

商贸零售行业2021年半年度策略报告 ——电商多元化趋势显现，新消费领域发展遇良机

2021年6月16日



行业评级

强于大市（维持）

证券分析师

何沛滨

投资咨询资格编号：S1060520100001

邮箱：HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点：

		回顾	展望
行业二级市场表现		板块股价上涨主因业绩修复，化妆品+医美受市场热捧	下半年消费增速或逐步回落，但电商与新消费行业景气度依然在高位，维持行业“强于大市”评级
消费宏观环境变化		上半年社零显著回升，线上+线下共促消费回暖	消费回暖节奏仍受约束，下半年消费增速或逐步回落
重点跟踪 子行业	线上零售	消费线上化趋势延续，行业有望因反垄断而多元化	行业竞争压力加剧，但电商三巨头龙头优势仍在
	新消费	新需求产生新赛道，关注新国货品牌崛起	新电商拓宽营销途径，品牌崛起路径多元化
	1) 化妆品+医美	疫情后“美丽”行业迅速恢复，化妆品与医美尚处爆发期	行业景气度有望长期维持高位，优先关注产品端龙头企业
	2) 休闲食品	天猫流量去中心化，龙头份额趋势向下	线上龙头积极开拓新赛道、新渠道
	线下零售	低基数效应消退后，线下零售增速或回归低位	受消费线上化趋势冲击，关注免税领域牌照壁垒
重点跟踪 公司	华熙生物	化妆品+医美两大优质赛道加持，食品终端业务已起步	在透明质酸行业的完整闭环已形成长期竞争壁垒：预计公司21、22年归母净利8.18、10.03亿元，同比+26.6%、22.6%，维持“推荐”评级
	贝泰妮	敏感肌护理黄金赛道的龙头，核心渠道上拥有强品牌力优势	产品、渠道优势显著，持续开发黄金赛道：预计公司21、22年归母净利7.82、10.33亿元，同比+43.9%、32.1%，维持“推荐”评级
	珀莱雅	线上渠道占比继续提高，品牌增长来源多元化	渠道、品牌持续变革打造新增长点：预计公司21、22年归母净利5.94、7.19亿元，同比+24.8%、21.1%，维持“推荐”评级
	三只松鼠	线上线下快速开拓新渠道，积极进行品牌/品类调整	在快速变化的市场中通过新渠道和新品牌迎难而上：预测公司21、22年归母净利3.63、4.49亿元，同比+20.3%、23.8%，维持“推荐”评级
投资建议		电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值，推荐华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、三只松鼠，建议关注阿里巴巴、京东集团、爱美客、良品铺子等。线下零售面临挑战多，建议关注具备免税经营壁垒的王府井与中国中免。	
风险提示		宏观经济增速下行，消费环境持续低迷；国内疫情防控长期化；行业竞争加剧。	

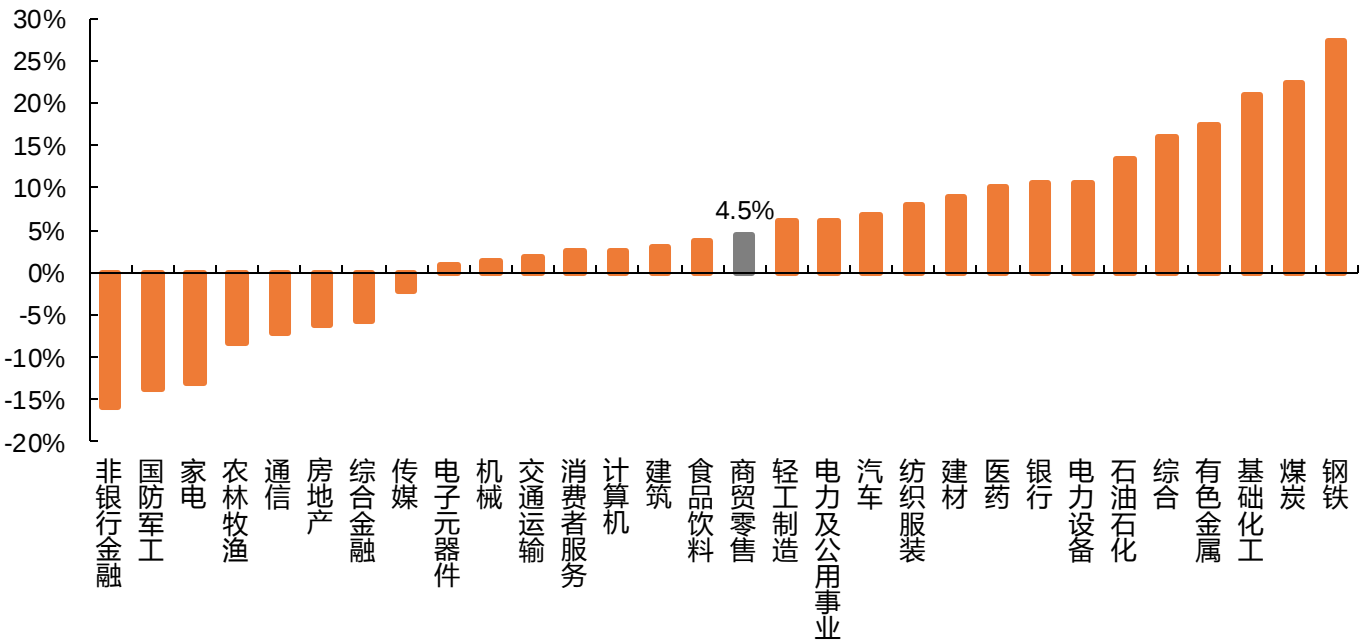
目录CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名市场中位，业绩修复推动股价上涨
- 行业整体：上半年社零增速大幅回升，但下半年或逐步回落
- 子行业展望：电商行业趋向多元化，利好新消费行业发展
- 投资建议：电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值

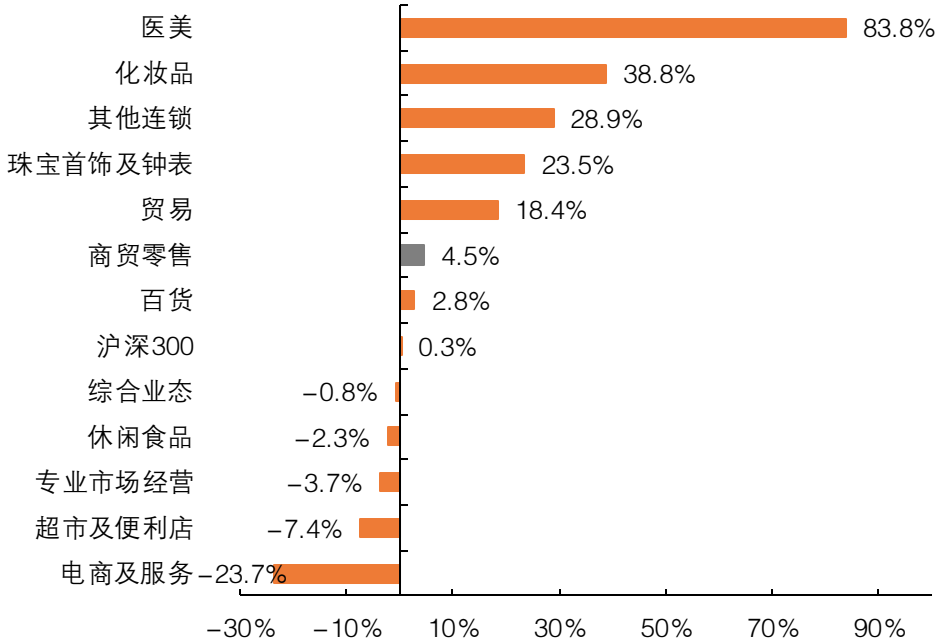
1.1 市场回顾：板块涨幅位于市场中位，化妆品+医美受市场热捧

- 2021年1月1日-6月11日，我们自建的商贸零售指数涨4.5%，在中信30个行业中排名第15，跑赢沪深300指数4.3个百分点。
- 细分子行业看，医美与化妆品行业涨幅最前，分别大涨83.8%、38.8%，其他连锁、珠宝、贸易行业涨幅超过或接近20%，百货略有上涨，其余子行业如综合、休闲食品、专业市场、超市、电商等整体仍下跌。

商贸零售行业涨幅4.5%，在中信子行业排名第15



各子行业涨跌幅，其中医美、化妆品行业受市场热捧

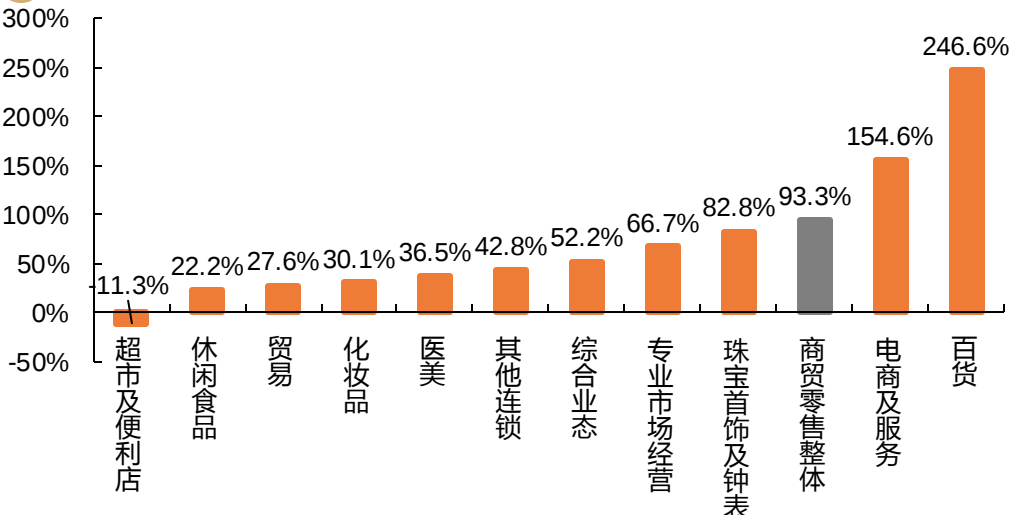


注：行情数据截止至2021年6月11日
 注：本商贸零售指数为我们自建，而非中信商贸零售指数（CI005014.WI），其余行业指数均为中信行业指数，下同
 资料来源：Wind，平安证券研究所

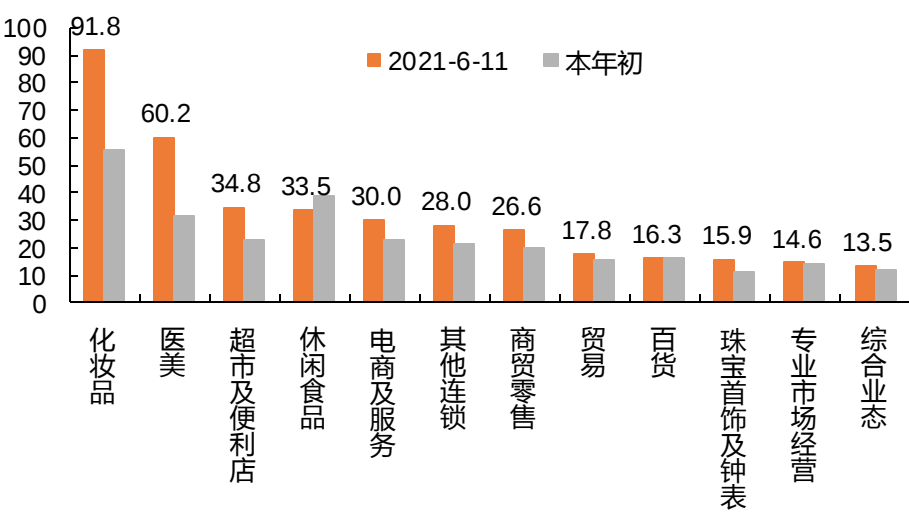
1.2 涨幅分解： 板块股价上涨， 主因业绩修复

- 从业绩看， 市场预计2021年行业整体的净利润同比+93.3%， 除超市行业外所有子行业的业绩将迎来显著修复。其中百货、珠宝、专业市场、综合等以线下零售为主的子行业， 利润有望迎来疫情后的显著同比回升。化妆品和医美等行业2020年景气度已处于高位， 2021年景气度不减， 相关上市公司也有望延续较好的利润增速。
- 从估值看， 化妆品、医美、超市行业的市盈率较年初显著提升， 其余子行业变化不明显。超市行业PE提升或主因年报与一季报出具后市场对行业21年的盈利预测下滑较大， 而化妆品与医美行业或主因预期行业景气度维持高位、市场信心充足。
- 因此， 年内行业整体涨幅主因2021年业绩的同比修复， 细分行业中化妆品与医美行业则迎来了戴维斯双击。

20年细分板块净利润增速预期（万得一致预期）



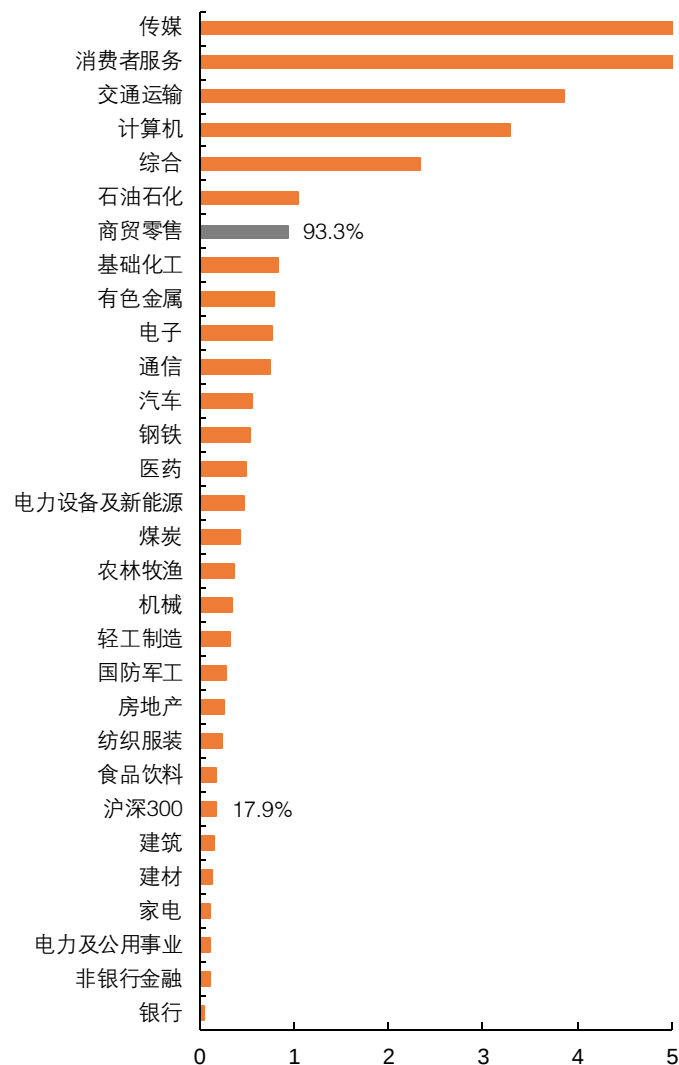
化妆品、医美、超市行业的预测市盈率(整体法)较年初显著提升



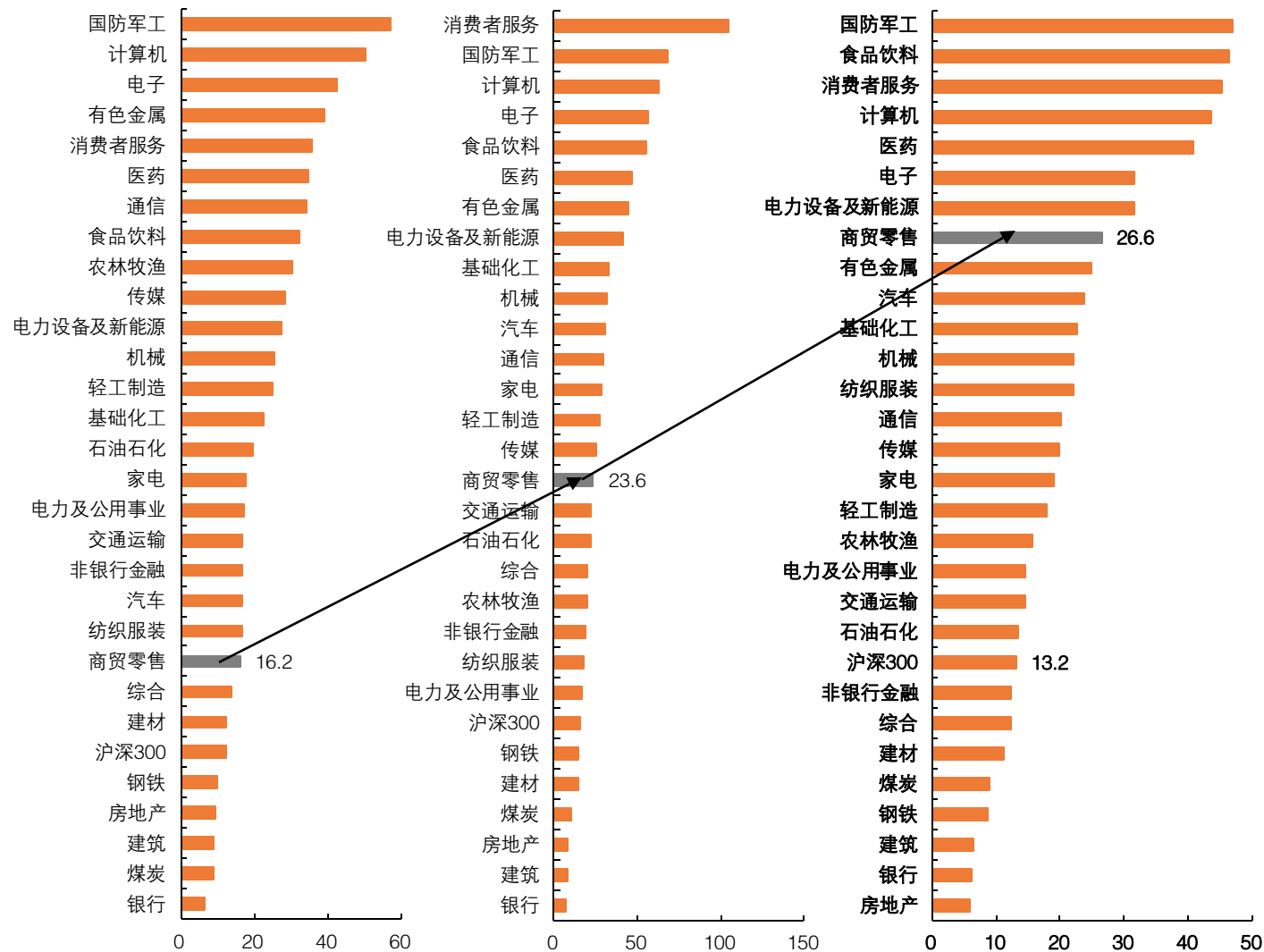
注：行情数据截止至2021年6月11日
资料来源：Wind， 平安证券研究所

1.3 21年净利增速位于市场高位，PE排名继续提升至市场高位

2021年预测净利润增速



中信30个子行业19年、20年、预测21年PE，商贸零售PE值、排名继续提升



注：行情数据截止至2021年6月11日

资料来源：Wind一致预期，平安证券研究所

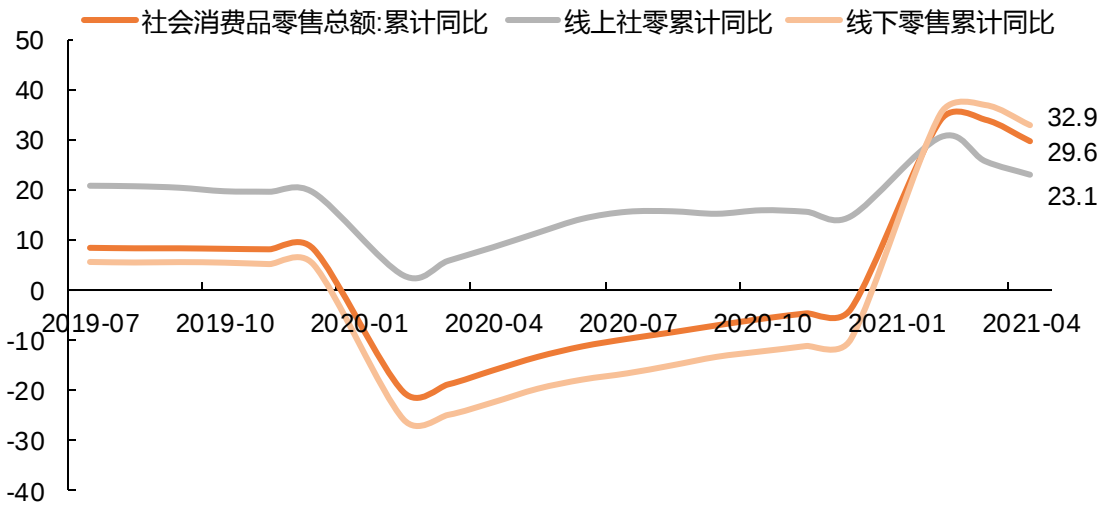
目录CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名市场中位，业绩修复推动股价上涨
- 行业整体：上半年社零增速大幅回升，但下半年或逐步回落
- 子行业展望：电商行业趋向多元化，利好新消费行业发展
- 投资建议：电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值

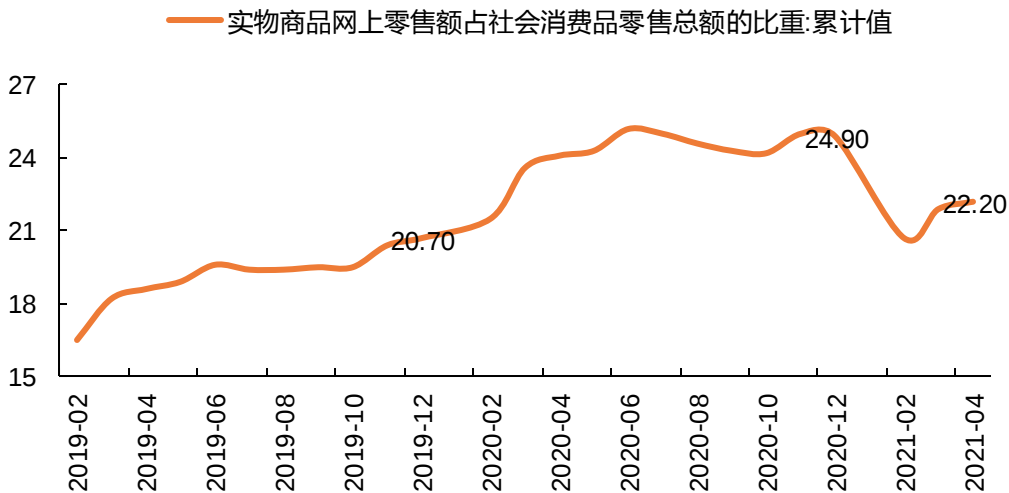
2.1 社零显著回升，线上+线下共促消费回暖

- **社零累计增速近30%：**在2020年疫情期间社零低基数的对照下，2021年前四个月社零总额累计达13.8万亿、同比增速近30%、两年平均增速为4.3%，从全年看社零累计增速或将呈现前高后低的态势。
- **线上+线下共同推动社零大幅回升：**2021年以来线上社零增速维持高位，而在线下零售方面，2020年的低基数导致2021年前四个月同比显著回升，线上与线下零售共同成为消费复苏的动力。
- **线上零售占比维持20%以上：**虽然在线下零售额同比大幅回升的影响下，线上零售占比较2020年底有所下滑，但从大趋势上看线上社零占比已站稳20%以上，而年中618、年末双十一等重磅线上购物节将推动全年线上零售占比的提升。

线上、线下零售增速与社零总额增速对比（%）



线上零售占比维持20%以上（%）

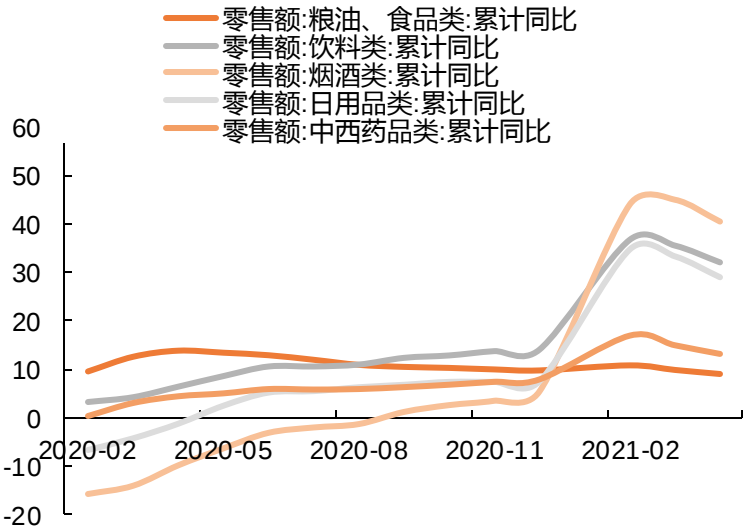


资料来源：Wind，平安证券研究所

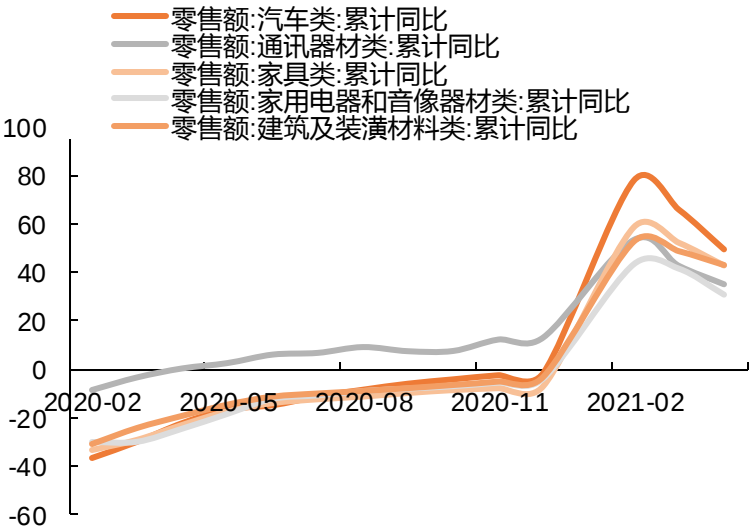
2.2 必选、耐用、升级消费增速均大幅回升

- 必选消费：粮油食品与药品维持稳健增速，饮料、烟酒、日用品同比增速显著回升。
- 耐用消费：各类耐用消费在前四个月累计增速达30-50%。
- 升级消费：服装与金银珠宝类消费显著修复，化妆品类仍维持高景气度。

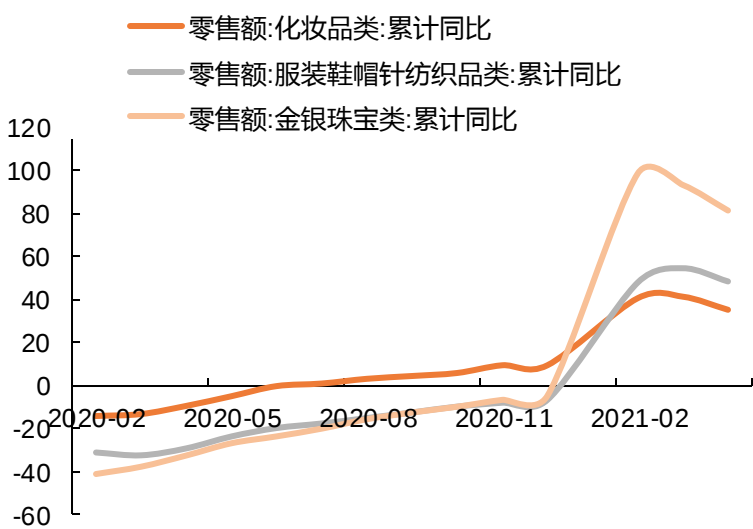
必选消费中饮料、烟酒、日用品增速大幅回升（%）



耐用消费增速于2021年前四个月达30%-50%



升级消费增速显著回升，化妆品类维持高增（%）

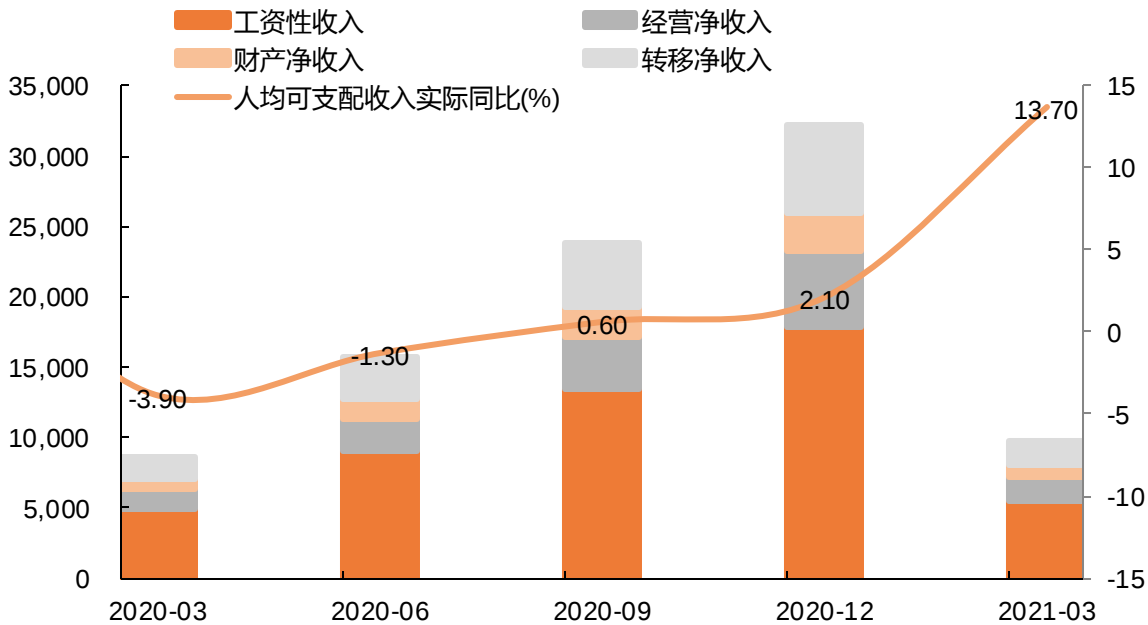


注：均为社零分项累计同比增速
资料来源：Wind，平安证券研究所

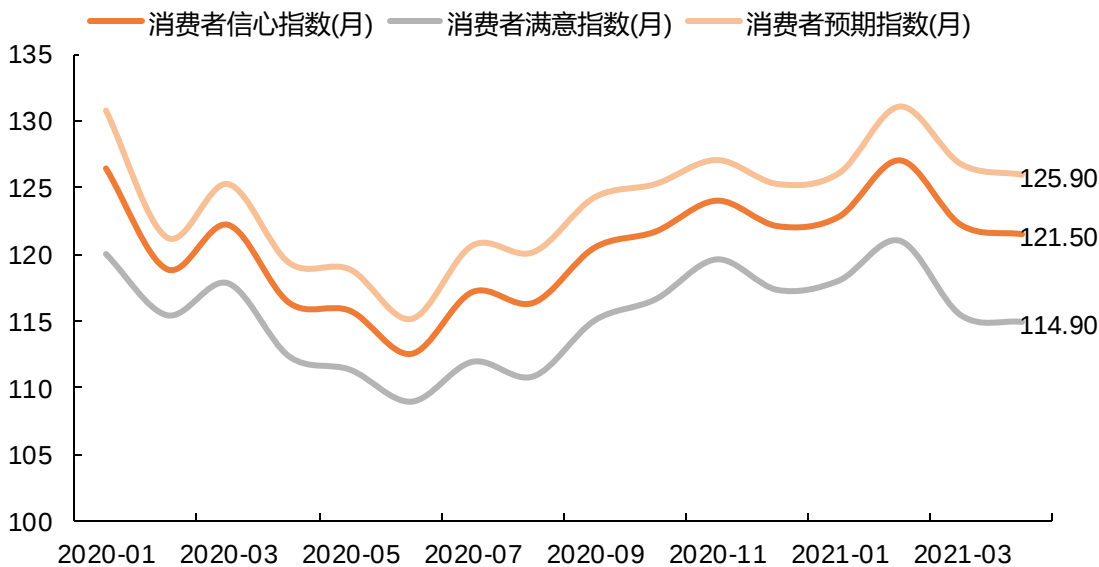
2.3 人均收入水平显著回升，但消费意愿仍不高

- 从人均收入水平看，2021年一季度实际同比+13.7%、两年平均增长4.5%，同比增速持续回升，或表明居民消费能力逐步提升。
- 2020下半年以来消费信心有所好转，但春节后消费信心有所下滑：受疫情影响，消费者信心、满意、预期指数在2020年上半年明显回落，三季度以来逐步回升，至2021年春节前后达到高点。但局部地区疫情爆发造成新一轮封锁、国内经济恢复基础不均衡不牢固等因素或影响居民后续消费信心，春节后消费者信心指数有所回落。

1Q21人均收入水平（元）同比增速回升至13.7%



消费者指数在3Q20明显回升，而后略有回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.4 下半年消费增速或逐步回落，线上零售仍是消费复苏的主阵地

- 消费回暖节奏仍受约束，下半年消费增速或逐步回落。根据2021年前四个月的消费数据，我们认为社零及各细分消费领域零售额的高增速，多源于2020年同期疫情影响下低基数。从两年平均增速上看，社零增速（+4.3%）、人均收入增速（+4.5%）均未达到疫情前水平（2019年全年社零同比+8.0%、人均收入水平+5.8%）。而局部疫情反复、经济恢复的不确定性等因素，均将影响未来居民实际收入的提升与消费信心，消费回暖节奏或仍受约束。展望下半年，2020年同期基数的提高与消费能力、意愿的受限，或将导致社零整体增速逐步回落，全年看社零累计同比增速呈现前高后低的态势。分消费类型看，我们认为：
 - 必选消费：疫情对必需消费需求的影响基本消失，增速全年稳定在同比5-15%的正常水平。
 - 耐用消费：在1H20低基数的对比下，1H21呈现20%左右的同比增速，全年累计同比增速或回落至10%上下。
 - 升级消费：在1H20低基数的对比下，1H21呈现20%以上的同比增速，化妆品等部分品类全年将维持高景气度。
- 从子行业看，受消费线上化趋势的影响，我们认为电商行业仍是消费复苏的主阵地。电商行业的发展也将为依赖线上营销的新消费领域持续创造成长机遇，新需求、新赛道和新品牌将持续涌现。其中，化妆品与医美行业正处于爆发初期，行业景气度也有望长期维持高位。
- 线上的崛起必然对线下零售造成分流。回顾上半年，虽然线下零售在20年同期低基数的对比下显著回暖，但消费线上化趋势对线下零售的冲击将持续较长时间，而相对线上零售的无边界性，线下零售也难以形成规模优势，整体看线下零售仍面临挑战。

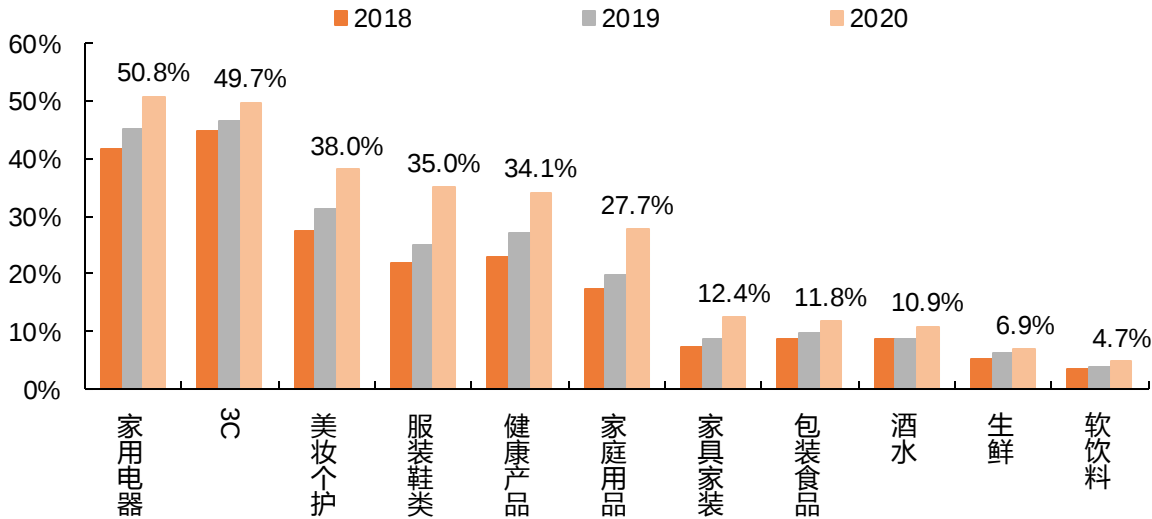
目录CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名市场中位，业绩修复推动股价上涨
- 行业整体：上半年社零增速大幅回升，但下半年或逐步回落
- 子行业展望：电商行业趋向多元化，利好新消费行业发展
- 投资建议：电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值

3.1 电商：消费线上化趋势延续，行业有望因反垄断而多元化

- 消费线上化趋势加速，电商景气度维持高位：受疫情改变消费习惯的影响，2020年消费品线上渗透率显著提升，家电3C线上消费占比已达50%，美妆个护、服装鞋类等渗透率超35%，线下占比较高的食品饮料与生鲜领域的线上消费比例也有明显提升。展望下半年，疫情对线下零售行业的影响未完全消退，我们认为消费将继续向线上转移，推动电商行业景气度维持高位。
- 反垄断推动电商多元化，抖音、快手等通过直播入场：上半年阿里巴巴遭国家反垄断处罚超180亿，我们认为电商领域强迫商家“二选一”等行为有望受到明显抑制，从而保护新电商玩家的利益。2020年以来，抖音、快手等短视频平台通过直播带货入局电商，并积极参与2021年的618活动，有望推动行业多元化发展，电商市场三巨头格局或向多巨头格局演变。

重点品类线上消费渗透率



资料来源：Euromonitor，公司公告，平安证券研究所

618活动主要参与平台及对应活动

主要活动	
货架电商	天猫 淘宝 1) 25万品牌商家加入活动，为2020年同期的2.5倍。2) 预售时间提前至5月24日晚8点开始。3) 推出“天猫榜单”，基于真实的消费洞察为依据给出消费指引。
	京东 1) 预售从5月24日开启。2) 5月31日“沸腾之夜”和6月17日“京奇探秘夜”大型直播活动。3) 联动超300万家线下实体门店，“1小时生活服务圈”覆盖约1400个县区市。
	苏宁 1) 开展六一节“开心直播夜”；2) 超级买手直播间+盲盒式直播吸引客群。
内容电商	抖音 针对直播达人将设立重点直播间进行官方资源扶持，并鼓励品牌方进行品牌自播间的建设。
	快手 1) 开展616购物节。2) 推出“快手小店信任卡”，强化消费者对快手平台及部分优质快手小店的信任度。

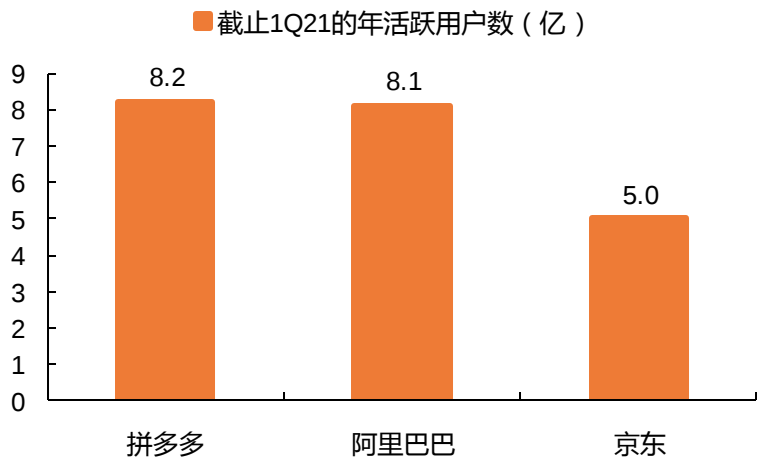
3.1 行业竞争压力加剧，但电商三巨头龙头优势仍在

- **行业竞争加剧，利润增速或开始承压：**根据我们的观察，各大平台企业凭借充足的资金与人力，已在多个线上零售/服务领域进行直接竞争，而反垄断大潮将同时降低平台企业进入新领域和新兴企业崛起的难度，导致各细分领域市场集中度提升的难度加大。我们认为行业竞争的加剧或将显著推动各平台企业开展新旧业务的成本提升，对企业利润增速造成压力。
- **电商三巨头在零售领域的规模优势依然明显：**回归电商行业看，虽然抖音、快手等新兴互联网企业开始布局，但阿里巴巴、拼多多在零售领域的年活跃用户数均超过8亿，京东超5亿，规模优势依然十分明显。三巨头在平台搭建、大数据积累、物流仓储等零售基础设施的建设与积累中还拥有先发优势，短期内新兴电商难以动摇电商三巨头的地位，而长期看三巨头进取心与创新能力并未消退，或无惧长期竞争压力，我们依然看好阿里巴巴、京东与拼多多在零售领域的发展。

平台型企业在线上零售/服务领域的重点布局

	传统电商	直播带货	社区团购	本地生活服务
阿里巴巴	✓	✓	✓	✓
京东	✓	✓	✓	
拼多多	✓		✓	
美团			✓	✓
抖音		✓		✓
滴滴			✓	

电商三巨头最新年活跃用户数（零售领域）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 新消费：新需求持续涌现，电商多元化利好新品牌崛起

- **新需求产生新赛道，关注新国货品牌崛起：**受益于Z世代消费能力与意愿的逐步增强，围绕美丽、健康、新餐饮与新娱乐等领域的新消费需求持续涌现，美妆、医美、零食代餐、新式茶饮等行业规模有望维持高速增长。我们认为，这些消费潮流多由国内文化引导而非受外来文化输入的影响，国货品牌与外资大牌站在了相对平等的起跑线上，建议持续关注新锐国货崛起带来的投资机会。
- **新电商拓宽营销途径，品牌崛起路径多元化：**我们认为，电商行业的多元化趋势，特别是强制二选一等行为的减少，将为新品牌提供更多、更低成本的营销渠道。正如三只松鼠凭借天猫平台、完美日记通过小红书迅速扩大规模与积累起广泛知名度，我们相信将有新锐国货通过抖音、快手乃至B站迅速崛起。

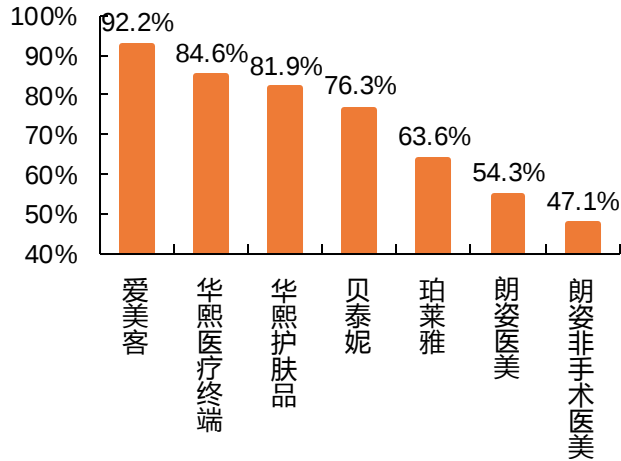
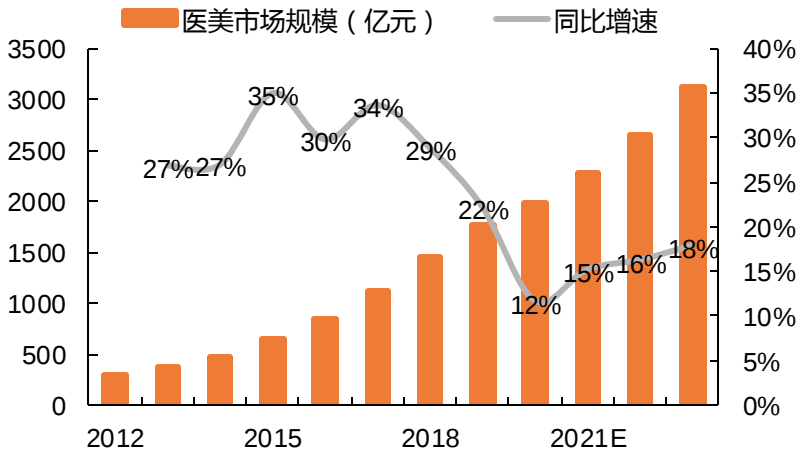
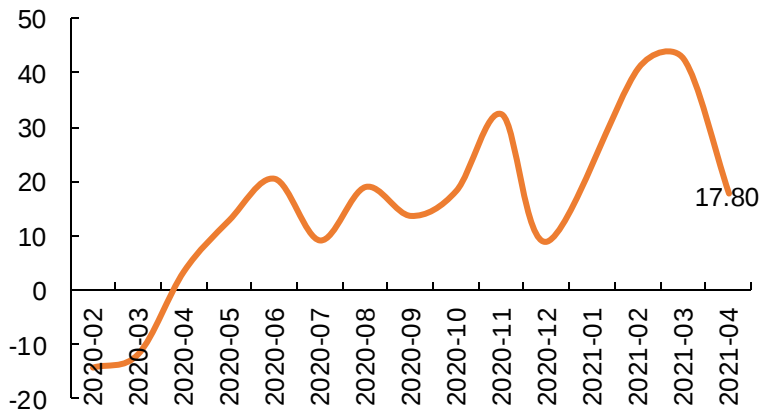
部分新消费领域的新国货品牌列举

需求大类	新消费领域	相关领域的上市企业	未上市的部分国货品牌
美丽	美妆	完美日记、贝泰妮、华熙生物	花西子、纽西之谜
	医美	爱美客、华熙生物、奥园美谷、新氧	联合丽格、美莱
	正畸	时代天使	-
健康	零食、代餐	三只松鼠、良品铺子	百草味、Wonderlab
	功能食品	汤臣倍健	Wonderlab
	人造肉	双汇发展、双塔食品	星期零
	气泡水	-	元气森林
新餐饮	咖啡	瑞幸（退市）	三顿半
	低度酒精饮料	百润股份	梅见、贝瑞甜心
	新式茶饮	奈雪的茶	喜茶、蜜雪冰城、茶颜悦色
新娱乐	潮流玩具	泡泡玛特、名创优品	-

3.2.1 化妆品+医美：行业正处爆发期，关注产品端龙头企业

- 疫情后“美丽”行业迅速恢复：化妆品行业自2020年4月起零售额同比增速已转正，在6、11月等电商购物节中同比增速达20%乃至30%以上，而医美需求在门店恢复运营之时已开始快速回升，“美丽”行业景气度早在2020年下半年已恢复至甚至高于疫情前水平。
- 化妆品与医美尚处爆发期，行业景气度有望长期维持高位：消费者对健康、美丽的追求永恒不变，在疫情前化妆品行业已连续数年规模增速达10%以上并逐年提升，而医美市场规模也有望在疫情后走出类似趋势，或可以验证行业正处于爆发期，消费者认同度与消费水平持续快速提升，景气度有望长期维持高位。
- 细分领域与标的较多，优先关注产品端龙头：目前国内二级市场标的可大致分为化妆品、医美产品与医美机构三大 To C端的企业类型。由于行业仍处爆发初期，企业需大力营销以赢得市场影响力，而化妆品与医美产品企业毛利率水平较高，在业绩的稳定性上更佳，有望迅速消化年内涨幅创造的估值泡沫，建议优先关注爱美客、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等。

● 限额以上化妆品零售额当月增速已回升至10%以上
● 医美行业市场规模、同比增速
● 化妆品、医美产品、医美机构企业毛利率对比（2020）

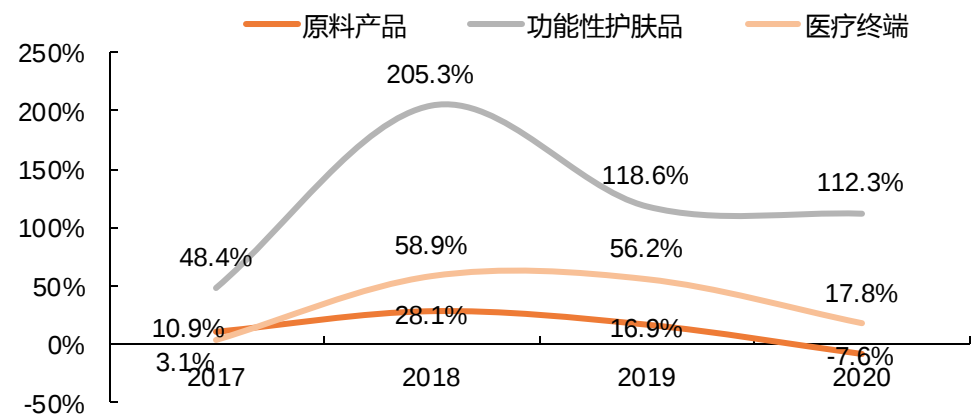


资料来源：Wind，艾瑞咨询，平安证券研究所

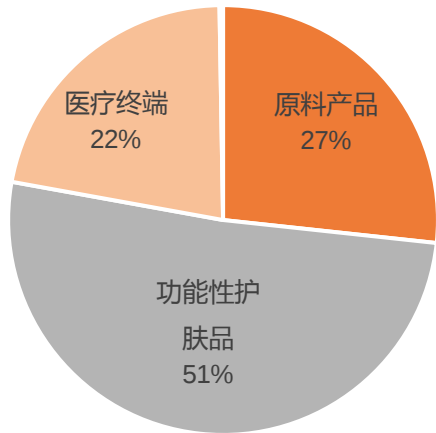
3.2.1 华熙生物：透明质酸上下游全覆盖，化妆品+医美双优质赛道布局

- **化妆品+医美两大优质赛道加持：**华熙生物以上游透明质酸原料为起点，成功切入功能性护肤品与医美两大终端黄金赛道，支撑公司规模维持快速增长。其中，公司护肤品业务旗下品牌如润百颜、夸迪、米蓓尔等护肤功效明确、消费者认同度与复购率高、龙头品牌地位稳固，有望成为公司未来发展的核心支撑点。
- **食品终端业务起步，期待打造新增长点：**公司已推出透明质酸添加食品品牌“黑零”、饮品品牌“水肌泉”。透明质酸入食于2021年初被国家正式批准，完成消费者培育后，食品市场庞大的规模有望推动食品品牌与食品级原料成为公司新的爆发式增长点。
- **透明质酸上下游全覆盖的龙头企业：**公司掌握原料端制高点，并向下抢占高速成长的各终端赛道，终端应用的扩大继续反哺原料业务，完整闭环已形成长期竞争壁垒。我们预计公司21、22年归母净利8.18、10.03亿元，同比+26.6%、22.6%，维持“推荐”评级。

公司各业务线营收增速变化



公司各业务线营收占比（2020）



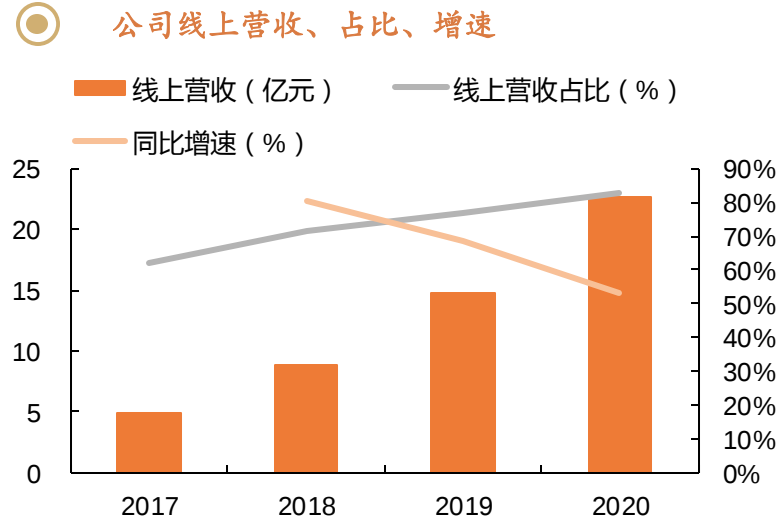
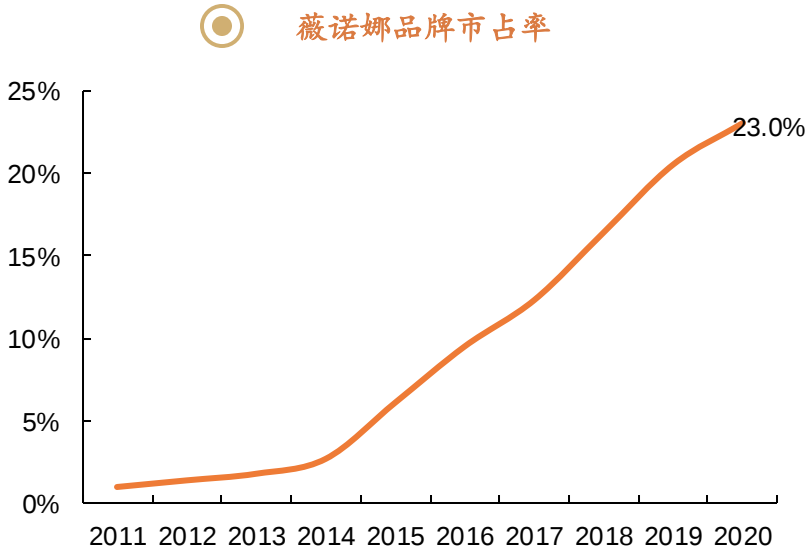
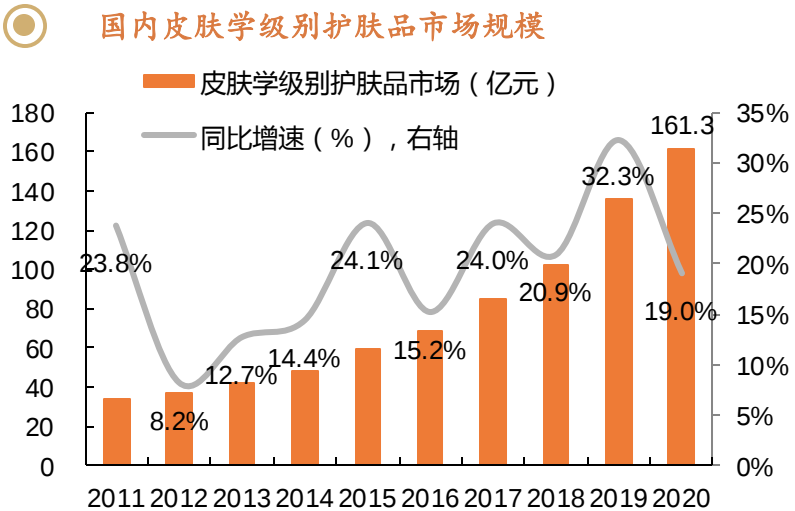
公司近期在食品添加市场的自行探索或合作

添加产品类型	添加品牌	品牌类型
零食	黑零	自有品牌
水	水肌泉	自有品牌
软糖	Wonder lab	Wonder lab合作
气泡水	哈气	汉口二厂合作
高端宠物粮	海宝诗	中农华威合作

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2.1 贝泰妮：产品+渠道优势，持续开发敏感肌护理黄金赛道

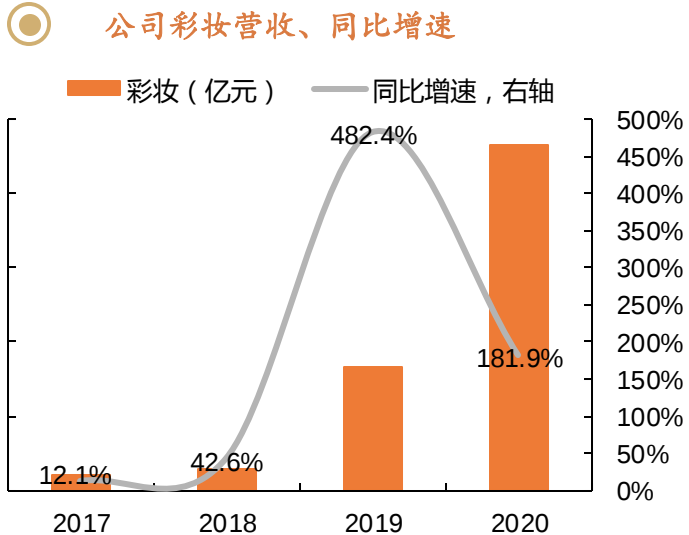
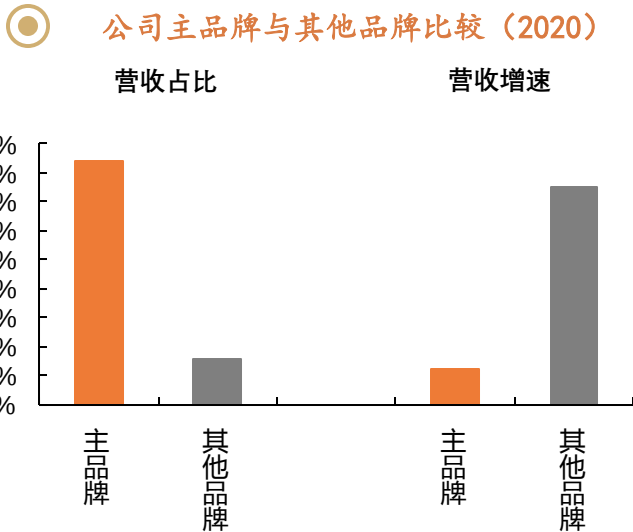
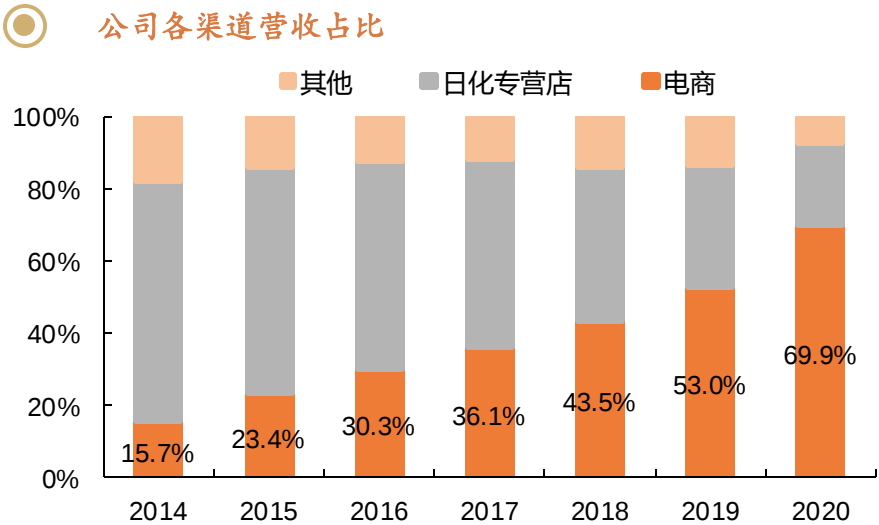
- 敏感肌护理黄金赛道，市占率第一且仍在提升：2020年皮肤学级护肤品市场规模同比+19.0%，远高于化妆品行业增速，是黄金赛道中的黄金赛道。其中公司旗下“薇诺娜”品牌在皮肤学级护肤品国内市场排名稳居第一，且市占率较19年再度提升2.5个百分点，显示公司产品、品牌认同度持续提高，公司龙头企业愈发稳固。
- 线上高占比，核心渠道上拥有强品牌力优势：2020年公司线上营收占比近83%，其中于阿里系电商的营收占比近48%，为公司第一大渠道。薇诺娜品牌连续多年获得天猫金妆奖，并跑入双十一护肤榜前十，验证公司在行业核心竞争渠道上的强品牌力优势。
- 产品、渠道优势显著，持续开发黄金赛道：在产品、渠道优势的帮助下，公司持续开发敏感肌护理黄金赛道，好赛道中的龙头企业长期成长无忧。我们预计公司21、22年归母净利7.82、10.33亿元，同比+43.9%、32.1%，维持“推荐”评级。



资料来源：Euromonitor，公司公告，平安证券研究所

3.2.1 珀莱雅：渠道、品牌变革持续进行，增长动力依然雄厚

- **线上渠道占比继续提高，线上化转型卓有成效：**公司曾高度依赖线下日化店销售产品，但敏锐观察到化妆品消费线上化趋势并进行积极转型。2020年公司线上营收占比已近70%，成功帮助公司降低疫情对公司的负面冲击。此外，公司正在积极提高在各电商平台上的直营占比，并发展抖音等新兴电商渠道，继续站在行业渠道变革的前沿。
- **注重新品牌发展，增长来源多元化：**公司主品牌“珀莱雅”收入占比在2020年已下滑至83%，新品牌特别是彩妆品牌“彩棠”快速增长，使得主品牌外的其余品牌开始逐步成为公司新增长点，公司品牌多元化发展有望。
- **渠道、品牌持续变革打造新增长点：**公司以增强直营、发展新渠道等方式维持线上渠道的高速增长，并积极打造主品牌外的新增长点，增长动力依旧雄厚。我们预计公司21、22年归母净利5.94、7.19亿元，同比+24.8%、21.1%，维持“推荐”评级。

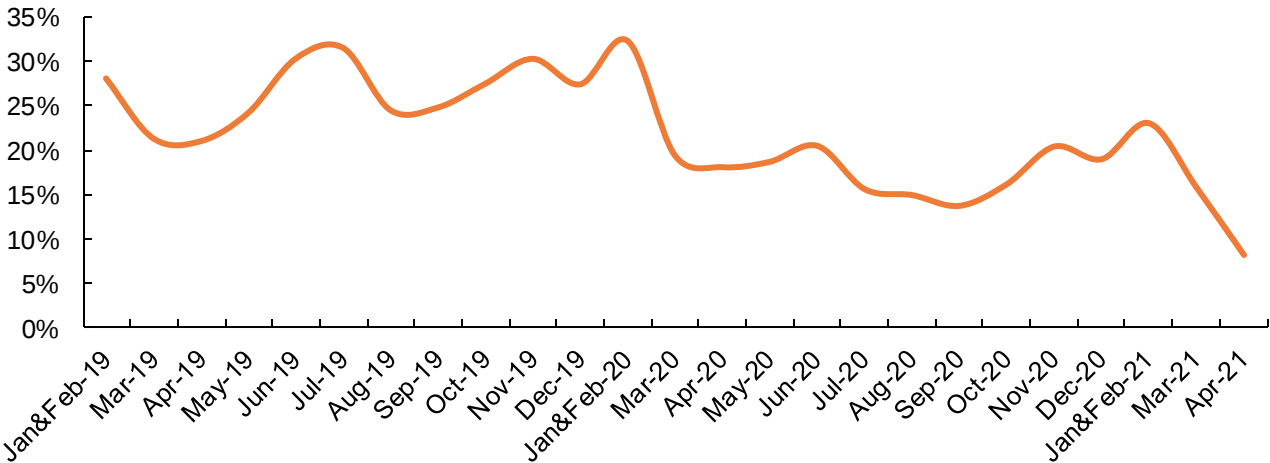


资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2.2 休闲食品：线上龙头原有渠道份额下滑，积极开拓新品牌、新渠道

- **天猫流量去中心化，龙头份额趋势向下：**天猫平台一直是休闲食品线上销售的主阵地，但近年来平台更注重中小品牌与新品牌的培育，由于休闲食品行业中产品同质化问题较为严重，线上龙头企业如三只松鼠、百草味、良品铺子等流量获取能力受限，合计市场份额向下趋势明显，仅在618、双十一、春节等电商节期间略有回升。
- **线上龙头积极开拓新赛道、新渠道：**传统零食市场竞争激烈，但婴幼儿&儿童零食、代餐&健身零辅食、功能食品&营养滋补品、高质烘焙原料、半成品零食等细分市场尚处于早期竞争阶段。据QYResearch报告，19至23年儿童零食市场CAGR将达10%-15%；而从销售体量及消费者人数上，代餐食品的整体销售均有着稳步的增长且呈现大于50%的增长率。我们观察到线上龙头们在这些领域进行了积极布局，同时也开始在拼多多、抖音、社区团购等新电商渠道中寻求新流量以支撑后续增长。

阿里系电商休闲食品CR3趋势向下，仅在618、双十一、春节等电商节期间略有回升



资料来源：淘数据，平安证券研究所

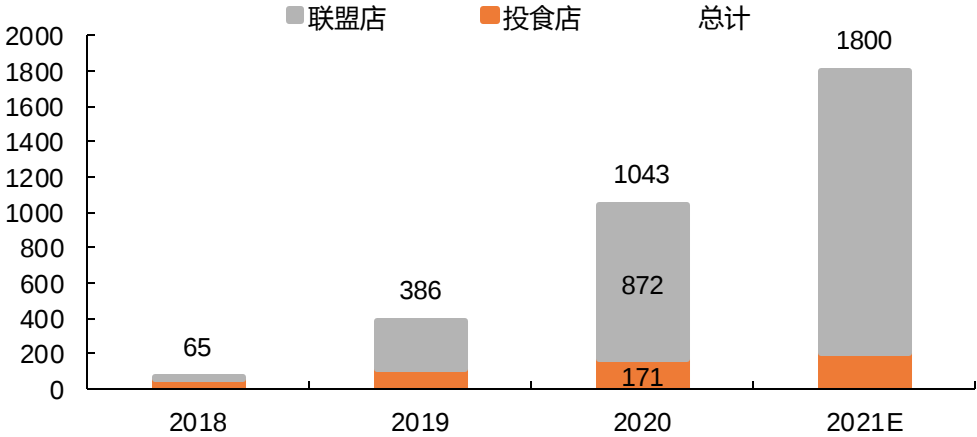
两大上市线上龙头在新品牌、新电商渠道上的探索

	三只松鼠	良品铺子
儿童零食品牌	小鹿蓝蓝	良品小食仙
其他新品牌	养了个毛孩 (宠物零食) 等	良品飞扬 (代餐)
新电商渠道	抖音、拼多多、社区团购、自主直播	拼多多、抖音&快手直播

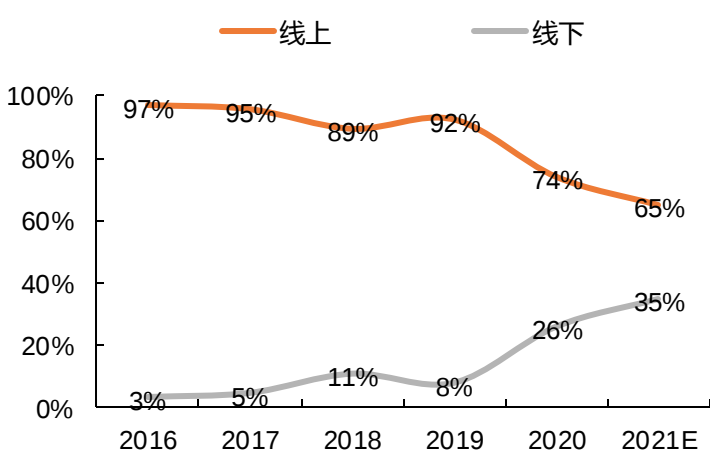
3.2.2 三只松鼠：渠道、品类调整，新渠道、新品牌推动新增长

- **线下快速展店，线上开拓新渠道：**目前国内休闲食品超80%的消费仍发生在线下，公司继续线下快速展店的计划，2020年全年门店数已过1000，2021年全年计划再新开800-1000家联盟小店，并将线下营收占比提升至33%-35%。在线上，公司积极发力抖音、拼多多、社区团购等新电商渠道。公司已通过天猫平台积累了市场领先的线上运营经验，更有望在新电商渠道中脱颖而出，打造新增长点。
- **主品牌聚焦“坚果心智+精选零食”，新品牌瞄准婴童零食：**公司摒弃了主品牌盲目扩大品类矩阵的行为，2020全年货品月均周转率提升近20%。公司2021年将聚焦婴童食品品牌小鹿蓝蓝，品牌全年营收或可增长10倍至5亿规模，新赛道有望成为规模增长新来源。
- **积极调整渠道、品类，寻找新增长点：**公司具备市场领先的需求洞察、渠道建设和产品推新能力，我们认为公司有能力在快速变化的零食市场中迎难而上，预测公司21、22年归母净利3.63、4.49亿元，同比+20.3%、23.8%，维持“推荐”评级。

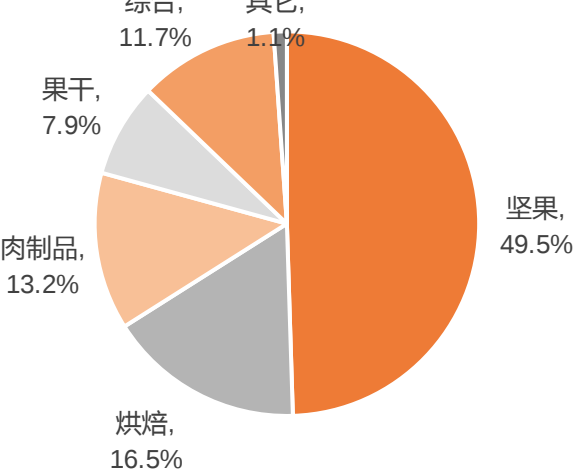
公司线下门店数变化



公司线上线下营收占比



公司各品类营收占比（2020）

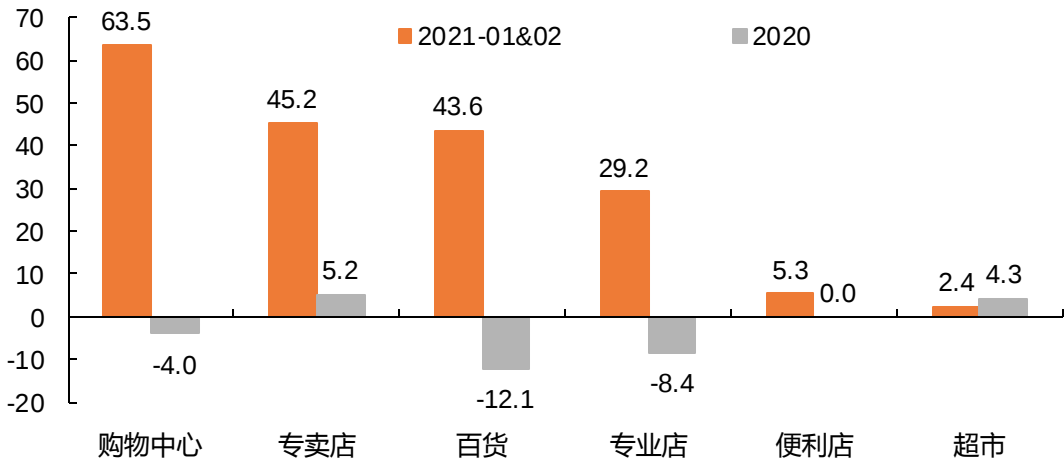


资料来源：公司公告，平安证券研究所

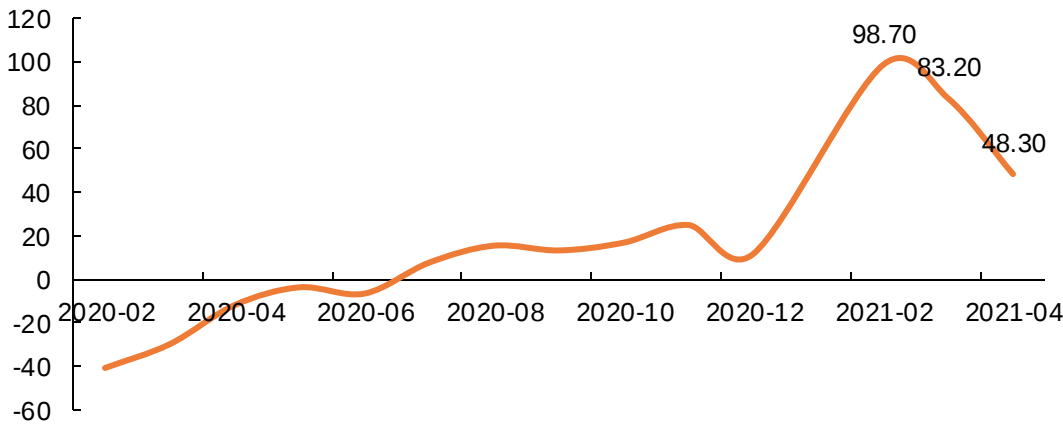
3.3 线下零售：1H21同比回暖，但长期挑战仍存

- **低基数效应消退后，线下零售增速或逐步下滑：**疫情影响下1H20线下零售难以正常运营，销售额跌至冰点，而2021年以来全国大部分地区逐步恢复正常，购物中心、百货、专卖店、专营店等非生活必需品的零售企业销售额同比大幅回升。但超市与便利店在社区团购等新业态的冲击下，行业景气度有所下滑。展望下半年，低基数效应逐步消退，线下零售的增速或均将逐步下滑。
- **黄金珠宝延期消费潮持续至1Q21，但后续新需求或难以涌现：**疫情后因婚庆需求集中涌现、金价快速上涨、线下门店重新开业等原因，黄金珠宝消费潮延续至2021年一季度。但金价目前仍在相对高位、消费增速的逐步下滑，均将抑制相关消费需求。
- **线下零售受消费线上化趋势冲击，关注免税领域牌照壁垒：**我们认为，消费线上化趋势在疫情后再次加速，对线下零售的冲击将持续较长时间，而相对线上零售的无边界性，线下零售企业也难以形成规模优势。因此我们仅建议关注线下零售仍有政策壁垒的领域，如王府井、中国中免或其他后续拿到免税牌照的线下零售企业。

● 商务部监测重点流通企业销售额累计同比增速 (%)



● 限额以上黄金珠宝销售额当月同比增速 (%)



目录CONTENTS

- 市场回顾：板块涨幅排名市场中位，业绩修复推动股价上涨
- 行业整体：上半年社零增速大幅回升，但下半年或逐步回落
- 子行业展望：电商行业趋向多元化，利好新消费行业发展
- 投资建议：电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值

投资建议

- **消费线上化趋势持续，电商、新消费特别是化妆品与医美领域景气度维持高位：**受消费线上化趋势的影响，我们认为电商行业仍是消费复苏的主阵地。电商行业的发展也将为依赖线上营销的新消费领域持续创造成长机遇，新需求、新赛道和新品牌将持续涌现。其中，化妆品与医美行业正处于爆发初期，行业景气度也有望长期维持高位。线上的崛起必然对线下零售造成分流。回顾上半年，虽然线下零售在20年同期低基数的对比下显著回暖，但消费线上化趋势对线下零售的冲击将持续较长时间，而相对线上零售的无边界性，线下零售也难以形成规模优势，整体看线下零售仍面临挑战。
- **电商、新消费领域的龙头企业具备长期投资价值，推荐华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、三只松鼠，建议关注阿里巴巴、京东集团、爱美客、良品铺子等。**线下零售面临挑战多，建议关注具备免税经营壁垒的王府井与中国中免。

所属子行业	公司名称	最新股价 (21.06.11)	EPS (未评级者使用wind一致预期)				PE (对应最新股价)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
电商平台	阿里巴巴	205.20	8.30	8.98	10.94	11.84	24.7	22.9	18.8	17.3	未评级
	京东集团	279.20	19.19	6.39	9.87	12.74	14.5	43.7	28.3	21.9	未评级
新消费	爱美客	654.00	2.03	3.29	4.86	6.87	321.8	198.8	134.6	95.2	未评级
	华熙生物	240.98	1.35	1.70	2.09	2.39	179.1	141.8	115.3	100.8	推荐
	贝泰妮	243.89	1.28	1.85	2.44	3.27	190.1	131.8	100.0	74.6	推荐
	珀莱雅	173.36	2.37	2.95	3.58	4.20	73.2	58.8	48.4	41.3	推荐
	三只松鼠	49.29	0.75	0.90	1.12	1.31	65.6	54.8	44.0	37.6	推荐
	良品铺子	47.92	0.86	1.09	1.32	1.56	55.9	44.0	36.3	30.7	未评级
线下零售	王府井	29.99	0.50	1.21	1.45	1.52	60.2	24.8	20.7	19.7	未评级
	中国中免	311.00	3.14	5.97	8.03	10.26	98.9	52.1	38.7	30.3	未评级

注：阿里巴巴、京东集团于港股上市、采用港元，其余均为人民币
资料来源：Wind，平安证券研究所

风险提示

- **宏观经济增速下行，消费环境持续低迷的风险：**零售行业表现与宏观环境密切相关，若宏观增速持续下行，居民收入、消费水平持续下滑，则行业发展或受严重负面影响。
- **国内疫情防控长期化的风险：**国内疫情仍未完全平息，但国内疫情反弹、外部输入的风险依然明显，若疫情防控长期化，消费行为或再受抑制。
- **行业竞争加剧的风险：**线上线下零售市场竞争激烈，各零售企业或需持续增强市场投入，以抢夺市场份额。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。