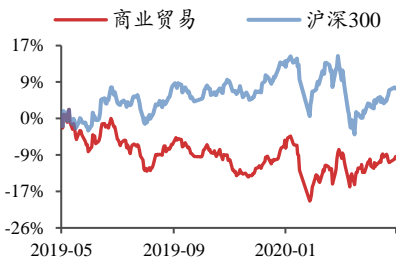


商业贸易

2020年05月08日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-山姆、Costco 加码布局，付费会员制超市方兴未艾》-2020.5.3

《商贸零售行业周报-2020Q1 零售板块基金配置提升，龙头集中趋势明显》-2020.4.26

《商贸零售行业周报-3月社零增速环比改善，线下消费复苏情况仍待观察》-2020.4.18

零售行业 2019 年报&2020 年一季报综述：疫情对线下消费冲击显著，超市龙头逆势增长

——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）

lixudong@kysec.cn

证书编号：S0790120010014

● 疫情对宏观经济和居民消费带来显著影响，可选消费承压

2019 年宏观经济增速放缓，CPI 全年持续上升，社零消费整体保持了稳健增长。进入 2020 年，新冠疫情成为最大变量：2020Q1GDP 同比-6.8%，CPI 则在 1 月达到高点 5.4%，其中食品 CPI 在 2 月大幅上升至 21.9%。居民消费方面，一季度社零同比下降 15.8%，虽然粮油食品等少数偏必选品类仍保持增长，但餐饮、服装、金银珠宝等可选消费品类均出现大幅下滑。疫情影响下，零售行业各细分板块经营情况也出现明显分化：主营必选消费的超市板块表现较好，偏可选消费的百货、黄金珠宝等板块则显著承压，可选消费中化妆品板块依托线上业务布局和板块本身相对较高景气，下滑幅度较小。

● 细分板块分化明显：超市延续高增长，可选消费业态受疫情冲击较大

超市：2019 年营收同比+13%，收入增速中枢逐年上行。疫情爆发后，受益于必选消费较强韧性、叠加居民消费渠道转移和 CPI 维持高位因素，共同推动 2020Q1 超市营收同比+19%、扣非归母净利润+11%，成为疫情中少数的受益板块。

百货：2019 年营收同比+0.2%，扣非归母净利润同比-4.9%，增速再次由正转负。一季度疫情对百货板块冲击明显，部分门店停业、客流下滑带来可选消费承压，2020Q1 百货营收下降 43.6%、扣非归母净利润大幅下降 120.0%。

黄金珠宝：2019 年营收同比+10%，增速保持稳健但出现一定分化，扣非归母净利润+11.1%。2020Q1 受疫情影响终端客流大幅下滑，板块整体营收同比-11%、扣非归母净利润-35.9%。

化妆品：2019 年营收同比+11%，延续高景气，但增速同比下降 5.3pct；归母净利润同比+3%。一季度疫情对化妆品线下渠道影响较大，尽管线上渠道实现了增长，但板块整体营收 2020Q1 仍同比-7.9%、归母净利润-32.0%。

● 投资建议：推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线

一季度疫情对行业整体带来明显冲击，不同细分板块也出现较大分化，主营必选消费的超市板块和可选消费中部分全渠道布局的龙头公司呈现较强经营韧性。目前疫情已基本得到控制，随着复工复产有序推进、居民恢复外出，叠加消费券等外部政策刺激，线下消费复苏有望成为下一阶段主旋律。

建议关注三条投资主线：1）短期（业绩增长）和长期（替代农贸市场）逻辑兼备的超市板块，重点推荐永辉超市、家家悦和红旗连锁。2）前期经营受疫情影响、但近期门店客流量已看到恢复的线下专业零售细分龙头，重点推荐母婴零售爱婴室，受益标的为黄金珠宝板块的周大生、老凤祥。3）赛道维持高景气度、龙头公司线上布局加速带来核心竞争力增强的化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份和上海家化。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

目 录

1、 疫情对社会消费影响明显，零售行业受到较大冲击.....	4
1.1、 疫情对社会消费影响明显，必选品类呈现更强韧性.....	4
1.2、 零售行业整体收入、利润受疫情冲击较大	5
2、 疫情期间板块业绩分化明显，超市龙头逆势增长扩张.....	7
2.1、 超市：疫情之中必选消费韧性明显，龙头公司逆势扩张.....	7
2.2、 百货：2019 年板块持续承压，疫情冲击雪上加霜，静待消费回暖.....	9
2.3、 黄金珠宝：线下渠道短期受疫情冲击，避险需求提升长期看好.....	13
2.4、 化妆品：线下渠道受疫情冲击明显，线上布局带来韧性.....	15
3、 投资建议：推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线.....	18
3.1、 永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情中到家业务价值重估.....	19
3.2、 家家悦：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张.....	19
3.3、 红旗连锁：一季报业绩高增长，川蜀便利店龙头加速起航.....	19
3.4、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，静待线下消费复苏.....	20
4、 风险提示	21

图表目录

图 1： 2020Q1 受疫情影响经济增速出现下滑	4
图 2： 食品 CPI 大幅上升，带动整体 CPI 上行.....	4
图 3： 2020Q1 社零增速受疫情影响出现下滑	4
图 4： 必选消费品类在疫情冲击下表现出较强韧性	5
图 5： 2019 年零售行业整体收入同比增长 7%.....	5
图 6： 2020Q1 零售行业整体收入明显下滑	5
图 7： 2019 年零售行业整体扣非净利润同比增长 14%.....	6
图 8： 2020Q1 零售行业整体扣非净利润下滑 59%.....	6
图 9： 2019 年超市板块整体营业收入同比增长 13%.....	7
图 10： 2020Q1 超市板块整体营业收入同比增长 19%.....	7
图 11： 2019 年扣除永辉超市后板块毛利率有所改善.....	7
图 12： 2020Q1 扣除永辉超市后板块毛利率出现下滑.....	7
图 13： 2019 年超市板块管理费用率同比下滑 0.9pct.....	8
图 14： 2020Q1 超市板块整体管理费用率继续改善.....	8
图 15： 2019 年超市板块扣非净利率下滑 0.3pct.....	8
图 16： 2020Q1 超市板块扣非净利率环比提升 4.8pct.....	8
图 17： 2019 年百货板块整体营业收入同比增长 0.2%.....	10
图 18： 2020Q1 百货板块整体营业收入大幅下 43.6%.....	10
图 19： 2019 年百货板块扣非归母净利润增速由正转负.....	10
图 20： 2020Q1 百货板块扣非归母净利润出现亏损.....	10
图 21： 百货板块毛利率呈现持续提升态势	11
图 22： 2020Q1 百货板块毛利率提升至 23.6%.....	11
图 23： 2019 年百货板块扣非净利率同比持平为 2.8%.....	11
图 24： 2020Q1 百货板块扣非净利率由正转负至-0.9%.....	11
图 25： 黄金珠宝板块 2019 年营收保持稳健增长	13

图 26: 受疫情冲击黄金珠宝板块 2020Q1 营收有所下降.....	13
图 27: 黄金珠宝板块 2019 年扣非归母净利润同比增长.....	13
图 28: 黄金珠宝板块 2020Q1 扣非归母净利润大幅下滑.....	13
图 29: 黄金珠宝板块 2019 年毛利率保持稳定.....	14
图 30: 黄金珠宝板块 2020Q1 毛利率有所下降.....	14
图 31: 黄金珠宝板块 2019 年扣非净利率有所下降.....	14
图 32: 黄金珠宝板块 2020Q1 扣非净利率有所下降.....	14
图 33: 化妆品板块 2019 年营收保持稳健增长.....	16
图 34: 受疫情冲击化妆品板块 2020Q1 营收有所下滑.....	16
图 35: 化妆品板块 2019 年归母净利润小幅增长.....	16
图 36: 化妆品板块 2020Q1 归母净利润大幅下滑.....	16
图 37: 化妆品板块 2019 年毛利率保持高位.....	17
图 38: 化妆品板块 2020Q1 毛利率有所下降.....	17
图 39: 化妆品板块 2019 年净利率保持稳定.....	17
图 40: 化妆品板块 2020Q1 净利率同比下降明显.....	17
表 1: 零售细分板块 2019 年财务指标: 超市、百货、化妆品板块扣非归母净利润均出现下滑.....	6
表 2: 零售细分板块 2020Q1 年财务指标: 超市板块收入、业绩稳健增长.....	6
表 4: 超市板块重点公司 2020Q1 财务指标: 多家超市扣非归母净利润增速表现亮眼.....	9
表 5: 百货板块重点公司 2019 年财务指标: 部分龙头公司业绩承压.....	12
表 6: 百货板块重点公司 2020Q1 财务指标: 受疫情影响多数公司业绩均大幅下滑.....	12
表 7: 黄金珠宝板块重点公司 2019 年财务指标: 板块整体营收保持稳健增长, 但出现一定分化.....	15
表 8: 黄金珠宝板块重点公司 2020Q1 财务指标: 受疫情冲击严重, 盈利能力短期出现一定下行.....	15
表 9: 化妆品板块重点公司 2019 年财务指标: 营业收入整体保持稳健增长.....	18
表 10: 化妆品板块重点公司 2020Q1 财务指标: 受疫情影响业绩出现不同程度下滑.....	18
表 11: 投资建议: 重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和爱婴室.....	20

1、疫情对社会消费影响明显，零售行业受到较大冲击

1.1、疫情对社会消费影响明显，必选品类呈现更强韧性

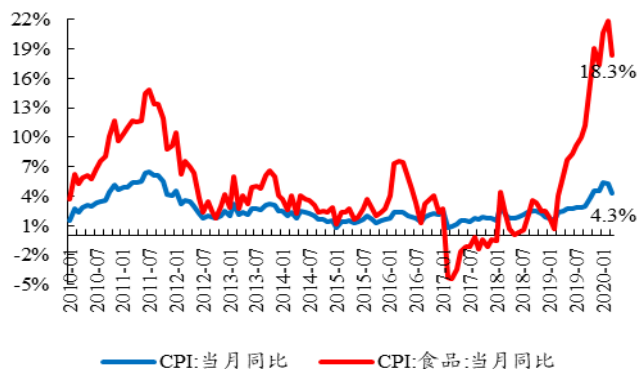
疫情期间 GDP 增速明显下滑，CPI 维持相对高位。2019 年全年 GDP 累计同比增速为 6.1%，长期看呈现逐渐放缓趋势。2020 年一季度受疫情对经济显著冲击影响，GDP 同比下降 6.8%。同期受猪价及疫情期间食品供应短缺影响，CPI 尤其是食品类 CPI 大幅上升并维持相对高位，整体 CPI/食品类 CPI 分别从 2019 年 1 月的 1.7%/1.9% 上升到 2020 年 3 月的 4.3%/18.3%，增幅明显。

图1：2020Q1 受疫情影响经济增速出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

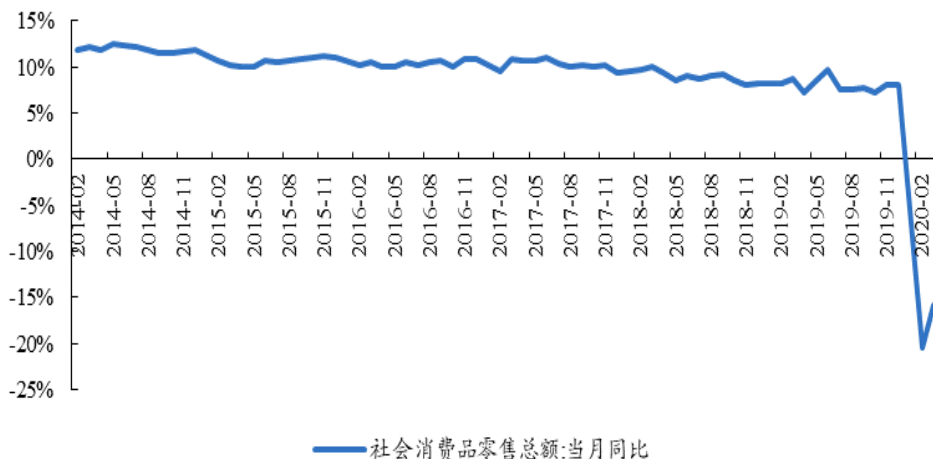
图2：食品 CPI 大幅上升，带动整体 CPI 上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年社零增速保持稳定，2020Q1 受疫情影响明显下滑，线上渠道消费占比提升。2019 年全年社零增速稳定维持在 8% 左右（扣除价格因素实际增长为 6%），整体增速保持稳定。2020 年 3 月，我国社零总额为 26450 亿元，同比下降 15.8%（扣除价格因素后实际下降 18.1%），降幅环比 1-2 月收窄 4.7pct，但整体社会消费受疫情影响仍明显承压。分地域看，城镇/乡村社零总额为 22974 亿元/3476 亿元，同比分别-15.9%/-15.1%；分渠道看，1-3 月实物商品网上零售总额同比+5.9%，增速较 1-2 月有明显提升，占社零总额比重已达到 23.6%。

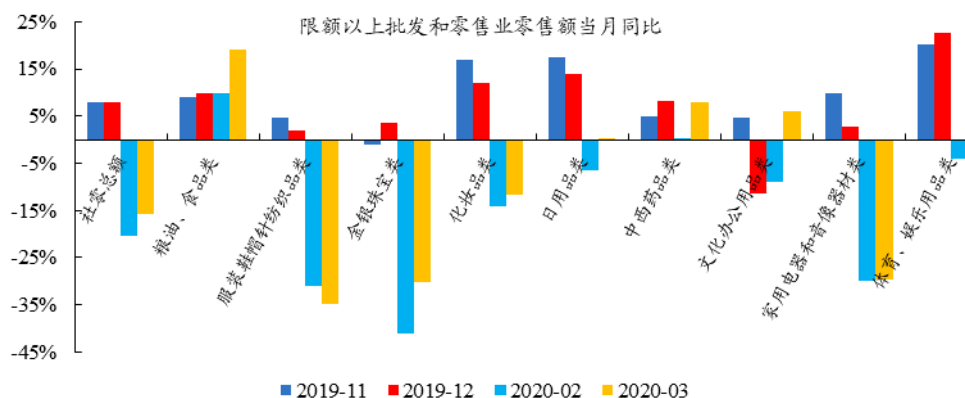
图3：2020Q1 社零增速受疫情影响出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

粮油食品等必选消费保持较快增长，餐饮、服装等可选品类受到疫情较大冲击。以粮油食品、药品、日用品为代表的必选消费在 2019 年保持较高增速，2019 年 12 月其限额以上零售额增速分别为 9.7%/8.2%/13.9%。2020Q1 受疫情影响，大多数消费品类零售额出现大幅下跌，但粮油食品类表现出较强韧性，1-2 月、3 月分别同比增长 9.7%/19.2%。可选消费如餐饮、服装、黄金珠宝等下降幅度在 30% 以上；在所有可选消费品类中，化妆品相对抗跌，3 月销售额同比下滑 11.6%，跌幅环比收窄 2.5pct。

图4：必选消费品类在疫情冲击下表现出较强韧性



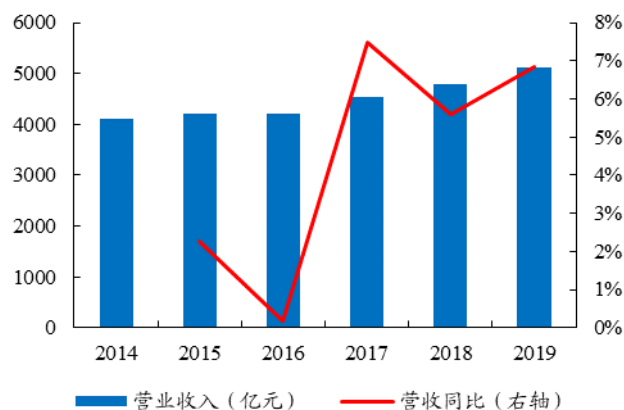
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、零售行业整体收入、利润受疫情冲击较大

我们选取 8 家超市、15 家百货、5 家化妆品、5 家黄金珠宝、2 家专业连锁合计 35 家上市公司作为研究零售行业的样本，依据样本数据作为分析基础，使用整体法（指将行业内公司某一指标先求和，再进行计算分析）计算相关指标。

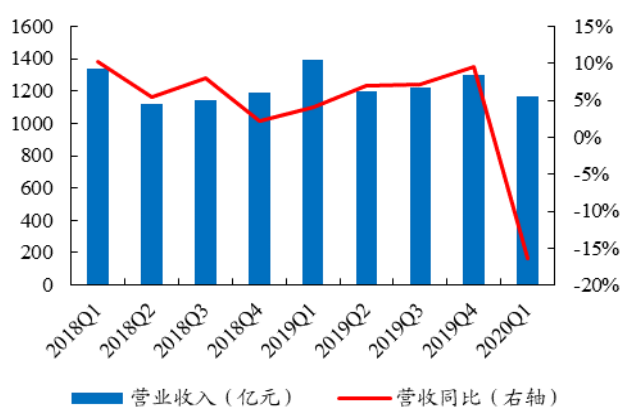
疫情期间，零售行业整体收入收到显著冲击。2019 年，零售行业 35 家上市公司（以下简称板块整体）合计实现营业收入 5113 亿元，同比增长 6.8%，增速较 2018 年提升 1.2pct。受疫情影响，零售行业受冲击明显，2020Q1 整体收入 1165 亿元，同比下滑 16%，增速同比下降 20.4pct，为近年来首次单季度收入下滑。而在扣除行业内收入体量最大的永辉超市之后，2020Q1 板块整体收入为 872 亿元，同比下滑 25.5%。

图5：2019 年零售行业整体收入同比增长 7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

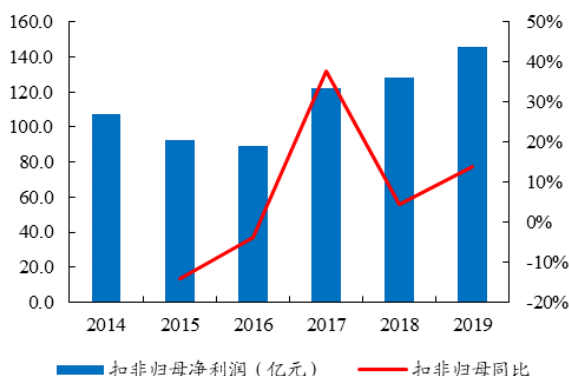
图6：2020Q1 零售行业整体收入明显下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

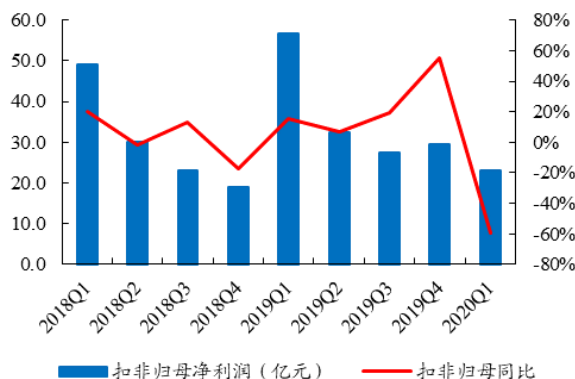
疫情对零售行业整体利润端影响远大于收入端。2019 年零售行业整体实现扣非净利润 146 亿元，同比增长 14%，较 2018 年提升 9.4pct，增速有所好转。疫情期间，2020Q1 板块整体扣非净利润 23.1 亿元，同比下滑 59%，扣除永辉超市后，板块整体实现扣非净利润 9.5 亿元，同比下滑 79%，疫情对板块业绩影响显著。

图7：2019 年零售行业整体扣非净利润同比增长 14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020Q1 零售行业整体扣非净利润下滑 59%



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到细分板块，2019 年超市、百货利润均出现下滑，2020Q1 超市实现逆势增长。2019 年超市/百货板块扣非归母净利润同比-11.1%/-4.9%，对板块整体业绩拖累较大；只有黄金珠宝和专业连锁板块实现了正增长，增速分别为 11.1%/35.2%。2020 年一季度，零售行业多个细分板块受疫情冲击明显，受影响最大的是百货板块，2020Q1 收入/扣非归母净利润分别下滑 43.6%/120.0%；而超市板块由于其经营的必选品类具有较强韧性，逆势取得增长，2020Q1 收入和扣非归母净利润分别增长 19.3%/11.0%。黄金珠宝、化妆品板块受到客流下滑的影响，扣非净利润分别下滑 35.9%/16.7%。

表1：零售细分板块 2019 年财务指标：超市、百货、化妆品板块扣非归母净利润均出现下滑

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	1651.5	22.1	16.8	12.6%	-27.1%	-11.1%	22.5%	20.2%
百货	2515.8	77.8	68.5	0.2%	-1.4%	-4.9%	21.6%	16.4%
黄金珠宝	633.6	26.8	22.9	9.9%	12.7%	11.1%	13.7%	5.6%
化妆品	159.0	15.4	12.6	11.3%	2.7%	-3.9%	61.0%	49.0%
专业连锁	62.0	4.7	4.2	27.6%	37.4%	35.2%	25.3%	15.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：零售细分板块 2020Q1 年财务指标：超市板块收入、业绩稳健增长

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	526.5	20.6	17.1	19.3%	22.0%	11.0%	22.8%	18.3%
百货	395.0	-3.1	-5.7	-43.6%	-110.2%	-120.0%	23.6%	23.5%
黄金珠宝	167.7	4.7	4.6	-10.6%	-40.3%	-35.9%	11.4%	5.3%
化妆品	33.3	3.3	3.4	-7.9%	-32.0%	-16.7%	59.4%	45.3%
专业连锁	18.1	1.1	1.0	8.5%	0.2%	7.7%	21.8%	14.5%

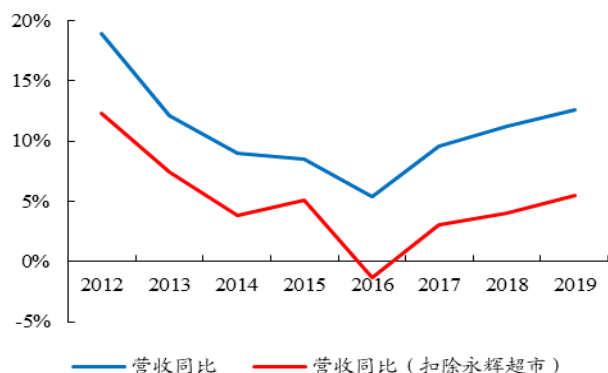
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、疫情期间板块业绩分化明显，超市龙头逆势增长扩张

2.1、超市：疫情之中必选消费韧性明显，龙头公司逆势扩张

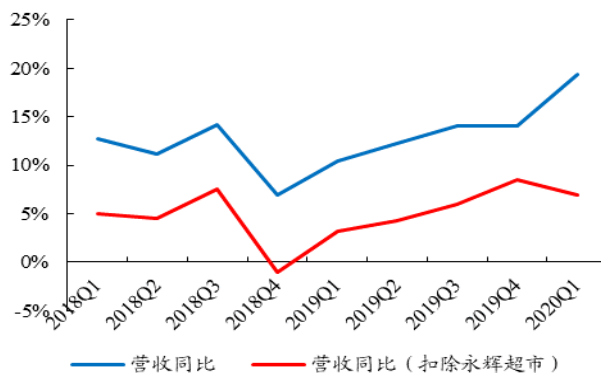
疫情期间超市板块整体营业收入保持稳健增长。我们以重点关注的 8 家超市企业永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高等作为研究样本，观察超市板块的整体经营情况。从年报数据来看，2019 年超市板块整体收入同比增长 13%，考虑到永辉超市单个公司经营情况波动对板块指标有较大影响，若扣除永辉超市后观察，板块整体收入同比增长 5%，自 2016 年后收入增速中枢逐年上行。疫情爆发后，必选消费呈现较强韧性，叠加居民消费向超市渠道转移和 CPI 维持高位因素，共同带动超市板块收入快速增长。2020 年一季度，超市板块整体营业收入同比增长 19%，环比继续改善，扣除永辉超市后整体收入同比增长 7%（永辉超市 2020Q1 收入同比增长 32%），板块内公司收入分化较为明显。

图9：2019 年超市板块整体营业收入同比增长 13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

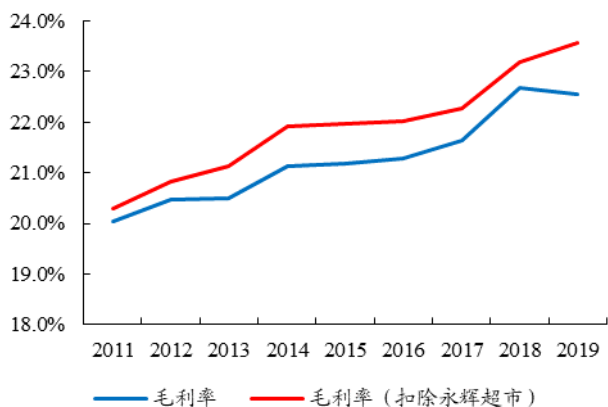
图10：2020Q1 超市板块整体营业收入同比增长 19%



数据来源：Wind、开源证券研究所

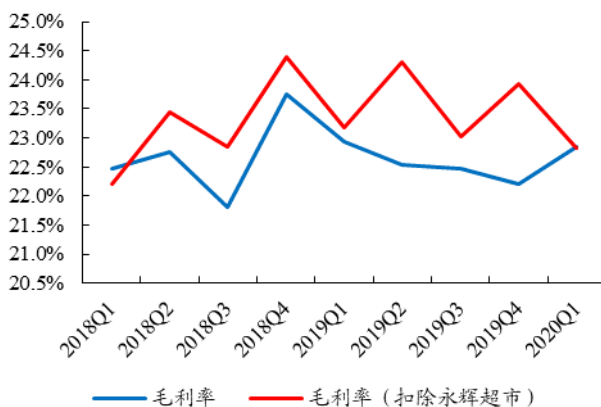
2019 年扣除永辉超市后板块毛利率提升 0.4pct，2020Q1 受疫情影响有所下滑。2019 年，超市板块整体毛利率为 22.5%，扣除永辉超市后毛利率为 23.6%，同比提升 0.4pct，永辉超市毛利率为 21.56%，同比-0.58pct，主要是高毛利率服装品类销售占比减小。2020 年一季度，板块整体毛利率为 22.8%，同比提升 0.6pct，扣除永辉超市后毛利率为 22.8%，同比下滑 1.1pct，主要受疫情期间高毛利率品类销售占比减少影响。

图11：2019 年扣除永辉超市后板块毛利率有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

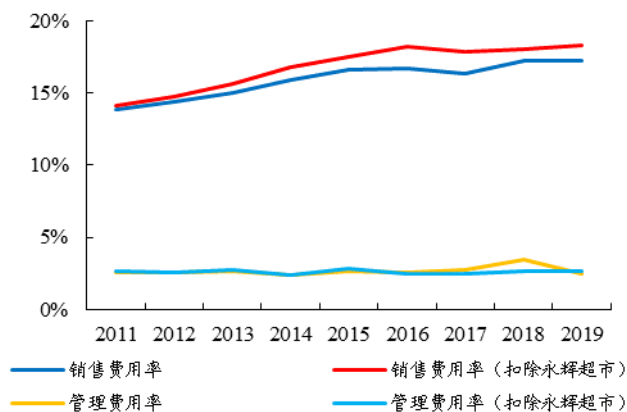
图12：2020Q1 扣除永辉超市后板块毛利率出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

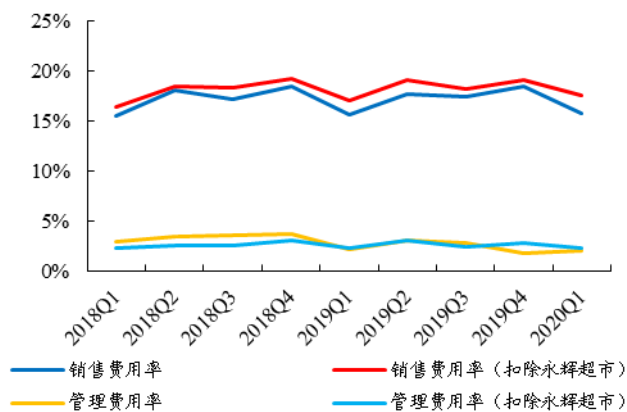
2019 年超市板块整体销售费用率有所改善，龙头表现优于板块整体。2019 年超市板块整体销售、管理费用率分别为 17.3%、2.5%，同比+0pct/-0.9pct，扣除永辉超市后整体销售/管理费用率分别为 18.3%/2.7% 同比+0.3pct/+0pct，受股权激励费用减少、创新业务剥离等原因影响，2019 年永辉超市销售、管理费用率分别-0.16pct/-1.84pct。2020Q1 超市板块整体销售/管理费用率分别为 15.8%/2.1%，同比+0.2pct/-0.1pct，扣除永辉超市后板块整体销售/管理费用率分别为 17.6%/2.3%，同比+0.5pct/+0pct，永辉超市 2020Q1 销售/管理费用率分别+0.19pct/-0.18pct，表现优于板块整体。

图13: 2019 年超市板块管理费用率同比下滑 0.9pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

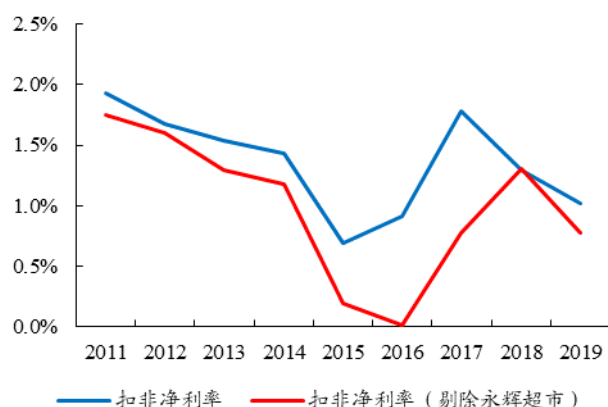
图14: 2020Q1 超市板块整体管理费用率继续改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

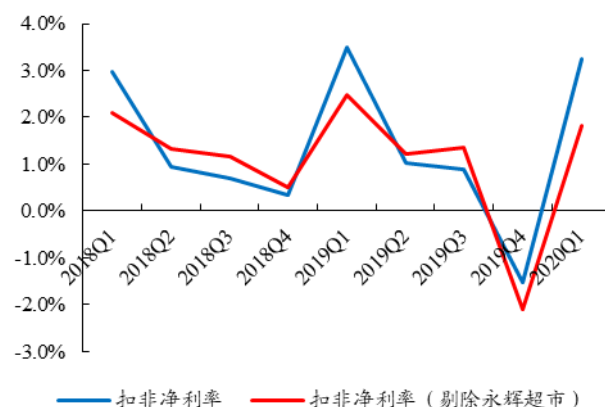
2019 年超市板块整体扣非净利率下滑 0.3pct，2020Q1 环比明显改善。2019 年超市板块整体扣非净利率 1%，同比-0.3pct，扣除永辉超市后板块整体扣非净利率 0.8%，同比-0.5pct。永辉超市 2019 年扣非净利率为 1.3%，同比持平。2020Q1 整体扣非净利率 3.3%，扣除永辉超市后扣非净利率 1.8%，环比分别+4.8pct/+3.9pct，整体改善明显。其中永辉超市 2020Q1 扣非净利率为 4.4%，同比/环比分别+0pct/+5.4pct，优于板块整体。

图15: 2019 年超市板块扣非净利率下滑 0.3pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2020Q1 超市板块扣非净利率环比提升 4.8pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

2020Q1 超市龙头永辉超市、家家悦、红旗连锁营业收入、归母净利润增速均表现亮眼。疫情期间，CPI 尤其是食品类 CPI 保持高位，叠加必选消费品类景气，超市板块上市公司营业收入、归母净利润均表现亮眼。从营收收入端来看，龙头超市增速更快，永辉超市、家家悦、红旗连锁 2020Q1 收入同比分别增长 32%、39%、24%，明

显好于其他超市上市公司。近年来，线下超市凭借生鲜聚客引流抵御线上冲击已成为行业大势，随着线下渠道整合扩张推进，生鲜供应链能力逐渐成为行业内玩家制胜关键。疫情期间，龙头超市凭借完善的经营网点布局和在供应端的充分保障，竞争力更加凸显，市场份额也在逐渐提升。份额提升后渠道话语权的增强，也将为超市企业发展高毛利率的自有品牌提供有利条件。此外，消费者对购物便捷化需求凸显，将促使社区超市业态及商超到家业务快速发展。长期来看，网点扩张、规模优势增大、品类结构优化有望进一步打开商超龙头的盈利成长空间。

表3：超市板块重点公司 2019 年财务指标：2019 年永辉超市、家家悦、红旗连锁扣非归母净利润增速稳健

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	848.8	15.6	10.6	20.4%	5.6%	18.3%	21.6%	19.0%
家家悦	152.6	4.6	4.4	19.9%	6.4%	14.6%	21.8%	17.9%
红旗连锁	78.2	5.2	4.9	8.3%	60.0%	60.4%	30.9%	25.6%
新华都	60.1	-7.6	-6.4	-12.3%	-	-	21.8%	23.4%
三江购物	39.8	1.6	1.1	-3.7%	43.8%	13.5%	24.5%	20.0%
步步高	196.6	1.7	1.2	6.9%	11.1%	0.5%	24.1%	22.5%
华联综超	119.9	0.8	0.7	3.4%	1.0%	-13.7%	22.3%	22.2%
中百集团	155.5	0.1	0.3	2.2%	-97.6%	12.8%	22.3%	20.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所（新华都 2018 年归母净利润为负数，故未计算增速）

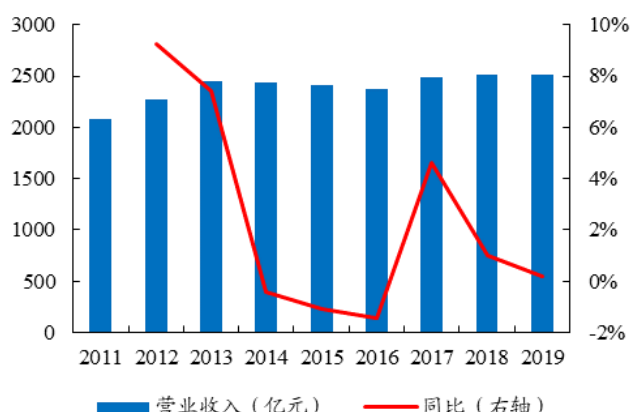
表4：超市板块重点公司 2020Q1 财务指标：多家超市扣非归母净利润增速表现亮眼

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	292.6	15.7	12.9	31.6%	39.5%	29.0%	22.8%	16.7%
家家悦	52.9	1.8	1.7	39.0%	24.9%	31.0%	21.4%	16.8%
红旗连锁	23.5	1.4	1.4	24.0%	80.7%	79.7%	29.7%	24.6%
新华都	12.3	1.0	0.8	-25.9%	257.2%	220.6%	25.7%	20.1%
三江购物	13.6	0.8	0.7	18.8%	40.2%	47.3%	24.5%	17.0%
步步高	55.2	1.0	0.9	-1.8%	-45.9%	-53.6%	22.0%	19.6%
华联综超	37.1	0.7	0.7	10.7%	35.8%	49.2%	20.9%	19.0%
中百集团	39.5	-1.7	-2.0	-10.5%	-	-	22.2%	26.1%

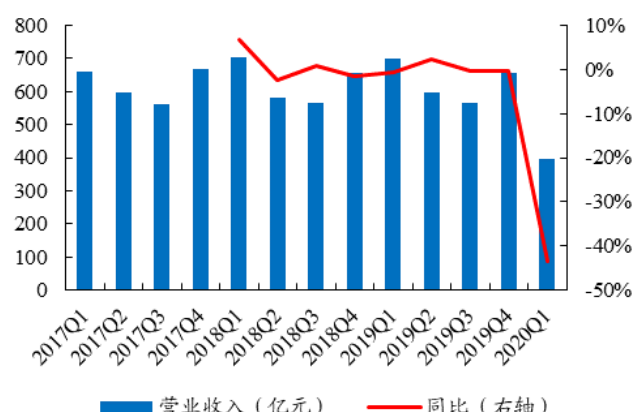
数据来源：Wind、开源证券研究所（中百集团 2018 年归母净利润为负数，故未计算增速）

2.2、百货：2019 年板块持续承压，疫情冲击雪上加霜，静待消费回暖

2019 年百货板块整体营收增速仅有+0.2%，2020Q1 受疫情冲击叠加收入准则调整影响，营收大幅下降。我们以重点关注的 15 家百货企业天虹股份、王府井、鄂武商 A、重庆百货、百联股份等作为研究样本，观察百货板块的整体经营情况。从年报数据来看，2019 年百货板块整体实现营收 2516 亿元（+0.2%），增速同比下滑 0.8pct，持续承压。2020 年一季度受疫情影响，百货门店阶段性暂停营业，同时不少公司减免租金及管理费，导致以可选消费为主的百货板块受到较大冲击，叠加收入准则调整影响，2020Q1 百货板块整体营收仅有 395 亿元，同比大幅下降 43.6%。

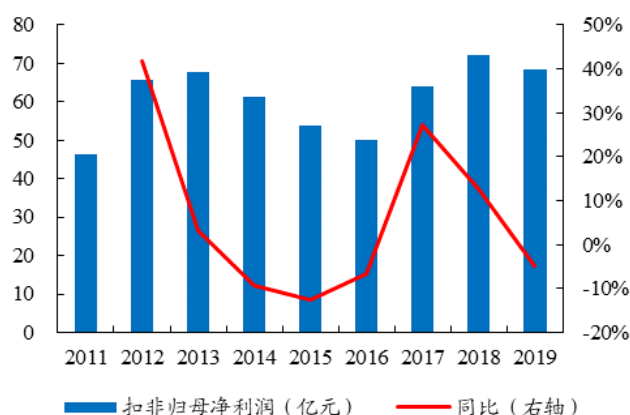
图17: 2019 年百货板块整体营业收入同比增长 0.2%


数据来源: Wind, 开源证券研究所

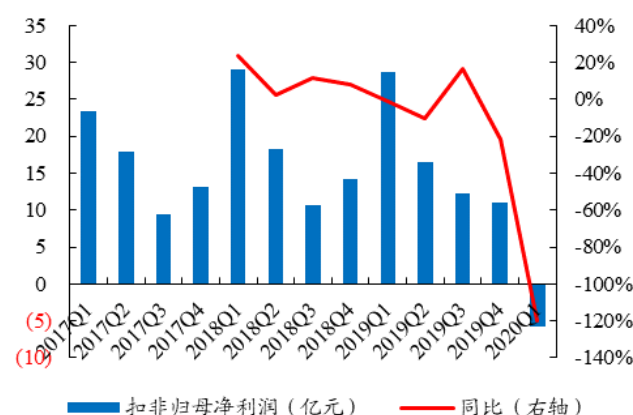
图18: 2020Q1 百货板块整体营业收入大幅下 43.6%


数据来源: Wind, 开源证券研究所

经营持续承压，2019 年百货板块扣非归母净利润增速由正转负至-4.9%，疫情冲击使得 2020Q1 业绩大幅下降。社交电商、直播带货等各类线上购物渠道快速发展，对以百货为代表的传统线下零售业态带来较大挑战。2019 年百货板块扣非归母净利润为 68.5 亿元（-4.9%），增速由正转负，同比下降 17.7pct；2020 年一季度，疫情冲击使得百货板块雪上加霜，在收入端大幅下降的同时，但租金、人工等刚性费用支出未有明显减少，造成 2020Q1 百货板块扣非归母净利润为-5.7 亿，同比大幅下降 120.0%，出现亏损。

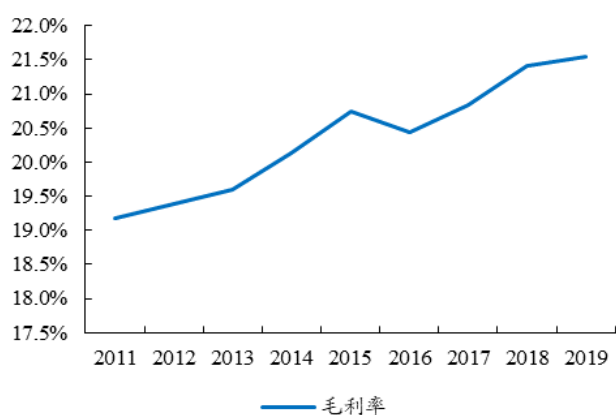
图19: 2019 年百货板块扣非归母净利润增速由正转负


数据来源: Wind, 开源证券研究所

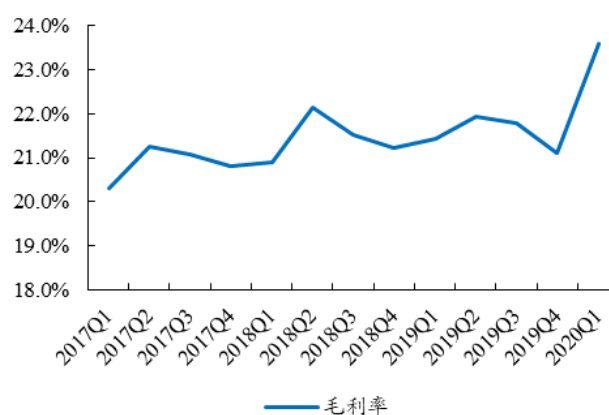
图20: 2020Q1 百货板块扣非归母净利润出现亏损


数据来源: Wind, 开源证券研究所

2019 年百货板块毛利率小幅提升，2020Q1 受收入准则变更影响毛利率提升明显。2019 年百货板块毛利率为 21.6%（+0.2pct），受百货企业持续向购物中心业态转型（由传统联营模式向相对高毛利的租赁模式转变）、品类结构优化和数字化升级等多重因素共振，近年来毛利率呈现持续提升态势。2020 年一季度，受公司收入准则变更影响，百货板块毛利率大幅提升至 23.6%（+2.2pct）。

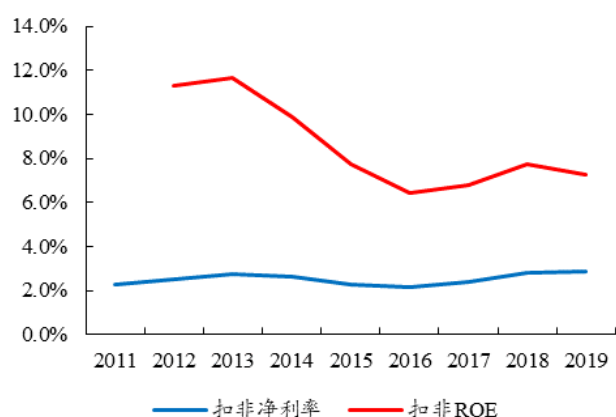
图21：百货板块毛利率呈现持续提升态势


数据来源：Wind，开源证券研究所

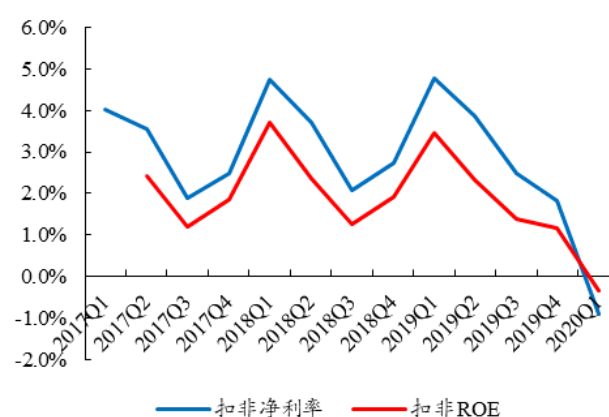
图22：2020Q1 百货板块毛利率提升至 23.6%


数据来源：Wind，开源证券研究所

2019 年百货板块整体扣非净利率同比持平为 2.8%，扣非 ROE 小幅下降。2019 年百货板块扣非净利率为 2.8%，同比持平，主要原因是毛利率与期间费用率与 2018 年相比变化不大。2020Q1 受疫情影响，板块扣非净利率由正转负，下降至-0.9%(-2.7pct)。盈利能力方面，2019 年/2020Q1 板块扣非 ROE 为 7.3%/-0.4%，同比-0.4/-1.6pct。

图23：2019 年百货板块扣非净利率同比持平为 2.8%


数据来源：Wind，开源证券研究所

图24：2020Q1 百货板块扣非净利率由正转负至-0.9%


数据来源：Wind，开源证券研究所

2019 年百货龙头公司业绩承压，2020Q1 百货公司受疫情影响业绩均大幅下滑。1) **天虹股份**：2019 年实现营收/扣非归母净利润 193.9/8.6 亿元，同比增长 1.3%/-9.5%，公司加速开店，费用支出拖累业绩增长。2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 30.0/-1.0 亿元，同比-42.1%/-134.0%，主要系疫情和收入准则调整影响，剔除新收入准则影响，营收同比微降 0.06%，表现好于预期。疫情期间，公司加速数字化转型，开展多样线上直播和到家等业务，为线下业态多元赋能；此外公司超市业务增长迅速，有望成为未来成长新动力。2) **王府井**：2019 年实现营收/扣非归母净利润 267.9/9.2 亿元，同比 0.3%/-13.6%，主要系新开门店亏损影响。2020Q1 营收/扣非归母净利润 15.2/-1.4 亿元，同比-78.8%/-134.5%，若剔除新收入准则影响，营收同比下降 37.79%。公司作为全国性百货龙头企业，传统百货业态相对稳定，奥特莱斯成为新的业绩增长点。整体来看，一季度偏可选消费的百货业态受疫情冲击明显。随着疫情缓和，4 月以来百货门店客流和销售情况已开始逐步改善。

表5: 百货板块重点公司 2019 年财务指标: 部分龙头公司业绩承压

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润(亿元)	营收增速	归母净利润 增速	扣非归母净利 增速	毛利率	期间费用率
天虹股份	193.9	8.6	7.2	1.3%	-5.0%	-9.5%	28.6%	22.9%
王府井	267.9	9.6	9.2	0.3%	-20.0%	-13.6%	20.6%	14.3%
鄂武商A	177.6	12.3	11.6	0.3%	16.7%	6.1%	22.4%	12.7%
大商股份	218.9	8.9	8.3	-8.3%	-9.6%	-15.5%	26.4%	17.9%
欧亚集团	167.3	2.4	2.3	7.2%	-8.2%	3.2%	23.6%	17.5%
首商股份	99.4	4.0	3.3	-1.3%	9.2%	9.2%	23.9%	17.3%
大东方	93.6	2.2	1.3	2.3%	-24.3%	-16.3%	12.6%	9.9%
重庆百货	345.4	9.9	8.9	1.3%	18.5%	12.4%	18.1%	13.9%
友阿股份	62.5	3.2	3.0	-13.4%	-30.2%	-31.0%	19.8%	18.1%
合肥百货	109.1	1.6	1.1	2.1%	-28.9%	-49.2%	19.8%	14.9%
翠微股份	49.4	1.8	1.1	-1.4%	0.9%	-23.5%	19.9%	15.5%
百联股份	504.6	9.6	8.1	4.2%	9.9%	17.4%	20.9%	17.7%
新华百货	76.7	1.8	1.5	0.6%	32.6%	-14.7%	21.8%	19.0%
中兴商业	27.0	1.5	1.2	5.9%	70.9%	29.6%	19.9%	11.3%
银座股份	122.6	0.5	0.5	-7.4%	14.1%	-11.5%	20.6%	18.2%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表6: 百货板块重点公司 2020Q1 财务指标: 受疫情影响多数公司业绩均大幅下滑

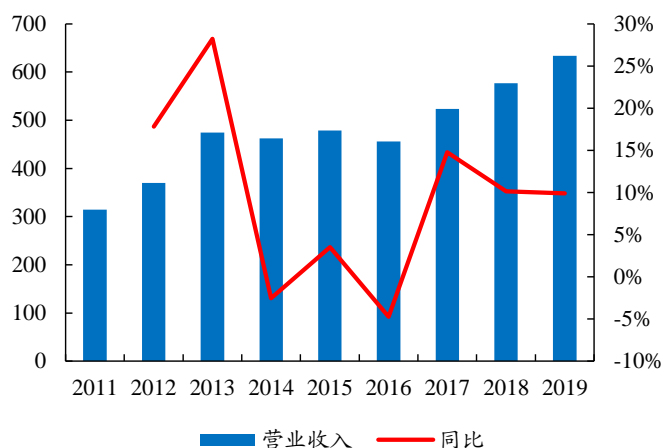
公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净 利润(亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利 增速	毛利率	期间费用率
天虹股份	30.0	-0.5	-1.0	-42.1%	-116.0%	-134.0%	36.7%	38.6%
王府井	15.2	-2.0	-1.4	-78.8%	-150.2%	-134.5%	25.9%	31.2%
鄂武商A	12.9	-2.2	-2.3	-72.8%	-176.2%	-177.5%	29.7%	45.1%
大商股份	20.7	0.5	0.3	-68.2%	-86.0%	-92.0%	49.9%	42.9%
欧亚集团	33.8	-0.2	-0.2	-17.5%	-143.8%	-150.7%	20.9%	19.7%
首商股份	6.3	-0.9	-1.0	-76.5%	-184.4%	-211.7%	27.5%	44.0%
大东方	13.5	0.5	0.4	-40.7%	-64.7%	-58.0%	18.9%	13.4%
重庆百货	75.9	1.7	1.3	-24.3%	-63.3%	-71.4%	17.6%	14.0%
友阿股份	11.8	0.4	0.4	-30.5%	-76.6%	-77.5%	16.9%	23.7%
合肥百货	26.2	0.6	0.4	-25.7%	-50.2%	-61.7%	19.3%	14.9%
翠微股份	2.5	-0.4	-0.5	-81.4%	-197.1%	-248.2%	55.9%	72.3%
百联股份	98.4	0.3	-1.4	-30.9%	-91.9%	-142.5%	22.0%	22.3%
新华百货	21.2	0.6	0.5	-5.5%	-51.2%	-57.8%	21.0%	18.1%
中兴商业	2.0	-0.2	0.0	-71.7%	-212.0%	-102.0%	46.6%	39.4%
银座股份	24.8	-1.1	-1.2	-31.3%	-258.5%	-298.4%	15.9%	20.0%

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、黄金珠宝：线下渠道短期受疫情冲击，避险需求提升长期看好

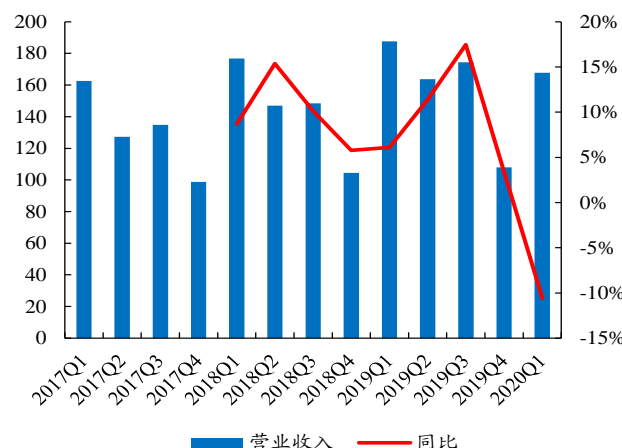
受疫情影响，2020Q1 黄金珠宝板块整体营业收入同比明显下降。我们以重点关注的五家黄金珠宝企业老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基及莱绅通灵作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况。从年报数据来看，2019 年黄金珠宝板块整体收入同比增长 10%，增速保持稳健但出现分化。疫情爆发后，黄金珠宝板块由于具备重体验、重线下渠道等特点，受疫情冲击较大。2020 年一季度，黄金珠宝板块整体营业收入为 145 亿、同比下降 11%。若扣除老凤祥，则板块营收下降达 39%。老凤祥 2020Q1 收入同比仅下降 3.4%，主要系其在疫情爆发前订货会已完成主要销售。

图25：黄金珠宝板块 2019 年营收保持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

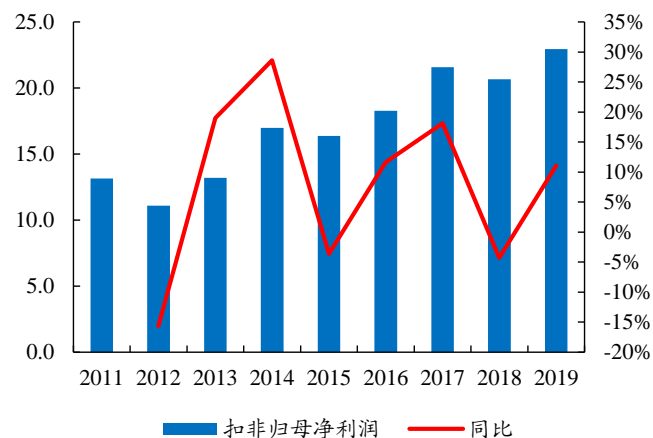
图26：受疫情冲击黄金珠宝板块 2020Q1 营收有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

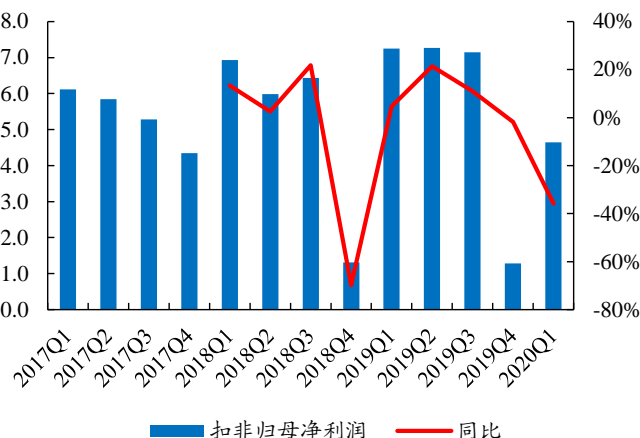
黄金珠宝板块扣非归母净利润 2019 年增速由负转正，2020Q1 受疫情影响大幅下降。2019 年，黄金珠宝板块扣非归母净利润达 22.9 亿元 (+11.1%)，实现增速由负转正，其中板块龙头老凤祥/周大生的扣非归母净利润分别同比增长 21.4%/21.6%，显著高于板块平均增速。2020 年一季度，受疫情冲击影响，黄金珠宝企业终端客流和销售情况明显下降，但租金、人工等费用支出较为刚性，造成板块扣非归母净利润同比大幅下降 35.9%。

图27：黄金珠宝板块 2019 年扣非归母净利润同比增长



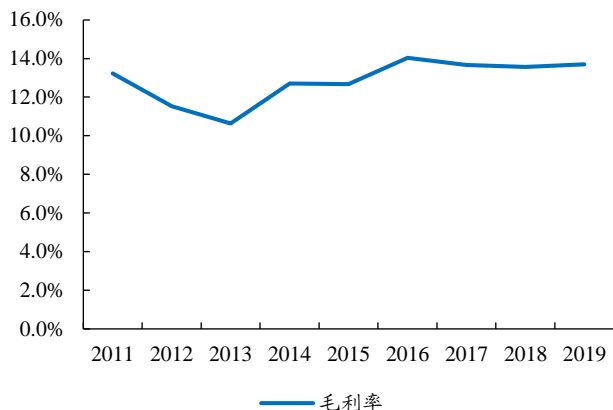
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：黄金珠宝板块 2020Q1 扣非归母净利润大幅下滑

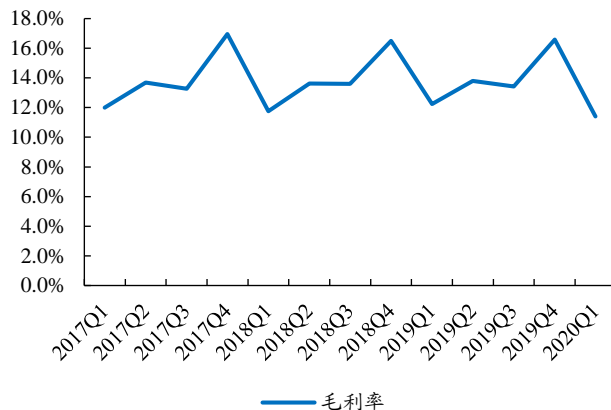


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年黄金珠宝板块毛利率保持稳定，2020Q1 受疫情影响有所下行。2019 年黄金珠宝板块整体毛利率为 13.7%（同比+0.1pct），基本保持稳定。2020 年一季度，由于受疫情影响毛利率较低的线上销售占比提升以及促销活动力度加大等原因，板块整体毛利率下降至 11.4%（同比-0.8pct）。但龙头企业老凤祥/周大生毛利率分别为 8.17%/43.35%，同比+0.71/+6pct，龙头企业毛利率表现明显优于板块整体。

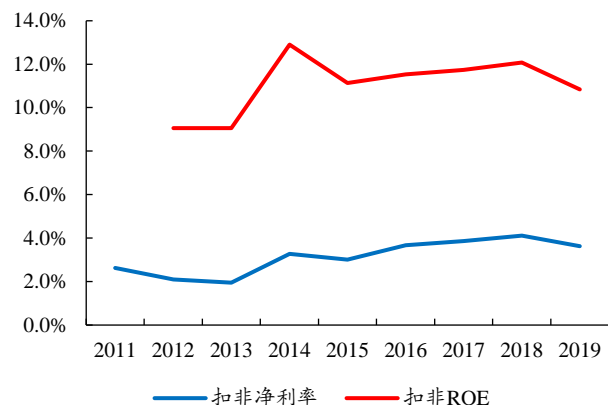
图29：黄金珠宝板块 2019 年毛利率保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

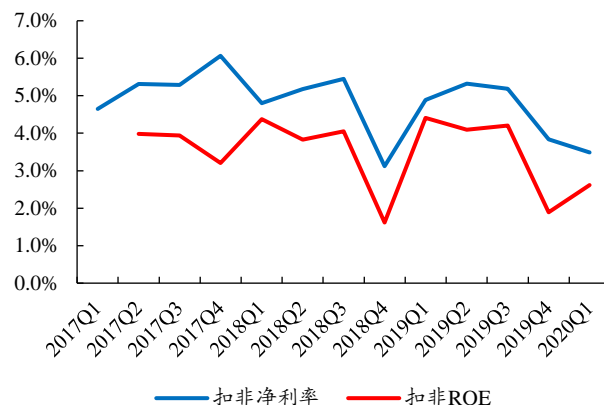
图30：黄金珠宝板块 2020Q1 毛利率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

黄金珠宝板块主业盈利能力有所下降。2019 年，黄金珠宝板块扣非净利率 3.6%（-0.5pct），同比有所下降。2020 年一季度，受疫情影响，板块扣非净利率大幅下降至 3.5%（-1.4pct）。盈利能力方面，2019 年/2020Q1 黄金珠宝板块扣非 ROE 为 10.8%/2.6%，同比-1.2/-1.8pct。

图31：黄金珠宝板块 2019 年扣非净利率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：黄金珠宝板块 2020Q1 扣非净利率有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

板块龙头企业 2019 年实现稳健增长，2020Q1 受疫情冲击营收及利润有所下降。

1) 老凤祥：2019 年实现营收/扣非归母净利 496/13 亿元，同比增长 13.3%/21.4%，主要系金价上行及终端门店的快速扩张（2019 年门店净增 372 家）；2020Q1 营收/扣非归母净利 145/3.8 亿元，同比增长-3.4%/10.3%，主要系公司在疫情爆发前的订货会完成了 120 亿的销售（Q1 营业收入 144 亿）。毛利率方面，老凤祥 2019/2020Q1 毛利率分别为 8.5%/8.2%，同比增长 0.23/0.71pct。**2) 周大生：**2019 年实现营收/扣非归母净利 54.4/9.1 亿元，同比增长 11.7%/21.6%；2020Q1 营收/扣非归母净利 6.8/0.9 亿元，同比增长-38.3%/-51.9%。2020 年，公司电商业务快速发展，有望带动公司业绩

持续增长。毛利率方面，周大生 2019/2020Q1 毛利率分别为 36%/43%，同比+2/+6pct，同比有所提升。整体来看，目前我国珠宝板块增速已趋于稳健，但龙头公司凭借品牌、渠道等综合竞争优势，仍在加速扩张。疫情之下，龙头公司的加盟商实力优势和较强抗风险能力得到凸显，随着行业内部分中小品牌加速出清、行业集中度提升，龙头公司将显著受益。

表7：黄金珠宝板块重点公司 2019 年财务指标：板块整体营收保持稳健增长，但出现一定分化

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入增 速	归母净利润 增速	扣非归母净 利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	496.3	14.1	13.1	13.3%	16.9%	21.4%	8.5%	3.0%
周大生	54.4	9.9	9.1	11.7%	23.0%	21.6%	36.0%	13.2%
明牌珠宝	34.3	0.6	-1.0	-16.2%	-36.8%	-2504.6%	12.3%	8.7%
潮宏基	35.4	0.8	0.6	9.1%	14.3%	8.0%	37.7%	27.8%
菜绅通灵	13.2	1.5	1.0	-20.7%	-30.3%	-39.5%	58.3%	44.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

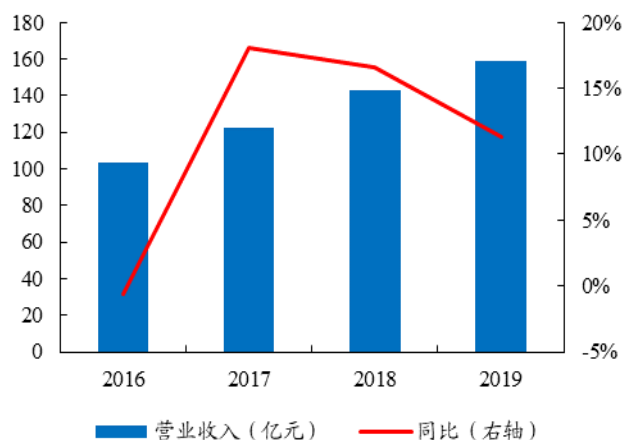
表8：黄金珠宝板块重点公司 2020Q1 财务指标：受疫情冲击严重，盈利能力短期出现一定下行

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入增 速	归母净利润 增速	扣非归母净 利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	144.9	3.7	3.8	-3.4%	-0.6%	10.3%	8.2%	3.1%
周大生	6.8	1.0	0.9	-38.3%	-48.1%	-51.9%	43.3%	22.7%
明牌珠宝	7.7	0.1	0.1	-37.8%	-80.9%	-81.7%	10.5%	8.6%
潮宏基	6.1	-0.2	-0.2	-35.9%	-125.9%	-128.3%	36.9%	36.5%
菜绅通灵	2.2	0.1	0.1	-51.8%	-86.6%	-88.3%	58.0%	50.2%

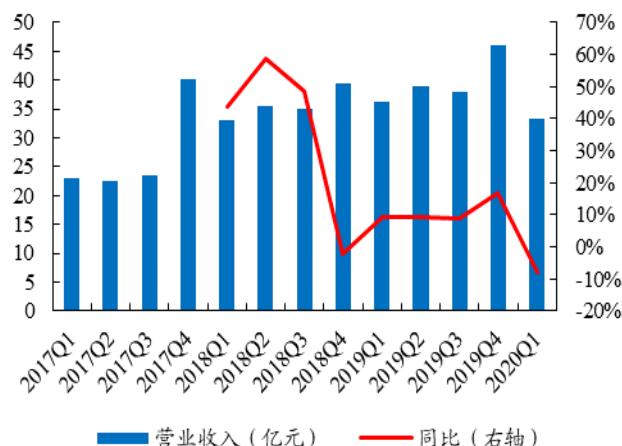
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、化妆品：线下渠道受疫情冲击明显，线上布局带来韧性

化妆品板块整体营收 2019 年保持稳定增长，2020Q1 受疫情影响小幅下滑。我们以重点关注的五家化妆品企业珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份及拉芳家化作为研究样本，观察化妆品板块的整体经营情况。从年报数据来看，2019 年化妆品板块整体实现营收 159 亿元（+11.3%），延续了 2017 年以来的高景气度，但增速同比下降 5.3pct，且出现一定分化。2020 年一季度，受疫情影响消费者外出减少抑制需求，百货、CS 等线下门店渠道停业带来客流量大幅下降，对化妆品销售带来较大冲击，板块整体营收仅有 33 亿元、同比下降 7.9%。但值得注意的是，一季度 3.8 线上购物节、直播带货等活动的开展，在一定程度上弥补了化妆品的销售。板块内横向对比来看，几家上市公司线上布局相对完善成熟，因此在销售端受到疫情影响的程度要小于整体板块（作为对比，一季度化妆品类社零增速下滑了 13.2%）。

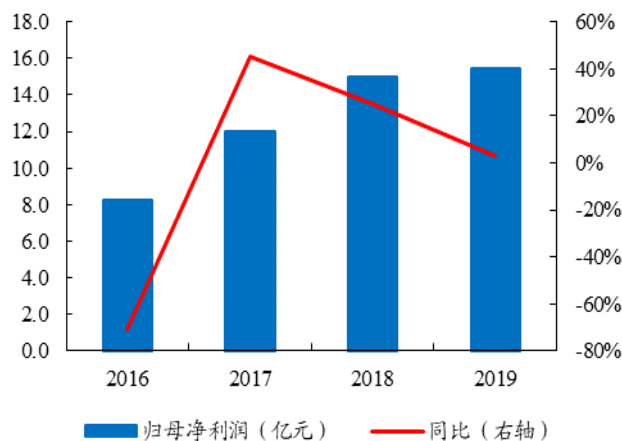
图33: 化妆品板块 2019 年营收保持稳健增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

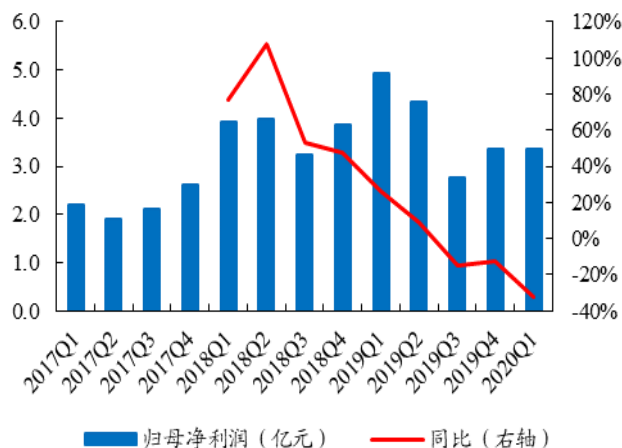
图34: 受疫情冲击化妆品板块 2020Q1 营收有所下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

化妆品板块归母净利润 2019 年增速缩窄至 3%，2020Q1 受疫情影响大幅下降。2019 年，化妆品板块归母净利润为 15.4 亿元（+3%），增速较 2017、2018 年明显下降，主要系对板块利润影响较大的上海家化增速放缓及御家汇等利润大幅下滑影响。2020 年一季度，受疫情影响线下渠道门店关店时间较长且客流量大幅减少，造成板块归母净利润仅有 3.3 亿元，大幅下降 32.0%。

图35: 化妆品板块 2019 年归母净利润小幅增长


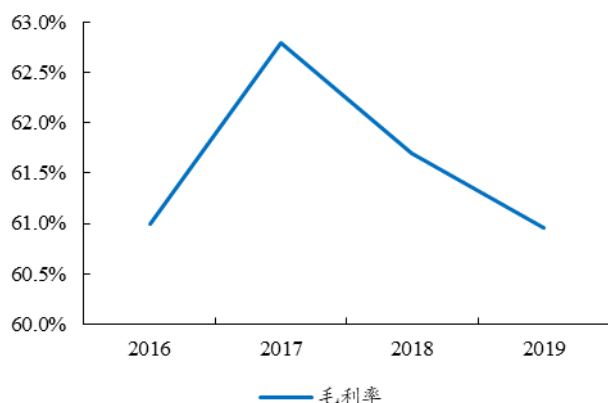
数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 化妆品板块 2020Q1 归母净利润大幅下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

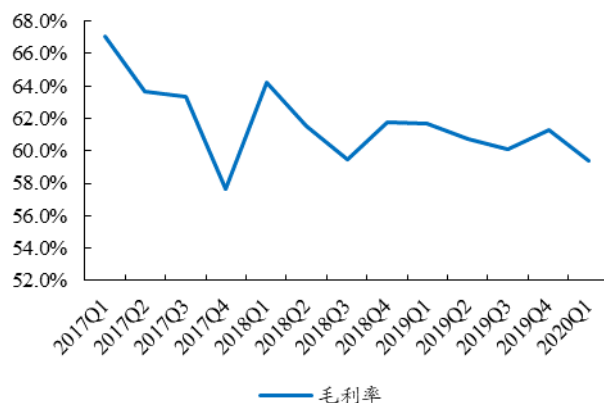
2019 年化妆品板块毛利率保持较高水平，2020Q1 受疫情影响有所下降。2019 年，化妆品板块毛利率为 61.0%（同比-0.7pct），同比有小幅下降但仍保持在较高水平。2020 年一季度，由于受疫情影响商场买赠促销等活动力度加大以及部分毛利率较低的引流产品销售占比提升等原因，板块整体毛利率同比小幅下降至 59.4%（同比-2.3pct）。

图37: 化妆品板块 2019 年毛利率保持高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

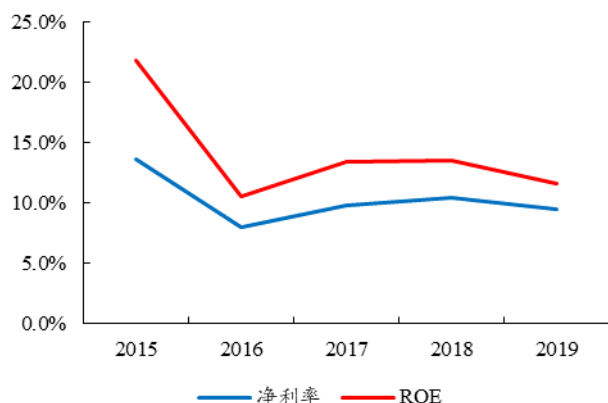
图38: 化妆品板块 2020Q1 毛利率有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

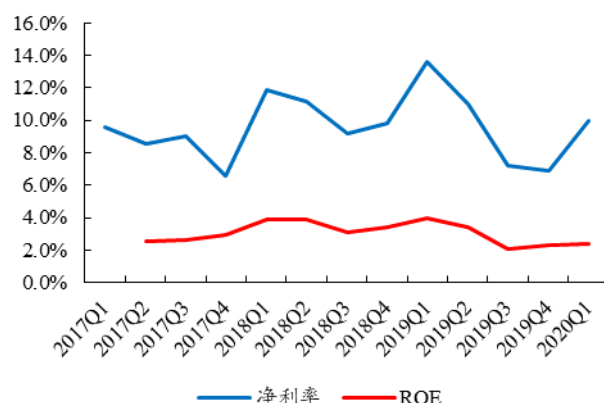
化妆品板块主业盈利能力基本保持稳定, 2019 年 ROE 有所下降。2019 年, 化妆品板块净利率下降至 9.5% (-1.0 pct), 主要受毛利率下滑和销售费用率提升影响。2020 年一季度, 受疫情影响, 板块净利率出现大幅下降, 仅有 10.0% (同比下降 3.6pct)。盈利能力方面, 2019 年/2020Q1 化妆品板块 ROE 为 11.6%/2.4%, 同比-1.9/-1.6pct。

图39: 化妆品板块 2019 年净利率保持稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

图40: 化妆品板块 2020Q1 净利率同比下降明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

板块龙头企业 2019 年稳健增长, 2020Q1 受疫情冲击增速放缓, 但呈现较强韧性。

1) 珀莱雅: 2019 年实现营收/扣非归母净利润 31.24/3.86 亿元, 同比 32.3%/39.1%, 主要系线上保持高增速 (其中电商直营增速达 88%) 叠加产品推新升级影响; 2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 6.08/0.83 亿元, 同比-5.3%/-8.4%。毛利率方面, 珀莱雅 2019/2020Q1 毛利率分别为 64.0%/59.9%, 同比-0.1/-3.9pct。一季度尽管线下渠道受冲击明显, 但公司预计线上渠道保持 30%以上增长, 带来较强韧性; 在爆款泡泡面膜基础上, 2020 年打造精华、面霜类单品, 签约当红偶像蔡徐坤, 都将带来新的看点。2) 丸美股份: 2019 年实现营收/扣非归母净利润 18.01/4.51 亿元, 同比 14.3%/25.9%, 2020Q1 营收/扣非归母净利润 3.70/1.08 亿元, 同比+1.5%/-9.6%, 基本符合市场预期。毛利率方面, 丸美股份 2019/2020Q1 毛利率分别为 68.2%/65.5%, 同比-0.2/-0.9pct, 相对稳定。公司在抗衰产品领域已构筑竞争优势, 未来在明星单品打造基础上, 发展直营电商渠道和年轻化策略有望支撑公司业绩保持稳健增长。3) 上海家化: 2019 年实现营收/扣非归母净利润 75.97/3.80 亿元, 同比+6.4%/-16.9%, 2020Q1 营收/扣非归

母净利润 16.65/1.30 亿元，同比-14.8%/-19.0%，主要系疫情冲击和投资收益下降影响。毛利率方面，上海家化 2019/2020Q1 毛利率分别为 61.9%/61.3%，同比-0.9/-0.8pct。2019 年四季度开始，公司加大线上营销投入影响了短期业绩，但部分子品牌如玉泽等已呈现出良好增长态势，未来随着前欧莱雅高管潘秋生接任 CEO，有望为公司带来更多品牌营销创新和转型升级。

表9：化妆品板块重点公司 2019 年财务指标：营业收入整体保持稳健增长

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	31.2	3.9	3.9	32.3%	36.7%	39.1%	64.0%	45.1%
上海家化	76.0	5.6	3.8	6.4%	3.1%	-16.9%	61.9%	55.0%
御家汇	24.1	0.3	0.1	7.4%	-79.2%	-94.1%	51.1%	48.0%
丸美股份	18.0	5.1	4.5	14.3%	24.0%	25.9%	68.2%	33.8%
拉芳家化	9.6	0.5	0.3	0.1%	-61.0%	-70.3%	55.3%	45.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：化妆品板块重点公司 2020Q1 财务指标：受疫情影响业绩出现不同程度下滑

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	6.1	0.8	0.8	-5.3%	-14.7%	-8.4%	59.9%	39.7%
上海家化	16.6	1.2	1.3	-14.8%	-48.9%	-19.0%	61.3%	51.9%
御家汇	5.2	0.0	0.0	34.0%	489.8%	142.6%	50.4%	47.6%
丸美股份	3.7	1.2	1.1	1.5%	-1.1%	-9.6%	65.5%	26.1%
拉芳家化	1.7	0.2	0.2	-37.1%	-65.7%	-60.9%	52.6%	35.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线

零售行业投资继续推荐超市板块，同时关注“线下消费复苏”主线。2020 年一季度，疫情对零售行业整体带来明显冲击，但不同细分板块也出现较强分化，主营必选消费的超市板块和可选消费中部分实现全渠道布局的龙头公司呈现出较强的经营韧性。目前，疫情已基本得到控制，随着复工复产有序推进、居民恢复外出，叠加消费券的外部政策刺激，线下消费复苏有望成为下一阶段主旋律。建议关注三条投资主线：1）继续推荐短期（业绩增长）和长期（对农贸市场替代确定性增强）逻辑兼备的超市板块，重点推荐生鲜供应链竞争优势突出的永辉超市、家家悦，以及兼具区域规模与品牌优势的便利店龙头红旗连锁。2）部分前期经营受疫情影响、但近期门店客流量已看到明显恢复的线下专业零售细分龙头，重点推荐母婴零售爱婴室，受益标的黄金珠宝板块的周大生、老凤祥。3）赛道维持高景气度、龙头公司线上布局加速带来核心竞争力增强的化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份和上海家化。

3.1、永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情中到家业务价值重估

一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速。公司 2019 年实现营收 848.8 亿元(+20.36%)，归母净利润 15.6 亿元(+5.63%)，扣非净利润 10.6 亿元(+18.34%)；2020Q1 实现营收 292.6 亿元(+31.57%)，归母净利润 15.7 亿元(+39.47%)，疫情背景下实现高增长。2019 年公司核心主业增长稳健：两年期可比店销售同比增长 2.8%，卖场业务经营利润同比增长近 20%。2020 年一季度，疫情期间公司生鲜经营优势凸显，叠加 CPI 维持高位因素，驱动公司 Q1 同店销售实现双位数增长。盈利能力方面，Q1 公司综合毛利率为 22.84% (+0.13pct)，在疫情期间低毛利生鲜销售占比提升情况下仍实现小幅提升，体现出优秀成本控制能力。费用方面，公司 Q1 销售/管理/财务费用率分别 14.4%/2.0%/0.3%，同比分别+0.2/-0.2/0pct，整体保持稳定。

展店加速进一步完善全国化布局，到家业务占比持续提升。2019 年公司新增大卖场/mini 店 205 家/529 家，2020Q1 新开大卖场/mini 店 16 家/7 家，计划全年新开大卖场店 130 家；省区拓展方面，湖北签约 11 家、云南签约 8 家，并新增甘肃、山东、青海、内蒙古 4 个省项目签约，全国化布局进一步完善。公司持续推进全渠道运营平台建设，2019 全年/2020Q1 线上到家业务分别实现销售额 35 亿元/21 亿元，占比 4.4% (+2pct) /7.3%；截至 2020 年 3 月份永辉生活 APP 占到家业务比重已提升至 57%。2020 年，公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户，推动综合竞争力进一步增强。

3.2、家家悦：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张

一季度大卖场/超市业态收入增速亮眼，疫情之下公司竞争力凸显。公司 2020 年一季度实现营收 52.87 亿元(+38.96%)，归母净利润 1.76 亿元(+24.86%)，扣非净利润 1.73 亿元(+30.97%)；经营性现金流净额 7.38 亿元(+81.82%)，整体业绩表现略超预期。分区域看，一季度公司在山东省内/省外收入增速分别+33.74%/+402.83%（受部分省外并购标的并表影响），毛利率分别为 19.69% (+1.71pct) /16.07% (+1.56pct)，经营效率明显提升。分业态来看，一季度大卖场/超市/百货/其他业态收入增速分别为+52.49%/+39.13%/-39.95%/+43.25%，除百货受客流下滑影响较大外，卖场、超市等业态均实现较高增长，主要原因在于，疫情期间生鲜等必选消费需求具有韧性，公司强大供应链能力有效保障了商品供应，叠加 CPI 维持相对高位，共同推动卖场、超市同店销售高增长。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费用率分别为 14.6%/2.3%/-0.1%，同比分别-0.39pct/+0.38pct/-0.18pct，整体稳定。

胶东地区生鲜超市龙头，省内外加速整合扩张。近年来公司通过并购方式加速省外扩张，已陆续进入河北、安徽市场，开启全国化布局。我们看到青岛维客等公司前期并购标的在整合后业绩已有明显改善（2019 年净利润 0.17 亿元，2018 年仅有 0.02 亿元）。未来，在公司强势供应链赋能及经营管理提效帮助下，河北家家悦（2019 年亏损 0.3 亿元）、山东华润万家等均有望复制青岛维客经验，为公司带来业绩弹性。

3.3、红旗连锁：一季报业绩高增长，川蜀便利店龙头加速起航

公司一季报超预期，业绩延续高增长。公司 2020Q1 实现营收 23.45 亿元(+23.96%)，归母净利润 1.43 亿元(+80.70%)；扣除新网银行投资收益后主业利润 0.99 亿元(+89%)，业绩高增长。公司在疫情期间坚持所有门店不关门、不断货、不涨价，充分保障民生商品供应，社会价值凸显同时，口碑及品牌认知度进一步提升，Q1 营收高增长背后预计同店实现高增长。Q1 公司综合毛利率为 29.67%（同比-0.21pct），预计主要为疫情期间低毛利生鲜品类销售占比提升所致。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费

用率分别为 23.0%/1.4%/0.2%，同比分别-1.4pct/-0.2pct/0pct，整体费用控制有所改善。

公司门店重启加速扩张，品类优化、供应链建设多措并举，竞争力继续增强。近年来，公司通过自建+并购方式快速扩张，随着前期并购整合完成，2019 年起（净开 253 家）门店拓展速度明显提高。根据公司官网，目前（截至 4 月 26 日）公司共有 3122 家门店，年初至今净增门店 52 家，疫情背景下仍实现快速展店。同时，疫情中部分中小可选消费业态经营承压，也将为公司在并购整合与选址优化方面提供更多运作空间。此外，公司在门店中持续引入高毛利熟食、快餐、进口食品等品类，经营品类结构持续优化；通过红旗云大数据平台提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本，未来毛利率有望进一步提升。

3.4、爱婴室：母婴连锁零售龙头，静待线下消费复苏

一季度疫情影响门店来客数，刚性费用支出拖累业绩下滑。公司 2020 年一季度实现营收 5.19 亿元(-4.81%)，归母净利润 883 万元(-50.29%)。具体分渠道来看，一季度门店销售实现收入 4.52 亿元（-9.2%），明显下滑；电商收入 0.29 亿元（+113.5%），前期 APP、到家等线上布局收到成效。分产品来看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类（纸尿裤为代表）分别实现营收 2.71/0.39/1.22 亿元，同比+3.5%/-1.7%/-12.9%，表现相对稳健；但偏可选消费属性的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构优化和品牌渠道力增强，几大核心商品毛利率均保持上升，带动公司整体毛利率继续提升至 27.6%（+1.2pct）。但费用方面由于店租人工等费用相对刚性，造成公司销售费用率（23.7%，+3.8pct）、管理费用率（3.3%，+0.9pct）明显上升，拖累了净利率。

母婴消费需求韧性较强，静待疫情消退客流回归。公司深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户体验方面已树立品牌和口碑：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。前期“新冠病毒肺炎”疫情对公司客观上带来了关店等影响，但核心母婴快消类产品（奶粉、纸尿裤等）作为消费者刚需存在较强韧性，会通过街边门店、线上 APP、“到家”配送等渠道满足。面对疫情公司积极应对，近两年大力推进的线上业务布局发挥重要作用：“企业微信”、门店配送“到家业务”和爱婴室 APP 订单接收转化共同带动公司在奶粉等核心品类保持销售增长。随着疫情趋向缓和，公司部分前期关闭门店已全部恢复开店，4 月以来随着客流量逐步回升，有望带来销售回暖。在巩固线下零售优势基础上，公司重点发展电商渠道、建设自有品牌，优化会员营销（至年末会员数达到 385 万人，活跃会员销售占比达 87%）打造母婴生态圈。在母婴消费品牌化升级大潮下，公司有望持续受益。

表11：投资建议：重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和爱婴室

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	9.92	949	0.27	0.34	0.43	37	29	23
603708.SH	家家悦	买入	35.82	218	0.91	1.07	1.25	39	34	29
603214.SH	爱婴室	买入	29.12	42	1.25	1.57	1.96	23	18	15
002697.SZ	红旗连锁	买入	10.30	140	0.48	0.56	0.64	21	18	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/07）

4、风险提示

社零消费与宏观经济密切相关，若经济增速持续放缓，零售行业整体也将承压；
部分中小企业现金流压力较大，带来经营风险；
受疫情影响，行业中部分公司门店扩张节奏放缓风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835