

行业研究/专题研究

2020年05月07日

行业评级:

商业贸易 增持(维持)  
零售 II 增持(维持)

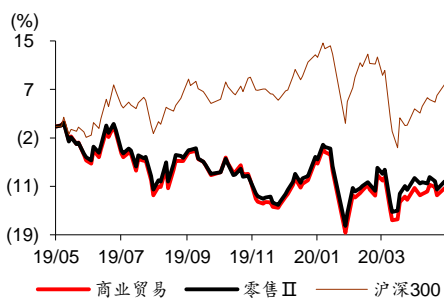
林寰宇 执业证书编号: S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com

张萌 执业证书编号: S0570519090004  
研究员 021-38476072  
zhangmeng016126@htsc.com

相关研究

- 1《商业贸易: 行业周报(第十八周)》2020.05
- 2《永辉超市(601933 SH,买入): 云超主业务实, 有望持续高增》2020.04
- 3《周大生(002867 SZ,买入): 疫情影响短期业绩, 未来恢复可期》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 必选消费稳健, 可选消费复苏可期

## 零售行业 2019 年报及 2020 一季报总结

### 20Q1 受疫情影响行业表现惨淡, 必选消费防御性凸显

19/20Q1, 零售行业(43家样本公司, 下文行业统计口径一致)营收同比变化 4.7%/-15.6%, 扣非后归母净利润同比下降 32.7%/63.2%, 19 年业绩下滑受个别公司大幅亏损影响, 20Q1 疫情冲击下业绩承压。细分看, 20Q1 受疫情影响, 超市防御性凸显, 业绩向好, 线上消费维持正增长, 线下可选消费表现惨淡。考虑到疫情影响逐渐消退, 我们预计长期基本面向好的可选消费龙头有望迎来业绩及估值拐点, 生鲜超市及便利店龙头仍是经济下行期防御性品种。

### 营业收入增长持续放缓, 超市板块景气度高

19/20Q1, 零售行业营收同比变化 4.7%/-15.6%, 增速同比分别下降 6.5/24.6pct。经济下行期行业营收承压, 疫情冲击加剧下滑幅度。分板块看, 子行业分化现象明显, 超市行业是景气度最高的子行业, 营收增速自 17 年以来保持稳步提升趋势, 其余子行业在 20Q1 均明显下滑, 尤其是百货行业。分季度看, 19Q2-20Q1 零售行业单季度营收增速分别为 8.9%/5.9%/-1.9%/-15.6%。预计随着疫情趋缓, 行业营收增速有望渐进式改善。

### 净利润大幅下滑, 未来有望恢复

19/20Q1, 零售行业扣非后归母净利润同比下降 32.7%/63.2%, 增速同比大幅下降。19 年行业业绩下降主要和个别公司大幅亏损有关, 若剔除此影响, 19 年行业业绩增长 6.2%; 20Q1 业绩下滑主要受疫情影响, 行业收入下降, 而部分费用相对刚性。分板块看, 20Q1 超市行业表现亮眼, 扣非后归母净利润同比增长 11.4%, 20Q1 黄金珠宝行业业绩虽下滑 35.9%, 但龙头企业未来仍有渠道扩张拉动, 且金价上涨有望改善终端盈利能力。

### 毛利率较为稳定, 疫情影响下费用率有所提升

19/20Q1, 零售行业平均毛利率为 27.9%/31.9%, 同比分别提升 0.0/2.1pct, 19/20Q1, 零售行业平均销售费用率分别为 12.2%/15.9%, 同比分别提升 0.18/4.74pct; 19/20Q1, 零售行业平均管理费用率分别为 5.2%/7.8%, 同比分别提升 0.44/3.21pct。20Q1 行业毛利率及费用率明显提升主要受百货行业企业会计准则变更影响(适用“新收入准则”), 剔除该影响, 预计新冠疫情影响下, 行业毛利率较为稳定, 费用率有所提升(收入下滑, 费用相对刚性)。

### 营运能力继续下降, 现金流改善

19/20Q1, 零售行业平均总资产周转率分别为 1.02/0.95 次, 延续近年下降趋势。近年来行业不断推进新零售探索及行业整合, 资本开支较多, 但投资见效仍需时日, 拖累了总资产周转率。19/20Q1, 零售行业平均经营性净现金流/营业收入分别为 6.0%/7.1%, 同比分别变化-2.37/0.87pct, 疫情以来上市公司现金流情况仍有改善, 有助于企业渡过难关。

风险提示: 海外疫情蔓延风险; 需求回暖不及预期风险; 债务压力增大风险。

重点推荐

| 股票代码   | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E(倍) |       |       |       |
|--------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|        |      |        |      | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
| 600612 | 老凤祥  | 42.10  | 买入   | 2.69   | 2.83  | 3.33  | 3.69  | 15.65  | 14.88 | 12.64 | 11.41 |
| 002867 | 周大生  | 18.45  | 买入   | 1.36   | 1.43  | 1.73  | 2.01  | 13.57  | 12.90 | 10.66 | 9.18  |
| 601933 | 永辉超市 | 10.17  | 买入   | 0.16   | 0.29  | 0.36  | 0.43  | 63.56  | 35.07 | 28.25 | 23.65 |
| 603708 | 家家悦  | 34.96  | 买入   | 0.75   | 0.92  | 1.09  | 1.26  | 46.61  | 38.00 | 32.07 | 27.75 |

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 前言                          | 3  |
| 零售行业总结：终端持续承压，疫情加剧子行业分化     | 4  |
| 营收增速持续放缓，超市板块景气度高           | 4  |
| 净利润与收入趋势相近，伴随疫情影响减弱有望回升     | 5  |
| 毛利率较为稳定，疫情影响下费用率有所提升        | 6  |
| 资产周转率继续下行，现金流仍存一定压力         | 7  |
| 超市行业：生鲜超市势头正盛，疫情拉动业绩表现      | 9  |
| 行业维持较高景气度                   | 9  |
| 行业稳健增长，中小业态发展趋势明显           | 9  |
| 龙头企业渠道快速扩张                  | 9  |
| 2020Q1 表现亮眼，疫情之下行业防御性凸显     | 10 |
| 营业收入维持快速增长                  | 10 |
| 扣非后归母净利润受资产减值损失影响有所波动       | 11 |
| 毛利率稳中有升，销售+管理费用率大致平稳        | 11 |
| 营运能力下降，现金流有所改善              | 12 |
| 黄金珠宝行业：一季度承压，后续恢复可期         | 13 |
| 集中度提升趋势持续，金价上涨有助于改善盈利能力     | 13 |
| 长期看黄金珠宝消费有望稳健增长，龙头企业集中度逐渐提升 | 13 |
| 金价上涨缓解加盟渠道库存压力，有助于改善终端盈利能力  | 14 |
| 2020Q1 终端承压，龙头企业仍有扩张趋势      | 14 |
| 疫情冲击下营收增速下滑                 | 14 |
| 扣非后归母净利润阶段性承压               | 15 |
| 金价上涨驱动毛利率提升，费用支出较为刚性        | 15 |
| 营运能力略有下降，现金流较为健康            | 16 |
| 百货行业：行业仍在调整，未来有望底部反弹        | 17 |
| 疫情短期冲击明显，政策或助力行业复苏          | 17 |
| 2020Q1 业绩至暗时刻，边际改善可期        | 17 |
| 营收增速仍处于底部，疫情冲击加大行业压力        | 17 |
| 扣非后归母净利润阶段性承压               | 17 |
| 会计准则变更影响，毛利率及费用率提升          | 18 |
| 营运能力&现金流                    | 19 |
| 电商行业：零售线上化，社交电商崛起           | 20 |
| 零售线上化趋势明显，2020Q1 电商行业表现稳健   | 20 |
| 电商/短视频平台大力发展直播电商            | 20 |
| 深度融合供应链，C2M 模式释放上游优质产能      | 22 |
| 投资建议：把握必选消费趋势，关注可选拐点机会      | 25 |
| 风险提示                        | 25 |

## 前言

A 股 2019 年年报及 2020 年一季报披露完毕，我们选择 43 家零售企业作为观测样本，对零售行业 2019 年与 2020Q1 经营情况做总结性分析。除了整体的统计分析之外，我们还对细分行业进行财务指标对比分析，我们将样本公司分为百货（11 家）、超市（9 家）、黄金珠宝（6 家）、专业市场（5 家）、多元化零售（7 家）、专业连锁（5 家）6 个子行业。

因为部分零售公司差异化显著，经营波动性较大，我们对相关样本数据进行追溯调整，剔除修正部分异常值或与主业经营不相关数据，但考虑到样本数量有限，尽量控制主观调整数量，尽可能保证数据的客观性。

图表1：重点样本公司名单

| 细分行业   | 代码        | 公司    | 细分行业  | 代码        | 公司   |
|--------|-----------|-------|-------|-----------|------|
| 百货行业   | 000417.SZ | 合肥百货  | 超市行业  | 000759.SZ | 中百集团 |
|        | 000501.SZ | 鄂武商 A |       | 002251.SZ | 步步高  |
|        | 002277.SZ | 友阿股份  |       | 002264.SZ | 新华都  |
|        | 002419.SZ | 天虹股份  |       | 002697.SZ | 红旗连锁 |
|        | 600628.SH | 新世界   |       | 600361.SH | 华联综超 |
|        | 600682.SH | 南京新百  |       | 601116.SH | 三江购物 |
|        | 600723.SH | 首商股份  |       | 601933.SH | 永辉超市 |
|        | 600828.SH | 茂业商业  |       | 603031.SH | 安德利  |
|        | 600729.SH | 重庆百货  |       | 603708.SH | 家家悦  |
|        | 600859.SH | 王府井   | 多元化零售 | 002640.SZ | 跨境通  |
|        | 603123.SH | 翠微股份  |       | 600827.SH | 百联股份 |
| 黄金珠宝行业 | 002345.SZ | 潮宏基   |       | 601366.SH | 利群股份 |
|        | 002574.SZ | 明牌珠宝  |       | 600785.SH | 新华百货 |
|        | 002867.SZ | 周大生   |       | 600694.SH | 大商股份 |
|        | 600612.SH | 老凤祥   |       | 600697.SH | 欧亚集团 |
|        | 600655.SH | 豫园股份  | 专业连锁  | 600858.SH | 银座股份 |
| 专业市场行业 | 603900.SH | 莱绅通灵  |       | 002024.SZ | 苏宁易购 |
|        | 002344.SZ | 海宁皮城  |       | 002127.SZ | 南极电商 |
|        | 002818.SZ | 富森美   |       | 300755.SZ | 华致酒行 |
|        | 600415.SH | 小商品城  |       | 600122.SH | 宏图高科 |
|        | 600738.SH | 兰州民百  |       | 603214.SH | 爱婴室  |
|        | 601828.SH | 美凯龙   |       |           |      |

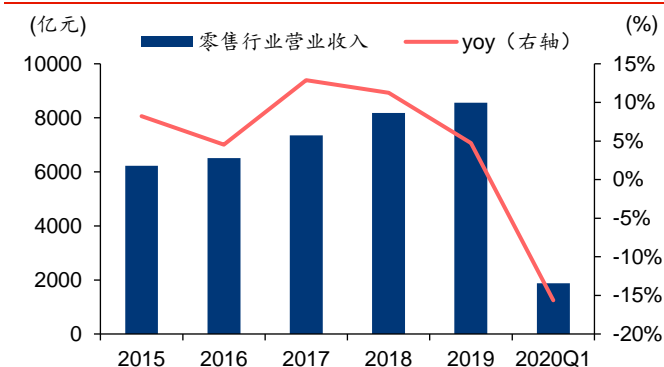
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 零售行业总结：终端持续承压，疫情加剧子行业分化 营收增速持续放缓，超市板块景气度高

零售行业收入增速自 2017 起持续下降。2016H2 零售行业景气度开始回升，并持续至 2018 年初，后伴随着国内经济增速放缓、国际形势波动，零售终端景气度转而下行，行业收入端再次面临增长压力。2019 年零售行业（43 家样本公司，下文行业统计口径一致）实现营业收入 8,561.0 亿元，同比增长 4.7%，增速相较 2018 年的 11.2% 下降了 6.5pct。新冠疫情冲击下，2020Q1 零售业收入实现负增长。2020Q1 零售行业实现营业收入 1,879.3 亿元，同比下滑 15.6%，相较 2019 同期（实现营业收入 2,227.9 亿元，同比增长 9.0%）下滑趋势明显。

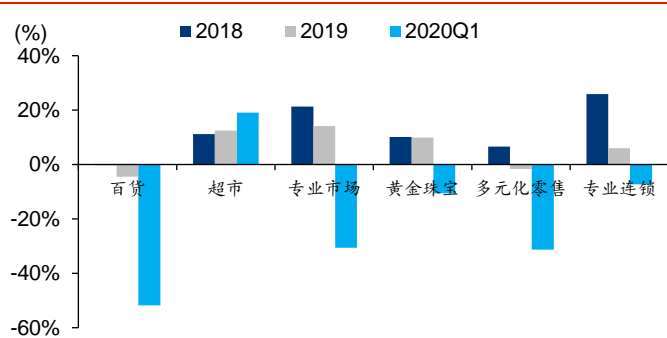
横向比较，零售子行业间销售分化现象明显，其中超市板块景气度最高。2019 年，超市板块是零售业中景气度最高的板块，营收增速自 2018 年至今保持稳步提升趋势；而百货、专业市场、多元化零售、专业连锁营收增速较 2018 年有明显下降；黄金珠宝行业尽管金价上涨，但经济承压背景下黄金珠宝消费同样承受一定压力，2019 营收同比增速相较 2018 年有小幅下降。2020Q1 疫情冲击背景下，超市板块因其必选消费属性，优势得到凸显，营收同比增长 19.1%；其余板块均呈负增长。

图表2：零售行业营收及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

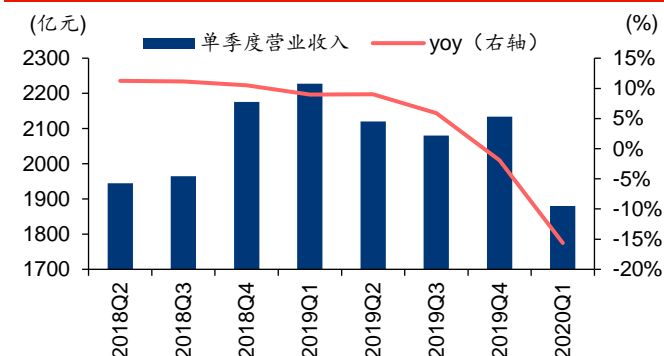
图表3：零售子行业营收增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

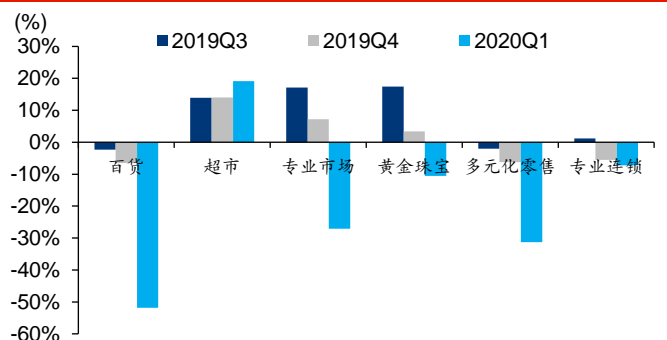
分季度来看，2018Q3 以来零售行业收入增速开始放缓（2019Q1、Q2 收入增速基本持平），2019Q4 进入负增长阶段。2018Q1-2020Q1 零售行业单季度营收增速分别为 11.05%、11.24%、11.15%、10.48%、8.98%、8.99%、5.90%、-1.92%、-15.63%。通过对子行业进行拆解，2018Q3 超市、专业市场、多元化零售收入增速环比改善，但百货、黄金珠宝、专业连锁收入增速环比均有一定幅度下滑，子行业分化表现叠加，造成 2018Q3 出现收入增速拐点。2019Q4，百货、多元化零售、专业连锁子行业收入增速分别为-6.54%、-6.25%、-5.51%，拖累零售行业进入负增长阶段。

图表4：零售行业营收及增速（分季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：零售子行业营收增速对比（分季度）



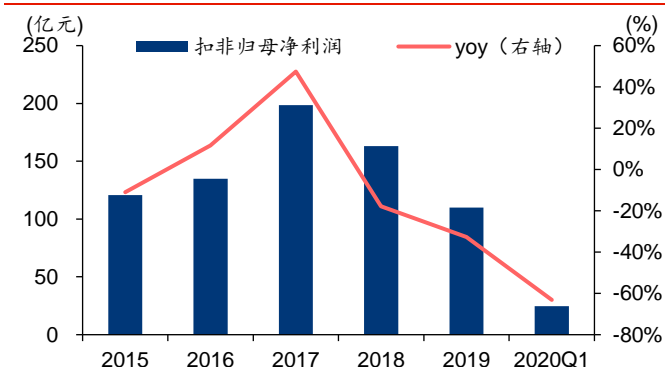
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 净利润与收入趋势相近，伴随疫情影响减弱有望回升

2019 年零售行业实现扣非归母净利润 109.9 亿元，同比下滑 32.7%，相较 2018 年下滑的 17.8%，下滑幅度扩大了 14.9pct。2019 年零售行业的扣非归母净利润下滑幅度相较收入更大，其中受苏宁易购扣非归母净利润大幅下滑拖累明显（2018、2019 年扣非归母净利润亏损 3.6、57.1 亿元）。2020Q1，受疫情冲击，零售行业扣非归母净利润继续大幅下滑。

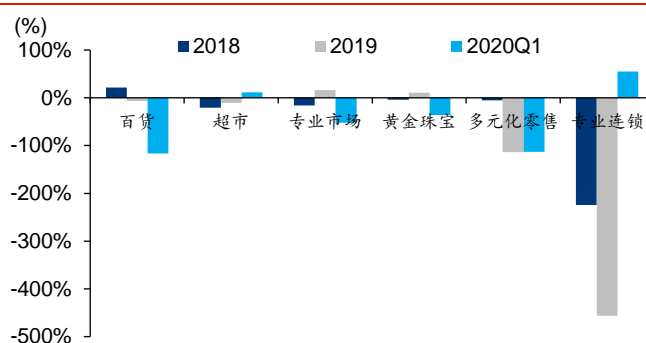
横向综合比较，超市板块表现较优。2019 年，在所有子行业中，专业市场、黄金珠宝的表现较好，扣非归母净利润分别同比增长 16.4%、11.1%，但专业市场表现不稳定，主要系小商品城公司业绩因房地产销售不稳定波动较大所致。2020Q1，超市板块表现亮眼，同比增长 11.4%，专业连锁板块也有改善，扣非归母净亏损收窄 63.2%。刨除部分公司业绩波动影响，超市板块表现较优。

图表6：零售行业扣非归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

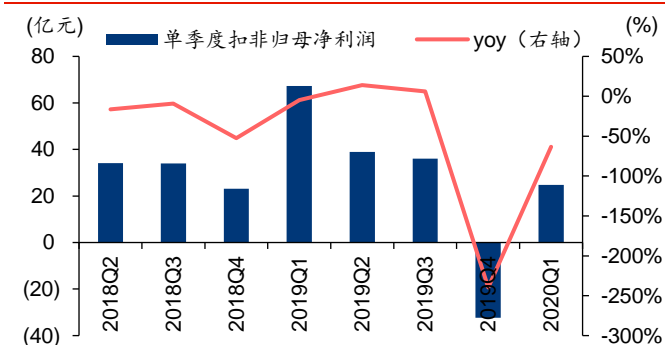
图表7：零售子行业扣非归母净利润增速对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

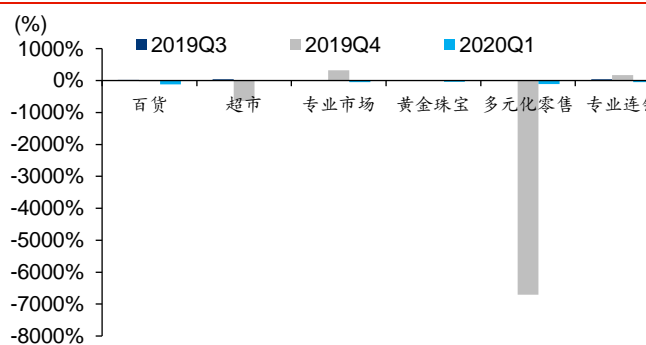
分季度看，2019Q4 因部分公司业绩大幅波动，零售行业扣非归母净利润由正转负。2019Q4，零售行业扣非归母净利润同比下滑 239.7%，主要部分公司如宏图高科、跨境通大幅亏损所致。

图表8：零售行业扣非归母净利润及增速（分季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：零售子行业扣非归母净利润增速对比（分季度）



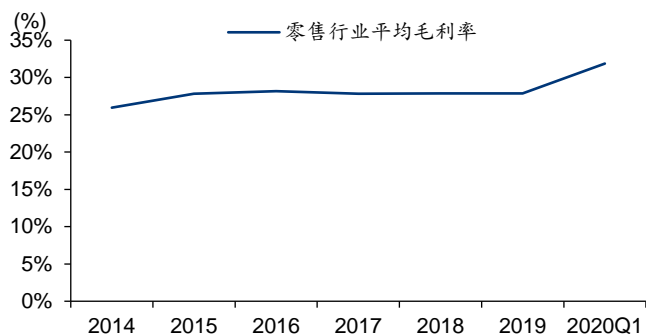
资料来源：Wind，华泰证券研究所



### 毛利率较为稳定，疫情影响下费用率有所提升

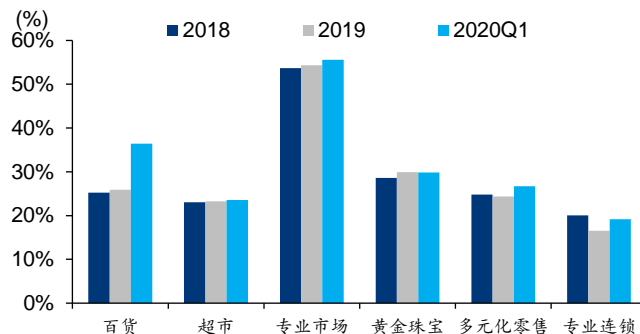
行业毛利率基本保持稳定。2019 年，零售行业平均毛利率为 27.9%，与 2018 年持平。分行业来看，2019 年百货、超市、专业市场、黄金珠宝毛利率相较 2018 年均有所提升，提升幅度为 0.64pct、0.24pct、0.72pct、1.33pct。2020Q1，零售行业整体毛利率为 31.9%，较 2019Q1 有 2.1pct 的提升。其中专业市场子行业中海宁皮城、小商品城业务存在一定波动，导致毛利率变化较大，2020Q1 毛利率同比下降 3.35pct。我们认为 2020Q1 行业整体毛利率提升主要受百货行业会计收入准则变更影响，剔除该影响，预计新冠疫情影响下，行业毛利率较为稳定。

图表10：零售行业毛利率（算数平均）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：零售子行业毛利率对比（算数平均）



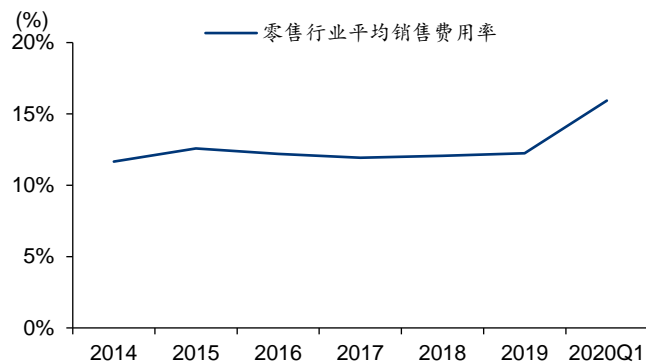
资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年，零售行业平均销售费用率为 12.2%，相较 2018 年增加 0.18pct，行业销售费用率整体表现较为稳健。2019 年较 2018 年，多元化零售、专业连锁子行业销售费用率呈略有下降态势；黄金珠宝、百货、专业市场销售费用率有所提升；超市子行业销售费用率基本持平。

2019 年，零售行业平均管理费用率为 5.2%，相较 2018 年增加 0.44pct，行业管理费用率整体略有提升。2019 年较 2018 年，百货、多元化零售、专业连锁子行业管理费用出现提升趋势，分别增长 1.27pct、0.47pct、0.75pct；超市与黄金珠宝子行业管理费用率基本持平；专业市场子行业有 0.44pct 的下降。

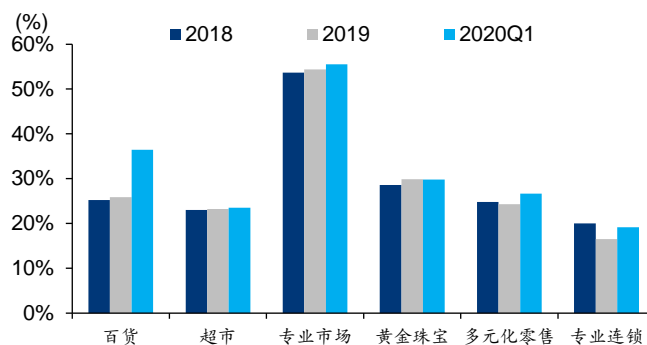
2020Q1，零售行业因疫情影响，销售费用率与管理费用率同比均有明显提升。行业整体销售费用率同比增长 4.74pct 至 15.9%，管理费用率同比增长 3.21pct 至 7.8%，子行业销售/管理费用率与零售行业整体变化方向保持一致。此外，百货行业费用率的提升与会计收入准则调整（联营企业 2020 起按销售分成而非全额计收入，收入降低拉高费用率）也有一定关联。

图表12: 零售行业平均销售费用率(算数平均)



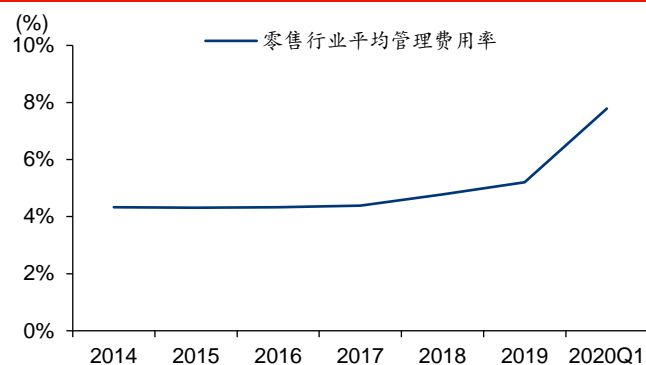
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 零售子行业销售费用率对比(算数平均)



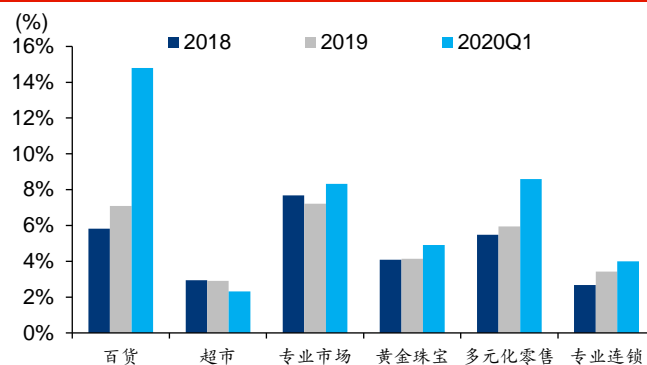
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 零售行业平均管理费用率(算数平均)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 零售子行业管理费用率对比(算数平均)

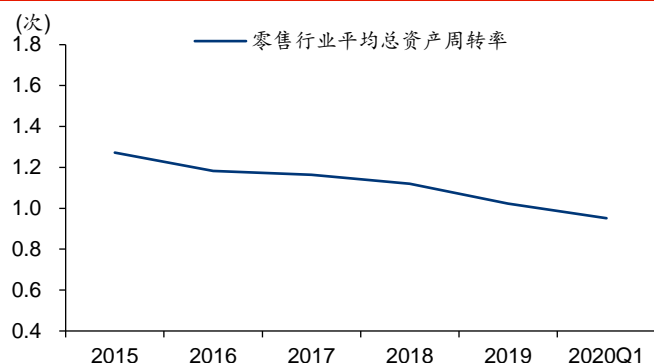


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 资产周转率继续下行, 现金流仍存一定压力

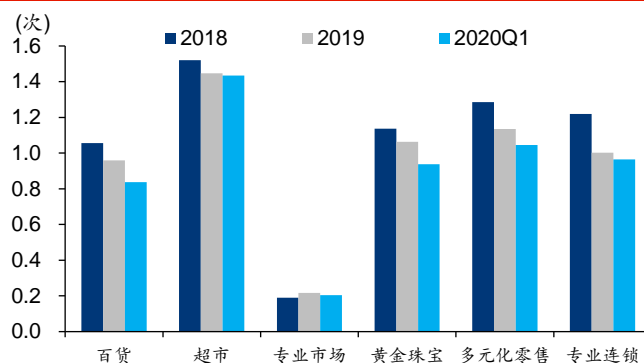
2019 年, 零售行业平均总资产周转率为 1.02 次, 相较 2018 年下降 0.10 次, 延续下行趋势。近年零售行业不断转型升级, 尤其是线下传统渠道一方面受互联网冲击, 另一方面面临线下流量重构问题。传统零售开始积极探索新零售建设、加速线下渠道布局, 这使得行业资本开支相对较多, 拖累行业整体的总资产周转率。2020Q1, 零售行业总资产周转率(TTM)进一步下降至 0.95, 相较 2019 年同期减少了 0.11 次。但积极的是受新冠疫情影响, 群众消费由线下向线上加速转移, 伴随疫情影响减弱、线上消费需求持续释放, 零售行业整体的资产营运能力有望得到修复。

图表16: 零售行业平均总资产周转率 (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

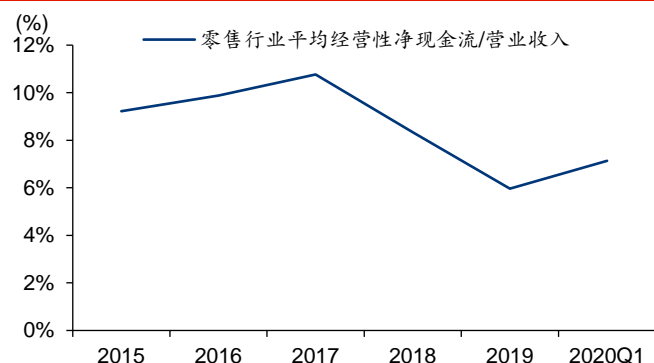
图表17: 零售子行业总资产周转率对比 (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

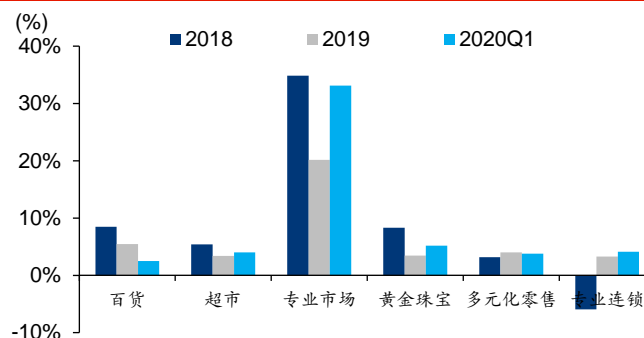
2019 年,零售行业平均经营性净现金流/营业收入比值为 5.96%, 相较 2018 年下降 2.37pct, 行业现金流压力进一步增大。行业经营性现金流压力增大主要系零售终端景气度影响, 现金周转放慢。2020Q1, 零售行业平均经营性净现金流/营业收入比值由 2019Q1 的 6.26% 增长至 7.14%, 主要系营收下滑拉高比值, 实际上除超市子行业外, 其余子行业均面临较大现金流压力。

图表18: 零售行业平均经营性净现金流/营业收入 (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 零售子行业平均经营性净现金流/营业收入对比 (TTM)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 超市行业：生鲜超市势头正盛，疫情拉动业绩表现

### 行业维持较高景气度

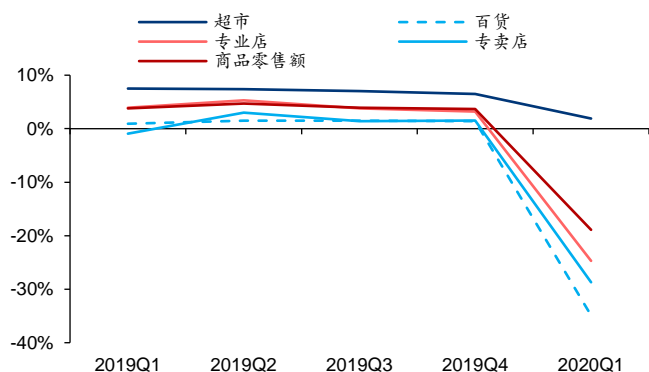
### 行业稳健增长，中小业态发展趋势明显

2020Q1 以来，受新冠肺炎疫情影响，居民消费向家庭回流，作为必选消费的代表，超市行业表现亮眼，尤其是生鲜超市、中小业态超市及社区超市。2020Q1 限额以上超市零售额同比增长 1.9%，明显快于商品零售整体水平 (-18.9%)。

从长期发展趋势来看，中小业态超市仍然具备广阔的成长空间和充足的增长动力，以便利店为例，根据 Euromonitor 统计数据，2016-2019 年中国便利店行业销售额年化增速约 18%，门店数量年化增速约 12%。

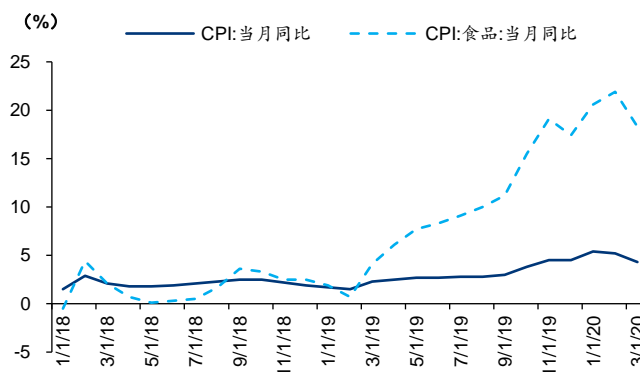
此外，食品类 CPI 上涨也给超市行业同店增长提供支撑，并一定程度上对超市毛利率提升形成正面意义，未来食品类 CPI 增速或逐渐回落，但全年来看整体水平仍有望处于较高位置。

图表20： 限额以上超市企业零售额累计同比增速



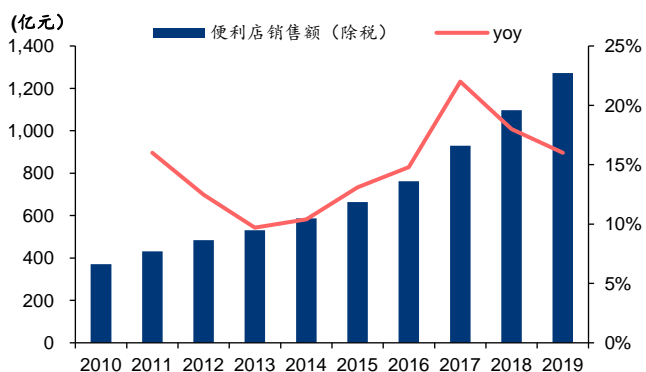
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表21： CPI 指数居于高位



资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表22： 便利店行业销售额快速增长



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表23： 便利店行业门店数量稳健增长



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

### 龙头企业渠道快速扩张

龙头超市凭借自身强大的供应链优势、门店经营管理优势，在行业中表现更加亮眼，尤其是生鲜超市龙头永辉超市、家家悦，依托生鲜消费渠道升级推力，持续稳健增长，以及便利店龙头红旗连锁，凭借小业态超市的高景气度，业绩快速提升。

外延扩张方面，永辉超市、家家悦、红旗连锁等行业龙头企业持续推动渠道扩张，在优势区域依托供应链优势不断加密门店，并且通过并购及自建推动门店跨区域扩张。我们预计未来龙头企业渠道扩张仍有较大空间，一是消费升级趋势未变，二是龙头公司内生增长动力仍然较强，同店保持稳健较快增长。

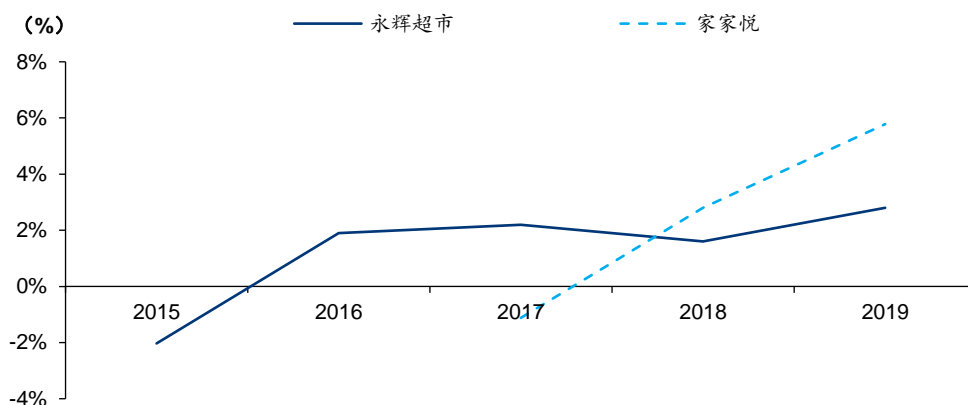
**图表24：龙头超市企业门店持续扩张**

|      |          | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    |
|------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 永辉超市 | 门店数量     | 412     | 474     | 806     | 708     | 911     |
|      | 单店面积（平米） | 8889.08 | 9022.57 | 6516.79 | 8649.07 | 8073.39 |
| 家家悦  | 门店数量     |         | 631     | 675     | 732     | 783     |
|      | 单店面积（平米） |         | 2419.02 | 2339.11 | 2397.27 | 2785.82 |
| 红旗连锁 | 门店数量     | 2274    | 2704    | 2730    | 2817    | 3070    |
|      | 单店面积（平米） | 223.69  | 200.00  | 190.43  | 191.57  | 180.00  |
| 步步高  | 门店数量     | 193     | 227     | 267     | 290     | 348     |
|      | 单店面积（平米） |         |         | 7289.10 | 7059.51 | 6773.45 |

注：永辉超市及步步高门店数据为超市业态门店数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表25：永辉超市及家家悦同店维持较快增长**



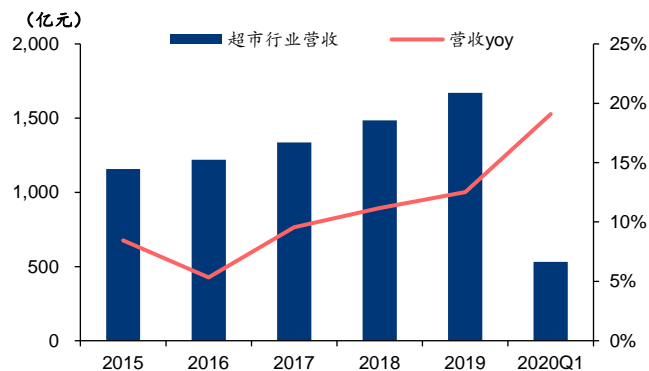
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 2020Q1 表现亮眼，疫情之下行业防御性凸显

### 营业收入维持快速增长

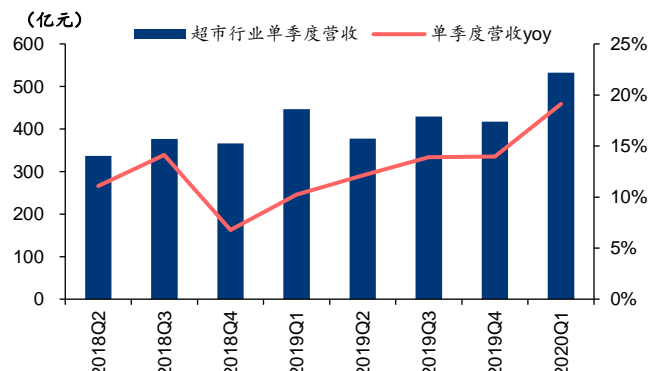
2019、2020Q1，样本超市公司共实现营收 1670、532 亿元，同比分别增长 12.5%、19.1%。分季度看，2019Q1-2020Q1，样本超市公司营收分别增长 10.3%、12.1%、13.9%、14.0%、19.1%。长期看，超市行业有望呈现稳健增长状态，短期看，在疫情及 CPI 指数上涨的共同驱动下，样本超市公司同店实现增长，营收增速进一步提升。

图表26: 超市行业营收增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 超市行业单季度营收增速

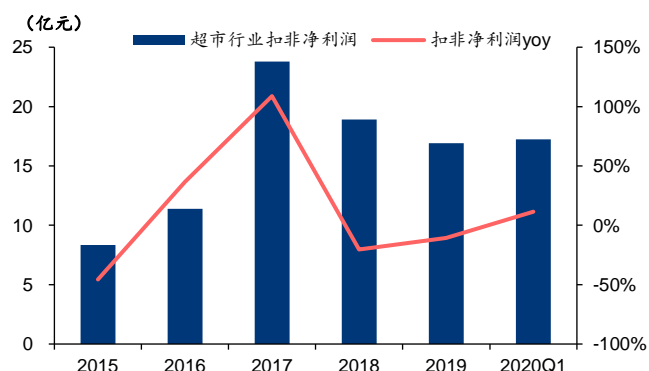


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 扣非后归母净利润受资产减值损失影响有所波动

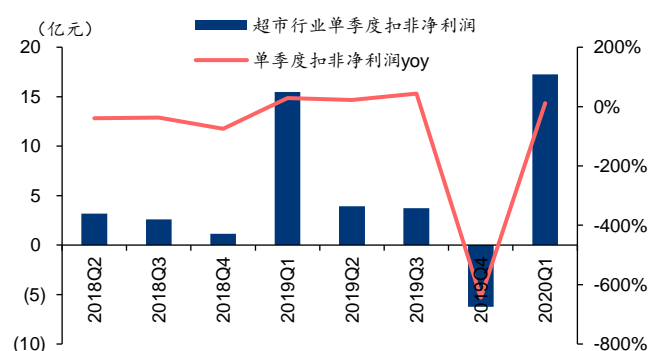
2019、2020Q1, 样本超市公司共实现扣非后归母净利润 16.9、17.3 亿元, 同比分别变化 -10.6%、11.4%。分季度看, 2019Q1-2020Q1, 样本超市公司扣非后归母净利润分别变化 29.2%、22.7%、43.8%、-643.2%、11.4% (2019Q4 业绩大幅下滑主要系新华都大幅计提商誉减值损失 4.6 亿元, 永辉超市大幅计提长期股权投资减值损失 3.2 亿元)。

图表28: 超市行业扣非净利润增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29: 超市行业单季度扣非净利润增速

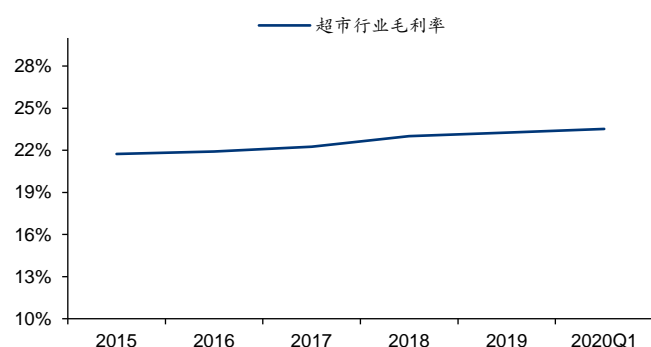


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 毛利率稳中有升, 销售+管理费用率大致平稳

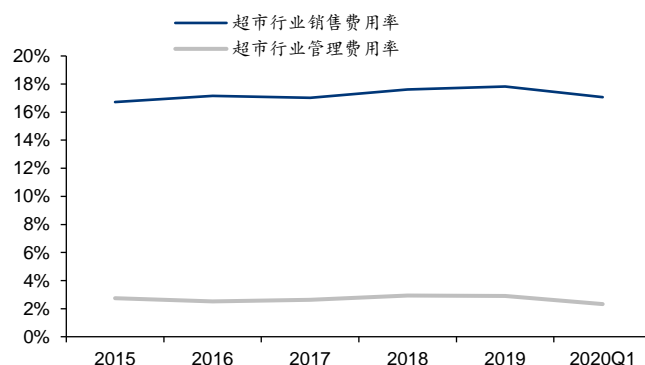
2019、2020Q1, 样本超市公司毛利率分别为 23.3%、23.5%, 同比分别提升 0.24pct、0.52pct。2019、2020Q1, 样本超市公司销售费用率分别为 17.8%、17.1%, 同比分别提升 0.22pct、0.39pct。2019、2020Q1, 样本超市公司管理费用率分别为 2.9%、2.3%, 同比微幅下降。

图表30: 超市行业毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 超市行业销售费用率

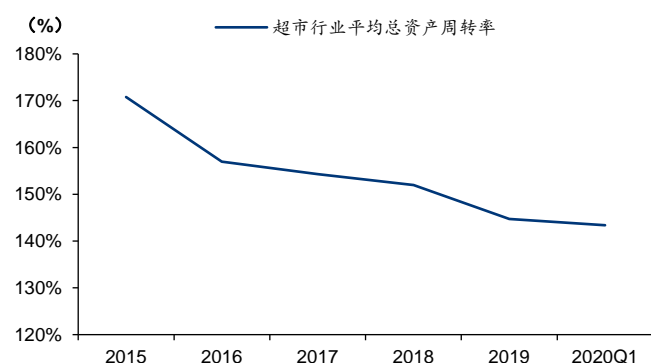


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 营运能力下降, 现金流有所改善

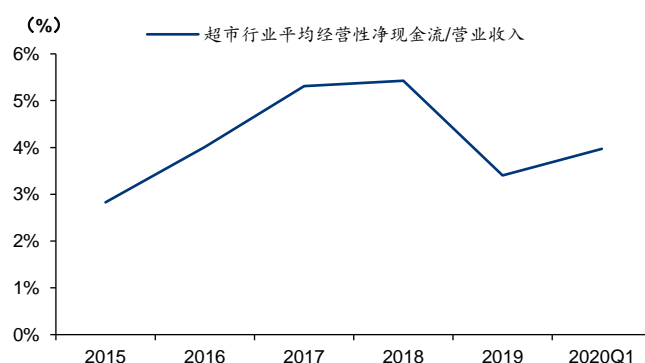
2018、2019、2020Q1, 样本超市公司平均总资产周转率分别为 1.52、1.45、1.43, 仍处于放缓过程中, 主要系新零售探索、供应链升级及渠道外延扩张带来的投资支出较大, 但业绩见效仍需一定时间。2018、2019、2020Q1, 样本超市公司平均经营性净现金流/营业收入分别为 5.4%、3.4%、4.0%, 2020Q1 疫情影响下, 超市行业增长主要靠内生驱动, 推动了行业现金流改善。

图表32: 超市行业资产周转放缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 超市行业现金流有所改善



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 黄金珠宝行业：一季度承压，后续恢复可期

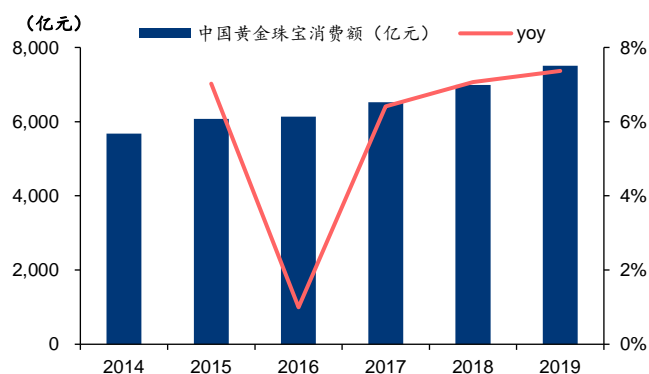
### 集中度提升趋势持续，金价上涨有助于改善盈利能力

### 长期看黄金珠宝消费有望稳健增长，龙头企业集中度逐渐提升

根据 Euromonitor 数据，中国黄金珠宝行业消费市场持续增长，2016-2019 年年均增速约为 7%，我们预计随着未来消费升级及经济企稳增长，黄金珠宝行业仍能维持稳健增长。2020Q1，新冠肺炎疫情给黄金珠宝零售市场带来较大冲击，根据统计局数据，2020Q1 金银珠宝类限额以上企业零售额同比下降 37.7%（3 月当月下降 30.1%）。

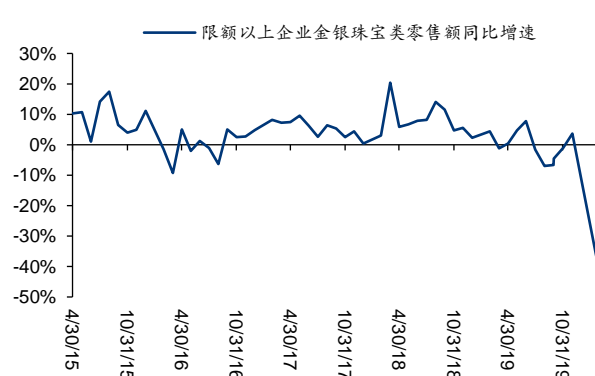
虽然黄金珠宝行业整体仍有望维持稳健增长，但是企业之间分化现象显现，在消费升级趋势下龙头企业凭借品牌优势、渠道优势、经营管理优势不断挤占中小品牌市场，行业集中度有望继续提升。尤其是在经济增速下行，疫情冲击之下，龙头企业更能渡过难关，近年来周大福、周大生、老凤祥、豫园等行业龙头纷纷逆势扩张，加快了渠道扩张的步伐。

图表34： 中国黄金珠宝行业消费持续增长



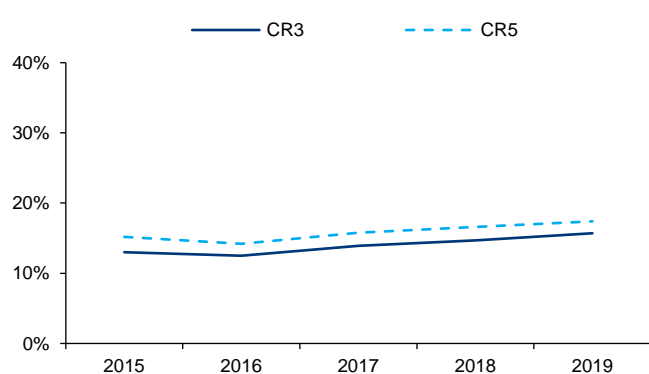
资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表35： 疫情影响 2020Q1 黄金珠宝终端零售



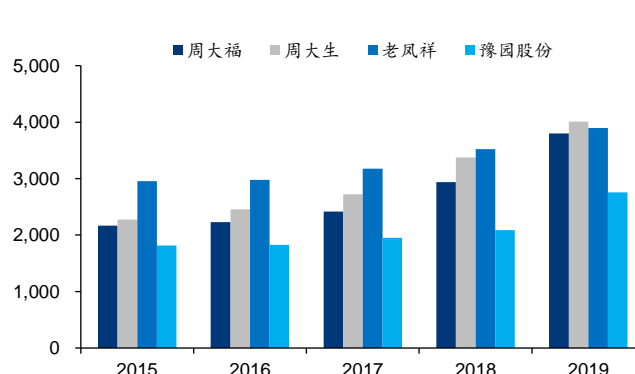
资料来源：统计局，华泰证券研究所

图表36： 中国黄金珠宝行业集中度



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图表37： 龙头企业门店扩张提速

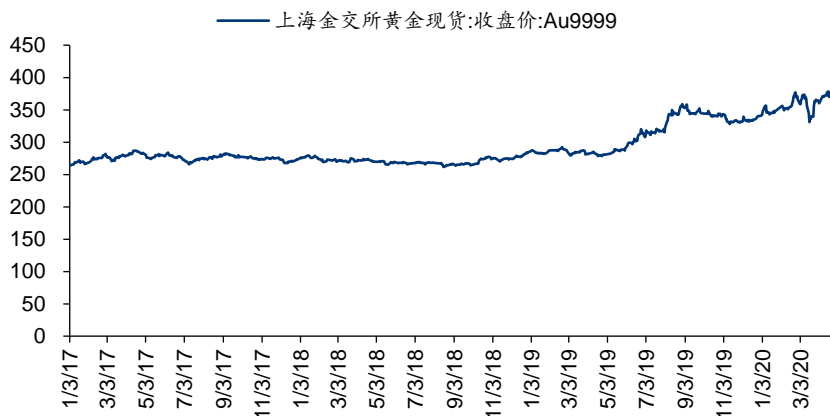


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 金价上涨缓解加盟渠道库存压力，有助于改善终端盈利能力

2019 年以来金价持续上行，金价的稳步上涨有利于改善零售终端的销售额及盈利能力。在新冠疫情的冲击下，金价上涨也一定程度上缓解了加盟商库存压力，对于上市公司业绩较快反弹构成积极支撑。

图表38： 黄金价格持续上涨



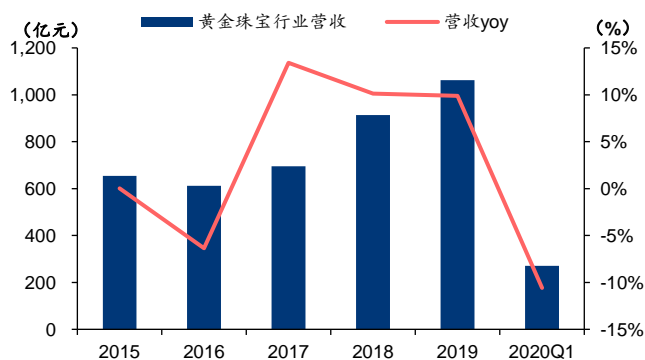
资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 2020Q1 终端承压，龙头企业仍有扩张趋势

#### 疫情冲击下营收增速下滑

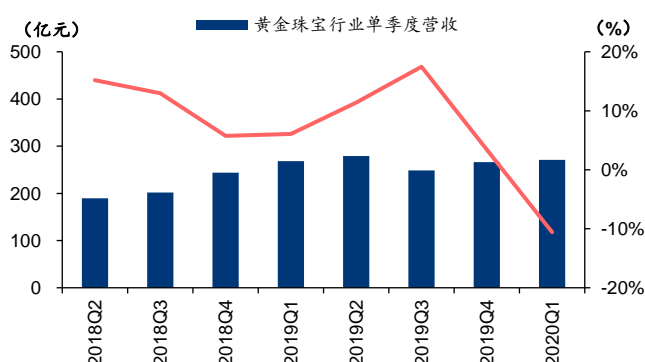
2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司共实现营收 1063、271 亿元，同比分别变化 9.9%、-10.6%。分季度看，2019Q1-2020Q1，样本黄金珠宝公司营收分别变化 6.1%、11.4%、17.5%、3.4%、-10.6%。受经济增速下行及新冠肺炎疫情冲击，行业收入增速放缓，并在 2020Q1 出现负增长。

图表39： 黄金珠宝行业营收增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 黄金珠宝行业单季度营收增速



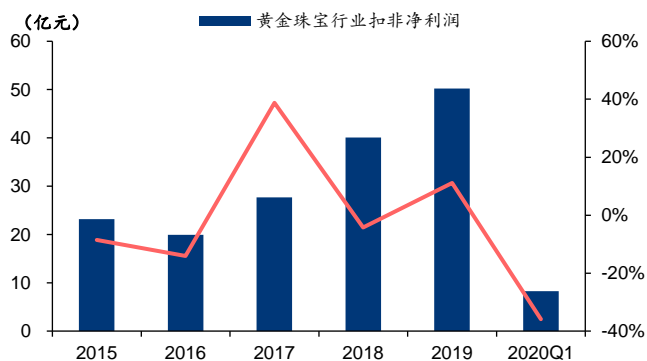
资料来源：Wind，华泰证券研究所



### 扣非后归母净利润阶段性承压

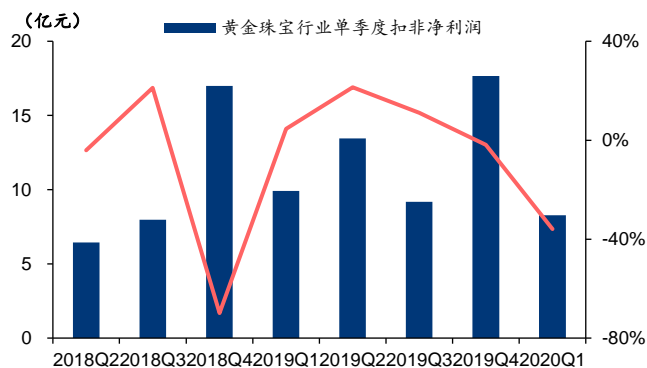
2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司共实现扣非后归母净利润 50.2、8.3 亿元，同比分别变化 11.1%、-35.9%。分季度看，2019Q1-2020Q1，样本黄金珠宝公司扣非后归母净利润分别变化 4.6%、21.4%、11.0%、-1.9%、-35.9%。2020Q1 业绩下滑幅度超过收入下滑幅度主要因为企业费用支出较为刚性。

图表41： 黄金珠宝行业扣非净利润增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 黄金珠宝行业单季度扣非净利润增速

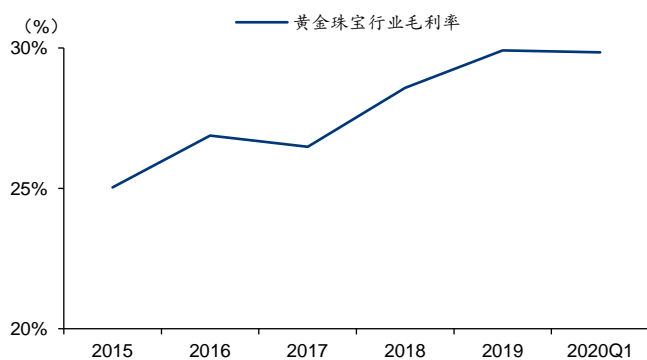


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 金价上涨驱动毛利率提升，费用支出较为刚性

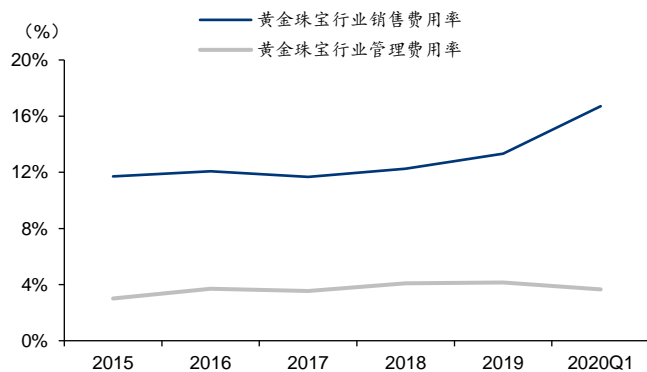
2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司毛利率分别为 29.9%、29.9%，同比分别提升 1.33pct、1.67pct。2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司销售费用率分别为 13.3%、16.7%，同比分别提升 1.07pct、5.16pct。2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司管理费用率分别为 4.2%、3.7%，同比分别变化 0.06pct、-1.24pct。2020Q1 行业毛利率同比提升主要受金价上涨影响，销售费用率提升主要受收入下滑而费用支出较为刚性影响。

图表43： 黄金珠宝行业毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44： 黄金珠宝行业销售、管理费用率

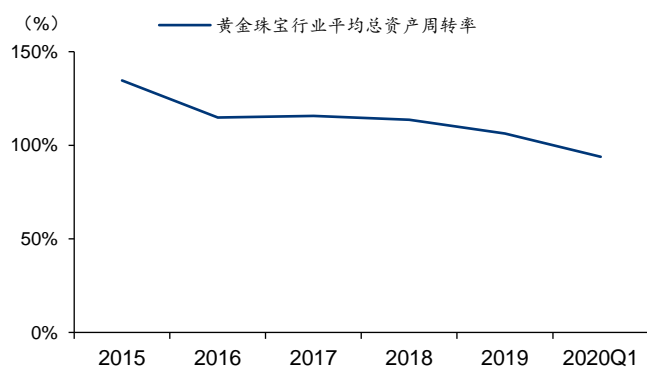


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**营运能力略有下降，现金流较为健康**

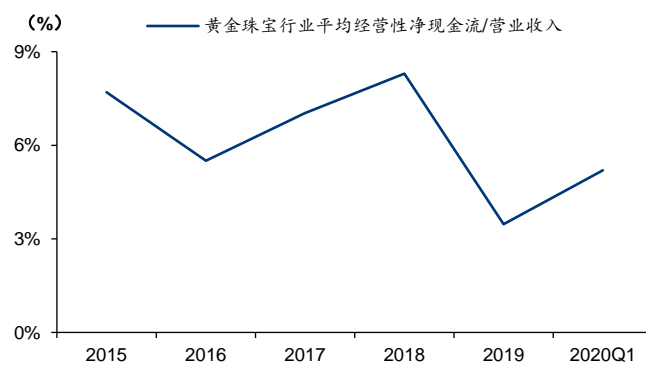
2018、2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司平均总资产周转率分别为 1.14、1.06、0.94，营运效率略有下降主要受渠道扩张加速，相关投资较多，以及疫情影响（2020Q1）。2018、2019、2020Q1，样本黄金珠宝公司平均经营性净现金流/营业收入分别为 8.3%、3.5%、5.2%，2020Q1 黄金珠宝行业现金流情况边际改善，给应对疫情以及后续的重启展店扩张提供了支持。

**图表45： 黄金珠宝行业资产周转放缓**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表46： 黄金珠宝行业现金流有所改善**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 百货行业：行业仍在调整，未来有望底部反弹

### 疫情短期冲击明显，政策或助力行业复苏

在本次的新冠疫情之中，居民的日常出行被限制，百货和购物中心的客流量大幅缩减，商户的库存压力陡增，资金周转出现不同程度问题；全国各地百货商场、购物中心通过缩短营业时间，甚至闭店防疫，但入驻商户部分刚性开支仍需支付，整体承受较大的压力。

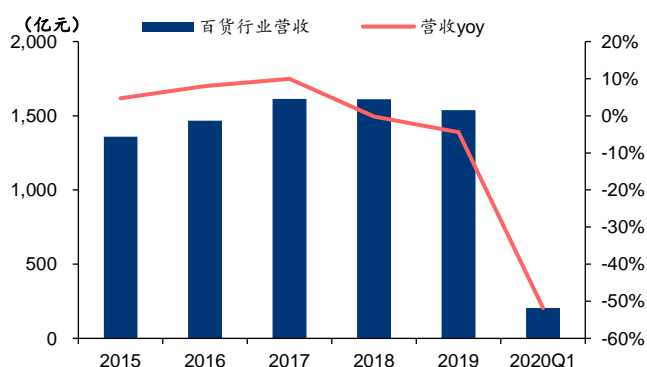
行业底部，政策加码。首先，3月13日，国家发改委等23部门联合印发了《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》（下文称《实施意见》），制定了一系列有关完善促进消费体制机制，加快消费升级的趋势、发挥消费在经济中基础性作用的政策实施意见。其次，地方政府不断推出各自的提振消费政策。例如3月13日，南京市政府决定向市民和困难群体发放超3亿元消费券；宁波市政府联合企业推出1亿元文化和旅游惠民消费券。再次，行业内部推出的电商双品节、上海“五五购物节”等代表性措施也将对百货渠道企稳走出困境发挥积极作用。

### 2020Q1 业绩至暗时刻，边际改善可期

#### 营收增速仍处于底部，疫情冲击加大行业压力

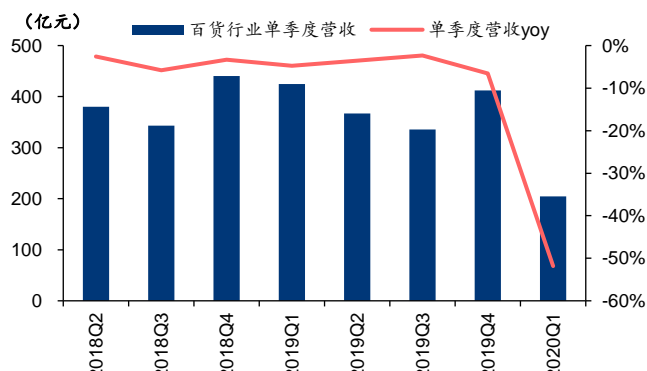
2019、2020Q1，样本百货公司共实现营收1539、205亿元，同比分别下滑4.4%、51.8%。分季度看，2019Q1-2020Q1，样本百货公司营收分别下滑4.8%、3.5%、2.3%、6.5%、51.8%。百货行业整体仍处于底部调整期，2020Q1受疫情冲击及会计收入准则调整（联营企业2020起按销售分成而非全额计收入）影响，收入增速大幅下降。

图表47：百货行业营收增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48：百货行业单季度营收增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

#### 扣非后归母净利润阶段性承压

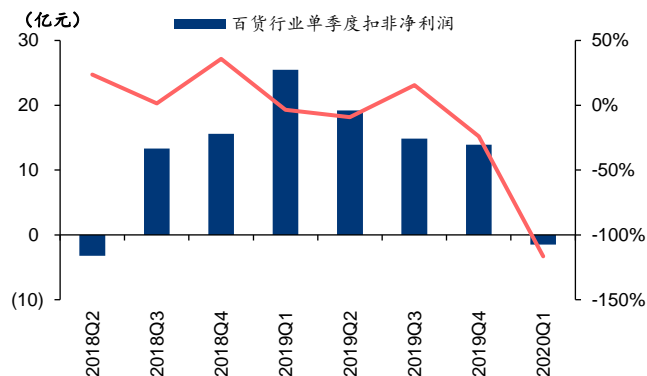
2019、2020Q1，样本百货公司共实现扣非后归母净利润73.4、-1.52亿元，同比分别下降6.9%、116.54%。分季度看，2019Q1-2020Q1，样本百货公司扣非后归母净利润分别变化-3.4%、-9.2%、15.4%、-24.1%、-116.5%。2020Q1在疫情影响下，可选消费全面承压，百货行业业绩惨淡。

图表49： 百货行业扣非净利润增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表50： 百货行业单季度扣非净利润增速

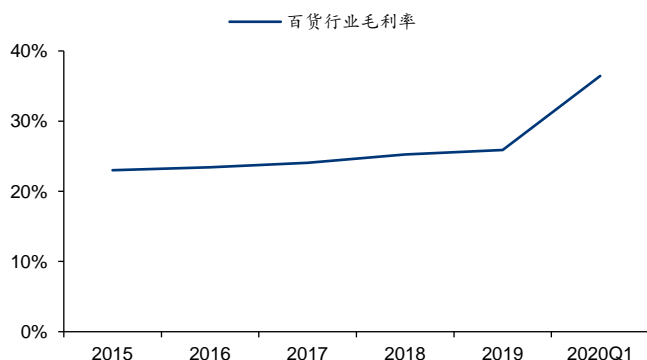


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 会计准则变更影响，毛利率及费用率提升

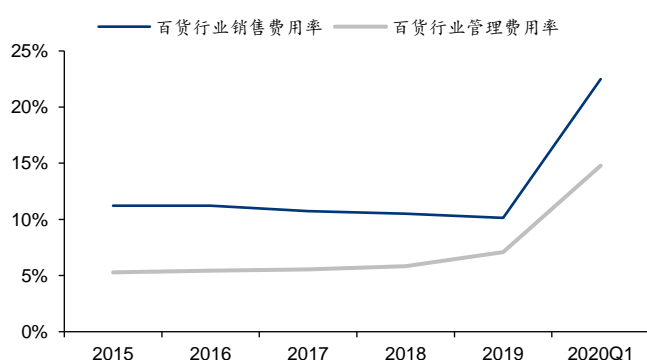
2019、2020Q1，样本百货公司毛利率分别为 25.9%、36.4%，同比分别提升 0.64pct、11.51pct。2019、2020Q1，样本百货公司销售费用率分别为 10.1%、22.5%，同比分别变化-0.36pct、13.70pct。2019、2020Q1，样本百货公司管理费用率分别为 7.1%、14.8%，同比分别提升 1.27pct、9.23pct。2020Q1 毛利率及费用率大幅提升主要是因为百货行业从 2020 年开始适用新会计准则（简称“新收入”准则，即联营企业 2020 起按销售分成而非全额计入收入）。

图表51： 百货行业毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52： 百货行业销售及管理费用率

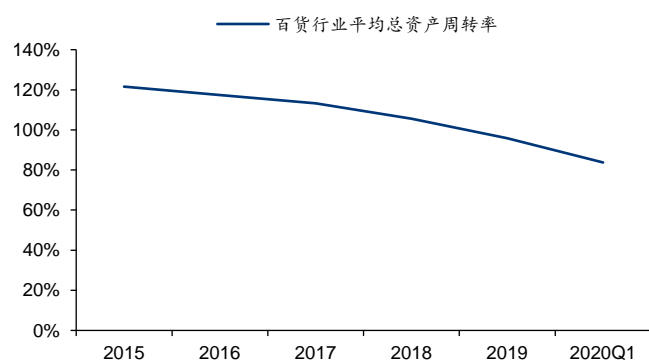


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 营运能力&现金流

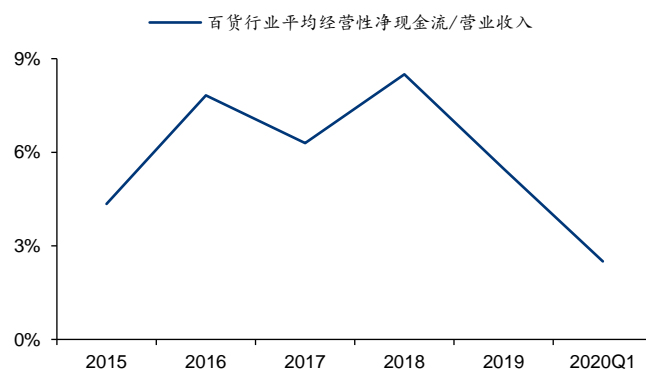
2018、2019、2020Q1，样本百货公司平均总资产周转率分别为 1.06、0.96、0.84，营运效率持续下降主要和行业仍在底部调整期以及疫情冲击有关。2018、2019、2020Q1，样本百货公司平均经营性净现金流/营业收入分别为 8.5%、5.5%、2.5%，百货行业受疫情影响（经营时间及人流减少，可选商品销售受阻，租金收入下降），经营性现金流压力较大。

图表53： 百货行业资产周转放缓



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表54： 百货行业现金流承压



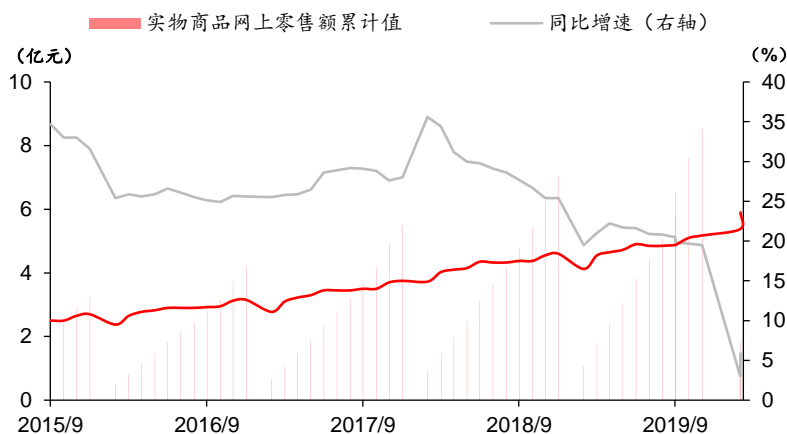
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 电商行业：零售线上化，社交电商崛起

### 零售线上化趋势明显，2020Q1 电商行业表现稳健

2020Q1 线上消费同样受疫情冲击，但整体仍维持正增长，消费占比进一步提升。2020Q1 网络商品零售同比增长 5.9%，虽也受疫情影响（需求减弱、物流不畅），但优于线下消费表现，据国家统计局，2020Q1 线上商品零售消费额占整体消费比重为 23.6%（2019 年为 20.7%）。

图表55： 2020Q1 线上商品零售维持正增长

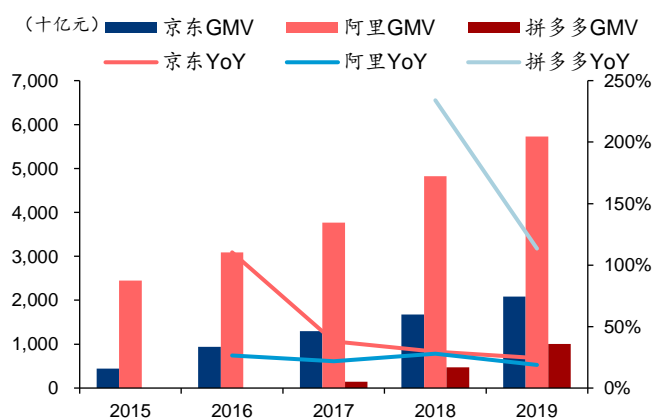


资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

### 电商/短视频平台大力发展直播电商

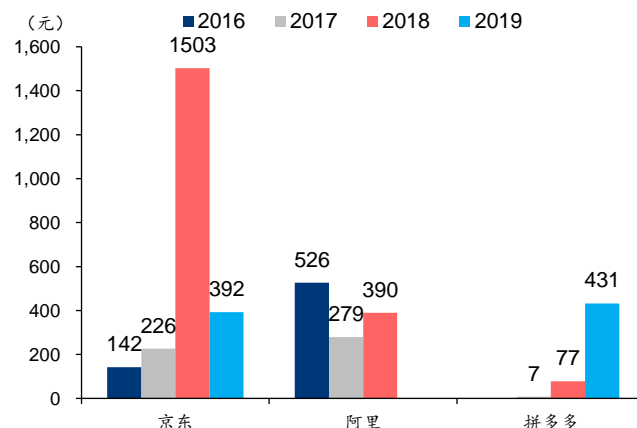
主流电商平台 GMV 增速放缓，获客成本较早期有明显增长。京东、阿里巴巴、拼多多 GMV 增速有明显放缓趋势，2019 年 GMV 分别为 2.1 万亿/5.7 万亿/1.0 万亿元，同比 +24.4%/+18.8%/+113.4%，较 2018 年同期增速 -5.2pct/-9.1pct/-120.6pct。获客成本较平台早期均有明显增长，以拼多多为例，2019 年获客成本达 431 元，较 2017 年的 7 元有近 61 倍的增长。

图表56： 主流电商平台 GMV 及同比增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表57： 主流电商平台获客成本

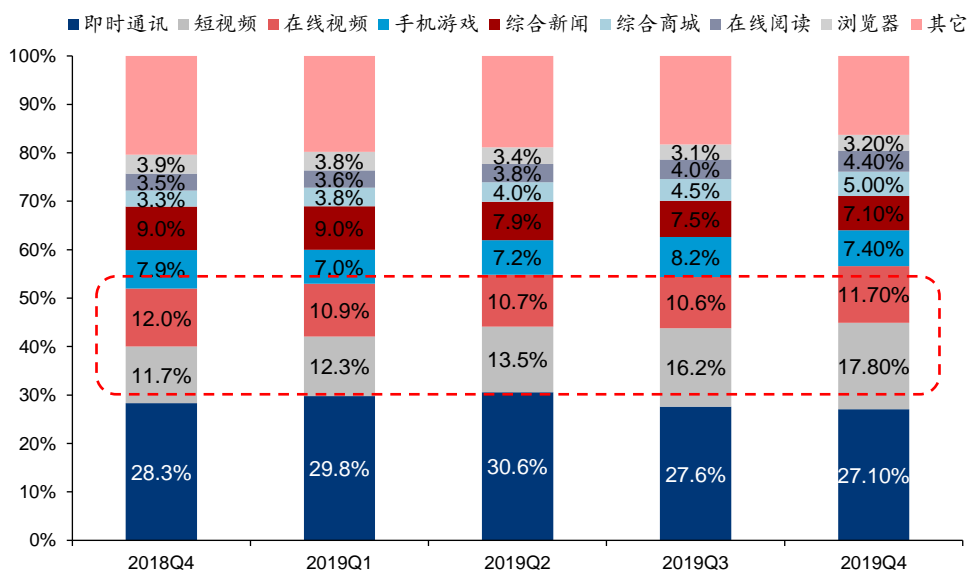


注：选取财务年数据，获客成本=当期营销费用/当期活跃消费用户

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

电商平台将重心转向存量用户价值挖掘，短视频/在线视频是仅次于即时通讯的第二战场。2014 年京东与腾讯签署战略合作协议，获得手机 QQ、微信一级入口；拼多多直接孵化于微信社交生态，并于 2017 年获腾讯 C 轮投资。伴随主流即时通讯 app 如微信渗透率逐渐见顶，京东、阿里、拼多多开始布局仅次于即时通讯的短视频/在线视频 app。



**图表58：仅次于即时通讯，短视频与在线视频占用移动网民最多时间**

资料来源：极光大数据，华泰证券研究所

**电商平台与短视频平台大力发展直播电商，带货规模快速增长。**从直播带货规模来看，淘宝、快手、抖音占据直播带货前三。其中淘宝直播电商基础设施完备且用户天然具有购物倾向，2018 年 GMV 已达千亿元规模，且淘宝用户直播渗透率正逐步加大。快手、抖音作为头部短视频平台，2019 年 GMV 约 300~400 亿元，电商体系正在逐步发力之中。

**图表59：淘宝、快手、抖音是目前直播带货主要平台**

|      | 淘宝直播   | 快手直播   | 抖音直播  |
|------|--|--|---|
| 规模   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018 年 GMV 达千亿元</li> <li>• 2019 年 GMV 在 2500~2800 亿元之间，2020 年有望达到 4000~5000 亿元</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2019 年 GMV 近 300 亿元</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2019 年 GMV 与快手相近，约为 400 亿元</li> </ul>  |
| 平台特点 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 缩短电商转化路径，提升转化率</li> <li>• 直播内容丰富，消费者每日可观看直播内容超 15 万小时，可购买商品数量超过 60 万款</li> </ul>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 快手直播 90%来自私域流量，为商户带来利润占总利润平均 39%</li> <li>• 拥有快手小店，但大部分消费仍通过淘宝完成</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 中心化算法推荐内容，直播间大部分都来自公域流量</li> <li>• 通过短视频种草，通过直播变现已逐渐成为趋势</li> </ul>                              |
| 用户情况 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 用户购物目的性强</li> <li>• 核心用户粘性高，在淘宝直播日均停留时长超 1 小时</li> <li>• 核心直播用户超级会员占比高，均为资深剁手党</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 老铁文化下，用户粘性强、忠诚度高，32%用户会因信任主播推荐而购买商品</li> <li>• 互动多，2018 年每日平台产生与交易需求相关评论超 190 万条</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 用户直播打赏平均金额比快手高，但粘性更弱</li> <li>• 带货效率低于快手，商家更愿意投放品牌而非效果广告</li> </ul>                              |
| 发展趋势 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 直播受众将持续扩大，消费者养成直播购物习惯</li> <li>• 内容持续优化，明星、海外主播、MCN 机构加入</li> <li>• 5G 技术迭代，提供更佳观看体验</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 重视中腰部主播运营，发布双 10 计划，帮助他们解决变现难题</li> <li>• 重视公私域流量交叉运营，电商基础设施仍在搭建与完善中</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 发展更独立，购物车向阿里以外的第三方电商平台开放，降低对淘宝依赖程度</li> <li>• 电商工具意见完善，开放购物车、接入 POI 展示，上线直播橱窗、快闪店、抖店等</li> </ul> |

资料来源：淘宝、快手、新消费内参、新榜、界面新闻、QuestMobile、秒针系统、晚点 LatePost，华泰证券研究所

**通过视频或直播，网红与消费者可建立更深刻的情感连接，通过专业性、互动性与可信性提升转化率。**现今消费者不止追求性价比和实用性，更注重内心感受与购买体验。据管理学报，网红可以通过吸引力与互动性增强消费者对购物价值的感知，强化消费者“购物”的体验，从而有效提升转化率。

图表60： 用户对产品的感知价值通过网红得到放大

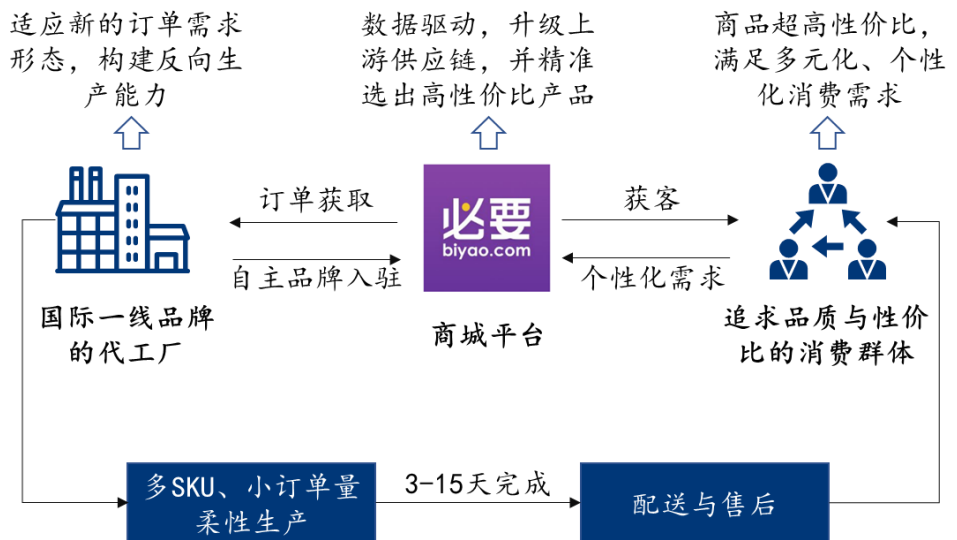


资料来源：淘宝、快手、抖音，华泰证券研究所

### 深度融合供应链，C2M 模式释放上游优质产能

C2M 模式以消费者需求为中心，通过对消费者行为数据的收集与分析，指导上游“按需生产”，是一种与供应链深度融合的新型电商模式。C2M（Customer to Maker，消费者直连制造商）电商模式又被称为短路经济，2014 年前百度高管毕胜将 C2M 模式全面应用在其创立的“必要商城”。在这个模式下，电商平台通过连接上游生产商与下游消费者，利用对消费者行为的数据分析，指导上游设计、生产、选品等环节，并去除品牌商与中间商的加价环节，为消费者提供高性价比的产品。此外，因为是按需生产，企业的库存压力被大幅度降低。

图表61： 必要商城以数据驱动，通过 C2M 模式直连供需



资料来源：必要商城官网、艾瑞咨询，华泰证券研究所

C2M 模式有效解决了中国多层次消费者需求与优质制造商核心能力错配的问题，倒逼供给侧进行改革，释放优质产能。

**2019 年淘宝正式入场，C2M 模式成为电商巨头角力新方向。**2019 年是 C2M 模式高速发展的一年，多家电商平台将其作为未来发展的“着力点”，京东、拼多多、苏宁先后推出 C2M 产品线。2019 年底淘宝宣布成立 C2M 事业部，2020 年 3 月上线独立 APP——“淘宝特价版”，并公布“超级工厂计划”和“双百目标”。

**图表62：主流电商平台近年加大 C2M 布局力度**

| C2M 布局 |  |
|--------|--|
| 淘宝     | 2019 年 12 月成立 C2M 事业部，2020 年 3 月正式上线淘宝特价版，事业部总经理称将以核心数字化能力与淘宝特价版为依托，未来 3 年，帮助 1000 个产业带工厂升级为产值过亿的“超级工厂”，为产业带企业创造 100 亿新订单，在全国范围内重点打造 10 个产值过百亿的数字化产业带集群。 |
| 1688   | 2019 年 9 月阿里旗下内贸电商平台 1688，针对工业品牌数字化领域进行全面升级，聚焦内容、服务和用户，打造需求驱动的 C2M 模式。计划在未来 3 年孵化 100 家亿级生态联盟伙伴，带动工业品电商 GMV 2 万亿元。2019 年底，1688 工厂店上线天猫。                  |
| 京东     | 2018 年 10 月上线京品家电，通过反向定制模式打造智能家电优选品。2019 年 8 月京东京造上线 C2M 服务，零售集团 CEO 徐雷宣布计划未来三年反向定制商品在京东累计 GMV 达 1 万亿元。  |
| 拼多多    | 2018 年 12 月正式推出“新品牌”计划，计划扶持 1,000 家覆盖各行业的优质制造企业，帮助企业有效触达平台消费者，以较低成本培育品牌。2019 年拼多多已推出 1,200 余款高性价比定制化产品，订单商品超过 5,700 万件。                                  |
| 苏宁     | 2019 年 10 月发布苏宁 C2M 生态。旨在依托苏宁全场景资源和数据优势，打通消费端和生产端，通过产品生态的开发，提供差异化和具备竞争优势的产品，支撑企业批量化生产，达成规模效益。2020 年 1 月苏宁拼购与首批 20 家企业签订 C2M 招商协议。                        |

资料来源：阿里巴巴、京东、拼多多、苏宁、人民日报，华泰证券研究所

**单纯以技术为驱动的 C2M 模式无法解决“人”的问题。**相较传统价值链，以技术为驱动的 C2M 模式可对传统的中间商价值创造链条进行优化和重组，通过数据分析解决生产商与消费者间的信息不对称问题，通过商品生命周期系统指导产品的迭代升级，有效降低了制造商与消费者之间的交易成本，提升了供需双方的价值剩余。但由于跨过了中间商与品牌商环节，消费者无法对平台提供的商品产生清晰的品牌认知，对商品的感知价值较低。换言之，单纯以技术驱动的 C2M 模式无法解决“人的信任”问题。

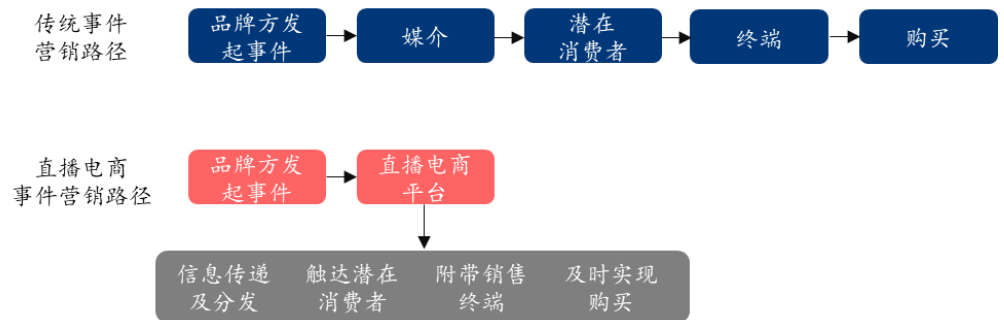
图表63： 技术驱动的 C2M 模式发展侧重后端供应链资源的整合



资料来源：克劳锐，华泰证券研究所

直播将消费场景与内容深度结合，提升品牌传播与营销转化效率，为新品牌提供培育土壤与突围机会，或补足 C2M 模式缺失的重要一环。直播电商将多个传统营销环节整合为一个，品牌方发起事件营销后，直播电商平台可同时完成信息传递与分发、潜在消费触达、消费终端链接和及时购买的一站式流程，最大化利用了主播在平台的流量资源，提升了品牌的传播效率。

图表64： 直播电商简化了品牌传播与营销转化路径



资料来源：Ries&Company，华泰证券研究所

## 投资建议：把握必选消费趋势，关注可选拐点机会

零售行业 2019 年报及 2020 一季报已披露完毕，受疫情影响，必选和可选消费业绩分化明显。整体来看，2020Q1 生鲜超市业绩表现亮眼，黄金珠宝、百货等可选消费股业绩将大幅下滑。展望未来，疫情对于企业短期业绩的影响基本被市场预期，在估值层面反应也较为充分，后续需将投资目光放至企业长期成长性及环比边际变化上。

**从细分行业来看：**1) 超市：经济下行期，必选消费防御性凸显，2020 年业绩有望稳健增长，其中生鲜超市龙头及社区便利店业态长期成长性可期。2) 百货：客流恢复明显，行业已过至暗时刻。3) 电商：行业成长性优于线下，龙头企业博弈持续，社交电商仍在风口。4) 黄金珠宝：刚需逐渐释放，龙头企业渠道扩张持续。

**建议配置：**1) 受益于生鲜消费渠道升级的超市龙头家家悦、永辉超市；2) 黄金珠宝消费改善，龙头企业边际弹性大的老凤祥、周大生。建议关注：红旗连锁、苏宁易购、豫园股份、重庆百货、壹网壹创。

## 风险提示

**海外疫情蔓延风险：**若海外疫情快速传播，国内疫情出现反复，则会大幅影响经济增长和消费行业经营。

**需求回暖不及预期风险：**宏观经济加速下行，若国内宏观经济出现意外波动，则会影响居民可支配收入，进而对整体居民消费构成长期影响。

**债务压力增大风险：**居民部门债务压力增大，若居民部门杠杆率继续提升，债务压力增大，会影响居民消费的风险偏好，抑制消费动力，对社零增长及消费公司业绩有不利影响。



## 免责声明

### 分析师声明

本人，林寰宇、张萌，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师林寰宇、张萌本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。



## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司