

# 场景分化，寻找弹性大年

## ——零售行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

### ◆全年展望：可选必选基本面分化明显

2019 年行业业绩有所改善，但疫情影响下 1Q2020 行业受冲击明显，叠加一季度为行业传统旺季因素，预计全年可选类业态表现较为平淡。必选类景气度提升，预计全年业绩表现良好，建议根据投资者估值偏好情况进行配置决策。

### ◆营销变革新阶段，线下渠道把握场景分化机会

渠道不同天，各类渠道表现差异大。受疫情影响，线下消费尤其可选类受较大冲击。滞留在家的消费者们纷纷选择通过到家业务或直播购物等线上场景进行消费。前期在相关领域布局的公司均取得较优异销售数据。

线下渠道在“人”、“货”领域具备一定特色，我们认为更适合渠道的战略选择是立足本地生活，将线上业务作为新时代渠道变革的工具，以为客户提供优质便利服务为目的，将直播视为与品牌方联动的销售宣传活动，在消费者心中建立**线下渠道=高质优价消费场域**的形象，把握场景分化趋势下新场景的机遇。结合疫情逐步受控情况下可选品销售的回暖，下半年建议关注可选品弹性机会。

### ◆国改或迎催化剂

疫情冲击带来的业绩压力下，零售企业提质增效诉求更加迫切，原有的国企改革规划或存在提速可能，预计零售国企改革将迎来更多机遇。股权层面引入民营资本以及管理层落地创新激励政策都值得期待。长期看，国企改革带来控费能力提升将改善公司盈利水平。

### ◆投资建议

我们建议投资者关注黄金珠宝及百货的弹性机会，同时关注受益于国企改革的公司。推荐标的：1) **老凤祥**：批发模式确定性更强，金价上行背景下经销商囤货意愿有保障。2) **爱婴室**：奶粉相对刚需，展店能力较强。3) **家家悦**：立足扎实供应链能力，成长确定性强。4) **天虹股份**：聚焦超市业务与数字化能力提升，具备疫后业绩反弹潜力。5) **重庆百货**：混改落地扫清提效阻碍，长期具备业绩弹性。

◆**风险分析**：居民消费需求增速未达预期，地产后周期影响部分细分行业收入增速，渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。

| 证券代码   | 公司名称 | 股价(元) | EPS (元) |      |      | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|--------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
|        |      |       | 19A     | 20E  | 21E  | 19A    | 20E | 21E |      |
| 600612 | 老凤祥  | 46.20 | 2.69    | 2.83 | 3.38 | 17     | 17  | 14  | 买入   |
| 603214 | 爱婴室  | 31.87 | 1.51    | 1.21 | 1.54 | 21     | 26  | 21  | 买入   |
| 603708 | 家家悦  | 39.65 | 0.75    | 0.93 | 1.08 | 54     | 44  | 38  | 增持   |
| 002419 | 天虹股份 | 9.27  | 0.72    | 0.50 | 0.67 | 13     | 19  | 14  | 买入   |
| 600729 | 重庆百货 | 30.39 | 2.42    | 2.24 | 3.05 | 13     | 14  | 10  | 买入   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 11 日

## 增持（维持）

### 分析师

唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

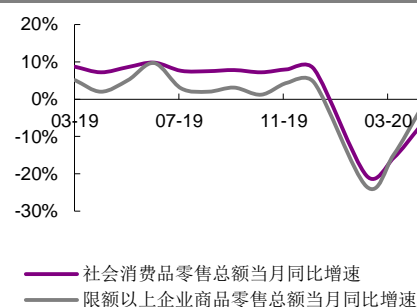
[tangjiarui@ebsecn.com](mailto:tangjiarui@ebsecn.com)

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

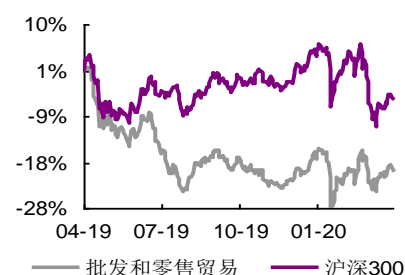
021-52523868

[sunlu@ebsecn.com](mailto:sunlu@ebsecn.com)

行业主要数据图



行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

新营销形态推动渠道变革，发挥 C2M 中间环节价值 —— 商贸零售行业 2020 年投资策略 ..... 2019-12-13

## 投资聚焦

### 研究背景

回顾 2019 年全年至 2020 年 4 月行业情况，零售行业的复苏力度趋弱，疫情冲击明显。从上市公司业绩看，2019 零售行业营收及扣非归母净利润增速均高于上年。1Q2020 零售行业的营收因疫情冲击以及百货行业收入准则调整双重影响降幅较大，归母净利润体现行业受疫情冲击，且因一季度为行业传统旺季，降幅较大。

### 创新之处

受疫情影响，线下消费尤其可选类受到较大冲击。滞留在家的消费者们纷纷选择通过到家业务或直播购物等线上场景进行消费。前期在相关领域布局的零售商均得较优异销售数据。

与电商及品牌商相比，线下渠道的线上业务存在布局时间晚、销售规模小的劣势。但线下渠道具备相对忠诚的本地 VIP 客户群“人”储备，以及多年合作积淀而来的品牌商/供应商“货”合作关系，两者成为了线下渠道开展线上业务后发制人的基础。

我们认为更适合渠道的战略选择是立足本地生活，将到家、直播带货等线上性质业务作为新时代渠道变革的工具，以为客户提供优质便利服务为目的，将直播视为与品牌方联动的销售宣传活动，在消费者心中建立线下渠道=高质优价消费场域的形象，把握场景分化趋势下新场景的机遇。

### 投资观点

展望 2020 下半年，考虑到线下客流恢复带来的业绩恢复预期，我们建议投资者关注黄金珠宝及百货的弹性机会，同时关注受益于国企改革的公司。推荐标的：1) 老凤祥：批发模式确定性更强，金价上行背景下经销商囤货意愿有保障。2) 爱婴室：奶粉相对刚需，展店能力较强。3) 家家悦：立足扎实供应链能力，成长确定性强。4) 天虹股份：聚焦超市业务与数字化能力提升，具备疫后业绩反弹潜力。5) 重庆百货：混改落地扫清提效阻碍，长期具备业绩弹性。

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 1、 零售行业：2019 业绩有所改善，一季度体现疫情影响 .....                      | 4  |
| 1.1、 疫情带来 2020 年 1-4 月社消大幅下滑，品类分化明显 .....                | 4  |
| 1.2、 上市公司 2019 营收同增 5%，扣非归母净利润同增 6% .....                | 5  |
| 1.3、 2019 年黄金珠宝利润增速领跑行业，多数龙头公司表现优于所属子行业 .....            | 5  |
| 1.4、 1Q2020 营收同减 20%，归母净利润同减 62% .....                   | 7  |
| 1.5、 1Q2020 超市行业受益必选品景气提升表现一枝独秀，多数可选品龙头公司表现弱于所属子行业 ..... | 7  |
| 2、 营销变革新阶段，线下渠道把握场景分化机会 .....                            | 9  |
| 2.1、 渠道不同天，表现差异明显 .....                                  | 9  |
| 2.2、 疫情加速消费场景分化，到家业务、直播带货推进速度加快 .....                    | 10 |
| 2.3、 线下渠道构建新阶段消费“场”域，把握场景分化机遇 .....                      | 18 |
| 3、 国改或迎催化剂 .....   | 19 |
| 3.1、 疫情冲击下，企业提质增效诉求更加迫切 .....                            | 19 |
| 3.2、 政策支持：“双百企业”国改持续推进，进一步推动制度改革 .....                   | 20 |
| 4、 投资策略及个股推荐 .....                                       | 22 |
| 4.1、 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进 .....                        | 22 |
| 4.2、 爱婴室：推进渠道扩展，强选品能力带来毛利率持续提升 .....                     | 23 |
| 4.3、 家家悦：立足扎实供应链能力，成长确定性强 .....                          | 24 |
| 4.4、 天虹股份：门店主题化，创新能力强 .....                              | 24 |
| 4.5、 重庆百货：混改落地扫清提效阻碍，长期具备业绩弹性 .....                      | 26 |
| 5、 风险提示 .....  | 27 |

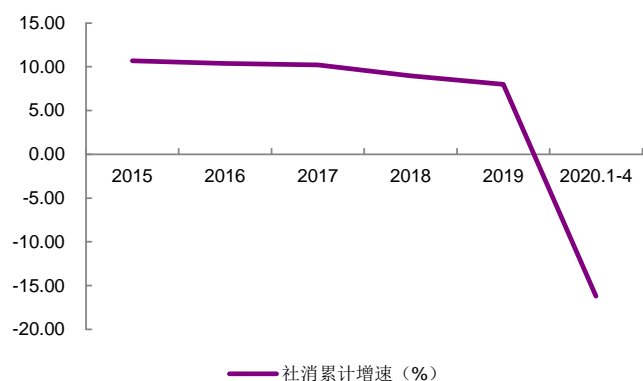
## 1、零售行业：2019 业绩有所改善，一季度体现疫情影响

### 1.1、疫情带来 2020 年 1-4 月社消大幅下滑，品类分化明显

回顾 2019 年全年至 2020 年 4 月行业情况，零售行业的复苏力度趋弱，疫情冲击明显。根据国家统计局发布的数据，2019 年社会消费品零售总额同比增长 8.0%，增速较上年同期下降 0.98 个百分点，限额以上企业商品零售总额同比增长 3.7%，增速较上年同期下降 1.96 个百分点。2020 年以来受疫情影响，社消下滑幅度较大，1-4 月社消同比减少 16.2%。

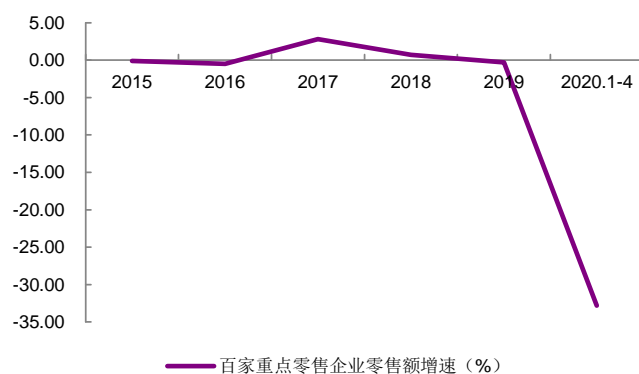
根据中华全国商业信息中心发布的数据，2020 年 1-4 月，全国百家重点零售企业零售额同比降低 32.8%，降幅较上年同期扩大 32.1 个百分点。

图表 1：社会消费品零售总额同比增速



资料来源：Wind

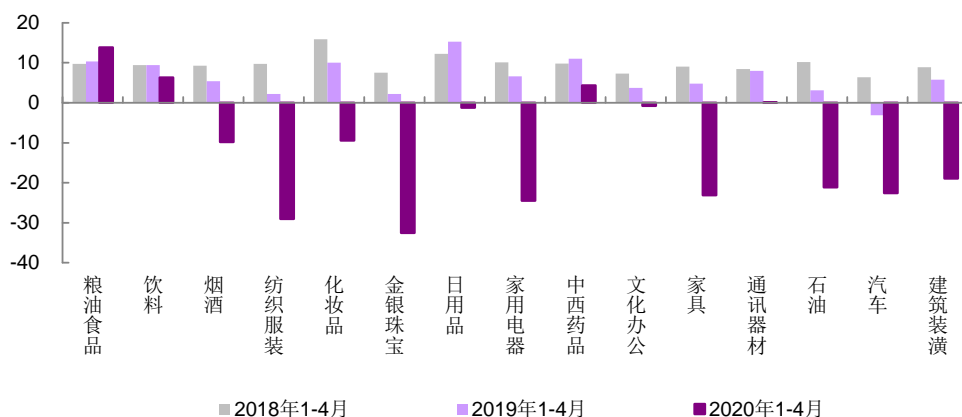
图表 2：百家重点零售企业零售额同比增速



资料来源：Wind

2020 年以来社消各品类表现分化较为明显：必选品仍维持正增长，其中粮油食品 1-4 月同比增长 13.8%，优于 2019（10.3%）及 2018（9.7%）。饮料类同比增长 6.3%。而可选品类 1-4 月销售呈现不同幅度同比降低，其中金银珠宝（-32.5%）、纺织服装（-29%）、汽车（-22.6%）降幅较大。

图表 3：主要品类限额以上企业商品零售额同比增速 (%)



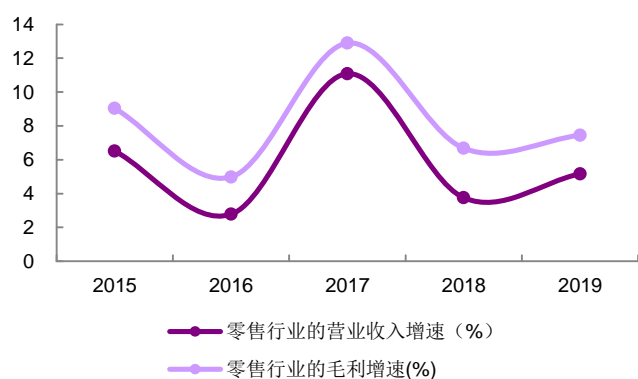
资料来源：Wind

## 1.2、上市公司 2019 营收同增 5%，扣非归母净利润同增 6%

**2019 零售行业营收及扣非归母净利润增速均高于上年。**零售行业主要的 53 家上市公司 2019 年实现营业收入 6444.21 亿元，同比增长 5.17%，增速较 2018 年上升 1.38 个百分点。实现归母净利润 251.14 亿元，同比减少 0.51%。实现扣非归母净利润 201.65 亿元，同比增长 5.70%，增速较 2018 年上升 3.17 个百分点。

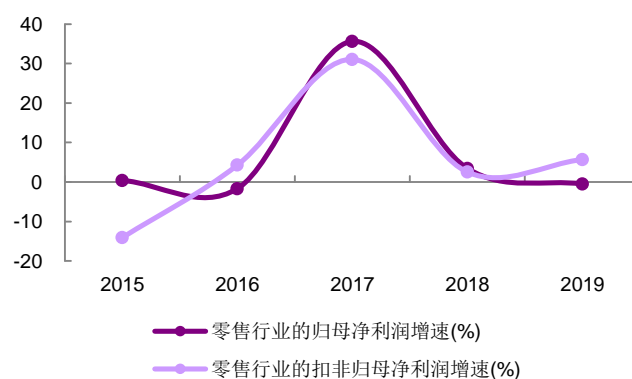
零售行业 2019 年的毛利率为 23.05%，较 2018 年上升 0.49 个百分点，期间费用率为 16.66%，较 2018 年上升 0.28 个百分点。

图表 4：零售行业主要上市公司收入同比增速



资料来源：Wind

图表 5：零售行业主要上市公司归母净利润同比增速

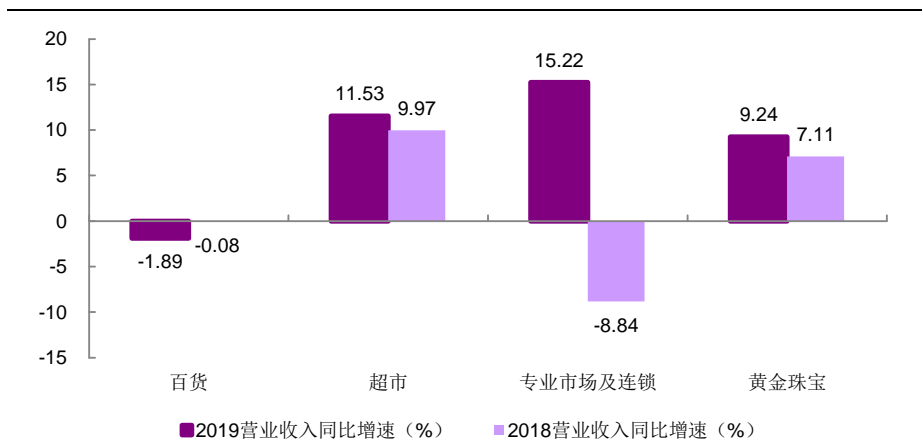


资料来源：Wind

## 1.3、2019 年黄金珠宝利润增速领跑行业，多数龙头公司表现优于所属子行业

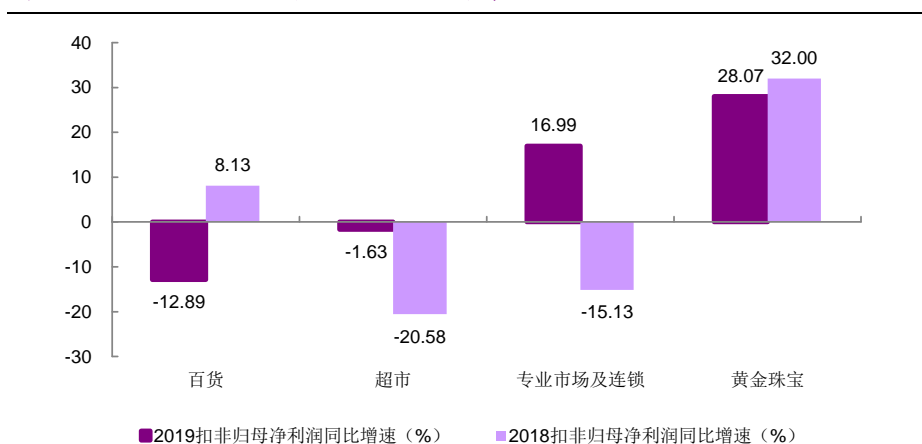
2019 零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收同比增速为 9.24%（整体法，下同），扣非归母净利润同比增速 28.07%，龙头老凤祥营收同比增速为 13.35%，周大生营收同比增速为 11.69%。2) 百货行业营收同比增速为 -1.89%，龙头王府井营收同比增速为 0.29%，天虹股份营收同比增速为 1.33%。3) 超市行业营收同比增速为 11.53%，扣非归母净利润同比增速为 -1.63%，龙头永辉超市营收同比增速为 20.36%，扣非归母净利润同比增速为 18.34%。4) 专业市场及连锁行业的收入同比增速为 15.22%，龙头美凯龙营收同比增速为 15.66%。多数子行业的龙头公司业绩情况好于所属子行业平均水平。

图表 6：零售行业主要细分行业的营业收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 7：零售行业主要子行业扣非归母净利润同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 8：2019 零售行业主要 A 股上市公司经营情况

|    | 证券代码      | 公司简称  | 营业收入<br>(亿元) | 归母净利润<br>(亿元) | 扣非归母<br>净利润<br>(亿元) | 营业收入<br>同比增速<br>(%) | 归母净利润<br>同比增速<br>(%) | 扣非归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 毛利率<br>(%) | 期间费用率<br>(%) |
|----|-----------|-------|--------------|---------------|---------------------|---------------------|----------------------|------------------------|------------|--------------|
| 1  | 002024.SZ | 苏宁易购  | 2692.29      | 98.43         | -57.11              | 9.91                | -26.15               | NA                     | 14.53      | 16.34        |
| 2  | 601933.SH | 永辉超市  | 848.77       | 15.64         | 10.61               | 20.36               | 5.63                 | 18.34                  | 21.56      | 19.02        |
| 3  | 600827.SH | 百联股份  | 504.59       | 9.58          | 8.07                | 4.20                | 9.87                 | 17.44                  | 20.88      | 17.72        |
| 4  | 600612.SH | 老凤祥   | 496.29       | 14.08         | 13.14               | 13.35               | 16.89                | 21.39                  | 8.47       | 3.04         |
| 5  | 600655.sh | 豫园股份  | 429.12       | 32.08         | 27.28               | 26.47               | 5.79                 | 40.74                  | 26.83      | 10.56        |
| 6  | 600729.SH | 重庆百货  | 345.36       | 9.85          | 8.89                | 1.33                | 18.55                | 12.40                  | 18.08      | 13.87        |
| 7  | 600859.SH | 王府井   | 267.89       | 9.61          | 9.20                | 0.29                | -19.98               | -13.65                 | 20.65      | 14.30        |
| 8  | 600694.SH | 大商股份  | 218.88       | 8.93          | 8.32                | -8.29               | -9.56                | -15.48                 | 26.36      | 17.88        |
| 9  | 002251.SZ | 步步高   | 196.61       | 1.73          | 1.18                | 6.87                | 10.18                | 0.46                   | 24.11      | 22.63        |
| 10 | 002419.SZ | 天虹股份  | 193.93       | 8.59          | 7.17                | 1.33                | -4.98                | -9.54                  | 28.56      | 23.00        |
|    | 中位数       | (整体法) |              |               |                     | 5.53                | 5.71                 | 12.40                  | 21.22      | 17.03        |
|    | 平均数       |       |              |               |                     | 7.58                | 0.62                 | 8.01                   | 21.00      | 15.84        |

资料来源：Wind，NA 表示因基数为负等原因无法计算

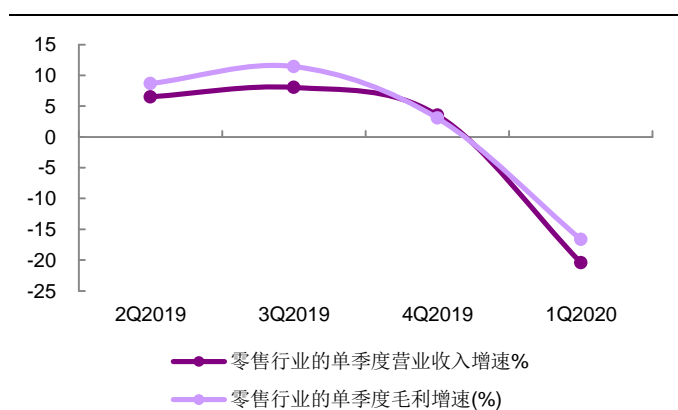


## 1.4、1Q2020 营收同减 20%，归母净利润同减 62%

1Q2020 零售行业的营收因疫情冲击以及百货行业收入准则调整双重影响降幅较大，因口径因素不具备太强参考意义。归母净利润体现行业受疫情冲击，且因一季度为行业传统旺季，降幅较大。零售行业主要的 53 家上市公司 1Q2020 实现营业收入 1371.06 亿元，同比减少 20.42%，而 4Q2019 同比增长 3.53%。实现归母净利润 33.25 亿元，同比减少 61.74%，而 4Q2019 同比增长 7.79%。实现扣非归母净利润 24.34 亿元，同比减少 67.95%，降幅较 4Q2019 扩大 66.71 个百分点。

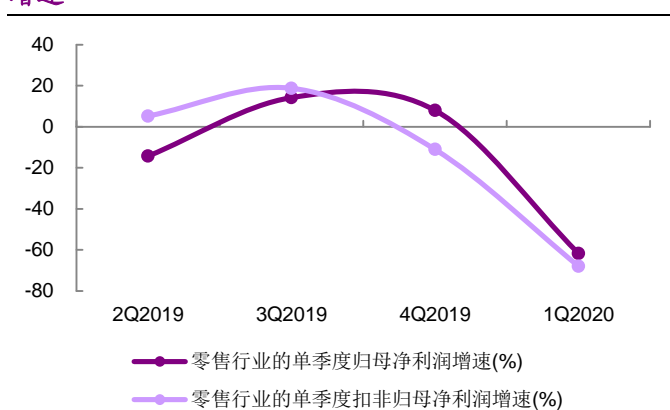
零售行业 1Q2020 的毛利率为 23.18%，较 4Q2019 下降 0.66 个百分点，期间费用率为 19.08%，较 4Q2019 上升 1.77 个百分点。

图表 9：零售行业主要上市公司单季度收入同比增速



资料来源：Wind

图表 10：零售行业主要上市公司单季度归母净利润同比增速

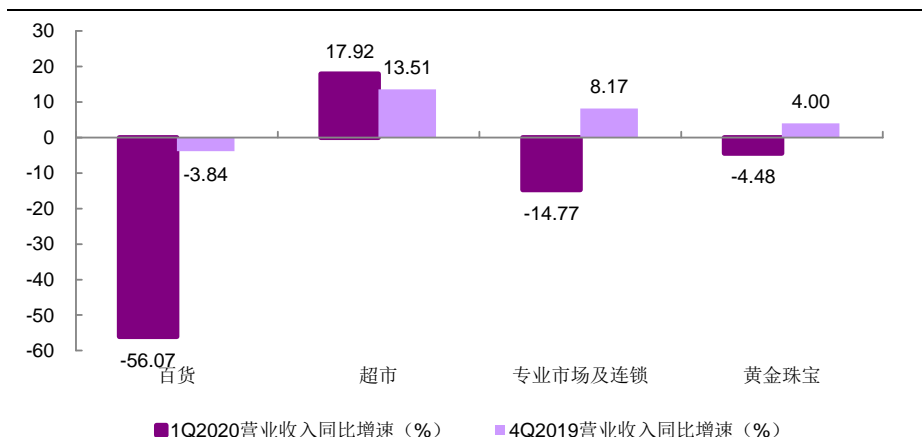


资料来源：Wind

## 1.5、1Q2020 超市行业受益必选品景气提升表现一枝独秀，多数可选品龙头公司表现弱于所属子行业

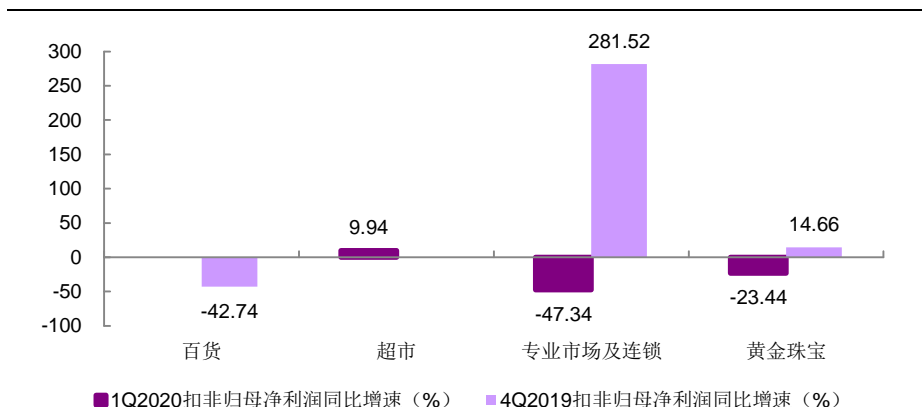
1Q2020 零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收平均同比增速为-4.48%（整体法，下同），扣非归母净利润同比增速为-23.44%。龙头老凤祥营收同比增速为-3.44%，扣非归母净利润同比增速为 10.33%。2) 百货行业营收同比增速为 -56.07%。龙头王府井营收同比增速为-78.79%，天虹股份营收同比增速为 -42.13%。3) 超市行业营收同比增速为 17.92%，扣非归母净利润同比增速为 9.94%。龙头永辉超市营收同比增速为 31.57%，扣非归母净利润同比增速为 28.99%。4) 专业市场经营行业的收入平均同比增速为-14.77%，扣非归母净利润同比增速为-47.34%。龙头美凯龙营收同比增速为-27.69%。

图表 11：零售行业主要细分行业营业收入增速（4Q2019-1Q2020）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 12：零售行业主要细分行业扣非归母净利润增速（4Q2019-1Q2020）



资料来源：Wind，光大证券研究所，

注：超市行业 4Q2019 及百货行业 1Q2020 因扣非归母净利润为负未计算增速

图表 13：1Q2020 零售行业主要 A 股上市公司经营情况

|    | 证券代码      | 公司简称  | 营业收入<br>(亿元) | 归母净利润<br>(亿元) | 扣非归母<br>净利润<br>(亿元) | 营业收入<br>同比增速<br>(%) | 归母净利润<br>同比增速<br>(%) | 扣非归母<br>净利润同比<br>增速(%) | 毛利率<br>(%) | 期间费用率<br>(%) |
|----|-----------|-------|--------------|---------------|---------------------|---------------------|----------------------|------------------------|------------|--------------|
| 1  | 002024.SZ | 苏宁易购  | 578.39       | -5.51         | -5.00               | -7.07               | NA                   | NA                     | 15.69      | 13.73        |
| 2  | 601933.SH | 永辉超市  | 292.57       | 15.68         | 12.90               | 31.57               | 39.47                | 28.99                  | 22.84      | 19.09        |
| 3  | 600827.SH | 百联股份  | 98.36        | 0.27          | -1.35               | -30.94              | -91.93               | NA                     | 22.02      | 14.67        |
| 4  | 600612.SH | 老凤祥   | 144.89       | 3.72          | 3.84                | -3.44               | -0.56                | 10.33                  | 8.17       | 5.13         |
| 5  | 600655.sh | 豫园股份  | 103.03       | 3.25          | 3.64                | 27.10               | -19.10               | 35.81                  | 22.17      | 8.51         |
| 6  | 600729.SH | 重庆百货  | 75.89        | 1.73          | 1.32                | -24.26              | -63.32               | -71.39                 | 17.57      | 12.55        |
| 7  | 600859.SH | 王府井   | 15.20        | -2.02         | -1.36               | -78.79              | NA                   | NA                     | 25.89      | 5.28         |
| 8  | 600694.SH | 大商股份  | 20.68        | 0.54          | 0.30                | -68.18              | -85.96               | -92.01                 | 49.94      | 18.06        |
| 9  | 002251.SZ | 步步高   | 55.16        | 1.00          | 0.85                | -1.83               | -46.21               | -53.58                 | 22.01      | 19.49        |
| 10 | 002419.SZ | 天虹股份  | 29.97        | -0.50         | -1.00               | -42.13              | NA                   | NA                     | 36.67      | 32.65        |
|    | 中位数       | (整体法) |              |               |                     | -15.67              | -46.21               | -21.62                 | 22.10      | 14.20        |
|    | 平均数       |       |              |               |                     | -19.80              | -38.23               | -23.64                 | 24.30      | 14.92        |

资料来源：Wind，NA 表示因基数为负等原因无法计算



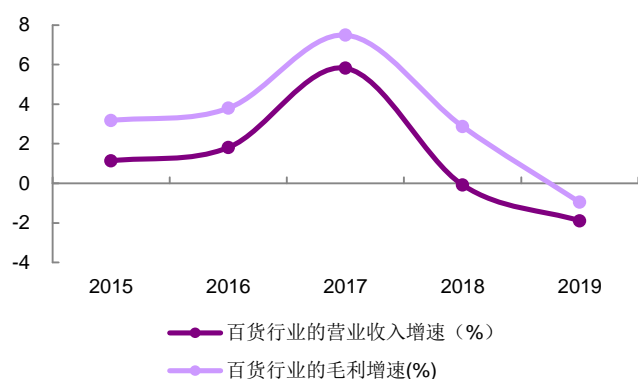
## 2、营销变革新阶段，线下渠道把握场景分化机会

### 2.1、渠道不同天，表现差异明显

近年来各类渠道的表现差异较为明显，呈现渠道不同天现象。即使不考虑一季度疫情影响，线下渠道今年来的收入表现依旧偏弱。

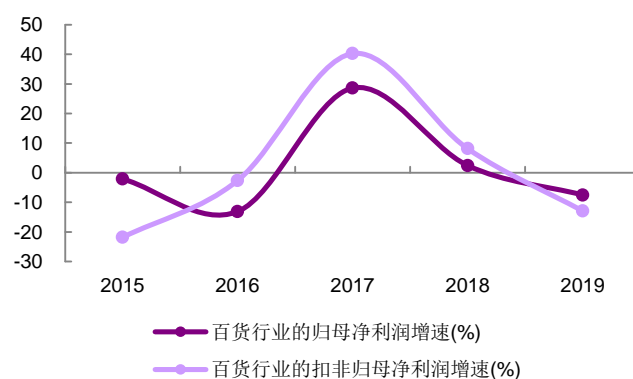
作为传统可选渠道代表的**百货店**纷纷出现整体收入增速及同店增速下滑情况，以百货为主力销售渠道的服装鞋履品牌销售也呈下滑趋势。个别龙头如百丽即使拥有较强的管理能力，受限于渠道弱化大势，增长也较为乏力。

图表 14：百货行业主要上市公司收入同比增速



资料来源：Wind

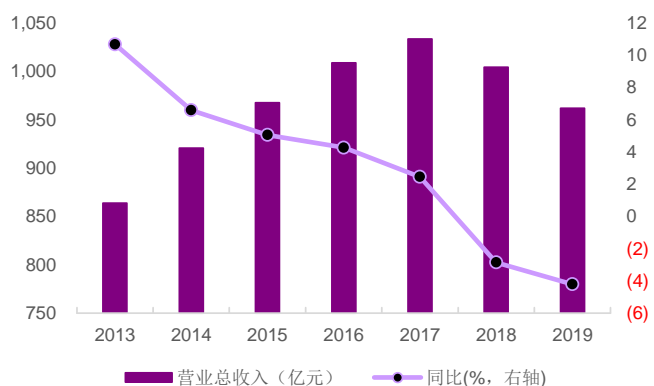
图表 15：百货行业主要上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind

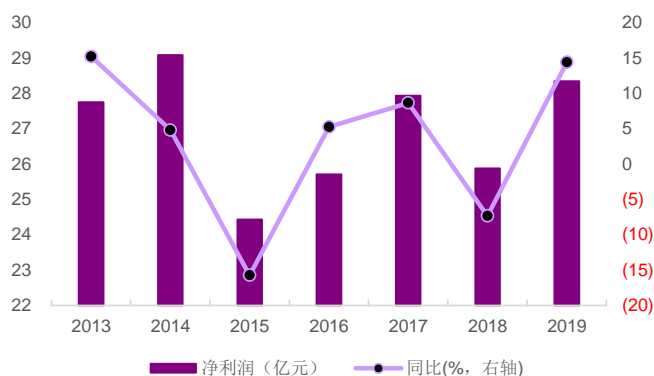
**大卖场**在过去二十年享受了一波增长红利，无论外资的沃尔玛家乐福麦德龙、还是台资的大润发，都交出了持续多年的亮眼业绩。成为其护城河的，是“生鲜+干货+房租”的经营模式，其中周转高损耗高的生鲜负责引流，高毛利的干货贡献盈利，房租则兼具引流与盈利属性。随着电商崛起带来的对标品（干货）的冲击，上述经营模式已被打破，大卖场普遍也陷入经营乏力阶段，收入增速放缓，业绩出现波动。家乐福中国业务最终被苏宁收购，麦德龙中国业务为物美所收购，而高鑫零售（大润发运营方）引入了阿里投资，成为阿里新零售战略的组成部分。

图表 16：高鑫零售营业收入及同比增速



资料来源：Wind

图表 17：高鑫零售净利润及同比增速



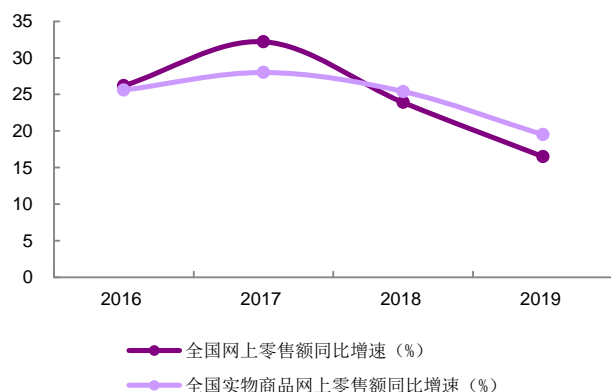
资料来源：Wind

**街边店**是三线及以下城市的常见渠道形态。因电商渗透率低、人情消费比重高、全国连锁渠道下沉成本低等因素综合影响，其经营存在“小富即安”情况，部分品类专业店如零食、美妆、医药零售等业态成长性较高。

**购物中心**是现阶段线下渠道中表现最好，未来最具发展潜力的业态。其经营模式可概括为“四菜”（大卖场+百货店+游戏中心+KTV）“一汤”（餐饮）。购物中心重视服务与体验式业态，在线上冲击下引流能力依然强劲。

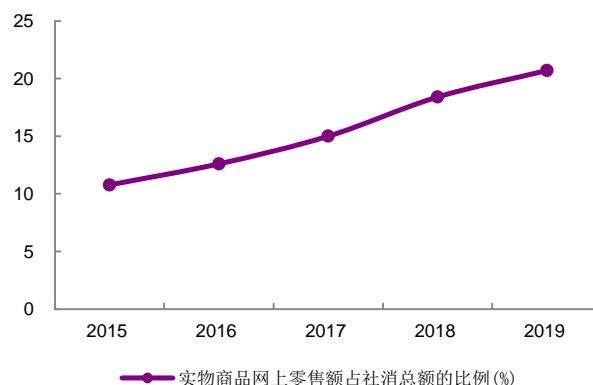
**线上电商**因履约速度、商品质量及服务水平的持续改善等因素，线上销售增长显著高于线下渠道，目前维持了每年15%左右的增速，网上实物消费额已经占到了社消总额的20%，且仍有成长空间。

图表 18：网上零售额及实物商品网上零售额同比增速



资料来源：Wind

图表 19：实物商品网上零售额占社消总额比例



资料来源：Wind

## 2.2、疫情加速消费场景分化，到家业务、直播带货推进速度加快

受疫情影响，线下消费尤其可选类受到较大冲击。滞留在家的消费者们纷纷选择通过到家业务或直播购物等线上场景进行消费。前期在相关领域布局的零售商均得较优异销售数据。

图表 20：永辉超市通过永辉买菜小程序提供到家业务



资料来源：永辉买菜小程序

图表 21：永辉 bravo 联合欧莱雅推出直播带货活动



资料来源：永辉超市公众号

## 2.2.1、到家业务：疫情推动获客，品类及服务保障留客

### 疫情期间到家业务成长迅速

疫情期间各地超市公司肩负保供任务，在维持货源充足前提下通过到家业务满足居民日常饮食购物需求，线上业务单量及销售额实现飞跃式增长。除超市公司外，部分百货公司也展开到家业务拓展销售，利用小程序、公众号、会员社群等方式向顾客展开营销。

随着疫情逐步得到控制，渠道线下客流开始恢复，到家业务销售占比也有所下降，到家业务面临一定顾客留存考验，我们认为龙头零售公司较优秀的线下供应链能力及服务水平是后疫情时期客户留存的保障。

图表 22：2020 年春节至二月期间部分零售公司线上业务表现汇总

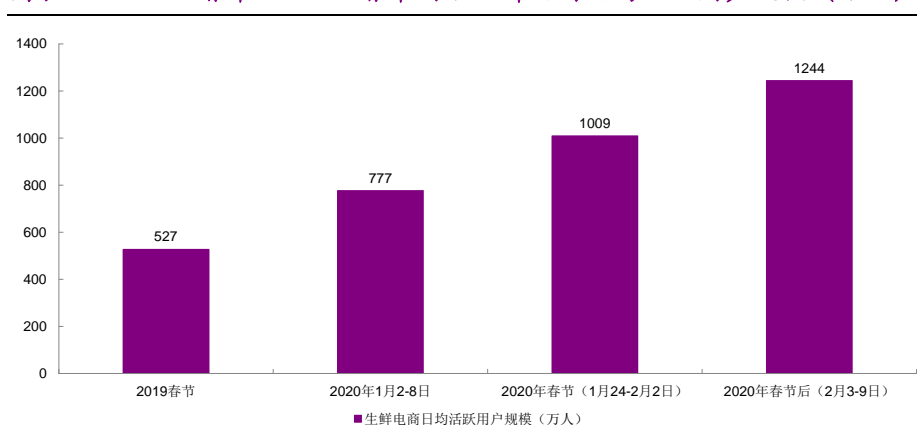
| 公司名称 | 线上业务表现  |
|------|---|
| 天虹股份 | 从 2 月 1 日到 2 月 3 日，天虹百货到家的销售占比达到近 35%。2 月 5 日，天虹超市到家深圳订单近 2 万单，全国订单翻 6 倍，单店最高超 1000 单 |
| 华润万家 | 春节期间，线上总销售额与订单量同比增长约 5 倍。年初一至正月十五期间，苏果日均线上订单量达 2.4 万单，同比增长 165%，日均销售 240 万元，同比增长近 4 倍 |
| 金鹰商贸 | 疫情期间，线上日均业绩超百万，日均访客同比提升 48%，小程序新增用户数达日常 10 倍  |
| 永辉超市 | 2 月 1 日到 10 日，福州区域日均订单量比去年翻了 1.5 倍，日均销售额增加数倍  |
| 联华超市 | 节日期间联华鲸选在杭州地区的线上订单需求急速上升，销售同比增长 3 倍多  |
| 物美   | 多点在春节期间 GMV 同比增长 232.2%，新增注册用户同比增长 236.3%，2020 年 1 月，GMV 超 42 亿元，环比去年 12 月增长 162.2%   |
| 步步高  | 1 月步步高超市销售收入同比增长 43%，线上到家业务环比增长 3 倍，大年初一到初八，线上订单销售占比超 10%                             |

资料来源：联商网

### 生鲜电商用户快速增长，三大难题下前景依旧存疑

2019 年末经营遇冷的生鲜电商也趁此机会觅得“第二春”，据 Questmobile 数据显示，生鲜电商日活用户从 2019 年春节同期 500 万人次左右，至 2020 年春节前后已突破 1000 万人。

图表 23：2019 春节及 2020 春节前后生鲜电商日均活跃用户规模（万人）



资料来源：Questmobile，德勤研究

生鲜电商用户数量的爆发，为后续经营及融资也提供了条件，已具备一定规模的每日优鲜和叮咚买菜在 2020 年都获得了新一轮融资，而聚焦社区团购的十荟团、冷冻 B2B 平台冻品到家等也在 2020 年收获了 A+轮融资。

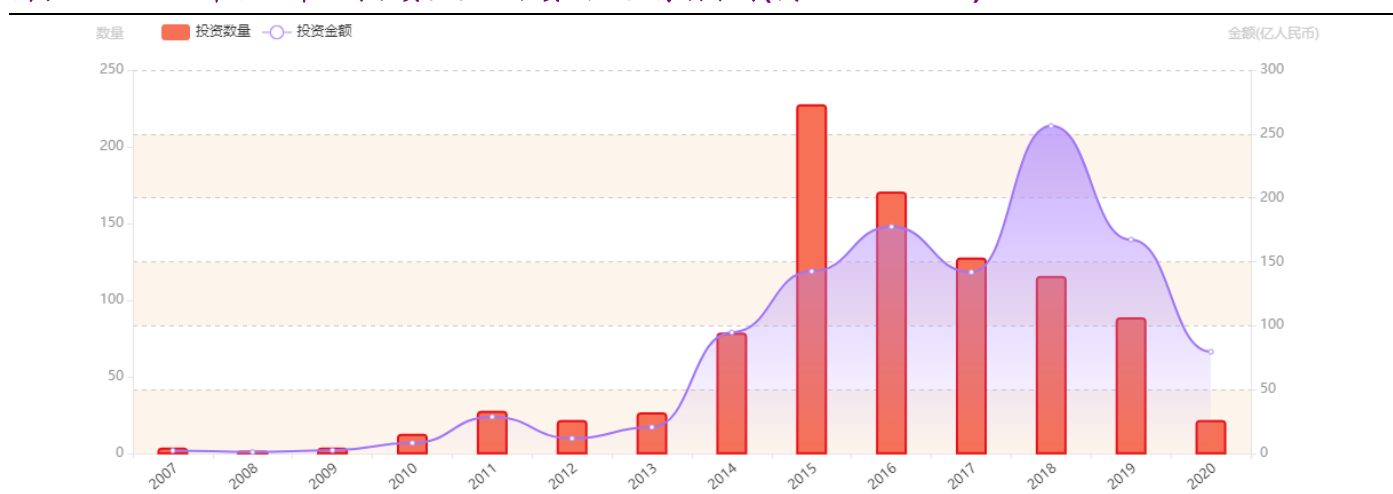
图表 24：2020 年以来部分生鲜电商公司融资情况一览(截至 2020/06/11)

| 时间        | 公司名称     | 行业   | 轮次  | 金额        | 投资方                   | 最新估值(估算)   |
|-----------|----------|------|-----|-----------|-----------------------|------------|
| 2020/5/22 | 每日优鲜     | 电子商务 | E 轮 | 未透露       | 中金资本                  | 208 亿人民币   |
| 2020/5/18 | 龙米家      | 电子商务 | A+轮 | 数千万人民币    | 未透露                   | 2 亿人民币     |
| 2020/5/12 | 叮咚买菜     | 电子商务 | C 轮 | 3 亿美元     | General Atlantic (领投) | 130 亿人民币   |
| 2020/5/11 | 自嗨锅      | 电子商务 | B 轮 | 亿元及以上人民币  | 经纬中国                  | 8 亿人民币     |
| 2020/4/28 | a1 零食研究所 | 电子商务 | B+轮 | 2 亿人民币    | 中金资本 (领投)             | 10 亿人民币    |
|           |          |      |     |           | 今日资本                  |            |
|           |          |      |     |           | ROC                   |            |
| 2020/4/27 | 王饱饱      | 电子商务 | B 轮 | 1 亿人民币    | 黑蚁资本 (领投)             | 5 亿人民币     |
|           |          |      |     |           | 祥峰投资 Vertex           |            |
|           |          |      |     |           | 源码资本                  |            |
|           |          |      |     |           | ...                   |            |
| 2020/4/23 | 懒龙龙      | 电子商务 | A+轮 | 1000 万人民币 | 罡源资本                  | 5000 万人民币  |
| 2020/2/25 | 冻品到家     | 电子商务 | A+轮 | 3500 万人民币 | 梅花创投 (领投)             | 1.75 亿人民币  |
|           |          |      |     |           | 不惑创投                  |            |
|           |          |      |     |           | MFund 魔量基金            |            |
| 2020/2/11 | 易久批      | 电子商务 | D+轮 | 未透露       | 龙珠资本(美团点评产业基金)        | 117 亿人民币   |
|           |          |      |     |           | 源码资本                  |            |
|           |          |      |     |           | 普洛斯 GLP               |            |
|           |          |      |     |           | ...                   |            |
| 2020/1/9  | 十荟团      | 电子商务 | A 轮 | 8830 万美元  | 愉悦资本 (领投)             | 22.96 亿人民币 |
|           |          |      |     |           | 真格基金                  |            |
|           |          |      |     |           | 阿里巴巴                  |            |
|           |          |      |     |           | ...                   |            |
| 2020/1/6  | 食务链      | 电子商务 | B 轮 | 数千万人民币    | 蜂网投资                  | 1.5 亿人民币   |
|           |          |      |     |           | 青桐资本 (财务顾问)           |            |

资料来源：IT 桔子，

注：最新估值截止日均为获得融资日

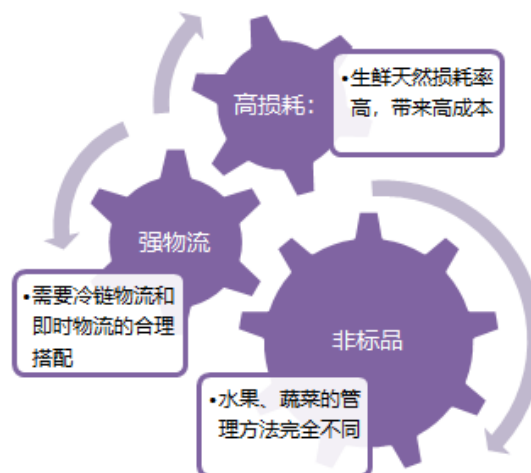
图表 25：2018 年后生鲜电商融资数量及融资额规模持续下滑(截至 2020/06/11)



资料来源：IT 桔子

疫情带来的客流增长及其后的融资恢复虽然缓解了生鲜电商的燃眉之急，但未改变生鲜电商所面对的营运挑战：非标品、强物流、高损耗这三座大山是每一家生鲜电商都需要面临的难题。

图表 26：生鲜电商面临的三大困境



资料来源：光大证券研究所整理

#### 线下渠道布局到家业务补足获客短板，可选到家面临机遇

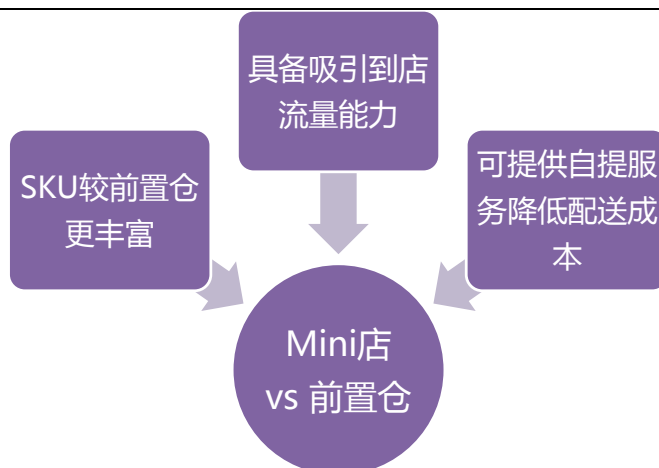
我们在 2020 年年度策略中就探讨过线下场景店与线上前置仓的优劣，场景店相较前置仓的优势主要体现在：

1) SKU 更加丰富，场景店可配置生鲜、鲜食、包装标品等品类，且 SKU 可以和周边大店相联动。前置仓无论是在品类范围还是机动空间上都略显弱势。

2) 具备吸引到店流量能力。针对社区和即时消费市场，到店流量比例相对更高，场景店依然提供了到店消费的场景，而前置仓主要负责配送，不做或不强调线下销售，消费以线上下单为主。

3) 可提供自提服务降低配送成本。前置仓线上配送为主的经营特色导致其配送成本较高，未来实现盈利的难度更大，而场景店可提供自提服务，可拉低配送成本。

图表 27：场景店相对前置仓的竞争优势



资料来源：光大证券研究所整理



对于线下渠道商而言，由于已具备供应商资源及相对成熟的门店 SKU 体系，开展到家业务的主要阻碍在于最后一公里物流成本及自建平台获客成本。在 PC 电商时代，线下渠道商曾尝试以自建电商模式布局线上业务，如大润发（飞牛网）、步步高（云猴网）等。但自营线上平台在资源投入上无法达到电商的高规模，往往沦为人力物力财力的“无底洞”，众多线下渠道开设的电商网站都倒在了新零售的黎明前夜。

时至今日，通过接入第三方平台对获客、履约提供支持，辅以低比例或零比例线上自营，已成为线下渠道商布局含到家业务在内的线上业务的共识。现阶段第三方平台中饿了么、美团流量优势较大，京东到家次之，多点在流量方面优势不强，且仅提供线上平台运维支持，不提供配送。此外在上述第三方平台体系中，除京东外，美团、阿里、物美都拥有自己的商超类项目，不排除平台对自家商超类项目提供更大幅度流量倾斜的风险。

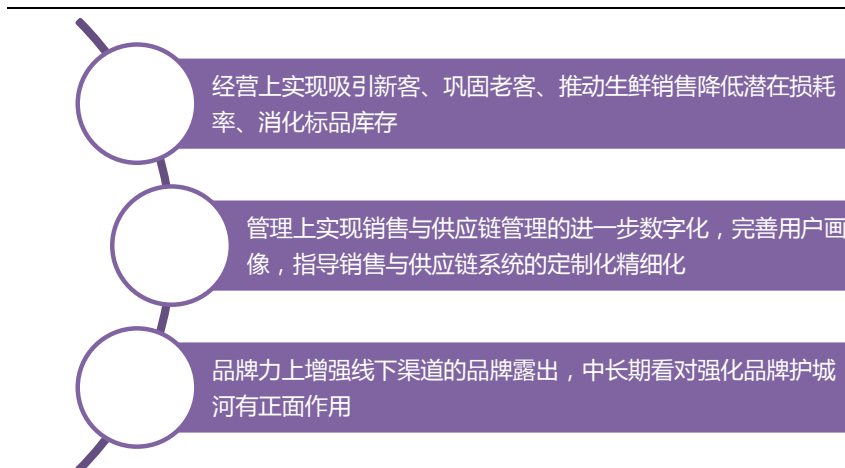
图表 28：主要到家服务第三方平台对比

|            | 美团        | 饿了么            | 京东到家        | 多点      |
|------------|-----------|----------------|-------------|---------|
| 流量来源       | 美团点评 APP  | 饿了么、支付宝、淘宝 APP | 京东到家、京东 APP | 多点 APP  |
| 履约能力       | 美团配送      | 蜂鸟配送           | 达达配送        | 第三方配送平台 |
| 灵活度        | 统一收佣      | 可定制合作、配送方式     | 可定制合作、配送方式  | 可定制合作方式 |
| 开放度        | 仅美团点评 APP | 仅饿了么 APP       | 可多渠道统一管理    | 仅多点 APP |
| 平台体系内商超类项目 | 美团买菜      | 盒马、大润发         | 无           | 物美      |

资料来源：联商网

通过第三方平台补足获客短板并降低相关成本后，线下渠道商可充分发挥自己原有的 SKU 管理优势及供应链优势，与线上到家业务结合，带来三方面利好：1) **经营上**实现吸引新客、巩固老客、推动生鲜销售降低潜在损耗率、消化标品库存；2) **管理上**通过到家业务落地门店，实现销售与供应链管理的进一步数字化，完善用户画像，指导销售与供应链系统的定制化精细化；3) **品牌力上**增强线下渠道的品牌露出，中长期看对强化品牌护城河有正面作用，同时也对渠道商在售前售后环节与顾客的有效交互提出了更高要求。

图表 29：到家业务对线下渠道经营带来三方面利好



资料来源：光大证券研究所整理



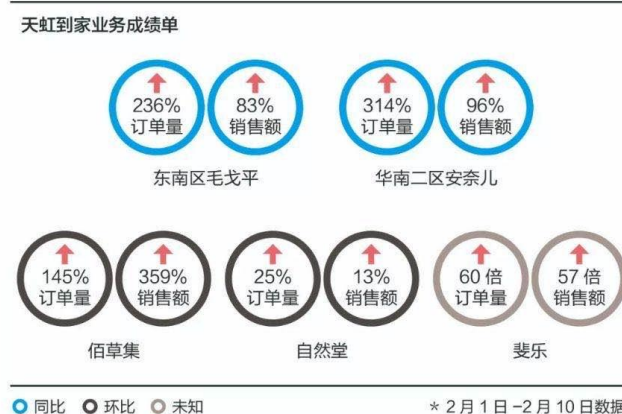
疫情推动了线上获客，但零售企业获客的核心能力仍在于能否满足消费者需求。到家业务的发展迎合了消费者习惯，预计未来将成为到店业务的有效补充。目前必选类到家业务发展趋势较好，但随着 5G、VR 等技术条件的完善，可选类如服装首饰的到家业务也存在井喷潜力。龙头公司如天虹股份已在疫情期间推动了百货到家业务的发展，美妆、运动等品类增长情况良好。

图 30：家乐福 3.27 到家日促销单日销售同增 428%



资料来源：苏宁家乐福公众号

图 31：天虹到家业务部分品牌 2.1-2.10 日销售数据



资料来源：天虹股份公众号

## 2.2.2、直播带货：电商、短视频 APP 为现阶段主要媒介

作为线上营销的重要媒介，直播带货在 2016 年就获得了消费者与电商平台的关注。疫情期间线上比重的增强使直播带货的关注度与成长速度进一步加速。目前短视频 APP 如抖音、快手、B 站以及电商平台如淘宝、京东都加码了直播业务。此外微博、微信等社交软件以自身拥有的庞大用户群和较长的用户使用时间为培育土壤，也布局了直播业务。

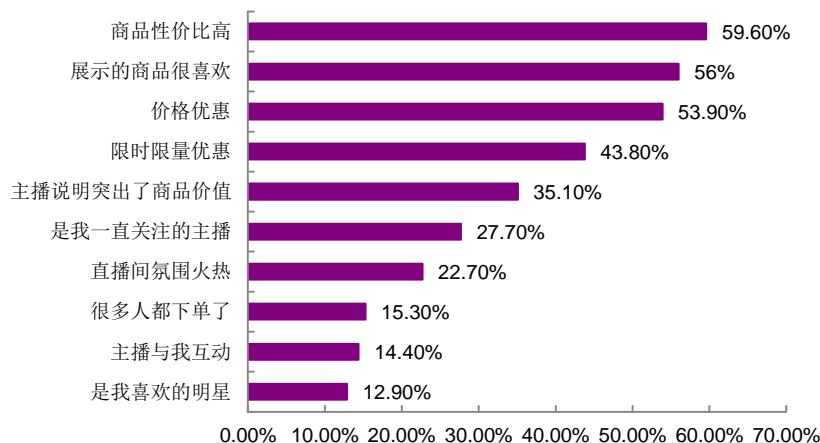
图 32：主要社交平台内容格式及流量模式对比

| 平台名  | 内容格式 |            |           |            |           |            |           | 流量                 |        | 商业化能力 |
|--|------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|--------------------|--------|-------|
|  | 图文   |            | 视频        |            | 音频        | 直播         | 会员+群      | 流量关系               | 获粉困难程度 |       |
|  | 长    | 短          | 中长        | 短          |           |            |           |                    |        |       |
|  微博       | √    | √          | √         | √          | √         | √          | √         | 强关注+推荐机制           | ★★★    | ★★★★  |
|  微信       | √    | √<br>(朋友圈) | √<br>(文内) | √<br>(视频号) | √<br>(文内) | √<br>(小程序) | √<br>(自建) | 图文-关注机制<br>视频-推荐机制 | ★★★★   | ★★★★  |
|  抖音       |      |            | √         | √          |           | √          |           | 推荐机制               | ★★     | ★★★★  |
|  QQ       |      |            |           | √          |           | √          |           | 视频-推荐机制<br>直播-关注机制 | ★★★    | ★★★★  |
|  bilibili | √    | √          | √         | √          | √         | √          | √         | 关注+推荐机制            | ★★★    | ★★    |
|  小红书      | √    | √          | √         | √          |           | √          |           | 关注+推荐机制            | ★★★    | ★★★   |
|  淘宝直播     |      | √          |           | √          |           | √          | √         | 关注+推荐机制            | ★★★★   | ★★★★  |
|  京东直播     | √    | √          |           | √          |           | √          |           | 关注+推荐机制            | ★★★★   | ★★    |

资料来源：艾瑞咨询《2020年中国MCN行业发展研究报告》

和传统渠道相同，直播带货得以高速增长的主要驱动力依然是物美价廉。根据中国消费者协会发布的调查，驱动用户在直播渠道购物的理由中，高性价比、价格优惠、限时优惠的排名靠前。考虑到直播带货的高频、低客单属性，提供足够的折扣水平，在此基础上筛选出优质商品，是直播渠道销售取得增长的主要动力。

图表 33：直播购物的驱动因素

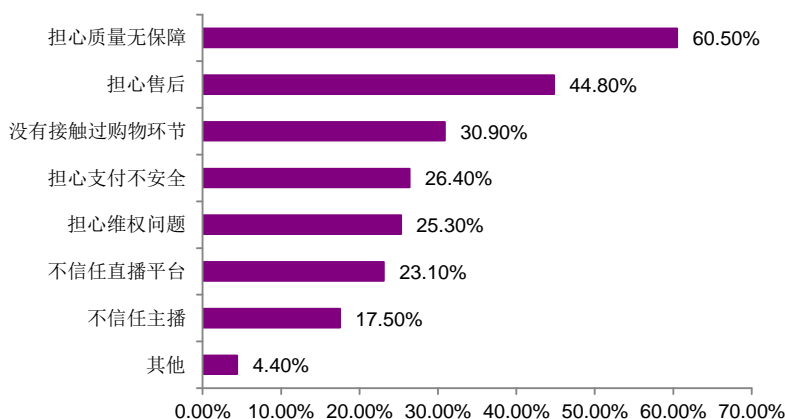


资料来源：中国消费者协会

注：调查结果发布日为 2020/03/31

而在阻碍消费者通过直播带货的因素中，质量及售后占比较高。作为直接对比的传统电商平台在过去的运营经验下打造了较为完善的售后机制和商品/服务质量控制体系，而直播带货，尤其是短视频 APP 自建购物平台在质量控制及售后体系上还存在较多漏洞，尚待后续改进。

图表 34：阻碍消费者通过直播带货的因素



资料来源：中国消费者协会

注：调查结果发布日为 2020/03/31

线下渠道商也嗅到了直播业务背后的品牌露出机会，目前已有众多渠道商展开直播业务，主要通过微信小程序，主播主要分为明星、线下导购两大类，且不乏公司高管亲自下场参与。

图表 35：明星、商场导购、公司高管均加入主播行业



资料来源：联商网

三类带货主播中，商场导购是线下渠道的独有特色与优势。导购在其职业生涯中积累了充足的与顾客交流的经验 and 抓取商品核心卖点的技巧，对于希望在直播中获得价廉物美商品的顾客而言，一位了解顾客了解商品的主播更能促进转化率的提升。今日直播“一哥”李佳琦的爆火，离不开其作为江西天虹商场美妆导购时期积累的销售经验。

线下导购走入直播间，对于线下渠道而言减少了额外招聘及对应的人工相关费用，是提升人效、节约成本的高性价比之选。对于导购而言，登台直播则是自身专业技能得以借助线上平台变现的机遇，有李佳琪等人的珠玉在前，优秀导购参与直播的积极性也水涨船高。若渠道商能及时配套出台合理的员工参与直播的薪酬机制，相信可以鼓励更多员工参与到直播带货中来。

而公司高管参与直播，更多体现了直播的营销宣传作用。明星高管的知名度对于直播平台而言是较好的流量来源，为达到销售效果平台还会给予一定程度上的流量支持，甚至对商品的价格补贴。对于高管而言，一方面流量扶持与补贴支撑的公司产品销售成果难以持续，另一方面高管本身事务繁多，难以将直播常态化。虽然我们看到众多高管参与的直播带货效果喜人，但其营销作用远大于销售作用，投资者大可不必纠结于某场直播的销售数字，而是将重点放在直播对品牌露出度的积极作用上。

图表 36：部分企业高管参与直播时间、场次及效果（截至 2020.5.28）

| 高管          | 首次直播时间   | 直播场次 | 带货金额/成果   |
|-------------|----------|------|-----------|
| 携程董事长梁建章    | 3 月 24 日 | 10   | 3.3 亿     |
| 新希望董事长刘永好   | 4 月 13 日 | 1    | 1500 万    |
| 盒马鲜生 CEO 侯毅 | 4 月 21 日 | 1    | 500 万只小龙虾 |
| 去哪儿网 CEO 陈刚 | 4 月 29 日 | 1    | 1605 万    |
| 京东零售 CEO 徐雷 | 5 月 22 日 | 1    | 26 亿      |

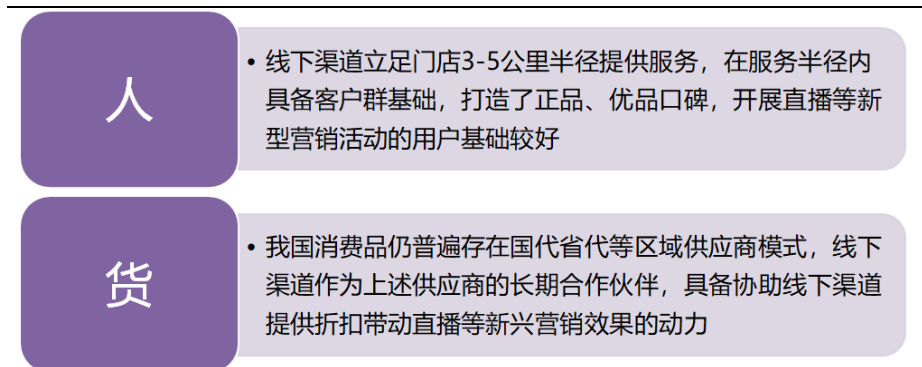
资料来源：36 氪

## 2.3、线下渠道构建新阶段消费“场”域，把握场景分化机遇

### 聚焦人货领域特色，构建新阶段消费“场”域

与电商及品牌商相比，线下渠道的线上业务存在布局时间晚、销售规模小的劣势。但线下渠道具备相对忠诚的本地VIP客户群“人”储备，以及多年合作积淀而来的品牌商/供应商“货”合作关系，两者成为了线下渠道开展线上业务后发制人的基础。

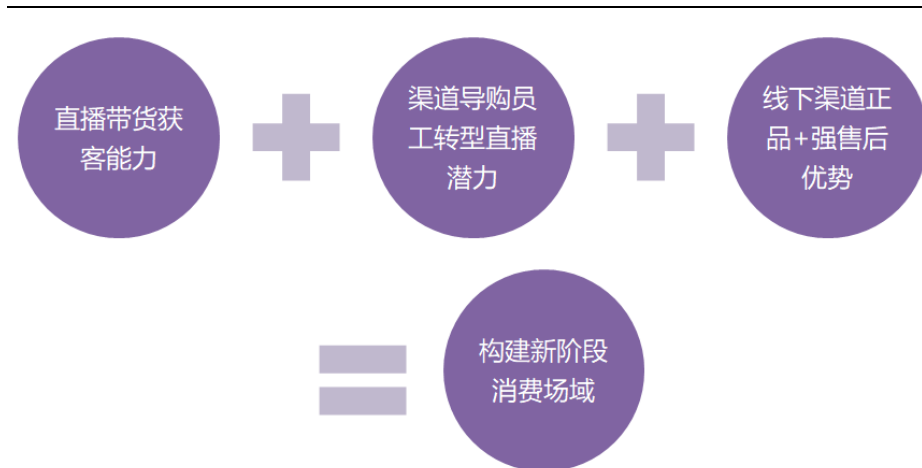
图表 37：线下渠道的“人”、“货”领域特色



资料来源：光大证券研究所整理

我们认为更适合渠道的战略选择是立足本地生活，将到家、直播带货等线上性质业务作为新时代渠道变革的工具，以为客户提供优质便利服务为目的，将直播视为与品牌方联动的销售宣传活动，在消费者心中建立**线下渠道=高质优价消费场域**的形象，把握场景分化趋势下新场景的机遇。

图表 38：线下渠道构建新阶段消费场域



资料来源：光大证券研究所整理

### 各省市利好政策频出，题材性机会加速反弹进程

随着全国范围内疫情逐步受到控制，部分省市纷纷展开了促进消费的政策与活动。如北京市政府于六月启动北京消费季，通过“京彩”“京券”“京品”“京韵”“京味”“京炫”六大板块，覆盖餐饮、购物、文化、旅游、休闲、娱乐、教育、体育、健身、出行等十大领域。



上海市在五月展开了“五五购物节”，据上海市商务委披露，5月支付端大数据监测的全市线下实物消费 1443.6 亿元，基本恢复到去年同期水平。部分企业销售快速增长，如第一八佰伴、新世界大九百货销售额同比分别增长 45%/ 18%，主要商圈客流恢复情况也较为良好。

在“五五购物节”取得一定成果后，上海市于六月启动夜生活节，围绕“夜购、夜食、夜游、夜秀、夜读”等主题，推出 180 余项特色活动。夜生活节受到了众多上海龙头零售企业如百联股份、新天地等的响应，参与企业将通过延时运营、零点活动、夜间折扣等方式参与夜生活节，有望拉动其销售额增长。

图表 39：北京消费节历时 4 个月涉及六大板块



资料来源：北京市商务局

图表 40：上海夜生活节由多个政府部门联合举办



资料来源：浦东发布公众号

各地推出的促消费政策，一方面响应了全国两会提出的扩大内需战略，另一方面也体现了地方政府在疫情逐步受到控制的情况下对消费信心能够迅速回暖的期望。从前期各省市发放消费券、五一各地客流恢复情况以及上海“五五购物节”效果来看，促销费政策对当地消费拉动作用较强。

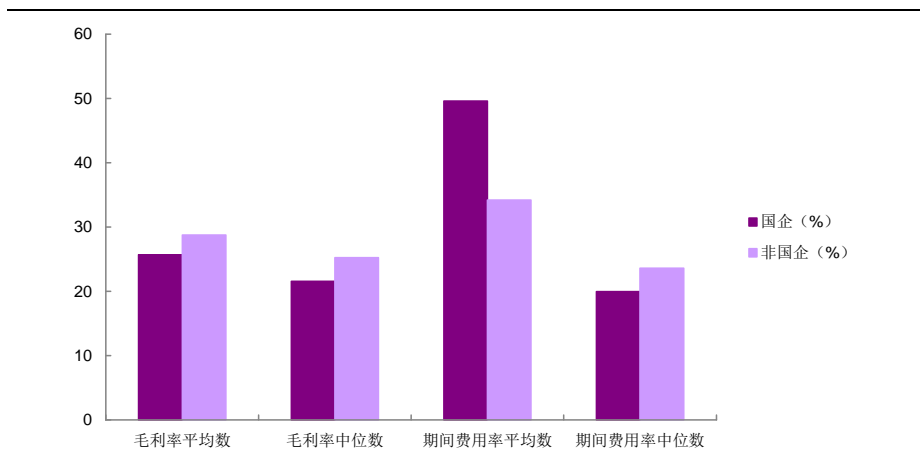
### 3、国改或迎催化剂

#### 3.1、疫情冲击下，企业提质增效诉求更加迫切

疫情冲击下，零售行业尤其可选品类经营业绩收到较大冲击。在业绩压力下，零售企业提质增效诉求更加迫切，原有的国企改革规划或存在提速。

我们选取截至 1Q2020 中信商贸零售指数中的 44 家国企（实控人属性为中央国有企业、国资委、地方政府、地方国资委、地方国有企业）及 60 家非国企（实控人为个人、境外、其他以及无实控人公司）的毛利率及期间费用率对比发现，非国企毛利率无论在均值还是中位数上均高于国企，同时非国企期间费用率均值也低于国企。仅就一季度情况来看，国企零售公司无论盈利能力还是费用控制能力都较非国企更弱，管理改革亟待推进。

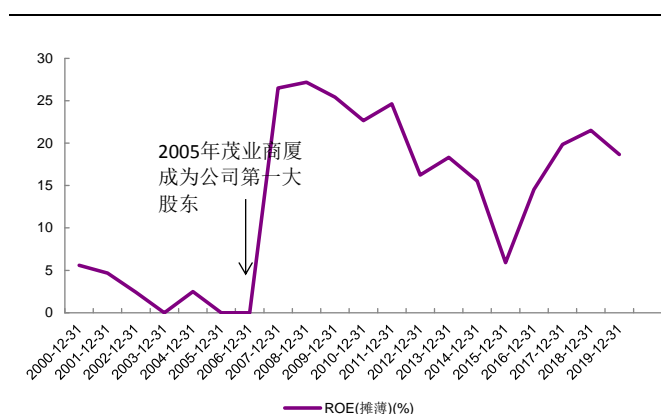
图表 41：1Q2020 中信商贸零售个股国企及非国企毛利率、期间费用率对比



资料来源：Wind

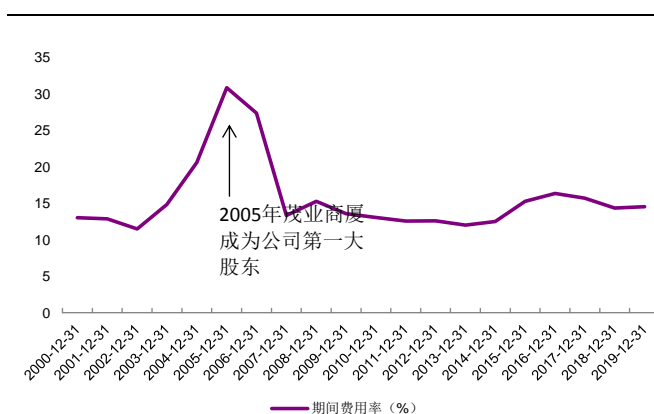
国企改革对零售公司，尤其百货公司而言是一个重要的制度红利，其红利主要体现在费用控制方面。基于各类历史、制度原因，多数国企零售公司在费用控制上很难实现有效治理。加入民企元素，增强费用管控能力，有利于公司业绩释放。如成商集团在 2005 年引入茂业商业为大股东后，短期公司 ROE 及期间费用率均得以改善。

图表 42：茂业商业历史 ROE



资料来源：wind

图表 43：茂业商业历史期间费用率



资料来源：wind

### 3.2、政策支持：“双百企业”国改持续推进，进一步推动制度改革

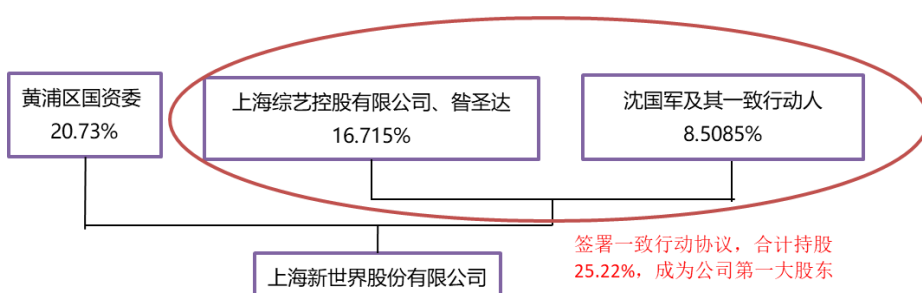
截至 2019 年末，“双百企业”累计改革任务完成率达到 55.14%。41.55% 的“双百企业”在本级层面开展了混合所有制改革，其中非国有资本持股比例超过 1/3 的占 53.49%；62.65% 的“双百企业”在子企业层面开展了混合所有制改革。

2020 年 2 月 7 日，国务院国企改革领导小组印发《“双百企业”推行经理层成员任期制和契约化管理操作指引》和《“双百企业”推行职业经理人制度操作指引》的通知。对国企引入职业经理人的选聘、契约化管理、薪酬等方面提供了指引。同时鼓励未纳入“双百行动”的央企所属各级子企业和地方国有企业参考本操作指引积极推进相关工作。



众多地方国企百货股坐拥所属省市核心地段物业，具备较高物业价值和商业经营改善潜力，因历史原因及相关政策制度未到位等原因未能引入外部资本提升经营管理效率。今年以沈国军谋求上海新世界股权为代表，我们认为民营资本入主地方国企的国改事件会继续浮现，带来题材型机遇。

**图表 44：沈国军通过二级市场持股、签订一致行动协议等方式成为新世界大股东（2020/05/07 公告）**



资料来源：公司公告

前期在股权层面推进不同程度改革的公司，往往会推动管理层层面的改革，或利用市场化机制引入外部人才，或通过各类激励政策实现公司与核心高管的利益绑定。对历史上冗员低效包袱的梳理及整改，是未来经营效率改善的又一基石。

**图表 45：重庆百货混改前部分核心董监高情况**

| 姓名  | 职务      | 任职日期      | 学历 | 出生年份 | 背景                        |
|-----|---------|-----------|----|------|---------------------------|
| 何谦  | 董事长     | 2014/4/21 | 博士 | 1967 | 重庆商社                      |
| 李勇  | 董事、总经理  | 2014/9/9  | 硕士 | 1963 | 重庆商社                      |
| 尹向东 | 董事、副总经理 | 2018/2/8  | 硕士 | 1966 | 重庆商社、代财务总监、马上金融董事长，前任公司董秘 |

资料来源：公司公告

**图表 46：重庆百货混改后部分核心董监高情况（2020/3/27 公告）**

| 姓名  | 职务   | 任职日期      | 学历 | 出生年份 | 背景                        |
|-----|------|-----------|----|------|---------------------------|
| 何谦  | 董事长  | 2014/4/21 | 博士 | 1967 | 重庆商社                      |
| 赵国庆 | 总经理  | 2020/3/27 | 博士 | 1976 | 马上金融创始人，前京东集团首席战略官        |
| 乔红兵 | 副总经理 | 2020/3/27 | 本科 | 1976 | 物美集团副总裁兼多点科技合伙人兼 CIO      |
| 王欢  | 副总经理 | 2020/3/27 | 硕士 | 1974 | 重庆百货大楼股份有限公司百货事业部总经理,党委书记 |

资料来源：公司公告

## 4、投资策略及个股推荐

展望 2020 下半年，考虑到线下客流恢复带来的业绩恢复预期，我们建议投资者关注黄金珠宝及百货的弹性机会，同时关注受益于国企改革的公司。推荐标的：1) 老凤祥：批发模式确定性更强，金价上行背景下经销商囤货意愿有保障。2) 爱婴室：奶粉相对刚需，展店能力较强。3) 家家悦：立足扎实供应链能力，成长确定性强。4) 天虹股份：聚焦超市业务与数字化能力提升，具备疫后业绩反弹潜力。5) 重庆百货：混改落地扫清提效阻碍，长期具备业绩弹性。

图表 47：重点推荐公司的业绩预测与估值指标（2020/06/11）

| 证券代码      | 公司名称 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|-----------|------|--------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
|           |      |        | 20E     | 21E  | 22E  | 20E    | 21E | 22E |      |
| 600612.SH | 老凤祥  | 46.20  | 2.83    | 3.38 | 3.75 | 17     | 14  | 13  | 买入   |
| 603214.SH | 爱婴室  | 31.87  | 1.21    | 1.54 | 1.89 | 26     | 21  | 17  | 买入   |
| 603708.SH | 家家悦  | 39.65  | 0.93    | 1.08 | 1.23 | 43     | 37  | 32  | 增持   |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 9.27   | 0.50    | 0.67 | 0.75 | 19     | 14  | 12  | 买入   |
| 600729.SH | 重庆百货 | 30.39  | 2.24    | 3.05 | 3.44 | 14     | 10  | 9   | 买入   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

### 4.1、老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进

老凤祥股份有限公司是中国黄金珠宝行业龙头企业，品牌、渠道优势明显。公司第一大股东和实际控制人是上海市黄浦区国有资产监督管理委员会，持股 42.09%。截至 1Q2020 公司营销网点数量达到 3891 家（含海外银楼 19 家）。

2019 年实现营业收入 496.29 亿元，同比增长 13.35%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比增长 16.89%；实现扣非归母净利润 13.14 亿元，同比增长 21.39%。

1Q2020 实现营业收入 144.89 亿元，同比减少 3.44%；实现归母净利润 3.72 亿元，同比减少 0.56%；实现扣非归母净利润 3.84 亿元，同比增长 10.33%。

推荐逻辑：1) 龙头地位稳固，黄金产品占比高，受益于避险需求的增长。金价上行趋势下经销商囤货意愿强，业绩存在确定性。2) 国企改革有序推进。核心子公司上海老凤祥有限股权问题已经顺利解决。未来或进一步推动管理层聘任、薪酬市场化。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 2.83/3.38/3.75 元，维持“买入”评级。

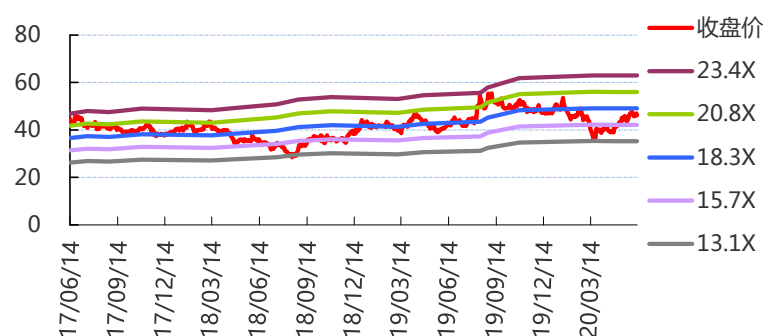
风险提示：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

图表 48：老凤祥业绩预测和估值指标（2020/06/11）

| 指标             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 43,784 | 49,629 | 50,762 | 57,093 | 61,250 |
| 营业收入增长率        | 9.98%  | 13.35% | 2.28%  | 12.47% | 7.28%  |
| 净利润（百万元）       | 1,205  | 1,408  | 1,480  | 1,768  | 1,962  |
| 净利润增长率         | 6.02%  | 16.89% | 5.11%  | 19.48% | 10.93% |
| EPS（元）         | 2.30   | 2.69   | 2.83   | 3.38   | 3.75   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 19.46% | 20.06% | 18.73% | 19.14% | 18.34% |
| P/E            | 20     | 17     | 17     | 14     | 13     |
| P/B            | 4.0    | 3.5    | 3.1    | 2.7    | 2.3    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 49：老凤祥 PE-Band（TTM，截至 2020/06/11）



资料来源：Wind

## 4.2、爱婴室：推进渠道扩展，强选品能力带来毛利率持续提升

公司是一家结合直营门店、电子商务等渠道，主要为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供优质母婴商品及相关服务的专业连锁零售商。经营产品涵盖婴幼儿乳制品、纸制品、喂哺用品、玩具、洗护等品类。公司实控人为以董事长施琼为代表的创始人高管团队，合计持股 40.25%。公司经营范围涉足华东、华南、西南等五个省/自治区，截至 1Q2020 共拥有门店 297 家。

1Q2020 实现营业收入 5.19 亿元，同比减少 4.81%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比减少 50.29%；实现扣非归母净利润-0.01 亿元，而上年同期为 0.14 亿元。

推荐逻辑：1) 推进渠道拓展，跨区经营进展顺利。公司跨区进入华南、西南市场，未来展店空间大。2) 公司选品能力较强，持续为消费者提供畅销品，同时稳步推进奶粉等产品的高端化进程，带来公司整体毛利率的持续提升。3) 19 年 2 月推出股权激励，授予 55 名中高管及员工 212 万股。20-21 年考核目标为以 18 年为基数，净利润增长不低于 44%/70%。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 为 1.21/ 1.54/ 1.89 元的预测，维持“买入”评级。

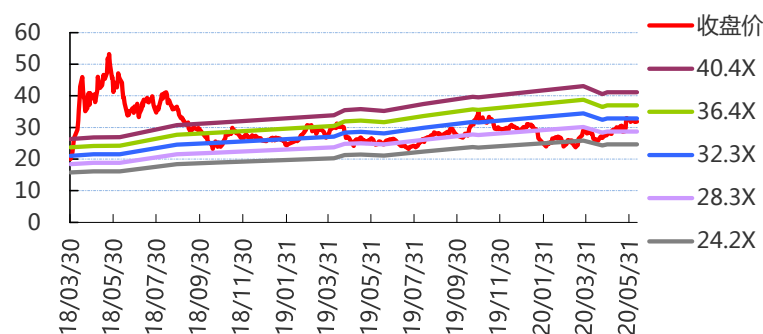
风险提示：跨区经营不达预期，新店拓展速度不达预期。

图表 50：爱婴室业绩预测和估值指标（2020/06/11）

| 指标             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 2,135  | 2,460  | 2,796  | 3,318  | 3,895  |
| 营业收入增长率        | 18.12% | 15.22% | 13.64% | 18.67% | 17.39% |
| 净利润（百万元）       | 120    | 154    | 173    | 220    | 269    |
| 净利润增长率         | 28.23% | 28.55% | 12.46% | 26.92% | 22.36% |
| EPS（元）（摊薄）     | 1.20   | 1.51   | 1.21   | 1.54   | 1.89   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.55% | 15.22% | 15.27% | 16.81% | 17.72% |
| P/E            | 27     | 21     | 26     | 21     | 17     |
| P/B            | 3.6    | 3.2    | 4.0    | 3.5    | 3.0    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 51：爱婴室 PE-Band（TTM，截至 2020/06/11）



资料来源：Wind

### 4.3、家家悦：立足扎实供应链能力，成长确定性强

公司是立足山东省内辐射周边区域，以大卖场和综超为主体，以区域一体化物流为支撑，以发展现代农业生产基地和食品加工产业链为保障，以经营生鲜为特色的全供应链、多业态的综合性零售商。截至 1Q2020 公司拥有各业态门店 825 家。

公司 2019 实现营业收入 152.64 亿元，同比增长 19.9%，实现归母净利润 4.58 亿元，同比增长 6.43%，实现扣非归母净利润 4.37 亿元，同比增长 14.57%。公司 1Q2020 实现营业收入 52.87 亿元，同比增长 38.96%，实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 24.86%，实现扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增长 30.97%。

推荐逻辑：1) 受益生鲜业务景气度提升。公司多年深耕生鲜供应链布局，在生鲜业务景气度提升的大环境下具备一定供应链端优势。2) 内生外延并举，公司在胶东及省内门店仍有加密空间。外延扩张目前以收购兼并为主，风格相对稳健。3) 布局到家业务，在传统门店逐步接入美团服务同时，试水线上线下一体店，线上业务生鲜占比更高，放大公司优势。

我们维持对公司 2020-2022 年 EPS 的预测，分别为 0.93/ 1.08 / 1.23 元，维持“增持”评级。

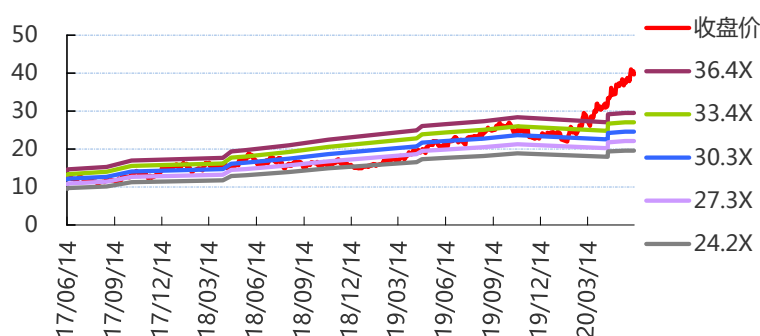
风险提示：经营区域较为集中，租金上涨导致费用增加，收购门店整合效果低于预期

图表 52：家家悦业绩预测和估值指标（2020/06/11）

| 指标             | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 12,731 | 15,264 | 18,708 | 21,429 | 24,196 |
| 营业收入增长率        | 12.36% | 19.90% | 22.56% | 14.55% | 12.91% |
| 净利润（百万元）       | 430    | 458    | 566    | 660    | 751    |
| 净利润增长率         | 38.35% | 6.43%  | 23.71% | 16.61% | 13.75% |
| EPS（元）（摊薄）     | 0.92   | 0.75   | 0.93   | 1.08   | 1.23   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 15.80% | 15.68% | 17.80% | 18.84% | 19.45% |
| P/E            | 43     | 53     | 43     | 37     | 32     |
| P/B            | 6.8    | 8.3    | 7.6    | 6.9    | 6.2    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 53：家家悦 PE-Band（TTM，截至 2020/06/11）



资料来源：Wind

#### 4.4、天虹股份：门店主题化，创新能力强

天虹商场股份有限公司是国内拥有百货商场数量最多的连锁百货企业之一，公司第一大股东是中国航空技术深圳有限公司，持股比例为 43.4%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。近年来，公司将百货商场转型为购物中心，并将购物中心主题化，改善客户体验。另外，公司实施“全渠道”战略，打通线下实体店（购物中心、百货商场）和线上平台（网上天虹、虹领巾 APP）。截至 1Q2020，公司经营购物中心业态门店 27 家（含加盟、管理输出 5 家），百货业态门店 68 家（含加盟、管理输出 3 家），超市业态门店 100 家（含独立超市 19 家），便利店 170 家。

公司 2019 年实现营业收入 193.93 亿元，同比增长 1.33%；实现归母净利润 8.59 亿元，同比减少 4.98%；实现扣非归母净利润 7.17 亿元，同比减少 9.54%。

公司 1Q2020 实现营业收入 29.97 亿元，同比减少 42.13%；实现归母净利润-0.50 亿元；实现扣非归母净利润-1.00 亿元。

推荐逻辑：1) 门店结构调整，盈利能力稳步提升。公司传统百货商场改造后逐步扭亏。近三年新开门店以购物中心为主，培育期较短。2) 积极创新，探索新业态。公司在低线市场具备较丰富的商业综合体运营经验，擅长将低线市场门店打造为区域休闲娱乐中心。3) 预计 2020 年公司业态方面重点推进超市业务发展，有望受益于全年必选品景气度提升。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 的预测至 0.50/ 0.67/ 0.75 元，维持“买入”评级。

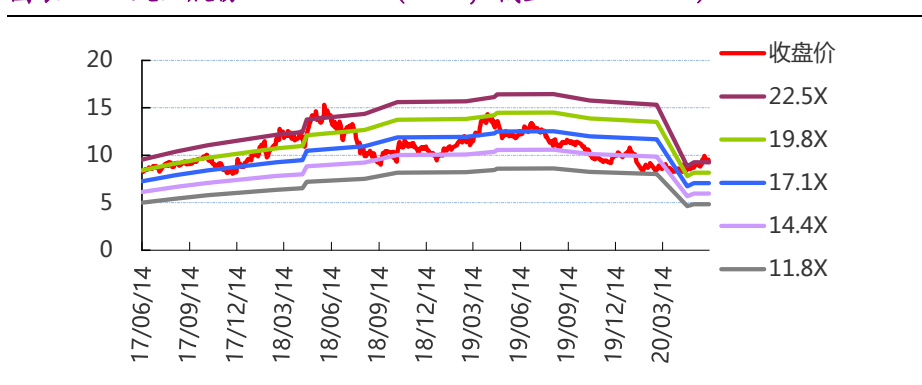
风险提示：部分门店租约到期无法续租，新业态和新店拓展未达预期。

图表 54：天虹股份业绩预测和估值指标（2020/06/11）

| 指标             | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）      | 19,137.95 | 19,392.53 | 13,079.20 | 15,363.97 | 16,731.97 |
| 营业收入增长率        | 3.25%     | 1.33%     | -32.56%   | 17.47%    | 8.90%     |
| 净利润（百万元）       | 904.38    | 859.30    | 598.87    | 806.11    | 897.94    |
| 净利润增长率         | 25.92%    | -4.98%    | -30.31%   | 34.61%    | 11.39%    |
| EPS（元）         | 0.75      | 0.72      | 0.50      | 0.67      | 0.75      |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.77%    | 12.36%    | 8.50%     | 10.68%    | 11.16%    |
| P/E            | 12        | 13        | 19        | 14        | 12        |
| P/B            | 1.7       | 1.6       | 1.6       | 1.5       | 1.4       |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 55：天虹股份 PE-Band（TTM，截至 2020/06/11）



资料来源：Wind

## 4.5、重庆百货：混改落地扫清提效阻碍，长期具备业绩弹性

重庆百货大楼股份有限公司是重庆最早的国有商业企业和第一家商业上市公司。公司已形成含百货、超市、电器、汽贸等多业态经营格局，且培育了电商、消费金融、供应链金融等新兴产业。旗下拥有重百、新世纪百货等驰名商标。截至 1Q2020 公司拥有各业态门店共 309 家，分布重庆、四川、贵州、湖北地区。

公司 2019 实现营业收入 345.36 亿元，同比增长 1.33%；实现归母净利润 9.85 亿元，同比增长 18.55%；实现扣非归母净利润 8.89 亿元，同比增长 12.4%。

公司 1Q202 实现营业收入 75.89 亿元，同比减少 24.26%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比减少 63.32%；实现扣非归母净利润 1.32 亿元，同比减少 71.39%。

推荐逻辑：1) 门店结构调整，盈利能力稳步提升。公司传统百货商场改造后逐步扭亏。近三年新开门店以购物中心为主，培育期较短。 2) 积极



创新，探索新业态。公司在低线市场具备较丰富的商业综合体运营经验，擅长将低线市场门店打造为区域休闲娱乐中心。

考虑到疫情对公司 20 年业绩的冲击，我们下调对公司 20-21 年全面摊薄 EPS 的预测至 2.24/3.05 元（之前为 3.15/3.47/元），新增对 22 年预测 3.44 元。公司混改后具备经营效率提升潜力，维持“买入”评级。

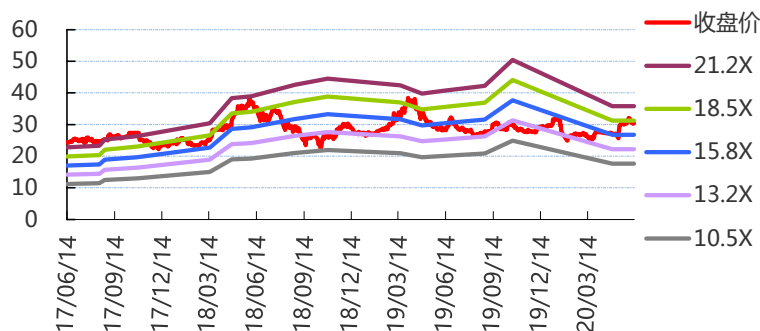
风险提示：部分门店租约到期无法续租，新业态和新店拓展未达预期。

图表 56：重庆百货业绩预测和估值指标（2020/06/11）

| 指标             | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）      | 34,083.88 | 34,535.61 | 30,292.31 | 33,378.30 | 34,469.64 |
| 营业收入增长率        | 3.55%     | 1.33%     | -12.29%   | 10.19%    | 3.27%     |
| 净利润（百万元）       | 831.14    | 985.31    | 910.42    | 1,238.76  | 1,398.16  |
| 净利润增长率         | 37.28%    | 18.55%    | -7.60%    | 36.06%    | 12.87%    |
| EPS（元）         | 2.04      | 2.42      | 2.24      | 3.05      | 3.44      |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 14.94%    | 15.66%    | 13.18%    | 15.76%    | 15.76%    |
| P/E            | 15        | 13        | 14        | 10        | 9         |
| P/B            | 2.2       | 2.0       | 1.8       | 1.6       | 1.4       |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 57：重庆百货 PE-Band（TTM，截至 2020/06/11）



资料来源：Wind

## 5、风险提示

1) **宏观经济增速和居民收入增速未达预期。**宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。

2) **地产后周期影响部分细分行业收入增速。**家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、专业市场经营行业可能受较大负面影响。

3) **渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。**线上线下渠道变革的逐步推广对现有商业模式将造成一定冲击，转型或提出应对举措较慢的公司，在这一变革周期中的经营情况也会受到负面影响。

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明   |
|-----|--|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因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，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

| 上海                                 | 北京  | 深圳                                    |
|------------------------------------|---|---------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号<br>写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦<br>A 座 17 楼 |