消费升级类商品加快增长。在8月份限额以上单位18个商品类别中，14类商品零售额同比增长，其中化妆

品、通讯器材等 7 类商品零售额两位数增长，体育娱乐用品、文化办公用品等 9 类商品零售额连续 5 个月增长。出行类商品中，汽车销售持续回暖，1-8 月限上单位汽车类零售额同比下降 8.8%，但是在低基数、新品上市、车展促销及促进汽车消费政策等多因素的作用下，单 8 月限上单位汽车类商品零售额同比增长 11.8%，增速环比回落 0.5pct，继续保持两位数较快增长。居住类商品中，1-8 月家电音像类和家具类同比分别下降 9% 和 11.4%，其中单 8 月家电音像类同比增长 4.3%，上月为下降 2.2%；家具类同比下降 4.2%，降幅继续扩大 0.3pct。

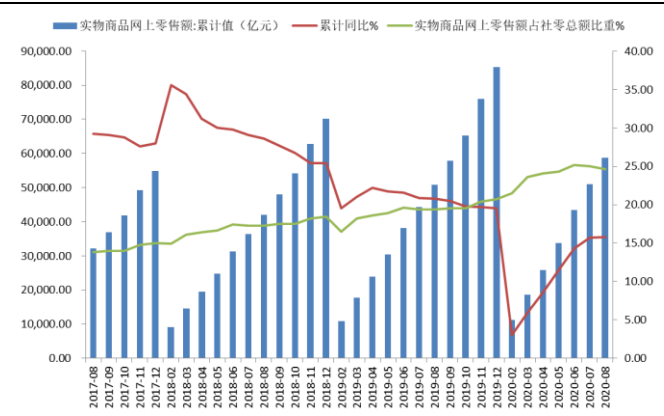
随着复商复市的持续推进，可选消费品增速改善明显，8 月消费升级类商品零售加快增长。限上通讯器材、化妆品和金银珠宝类零售额单 8 月同比分别增长 25.1%、19.0%、15.3%，均实现两位数增长，增速较上月分别提高 13.8pct、9.8pct、7.8pct。虽然受疫情的冲击，但消费者对品质生活的追求还在持续发酵。8 月，包含小米、红米、vivo、realme 以及三星在内的 5 家厂商发布了 8 款新机型，其中小米、三星发布的手机均定位旗舰机，而其它则定位中低端机型。在去年同期的低基数效应和 818 购物节促销的叠加影响下，消费者集中释放了换机需求。颜值经济下消费者对化妆品类的需求不断上涨，8 月处于夏秋之交，在换季需求的促进下，消费者在化妆品类上的消费加快增长。金价上涨叠加婚庆需求的逐步恢复，带动居民在珠宝首饰上的消费情绪高涨。体育娱乐用品类和文化办公用品类商品零售额分别增长 8.9% 和 9.4%，比 7 月加快 1.3pct、8.9pct。

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

在疫情防控常态化态势下，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。今年以来，生鲜电商、门店到家等线上零售模式迅速壮大，6 月中的“618”，8 月中“818 购物节”“七夕节”促销等线上活动相继推出，网络商品销售继续保持较快增长。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，线上渗透率持续高位回落。1-8 月全国网上零售额 70326 亿元，同比增长 9.5%，较 1-7 月提高 0.5pct。其中实物商

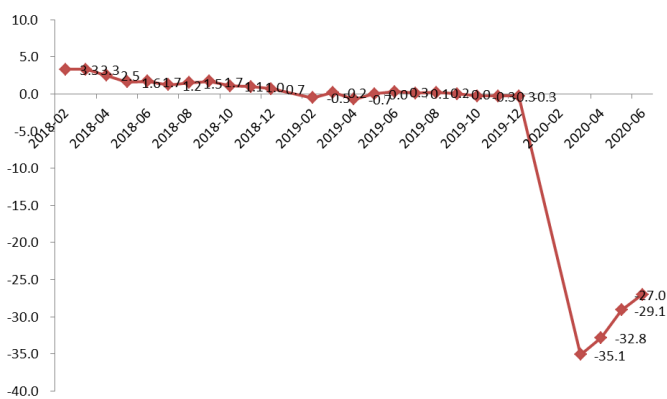


品网上零售额 58651 亿元，增长 15.8%，比 1-7 月加快 0.1pct；占社零总额的比重为 24.6%，同比提升 5.2pct，环比继续回落 0.4pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.4%、1.1% 和 18.3%。

### 1.3 小型业态逆势上涨，电商平台增长强劲

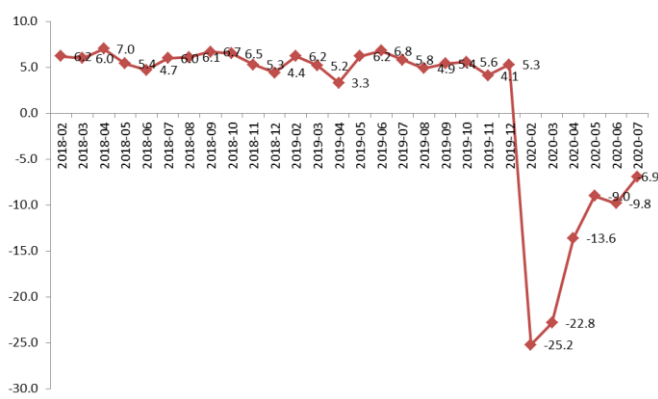
根据中华全国商业信息中心的统计，1-7 月份全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 24.8%，降幅较 1-6 月份收窄 2.2pct。其中，7 月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 7%，降幅环比缩小 8.2pct。其中，服装零售额同比下降 12.4%，降幅环比大幅收窄 10.2pct。金银珠宝零售额同比下降 1.6%，降幅环比大幅收窄 19.4pct。实体零售额降幅有所收窄。1-7 月实体店消费品零售额同比下降 16.1%，降幅较 1-6 月份收窄 1.6pct。其中，7 月份同比下降 6.9%，降幅环比收窄 2.9pct，延续二季度以来实体零售行业逐步恢复的态势。

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

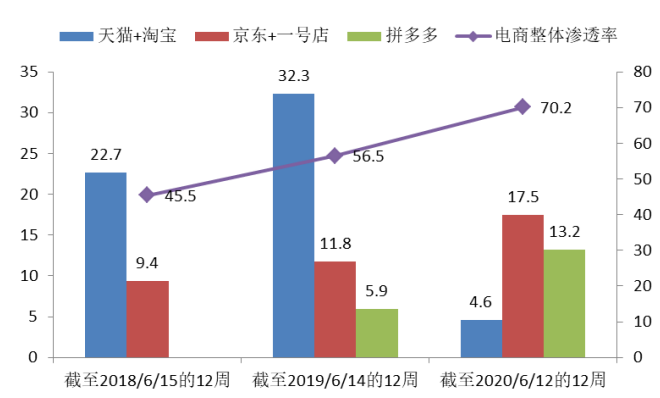
根据凯度消费者指数的数据，在截至 2020 年 6 月 12 日的过去 12 周，大卖场、超市和便利店的销售额同比下降了 1.4%。在实体渠道受到直接冲击的背景下，超市小型业态逆势增长了 10.7%，购买频次和渗透率都显著提升，消费者越来越青睐能够提供及时生活必需品和生鲜的社区便利模式。面对疫情冲击和电商分流的叠加影响，头部零售商快速响应市场，积极布局小业态社区生鲜，加强对生鲜供应链的精细化管理，充分利用数字化技术进行全渠道触达和转化，增强与社区消费者之间的交互效应。头部零售商中，高鑫零售市占率保持领先，二季度达到 8.1%，在淘鲜达配送体系和淘宝站内引流的加持下，大润发顾客的购物频次提升显著；永辉集团在二季度保持了 19% 的强劲增长，市占率达到 4.9%，居于历史高位。区域头部零售商方面，步步高集团表现出色，通过扩大生鲜食品的范畴，迅速拓展到家业务，实现消费者规模扩张，并在二季度实现了 10.9% 的快速增长。一季度由于受到疫情对供需两端的影响，消费者在各方面缩减开支；二季度开始，各类零售业态相比一季度均有所改善，整个市场呈现稳定恢复的趋势，过去的 12 周中国快消品市场销售额同比增长了 3.5%。

图 9：现代通路主要零售商市场份额（中国市场）

	截至2019/6/14 的52周	截至2020/6/12 的52周	2019Q2	2020Q2
高鑫零售集团	8.2	8.2	8.2	8.1
欧尚	1.2	1.0	1.2	0.9
大润发	7.0	7.2	7	7.2
华润万家集团	6.7	6.4	6.5	6.3
华润万家	3.7	3.5	3.6	3.5
沃尔玛集团	5.1	4.9	4.9	4.8
永辉集团	4.1	4.7	4.1	4.9
苏宁集团	3.3	2.9	3.3	2.7
家乐福	2.9	2.5	2.9	2.4
百联集团	2.5	2.5	2.5	2.5
物美集团	2.3	2.4	2.4	2.4
武商联集团	2.1	2.1	2.2	2.1
步步高集团	1.4	1.5	1.4	1.4
SPAR集团	1.5	1.3	1.2	1.4

数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 10：电商整体渗透率不断提升



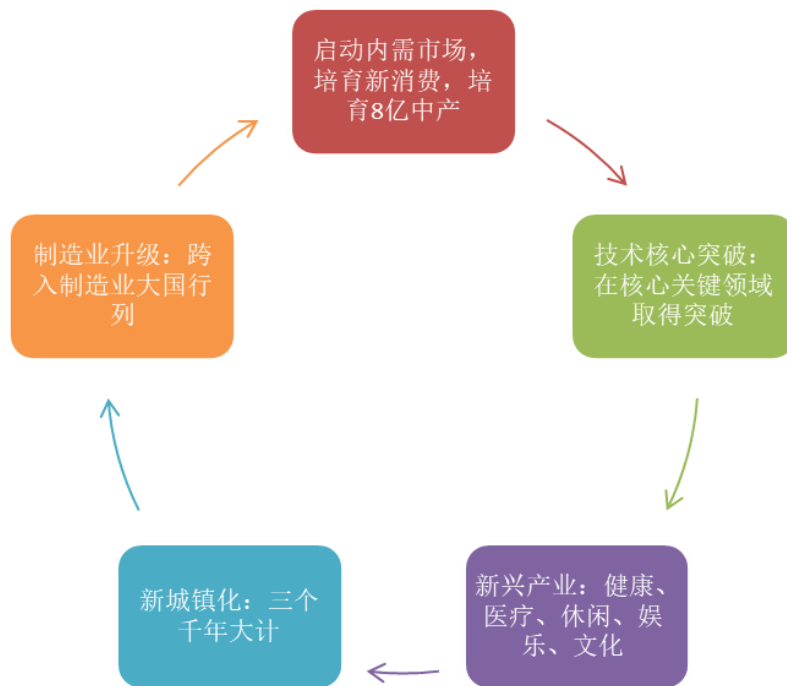
数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

电商延续一季度快速发展的态势，在二季度增长了 46.6%，高于去年平均增速水平。疫情持续影响线下客流，而电商平台凭借安全性、便利性和选择多赢得了消费者的信任。截至 2020 年 6 月 12 日最近的 12 周里，超过 70% 的中国城市家庭在线购买过快消品，电商的渗透率和购买频次增长强劲。头部电商平台方面，阿里持续引领市场增长，渗透率与去年同期相比大幅提升了 14pct；拼多多在吸引新客方面表现出色，二季度的渗透率达到了 13.2%，比去年高出 7.3pct，进一步缩小了与京东的差距。今年的 618 作为疫情后的第一个大型电商购物节，受到品牌零售商的格外重视，疫情冲击各大品牌商的线下渠道，促使平台和商家都拿出最大的诚意促销让利。与往年不同，电商直播作为今年 618 的重要增量，助力平台、品牌和商家实现跨界融合。在阿里巴巴与抖音合作之后，京东也在 618 前与拥有众多下线城市用户的快手合作，进一步挖掘下沉市场的增长潜力。

## 1.4 政策定调内循环，刺激消费提质增效

7 月 21 日，中央开会指出，我们深刻认识到国际国内各种不利因素的长期性和复杂性，妥善做好应对各种困难局面的准备。集中力量办好自己的事，充分发挥国内超大规模市场优势，逐步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，提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。7 月 30 日，中央政治局召开会议，明确提出要加快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。内循环并不是狭义的扩大内需，从宏观的层面来看，国内大循环旨在弥补生产、消费、投资和技术等多个领域的薄弱环节。在生产环节，充分利用我国门类齐全的工业产业链，突破低端化、缺品牌和设备依赖进口等情况，并在关键领域实现自主创新；在流通环节，引导高端消费回流的同时，真正利用好新型城镇化的红利，依托雄安、长三角一体化、粤港澳大湾区三个千年大计，促使消费成为我国经济实现高质量发展的最大动力；在技术环节，彻底告别过去引进技术、模仿发展的模式，力争在高端技术和核心领域取到自主创新的突破。

图 11：构建国内大循环的五大抓手



数据来源：网络资料整理，山西证券研究所

国内大循环的总体指导思路是刺激消费增长，而零售业作为内循环体系中最重要消费环节，将会得益于经济质量的不断提高和消费环境的持续优化。我国是食品和日用品的制造大国，过去内外贸市场交易规则不同，相对割裂，而内循环可以强化两个市场的有机融合；在企业层面，内循环有助于零售企业开发自有品牌，并从政策层面给予一定扶持和鼓励。疫情对实体零售行业的影响较为深远，至少到今年年底，线下实体店的扩张速度会有所收缩，经营不善的门店将会关店调整或者直接撤店；线上电商在寻求转型的道路上持续分化，模式也逐渐多元化，深耕细分领域、更加贴近消费者需求。实体店经过疫情冲击开始意识到了线上平台的重要性，后疫情时代越来越多的线下实体店逐渐进驻到天猫、淘宝、京东等电商平台，以及美团、饿了么等本地生活服务平台上去；而线下门店趋小化、精细化、人性化，成为深入触达社区的毛细血管，长期而言线上线下一体化将成主流。从资产角度看，一些经营不善的中小型零售实体由于抗风险能力较差，资产规模和价值将大幅缩水、倒闭或转让，明年实体零售行业或将进入兼并收购、规模扩张的加速整合期。

## 2. 营收环比改善利润转盈，超市板块盈利稳步提升

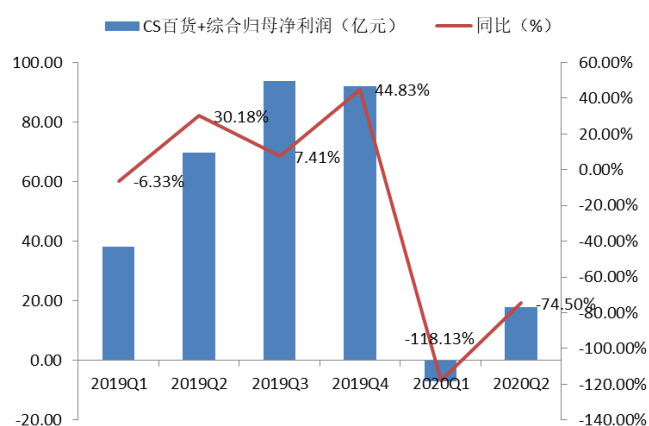
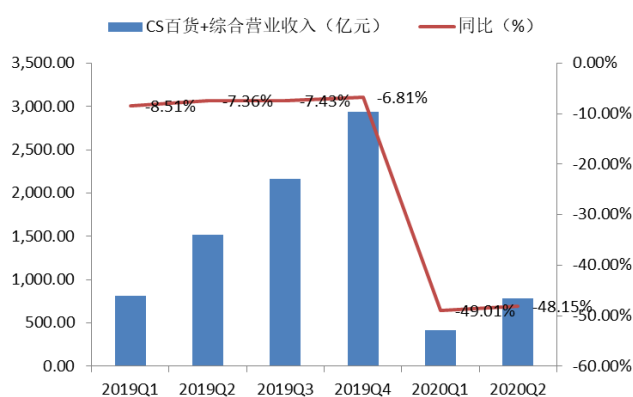
### 2.1 百货+综合：营收降幅环比收窄，二季度利润实现转正

2020Q2,CS 百货+综合营收 784.65 亿元，同比-48.15%，归母净利润 17.77 亿元，同比-74.50%，扣非后

归母净利润 2.71 亿元，同比-95.74%。其中单 Q2,CS 百货+综合营收 369.84 亿元，同比-47.16%，归母净利润 24.68 亿元，同比-21.76%。2020 上半年百货及综合板块收入端降速环比略有收窄，二季度随着复商复市的逐步推进，单 Q2 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。但是，受到来自疫情的持续影响客流不及往年同期水平，同时疫情影响消费者的购物偏好，在选购非必需品时更加追求性价比、物有所值，且购物意愿也有所降低，还有电商分流的部分影响，多重因素共同导致以可选消费品为主的百货行业增长承压。实体百货、购物中心是受疫情影响最为严重的实体业态，百货及综合 38 家上市公司中有近九成在上半年归母净利润增速下滑，仍有三成呈现亏损状态。

图 12: CS 百货综合 19-20Q2 营业收入(亿元)及同比%

图 13: CS 百货综合 19-20Q2 净利润(亿元)及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

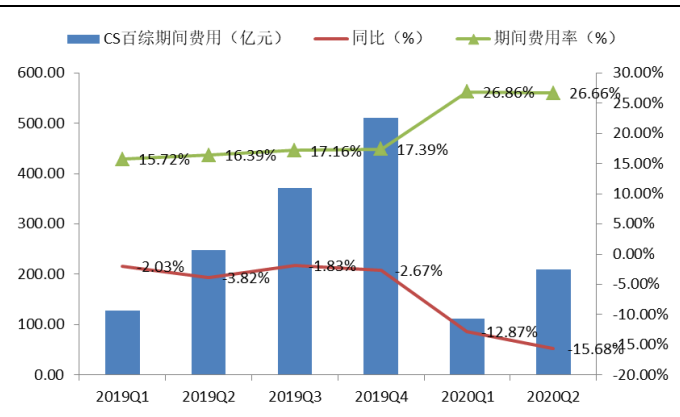
数据来源: Wind, 山西证券研究所

2020 年初，一场突如其来的新冠肺炎疫情席卷全国，对宏观经济造成明显冲击，居民生活受限、消费疲软，百货门店关闭、客流下降，实体商业中的百货和购物中心等业态的销售额增长也承压明显。尽管在进入二季度后，疫情防控态势稳步向好，消费市场秩序逐步恢复，但国内经济和消费水平以及实体商业的恢复程度与去年同期水平仍存差距。2020 上半年，社零总额累计同比下降 11.4%，全国重点百城典型购物中心商铺平均租金环比下跌 1.09%，84%的购物中心商圈租金环比下跌；在整个一月份，企业平均销售额约为去年同期的 25%，预计全年销售额将达到去年的八成左右。近两年，百货业态的调整升级进程逐渐提速，头部百货企业主动调整定位，迎合年轻消费者多样化的需求，改造成功的购物中心业态也将为行业提供参考样板，进一步促进行业有序转型升级，迸发出新的盈利增长点。此外，伴随 6 月份王府井获得免税品经营资质这一里程碑式的事件，百货企业申请免税资质的序章正式揭开，未来在市内免税相关政策的积极促进下，免税资质将成百货行业全新的增量来源。

2020Q2,CS 百货+综合期间费用为 209.19 亿元，同比-15.68%，降幅环比扩大 2.81pct；期间费用率为 26.66%，同比增长 10.27pct，但环比略有下降 0.2pct。受疫情影响百货企业上半年租金和销售收入均大幅减少，费用端在数额上有所下降，但人力、物业等固定费用不会因销售减少而停滞，反而因疫情防控需要持

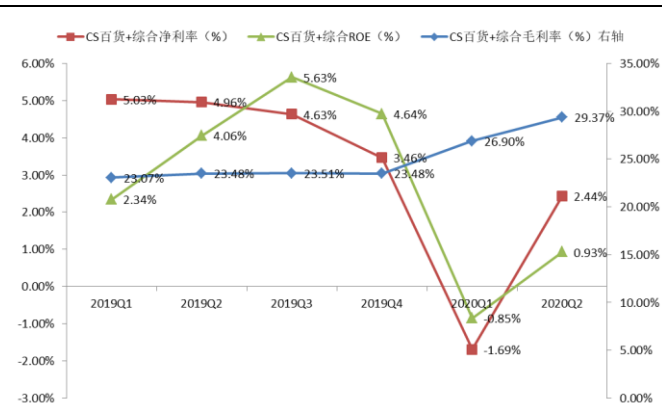
续上调，导致期间费用率大幅提升。随着经济增长承压，2020年销售额增长持续转负，企业普遍采取降本增效的策略，通过优化人员结构、调整人效来改善盈利能力，单Q2企业利润端降速改善明显。20Q2板块经营活动现金流为-6.2亿元，同比-127.1%，主要受到收入减少、租金减免和新收入准则调整等因素影响，不过单Q2降幅改善，环比大幅收窄。

图 14: CS 百货综合 19-20Q2 期间费用 (亿元) 及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 15: CS 百货综合 19-20Q2 毛利率+净利率+ROE(%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

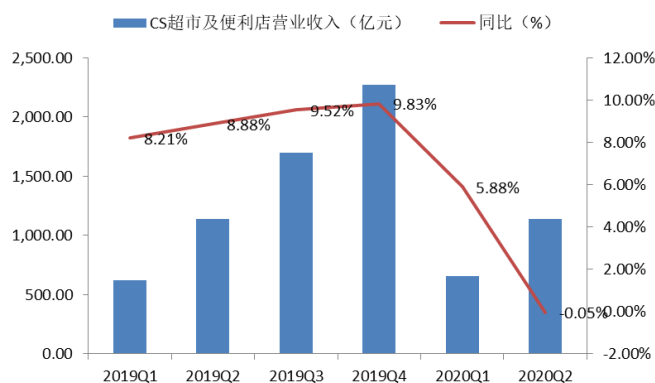
2020Q2, CS 百货+综合的毛利率为 29.37%，同比提升 5.89pct，环比增长 2.47pct。百货业态多以联营模式为主，购物中心以租赁为主、联营为辅，根据新收入准则规定，联营模式下收入和成本确认方式发生较大变化。按照新准则要求，百货企业对各业态下收入和成本进行了重分类，导致上半年百货和购物中心业态的营业收入、成本和毛利均发生较大变化，与同期不具可比性。但从数值上看，销售收入和成本双双下滑，成本降幅相对较窄，导致毛利率水平有所提升。2020Q2, CS 百货+综合的平均 ROE 水平，在剔除\*ST 企业极值影响后，较 Q1 有所回暖，回升至 0.93%，环比转正，主要受到 Q2 净利率水平转正至 2.44% 的影响。

重点覆盖公司方面，天虹股份 2020H1 实现营业收入 58.90 亿元，同比下降 39.13%；归属于上市公司股东的净利润 0.36 亿元，同比减少 92.9%。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比分别下降 42.13%、35.68%，归母净利润同比分别下降 115.98%、54.70%，公司受疫情影响销售下滑，其中百货及购物中心门店收入下滑明显，同时受到执行新收入准则影响，随着二季度开始消费市场逐步复苏，公司销售及利润降幅环比收窄。可比门店营收方面，由 Q1 的-5.19%变为 H1 的-3.59%，呈现回暖态势，主要受到超市及便利店业态表现突出影响。上半年公司期间费用率为 38.99%，其中销售/管理/财务费用率分别为 35.79%、2.95%、-0.21%，其中销售费用率增长 16.17pct，主要应是受到疫情期间门店促销活动较多影响，财务费用率下降 0.13pct 主要受到疫情导致的销售下降，银行手续费较同期减少的影响。上半年经营活动现金流净额同比下降 75%，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：营收规模基本持平，二季度利润稳步提升

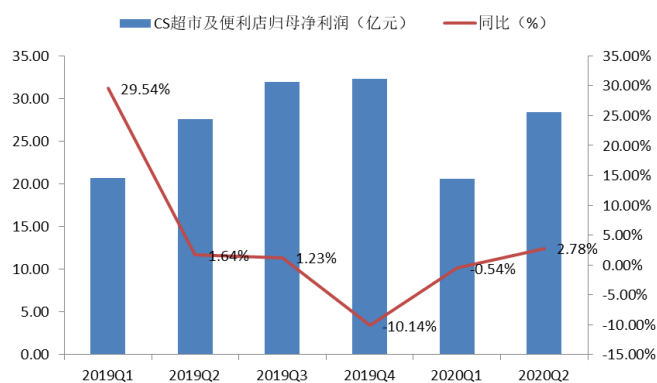
2020Q2,CS 超市板块营收 1134.95 亿元，同比-0.05%，归母净利润 28.37 亿元，同比+2.79%，扣非后归母净利润 19.93 亿元，同比-18.76%。其中单 Q2,CS 超市营收 486.80 亿元，同比-7.11%，归母净利润 8.05 亿元，同比+12.23%。2020 年受疫情影响超市企业表现分化，自建供应链体系相对完善的头部企业优势得以凸显，但 Q2 由于去年同期基数较高影响，板块营收增速回落至与上年同期基本持平的状态，利润端增速环比小幅提升。超市板块业绩两极分化趋势依然显著，头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大，若剔除永辉超市，2020Q2 的营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为-12.98%/-29.29%/-53.60%，营收端同比下降，利润端降幅进一步扩大。由于超市销售品类多为一般生活必需品，板块具有较强对抗风险能力，疫情期间虽然客流量下降但是客单价和同店收入均显著提升，头部企业营收利润增速逆势增长，好于市场平均水平。

图 16：CS 超市 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 17：CS 超市 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%



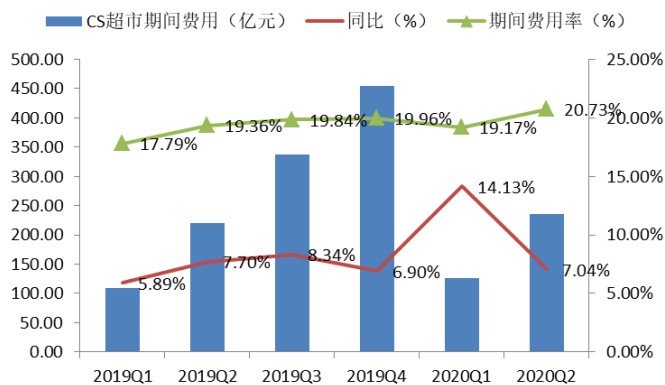
数据来源：Wind，山西证券研究所

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。隔离期间，疫情外出就餐活动一度停滞，居民被迫选择在家做饭，而到隔离禁令接触后，消费者对健康属性更为关注，对卫生保健用品、生鲜食品等相关必需品购物意愿较强，并且在选购生活必需品时更看重质量和品牌。疫情期间，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，但难以抵御固定成本的上涨，企业利润空间受到压制。2019CCFA 超市百强企业的平均毛利率为 18%，比上年提升 0.1pct，在利润增长承压的营商环境下，超市企业快速推进门店线上化运营，积极推广到家业务，开启新的盈利增长点。头部企业受益于提前布局线上入口的先发优势，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在 10%左右，趋于常态化后到家业务营收占比或将控制在 20%左右。

2020Q2,CS 超市板块期间费用合计 235.36 亿元，同比+7.04%，增幅环比减少 7.09pct；20Q2 期间费用

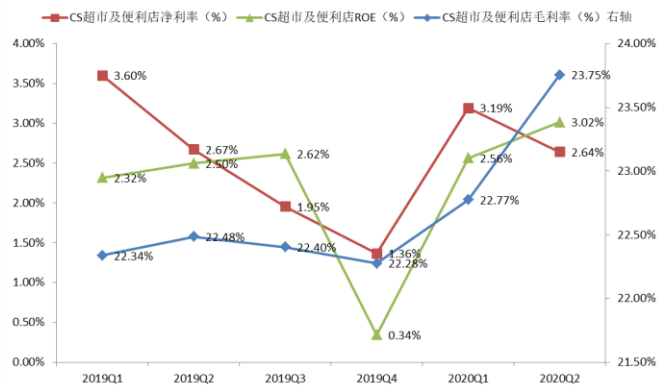
率为 20.73%，同比增长 1.37pct，环比提升 1.55pct。受到疫情影响，超市企业在上半年开店速度放缓，营收增速略有下降，同时房租、人力、水电、运输费等运营成本也水涨船高，压制了企业利润的增长空间。近年来超市业态趋小化，而小型业态对房租上涨较为敏感；此外，企业还加大了对中后台数字化系统的投入，以提升业务流程的标准化和经营效率。相比到店服务来说，到家业务还增加了线上营销费用投入和履约成本及平台佣金等。20Q2 板块经营活动现金流为 75.18 亿元，同比+38.31%，主要受到板块整体利润增长、联营公司回款等因素影响。

图 18：CS 超市 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 19：CS 超市 19-20Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

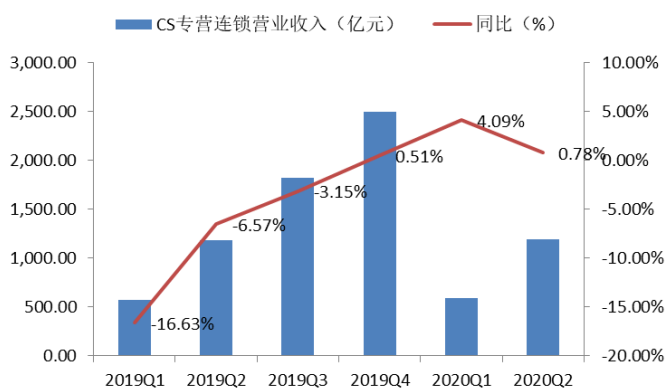
2020Q2,CS 超市板块毛利率水平为 23.75%，同比上涨 1.27pct，环比提升 0.98pct，疫情期间生鲜类食品购买量较大，规模效应下周转提升、损耗减少，生鲜品类毛利率提升较多，带动整体毛利率水平同步提升。20Q2 板块平均 ROE 水平环比改善，提升 0.45pct 至 3.02%，同比增长 0.52pct，达到年内高点。虽然板块净利率环比下降 0.55pct，但 ROE 环比提振主要受到总资产周转率提升 0.26 次带来的积极影响。

重点覆盖公司方面，永辉超市上半年公司实现营业总收入 505.16 亿元，同比增长 22.68%；归属于上市公司股东的合并净利润 18.54 亿元，同比增加 35.36%。上半年受到疫情影响，线下门店和线上销售同步增长，带动公司营收同比增长 22.68%。分季度看，Q1-Q2 营收同比分别提升 31.57%/12.24%，归母净利润同比分别上升 39.47%/16.56%，二季度消费市场逐渐恢复常态，增速均有所放缓。上半年公司主营业务毛利率 17.15%，同比增长 0.75pct，主要是生鲜及加工的毛利率上升 1.03pct 至 14.95%，以及食品类上升 0.64pct 至 19.22%的影响。公司上半年销售/管理/财务费率分别是 15.60%/2.33%/0.35%，其中销售费率同比提升 0.41pct，主要受到新开门店及销售增长带来的人力、房租、水电、运输费、低值易耗品等日常经营费用的增长影响；管理费率同比下降 0.32pct 主要受到本期计提的股权激励费用同比减少所致；财务费率同比下降 0.02pct，主要系借款增加净利息费用同比增加所致。经营活动现金流净额同比增长 151.65%，主要由于上半年销售增长和净利润增加以及收回保理款、贷款、联营公司往来款所致。

### 2.3 专营连锁：营收增速有所放缓，二季度盈利改善明显

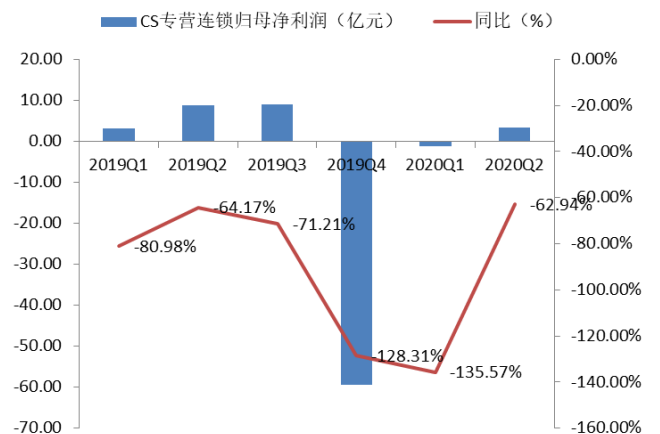
2020Q2,CS 专营连锁营收共计 1191.20 亿元，同比+0.78%，归母净利润 3.27 亿元，同比-62.94%，扣非后归母净利润-0.73 亿元，同比-118.47%。其中单 Q2,CS 专营连锁营收 600.57 亿元，同比-2.28%，归母净利润 4.40 亿元，同比-21.92%。上半年连锁板块收入规模与上年同期基本持平，但单二季度收入端增速放缓，规模上不及去年同期水平，同比增速由 Q1 的+4.09%转为 Q2 的-2.28%；不过单 Q2 利润端实现盈利，且降幅环比大幅收窄，改善明显，而 Q1 时为亏损状态。CS 专营连锁中有超七成上市公司属于珠宝首饰及钟表行业，还有部分家电 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 2020Q2 板块归母净利润为 27.65 亿元，同比-13.83%，降幅有限。

图 20: CS 专营连锁 19-20Q2 营业收入(亿元)及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 21: CS 专营连锁 19-20Q2 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，消费者变得更加谨慎，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，可选消费受到巨大冲击。后疫情时代下可选消费品市场面临更多的不确定性，珠宝首饰行业呈现出更加激烈的竞争格局，在相对低迷的消费经济大环境及竞争格局下，行业品牌集中度进一步提升，随着市场日益成熟，行业头部品牌企业的竞争优势日益凸显。疫情防控使得实体门店销售、市场发展、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。经此一役，实体连锁企业未来会更加重视新媒体营销方式和数字化解决方案，以提升企业的品牌知名度和渠道覆盖率。

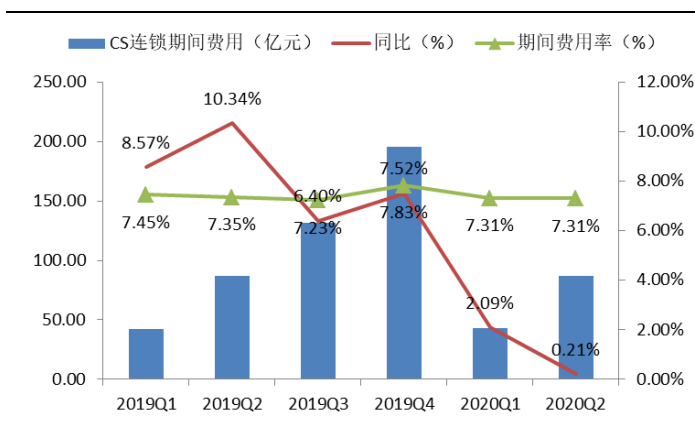
2020Q2,专营连锁板块合计期间费用为 87.05 亿元，同比+0.21%，增幅环比回落 1.89pct；Q2 期间费用



率为 7.31%，同比回落 0.04pct，环比持平，前两季度总体费率保持稳定。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营销活动几乎处于停滞，收入下降导致销售和管理费用均小幅减少，而利息支出增加导致财务费用小幅增长，相互抵消之下期间费用率基本持平。20Q2 板块经营活动现金流为 8.50 亿元，同比-37.57%，主要受到板块整体采购销售下降，接受劳务支付的现金同比减少影响。

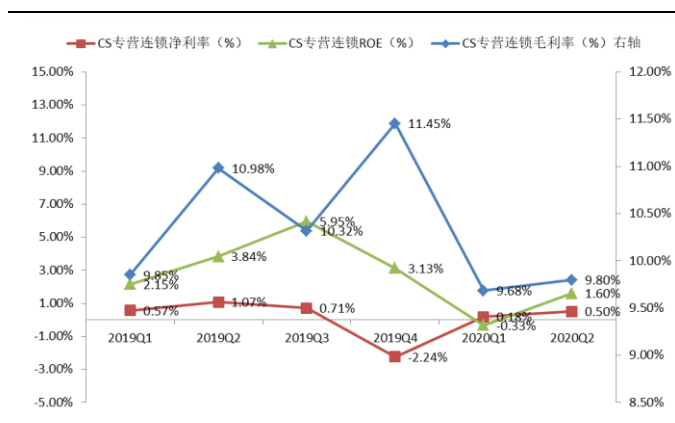
2020Q2, 专营连锁毛利率水平为 9.8%，同比下降 1.18pct，但环比提升 0.11pct。行业整体销售下降致毛利率水平不及去年同期，但环比改善，主要受到金价稳步上涨和产品结构调整带来的积极影响。整体来看，专营连锁板块 20Q2 的平均 ROE 在-20% 以上，主要受到三家 \*ST 公司亏损较多影响，若剔除 \*ST 金洲、\*ST 赫美空值和 \*ST 金钰极值影响，2020Q2 年板块平均 ROE 为 1.6%，虽然同比下降 2.25pct，但环比转正，Q1 时平均 ROE 为负值。平均 ROE 环比改善主要受到净利率环比提升 0.32pct 至 0.5%，以及总资产周转率环比提升 0.33 至 0.63 的双重因素影响。

图 22: CS 专营连锁 19-20Q2 期间费用 (亿元) 及同比%



数据来源: Wind, 山西证券研究所

图 23: CS 专营连锁 19-20Q2 毛利率净利率、ROE (%)



数据来源: Wind, 山西证券研究所

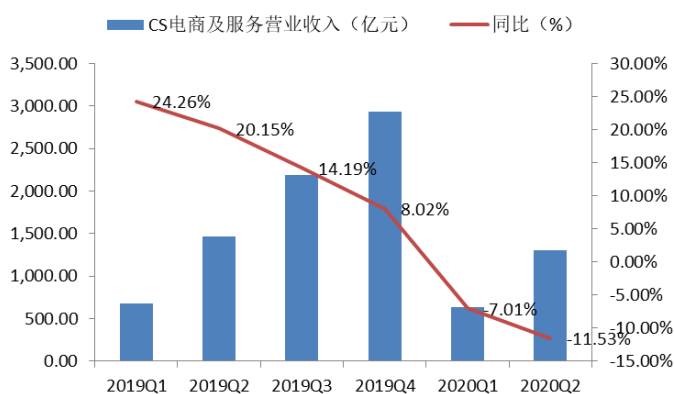
重点覆盖公司方面，周大生上半年实现营业收入 16.73 亿元，同比下降 29.97%；归属母公司股东的净利润 3.31 亿元，同比下降 30.43%。由于珠宝首饰行业受疫情影响较为明显，疫情防控形势下公司门店销售、市场拓展和供应链等主要经营活动基本停滞或延后，上半年公司经营情况同比下滑，但环比有所改善。分季度看，Q1/Q2 营收端同比分别下降 38.25%/22.94%，归母净利润方面同比分别下降 48.15%/18.21%，同时 6 月份单月销售实现正增长，二季度环比改善态势向好。上半年整体毛利率为 45.73%，同比提升 8pct，主要受到自营线上业务收入占比上升较快，同时由于金价稳步上涨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。公司上半年销售/管理/财务费用率分别是 16.33%/2.78%/-0.41%，其中销售费率同比提升 5.5pct，受到广告宣传、平台佣金等费用增长较多，同时收入同比下降导致费率上涨；管理费用同比下降 19.17%，主要由于上半年第一期股权激励股份支付分摊费用同比减少所致，但收入下降影响管理费率同比提升 0.37pct；财务费率同比下降 0.6pct，主要系

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。上半年公司经营活动现金流同比增长 71.22%，主要由于销售及备货量下降使得采购支出同比下降幅度较大所致。

## 2.4 电商及服务：营收增速小幅回暖，二季度净利由亏转盈

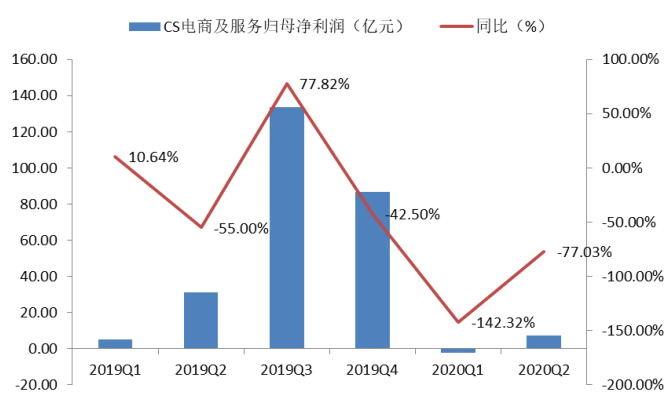
2020Q2,电商及服务板块营收合计 1300.58 亿元，同比-11.53%，归母净利润 7.12 亿元，同比-77.03%，扣非后归母净利润 0.84 亿元，同比-103.70%。其中单 Q2,电商板块营收 679.29 亿元，同比-14.64%，归母净利润 10.55 亿元，同比-59.52%。二季度电商板块收入端小幅回升，归母净利润由亏转盈，利润端增速明显改善，但仍为下滑状态，主要受到苏宁易购和跨境通利润下降较多的影响。目前电商及服务板块仅有 5 只成分股，且营收规模有 90%来自苏宁易购。若剔除苏宁，则电商板块营收 116.34 亿元，同比 1.72%，归母净利润 8.79 亿元，同比-8.69%，扣非后归母净利润 8.29 亿元，同比-9.84%。

图 24：CS 电商 19-20Q2 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 25：CS 电商 19-20Q2 净利润（亿元）及同比%



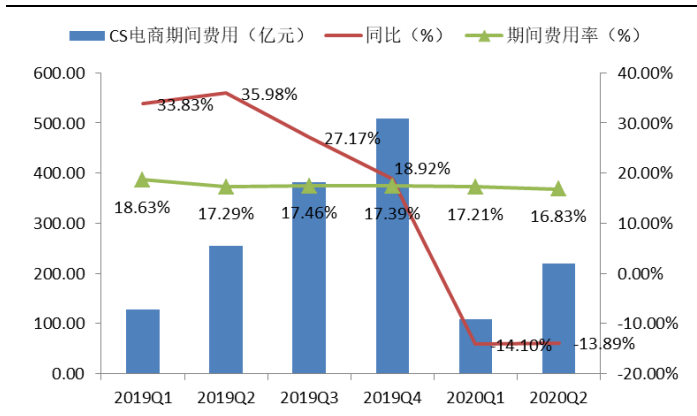
数据来源：Wind，山西证券研究所

受新冠肺炎疫情的影响，上半年社零总额同比下降 11.4%，但实物商品网上零售额同比增长 14.3%，占社零总额的比重为 25.2%，网购规模持续扩大，疫情期间催生的新业态和新模式有力的支撑网上零售逆势增长。今年以来商家自播的势头不断攀升，天猫 618 期间商家自播迅猛爆发，商家直播 GMV 占到淘宝直播整体 GMV 的 70%，淘宝直播创造了天猫 618 期间的最大增量，同时带动线上渗透率加速提升。疫情期间，消费者居家隔离，别无选择只能依赖网购，即使线下门店恢复营业，线上消费习惯已经养成，在快消品类尤为明显。便利性是零售线上化趋势的一大推动因素，疫情发生以后，由于线上消费对到店消费的替代率提高，越来越多的消费者选择和习惯在线购买和到家服务，带动企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强。为了适应市场变化，品牌商和零售商更加积极的推进数字化进程，客观上推进了我国消费品市场转型升级和供给结构优化的步伐。

2020Q2,电商板块期间费用为 218.88 亿元，同比-13.89%，降幅环比回升 0.21pct；期间费用率为 16.83%，环比下降 0.38pct。二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，公司在营收端

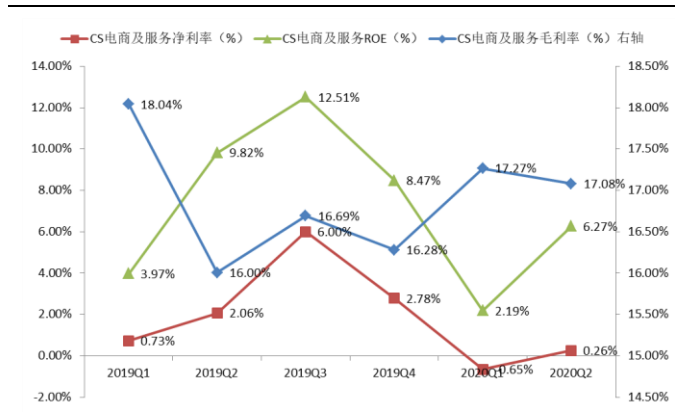
环比提升，同时加强成本和费用管控，带动利润端环比降幅大幅收窄。疫情影响之下，公司精简组织、加强绩效考核、调整关闭亏损门店，强化费用管控；同时严格控制广告促销投入，加强社交社群、直播的精细化运营，影响销售费用同比下降。20Q2 板块经营活动现金流为 4.30 亿元，Q1 时现金流为-49.28 亿元，环比实现扭转。主要受到苏宁易购现金流规模环比转正且增加较多影响，公司致力于提高运营资金周转效率，优化账期及支付方式，带来经营性现金流同比提升 102%。

图 26：CS 电商 19-20Q2 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 27：CS 电商 19-20Q2 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

2020Q2,CS 电商及服务毛利率水平为 17.08%，环比回落 0.19pct，主要受到苏宁易购毛利率环比下降带来的变动数值较大影响，剔除苏宁影响，南极电商毛利率显著提升。20Q2 板块平均 ROE 水平为 6.27%，环比大幅提升 4.08pct，主要受到净利率转正并提升至 0.26% 的影响；但同比降低 3.55pct，主要受到净利率下滑 1.8pct 的负面影响。

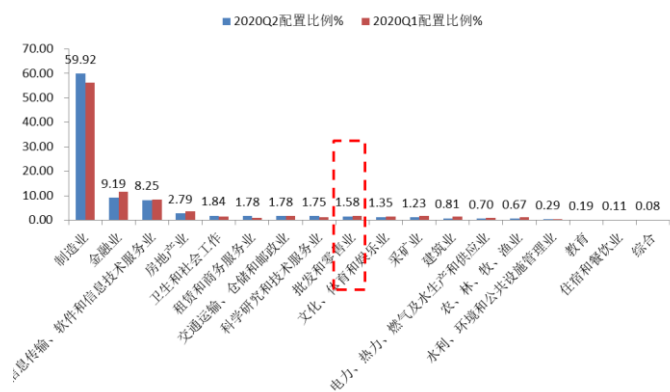
重点覆盖公司方面，南极电商上半年实现营业收入 162,639.05 万元，同比减少 0.49%；归属于上市公司股东的净利润 43,068.18 万元，同比增长 11.51%。上半年公司营收同比略有减少，虽然品牌综合服务业务收入较上年同期稳定增加，但移动互联网媒体投放平台业务收入因受疫情影响，上半年略有下滑。分季度看，Q1/Q2 公司营业收入同比分别为-18.51%/17.85%，二季度增速实现转正；虽然受到疫情影响营收端增速放缓，但净利润保持增长态势，Q1/Q2 归母净利润增速分别为 5.28%/14.39%，二季度环比提升。公司 H1 期间费用占比为 6.14%，同比小幅增长 0.49pct，其中 Q2 较 Q1 环比下降 3.58pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.8%/3.32%/1.63%/-1.64%。销售费用较同比增长 0.79pct，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、人员增加、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 0.5pct 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 1.54pct，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。

### 3.2020Q2 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

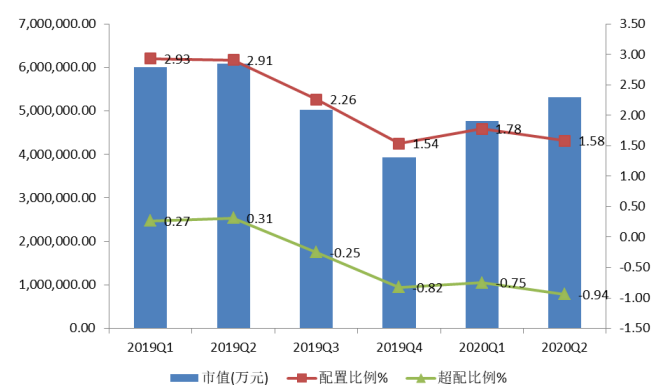
2020Q2，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 532.17 亿元，同比减少了 12.56%，但较 2020Q1 环比提升了 11.54%，持仓占比为 1.58%，位居第六。市场标准行业配置比例为 2.52%，批零行业低于标准行业配置比例 0.94pct，维持低配状态。配置比例同比降低 1.32pct，环比下降 0.19pct；低配比例同比减少 1.25pct，环比下降 0.19pct。从 2020 上半年来看，行业维持在低配状态中，虽然 Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但到 Q2 又呈现小幅回落。预计在市场资金面充裕的状态下，Q3 行业持仓份额有望触底反弹。

图 28：2020Q2vs2020Q1 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 29：2019Q1-2020Q2 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

#### 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 公募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 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	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.投资建议及个股推荐

### 4.1 行业估值：年内中枢上移，八月震荡回调

2019 年年初开始，CS 商贸零售估值中枢不断上移，板块价值与价格相符。但 2020 年上半年受疫情影响企业净利润明显下滑，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，5-6 月板块估值水平仍在不断提升，7-8 月维持高位震荡。随着疫情影响的持续消化和新型业态的快速增长，四季度开始板块估值水平有望逐渐走出修复行情。2020 年 1-8 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现上涨态势，一季度板块涨幅较大，在 2 月中达到年内较低位置，3 月开始回暖后又急转直下至年内低谷，4 月下半月估值持续回暖且增速加快，5-6 月估值水平快速上涨，7 月维持波动中上扬态势，到 8 月呈现震荡回落格局，后半月加速下行触达 47X 估值线附近。整体来看 1-8 月平均估值水平为 34.3X，较 1-7 月小幅提振 2.42pct。

图 30：CS 商贸零售历史估值水平 PE (TTM)

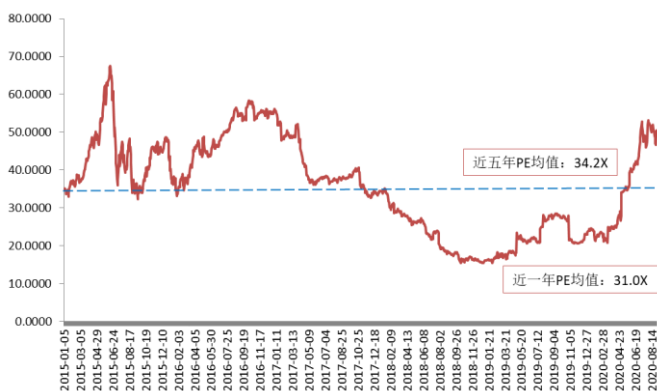
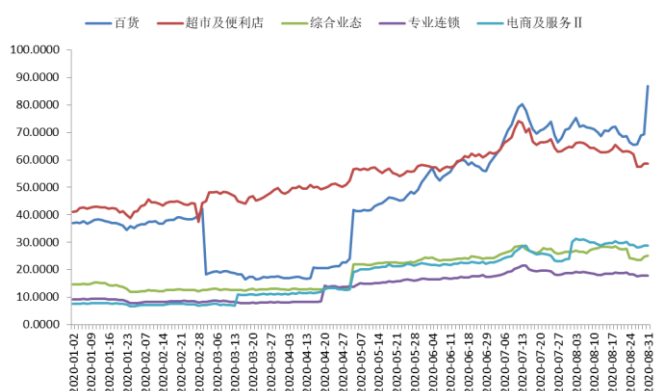


图 31：零售子版块 1-8 月估值水平 PE (TTM)



数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

子版块方面，板块估值水平走向分化。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 87X 估值线附近，在 7 月时估值水平首度超越超市成为子版块估值天花板，虽然到 8 月整体回调，但月末五天仍逆势上升，1-8 月板块平均估值水平 45.1X，高于行业整体。超市板块估值水平上半年持续上涨，在 7 月时触顶，8 月呈现趋势性回落，板块估值水平相对较高，1-8 月板块平均估值水平 53.9X，高于行业整体，属于子版块最高。综合、连锁、电商板块估值水平相对较低且振幅偏小，8 月估值均呈趋势性回落，1-8 月板块平均估值水平分别是 19.3X、13.5X、17.2X，其中连锁板块估值最低。

### 4.2 投资建议：二季度业绩改善，线上渗透率提升

8 月上市公司披露中期报告，板块业绩表现分化，总体而言二季度均有不同程度的改善。百货板块收入

端降幅环比略有收窄，但二季度利润实现转正；超市板块营收规模与去年同期基本持平，利润端增速环比小幅提升，生鲜品类毛利率提升较多；专营连锁板块单二季度营收规模增速放缓，但利润端实现盈利，且降幅环比改善明显，前两季度总体费率保持稳定；电商板块营收小幅回升，利润端降幅环比改善，规模上实现扭亏为盈，期间费用率环比小幅下降。

国内疫情防控形势趋稳，消费拉动国内经济逐渐复苏，居民就业、收入水平持续增加，前期防控限流措施逐渐放宽、居民外出意愿逐渐增强，为消费恢复性增长提供了较好的基础。为了刺激消费增长，中央政治局召开会议明确提出要加快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，而零售业作为内循环体系中最重要的一环，将会得益于经济质量的不断提高和消费环境的持续优化。疫情对实体零售行业的影响较为深远，至少到今年年底，线下实体店的扩张速度会有所收缩，经营不善的门店将会关店调整或者直接撤店。实体店经过疫情冲击开始意识到了线上平台的重要性，通过平台入驻、三方平台配送、与数字化服务商合作等方式更快的切入到家赛道。未来线上线下一体化将成行业发展必然趋势，依托实体企业数字化能力的持续提升，为消费者提供到店+到家的一体化服务，深耕细分领域、更加贴近消费者需求。

后疫情时代消费者的购物方向出现明显转变，线上购物呈现多元化发展且渠道占比逐渐提升，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、渠道购物的便利化，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去中心化需求，主要关注以下几条主线，

1) **超市企业持续提升对到家业务的重视程度，充分发挥长期积累的自建供应链优势，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) **下沉市场是行业增长的重要推手，小城市的线上渗透率增速高于大都市。低线城市的消费逻辑正在改变，小镇青年在线活跃度不断增长，国货品牌加速下沉渗透、迎来发展新机遇，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) 高端消费回流趋势下，可选消费为主的百货及连锁板块具备较大的估值弹性。后疫情时代线下渠道仍是商业竞争的主战场，实体商业积极拥抱内容消费和私域营销，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。

表 3：覆盖上市公司列表

公司代码	公司名称	EPS				PE (9/17 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	30.19	22.64	18.11	增持
603708.SH	家家悦	0.75	0.91	1.09	1.37	40.38	33.72	26.82	买入
002127.SZ	南极电商	0.49	0.63	0.79	0.99	29.90	23.85	19.03	买入
603983.SH	丸美股份	1.37	1.30	1.58	1.87	50.62	41.65	35.19	增持
600859.SH	王府井	1.24	0.86	1.28	1.58	54.93	36.91	29.90	增持
603214.SH	爱婴室	1.10	1.19	1.46	1.75	26.84	21.88	18.25	增持

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

