

## 电商高速增长，超市龙头持续扩张—— 商贸零售行业2020半年报总结

分析师：

王品辉 S0190514060002

金秋 S0190520080004

郭军 S0190520070006

报告发布日期：2020年9月3日



## 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



## 投资要点

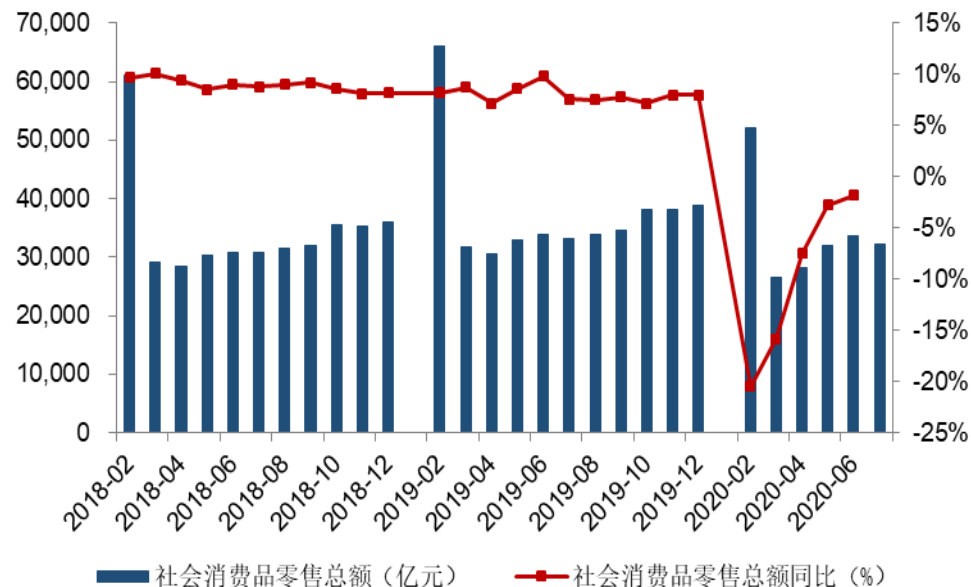
- **20H1零售承压，必选商品优势凸显。** 2020年H1受到疫情影响，社零增速下滑较大。我国1-2月、3月、4月、5月、6月、7月社零同比变化分别为-15.8%、-7.5%、-2.8%、-1.8%和-1.1%，疫情减缓，社零增速逐渐反弹。粮油、食品等必选品在疫情中逆势走高，1-2月上涨9.7%，3-6月涨幅都在9.7%以上。
- **疫情下业绩承压，超市、电商稳健增长。** 2020年上半年零售行业重点观察65家上市公司实现营业收入8253.49亿元，同比下滑1.39%；实现归母净利润153.87亿元，同比增长下滑7.46%。近5年以来电商板块营收增速始终保持高位，增速分别为66.49%、46.73%、44.67%、36.82%、30.03%，20H1增速23.81%；超市营收增速始终保持稳定增长，上半年增速9.13%。利润端来看，归母净利润的增长率波动较大，今年上半年超市、电商增速分别达到24.87%和95.52%。
- **超市板块：物价驱动同店增长，龙头加速扩张。** 19年初CPI开始新一轮上行，带动超市企业同店增速提升，以永辉超市、家家悦为例，受益CPI上行，2020H1同店增速分别为7.40%、11.41%。头部商超如永辉超市、家家悦拓店速度较快，虽然疫情大幅拖累开店进度，但仍分别净增27、61家门店。同时，由于头部公司公布的已签待开门店数量充沛，下半年完成全年开店目标的概率较大。
- **百货行业承压，二季度业绩端有所改善。** 20年H1百货板块实现营收346.4亿元(同比-61.45%。其中20Q1实现营收197.21亿元 (-9.32%)；20Q2实现营收149.19亿元 (-64.71%)；实现归母净利润4.36亿元，其中Q1实现-5.88亿元 (-123.77%)；Q2实现10.24亿元 (-58.53%)。
- **电商板块：收入持续高增，下沉市场空间广阔。** 截至2020年7月，全国实现网上零售额9284.2亿元，同比增速近20%，占社零总额的比例升至28.83%。长期看电商通过下沉市场及供应链建设驱动GMV提升趋势仍在持续。
- **推荐标的：** 百货板块：王府井 重庆百货；专业连锁板块：居然之家 爱婴室；电商板块：苏宁易购 拼多多
- **风险提示：消费下行超预期，新业态补贴超预期，公司展店不及预期**

# 一、消费数据：20H1零售承压，必选商品优势凸显

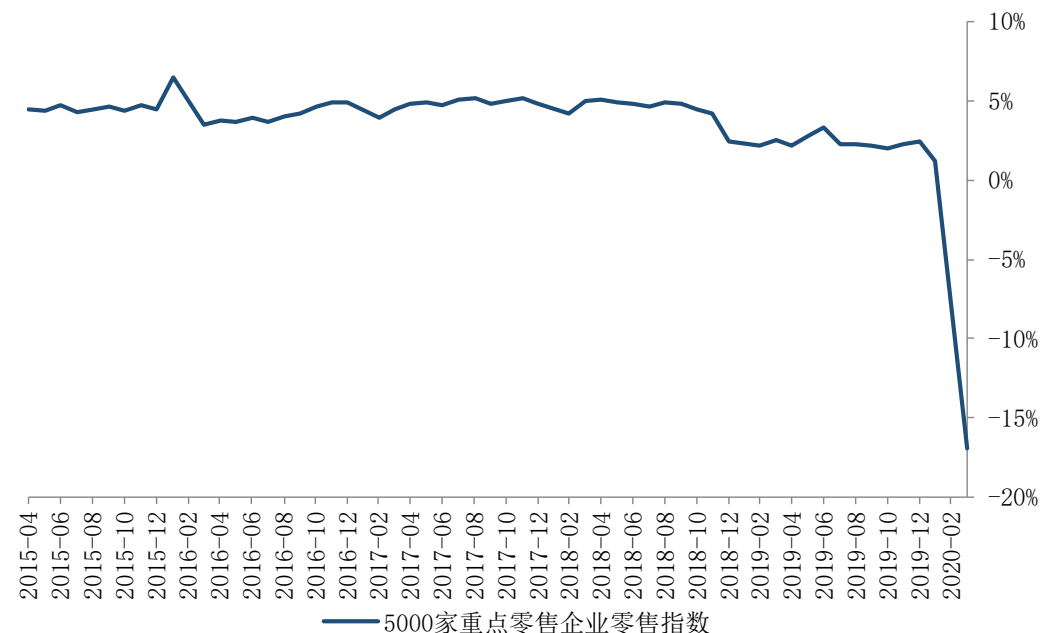


# 社零整体稳健增长，疫情对2020H1影响较大

## 历年社零总额及增速图



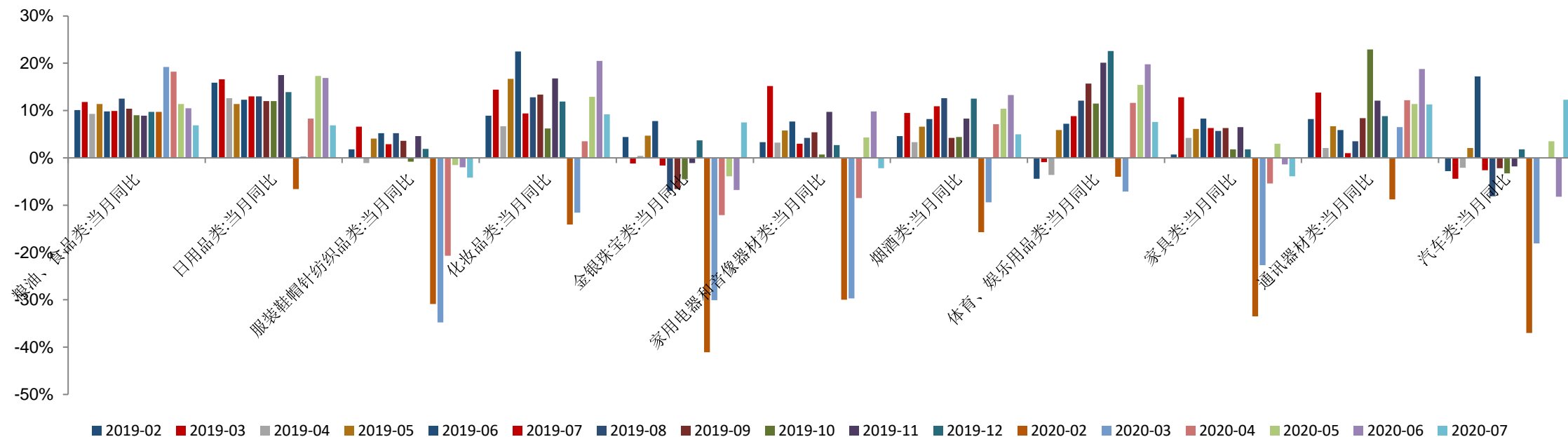
## 限额以上企业商品零售总额各月增速图



**社零增速逐年缓慢下滑，2020年Q1受疫情影响较大。**从2015年-2019年，我国社零总额增速分别为10.60%、9.60%、9.02%、6.90%、6.00%，逐年降低，这与我国经济增速放缓，GDP增速放缓的趋势一致。2020年H1受到疫情影响，下滑较大。我国1-2月、3月、4月、5月、6月、7月社零同比变化分别为-15.8%、-7.5%、-2.8%、-1.8%和-1.1%，随着疫情减缓，社零增速逐渐反弹。

# 必选商品刚需属性凸显，可选品受疫情影响逐渐过去

## 分品类零售额当月同比情况

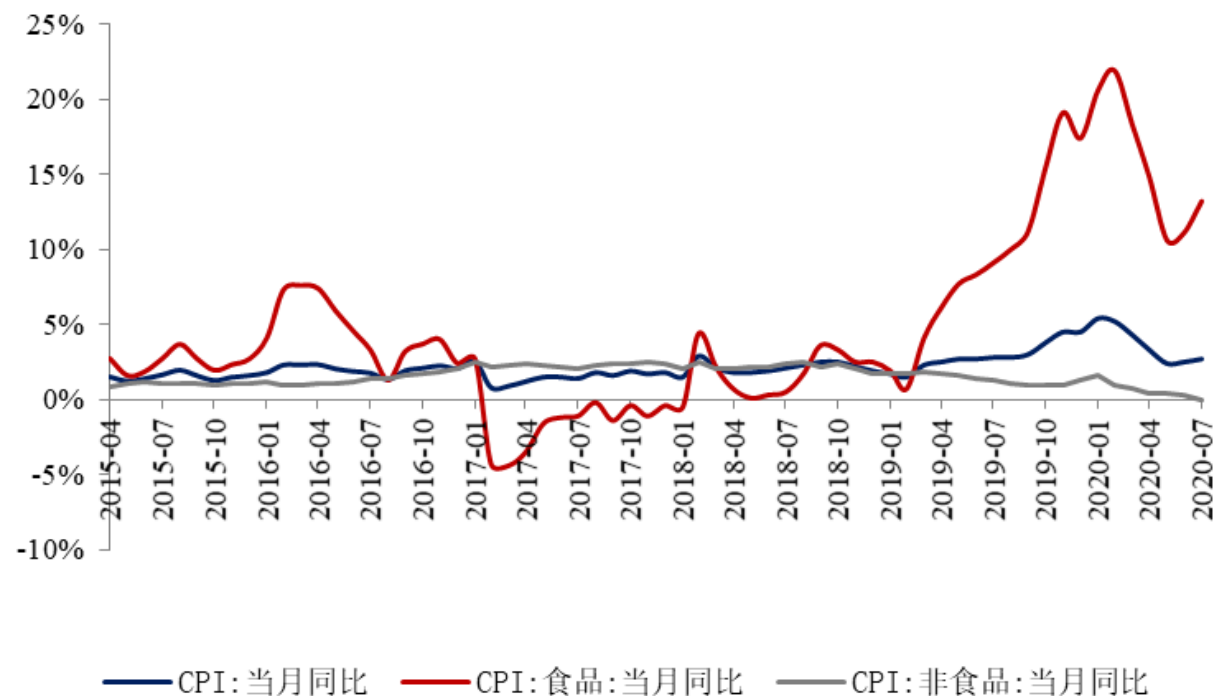


**粮油、食品等必选品在疫情中逆势走高，可选品增速出现下滑。**2020H1受疫情影响我国社零增速出现较大下滑。其中服装、金银珠宝、家电等可选品出现较大程度下滑，随着疫情减缓降幅不断收窄。而粮油、食品等必选品则在疫情中出现较大上涨，1-2月上涨9.7%，3-6月涨幅都在9.7%以上，此外日用品1-2月上涨-6.60%，3-6月涨幅不断走高，家用电器和音像器材类涨幅Q1下滑，Q2回升，烟酒类、体育、娱乐用品类、通讯器材类4月开始持续保持正增长，家具类零售受疫情影响较低迷，但随疫情减缓降幅收窄，汽车类7月增幅转负为正，达12.3%。



# 2020年物价整体回落，6、7月份触底回升

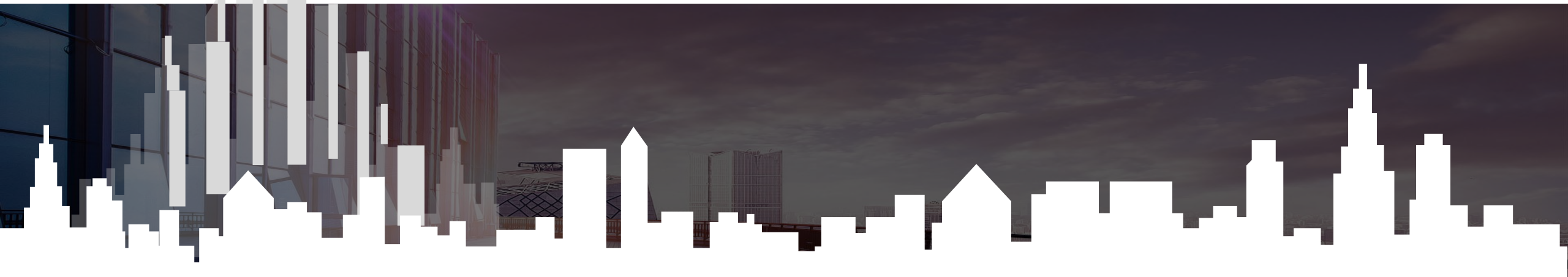
## CPI当月同比



**2019年以来CPI维持在较高水平。**受非洲猪瘟等因素影响，2019年全国猪肉出现较大幅度的涨幅，使得2019年起全国CPI维持在较高水平。

**2020H1物价略有回落，6/7月份触底回升。**根据国家统计局发布的数据，2020年1月-5月居民消费价格指数（CPI）增速持续回落，5月CPI当月增速为2.40%。6月起CPI指数略有回升，增速相比5月回升0.1pp至2.50%，7月继续提升达2.7%。其中食品CPI6月提升0.4pp至11.10%，7月增速达13.2%。

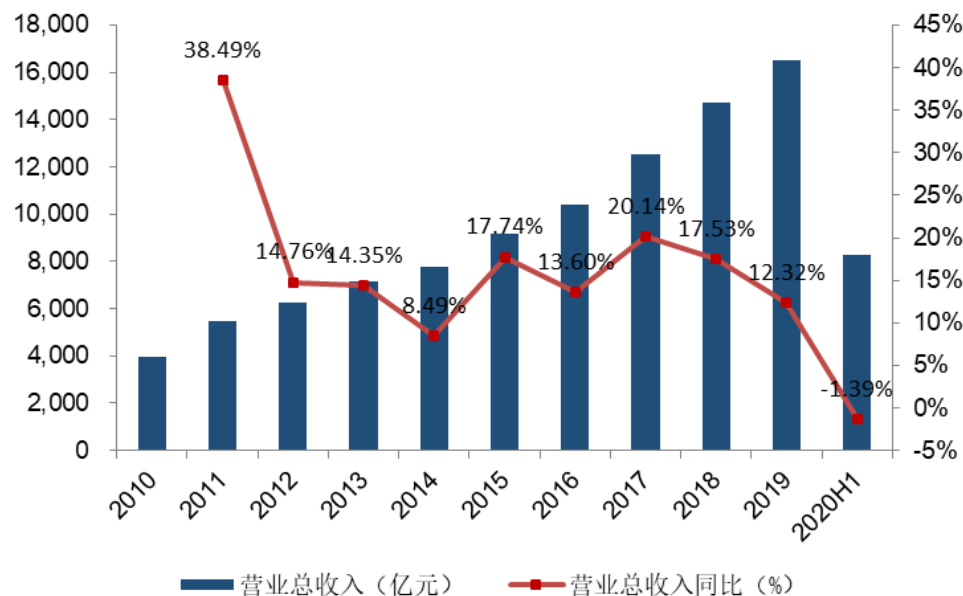
## 二、行业情况：疫情下业绩承压，超市、电商稳健增长



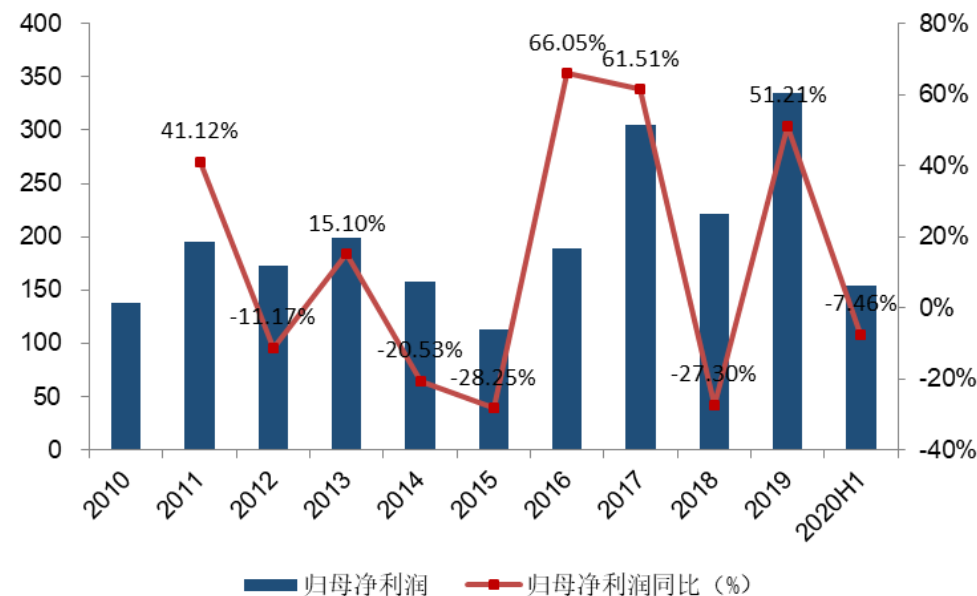


# 受疫情影响，重点观察企业上半年业绩承压

## 重点观察零售企业营收及增速



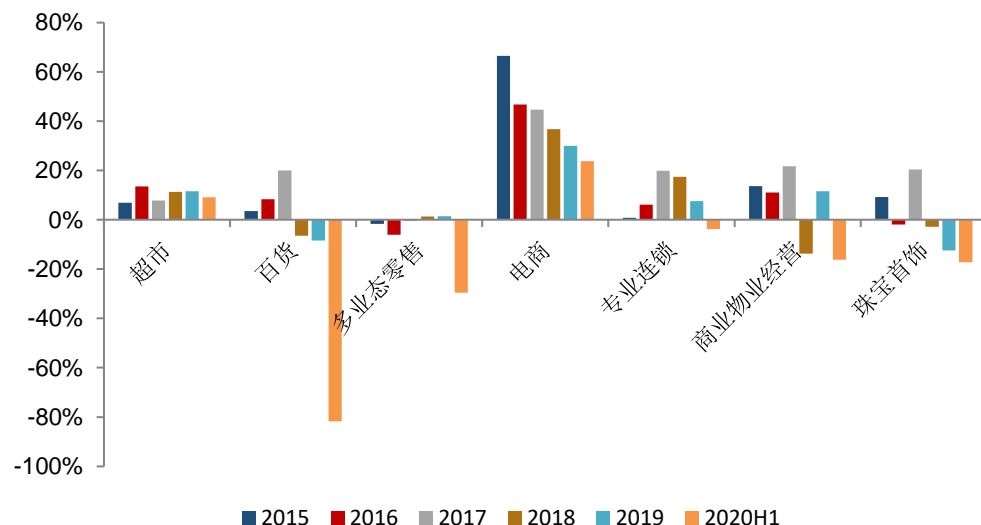
## 重点观察零售企业净利润及增速



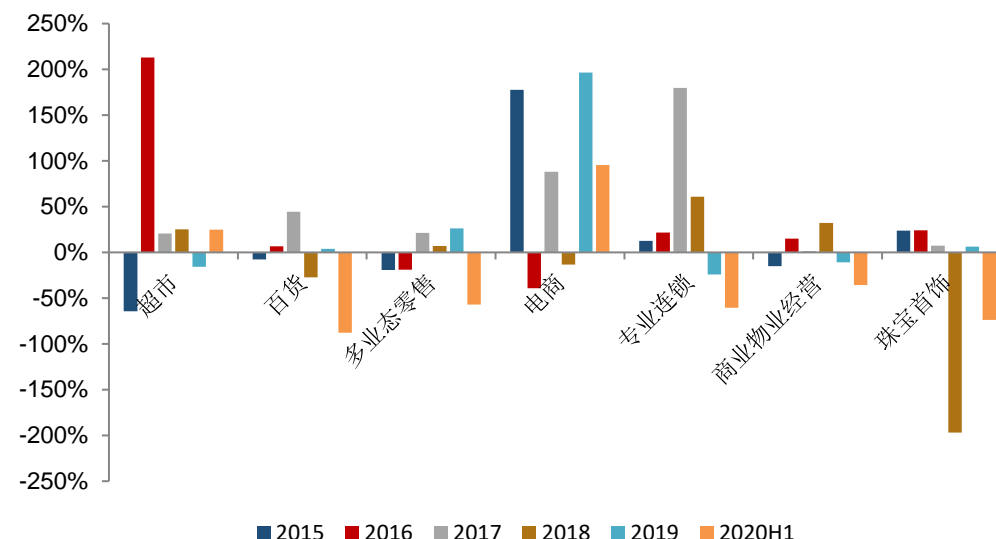
**受疫情影响，上半年营收、利润齐下滑。**2020年上半年零售行业重点观察65家上市公司实现营业收入8253.49亿元，**同比下滑1.39%**；实现归母净利润153.87亿元，**同比增长下滑7.46%**。近十年以来，这65家上市公司的营收总额保持稳定高速增长，年均增长率达20.69%。而归母净利润增长则波动较大，2016年甚至出现较大幅度的下跌。归母净利润十年来的年均增长率为35.07%，处于较高水平。**2020年上半年重点观察企业利润受疫情影响营收和归母净利润略有下滑。**

# 电商板块营收增速最高，超市、电商稳健增长

## 各版块营收增速



## 各版块归母净利润增速

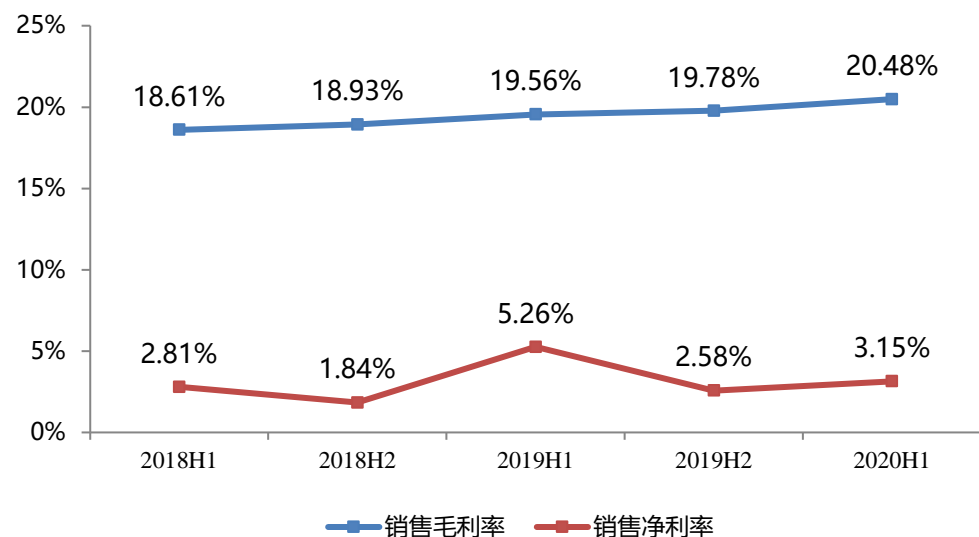


**近几年电商板块营收增速最高，超市、电商增速较为稳健。**近5年以来电商板块营收增速始终保持在高位，增速分别为66.49%、46.73%、44.67%、36.82%、30.03%，20H1增速为23.81%，增速逐渐走低。超市营收增速始终保持稳定增长，上半年疫情之下依然保持9.13%的增速。百货、多业态零售板块较为低迷，百货板块已经连续两年陷入负增长，多业态零售板块近五年增长率之和为负，且今年上半年受疫情影响下百货降幅扩大，多业态零售增速大幅下降。商业物业经营、其他专业连锁板块基本保持平稳增长，珠宝销售板块增长波动较大，今年上半年营收负增长。

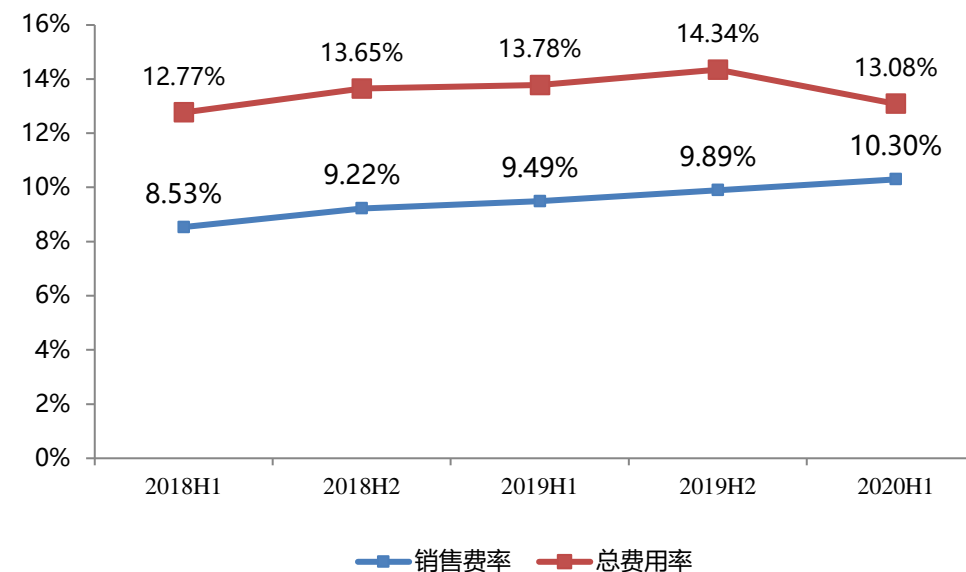
利润端来看，归母净利润的增长率波动较大。今年上半年超市、电商业绩表现亮眼，增速分别达到了24.87%和95.52%。

# 重点观察企业盈利能力波动上升，费用管控水平稳定

## 重点观察零售企业毛利率及净利率



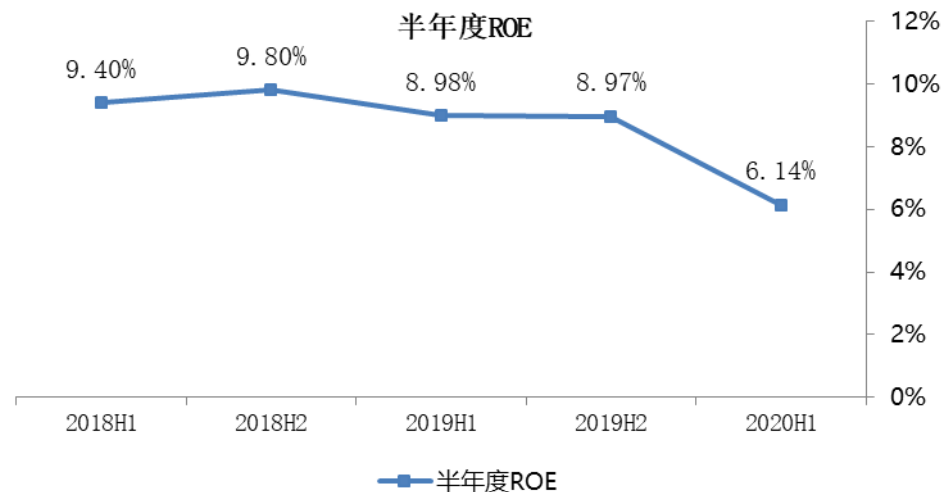
## 重点观察零售企业销售费率和总费用率



**企业盈利能力波动上升，费用管控水平稳定。**近年来重点观察企业的毛利率逐渐上升，2020年上半年毛利率同比提高0.98pp至20.48%，净利率总体呈波动上升趋势。同时，虽然上半年销售费率同比提高0.81pp至10.03%，但总费用率同比下降0.7pp至13.08%，费用管控水平总体稳定。

# 受疫情影响，重点观察零售企业ROE下滑较大

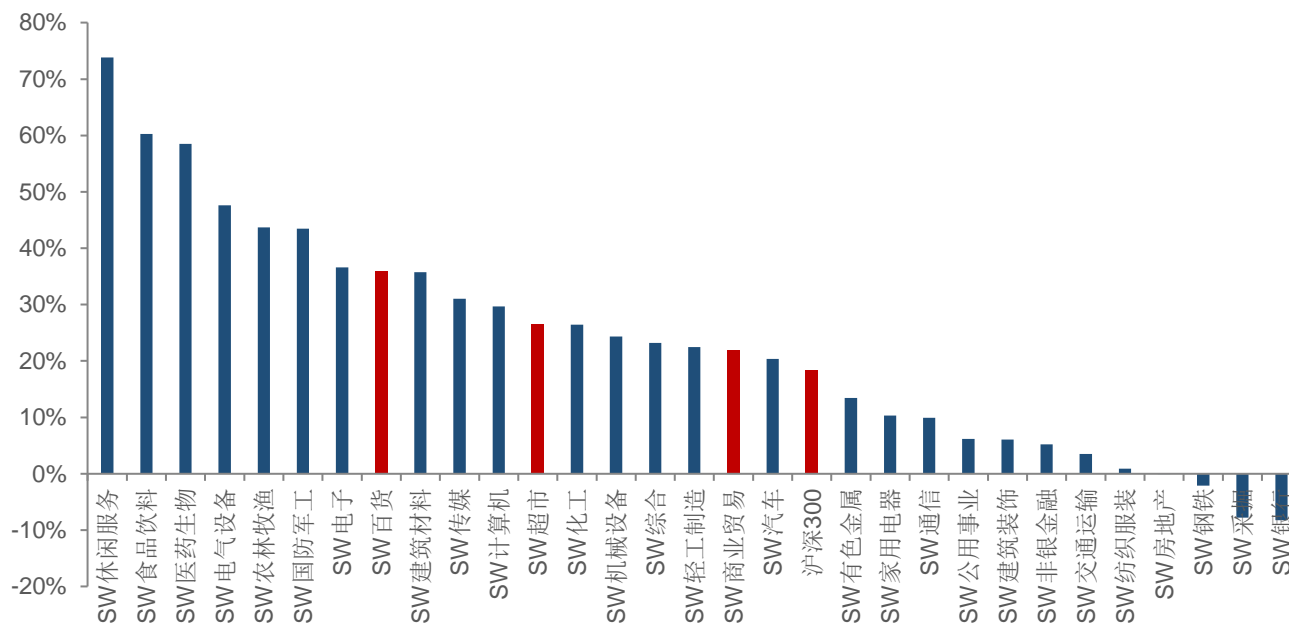
## 重点观察零售企业净资产收益率



受疫情影响，重点观察零售企业ROE下滑较大。上半年重点观察零售企业净资产收益率实现6.14%，同比下滑2.84pp，下滑幅度较大。

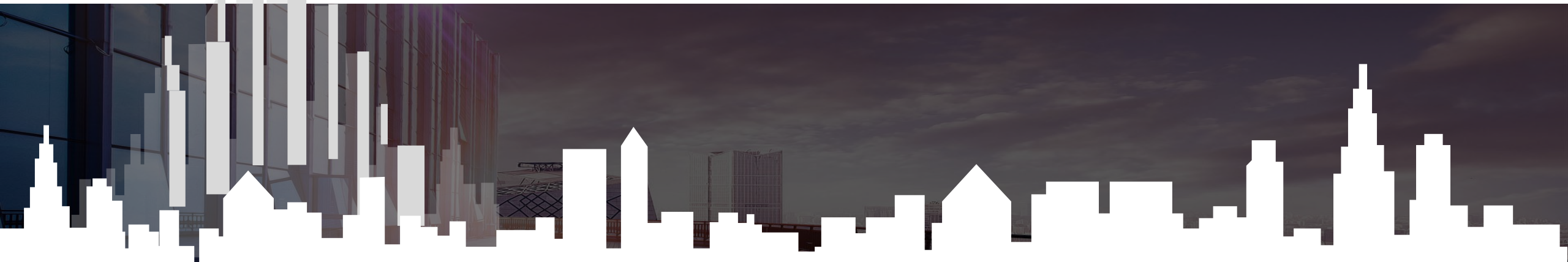
# 2020H1零售行业表现良好，后半程免税驱动百货板块反弹明显

## 2020年1-8月各板块涨幅



**2020年1-8月，百货、超市、商业贸易等零售板块的表现均高于市场平均水平。2020年1-8月百货超市商业贸易等零售板块表涨幅分别为35.95%、26.55%、21.97%，均高于沪深300的涨幅18.25%，相比于1-4月的市场表现，5-8月百货板块反弹明显，主要系免税题材的带动，低估值的百货股几乎全线大涨。**

### 三、超市板块：物价驱动同店增长，龙头加速扩张

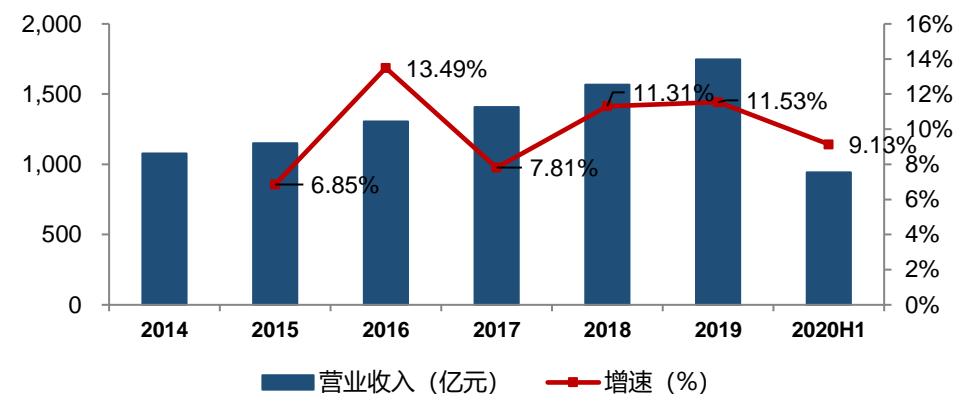




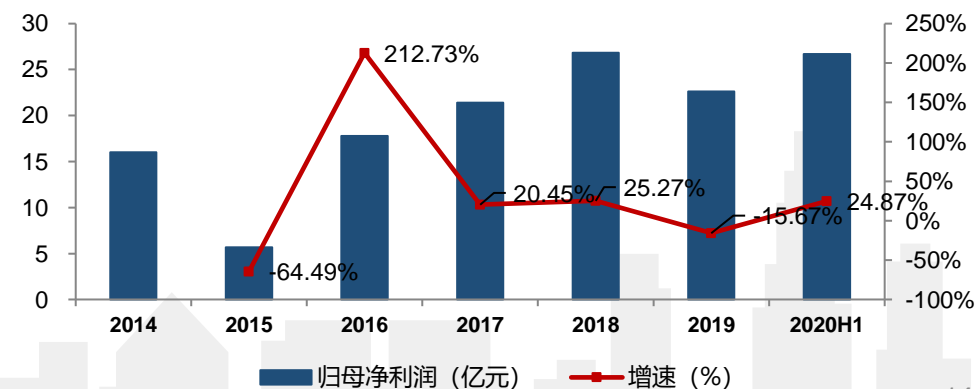
# 超市行业：20H1保持稳定增长，头部商超拓店加速

- **超市行业2020H1营收保持稳定增长。**超市行业2020H1实现收入942.94亿元，同比增长9.13%，其中Q1、Q2营收分别为553.02亿元（+17.92%）和389.92亿元（-1.31%），Q2增幅收窄。
- **头部商超业绩大幅增长。**2020H1超市板块实现归母净利润26.67亿元（+24.87%），其中Q1实现20.93亿元（+21.28%）；Q2实现5.74亿元（+39.98%）。头部商超业绩保持稳定增长，永辉超市、家家悦分别实现归母净利润18.54亿元（+35.36%）和2.87亿元（+26.99%），拉动整个商超板块业绩增长。

超市板块历年&分季度营收及增速（截至19Q4）



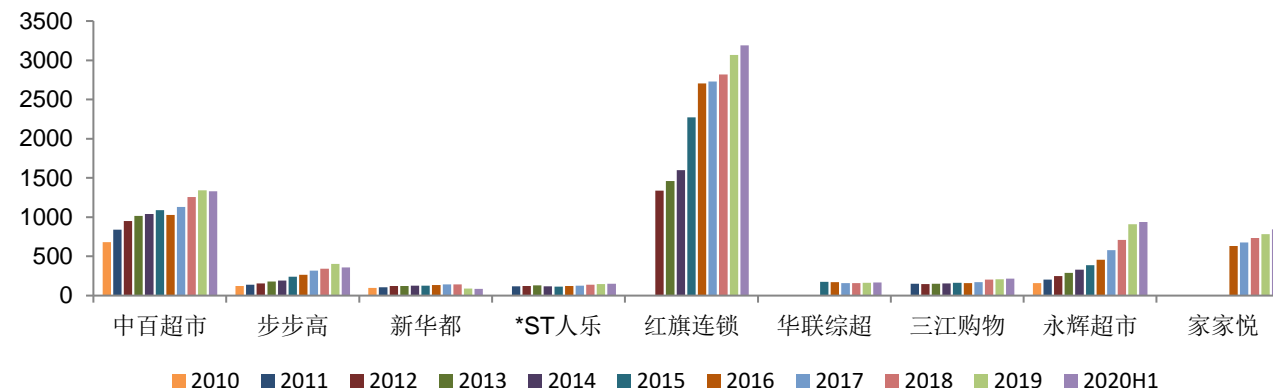
超市板块历年&分季度归母净利润及增速（19Q4）



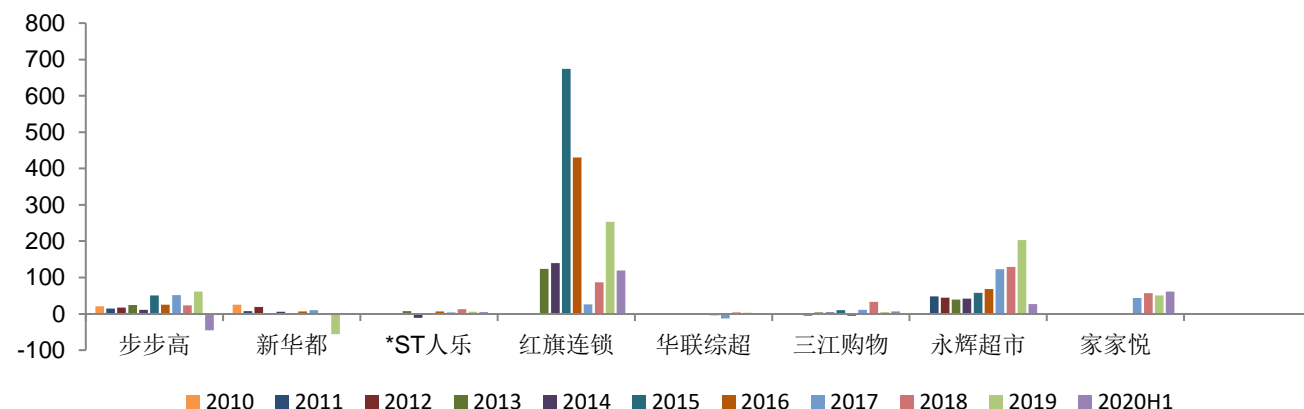
# 超市行业：20H1营收保持较快增长，头部商超拓店加速

- **头部商超保持较高拓店速度。**截至2020年6月底商超板块代表企业中百/步步高/新华都/华联综超/三江购物/永辉超市/家家悦分别经营1328/357/85/165/214/938/844家门店；行业马太效应尽显，强者恒强，头部商超如永辉超市、家家悦拓店速度较快，虽然上半年疫情大幅拖累开店进度，但仍分别净增27、61家门店。同时，由于头部公司公布的已签待开门店数量充沛，下半年完成全年开店目标的概率较大。

超市板块代表企业历年期末门店数



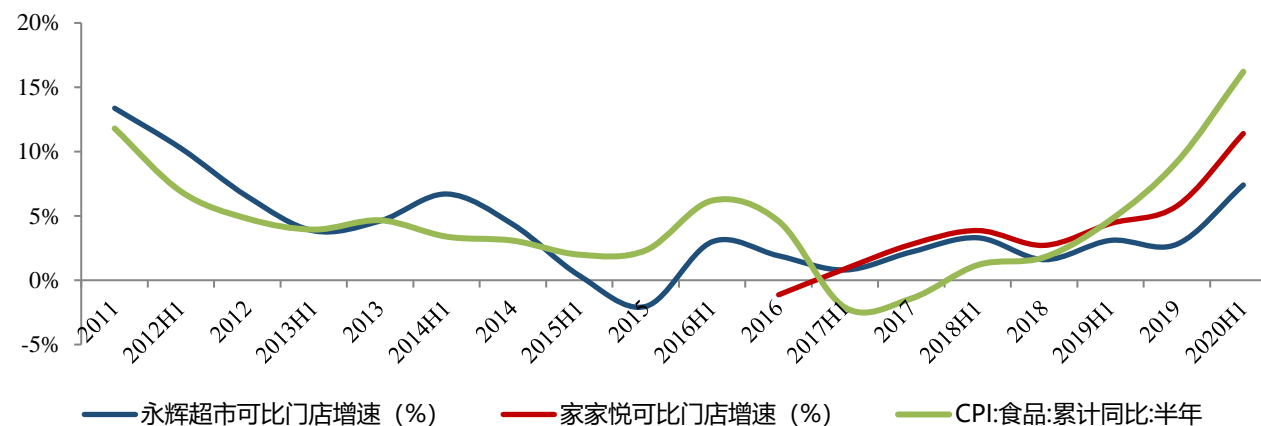
超市板块代表企业历年净增门店数



单位：家

# 超市行业：CPI上行利好整体业绩，20H1盈利能力明显提升

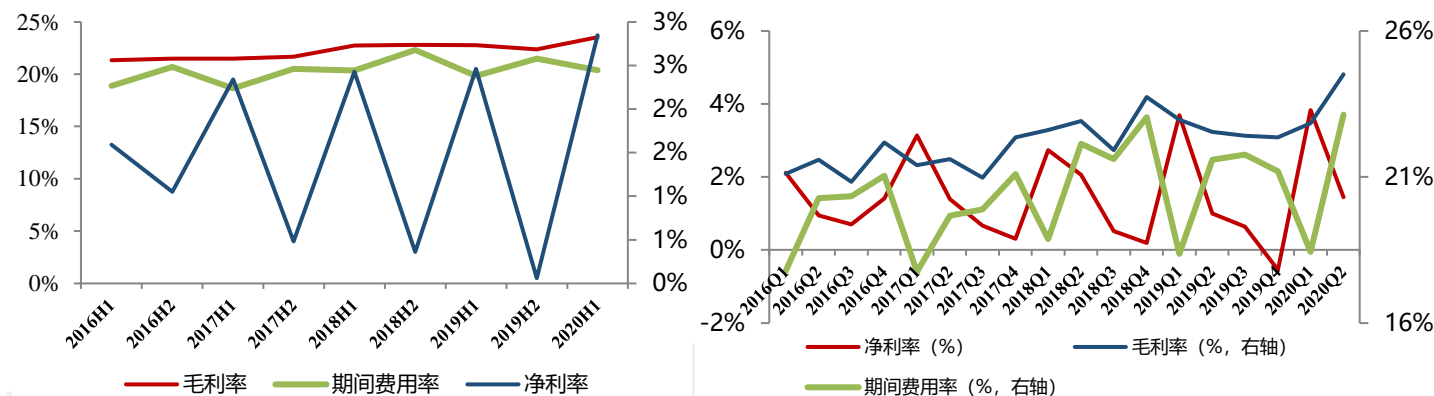
CPI：食品&永辉超市、家家悦同店增速



- **CPI上行利好超市行业业绩。**自19年初CPI开始新一轮上行，带动超市企业同店增增速提升。以永辉超市、家家悦为例，受益CPI上行，2020H1同店增速分别为7.40%、11.41%。（2019H1同店增速分别为3.10%、4.42%）

- **行业整体盈利能力明显提升。**2020H1超市板块毛利率为23.53% (+0.77 pp)、净利率为2.85% (+0.39pp)、期间费用率为20.37% (+0.53pp)，盈利能力上升。

超市板块半年度&季度毛利率、净利率、期间费用率（截至20H1）



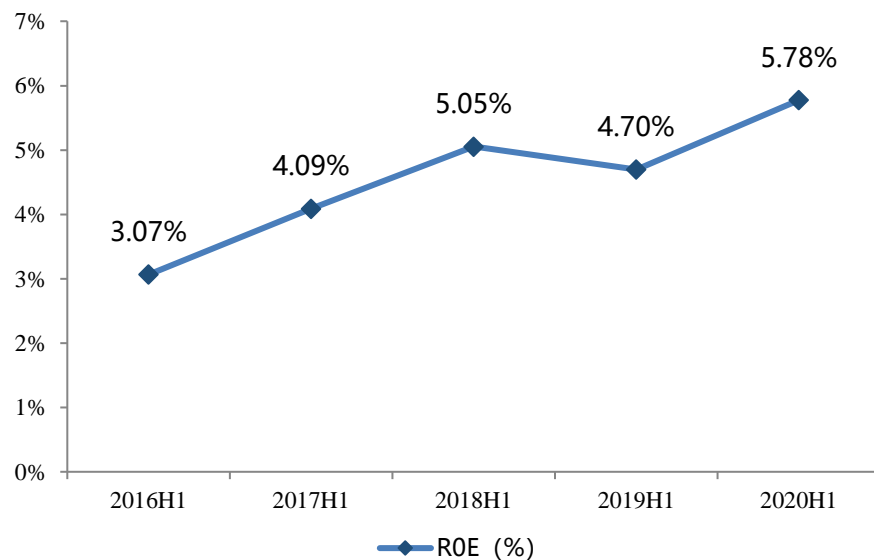
# 超市行业：20H1商超板块主要上市企业业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	变动 (%)	净利率 (%)	变动 (%)	ROE (%)	变动 (%)
中百集团	70.69	-11.12%	(0.73)	-299.53%	23.49%	1.56%	-0.92%	-1.39%	-2.24%	-3.31%
步步高	103.52	2.79%	1.66	-32.68%	22.77%	-1.86%	1.66%	-0.87%	2.20%	-1.06%
新华都	22.98	-23.46%	1.36	-212.42%	25.79%	2.15%	5.93%	10.31%	14.90%	22.42%
*ST人乐	30.12	-24.48%	(1.42)	267.78%	26.99%	3.42%	-4.71%	-3.73%	-10.34%	-7.59%
红旗连锁	45.18	17.98%	2.61	10.24%	30.19%	-0.03%	5.78%	-0.41%	8.34%	-0.44%
华联综超	40.87	-32.97%	0.83	49.02%	33.44%	10.89%	2.04%	1.12%	3.00%	0.95%
三江购物	23.45	11.94%	0.85	-24.67%	23.71%	-0.99%	3.60%	-1.75%	2.68%	-0.92%
永辉超市	505.16	22.68%	18.54	35.36%	22.37%	0.53%	3.69%	0.37%	9.07%	2.10%
家家悦	92.46	27.27%	2.87	26.99%	21.44%	-0.11%	3.04%	0%	9.72%	1.35%

## 超市行业：ROE明显提升，主要受销售净利率提高拉动

- **ROE明显提升，主要受销售净利率、权益乘数提高影响。**超市板块2019年ROE为5.78% (+1.08pp)，拆分来看，主要受销售净利率、权益乘数提高影响；20H1超市板块销售净利率为2.85% (0.39pp)，资产周转率为0.77 (-0.04pp)，权益乘数为2.65 (+0.28pp)。

超市板块历年ROE



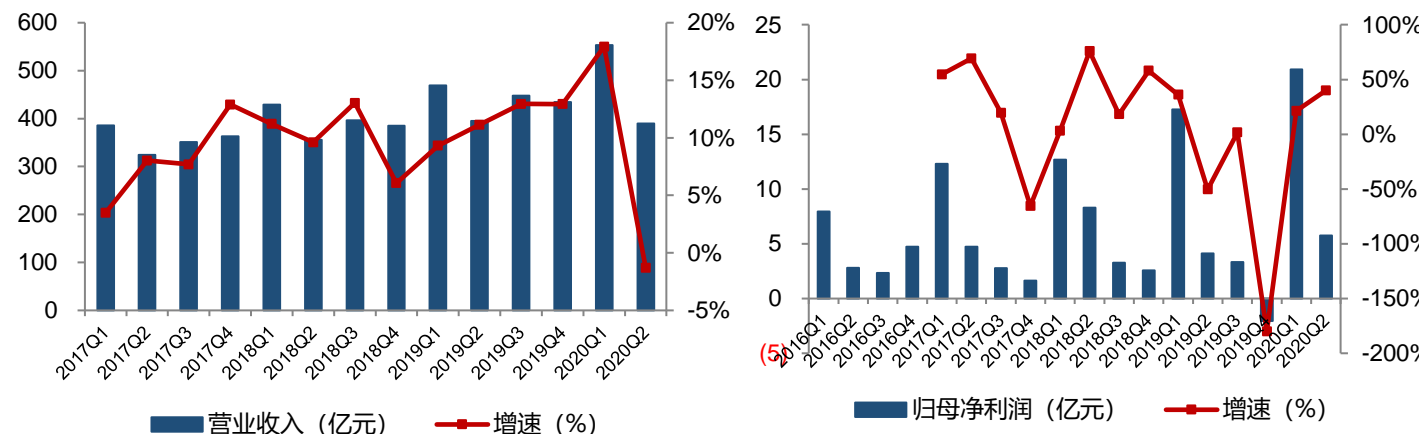
2019年超市板块ROE拆分

	2019H1	2020H1	变动
ROE (%)	4.70%	5.78%	1.08%
销售净利率 (%)	2.46%	2.85%	0.39%
资产周转率	0.81	0.77	-0.04
权益乘数	2.36	2.65	0.28

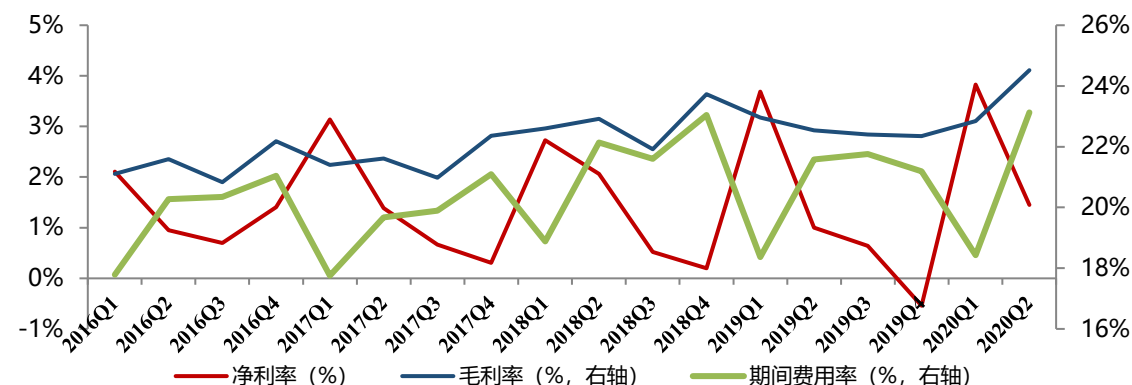
# 超市行业：二季度业绩超预期，盈利能力持续改善

- **疫情下必选消费表现良好，20年二季度超市行业业绩超预期。**20年二季度超市板块实现营收389.92亿元（-1.31%，较19Q1增速下滑19.22pp）。实现归母净利润5.74亿元，同增39.98%，维持较快增长。
- **超市行业盈利能力持续改善。**20年二季度超市行业毛利率为24.52%（+1.98pp），净利率为1.45%（+0.45pp），期间费用率为23.13%（+1.55pp），盈利能力持续提升。

超市板块分季度营收&净利润增速（截至20Q1）



超市板块分季度毛利率、净利率及期间费用率（截至20Q1）

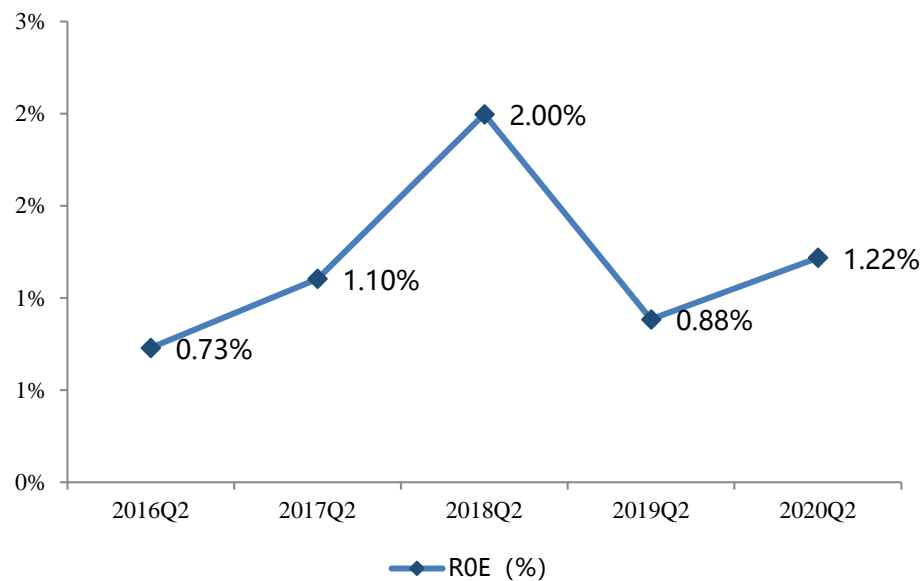




# 超市行业： 二季度ROE回暖， 系受销售净利率、 权益乘数提升影响

- **ROE波动较大， 20Q2回暖， 系受销售净利率、 资产周转率提升影响。** 超市板块2020年二季度ROE为1.22% (+0.33pp)， 拆分来看， 主要受销售净利率、 资产周转率均上涨影响； 2020年二季度超市板块销售净利率为1.22% (+0.33pp)， 资产周转率为0.39 (+0.02pp)， 权益乘数为2.15 (+0.26pp)。

超市板块历年一季度ROE



2020年一季度超市板块ROE拆分

	2019Q2	2020Q2	变动
ROE (%)	0.88%	1.22%	0.33%
销售净利率 (%)	1.00%	1.45%	0.45%
资产周转率	0.37	0.39	0.02
权益乘数	2.41	2.15	-0.26

## 超市行业：当前估值水平高于历史均值

- 超市板块当前估值水平处于历史均值。回顾超市板块过去5年估值表现，PE中位数为53.07，截至20年8月28日超市板块PE为71.02，高于历史均值水平。

截至20年8月30日商超板块主要上市企业估值水平（倍）

	PE (TTM)	PE (TTM, 扣非)	EPS (TTM)
永辉超市	42.95	63.80	0.21
步步高	123.84	551.22	0.11
中百集团	-48.21	-29.60	-0.15
家家悦	52.16	53.52	0.85
华联综超	27.80	30.89	0.17
红旗连锁	22.67	24.03	0.40
*ST人乐	-35.82	-7.64	-0.15
新华都	-7.31	-7.93	-0.73
三江购物	58.72	67.76	0.24

## 超市行业：2020年年初至今主要上市企业股价涨跌幅

	区间涨跌幅(%)	区间换手率 (%)	区间相对大盘涨跌幅 (%)
家家悦	85.15%	87.30%	66.90%
步步高	46.31%	151.18%	28.06%
安德利	30.79%	271.96%	12.54%
华联综超	24.85%	415.73%	6.60%
永辉超市	21.81%	154.58%	3.56%
红旗连锁	20.36%	329.02%	2.11%
三江购物	11.77%	262.61%	-6.48%
新华都	10.81%	331.77%	-7.44%
ST人乐	1.15%	77.07%	-17.11%

## 超市行业20H1大事记

事件	时间	具体情况
家家悦收购快乐真棒后首家新店开业	1月11日	快乐真棒安徽淮北濉溪三堤口店开业，这是家家悦集团与安徽快乐真棒合作后开出的首家新店，也标志着家家悦正式进军安徽市场。
超市业发起“稳物价、保供应”倡议	2月6日	华润万家、大润发、沃尔玛、家乐福、永辉、天虹、步步高、家家悦、永旺、超市发、物美、联华等近300家零售企业20万个门店积极响应“保障供应，稳定物价，持续开业”倡议，覆盖全国大部分主要地级以上城市。
便利店调整	\	全时：5月12日，北京OurHours全时便利公众号发布关于《关于全时储值卡、会员积分兑换告知函》，称因公司经营战略调整，全时便利店北京区域所有便利店门店将于2020年5月20日24时经营进行调整。罗森：4月河北唐山首批六家罗森便利店的投入运营，在江苏南通五店同开，同时进驻大连旅顺、海南市场；便利蜂：便利蜂济南、合肥、郑州、广州首店开业。
COSTCO三店落地苏州	4月9日	开市客（苏州）贸易有限公司以14254.3万元的总价拍下了苏地2020-WG-20号地块，证实Costco将定址苏州高新区。该地聚集迪卡侬、永旺梦乐城、宜家三大商家，属于重要商圈。继上海之后，Costco中国大陆第三家店落地苏州敲定，计划年内开工，两年内正式营业。
物美、麦德龙交割完成	4月23日	4月23日，物美收购麦德龙中国完成交割。新股权结构下，物美集团持有麦德龙中国80%的股份，麦德龙集团持有20%的股份。在麦德龙正式收归物美麾下后，物麦德龙中国继续以“麦德龙”品牌保持独立运营。
家乐福新店开业	5月1日	5月1日，家乐福精选重庆美联店开业，是苏宁入主家乐福半年后第一家新店，也是第一家入驻苏宁易购广场的超市业态。而后6月16日，家乐福在上海古北家店推出MR.福餐厅，与苏宁旗下苏鲜生餐饮完全联营的模式不同，MR.福餐厅采取完全自营的经营模式。
华润（陕西）转让青海子公司100%股权	5月29日	陕西华润万家生活超市有限公司拟转让青海华润万家生活超市有限公司100%股权。继北京、山东、天津之后，华润万家再次转让旗下区域超市标的。
永辉反超沃尔玛成中国超市前三强	6月29日	中国连锁经营协会发布了《2019年中国超市百强》。华润、大润发、永辉、沃尔玛、联华、盒马鲜生、物美、家乐福、家家悦、步步高位列榜单前10位。永辉反超沃尔玛成中国超市前三强。
零售企业布局小业态	\	盒马mini两家新店同时在北京开业。盒马mini首次走出上海，该业态将正式开启全国复制；大润发试水mini店小润发，小润发RT-mini是一家新零售社区生鲜超市，也是大润发联合盒马推出“盒小马”之后，再次进行小业态迭代后的新产物。

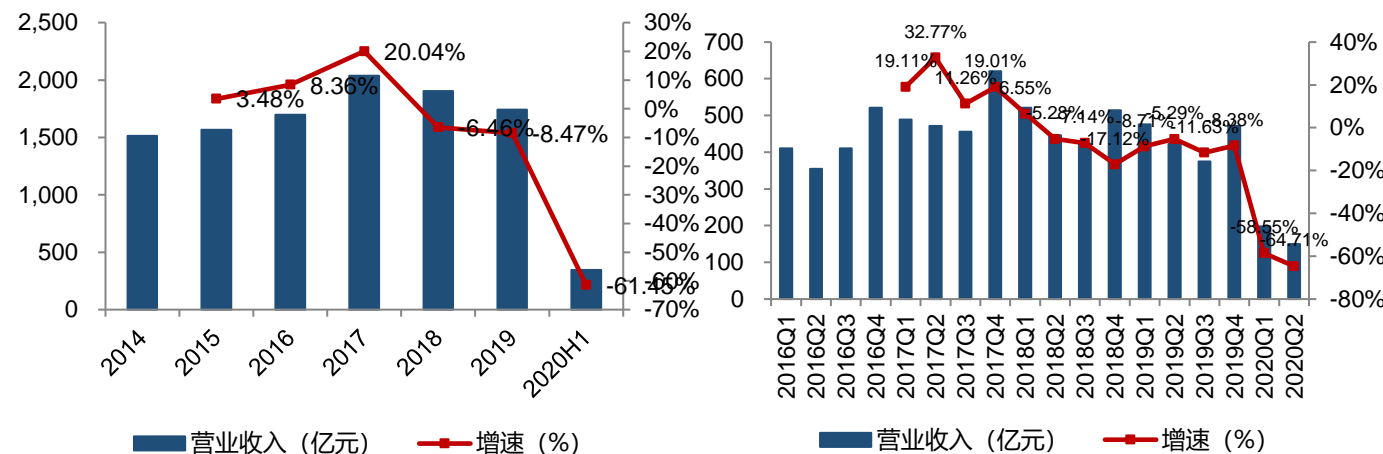
## 四、百货行业承压，二季度业绩端有所改善



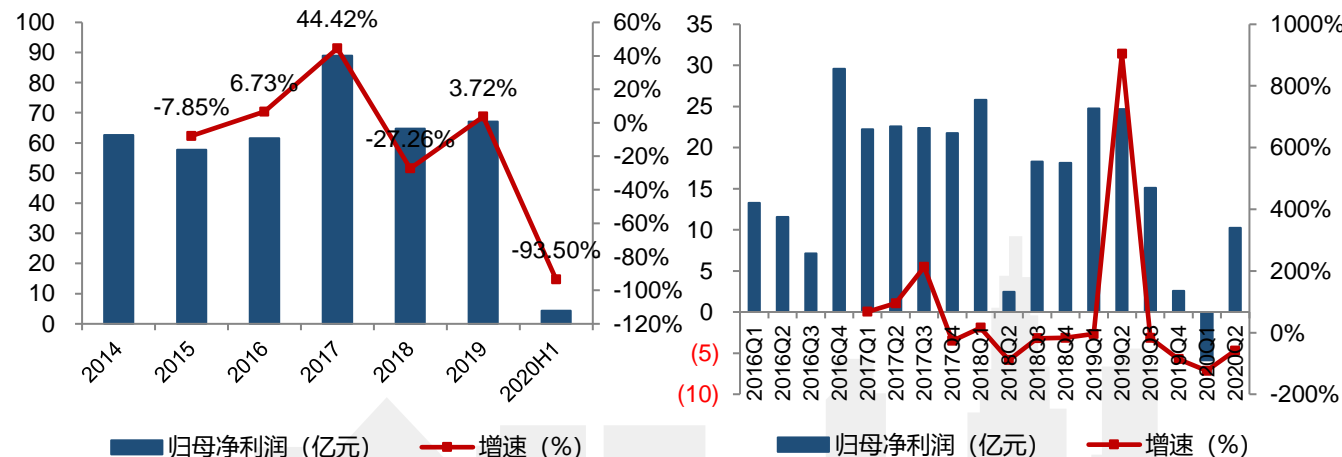
# 百货行业：20H1百货受影响较大，二季度业绩端有所回暖

- 百货行业20年H1整体营收下滑，系受社零增速下滑影响。**20年H1百货板块实现营收346.4亿元(同比-61.45%)。其中20Q1实现营收197.21亿元 (-9.32%)；20Q2实现营收149.19亿元 (-64.71%)。
- 上半年社零增速下滑多数企业业绩承压负增长。**2020年H1百货板块实现归母净利润4.36亿元，其中Q1实现-5.88亿元 (-123.77%)；Q2实现10.24亿元 (-58.53%)。2020上半年社零增速有所回升，百货板块企业表现良好。

百货板块历年&分季度营收及增速（截至20Q2）



百货板块历年&分季度归母净利润及增速（截至19Q4）

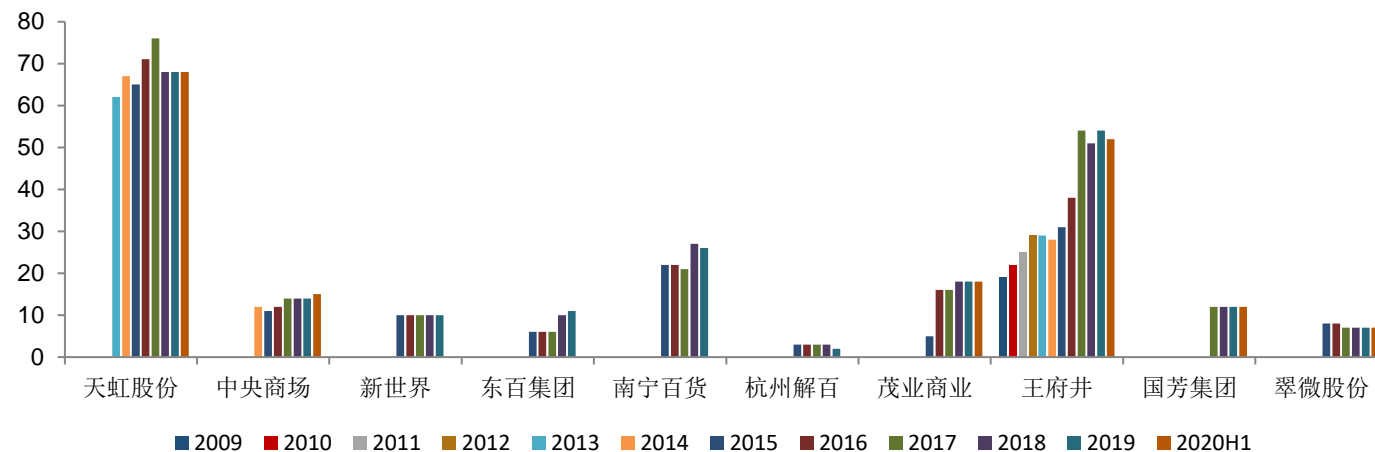




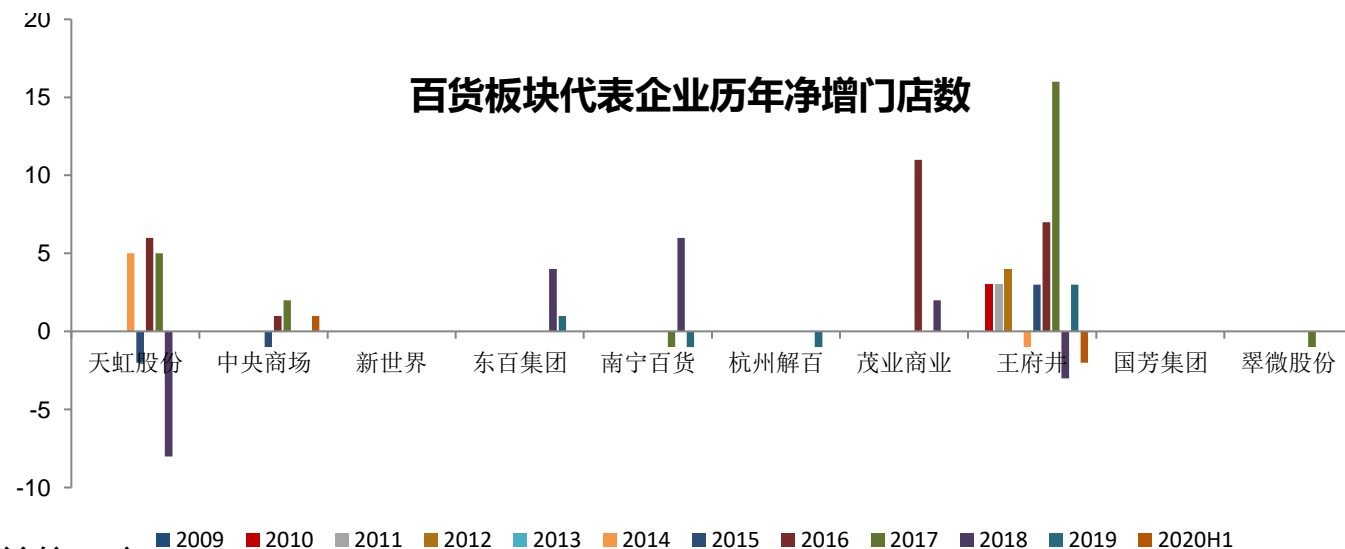
# 百货行业：头部企业仍可维持门店数量稳定

- **头部企业维持稳定拓店。**截至2020年H1末百货板块代表企业天虹/中央商场/茂业商业王府井分别经营68/15/18/52家门店；多数企业20年H1门店为负增长或零增长，头部企业如天虹、王府井分别净增0、-2家门店（2019年分别净增0、3家门店）。

百货板块代表企业历年期末门店数



百货板块代表企业历年净增门店数

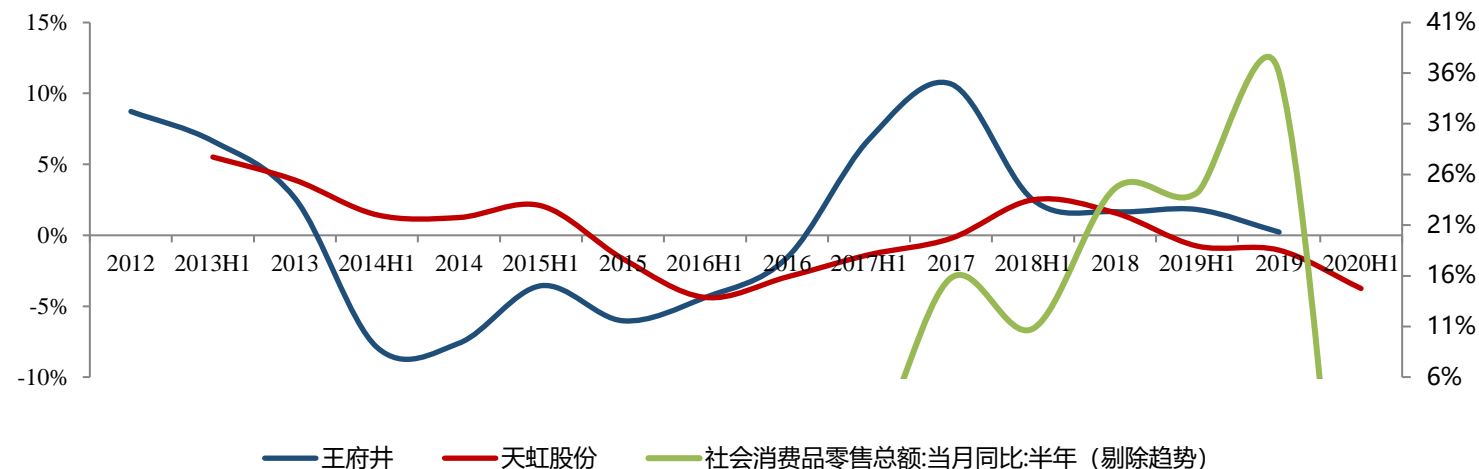


单位：家

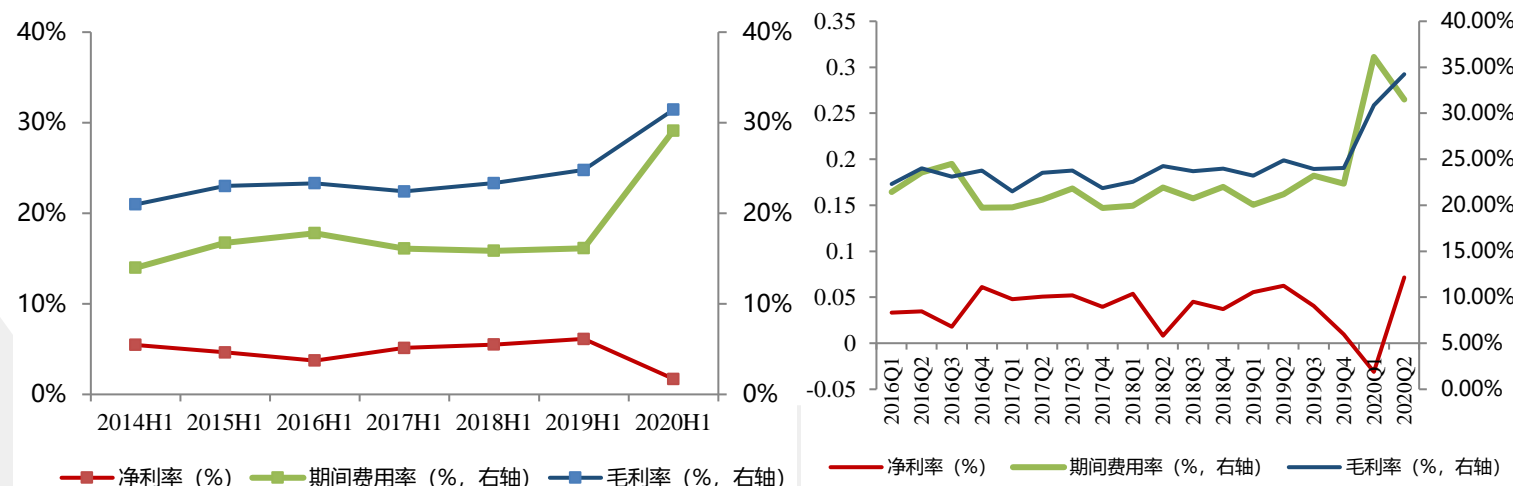
# 百货行业：社零增速下滑同店承压，19年盈利能力略有下滑

- **社零增速下行业绩承压。剔除趋势后，自19年下半年社零增速出现回落，百货行业同店承压。**以天虹为例，20年H1同店增速为-3.75%（较19年H1同店增速下滑2.99pp）。
- **行业全年盈利能力略有下滑。**20年H1百货板块毛利率为31.45%（+6.66pp）、净利率为1.70%（-4.42%）、期间费用率为29.13%（+12.99pp）。其中Q2毛利率为34.24%（+9.36pp）、净利率为7.15%（+0.89pp）、期间费用率为26.47%。

社零增速（剔除趋势）&王府井、天虹同店增速



百货板块历年&分季度毛利率、净利率、期间费用率（截至20Q2）



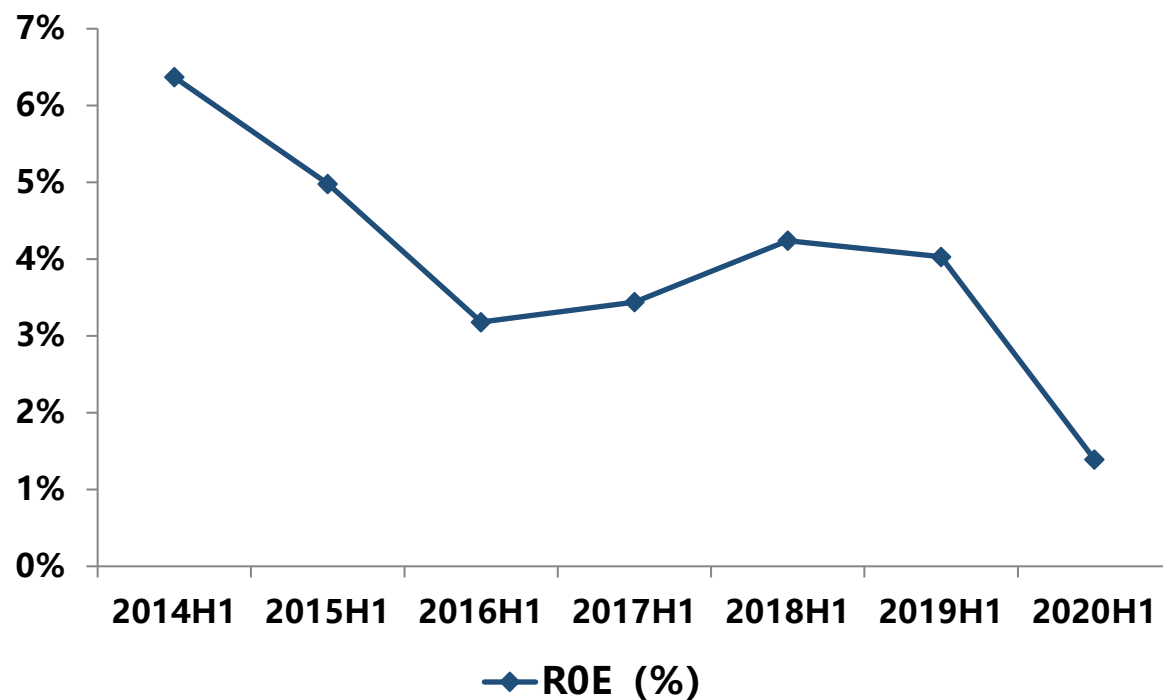
# 百货行业：20年H1百货板块主要上市企业业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利 润增速 (%)	毛利率 (%)	变动 (%)	净利率 (%)	变动 (%)	ROE ( %)	变动 (%)
王府井	34.2469	-74.48%	0.047	-99.33%	29.98%	8.95%	-0.49%	-5.72%	0.04%	-6.34%
天虹股份	58.8952	-39.13%	0.3572	-92.90%	39.03%	10.65%	0.63%	-4.57%	0.53%	-7.12%
鄂武商A	26.8817	-69.71%	-0.4237	-107.06%	35.16%	13.57%	-1.58%	-8.34%	-0.45%	-7.48%
茂业商业	16.0552	-74.19%	2.4145	-62.34%	65.19%	35.07%	15.49%	4.39%	3.67%	-7.19%
合肥百货	49.1047	-17.66%	0.9617	-29.58%	19.38%	-0.91%	2.53%	-0.89%	2.41%	-1.11%
首商股份	13.8619	-72.61%	-0.9118	-144.92%	23.65%	-0.14%	-9.12%	-14.36%	-2.19%	-7.22%
广百股份	21.7427	-48.09%	-0.2248	-121.20%	17.18%	2.56%	-1.08%	-3.62%	-0.83%	-4.69%
杭州解百	28.8419	-5.42%	0.9587	-17.26%	19.00%	-2.20%	6.42%	-0.42%	3.71%	-1.08%
友阿股份	23.9145	-22.31%	0.808	-67.19%	17.23%	-3.51%	-1.09%	-7.09%	1.18%	-2.45%
翠微股份	4.5363	-81.90%	-0.3306	-136.78%	53.27%	33.19%	-7.29%	-10.88%	-1.03%	-3.89%
东百集团	7.9975	-57.09%	1.5265	295.50%	38.74%	19.79%	17.81%	16.16%	5.93%	4.24%
国芳集团	4.0154	-72.22%	0.1983	-72.75%	48.78%	32.28%	4.94%	-0.10%	1.11%	-2.90%
中兴商业	4.0293	-70.69%	-0.1082	-112.25%	48.03%	27.91%	-2.70%	-9.13%	-0.74%	-7.15%
南宁百货	3.6129	-61.16%	-0.3782	-3937.69%	31.00%	12.31%	-10.47%	-10.58%	-3.76%	-3.86%
新世界	4.3883	-55.75%	0.002	-99.74%	50.81%	21.84%	0.11%	-7.41%	0.00%	-1.66%
*ST中商	11.1028	-71.62%	-0.4211	-746.96%	51.35%	29.92%	-3.84%	-3.91%	-5.12%	-5.57%

## 百货行业：ROE持续下滑，拆分看三大指标均下滑

- **ROE持续下滑，系受销售净利率、资产周转率影响。**百货板块2020年H1ROE为1.39% (-2.64pp)，拆分来看，2020年H1超市板块销售净利率为2.85% (+0.39pp)，资产周转率为0.77 (-0.04pp)，权益乘数为2.63 (+0.27pp)。

百货板块历年ROE



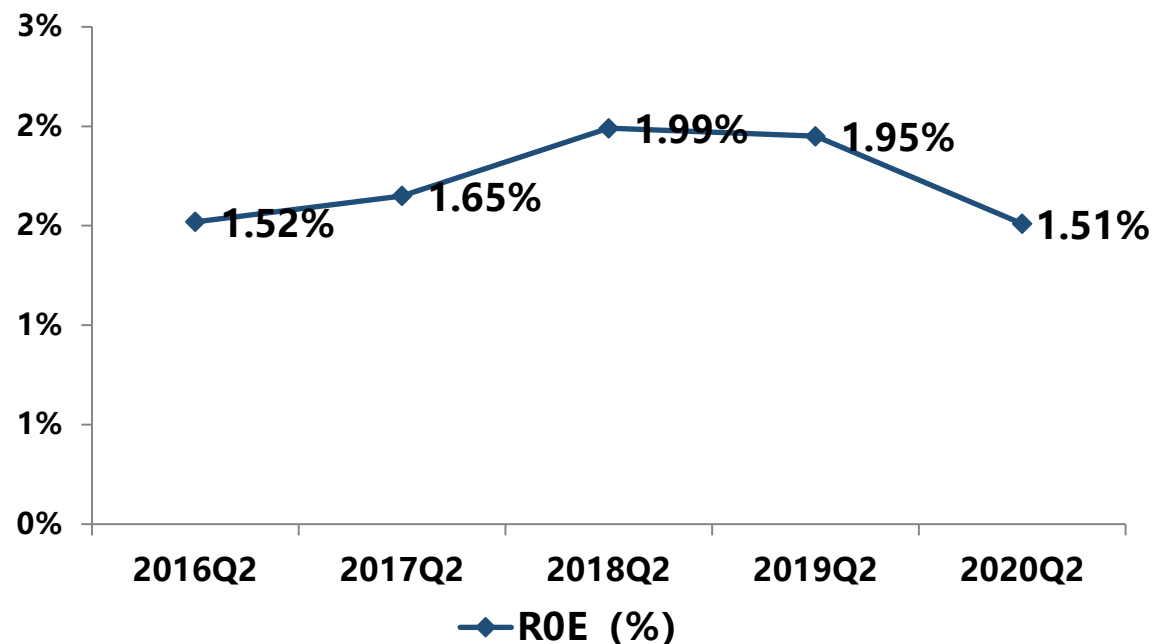
20H1年百货板块ROE拆分

	2019H1	2020H1	变动
ROE (%)	4.03%	1.39%	-2.64%
销售净利率 (%)	6.12%	2.92%	-3.20%
资产周转率	0.33	0.20	-0.13
权益乘数	2.00	2.38	+0.38

# 百货行业：疫情影响ROE大幅回落

- **疫情影响ROE大幅回落。**百货板块2020年二季度ROE为1.51% (-0.44pp)，拆分来看，2020年二季度超市板块销售净利率为1.45% (+0.45pp)，资产周转率为0.31 (-0.05pp)，权益乘数为2.71 (+0.27pp)。

百货板块历年二季度ROE



2020年二季度百货板块ROE拆分

	2019Q2	2020Q2	变动
ROE (%)	1.95%	1.51%	-0.44%
销售净利率 (%)	6.31%	6.71%	+0.04%
资产周转率	15.66	9.94	-5.72
权益乘数	0.02	0.02	0.00

# 百货行业：20年二季度百货板块主要上市企业业绩情况

	营业收入 (亿元)	营业收入 增速 (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利 润增速 (%)	毛利率 (%)	变动 (%)	净利率 (%)	变动 (%)	ROE (%)	变动 (%)
王府井	19.05	-69.55%	2.07	-30.15%	33.24%	12.06%	10.78%	6.07%	1.75%	-0.74%
天虹股份	28.93	-35.68%	0.86	-54.70%	41.47%	12.34%	2.98%	-1.23%	0.93%	-1.22%
鄂武商A	13.97	-66.15%	1.82	-40.16%	40.16%	17.57%	13.06%	5.68%	2.62%	-1.56%
茂业商业	8.44	-70.15%	1.65	-45.60%	63.24%	32.11%	20.76%	9.39%	4.81%	-4.89%
合肥百货	22.88	-5.94%	0.36	119.76%	19.53%	-0.17%	2.19%	0.90%	1.68%	0.47%
首商股份	7.59	-68.23%	-0.05	-105.22%	20.50%	-3.55%	-2.37%	-7.81%	-0.28%	-2.25%
广百股份	11.77	-41.43%	0.14	-73.48%	17.89%	2.80%	1.15%	-1.42%	0.28%	-0.80%
杭州解百	18.05	25.73%	0.96	99.09%	19.12%	-1.97%	9.21%	2.74%	3.85%	1.79%
友阿股份	12.16	-12.32%	0.42	-47.79%	17.56%	-3.05%	-1.98%	-5.40%	-0.89%	-2.61%
翠微股份	2.07	-82.41%	0.10	-77.22%	50.13%	29.47%	4.98%	1.13%	1.23%	-1.80%
东百集团	4.02	-54.34%	1.34	1736.63%	35.99%	17.29%	31.84%	31.63%	8.92%	8.79%
国芳集团	1.98	-69.52%	0.07	-75.58%	49.69%	32.87%	3.64%	-0.90%	0.23%	-0.70%
中兴商业	1.99	-69.52%	0.12	-82.58%	49.46%	28.08%	5.93%	-4.50%	0.67%	-3.03%
南宁百货	2.07	-54.20%	0.01	49.41%	29.87%	11.70%	0.61%	0.42%	0.13%	0.05%
新世界	2.37	-12.10%	0.14	-331.86%	52.84%	16.48%	6.01%	8.21%	0.33%	0.47%
*ST中商	-0.55	-103.17%	0.11	513.04%	-558.95%	-580.11%	-22.10%	-22.16%	0.16%	0.15%



## 百货行业：由于免税题材驱动，当前估值水平位于历史高位

- 百货板块当前估值水平处于历史底部。回顾百货板块过去5年估值表现，PE中位数为25.11，截至20年8月28日超市板块PE为43.06。

截至20年8月28日百货板块主要上市企业估值水平（倍）

	PE (TTM)	PE (TTM, 扣非)	EPS (TTM)
王府井	115.56	105.47	0.46
鄂武商A	20.85	22.91	0.92
茂业商业	8.70	9.90	0.50
杭州解百	27.14	59.44	0.23
东百集团	15.98	16.56	0.35
天虹股份	34.95	67.78	0.33
合肥百货	38.21	74.27	0.15
新世界	-179.16	-94.45	-0.06
广百股份	195.09	82.09	0.06
*ST中商	-3.05	-3.13	-0.55
中兴商业	47.72	33.89	0.13
翠微股份	60.41	251.06	0.17
国芳集团	59.21	67.45	0.09
南宁百货	-99.62	-188.27	-0.06
首商股份	32.92	47.65	0.32
友阿股份	31.97	34.44	0.14

# 百货行业：2020年年初至今主要上市企业涨跌幅

	区间涨跌幅(%)	区间换手率 (%)	区间相对大盘涨跌幅 (%)
王府井	281.89%	558.07%	263.63%
首商股份	74.22%	251.43%	55.97%
翠微股份	50.54%	280.15%	32.29%
广百股份	47.66%	477.59%	29.41%
鄂武商A	46.27%	525.23%	28.02%
友阿股份	32.06%	693.29%	13.81%
杭州解百	26.69%	228.74%	8.44%
合肥百货	20.12%	309.99%	1.87%
天虹股份	13.38%	146.08%	-4.87%
新世界	10.49%	123.19%	-7.76%
国芳集团	10.33%	1025.14%	-7.92%
东百集团	8.03%	119.49%	-10.22%
中兴商业	5.34%	128.45%	-12.91%
茂业商业	-1.00%	271.75%	-19.25%
南宁百货	-35.64%	1303.75%	-53.89%
*ST中商	-39.21%	200.11%	-57.46%

# 2019百货行业盘点

时间	事件	详情
2019.2	苏宁易购收购37家万达百货	2月12日，苏宁易购宣布正式收购万达百货下属全部37家百货门店。这是苏宁2019全场景零售布局的重要落子。万达百货在全国的37家门店大都位于一、二线城市的CBD或市中心区域，会员数量超400万人。据了解，苏宁易购将构建线上线下到店到手全场景的百货零售业态，为用户提供更丰富的数字化、场景化购物体验。
2019.4	长安商场关店	3月21日，长安商场宣布将于4月21日起全面关店，进入调整改造。未来长安商场将定位社区活动中心，从百货业态转型为集购物、服务、娱乐等多种业态于一体的新型购物中心。
2019.5	Forever 21退出中国市场	5月，著名快时尚品牌Forever 21在经历一个多月的清货后正式退出中国。在此之前，该品牌就陆续关闭了位于杭州、北京等重要城市在内的多家门店。Forever 21曾在2008年尝试进军中国但以失败告终，直到2011年才能进入，从进军中国到最终推出，仅仅过去了八年时间。
2019.6	北京塞特到期关店	4月，北京长安街东侧矗立27年的塞特购物中心开始大甩卖，据了解6月门店的房租将到期，到期后将不再续约。品牌老化、款式落伍等原因导致这一购物中心业绩逐年下滑，曾经的高端商场不得不面临关店的结果。
2019.8	日本高端百货高岛屋退出中国	6月25日，日本高端百货品牌高岛屋宣布因经营困难，将在8月关闭上海的高岛屋门店后退出中国市场。由于受到电商的冲击，高岛屋连续7年出现亏损，连年亏损让高岛屋不得不选择退出中国这一重要市场。

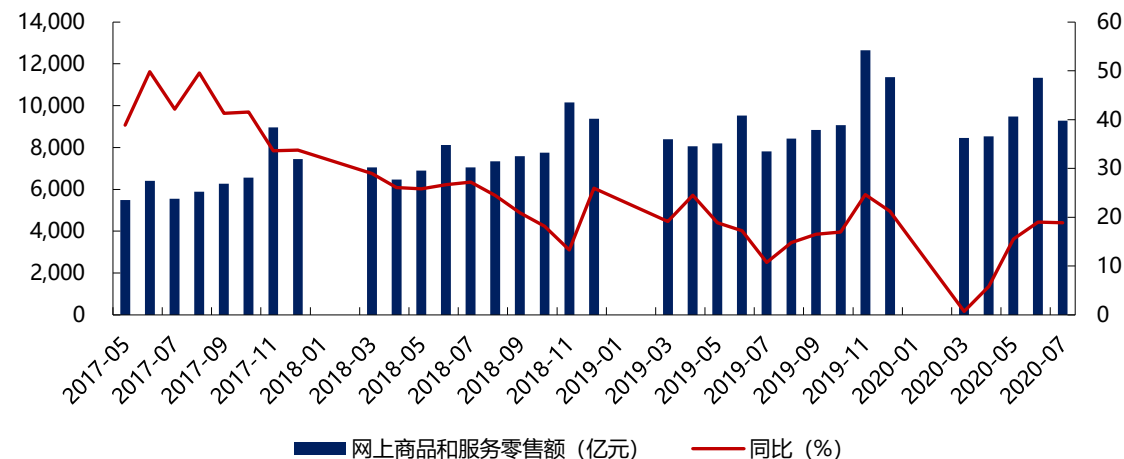
## 五、电商板块：收入持续高增，下沉市场空间广阔



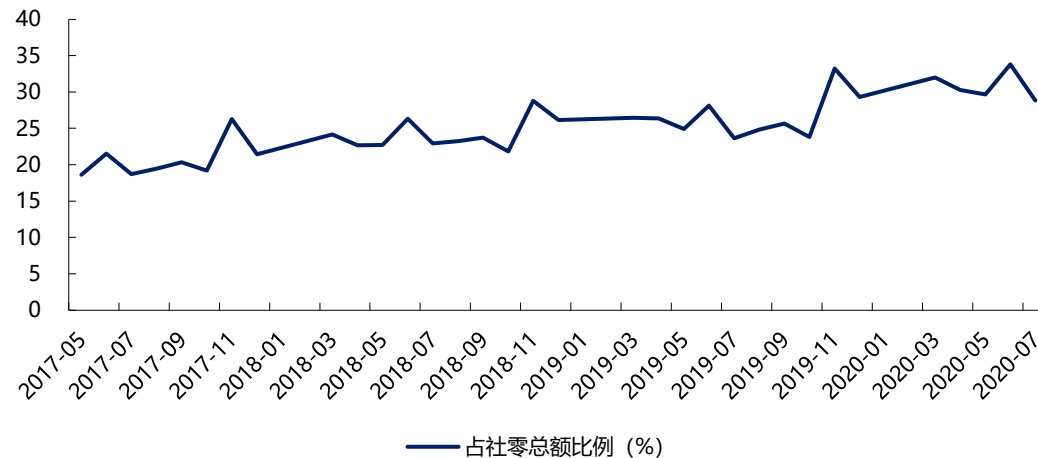
# 线上消费渠道重要性日益凸显，百货食品等行业渗透率快速提升

- 上半年，受疫情影响，线下渠道受阻，电商渗透率快速提升，特别是百货食品和生活服务等先前渗透率有限的行业。根据国家统计局数据，截至2020年7月，全国实现网上零售额9284.2亿元，同比增速近20%，占社零总额的比例升至28.83%。

## 网上商品和服务零售额及同比增速



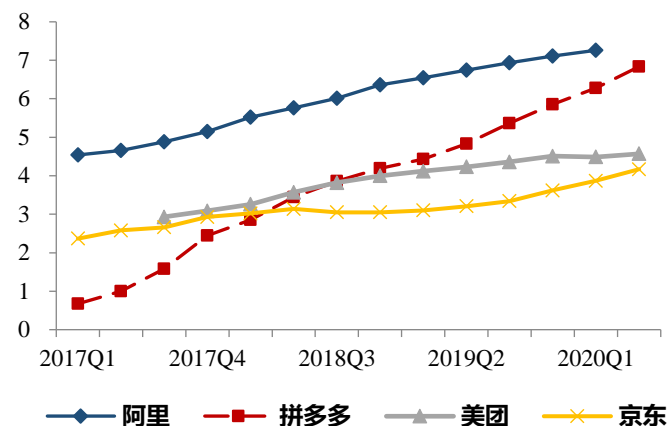
## 网上商品和服务零售额占社零总额比例



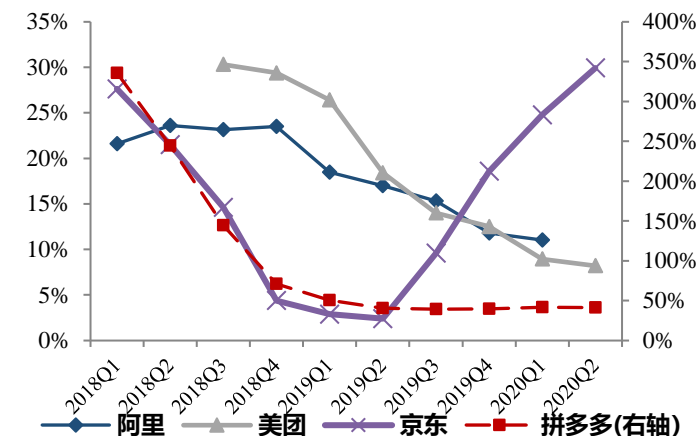
# 二季度电商渗透率提升，用户数增长收入修复

- 20Q2年度活跃购买用户数稳步增长。**受益于电商渗透率提升，2020Q2各大电商活跃用户数均稳步增长，其中，拼多多依赖向下向上双向渗透，继续以高增速拉开与美团和京东的距离，并逐步逼近阿里；拥有物流服务体验优势的京东在Q2获得了比较优势，增速显著领先于阿里和美团，同比增速升至29.9%。
- 20Q2收入增速普遍环比回升。**2020Q2，疫情后期迎需求复苏和电商红利，阿里、京东、拼多多、美团增速普遍环比回升，20Q1和Q2阿里增速分别为22.26%和33.78%，京东20.82%和33.79%，拼多多43.91%和67.26%，美团-12.62%和8.89%。不过，美团受餐饮等业务的影响，收入增速仍未恢复至往期正常水平，收入规模不及19Q3。苏宁受线下和家电市场低迷影响，收入增速并未明显复苏，Q1和Q2同比分别为-7.07%、-17.38%。

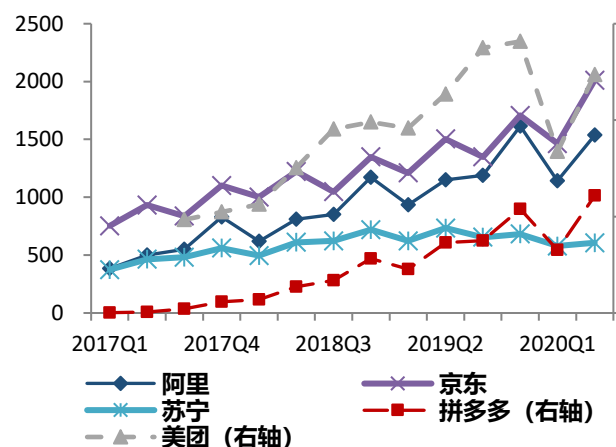
年度活跃购买用户数 (亿人)



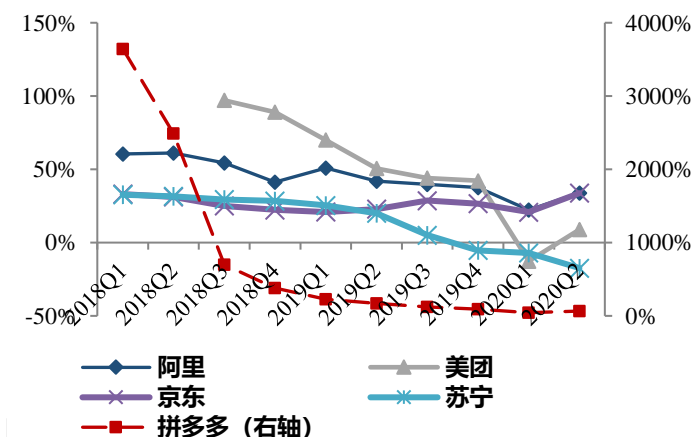
年度活跃购买用户数同比增速



营业收入 (亿元)



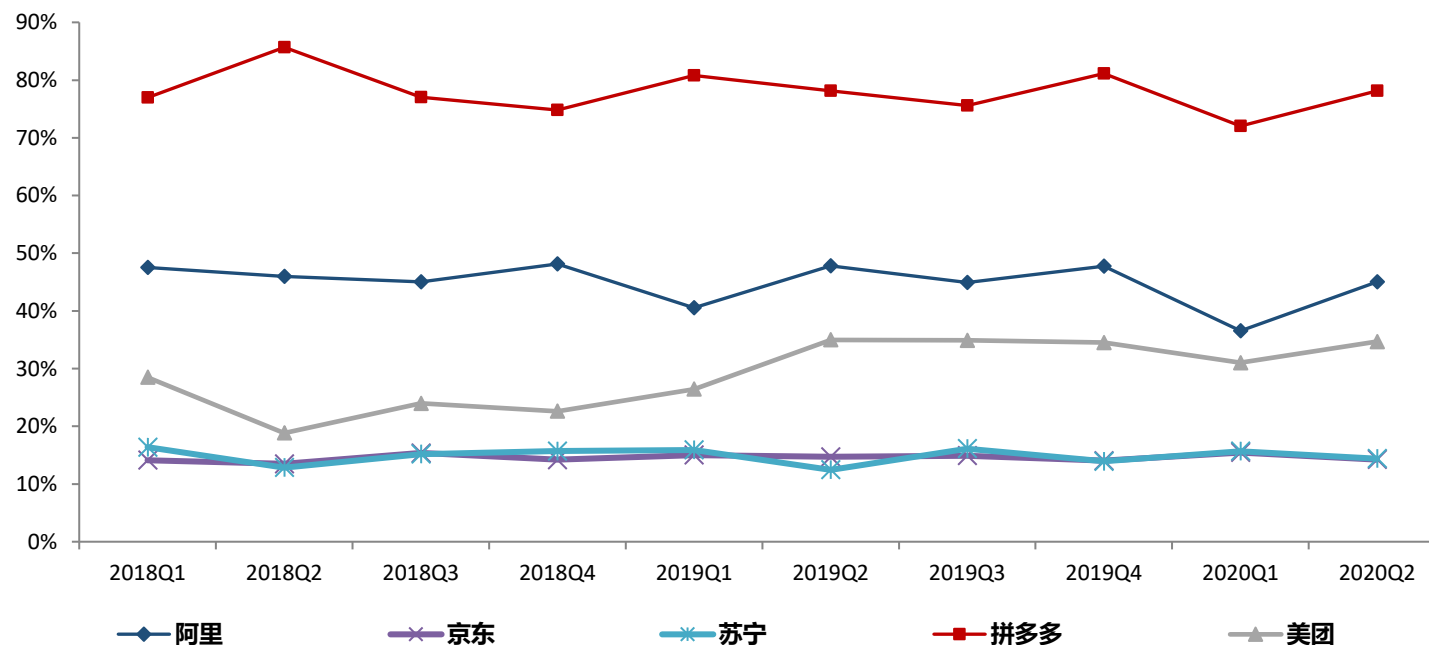
营业收入同比增速



# 毛利率：二季度普遍下滑，苏宁逆势提升

- 疫情修复期，各大电商20Q2毛利率以小幅下滑为主。**2020Q2，阿里毛利率45.03%，同比下降2.8个百分点；京东毛利率14.24%，同比下降0.5%；美团毛利率34.69%，同比下降0.3个百分点；拼多多毛利率78.17%，同比基本持平；苏宁毛利率14.41%，同比提升1.9个百分点，主要系业务结构调整，快消供应链的进一步整合等所致。

毛利率情况

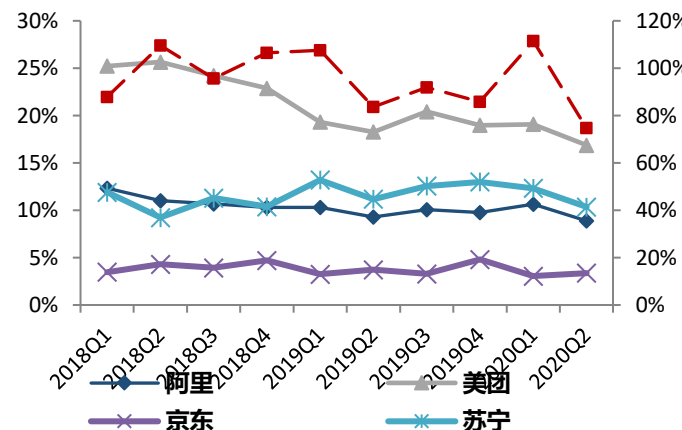




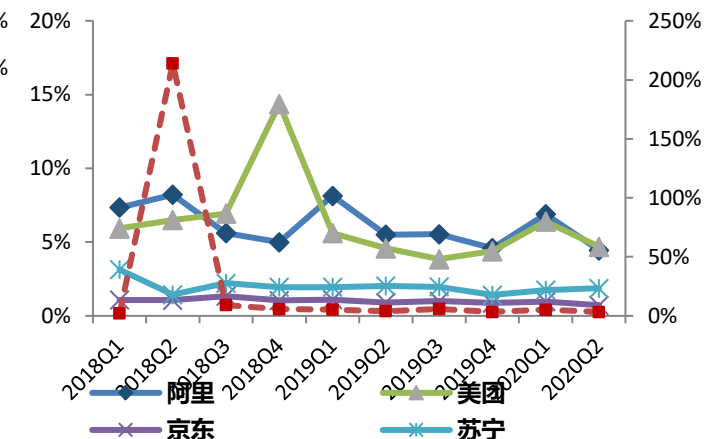
# 费用率：整体费用控制较好，费用率下降为主

- 20Q2各大电商销售费用和管理费用率普遍有所改善。2020Q2，规模效应下，各大电商的销售和管理费用率以同比改善为主。其中除京东基本持平外，各电商平台销售费用率均环比改善，拼多多销售费用率同比下降9.0个百分点，改善明显；拼多多管理费用率同比下降0.6个百分点。
- 除拼多多外，各大电商20Q2研发费用率下降或持平为主。拼多多为了强化技术实力，继续大力投入研发，包括人员招聘和设备支持等，20Q2研发费用率同比提升2.6个百分点，延续同行头部地位。
- 财务费用率普遍下降或持平，阿里出现较大改善，苏宁略微上升。阿里财务费用率同比下降14.7个百分点，改善明显。苏宁同比小幅上升主要系阶段性融资增多所致。

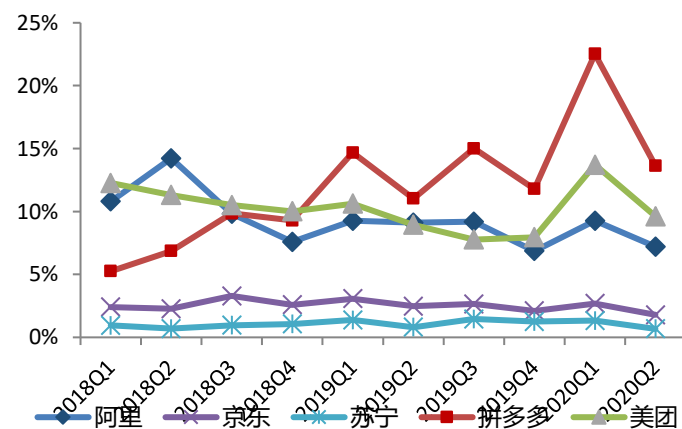
## 销售费用率



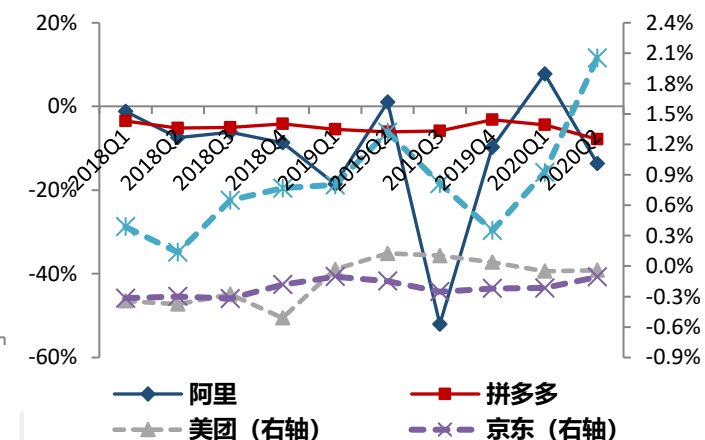
## 管理费用率



## 研发费用率



## 财务费用率

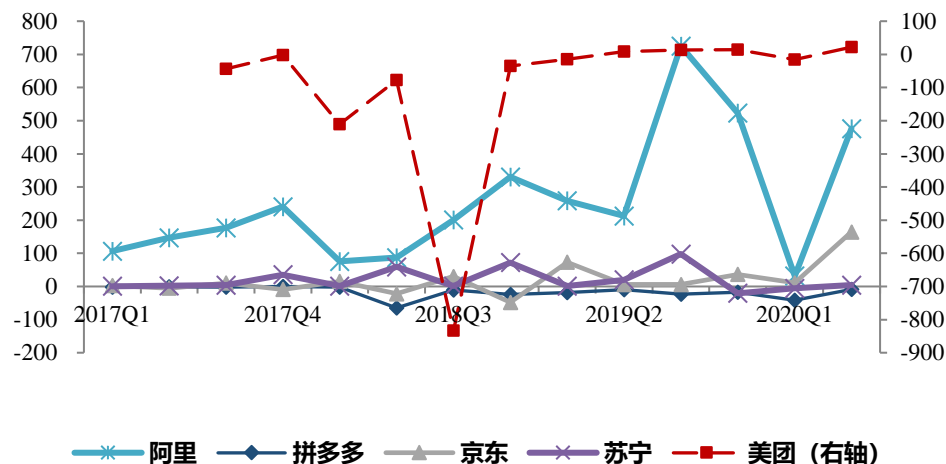


# 利润率：归母净利润普遍改善

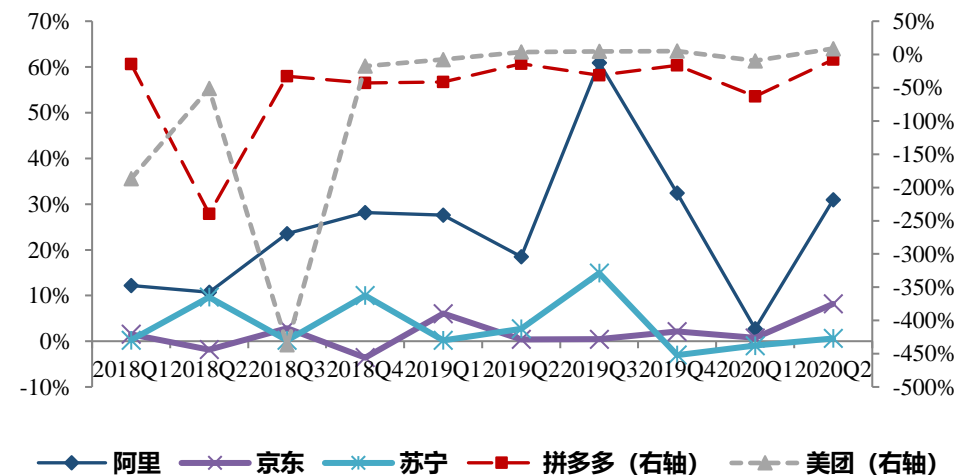
## 规模效应下，各大电商归母净利润率普遍改善。

- 阿里继续盈利能力领先，20Q2实现归母净利润475.91亿元，同比增124%，归母净利润率31.0%，同比提升12.5个百分点，主要受益于费用管控进一步优化及证券投资收益增加。
- 拼多多20Q2归母净利润-8.99亿元，同比收窄10.36%，仍处于亏损状态，主要因为拼多多获客成本高，销售费用率高于行业内其他公司。
- 美团20Q2归母净利润8.8亿元，利润率环比大幅回正，实现新高，主要受益于费用率优化。

归母净利润情况 (亿元)



归母净利率



# 拼多多收入增长强劲，唯品会、京东个股表现靓眼

## 2020H1电商板块上市公司业绩表现

证券代码	证券简称	营业总收入(亿元)	营收同比增速(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增速(%)	毛利率	变动	净利率	变动	ROE	变动
002094.SZ	青岛金王	19.59	-25.95%	-0.37	-113.27%	10.07%	-7.32%	-3.13%	-14.17%	-2.15%	-10.17%
002127.SZ	南极电商	16.26	-0.49%	4.31	11.51%	33.08%	3.34%	26.45%	2.82%	8.60%	-0.96%
002640.SZ	跨境通	90.87	1.31%	2.71	-41.02%	37.12%	-2.87%	2.99%	-2.01%	5.61%	-0.34%
0JOQL	京东	3472.59	27.97%	175.19	120.70%	14.74%	-0.11%	5.03%	2.16%	12.81%	1.48%
0A2S.L	拼多多	187.34	58.29%	-50.19	74.20%	76.02%	-3.13%	-26.79%	-2.45%	-17.02%	-5.55%
0LQ0.L	唯品会	429.04	-2.63%	22.22	31.79%	19.94%	-1.5%	5.17%	1.32%	9.07%	0.36%

- 拼多多营收高速增长，青岛金王、唯品会、南极电商遇阻。2020年H1，拼多多以58.29%增速高速增长，毛利率高达76.02%；京东营收同比27.97%的增速较为稳定；青岛金王延续大幅下跌态势，唯品会、南极电商表现疲软。

## 2020年以来电商板块上市公司涨跌幅（截至8.28）

证券代码	证券简称	区间涨跌幅	区间换手率	区间相对指数涨跌幅
002094.SZ	青岛金王	-6.04%	79.45%	-38.83%
002127.SZ	南极电商	67.44%	33.67%	34.65%
002640.SZ	跨境通	-7.38%	76.51%	-37.73%
JD.O	京东	126.97%	22.62%	96.62%
PDD.O	拼多多	135.85%	29.06%	105.51%
VIPS.N	唯品会	20.61%	31.02%	-9.74%
9988.HK	阿里巴巴-SW	33.69%	2.21%	3.34%

- 拼多多、京东、南极电商、大幅上涨。相对指数涨幅分别为135.85%、126.97%、67.44%，青岛金王、跨境通表现不佳。

# 2020H1电商行业事件回顾

2020H1电商行业事件回顾

时间	事件	描述
3月10日	达摩院成立XG实验室，阿里官宣进军5G	阿里达摩院近日宣布正式成立XG实验室，该实验室致力于推动下一代网络通信技术研究，现阶段主要聚焦5G技术和应用的协同研发。
4月4日	《前置仓管理规范》发布，服务站不得直接售卖	该标准对前置仓业态发展过程中备受关注的三个主要问题有了明确规定，一是经营模式以线上下单线下配送或预约到站自提方式向顾客提供商品，服务站不得直接进行售卖交易。二是业务范围以包装生鲜食品为主，服务站不得进行食品现制现售。三是卫生管理和防疫要求更加严格、常态化。此外，鼓励向消费者提供“三无退货”售后服务也是一大亮点。
5月25日	天猫618预售开场成交额同比增长超5倍	天猫数据显示，开场1小时，成交额同比增长高达515%，其中消费电子增长最为迅猛，7分钟破1亿。预售两小时内，兰蔻、欧莱雅、后等品牌成交额突破1亿。天猫消费电子、家装等行业率先实现7分钟破1亿，美妆7分钟成交额超过5亿。
6月11日	网易正式登陆港交所	6月11日上午9点30分，网易（9999.HK）式在香港联交所鸣锣上市，开盘价133港元，较发行价123港元上涨逾8%。截至发稿，网易港股市值达4578.24亿港元。。
6月18日	京东正式于香港联交所主板上市	京东集团（09618.HK，下称“京东”）发布发售价及配发结果公告。公告显示，其发售价定为每股226.00港元，全球发售募集资金净额约为297.71亿港元。这意味着，京东已经超越网易（09999.HK/NTES.US），成为今年以来港交所最大规模的新股发行。上市首日，京东高开5.75%报239港元，按开盘价计算，京东总市值达7068.12亿港元。
6月18日	618年中大促全网成交额超去年双十一成全球最大网购节	2020年618年中购物节全网成交额超去年双十一6000亿元的行业成交总额成最大网购节。其中，天猫618消费季累计成交金额达6982亿元，京东2692亿元，苏宁易购全渠道销售规模增长129%，国美618当日GMV同比增长73.8%。

## 投资建议

- **百货板块**，国家推进经济内循环、消费回流的方向明显，推荐具备深厚商管运营能力，且凭借牌照未来有望快速拓展免税业务的**王府井**。推荐国改后股权激励落地将近，具备业绩释放能力及动力的**重庆百货**。
- **专业连锁板块**，地产竣工数据持续回升，叠加三季度为传统装修旺季，前期压抑的装修需求不断释放，推荐7月份数据良好，之后可能持续超预期的**居然之家**。同时推荐需求不断恢复，具备长期扩张能力和估值提升空间的**爱婴室**。
- **必选板块**：二季度受到低端消费能力弱化，疫情扰动等影响，超市收入增速均有所回落，三季度前期扰动因素逐渐缓解，物价小幅提升的情况下利于同店数据，全年来看超市龙头仍然具备较高的确定性，主要推荐家家悦，永辉超市，红旗连锁。
- **电商板块**：疫情的发展同步驱动线上消费，一季度社零数据大幅下滑的情况下电商保持良好的增长态势。长期看电商通过下沉市场及供应链建设驱动GMV提升的趋势仍在持续，**建议关注 苏宁易购、拼多多**。

## 盈利预测

公司名称	归母净利润（百万元）			Eps（元/股）			Pe（倍）		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
永辉超市	592	682	796	0.44	0.50	0.59	20.59	18.12	15.36
家家悦	587	694	816	0.96	1.14	1.34	46.31	39	33.18
红旗连锁	592	682	796	0.44	0.50	0.59	20.48	18.02	15.27
天虹股份	494	835	1005	0.41	0.70	0.84	27.83	16.30	13.58
王府井	558	987	1123	0.72	1.27	1.45	73.58	41.72	36.54
爱婴室	161	210	256	1.13	1.47	1.79	30.80	23.67	19.44
根据2020年8月28日收盘价计算									

● 根据2020年8月28日收盘价计算

● **风险提示：消费下行超预期，新业态补贴超预期，公司展店不及预期**



分析师声明

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.xyzq.com.cn内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。



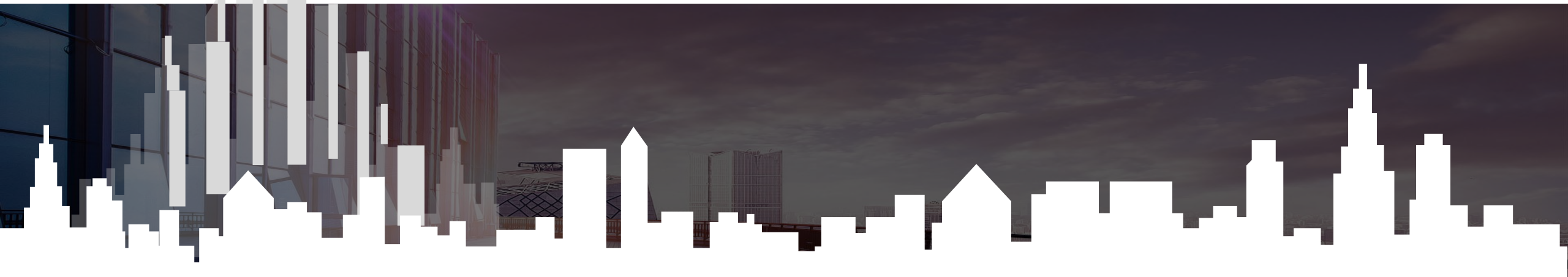
特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

联系方式

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 邮编：100033 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn

# THANKS





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告