

信义山证 汇通天下

证券研究报告

商贸零售

商贸零售行业月度投资策略

评级

报告原因：定期报告

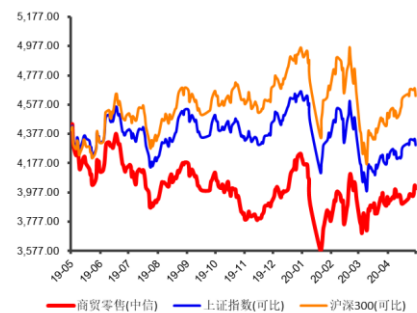
促消费政策效应初显，网络零售活跃度增强

中性

2020 年 5 月 15 日

行业研究/定期报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 4 月投资策略：线上渠道渗透率提升，可选消费反弹有待时日

零售行业 2019 年年报&2020 年一季报综述：超市营收规模稳健增长，疫情改变消费需求习惯

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

市场回顾

➢ 2020 年 4 月，CS 商贸零售行业下降 0.11%，与上年同期相比提速 1.49pct，但跑输大盘 6.25pct。4 月份中信一级 30 个行业多数呈上涨状态，随着复工复产后生活秩序逐步回归正轨，市场整体表现转为乐观。CS 商贸零售行业 4 月市场表现强于去年同期，但在中信 30 个行业排名第 26 位，处于下游位置，受到上月涨幅较高带来的反弹效应，以及年报披露期业绩不达预期带来的影响，行业整体表现较为悲观。子板块方面，4 月份连锁板块涨势较好，唯有其他连锁和家电 3C 板块涨幅高于沪深 300。4 月 CS 商贸零售估值水平整体呈现上扬趋势，上半月整体涨势较缓，下半月开始涨势提速，月末四天呈现 V 字反弹后跃升至 34X 估值线，整体来看 4 月平均估值水平为 26.6X，较上月小幅提振。

行业月度数据跟踪

➢ 4 月 CPI 同比上涨 3.3%，涨幅较上月回落 1pct，近六个月以来重新回到 3 时代。其中食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5pct，非食品价格上涨 0.4%，涨幅较上月回落 0.3pct。随着复工复产的扎实推进和生产需求的逐步好转，市场供需水平逐渐回归常态，物价保持平稳回落态势，价格回落主要受到食品价格回落较多影响。从绝对值来看，食品价格仍是推动 CPI 上涨的主因，但 4 月主要农副产品价格都出现了涨幅回落和降幅扩大的态势，结构性因素进一步减弱，价格对相关领域上市公司营收规模的外部影响因素逐渐回归常态。随着国内新冠肺炎疫情防控向好的态势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复。4 月 CPI 环比下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3pct。其中食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8pct，是带动 CPI 继续下降的主因；非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2pct。

➢ 4 月社零总额同比名义下降 7.5%，降幅比上月收窄 8.3pct，其中除汽车以外的消费品零售额同比下降 8.3%。随着生活秩序的有序恢复，各项促消费政策效果初步显现，前期压抑的部分消费得到进一步释放，4 月份市场销售延续好转态势。从限额以上单位商品零售增速来看，多数商品销售持续好转，在 18 个商品零售品类中，有 10 类商品实现同比增长或持平，有 16 类商品比 3 月份好转，其中基本生活类商品增势平稳，可选消费各品类增速延续好转态势，部分消费升级类商品销售已经转正，汽车类商品销售也明显改善，对整体社零降幅收窄起到了增强作用。疫情防控期间，居民将部分实



体店消费转向线上，开启“云消费”时代，实物商品网上零售增速继续加快，同比增长 8.6%，比 1-3 月份加快 2.7pct，占社零总额的比重为 24.1%，比 1-3 月份提高 0.5pct。

行业动态新闻

- 2020 淘宝核心商家计划全面升级；
- 京东一季度净收入为 1462 亿，同比增长 20.7%；
- 电商收回自营，相宜本草迈出数字化转型重要一步。

投资策略

➤ 4 月宏观经济各项指标延续了 3 月恢复改善的势头，但整体还处在下降区间，这些指标的改善有一定补偿性恢复的性质。当前海外疫情正在蔓延扩散，对全球供应链造成的冲击还在发展演变，国际商品供给水平有所下降，消费者的关注点转向国内市场，国货潮崛起正当时。疫情对一季度宏观经济造成了较大的负面影响，为了提振消费需求国家着手加快物联网、5G 等新基建的商用步伐，促进线上线下深度融合。在线上消费渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注与疫情相关消费需求的快速增长，以及实体零售企业对线上线下融合程度的进一步推动，重点关注线上渠道占比较高，自建供应链优势明显，集中度明显提升的细分行业，主要关注以下几条主线：1) 食品 CPI 较高+必选刚需属性，疫情提升企业数字化程度和线上渠道占比，超市板块业绩确定性较强：永辉超市，家家悦；2) 电商渠道渗透率提升带动线上渠道价值凸显，下沉市场增量潜力较大迎来品牌及市场集中度提升：南极电商。珀莱雅；3) 中长期看实体零售全渠道布局具备抗风险价值，连锁板块的细分龙头具备估值修复的机会：爱婴室，豫园股份。

风险提示：宏观经济增速放缓；消费升级效果不及预期；电商分流、市场竞争加剧；海外疫情持续蔓延、疫情影响超出市场预期风险。

目录

1. 行业市场表现回顾	5
1.1 一级行业概况	5
1.2 细分行业市场表现	5
1.3 个股表现	6
1.4 行业估值情况	7
2. 行业数据跟踪	7
2.1 居民消费价格指数（CPI）	7
2.2 社会消费品零售数据	8
2.3 五大零售集团市场表现	10
4. 行业动态新闻	11
5. 投资建议	12
6. 风险提示	13

图表目录

图 1：2020 年 4 月中信一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 4 月涨跌幅	6
图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 4 月涨跌幅	6
表 1：2020 年 4 月个股涨跌幅情况（%）	6
图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM）	7
图 6：CS 一般零售子版块 4 月估值水平 PE（TTM）	7
图 7：CPI 当月同比、环比（%）	8
图 8：CPI 当月同比：分类别（%）	8
图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	9

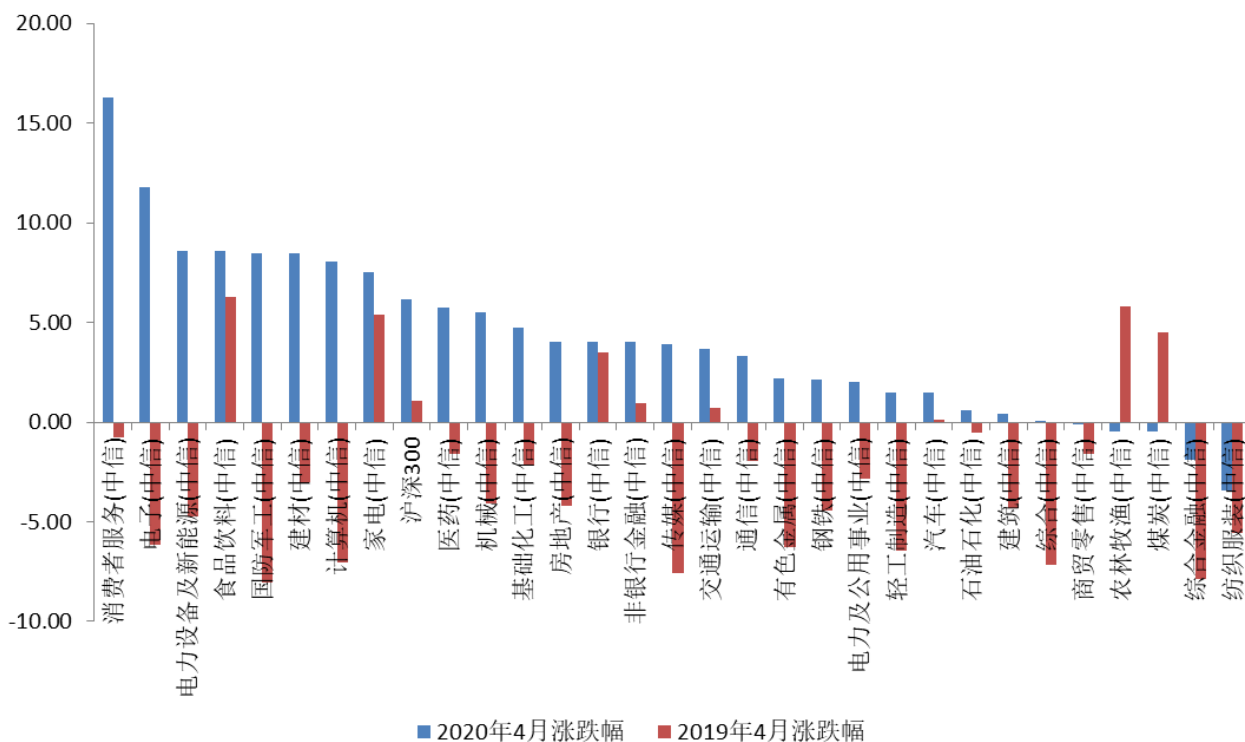
图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比.....	9
图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	9
图 13：五大零售集团市场表现-4 周滚动趋势	10
图 14：五大零售集团市场表现-12 周同比	10

1. 行业市场表现回顾

1.1 一级行业概况

2020 年 4 月，沪深 300 指数提升了 6.14%，与 2019 年同期相比加快了 5.09pct，其中 CS 商贸零售行业下降 0.11%，与上年同期相比提速 1.49pct，但跑输大盘 6.25pct。4 月份中信一级 30 个行业多数呈上涨状态，消费者服务和电子行业涨幅均超过 10%，有 5 个行业呈现下跌。随着复产复工后生活秩序逐步回归正轨，市场整体表现转为乐观。CS 商贸零售行业 4 月市场表现强于去年同期，但在中信 30 个行业排名第 26 位，处于下游位置，受到上月涨幅较高带来的反弹效应，以及年报披露期业绩不达预期带来的影响，行业整体表现较为悲观。

图 1：2020 年 4 月中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

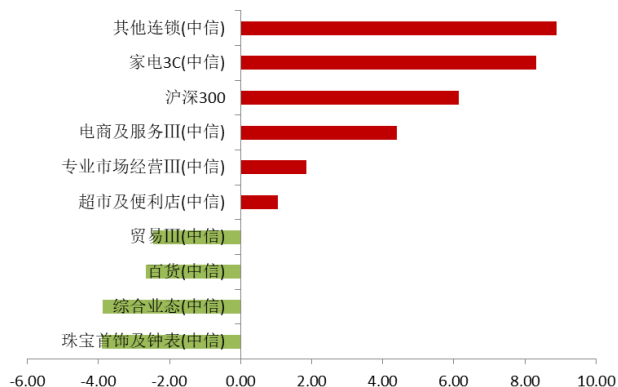
1.2 细分行业市场表现

从子板块来看，在 4 月 CS 零售的三级子行业中，涨跌幅位居前三的子板块分别是其他连锁、家电 3C、电商及服务，涨跌幅分别为 8.89%、8.32%、4.41%。4 月份连锁板块涨势较好，唯有其他连锁和家电 3C 板块涨幅高于沪深 300。受到年报、一季报集中披露期部分企业业绩不达预期或出现亏损的负面影响，珠宝、贸易和一般零售板块均呈下跌，其中只有超市及便利店板块保持 1.06% 的涨幅。疫情之下必选消费韧性较强，

超市板块中的龙头企业业绩均超预期，但板块整体分化趋势较为明显；前期可选消费的需求受到抑制，但随着 4 月以来生活秩序的逐步恢复，连锁行业的消费水平呈现回补态势。

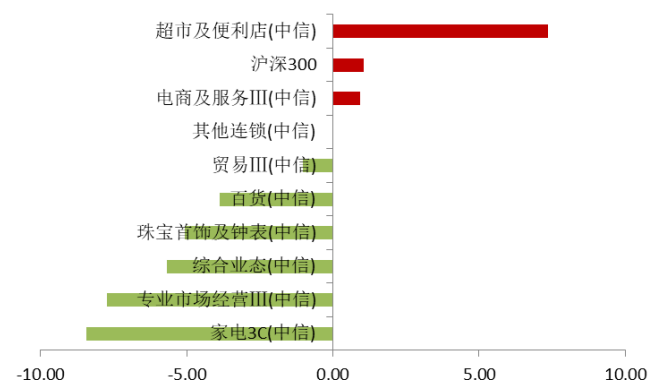
4 月 SW 商业贸易主力净入额为-50.37 亿元，在申万一级 28 个行业中位列第 13。4 月 SW 商贸三级子行业中，除一般物业经营以外主力资金净值均为流出状态，其中 SW 一般物业经营资金净流入 4249.91 万元，流入最多；SW 超市流出资金最少，净流出 4.98 亿元，SW 百货流出资金最多，净流出 11.26 亿元。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 4 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 4 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 个股表现

从个股来看，4 月共有 33 家上市公司收涨，涨幅较高的有爱施德、供销大集、壹网壹创和值得买，月涨幅均超过 20%，其中爱施德涨幅最高，达到 36.61%，其次是供销大集，月收涨达 31.50%；共有 72 家上市公司收跌，跌幅居前的有爱迪尔、南纺股份和*ST 宏图，月收跌幅度均超过 30%，其中爱迪尔收跌-36.87%，跌幅最深。

表 1：2020 年 4 月个股涨跌幅情况 (%)

4 月涨幅前十的个股			4 月跌幅前十的个股		
代码	简称	月涨跌幅%	代码	简称	月涨跌幅%
002416. SZ	爱施德	36. 61	002740. SZ	爱迪尔	-36. 87
000564. SZ	供销大集	31. 50	600250. SH	南纺股份	-34. 74
300792. SZ	壹网壹创	23. 49	600122. SH	*ST 宏图	-31. 38
300785. SZ	值得买	21. 15	600086. SH	东方金钰	-24. 24
000861. SZ	海印股份	19. 66	000587. SZ	*ST 金洲	-23. 68
002127. SZ	南极电商	17. 76	600778. SH	友好集团	-19. 46
300755. SZ	华致酒行	17. 30	603123. SH	翠微股份	-19. 22
600120. SH	浙江东方	11. 70	600247. SH	ST 成城	-18. 98
603031. SH	安德利	9. 02	002356. SZ	*ST 赫美	-18. 45
600861. SH	北京城乡	9. 00	600241. SH	*ST 时万	-18. 40

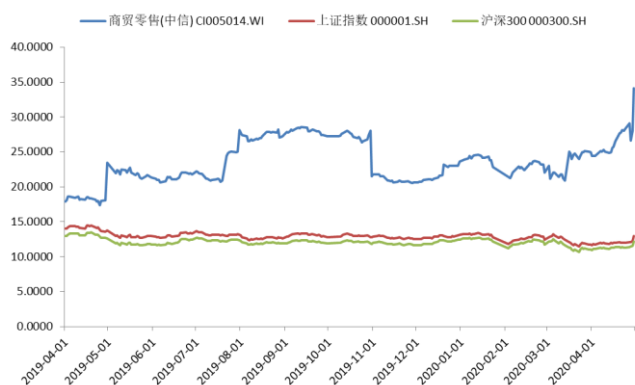
数据来源：wind，山西证券研究所

1.4 行业估值情况

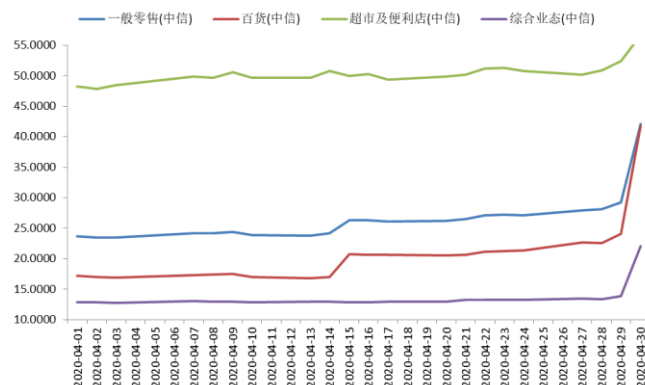
2020 年 4 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现上扬趋势，上半月整体涨势较缓，下半月开始涨势提速，月末四天呈现 V 字反弹后跃升至 34X 估值线，整体来看 4 月平均估值水平为 26.6X，较 3 月小幅提振。4 月 CS 一般零售估值水平稳步上升，上半月在波动中缓慢上涨，月中急速攀升后持续平稳上涨，月末一天大幅攀升，月均估值水平为 26.4X，较上月小幅上升。

子版块方面，截止 4 月 30 日，4 月百货板块估值水平持续上涨，上旬虽有小幅回落但难掩整体上升趋势，月均 PE 为 20.6X，较上月小幅回升，但略低于 CS 一般零售估值水平；超市及便利店板块估值水平整体波动较大，月中三度冲高回落，整体呈现上涨态势，月末强势抬升至 56X 估值线，月均 PE 为 50.5X，较上月持续提升，板块估值水平属子版块中最高位置；综合业态板块估值水平整体较为平稳，月中围绕 13X 估值线小幅波动，月末同样强势抬升，月均 PE 为 13.5X，较上月小幅提升，估值水平相对较低；电商及服务板块整体估值提升，上半月涨势平稳，月中一波冲高后小幅回落，月底又跃升至 22X 估值线附近，板块月均 PE 为 12.5X，较上月小幅提升，板块整体估值水平相对较低。

图 5：CS 商贸零售、上证综指历史估值水平 PE（TTM） 图 6：CS 一般零售子版块 4 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所



数据来源：Wind，山西证券研究所

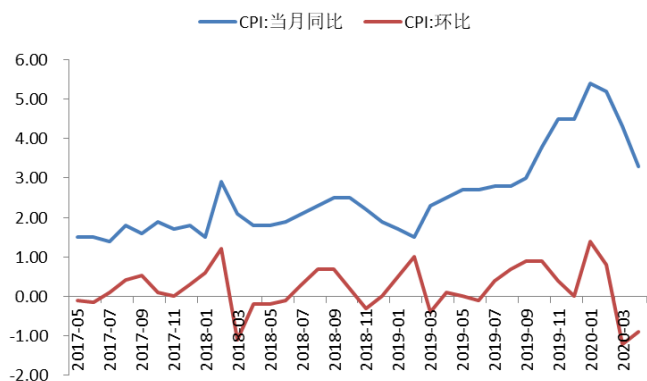
2. 行业数据跟踪

2.1 居民消费价格指数（CPI）

2020 年 4 月，CPI 同比上涨 3.3%，涨幅较上月回落 1pct，近六个月以来重新回到 3 时代。其中食品价格上涨 14.8%，涨幅回落 3.5pct，影响 CPI 上涨约 2.98pct；非食品价格上涨 0.4%，涨幅较上月回落 0.3pct，影响 CPI 上涨约 0.31pct。食品中的猪肉价格上涨 96.9%，涨幅回落 19.5pct，相关肉类消费替代品牛肉、羊

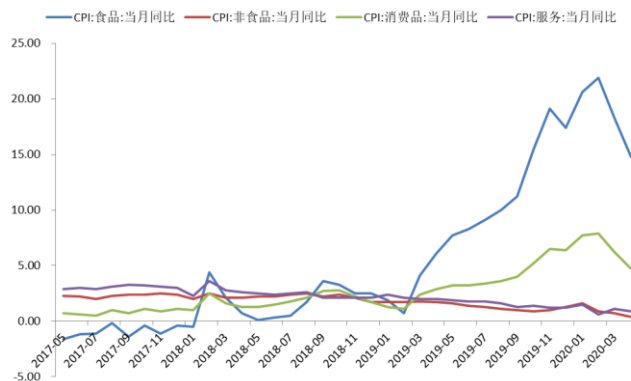
肉、鸡肉和鸭肉价格上涨在 8.2%-20.5% 区间内，涨幅均有所回落，鸡蛋价格也由上月上涨 2.1% 转为下降 3.4%；鲜果和鲜菜价格分别下降 10.5% 和 3.7%，降幅分别扩大 4.4pct/3.6pct。非食品中，医疗保健、教育文化和娱乐价格分别上涨 2.2% 和 2.0%，交通和通信、衣着、居住价格分别下降 4.9%、0.4% 和 0.3%。据测算，在 4 月份 3.3% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2pct，新涨价影响约为 0.1pct。1-4 月平均 CPI 比去年同期上涨 4.5%。随着复工复产的扎实推进和生产需求的逐步好转，市场供需水平逐渐回归常态，物价保持平稳回落态势，价格回落主要受到食品价格回落较多影响。从绝对值来看，食品价格仍是推动 CPI 上涨的主因，但 4 月主要农副产品价格都出现了涨幅回落和降幅扩大的态势，结构性因素进一步减弱，价格对相关领域上市公司营收规模的外部影响因素逐渐回归常态。

图 7：CPI 当月同比、环比 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：CPI 当月同比：分类别 (%)



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

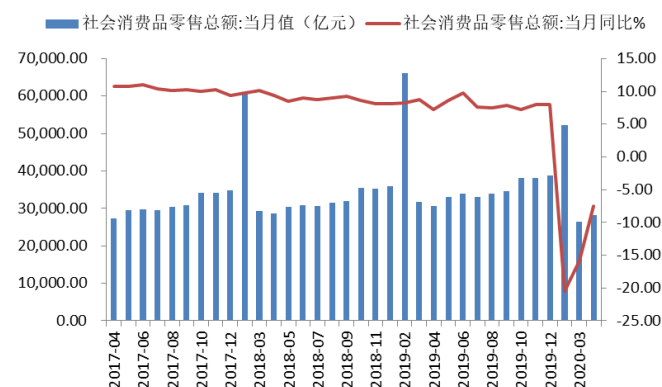
随着国内新冠肺炎疫情防控向好的态势进一步巩固，生产生活秩序加快恢复。从环比看，CPI 下降 0.9%，降幅比上月收窄 0.3pct。其中食品价格下降 3.0%，降幅收窄 0.8pct，影响 CPI 下降约 0.70pct，是带动 CPI 继续下降的主因；非食品价格下降 0.2%，降幅收窄 0.2pct，影响 CPI 下降约 0.17pct。随着天气逐渐转暖，鲜菜、鲜果的供应量稳步增长，食品中的鲜菜、鲜果价格分别下降 8.0% 和 2.2%，鲜菜降幅收窄 4.2pct，鲜果降幅扩大 2pct；生猪产能加快恢复，猪肉供给持续增加，价格继续下降 7.6%，降幅扩大 0.7pct；非食品中，受国际原油价格波动影响，汽油、柴油和液化石油气价格分别下降 7.5%、8.2% 和 3.7%；随着复工复产加快，出行需求增加，飞机票价格上涨 5.6%。

2.2 社会消费品零售数据

2020 年 4 月，社会消费品零售总额 28178 亿元，同比名义下降 7.5%，降幅比上月收窄 8.3pct；其中，除汽车以外的消费品零售额 25095 亿元，同比下降 8.3%。1-4 月社零增速同比下降 16.2%，较一季度继续收窄 2.8pct，除汽车以外社零同比下降 15.5%，较一季度收窄 2.2pct。新冠肺炎疫情发生以来，中央和地方密集出台减税降费、稳定和促进汽车消费以及发放消费券等多项政策措施，助力消费市场持续改善。随着生

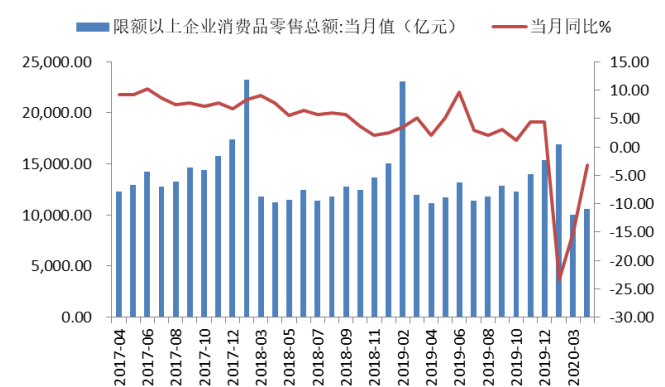
活秩序的有序恢复，各项促消费政策持续发力，前期压抑的部分消费得到进一步释放，4月份市场销售延续好转态势。在疫情防控期间形成的新消费模式和习惯得到进一步巩固，有助于促进消费结构优化升级。按经营单位所在地分，3月份城镇消费品零售额 24558 亿元，同比下降 7.5%，降幅较 1-3 月份收窄 8.4pct；乡村消费品零售额 3620 亿元，下降 7.7%，降幅较 1-3 月份收窄 7.4pct。

图 9：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

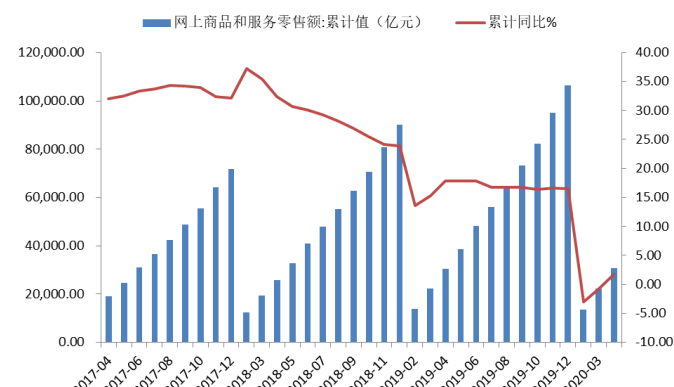
图 10：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

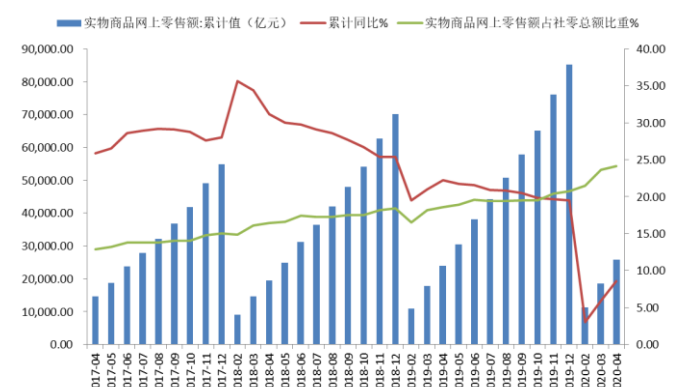
从限额以上单位商品零售增速来看，多数商品销售持续好转，在 18 个商品零售品类中，有 10 类商品实现同比增长或持平，有 16 类商品比 3 月份好转，其中基本生活类商品增势平稳。4 月限上单位粮油食品类零售额同比增长 18.2%，较上月小幅回落 1pct，继续保持较快增长，饮料和烟酒类商品零售额同比分别增长 12.9% 和 7.1%，同比分别提振 6.6pct 和 16.5pct，其中烟酒类 3 月同比为 -9.4%；日用品类商品零售额同比增长 8.3%，增速比上月加快 8pct。在地方政府消费券等促消费举措的鼓励下，居民基本生活用品类商品增速稳步恢复，烟酒饮料类商品增速回暖印证消费品恢复改善势头，同时口罩、消毒液等日常防护用品的消费需求在未来一段时间内或将成为常态。

图 11：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 12：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

随着疫情防控向好形势的进一步巩固，可选消费各品类增速延续好转态势，部分消费升级类商品销售

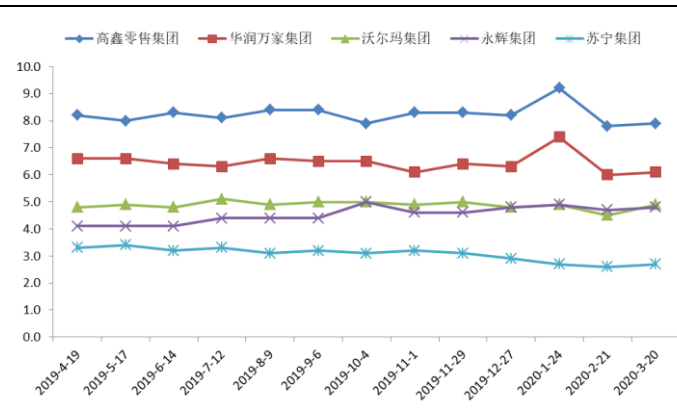
已经转正，汽车类商品销售也明显改善，对整体社零降幅收窄起到了增强作用。面对疫情冲击，中央和地方出台多项政策措施，稳定和促进汽车消费，效果逐步显现，4月限上汽车类零售额与上年同月基本持平，而3月为同比下降18.1%；出行类商品中的石油及制品同比下降14.1%，降幅较上月收窄4.7pct。消费升级类商品销售持续改善，通讯器材类增速加快并进入两位数区间，化妆品类增速实现正增长，婚庆需求逐步恢复，金银珠宝类降幅也进一步收窄。4月限上通讯器材类和文化办公用品类商品零售额同比分别增长12.2%和6.5%，增速分别比3月份加快5.7pct、0.4pct；体育娱乐用品类和化妆品类商品零售额分别增长11.6%和3.5%，而3月份分别为下降7.1%和11.6%；金银珠宝类商品下降12.1%，降幅比3月份收窄18pct。居住类商品降幅进一步收窄。4月限上家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类商品零售额同比分别下降8.5%、5.4%和5.8%，降幅分别比3月份收窄21.2pct、17.3pct和8.1pct。

疫情防控期间，居民将部分实体店消费转向线上，开启“云消费”时代，实物商品网上零售增速继续加快，线上渠道渗透率也进一步得到提升。1-4月全国网上零售额30698亿元，同比增长1.7%，1-3月份为下降0.8%。其中实物商品网上零售额增长8.6%，比1-3月份加快2.7pct，占社零总额的比重为24.1%，比1-3月份提高0.5pct。在实物商品网上零售额中，通过互联网销售的吃类和用类商品同比分别增长36.7%和12.4%，增速分别比1-3月份加快4pct、2.4pct；穿类商品同比下降12%，降幅比1-3月份收窄3.1pct。

2.3 五大零售集团市场表现

按零售业态分，1-4月份，限额以上单位超市和仓储会员店商品零售额同比分别增长3.1%和14.4%，增速分别比1-3月份加快1.2pct、2.8pct，后疫情时代消费习惯得以留存，无接触、自助式零售更受消费者青睐。凯度消费者指数显示，一季度中国城市快速消费品销售额与去年同期相比下降了6.7%，但3月份市场已经出现初步回暖。在快速消费品整体下滑的背景下，家庭清洁品类逆势增长，同比增速达7.4%。过去12周中，现代通路（包括大卖场、超市和便利店）整体销售额与去年同期相比下降了3.7%。

图 13：五大零售集团市场表现-4 周滚动趋势



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 14：五大零售集团市场表现-12 周同比

	更多消费者?	每次更多花费?	更多购买频次?	更多购物者触达数?(百万)
高鑫零售集团	16.2% -6.0%	107.6元 +0.7%	4.1次 -0.7%	121.70 -4.6%
华润万家集团	12.2% -12.2%	108.9元 +2.5%	4.2次 -2.5%	94.71 -12.5%
沃尔玛集团	11.0% -10.7%	113.3元 +2.0%	3.3次 -3.1%	66.59 -11.5%
永辉集团	11.0% +6.5%	92.5元 +3.1%	4.1次 -2.3%	81.91 6.4%
苏宁集团	7.1% -16.4%	102.1元 +0.7%	3.1次 -6.7%	40.99 -20.2%

数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

在过去的一个季度中，客流显著下滑给实体零售商带来较大的业绩压力，但部分优质的头部企业在疫情中通过加快数字化建设提升市场份额，积极利用到家配送等服务为居家隔离的消费者供应生鲜等必需品，满足消费者日常生活需求。在主要零售商中，高鑫零售集团通过自有平台和淘鲜达紧密合作，在一季度保持了领先地位，市占率小幅回升至 7.9%；华润万家、沃尔玛这两大本土、外资巨头在强大的商品管理、会员制和区域聚焦推动下，市占率也回升至 6.1%、4.9%；永辉在一季度保持了 9.8% 的强劲增长，受益于其强劲的自有供应链体系、在生鲜方面拥有较强的品牌效应，以及通过 Mini 店等小业态在社区零售中建立的优势，市占率小幅回升至 4.8%。

4. 行业动态新闻

➤ 2020 淘宝核心商家计划全面升级

5 月 13 日，淘宝官方在直播间公布了 2020 年全面升级淘宝核心商家计划：2020 年，官方将对内容型特色商家、带货达人、产业带商家、品牌与渠道商以及实体店（正在规划中）进行专项扶持。据官方数据显示，截至目前，28 万家外贸企业已入驻淘宝，近 3 个月，外贸企业上淘宝开店的数量已增长 160%。淘宝产业带业务负责人夜舞表示，淘宝计划在 2020 年引入 5 万家实力工厂，并孵化 1 万家百万规模的新店。同时据淘宝达人严选业务负责人容双介绍，2020 年淘宝计划引入 10000 名明星达人入淘，打造一批亿级、千万以及百万级的淘宝达人严选店铺。她介绍道：“该项目已于去年 10 月试跑，比如麻辣德子达人严选店铺已交出单日联名款单品销售额达 139 万，淘宝转化率高达 29% 的成绩单，再比如今年 4 月胡可的礼物严选店铺开业，单场直播最高成交达 160 万。同时，该项目目前还在邀请如蛋蛋解说、正直博等达人的入驻中。”（亿邦动力网）

➤ 京东一季度净收入为 1462 亿，同比增长 20.7%

5 月 15 日，京东集团发布了 2020 年第一季度业绩。2020 年第一季度，京东集团净收入为 1462 亿元人民币（约 206 亿美元），同比增长 20.7%，日用百货商品销售的净收入为 525 亿元人民币（约 74 亿美元），同比增长 38.2%。至 2020 年 3 月 31 日，京东过去 12 个月的活跃购买用户数为 3.874 亿，较去年同期增长 24.8%，这一增速较上一季度的 18.6% 再次提速。2020 年 3 月，京东移动端日均活跃用户数较去年同期增长 46%。为了与品牌商、中小商家等合作伙伴共同面对经营困难，尤其是短期现金流紧张等问题，京东在疫情期间不仅主动、大幅缩短了向供应商的结款周期，还向供应商提前预付了大量的预付货款，公司一季度的应付账款周转天数也较去年同期缩短了 5.7 天。（联商网）

➤ 电商收回自营，相宜本草迈出数字化转型重要一步

2020年，是相宜本草成立的第20个年头，也是相宜本草品牌在数字化转型上迈出重大变革的步伐，开启与消费者直接沟通和互动的新阶段。今年，相宜本草更是迈出年轻化的坚实步伐，在新锐潮起颠覆的时代，正式开启电商自营新时代，探索数字化转型“心”方向。相宜本草开启电商自营新时代，是一步将产品、渠道、内容输出等高度一致行动达到品效合一境界的重要棋招。“此次基于数字化转型愿景做出的改变是结合公司未来战略方向，将旗舰店打造成品牌的营销阵地，是相宜本草对目标消费群体观察力、同理心、好奇心等市场洞察能力的全面提升。”相宜本草电商负责人表示。（聚美丽）

5.投资建议

4月年报期刚刚过去，零售行业子板块中，超市营收规模稳健增长，百货连锁收入利润承压明显。分板块看，1）超市板块销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间。2019年超市板块营收增速逐季抬升，Q4达到9.83%，为年内最高；2020Q1受疫情影响企业表现分化，板块整体增速降至5.88%；归母净利润增速全年呈现下降趋势，19Q1增速最高达29.54%，至19Q4增速转负，2020Q1增速仍然为负值，但降速大幅收窄。超市业绩两极分化趋势依然显著，头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大；2）百货+综合板块19全年利润增速较好，20Q1收入利润降幅明显。2019年百货及综合板块收入端降速持续收窄，但受疫情期间客流下滑和消费低迷影响在2020Q1增速转为-49%；归母净利润端增速除19Q1小幅下降以外，Q2-Q4均呈上涨，且19Q4达到44.8%的年内高位，但2020Q1显著下降，净利润和增速同时转负且增速降幅较大，成为受疫情影响最为严重的实体业态，百货及综合38家上市公司中有近六成Q1净利润为负。3）专营连锁板块利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强；4）电商及服务板块营收增速持续放缓，利润增速波动较大。

4月宏观经济各项指标延续了3月恢复改善的势头，但整体还处在下降区间，这些指标的改善有一定补偿性恢复的性质。当前海外疫情正在蔓延扩散，对世界经济的巨大冲击还在发展演变进程中，国内经济的稳定复苏也面临较大压力。疫情蔓延对全球供应链造成冲击，国际商品供给水平有所下降，消费者的关注点转向国内市场，国货潮崛起正当时。疫情对一季度宏观经济造成了较大的负面影响，为了提振消费需求国家着手加快物联网、5G等新基建的商用步伐，促进线上线下深度融合。实体零售企业积极运用大数据和云计算等新技术创新业态、模式和场景，满足消费者多元化、个性化的消费体验，带动新消费快速增长。针对疫情对可选消费商品造成的较大冲击，国家推出了减税降费、补贴促销等扩大费政策扶持实体零售企业，企业自身也主动优化商品结构，顺应消费发展趋势，推动消费品市场实现恢复性增长。在线上消费渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注与疫情相关消费需求的快速增长，以及实体零售企业对线上线下融合程度的进一步推动，重点关注线上渠道占比较高，自建供应链优势明显，集中度明显提升的细分行

业，主要关注以下几条主线，

1) 受益食品 CPI 较高及生活必需品的刚需属性，超市板块具备较强的业绩确定性，同时疫情提升了企业数字化程度、线上客源及渠道占比，超市龙头长期以来自建供应链优势得到凸显，板块具备一定防御性布局价值，建议关注发展商品资源优势、促进线上线下融合、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力和拓进 2B 端业务，形成规模效应，保有更大的市场占有率，以品质和服务为核心，拥有打造全方位供应链体系和超市型服务平台的能力的**永辉超市**；以及持续强化区域密集布局、多业态发展和供应链能力建设，年内通过发展新店、合并河北家家悦和山东华润，带动同店收入提升明显，持续深耕胶东发展全国、店部升级改造、强化生鲜食品供应链效率的**家家悦**；

2) 随着电商渠道渗透率的进一步提升，企业布局线上渠道的价值得以凸显，同时随着城乡信息基础设施差距的不断缩小，低线城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业在拓展新增量的同时巩固存量运营，有效提升品牌及市场集中度，建议关注以电商渠道为主，品牌基于庞大的用户基数、极致性价比的产品、丰富的供应链和多元化的平台流量，在品牌规模化生产下拥有存量竞争优势，持续打造合作产业链护城河，预计未来 GMV 仍将保持中高速增长**的南极电商**；以及拥有强大的自主生产、专业研发创新能力和先进的供应链管理体系，搭建多渠道销售体系，实现差异化多品牌矩阵的构建，持续精细化运营各电商平台，电商渠道营收占比近 50%，受益线上渠道销售增长快速成长的**珀莱雅**；

3) 可选消费为主的连锁板块具有较大估值弹性，中长期趋势来看线下渠道仍然是企业立身之本，线上线下渠道局部均衡有利于企业有效对抗社会风险，我们认为在消费需求回归常态后，细分行业龙头具备一定估值修复的机会，建议关注聚焦主业稳健经营，以渠道拓展和升级、商品结构优化、会员体系优化、品牌建设等为基础，进一步加速数字化建设，积极探索新媒体营销，推进产业链上游品牌资源整合，以科技和品牌赋能零售营销渠道，同时实施股权激励计划增强公司凝聚力的**爱婴室**；以及坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，通过协同发展黄金珠宝、商业地产、文化餐饮等多种优势产业，产地融合双向赋能，同时完善股权激励机制推进组织迭代，通过战略投资持续丰富快乐时尚产业内涵的能力的**豫园股份**。

6.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 消费升级、新业态发展不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧。
- 4) 海外疫情持续蔓延，疫情影响超出市场预估风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

