

2020 年 05 月 05 日

商贸零售

2019 年年报及 2020Q1 季报总结：必选稳健龙头向好，可选需求亟待释放

➤ **行业整体：整体趋暖，疫情影响收入、利润短期承压。**1) 2019 收入端总量趋暖，2019Q1-2019Q4 单季度收入增速分别为 6.1%、4.7%、3.1%、3.6%；2020Q1 疫情短期大幅承压，同比-13.1%。2) 全年盈利能力稳健，2019Q4、2020Q1 盈利能力短期承压。2019 年商贸零售板块公司合计毛利率为 14.4%，同比持平；分季度来看，2019Q1-Q4 单季度毛利率分别为 15.3%、14.1%、13.9%、14.5%；费用率端，2019Q4 板块合计销售费用率、管理费用率分别同比+0.1pct、-0.4pct；剔除永辉后趋势不变。2020Q1 来看，行业盈利能力受到疫情影响：2020Q1 毛利率维持在 14.5%，剔除永辉后下滑态势较为显著，费用大幅上升。整体来看，净利润端，2019Q4 行业扣非净利率率同比-0.6pct，2020Q1 行业扣非净利率率同比-1.6pct。

➤ **子版块：必选稳健向好，正向刺激有望持续，可选需求亟待释放。**其中：

超市：高位 CPI 推动营收增速提升，疫情正向刺激，影响有望持续。自 2019H2 起 CPI 恒处高位，超市行业增速提升：2019 年实现营收 1728 亿元/+11.6%，增速同比上行 1.6pct；整体毛利率水平稳健，增速有所放缓；费用率整体平稳，销售费用率同比持平，管理费用率同比-0.9pct，其中龙头永辉股权激励费用大幅下降起到较大影响。2020Q1 龙头力保民生商品供应，受疫情正向刺激，营收大涨、扣非净利率逆势反弹：2020Q1 超市行业营收同比增长 18.2%，增速同比上行 8.8pct；毛利率同比-0.2pct、销售费用率同比-2.7pct、管理费用率同比-0.1pct；扣非归母净利率为 3.1%，扣非净利润增速 10%。

化妆品：线下冲击明显，线上驱动行业增长。1) 2019 年营收 159 亿元/+11.3%，受 Q4 业绩影响扣非净利 12.6 亿元/-4%。线上驱动行业增长，19 年珀莱雅/丸美/上海家化线上渠道增速达 61%/23%/30%，品类方面彩妆受冲击较为明显，消杀类产品增长迅速；2) 短期化妆品龙头受影响有限，珀莱雅线上打法成熟、20 年主推红宝石+双抗精华有望高增；上海家化换帅探索线上转型、发力佰草集和玉泽品牌；丸美对线上重视程度提升；华熙生物护肤品多品牌齐发+线上为主，未来营销+新品发力下期待打开成长空间。

百货：整体趋暖，毛利、费用趋势向好，疫情系短期影响，有望迎来消费需求反弹。2019 年全年实现营收 2011 亿元，同比增长 1.7%，增速同比上升 0.7pct；毛利率有所提升，费用管控有所改善，剪刀差继续扩大，2019 年行业毛利率+1.2pct 至 23.0%，销售费用率+0.3pct 至 10.0%，管理费用率-0.2pct 至 5.8%，扣非归母净利率率同比+0.7pct 至 3.6%；全年行业扣非归母净利润同比增长 27.0%。2020Q1 受到疫情重创，百货行业营收同比下降 41.6%，费用率大幅上升，2020Q1 行业扣非净利润增速-99.7%；随疫情缓解，门店陆续恢复营业，消费需求得到释放，有望持续改善。

黄金珠宝：收入增速下滑，龙头有所分化。2019Q4 黄金珠宝行业 4 家上市公司营收增速 5.3%，增速环比回落 15.1pct；2020Q1 营收同比-8.7%。受益于金价抬升，黄金珠宝 3 月限额以上社零环比上升 11.0pct。细分龙头中：周大生展店扩张提速，线上销售发力：2019 年门店净增加 660 家，全年实

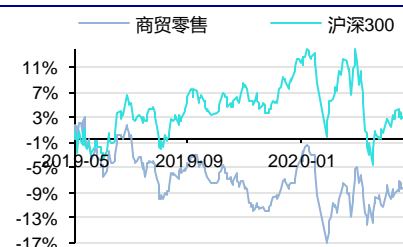
行业动态分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	11.50	买入-A
603708 家家悦	40.00	买入-A
002697 红旗连锁	12.00	买入-A
603605 珀莱雅	152.20	买入-A
688363 华熙生物	-	买入-A
600315 上海家化	37.80	买入-A
603983 丸美股份	-	买入-A
002127 南极电商	17.75	买入-A
300792 壹网壹创	327.90	买入-A
300785 值得买	183.00	买入-A
603214 爱婴室	55.00	买入-A
300755 华致酒行	30.00	买入-A
002867 周大生	25.75	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.94	-9.72	-22.92
绝对收益	-0.57	-7.52	-22.93

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

相关报告

珀莱雅双抗精华助力品牌持续升级，3 月社零降幅收窄，继续推荐线上消费+必选超市逻辑主线 2020-04-19

红旗连锁、壹网壹创业绩均超预期，继续验证必选超市龙头及线上消费两大主线，重点推荐 2020-04-12

1-2 月必选社零相对稳健，继续重点推荐超市及化妆品龙头 2020-03-22

38 节“补偿性消费”显现，发改委发布促消费意见，超市及化妆品龙头再迎利好 2020-03-15

为山九仞，岂一日之功 —— 聚焦玻尿酸原料行业三重壁垒 2020-03-11

现营收 54.39 亿元/+11.69%，扣非归母净利润 9.14 亿元/+21.59%；2020Q1 实现营收 6.78 亿元/-38.25%，扣非归母净利润 1.01 亿元/-48.15%，互联网销售在 2020 年 Q1 实现营收 1.92 亿元，同比大增 104.32%。

电商：1) 苏宁：2019 年营收/归母净利/扣非归母净利 2692/98/-57 亿元，同比+10% / -26%/-1488%，业绩稳定增长；20Q1 实现营收和扣非归母净利 578.4/-5.0 亿元，同比-7.07%/+49.49%，疫情影响或有限，期待双线融合优势凸显。2) 南极电商：2019 全年实现营收 39.07 亿元/+16.52%，扣非业绩 11.48 亿元/+36.46%，业绩继续高增长；2020Q1 营收 6.72 亿元/-18.51%，扣非归母净利润 1.04 亿元/-12.97%，虽受疫情影响，但根据爬虫数据，在 3-4 月复工复产后的单月 GMV 估测分别同比增长 28%和 25%，并有望继续环比修复。

其余渠道：1) 爱婴室：2019 年展店明显提速，业绩符合预期。2019 年实现营收 24.60 亿元/+15.22%，扣非归母净利润 1.25 亿元/+20.68%，全年新开门店 73 家；2020Q1 实现营收 5.19 亿元/-4.81%，扣非归母净利润-59.78 万元/-104.13%；2) 华致酒行：2019 年实现营收 37.38 亿元/+37.38%，扣非归母净利润 2.96 亿元/+42.48%，业绩高增；2020Q1，在疫情背景下，实现营收 12.95 亿元/+14.96%，扣非归母净利润 0.97 亿元/+29.22%，实属不易。

- **投资建议：**我们当前为投资者梳理三条投资主线：1) 必选更加稳健，看向二季度，同店日销增速虽环比回落但同比正向刺激有望维持，继续重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁等；2) 线上渗透率有望进一步催化，线上业务占比较大持续发力线上的相关标的，继续推荐珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、南极电商、壹网壹创、值得买等；3) 需求短期受损，但下半年有望实现消费回补反弹，行业景气度高龙头壁垒持续提升，继续推荐爱婴室、华致酒行、周大生等。
- **风险提示：**消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大；商品结构调整失效；CPI 大幅下行风险。

1. 报告核心观点:

行业整体：整体趋暖，疫情影响收入、利润短期承压。1) 2019 收入端总量趋暖，2019Q1-2019Q4 单季度收入增速分别为 6.1%、4.7%、3.1%、3.6%；2020Q1 疫情短期大幅承压，同比-13.1%。2) 毛利率整体稳健，费用管控向好，2019Q4、2020Q1 盈利能力短期承压。毛利率端，2019 年商贸零售板块公司合计毛利率为 14.4%，同比持平；分季度来看，2019Q1-Q4 单季度毛利率分别为 15.3%、14.1%、13.9%、14.5%；费用率端，2019Q4 板块合计销售费用率、管理费用率分别同比+0.1pct、-0.4pct；剔除永辉后趋势不变。2020Q1 来看，行业盈利能力受到疫情影响：2020Q1 毛利率维持在 14.5%，剔除永辉后，2020Q1 下滑态势较为显著；2020Q1 费用大幅上升，系疫情带来人工费用、刚性支出等增加所致，销售、管理费用率分别同比+0.6pct、+0.1pct。整体来看，净利润端，2019Q4 行业扣非净利率同比-0.6pct，2020Q1 行业扣非净利率同比-1.6pct。

子版块：必选稳健向好，正向刺激有望持续，可选需求亟待释放。其中：

超市：高位 CPI 推动营收增速提升，疫情正向刺激，影响有望持续。超市行业作为必选消费，自 2019H2 起 CPI 恒处高位，推动超市行业增速提升：2019 年超市行业实现营收 1728 亿元，同比增长 11.6%，增速同比上行 1.6pct；整体毛利率水平稳健，增速有所放缓，2019 年行业毛利率同比下降 0.2pct 至 22.6%；费用率整体平稳，控费开始见效，2019 年销售费用率同比持平，管理费用率同比下降 0.9pct，其中龙头永辉股权激励费用大幅下降起到较大影响。2019Q4 行业利润端有所承压，扣非归母净利率为-1.6%。2020Q1 受疫情正向刺激，超市行业力保民生供应，供应链能力凸显，营收大涨、扣非净利率逆势反弹：2020Q1 超市行业营收同比增长 18.2%，增速同比上行 8.8pct；毛利率同比-0.2pct、销售费用率同比-2.7pct、管理费用率同比-0.1pct；扣非归母净利率为 3.1%，扣非净利润增速 10%。

化妆品：线下冲击明显，线上驱动行业增长。1) 2019 年板块整体稳增，Q4 业绩承压。化妆品板块实现营收 159 亿元/+11.3%，扣非净利 12.6 亿元/-4%，毛利率 61.0%/-0.7pct，受销售、管理费用增加影响（销售费用率 40.4%/+1.6pct，管理费用率微增 9.0%/+0.4pct），扣非净利率下降 1.3pct 至 7.9%。分季度看，19Q1-20Q1 营收增速分别为 9.4%/9.2%/8.9%/16.9%/-7.9%，扣非净利增速为 7%/140%/6%/-47%/-17%，其中 Q4 受上海家化和拉芳家化业绩承压影响，Q1 主要系疫情对线下渠道冲击。2) 线上驱动行业增长，不同品类受疫情影响有异。19 年珀莱雅/丸美/上海家化线上渠道增速达 61%/23%/30%，华熙生物、珀莱雅和丸美护肤品线上收入占比较高（19 年珀莱雅和丸美分别为 53.1%/44.9%），受疫情影响相对较小。品类方面彩妆受冲击较为明显，消杀类产品增长迅速；3) 营运能力方面，品牌为应对疫情影响加大备货，20Q1 珀莱雅/上海家化/丸美/华熙生物存货周转天数同比 19Q1 增加 24/25/29/138 天，为激励经销商进货应收账款周转天数也有所延长。4) 短期化妆品龙头受影响有限，珀莱雅线上打法成熟、20 年主推红宝石+双抗精华有望持续高增；上海家化探索线上转型且新任 CEO 卓具经验、20 年重点发力佰草集和玉泽品牌；丸美对线上重视程度提升；华熙生物护肤品多品牌齐发+线上为主，在未来发力营销+新品发力下期待打开成长空间。疫情影响下化妆品行业整体线上转型，壹网壹创有望受益。

百货：整体趋暖，毛利、费用趋势向好，疫情系短期影响，有望迎来消费需求反弹。2019 年全年实现营收 2011 亿元，同比增长 1.7%，增速同比上升 0.7pct；毛利率有所提升，费用管控有所改善，剪刀差继续扩大，2019 年行业毛利率+1.2pct 至 23.0%，销售费用率+0.3pct 至 10.0%，管理费用率-0.2pct 至 5.8%，扣非归母净利率同比+0.7pct 至 3.6%；全年行业扣非归母净利润同比增长 27.0%。2020Q1 受到疫情重创，百货行业营收同比下降 41.6%，费

用率大幅上升，2020Q1 行业扣非净利润增速-99.7%；随疫情缓解，门店陆续恢复营业，消费需求得到释放，有望持续改善。

黄金珠宝：收入增速下滑，龙头有所分化。2019Q4 黄金珠宝行业4家上市公司营收增速5.3%，增速环比回落 15.1pct；2020Q1 营收同比-8.7%。受益于金价抬升，黄金珠宝3月限额以上社零环比上升 11.0pct。细分龙头中：周大生展店扩张提速，线上销售发力：2019 年门店净增加 660 家，全年实现营收 54.39 亿元/+11.69%，扣非归母净利润 9.14 亿元/+21.59%；2020Q1 实现营收 6.78 亿元/-38.25%，扣非归母净利润 1.01 亿元/-48.15%，互联网销售在 2020 年 Q1 实现营收 1.92 亿元，同比大增 104.32%。

电商：1) 苏宁：2019 年营收/归母净利/扣非归母净利 2692/98/-57 亿元，同比+10%/-26%/-1488%，业绩稳定增长，非经常性损益主因苏宁小店等出表和收购物流项目；20Q1 实现营收和扣非归母净利 578.4/-5.0 亿元，同比-7.07%/+49.49%，疫情影响或有限，期待双线融合优势凸显。2) 南极电商：2019 全年实现营收 39.07 亿元/+16.52%，扣非业绩 11.48 亿元/+36.46%，业绩继续高增长符合预期，经营现金流净额 12.55 亿元/+127.59%，且拟分红 3.86 亿元（分红率 32.03%），报表质量持续改善；2020Q1 营收 6.72 亿元/-18.51%，扣非归母净利润 1.04 亿元/-12.97%，虽然受疫情影响导致营收下降，但仍保持利润端增长，根据爬虫数据，在 3-4 月复工复产后的单月 GMV 估测分别同比增长 28%和 25%，并有望继续环比修复。

其余渠道：1) 爱婴室：2019 年展店明显提速，业绩符合预期。2019 年实现营收 24.60 亿元/+15.22%，扣非归母净利润 1.25 亿元/+20.68%，全年新开门店 73 家；2020Q1 实现营收 5.19 亿元/-4.81%，扣非归母净利润-59.78 万元/-104.13%；2) 华致酒行：2019 年实现营收 37.38 亿元/+37.38%，扣非归母净利润 2.96 亿元/+42.48%，业绩高增；2020Q1，在疫情背景下，实现营收 12.95 亿元/+14.96%，扣非归母净利润 0.97 亿元/+29.22%，实属不易。

零售板块一季度基金持仓：与基本面基本吻合，仍处低位，配置比例有所上调。基金持仓与基本面情况基本吻合：1) 总体来看，零售板块维仍处低配，但配置比例有所上调。2) 分板块来看，必需消费持仓仍重，永辉超市、家家悦增持显著，红旗连锁遭遇减持；可选消费整体持仓下降，王府井、周大生、珀莱雅小幅提升，天虹股份、重庆百货、丸美股份遭遇减持；电商方面，南极电商大幅增持，苏宁易购持仓基本持平。

投资建议：我们当前为投资者梳理三条投资主线：1) 必选更加稳健，看向二季度，同店日销增速虽环比回落但同比正向刺激有望维持，继续重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁等；2) 线上渗透率有望进一步催化，线上业务占比较大持续发力线上的相关标的，继续推荐珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、南极电商、壹网壹创、值得买等；3) 需求短期受损，但下半年有望实现消费回补反弹，行业景气度高龙头壁垒持续提升，继续推荐爱婴室、华致酒行、周大生等。

风险提示：消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大；商品结构调整失效；CPI 大幅下行风险。

2. 商贸零售行业 2019 年年报及 2020Q1 季报总结：必选稳健龙头向好，可选需求亟待释放

2.1. 3 月社零降幅收窄，分品类数据整体向好

3月社零同比增速-15.8%，降幅环比收窄。据国家统计局及 Wind 数据，2020 年 3 月，社会消费品零售总额 26450 亿元，同比下降 15.8%，扣除价格因素实际增速-18.1%；排除汽车因素，汽车以外的消费品零售额 23841 亿元，下降 15.6%。价上来看，3 月 CPI 同比上涨 4.3%，虽有回落但仍处高位；整体来看，疫情影响虽尚未消除，但 3 月社零降幅环比收窄向好。

表 1：回顾 2019Q4-2020Q1 社零，整体稳健增长，2020 年 1-2 月受疫情冲击，3 月显现复苏势头

社零数据当月同比增速 (%)												
	2019-04	2019-05	2019 年 4-5 双月	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020 年 1-2 双月	2020-03
社会消费品零售总额	7.2	8.6	7.9	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	-20.5	-15.8
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)	5.1	6.4	5.8		5.7	5.6	5.8		4.9	4.9	4.5	-23.7
限额以上企业消费品零售额	2.0	5.1	3.6	9.8	2.9	2.0	3.1	1.2	4.4	4.4	-23.4	-15.0
粮油食品类	9.3	11.4	10.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2
饮料	9.7	12.7	11.2	9.1	9.7	10.4	8.9	9.5	13.0	13.9	3.1	6.3
烟酒	3.3	6.6	5.0	8.2	10.9	12.6	4.2	4.4	8.3	12.5	-15.7	-9.4
服装鞋帽针纺织品	-1.1	4.1	1.5	5.2	2.9	5.2	3.6	-0.8	4.6	1.9	-30.9	-34.8
化妆品	6.7	16.7	11.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	-14.1	-11.6
金银珠宝	0.4	4.7	2.7	7.8	-1.6	-7.0	-6.6	-4.5	-1.1	3.7	-41.1	-30.1
日用品	12.6	11.4	12.0	12.3	13.0	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	-6.6	0.3
家用电器和音像器材	3.2	5.8	4.5	7.7	3.0	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	-30.0	-29.7
中西药品	11.5	11.2	11.3	10.4	11.6	7.7	6.6	5.1	4.9	8.2	0.2	8.0
文化办公用品	3.6	3.1	3.4	6.5	14.5	19.8	-0.2	-3.4	4.6	-11.5	-8.9	6.1
家具类	4.2	6.1	5.2	8.3	6.3	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	-33.5	-22.7
通讯类器材	2.1	6.7	4.3	5.9	1.0	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	-8.8	6.5
石油及制品	0.1	3.1	1.6	3.5	-1.1	-1.2	-0.4	-4.5	0.5	4.0	-26.2	-18.8
建筑及装潢材料	-0.3	-1.1	-0.7	1.1	0.4	5.9	4.2	2.6	-0.3	0.6	-30.5	-13.9
汽车	-2.1	2.1	0.0	17.2	-2.6	-8.1	-2.2	-3.3	-1.8	1.8	-37.0	-18.1

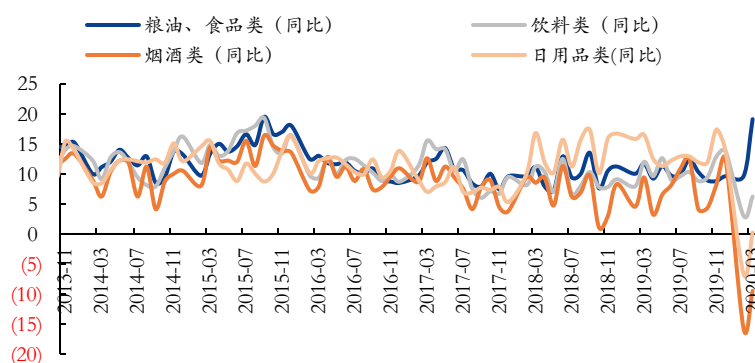
社零增速环比增速 (%)												
	2019-04	2019-05	2019 年 4-5 双月	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020 年 1-2 双月	2020-03
社会消费品零售总额	-1.5	1.4	-0.8	1.9	-2.2	-0.1	0.3	-0.6	0.8	0.0	-28.5	4.7
社会消费品零售总额 (扣除价格因素)		1.3	5.8	-5.8	5.7	-0.1	0.2	-0.9	0.0	-0.4	-28.2	5.6
限额以上企业消费品零售额	-3.1	3.1	-1.5	6.2	-6.9	-0.9	1.1	-1.9	3.2	0.0	-27.8	8.4
粮油食品类	-2.5	2.1	-1.4	-0.6	0.1	2.6	-2.1	-1.4	-0.1	0.8	0.0	9.5
饮料	-2.4	3.0	-0.9	-2.1	0.6	0.7	-1.5	0.6	3.5	0.9	-10.8	3.2
烟酒	-6.2	3.3	-4.5	3.2	2.7	1.7	-8.4	0.2	3.9	4.2	-28.2	6.3
服装鞋帽针纺织品	-7.7	5.2	-5.1	3.7	-2.3	2.3	-1.6	-4.4	5.4	-2.7	-32.8	-3.9
化妆品	-7.7	10.0	-2.7	10.8	-13.1	3.4	0.6	-7.2	10.6	-4.9	-26.0	2.5
金银珠宝	1.6	4.3	3.9	5.1	-9.4	-5.4	0.4	2.1	3.4	4.8	-44.8	11.0
日用品	-4.0	-1.2	-4.6	0.3	0.7	0.0	-1.0	0.0	5.5	-3.6	-20.5	6.9
家用电器和音像器材	-12.0	2.6	-10.7	3.2	-4.7	1.2	1.2	-4.7	9.0	-7.0	-32.7	0.3

中西药品	-0.3	-0.3	-0.5	-0.9	1.2	-3.9	-1.1	-1.5	-0.2	3.3	-8.0	7.8
文化办公用品	7.6	-0.5	7.4	3.1	8.0	5.3	-20.0	-3.2	8.0	-16.1	2.6	15.0
家具类	-8.6	1.9	-7.6	3.1	-2.0	-0.6	0.6	-4.5	4.7	-4.7	-35.3	10.8
通讯类器材	-11.7	4.6	-9.5	1.6	-4.9	2.5	4.9	14.5	-10.8	-3.3	-17.6	15.3
石油及制品	-7.0	3.0	-5.5	1.9	-4.6	-0.1	0.8	-4.1	5.0	3.5	-30.2	7.4
建筑及装潢材料	-11.1	-0.8	-11.5	1.8	-0.7	5.5	-1.7	-1.6	-2.9	0.9	-31.1	16.6
汽车	2.3	4.2	4.4	17.2	-19.8	-5.5	5.9	-1.1	1.5	3.6	-38.8	18.9

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

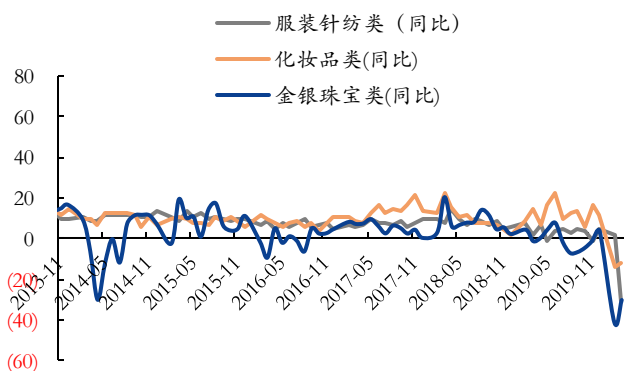
分品类看，大部分品类环比向好。其中：1) 必选消费仍然表现良好。2020年3月限额以上粮油食品、日用品、饮料、烟酒同比增长19.2%、0.3%、6.3%、-9.4%，环比1-2月前值分别+9.5pct、6.9pct、3.2pct、6.3pct，既为疫情影响下必选消费作为刚需仍然维持较好增长的印证，也说明从品类来讲，消费者必选消费商品结构可能逐步回归；2) 可选方面，同比虽仍为下降，但环比降幅收窄。2020年3月限额以上化妆品、黄金珠宝同比增长-11.6%、-30.1%，增速相对1-2月前值+2.5pct、+11.0pct；限额以上家电、家具同比增长-29.7%、-22.7%，增速相对1-2月前值+0.3pct、+10.8pct，虽然需求及安装均受疫情影响有所滞后，但环比向好；限额以上文具同比增长-22.7%，增速相比1-2月前值+15.0pct，或与企业渐开工、学生需求渐回暖相关。3) 此外，3月限额以上中西药品同比增长8.0%，增速相对前值+7.8pct。

图1：3月必选品仍然表现良好，同比明显回升



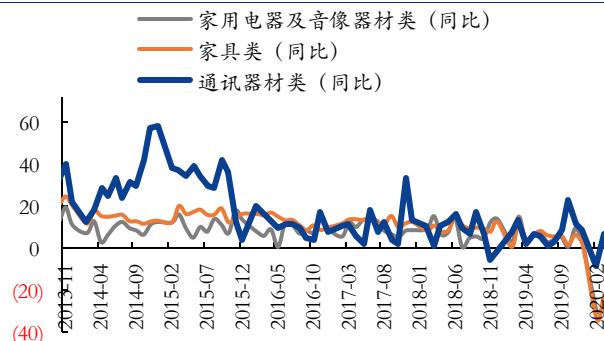
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图2：可选消费同比仍为下降，但环比降幅收窄



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图3：可选消费同比仍为下降，但环比降幅收窄

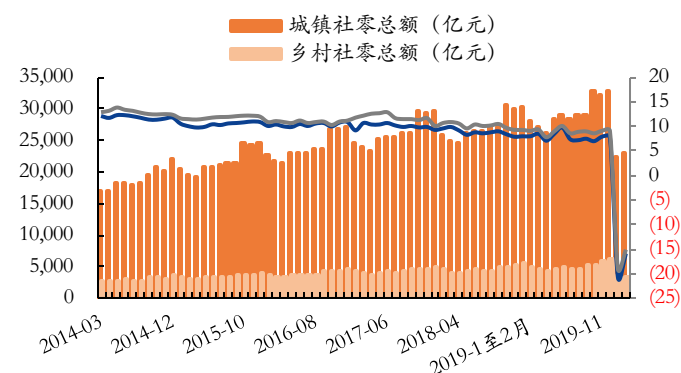


资料来源：Wind，安信证券研究中心

乡村略好于城镇，餐饮影响大于零售，线上渗透率持续提升。分区域来看，乡村影响略好于城镇，2020年3月城镇消费品零售额为22974亿元，同比下降15.9%（增速环比+4.8pct）；

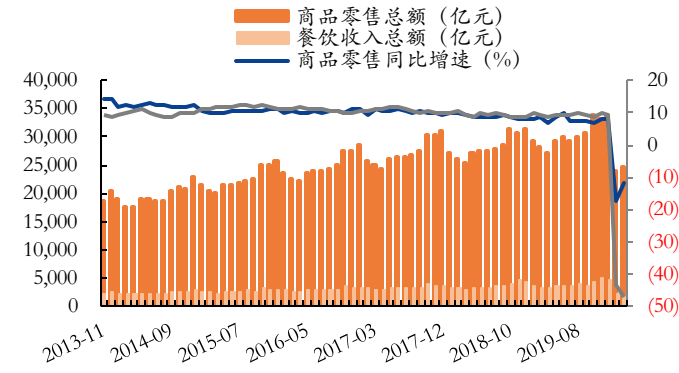
乡村消费品零售额 3476 亿元，同比下降 15.1%(增速环比+3.9pct)。分类型来看，餐饮影响仍大于商品零售：2020 年 3 月商品零售 24618 亿元，同比下降 12.0%（环比+5.6pct）；餐饮收入 1832 亿元，同比下降 46.8%（环比-3.7pct）。分渠道来看，实物商品网上零售额 2020 年 1-3 月增速为同比上升 5.9%（1-2 月为 3.0%）；且网上零售额渗透率为 23.6%，2019 年 9-12 月及 2020 年 1-2 月合计渗透率分别为 19.5%、19.5%、20.4%、20.7%，21.5%，继续提升；其中在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 32.7%和 10.0%，穿类商品下降 15.1%，均呈向好态势。

图 4：乡村略好于城镇



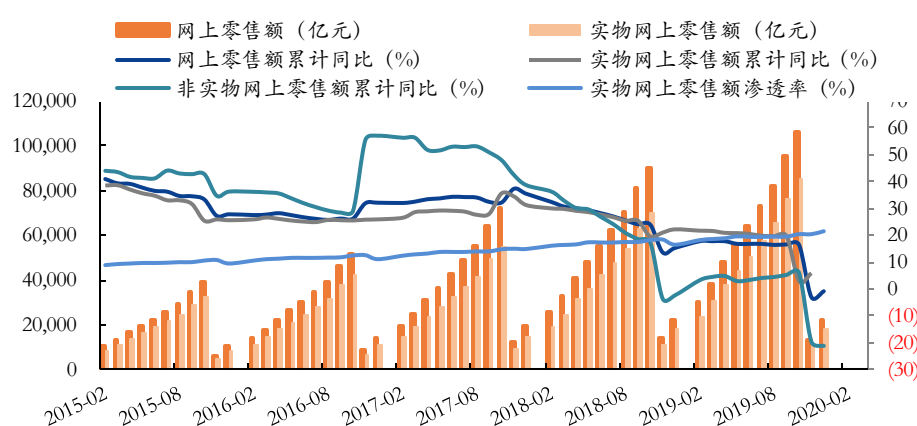
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：餐饮受到影响大于零售



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：线上渗透率继续提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 行业：整体趋暖，受疫情影响，2020Q1 收入、利润短期承压

我们以申万商贸零售成分股为基础，加上可选消费标的（上海家化、珀莱雅、老凤祥、周大生等），对 2019Q4、2020Q1 行业整体盈利能力加以分析；考虑到永辉超市主要盈利指标波动较大，且在零售板块中权重较大，因而在毛利率、费用率及扣非归母净利润端分析中，对包含永辉超市、剔除永辉超市分别加以阐述。

2019 收入端总量趋暖，2020Q1 受疫情影响大幅承压。2019 年，商贸零售板块上市公司合计收入同比增长 4.3%，增速同比下滑 4.6pct。分季度来看，2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4、2020Q1 单季度收入增速分别为 6.1%、4.7%、3.1%、3.6%、-13.1%；继 2018H2 行业有所承压后，2019 行业收入端总量趋暖，各季度增速稳健；受疫情影响，2020Q1 总量

呈负增长，短期内大幅承压。

毛利率整体稳健，费用管控向好，2019Q4、2020Q1 盈利能力短期承压。2019 年商贸零售板块公司合计毛利率为 14.4%，同比持平，整体水平稳健，同比增速有所回落；分季度来看，2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4、2020Q1 单季度毛利率分别为 15.3%、14.1%、13.9%、14.5%、14.5%，同比下滑但依然稳健；剔除永辉后，2020Q1 下滑态势更为显著。费用率端：1) 2019Q4 费用管控良好。板块合计销售费用率为 7.5%，同比+0.1pct；管理费用率下降趋势明显，合计管理费用率为 2.7%，同比-0.4pct；剔除永辉后趋势不变。2) 年度整体来看，剔除永辉微有上升。2019 年商贸零售板块公司合计销售费用率为 7.4%，同比+0.2pct，合计管理费用率为 2.8%，同比-0.1pct；剔除永辉后，合计销售费用率为 6.9%，同比+0.2pct，合计管理费用率为 2.8%，同比-0.1pct，微有上升。3) 2020Q1 费用大幅上升，系疫情影响收入端、且人工费用、刚性支出等有所增加所致。行业合计销售费用率为 8.1%，同比+0.6pct，合计管理费用率为 3.0%，同比+0.1pct；剔除永辉后，合计销售费用率为 7.5%，同比 0.4pct，合计管理费用率为 3.0%，同比+0.1pct。整体来看，行业毛利率稳健、费用率管控较好，但短期内盈利承压明显：2019Q4 行业扣非净利率同比-0.6pct，2020Q1 行业扣非净利率同比-1.6pct。

利润增速大幅下滑、由正转负，短期承压。2019 年商贸零售板块公司合计扣非归母净利润下滑 10.4%，其中单四季度扣非归母净利润下滑 304.6%；剔除永辉后，2019 年行业合计扣非归母净利润下滑 11.8%，其中单四季度扣非归母净利润下滑 9.0%。可以看出，2019Q4 行业利润端有所承压，2020Q1 进一步叠加疫情影响，利润端“雪上加霜”：2020Q1 扣非归母净利润下滑 77.0%，剔除永辉后扣非归母净利润下滑 89.0%，环比-80.0pct。

表 2：2019 年收入端总量有所趋暖，毛利率整体稳健，费用管控向好；利润端短期内行业、疫情双重承压

		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入	年初至报告期增速	12.5%	12.3%	12.0%	8.9%	6.1%	5.4%	4.6%	4.3%	-13.1%
	报告期单季度增速	12.5%	12.0%	11.5%	1.4%	6.1%	4.7%	3.1%	3.6%	-13.1%
毛利率	年初至报告期	14.8%	14.4%	14.2%	14.4%	15.3%	14.7%	14.4%	14.4%	14.5%
	同比变化	0.6pct	0.6pct	0.6pct	0.7pct	0.5pct	0.3pct	0.2pct	0.0pct	-0.8pct
	报告期单季度	14.8%	14.0%	14.0%	14.9%	15.3%	14.1%	13.9%	14.5%	14.5%
	同比变化	0.6pct	0.6pct	0.4pct	1.2pct	0.5pct	0.1pct	0.0pct	-0.5pct	-0.8pct
毛利率 (剔除永辉)	年初至报告期	14.4%	14.1%	13.9%	14.1%	14.9%	14.4%	14.1%	14.1%	13.8%
	同比变化	0.5pct	0.5pct	0.5pct	0.7pct	0.5pct	0.3pct	0.2pct	0.0pct	-1.1pct
	报告期单季度	14.4%	13.7%	13.7%	14.6%	14.9%	13.9%	13.5%	14.2%	13.8%
	同比变化	0.5pct	0.5pct	0.4pct	1.2pct	0.5pct	0.1pct	-0.1pct	-0.4pct	-1.1pct
销售费用率	年初至报告期	7.2%	7.0%	7.0%	7.1%	7.5%	7.3%	7.3%	7.4%	8.1%
	同比变化	0.2pct	0.2pct	0.2pct	0.3pct	0.3pct	0.3pct	0.3pct	0.2pct	0.6pct
	报告期单季度	7.2%	6.9%	7.0%	7.4%	7.5%	7.1%	7.3%	7.5%	8.1%
	同比变化	0.2pct	0.3pct	0.1pct	0.5pct	0.3pct	0.2pct	0.3pct	0.1pct	0.6pct
销售费用率 (剔除永辉)	年初至报告期	6.8%	6.6%	6.6%	6.7%	7.1%	6.9%	6.9%	6.9%	7.5%
	同比变化	0.1pct	0.1pct	0.1pct	0.2pct	0.3pct	0.3pct	0.2pct	0.2pct	0.4pct
	报告期单季度	6.8%	6.5%	6.7%	7.0%	7.1%	6.7%	6.8%	7.1%	7.5%
	同比变化	0.1pct	0.2pct	0.0pct	0.4pct	0.3pct	0.2pct	0.2pct	0.1pct	0.4pct
管理费用率	年初至报告期	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	3.0%
	同比变化	0.3pct	0.1pct	0.0pct	0.0pct	-0.2pct	-0.1pct	-0.1pct	-0.1pct	0.1pct
	报告期单季度	3.1%	2.8%	2.7%	3.1%	2.9%	2.7%	2.8%	2.7%	3.0%
	同比变化	0.3pct	-0.1pct	-0.2pct	0.0pct	-0.2pct	0.0pct	0.1pct	-0.4pct	0.1pct
管理费用率 (剔除永辉)	年初至报告期	3.1%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	3.0%
	同比变化	0.2pct	0.0pct	-0.1pct	-0.1pct	-0.2pct	-0.1pct	0.0pct	-0.1pct	0.1pct
	报告期单季度	3.1%	2.7%	2.6%	3.1%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%

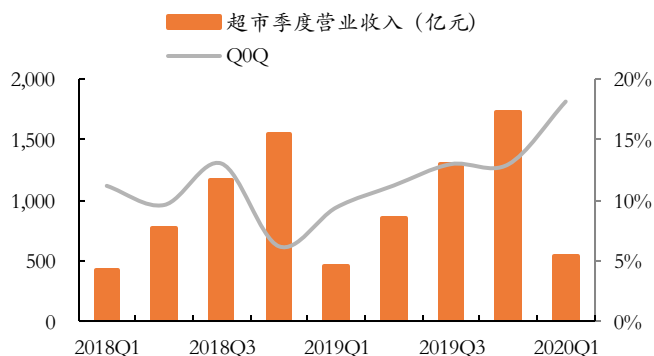
	同比变化	0.2pct	-0.1pct	-0.2pct	0.0pct	-0.2pct	0.0pct	0.2pct	-0.2pct	0.1pct
扣非归母净利润率	年初至报告期	2.3%	1.8%	1.6%	1.1%	2.2%	1.8%	1.6%	1.0%	0.6%
	同比变化	0.3pct	-0.2pct	-0.1pct	-0.6pct	-0.1pct	0.0pct	0.0pct	-0.2pct	-1.6pct
	报告期单季度	2.3%	1.3%	1.3%	-0.2%	2.2%	1.4%	1.3%	-0.8%	0.6%
	同比变化	0.3pct	-0.5pct	-0.1pct	-1.9pct	-0.1pct	0.1pct	-0.1pct	-0.6pct	-1.6pct
扣非归母净利润率(剔除永辉)	年初至报告期	2.2%	1.8%	1.6%	1.1%	2.1%	1.8%	1.6%	1.0%	0.3%
	同比变化	0.3pct	-0.1pct	-0.1pct	-0.6pct	-0.1pct	0.0pct	0.0pct	-0.2pct	-1.8pct
	报告期单季度	2.2%	1.4%	1.4%	-0.2%	2.1%	1.4%	1.3%	-0.8%	0.3%
	同比变化	0.3pct	-0.5pct	0.0pct	-1.8pct	-0.1pct	0.1pct	-0.1pct	-0.6pct	-1.8pct
扣非归母净利润增速	年初至报告期	27.1%	3.4%	3.0%	-28.7%	3.2%	6.7%	4.4%	-10.4%	-77.0%
	报告期单季度	27.1%	-20.8%	2.1%	-112.8%	3.2%	12.3%	-1.5%	-304.6%	-77.0%
扣非归母净利润增速(剔除永辉)	年初至报告期	29.7%	5.2%	5.8%	-27.3%	0.6%	4.7%	2.6%	-11.8%	-89.0%
	报告期单季度	29.7%	-18.4%	7.4%	-113.9%	0.6%	11.0%	-2.6%	-9.0%	-89.0%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3. 子版块: 必选稳健龙头向好, 正向刺激有望持续, 可选需求亟待释放

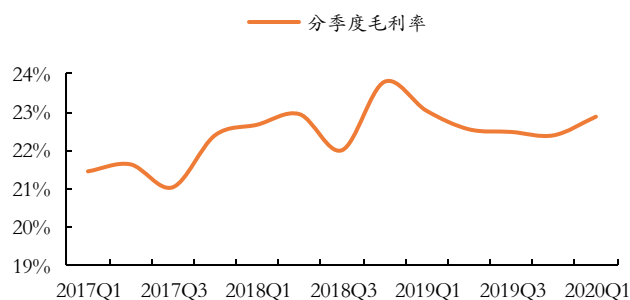
超市: 高位 CPI 推动营收增速提升, 毛利率稳健, 疫情正向刺激, 影响有望持续。超市行业作为必选消费, 自 2019H2 起 CPI 恒处高位, 推动超市行业增速提升: 2019 年超市行业实现营收 1728 亿元, 同比增长 11.6%, 增速同比上行 1.6pct; 毛利率端, 整体毛利率水平稳健, 增速有所放缓, 2019 年行业毛利率同比下降 0.2pct 至 22.6%; 费用端, 费用率整体平稳, 控费开始见效, 2019 年销售费用率为 17.4%, 同比持平, 管理费用率同比下降 0.9pct 至 2.6%, 其中龙头永辉股权激励费用大幅下降起到较大影响。单四季度来看, 行业承压明显, 2019Q4 扣非归母净利润率为-1.6%, 归为负值。2020Q1 受疫情正向刺激, 超市行业力保民生供应, 供应链能力凸显, 营收大涨、扣非净利率逆势反弹: 2020Q1 超市行业营收同比增长 18.2%, 增速同比上行 8.8pct; 扣非归母净利润率为 3.1%, 印证行业收入利润高弹性。细分龙头来看: 1) 永辉超市 2019 年实现营收/扣非归母净利润 848.77 亿元/10.61 亿元, 同比+20.36%/+18.34%; 2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 292.57 亿元/12.90 亿元, 同比+31.67%/+28.99%, 看向二季度, 疫情正向影响虽有回落但有望持续; 2) 家家悦 2019 年实现营收/扣非归母净利润 152.64 亿元/4.37 亿元, 同比+19.90%/+14.57%; 2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 52.87 亿元/1.73 亿元, 同比+38.96%/+30.97%, 业绩超预期。3) 红旗连锁 2019 年实现营收/扣非归母净利润 78.23 亿元/4.94 亿元, 同比+8.4%/+60.4%, 扣除新网银行投资收益贡献, 预计公司主业扣非归母净利润约 25-30%; 2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 23.45 亿元/1.38 亿元, 同比+24.0%/+79.69%, 主业利润增速稳健向好。

图 7: 超市行业收入增速提升



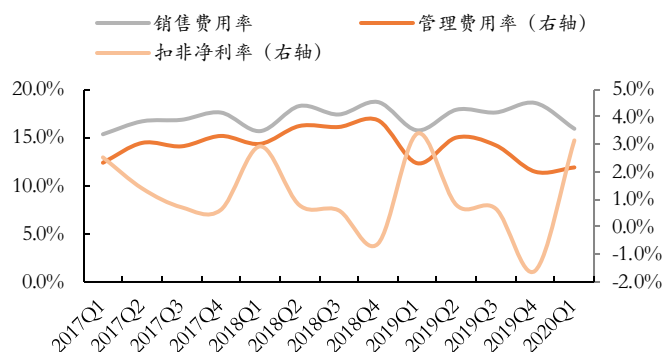
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 超市行业毛利率依旧稳健



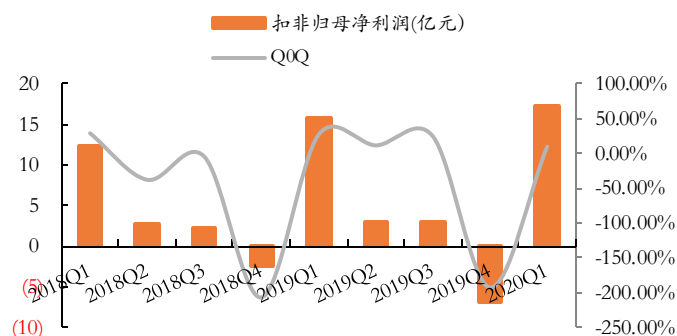
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9：超市行业费用端改善明显，2020Q1 扣非归母净利率转负为正、逆势反弹



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：扣非归母净利润增速回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 3：超市行业上市公司 2019 年业绩指标

	2019 年 营业收入(亿 元)	同比增 速	增速同 比变化	2019 年 扣非归母 净利润(亿 元)	扣非归母 净利润同比 增速	增速同比 变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	销售期 间费用 率	期间费 用率同 比变化	扣非净 利率	扣非净 利率同 比变动
永辉超市	848.8	20.4%	0.0pct	10.6	18.3%	67.9pct	21.6%	-0.6pct	19.0%	-1.8pct	1.3%	0.0pct
家家悦	152.6	19.9%	7.5pct	4.4	14.6%	-12.4pct	21.8%	0.1pct	17.9%	0.0pct	2.9%	-0.1pct
红旗连锁	78.2	8.3%	4.3pct	4.9	60.4%	-46.4pct	30.9%	1.5pct	25.6%	1.3pct	6.3%	2.0pct
人人乐	76.0	-6.5%	1.7pct	-2.0	46.8%	26.8pct	23.9%	-1.3pct	26.0%	-0.3pct	-2.6%	2.0pct
步步高	197.3	6.9%	0.3pct	1.2	0.5%	3.7pct	24.1%	1.1pct	22.6%	1.2pct	0.6%	0.0pct
华联综超	119.9	3.4%	4.9pct	0.7	-13.7%	-1,524.9pct	22.3%	0.1pct	22.2%	0.4pct	0.6%	-0.1pct
三江购物	39.8	-3.7%	-13.4pct	1.1	13.5%	11.6pct	24.5%	0.4pct	20.0%	-0.2pct	2.7%	0.4pct
新华都	60.1	-12.3%	-10.6pct	-6.4	-4373.1%	-4,446.1pct	21.8%	-0.6pct	23.4%	1.8pct	-10.6%	-10.4pct
中百集团	155.5	2.2%	2.2pct	0.3	12.8%	-149.4pct	22.3%	-0.2pct	20.9%	-0.3pct	0.2%	0.0pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 4：超市行业上市公司 2020Q1 业绩指标

	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2020Q1 扣非归母 净利润 (亿元)	扣非母 净利润 同比 增速	增速同比 变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	期间 费用 率	期间费 用率同 比变化	扣非 净利率	扣非净 利率同 比变动
永辉超市	292.6	31.6%	13.1pct	12.9	29.0%	-5.1pct	22.8%	0.1pct	16.7%	0.0pct	4.4%	-0.1pct
家家悦	52.9	39.0%	22.3pct	1.7	31.0%	16.8pct	21.4%	-0.4pct	16.8%	-0.2pct	3.3%	-0.2pct
红旗连锁	23.5	24.0%	21.3pct	1.4	79.7%	39.5pct	29.7%	-0.2pct	24.6%	-1.6pct	5.9%	1.8pct
人人乐	21.2	-5.5%	1.1pct	0.1	-70.7%	-31.2pct	23.1%	-1.3pct	21.9%	0.0pct	0.4%	-0.9pct
步步高	55.4	-1.6%	-4.2pct	0.9	-53.6%	-62.1pct	22.0%	-1.7pct	19.7%	0.7pct	1.5%	-1.7pct
华联综超	37.1	10.7%	12.0pct	0.7	49.2%	-8.1pct	20.9%	-1.8pct	19.0%	-2.3pct	1.9%	0.5pct
三江购物	52.9	39.0%	22.3pct	1.7	31.0%	16.8pct	21.4%	-0.4pct	16.8%	-0.2pct	3.3%	-0.2pct
新华都	13.6	18.8%	16.4pct	0.7	47.3%	20.9pct	24.5%	0.8pct	17.0%	-0.2pct	5.2%	1.0pct
中百集团	12.3	-25.9%	-15.3pct	0.8	220.6%	233.0pct	25.7%	2.7pct	20.1%	-1.5pct	6.9%	5.3pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

化妆品：线下冲击明显，线上驱动行业增长

1) 2019Q4 利润端略微承压，发力线上驱动业绩快增。2019 年化妆品上市公司共实现营收

159 亿元,同比增长 11.3%;其中 2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4 分别为 9.4%、9.2%、8.9%、16.9%,单四季度扣非净利润同比下降 47.3%;2020Q1,化妆品上市公司实现营收 33 亿元,同比下降 7.9%,主要系疫情影响线下渠道销售大幅缩减所致(由于华熙生物 2019 年 11 月上市,壹网壹创 2019 年 9 月上市,行业统计只包含其他五家)。与黄金珠宝板块类似,由于化妆品板块公司较少,且权重有所不同,我们直接对龙头公司层面进行盈利能力分析,其中:1)珀莱雅 2019 年实现营收 31.24 亿元/+32.3%,扣非归母净利润 3.86 亿元/+39.07%,其中线下增速维稳(+9.82%),线上持续高增(+60.97%);2020Q1 实现营收 6.08 亿元/-5.25%,扣非归母净利润 0.83 亿元/-8.36%,疫情催化线上渠道,公司预计 Q1 线上收入增速高于 30%;2)上海家化 2019 年实现营收 75.97 亿元/+6.43%;扣非归母净利润 3.79 亿/-16.91%;2020Q1 实现营收 16.65 亿元/-14.8%,扣非归母净利润 1.3 亿/-19.0%,潘秋生新任公司 CEO 兼总经理,引领公司转型步伐,看好新锐品牌持续高增,静待营销创新+线上转型效果显现。3)华熙生物 2019 年实现营收 18.86 亿元/+49.28%;归母扣非净利 5.67 亿元/+35.2%,营收业绩高增符合预期,医疗及护肤品业务表现出色;2020Q1 实现营收 3.68 亿元/+3.5%,归母扣非净利 9401 万元/-13.56%,受疫情影响有限,公司新品牌放量显著。4)丸美股份 2019 年实现营收 18.01 亿元/+14.28%,归母扣非净利 4.51 亿元/+25.95%,业绩基本符合预期;2020Q1,丸美股份实现营收 3.7 亿元/+1.5%,归母扣非净利 1.08 亿元/-9.6%,公司线上占比逐步提升,边际有望迎来大幅改善,且短期受疫情影响有限。5)壹网壹创 2019 年实现营收 14.51 亿元/+43.2%,归母扣非净利 2.02 亿元/+33.3%;2020Q1 实现营收 2.14 亿元/-7.8%,归母扣非净利 4505 万元/+39.8%,立足优质营销传播、数据挖掘及产品孵化能力,扩品牌+扩品类+扩平台三向发力下空间广阔。

表 5: 化妆品行业上市公司 2019 年业绩指标

	2019 年 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2019 年 扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同 比变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
拉芳家化	9.6	0.1%	1.8pct	0.3	-70.3%	-58.3pct	55.3%	-5.1pct	49.5%	4.1pct	3.3%	-7.9pct
珀莱雅	31.2	32.3%	-0.1pct	3.9	39.1%	-11.0pct	64.0%	-0.1pct	47.5%	1.1pct	12.4%	0.6pct
上海家化	76.0	6.4%	-3.6pct	3.8	-16.9%	-54.7pct	61.9%	-0.9pct	57.3%	1.3pct	5.0%	-1.4pct
御家汇	24.1	7.4%	-29.0pct	0.1	-94.1%	-65.7pct	51.1%	-0.6pct	49.8%	5.1pct	0.3%	-4.5pct
丸美股份	18.0	14.3%	-2.2pct	4.5	26.0%	5.0pct	68.2%	-0.2pct	36.3%	-3.9pct	25.1%	2.3pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

表 6: 化妆品行业上市公司 2020Q1 业绩指标

	2020Q1 营 业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变化	2020Q1 扣非 归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同 比变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
拉芳家化	1.7	-37.1%	-57.5	0.2	-60.9%	-75.5	52.6%	-10.0	39.4%	-3.9	9.8%	-6.0
珀莱雅	6.1	-5.3%	-32.8	0.8	-8.4%	-43.7	59.9%	-3.9	42.3%	-1.7	13.7%	-0.5
上海家化	16.6	-14.8%	-19.8	1.3	-19.0%	-25.7	61.3%	-0.8	53.9%	-1.7	7.8%	-0.4
御家汇	5.2	34.0%	33.0	0.0	142.6%	258.4	50.4%	-0.3	49.1%	-3.1	0.4%	1.7
丸美股份	3.7	1.5%	-7.4	1.1	-9.6%	-33.6	65.5%	-0.9	28.8%	2.3	29.0%	-3.6

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

2) 线下: 受疫情影响整体承压, 龙头公司表现好于行业。1) 2019 年: 受宏观环境影响, 化妆品线下渠道承压, 但龙头公司表现较为稳健。珀莱雅线下渠道营收同比提升 9.82%至 14.62 亿元, 其中日化专营店渠道营收 10.47 亿/+4.42%, 其他线下渠道营收 4.15 亿/+26.33%; 丸美线下整体平稳经营, 实现营收 9.92 亿元/+8.2%; 上海家化线下渠道受百货下滑影响, 营收 50.08 亿元/-2.62%; 2) 20Q1: 线下受疫情冲击较大, Q2 有望逐步恢复。根据丸美股

份业绩交流会，估计 2020 年 Q1 美容院增速 10%左右，CS 渠道下降 20%左右。公司 2 月 10 号实现了复工，2 月 24 日左右产能恢复到 85%；珀莱雅受疫情门店关闭影响，线下同比下降约 30%。4 月线下开店率已达 100%，线下零售恢复 7-8 成，预计影响将逐步缩减。

3) 19 年线上保持高速增长，20Q1 整体受疫情影响有限。1) 2019 年：线上整体保持高速增长。根据淘数据披露的全网销量及销售额，2019 年护肤板块 GMV 和销量分别同比增加 85%和 46%，彩妆板块 GMV 和销量分别同比增加 62%和 21%，整体保持高速增长。从具体公司看，珀莱雅线上渠道同比增长 60.97%至 16.55 亿元；丸美股份 2019 年线上渠道实现营收 8.08 亿元/+22.89%；上海家化线上渠道营收 25.83 亿元/30.01%；2) 20Q1：Q1 主要受物流影响，中长期看疫情催化行业整体线上转型。根据淘数据护肤板块 2020 年 Q1 销量同比增长 8%，GMV 同比增长 31%。

因此，线上营收占比较高的企业受疫情影响相对较小，华熙生物、珀莱雅和丸美护肤品板块线上收入占比较高（珀莱雅和丸美分别为 53.1%和 44.9%），一季度业绩和营收增速受疫情影响较小。

表 7：疫情影响下业绩情况和线上收入占比呈现一定相关性

公司名称	化妆品线上收入占比 (2019)	20Q1 业绩增速	20Q1 营收增速
珀莱雅	53.1%	-14.7%	-5.3%
上海家化	34%	-48.9%	-14.8%
丸美股份	44.90%	-1.14%	1.50%
华熙生物（仅统计护肤品业务）	90%+	根据淘数据，20 年 Q1 润百颜和夸迪品牌淘宝全网销售 GMV 增速分别为 214%和 10041%	

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5) 从品类看，疫情相关产品取得增长，彩妆类受影响较为明显。消杀相关产品在疫情期间迎来增长，上海家化旗下六神品牌 20 年 Q1 实现高个位数增长，包括六神花露水在内的消杀产品有 6 亿+收入（根据公开业绩交流会）。此外，彩妆板块受疫情影响较护肤板块更为明显，3 月以来显示出明显恢复迹象。根据淘数据，彩妆板块 3 月复苏迹象明显：销量同比下降 9%，环比 2 月降幅 30%明显收窄；GMV 同比增长 23%，环比 2 月增幅 5%实现上升。Q1 整体销量同比下降 21%，GMV 同比增长 11%。

4) 营运能力方面，品牌为应对疫情影响加大备货。2020Q1 相比去年同期，化妆品公司存货都有较大的增长，珀莱雅/上海家化/丸美/华熙生物存货周转天数分别同比增加 24/25/29/138 天，主要系春节及疫情期间加大备货量，疫情影响下上游原材料有所涨价，增加备货有利于应对价格上涨风险；应收账款方面，为激励经销商进货，在应收账款方面有所放宽，20Q1 应收账款周转天数同比去年有所延长。

表 8：主要化妆品上市公司营运能力对比

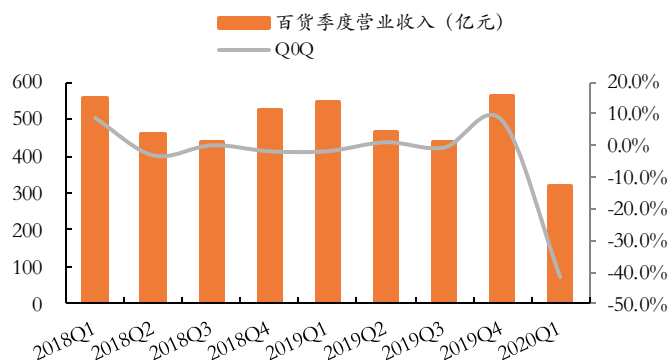
代码	公司名称	存货周转天数			应收账款周转天数		
		20Q1	19Q1	同比变动（天）	20Q1	19Q1	同比变动（天）
603605.SH	珀莱雅	117.7	93.6	24.2	28.5	12.4	16.1
600315.SH	上海家化	133.7	109.1	24.6	63.6	49.0	14.6
603983.SH	丸美股份	123.5	94.4	29.1	0.6	1.0	-0.4
688363.SH	华熙生物	353.0	215.1	137.9	89.7	53.0	36.7

资料来源：Wind，安信证券研究中心

百货：行业整体趋暖，毛利、费用趋势向好，疫情系短期影响，有望迎来消费需求反弹。2019

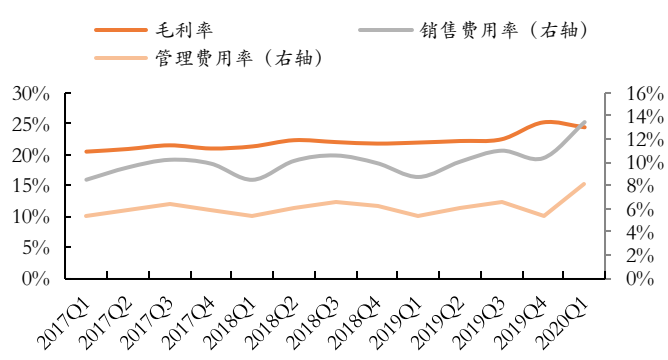
年百货行业整体趋暖：全年实现营收 2011 亿元，同比增长 1.7%，增速同比上升 0.7pct；毛利率有所提升，费用管控有所改善，剪刀差继续扩大，2019 年行业毛利率+1.2pct 至 23.0%，销售费用率+0.3pct 至 10.0%，管理费用率-0.2pct 至 5.8%，扣非归母净利率同比+0.7pct 至 3.6%；全年行业扣非归母净利润同比增长 27.0%，增速同比下降 0.4pct。2020Q1 受到疫情重创，营收、利润大幅下滑：百货行业营收同比下降 41.6%；毛利率趋势上行+2.5pct 至 24.4%的前提下，受费用率大幅上升影响（销售费用率+4.7pct 至 13.5%，管理费用率+2.6pct 至 8.0%），扣非归母净利率同比-4.3pct 至 0.0%，2020Q1 行业扣非净利润增速-99.7%；随疫情缓解，门店陆续恢复营业，消费需求得到释放，有望持续改善。细分龙头来看：1）天虹股份：2019 年实现营收 / 扣非归母净利润 193.93/7.17 亿元，同比+1.33%/-9.54%；2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 29.97 / 1.00 亿元，同比-0.06%/-134.04%（营收同比已剔除新收入准则影响）；2）王府井：2019 年实现营收/扣非归母净利润 267.98/9.20 亿元，同比+0.29%/-13.65%；2020Q1 实现营收/扣非归母净利润 15.20/-1.36 亿元，同比-37.79%/-134.46%（营收同比已剔除新收入准则影响）。向后看，考虑后续消费需求释放、同店方面转好，百货龙头业绩有望有所改善。

图 11：百货行业营收增速趋势上行



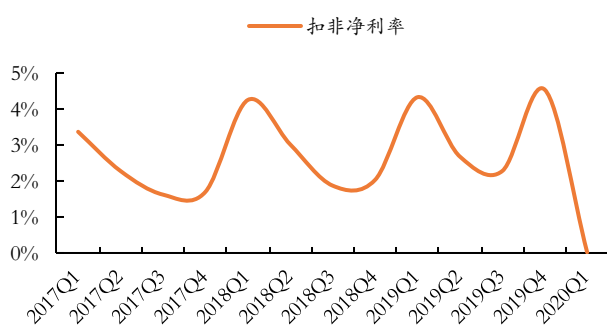
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：毛利率、费用率均有改善



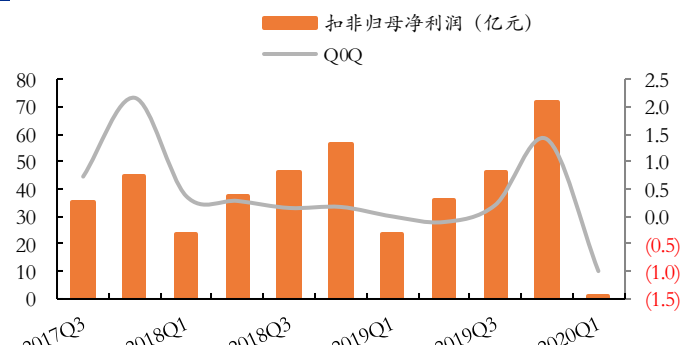
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：盈利能力有所改善



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14：扣非归母净利润开始回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 9：百货行业上市公司 2019 年业绩指标

	2019 年 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同比 变化	2019 年 扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同比 变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费用 率同比变 化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
王府井	267.9	0.3%	-2.1pct	9.2	-13.7%	-55.7pct	20.6%	-0.5pct	14.3%	0.2pct	3.4%	-0.6pct
天虹股份	193.9	1.3%	-1.9pct	7.2	-9.5%	-34.3pct	28.6%	1.3pct	23.0%	1.9pct	3.7%	-0.4pct
重庆百货	345.4	1.3%	-2.2pct	8.9	12.4%	-22.5pct	18.1%	-0.3pct	13.9%	-0.6pct	2.6%	0.3pct
合肥百货	109.1	2.1%	-0.7pct	1.1	-49.2%	-58.4pct	19.8%	0.3pct	14.9%	0.9pct	1.0%	-1.0pct

友阿股份	62.7	-13.5%	-12.9pct	3.0	-31.0%	-6.8pct	19.8%	0.0pct	18.3%	2.6pct	4.8%	-1.2pct
欧亚集团	167.3	7.2%	-4.3pct	2.3	3.2%	24.0pct	23.6%	0.3pct	17.5%	0.7pct	1.3%	-0.1pct
大商股份	218.9	-8.3%	2.5pct	8.3	-15.5%	-31.1pct	26.4%	0.5pct	17.9%	-0.1pct	3.8%	-0.3pct
首商股份	99.4	-1.3%	0.1pct	3.3	9.2%	11.9pct	23.9%	0.1pct	17.3%	0.1pct	3.4%	0.3pct
银座股份	122.6	-7.4%	-9.2pct	0.5	-11.5%	-303.1pct	20.6%	1.2pct	18.2%	1.6pct	0.4%	0.0pct
杭州解百	64.0	8.3%	6.1pct	1.4	11.8%	31.3pct	20.5%	-1.0pct	12.3%	-0.6pct	2.2%	0.1pct
新华百货	76.7	0.6%	-2.0pct	1.5	-14.7%	-19.8pct	21.8%	0.8pct	19.0%	1.4pct	1.9%	-0.3pct
文峰股份	59.9	-6.0%	-0.8pct	2.8	26.7%	50.2pct	19.9%	0.0pct	11.8%	-0.7pct	4.7%	1.2pct
友好集团	52.4	-7.0%	-2.8pct	0.2	-71.8%	-203.4pct	25.2%	0.9pct	22.6%	1.4pct	0.4%	-0.9pct
广百股份	80.2	5.3%	-5.2pct	1.4	-25.8%	-59.9pct	14.8%	-1.8pct	11.3%	-0.7pct	1.7%	-0.7pct
居然之家	90.9	7.9%	6.8pct	20.9	13.6%	-121.6pct	46.8%	24.7pct	13.7%	-4.2pct	23.0%	22.5pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

表 10: 百货行业上市公司 2020Q1 业绩指标

	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比 增速	增速同 比变化	2020Q1 扣非归母 净利润(亿 元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同 比变化	毛利 率	毛利率 同比变 化	期间费 用率	期间费 用率同 比变化	扣非净 利率	扣非净利 率同比变 动
王府井	15.2	-78.8%	-79.0pct	-1.36	-134.5%	-123.5pct	25.9%	5.0pct	31.2%	17.7pct	-8.9%	-14.4pct
天虹股份	30.0	-42.1%	-41.3pct	-1.0	-134.0%	-141.5pct	36.7%	8.9pct	39.0%	19.3pct	-3.3%	-9.0pct
重庆百货	75.9	-24.3%	-23.8pct	1.3	-71.4%	-60.6pct	17.6%	-0.7pct	14.0%	2.2pct	1.7%	-2.9pct
合肥百货	26.2	-25.7%	-35.3pct	0.4	-61.7%	-52.2pct	19.3%	-1.4pct	14.9%	3.2pct	1.5%	-1.4pct
友阿股份	11.8	-30.4%	-2.8pct	0.4	-77.5%	-39.5pct	16.9%	-4.0pct	24.0%	9.7pct	3.1%	-6.6pct
欧亚集团	33.8	-17.5%	-29.2pct	-0.2	-150.7%	-157.6pct	20.9%	-2.5pct	19.7%	2.0pct	-0.7%	-1.9pct
大商股份	20.7	-68.2%	-59.1pct	0.3	-92.0%	-103.5pct	49.9%	22.6pct	42.9%	26.1pct	1.5%	-4.4pct
首商股份	6.3	-76.5%	-75.2pct	-1.0	-211.7%	-222.4pct	27.5%	3.9pct	44.0%	27.4pct	-15.9%	-19.3pct
银座股份	24.8	-31.3%	-26.0pct	-1.2	-298.4%	-306.7pct	15.9%	-3.2pct	20.0%	4.6pct	-4.9%	-6.6pct
杭州解百	10.8	-33.1%	-35.0pct	0.0	-100.3%	-119.1pct	18.8%	-2.5pct	13.6%	3.4pct	0.0%	-3.9pct
新华百货	21.2	-5.5%	-4.8pct	0.5	-57.8%	-75.9pct	21.0%	-1.5pct	18.1%	1.8pct	2.2%	-2.7pct
文峰股份	4.9	-73.3%	-66.3pct	0.1	-86.1%	-95.5pct	46.8%	26.5pct	37.8%	26.3pct	2.5%	-2.3pct
友好集团	52.4	-7.0%	-2.8pct	0.2	-71.8%	-203.4pct	25.2%	0.9pct	22.6%	1.4pct	0.4%	-0.9pct
广百股份	10.0	-54.2%	-66.5pct	-0.4	-168.5%	-160.4pct	16.3%	2.2pct	19.9%	10.0pct	-3.5%	-5.9pct
居然之家	23.9	15.3%	17.9pct	2.7	-33.7%	-128.1pct	30.3%	8.6pct	12.6%	-0.8pct	11.1%	6.9pct

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

苏宁: 全年营收稳定增长, 2019Q4、2020Q1 短期承压, 加快布局全渠道智慧零售。苏宁易购 2019 年营收/归母净利润/扣非归母净利润 2692.3/98.4 亿元/-57.1 亿元, 同比+9.91%/-26.2%/-1488.2%, 非经常性损益较多主因苏宁小店、苏宁金服和 LAOX 出表, 以及收购佛山、宁波等 5 个物流项目影响。2020Q1 实现营收 578.39 亿元/-7.07%, 归母净利润-5.51 亿元/-505.45%, 归母扣非净利润-5.00 亿元/+49.49%。疫情影响或有限, 全场景零售格局初具期待效率进一步提升: ①公司已完成家乐福中国并表, 家乐福专业的快消品运营经验以及供应链能力, 有望与苏宁全场景零售模式、立体物流配送网络以及强大的技术手段进行有机结合, 完善在大快消品类的 O2O 布局, 有利于降低采购和物流成本, 提升市场竞争力与盈利能力; ②零售云加盟店持续扩张, 有望依托优势家电品类, 强化快消供应链; ③公司以智慧零售为核心, 一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市, 另一方面以苏宁小店进军便利店市场, 并以小店作为物流节点, 辐射周围三公里用户群, 彻底打通线上与线下流量, 有效扩大用户范围, 获取粘性流量; 收购家乐福后市占率提升, 持续整合双线资源规模效应有望进一步显现。④疫情影响下, 线上及到家业务有望受到明显催化, 家乐福有望实现较快增长; 春节及 2 月线下家电门店销售额占比较低, 全年来看受影响程度较小。

表 11：苏宁易购 2019 年业绩指标

	2019 年营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2019 年扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
苏宁易购	2,692.3	9.9%	-20.4pct	-57.1	-1488.8%	-1182.2pct	14.5%	-0.5pct	16.3%	2.1pct	-2.1%	-2.0pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 12：苏宁易购 2020Q1 业绩指标

	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2020Q1 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
苏宁易购	578.4	-7.1%	-32.5pct	-5.0	49.5%	4,980.7pct	15.7%	-0.2pct	16.3%	-1.0pct	-0.9%	0.7pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

黄金珠宝：收入增速下滑，龙头有所分化。自 2019H2 起，黄金珠宝需求端持续承压，近期复苏势头显现：1) 从社零数据来看，2019 年 7 月开始，限额以上黄金珠宝零售额下滑态势明显（7-12 月分别同比-1.6%、-7.0%、-6.6%、-4.5%、-1.1%、3.7%），进入 2020Q1，叠加疫情影响，2020 年 1-2 月双月均值、3 月同比-41.1%、-30.1%，虽仍处低位，但 3 月环比上升 11.0pct。2) 从上市公司数据来看，2019Q4 黄金珠宝行业 4 家上市公司营收增速 5.3%，环比增速下降 15.1pct；2020Q1 受疫情重创，营收同比-8.7%。由于黄金珠宝板块四家公司中，老凤祥体量明显偏大，可能对行业盈利能力统计产生一定影响，故而我们分别看龙头业绩情况，细分龙头业绩分化明显：1) 老凤祥业绩稳健增长，疫情影响有限：2019 年实现营业收入/扣非归母净利润 496.29 亿元/13.14 亿元，同比+13.35%/+21.39%；2020Q1 实现营业收入/扣非归母净利润 144.89 亿元/3.84 亿元，同比-3.44%/+10.33%，随金价上行、疫情催化黄金保值需求，业绩有望加速提升。2) 周大生展店扩张提速，线上销售发力：2019 年门店净增加 660 家，全年实现营收 54.39 亿元/+11.69%，扣非归母净利润 9.14 亿元/+21.59%；2020Q1 实现营收 6.78 亿元/-38.25%，扣非归母净利润 1.01 亿元/-48.15%，互联网销售在 2020 年 Q1 实现营收 1.92 亿元，同比大增 104.32%。3) 莱绅通灵则收入、利润继续下滑。

表 13：黄金珠宝行业上市公司 2019 年业绩指标

	2019 年营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2019 年扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
老凤祥	496.3	13.3%	3.4pct	13.1	21.4%	15.6pct	8.5%	0.2pct	3.0%	-0.2pct	2.6%	0.2pct
周大生	54.4	11.7%	-16.3pct	9.1	21.6%	-10.9pct	36.0%	2.0pct	13.4%	-0.6pct	16.8%	1.4pct
莱绅通灵	13.2	-20.7%	-5.4pct	1.0	-39.5%	1.5pct	58.3%	2.8pct	44.0%	5.1pct	7.8%	-2.4pct
潮宏基	35.4	9.1%	3.8pct	0.6	8.0%	84.4pct	37.7%	-1.7pct	29.4%	-0.5pct	1.8%	0.0pct

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 14：黄金珠宝行业上市公司 2020Q1 业绩指标

	2020Q1 营业收入 (亿元)	同比增速	增速同比变化	2020Q1 扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增速	增速同比变化	毛利率	毛利率同比变化	期间费用率	期间费用率同比变化	扣非净利率	扣非净利率同比变动
老凤祥	144.9	-3.4%	-9.7pct	-3.8	10.3%	1.4pct	8.2%	0.7pct	3.1%	0.2pct	-2.6%	-5.0pct
周大生	6.8	-38.3%	-55.3pct	-0.9	-51.9%	-75.0pct	43.3%	6.0pct	23.2%	8.2pct	-13.1%	-29.9pct
莱绅通灵	2.2	-51.8%	-40.3pct	-0.1	-88.3%	-56.8pct	58.0%	1.3pct	50.2%	18.0pct	-3.8%	-19.5pct

潮宏基	6.1	-35.9%	-49.5pct	0.2	-128.3%	-122.9pct	36.9%	-1.8pct	38.6%	11.7pct	3.8%	-4.8pct
-----	-----	--------	----------	-----	---------	-----------	-------	---------	-------	---------	------	---------

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

其余渠道: 1) 爱婴室: 2019 年展店明显提速, 业绩符合预期。2019 年实现营收 24.60 亿元/+15.22%, 扣非归母净利润 1.25 亿元/+20.68%, 全年新开门店 73 家; 2020Q1 实现营收 5.19 亿元/-4.81%, 扣非归母净利润-59.78 万元/-104.13%; 2) 华致酒行: 2019 年实现营收 37.38 亿元/+37.38%, 扣非归母净利润 2.96 亿元/+42.48%, 业绩高增; 2020Q1, 在疫情背景下, 实现营收 12.95 亿元/+14.96%, 扣非归母净利润 0.97 亿元/+29.22%, 实属不易。

2.4. 零售板块基金一季度持仓: 仍处低配, 配置比例有所上调

零售板块仍处低配, 但配置比例有所上调。据 Wind, 2020Q1 各基金产品持仓前十中, 零售板块占基金总持仓比重约为 1.78%, 继续出现低配, 低配比例为 0.75%, 相比 2019Q4, 零售板块占基金总持仓比重上升 0.24pct。持仓总市值上看, 2020Q1 零售板块基金持仓总市值约 477.1 亿, 占净值比例 0.29%, 环比上升 0.01pct; 持仓市值前十大公司的市值占比为 98.65%, 相对 2019Q4 上涨 2.58pct, 板块筹码集中度继续上涨。从基金市值来看, 相比 2019Q4, 增幅前三标的为永辉超市 (41.4 亿元增至 83.5 亿元)、南极电商 (37.9 亿元增至 50.5 亿元)、家家悦 (4.8 亿元增至 11.0 亿元); 降幅前三分别为天虹股份 (6.1 亿元降至 1.5 亿元)、重庆百货 (5.2 亿元降至 2.2 亿元)、红旗连锁 (5.5 亿元降至 4.1 亿元)。截止 2020Q1, 基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为永辉超市、南极电商、家家悦。

表 15: 基金 2020Q1 披露完毕, 零售板块出现低配 (注: 表中单位为%)

各行业基金持仓分析												
行业名称	2019Q2			2019Q3			2019Q4			2020Q1		
	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例	配置比例	标配比例	超配比例
农、林、牧、渔业	1.53	0.98	0.55	1.33	0.97	0.36	1.01	0.92	0.09	1.11	1.12	-0.02
采矿业	2.03	6.70	-4.67	1.59	6.14	-4.55	1.97	5.76	-3.79	1.72	5.13	-3.41
制造业	51.33	43.48	7.86	53.36	44.92	8.44	54.05	45.44	8.61	56.17	47.42	8.75
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.18	3.52	-2.35	1.42	3.43	-2.01	1.13	3.19	-2.07	0.99	3.13	-2.14
建筑业	1.28	2.72	-1.44	1.10	2.48	-1.38	1.26	2.35	-1.09	1.39	2.37	-0.99
批发和零售业	2.91	2.59	0.31	2.26	2.51	-0.25	1.54	2.36	-0.82	1.78	2.53	-0.75
交通运输、仓储和邮政业	2.49	3.37	-0.87	2.37	3.22	-0.85	2.00	3.28	-1.29	1.84	3.34	-1.49
住宿和餐饮业	0.14	0.10	0.04	0.13	0.10	0.03	0.18	0.12	0.05	0.12	0.11	0.01
信息传输、软件和信息技术服务业	6.40	4.56	1.84	6.65	4.80	1.84	6.46	4.71	1.76	8.40	5.35	3.05
金融业	16.41	23.86	-7.45	15.26	23.18	-7.92	15.02	23.61	-8.59	11.64	21.76	-10.12
房地产业	4.15	4.21	-0.06	3.67	4.14	-0.47	4.38	4.25	0.13	3.68	3.79	-0.11
租赁和商务服务业	1.61	1.13	0.48	1.47	1.15	0.31	1.36	1.12	0.24	1.00	0.96	0.04
科学研究和技术服务业	0.67	0.53	0.13	1.04	0.59	0.45	1.07	0.59	0.48	1.19	0.66	0.53
水利、环境和公共设施管理业	0.22	0.52	-0.30	0.21	0.50	-0.29	0.18	0.47	-0.30	0.36	0.54	-0.18
教育	0.20	0.09	0.11	0.21	0.10	0.11	0.16	0.09	0.07	0.21	0.10	0.11
卫生和社会工作	1.61	0.47	1.14	1.78	0.56	1.21	1.53	0.56	0.98	1.46	0.57	0.89
文化、体育和娱乐业	1.00	0.82	0.17	1.27	0.95	0.32	1.40	0.92	0.48	1.41	0.87	0.54
综合	0.09	0.35	-0.26	0.06	0.24	-0.17	0.09	0.25	-0.16	0.08	0.23	-0.14

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

必选龙头配置有所调整, 永辉超市、家家悦增持显著, 红旗连锁遭遇减持。2020Q1, 永辉超市增持幅度较大: 持有基金数增加 105 支至 144 支, 持股总量增加 2.7 亿股至 8.2 亿股;

基金重仓持股占流通股比重环比+2.82pct至8.62%；持仓市值增加42.2亿元至83.5亿元。家家悦持有基金数增加19支至44支，持股总量增加1441万股至3410万股；基金重仓持股占流通股比重环比+2.37pct至5.60%；持仓市值增加6.2亿元至11.0亿元。红旗连锁持有基金数增加12支至22支，但持股总量减少3182万股至4167万股；基金重仓持股占流通股比重环比-2.95pct至3.86%；持仓市值下降1.5亿元至4.1亿元。

可选消费有所调整，王府井、周大生、珀莱雅小幅增持，天虹股份、重庆百货、丸美股份遭遇减持。2020Q1，可选消费板块整体持仓下降，其中：1) 百货板块：王府井持仓小幅上涨，持有基金数增加3支至5支，持股总量增加86万股至205万股，持股占流通股比重环比+0.15pct至0.36%，持仓市值增加834万元至2496万元。天虹股份遭遇减持，持有基金数减少10支至4支，持股总量减少4183万股至1642万股，持股占流通股比重环比-3.49pct至1.37%，持仓市值减少4.7亿元至1.5亿元；重庆百货持仓下降，持有基金数减少7支至22支，持股总量减少977万股至782万股，持股占流通股比重环比-2.40pct至1.92%，持仓市值减少3.1亿元至2.2亿元；鄂武商持仓下降，持有基金数减少4支至7支，持股总量减少499万股至3811万股，持股占流通股比重环比-0.65pct至4.96%，持仓市值减少1.3亿元至4.4亿元。2) 黄金珠宝板块：老凤祥持仓小幅下降，持有基金数增加5支至18支，但持仓总量减少96万股至1251万股，持股占流通股比重环比-0.30pct至3.94%，持仓市值下降1.4亿元至5.0亿元；周大生持有基金数保持不变为15支，持仓总量增加114万股至1595万股，持股占流通股比重环比+0.46pct至6.45%，持仓市值增加1022万元至2.9亿元。3) 化妆品板块：珀莱雅持有基金数增加17支至49支，持股总量增加59万股至672万股，持股占流通股比重环比+0.89pct至10.75%，持仓市值增加2.3亿元至7.7亿元；丸美股份遭遇减持，持有基金数保持不变为7支，持股总量减少98万股至184万股，持股占流通股比重环比-2.39pct至4.48%，持仓市值减少4196万元至1.3亿元；华熙生物持有基金数增加4支至10支，持股总量减少42万股至146万股，持股占流通股比重环比-0.92pct至3.21%，持仓市值减少4544万元至1.1亿元。

南极电商大幅增持，苏宁易购持仓基本持平。2020Q1 南极电商大幅增持，持有基金数增加23支至68支，持仓股数增加8795万股至4.3亿股，持股占流通股比重环比+4.64pct至22.94%，持仓市值增加12.6亿元至50.5亿元；苏宁易购持有基金数增加3支至6支，持仓股数增加17万股至88万股，持股占流通股比重环比+0.002pct至0.01%，持仓市值增加76万元至798万元。

爱婴室持仓略微下调。2020Q1，爱婴室持有基金数增加1支至7支，但持仓股数减少3万股至222万股，持股占流通股比重环比-0.06pct至4.03%，持仓市值下降208万元至9293万元。

表 16：零售板块重点标的 2020Q1 环比变动情况

		持有 基金数	持有基金数 变动	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通 股比(%)	持股占流通股比 环比变动 (%)
超市	601933.SH 永辉超市	144	105	81582	26724	8.62	2.82
	603708.SH 家家悦	44	19	3410	1441	5.60	2.37
	000759.SZ 中百集团	-	-	-	-	-	-
	002697.SZ 红旗连锁	22	12	4167	-3183	3.86	-2.95
百货	000501.SZ 鄂武商	7	-4	3811	-499	4.96	-0.65
	600859.SH 王府井	5	3	205	86	0.36	0.15
	002419.SZ 天虹股份	4	-10	1642	-4183	1.37	-3.49
	600655.SH 豫园股份	2	1	24	9	0.01	0.01

	600729.SH	重庆百货	22	7	782	-977	1.92	-2.40
电商	002024.SZ	苏宁易购	6	3	88	17	0.01	0.00
	002640.SZ	跨境商	-	-	-	-	-	-
	002127.SZ	南极电商	68	23	43493	8795	22.94	4.64
珠宝	600612.SH	老凤祥	18	5	1251	-96	3.94	-0.30
	603900.SH	莱绅通灵	-	-	-	-	-	-
	002867.SZ	周大生	15	0	1595	114	6.45	0.46
化妆品	688363.SH	华熙生物	10	4	146	-42	3.21	-0.92
	603605.SH	珀莱雅	49	17	672	59	10.75	0.89
	600315.SH	上海家化	-	-	-	-	-	-
	603983.SH	丸美股份	7	0	184	-98	4.48	-2.39
母婴	603214.SH	爱婴室	7	1	222	-3	4.03	-0.06

资料来源: Wind, 安信证券研究中心整理

3. 零售核心推荐标的

永辉超市: 公司以生鲜差异化定位为始, 20 余载精耕供应链, 已成超市第四龙头。当前公司一紧抓行业双线融合、加速集中之机遇, 推动云超板块展店提速; 且顺势而行, 促进同业整合, 并向平台化方向衍进。2020 年, 2020Q1, 在新冠疫情影响下, 公司由于承担民生商品供应功能, 且供应链能力、调配能力、管理能力突出, 同店大增, 预计达双位数; 且到家业务加速推进, 实现销售额 20.9 亿元, 同比去年增长 2.3 倍, 占比 7.3%, 同比提高 4.5%, 3 月份永辉生活 app 占到家业务比重已提升至 56.86%; 预计后续疫情影响虽环比减弱, 但同比收入、利润刺激有望延续。预计 2020-2021 年 EPS 分别为 0.27 元/股、0.35 元/股, 维持“买入-A 评级”, 6 个月目标价 11.5 元/股, 重点推荐。

风险提示: 1) 区域竞争加剧; 2) 低线城市新业态发展超预期; 3) 小店业务发展低于预期; 4) CPI 大幅下行风险。

家家悦: 公司深耕胶东, 区域优势明显, 其模式由供应链支撑, 并反哺构筑供应链能力之护城河, 已于烟威形成高市占率; 当前于胶东稳步推进门店改造及渠道下沉, 于山东烟威外地区频频加码, 并以收购进入河北、淮北, 布局张家港, 欲以此为中心辐射周边; 其原有积淀深厚, 当前布局加快, 且契合国内生鲜产业链终端变革趋势, 空间广阔。疫情当头, 公司管理、调配能力突出, 2020Q1 收入、利润大增, 预计二季度疫情正向影响虽有回落但有望持续, 且随展店选址能力受益疫情增强及行业农改超加速, 中长期逻辑有望受益。上调 2020-2021 年 EPS 至 0.91 元/股、1.05 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 37x/32x, 给予“买入-A”评级, 6 个月目标价 40 元, 继续重点推荐。

风险提示: 门店拓展不及预期; 跨区域扩张大幅拖累业绩; 同店大幅下降。

红旗连锁: 当前来看, 公司作为国内稀缺规模化盈利便利店龙头, 一则在展店、日销、毛利率上多维度具备成长性; 在先前外延内生整合基本完成前提下, 近年展店有所加速, 同店稳健, 同时受益于数字化管理、进口商品比例提升等多重因素影响, 主营毛利率趋势向上, 经营效率有望提升, 主业利润增速稳健向好; 且在已经认可公司供应链及网点价值前提下, 疫情对于公司当前短中长期逻辑均有边际改善作用, 即使保守估计全年业绩, 当前股价对应 2020/21 年主业估值约 28/24x PE, 对比其余板块龙头, 仍有提升空间, 维持“买入-A”评级, 六个月目标价 12 元, 继续推荐。

风险提示：1) 电商分流影响远超预期；2) 人力、租金成本大幅提升；3) 新网银行投资收益大幅低于预期。

珀莱雅：短期受疫情影响有限，线上保持高增，营销玩法持续升级，品类加速拓展。疫情仅影响部分线下销售渠道，珀莱雅线下占比持续降低，且线上增速持续高于线下，受疫情影响程度有限。未来看点：①线上销售额持续高增，在爆款“泡泡面膜”及新品双抗精华、红宝石精华带动下销售额有望实现大幅增长。②公司品牌运营打法娴熟，爆款叠出、紧跟市场潮流，发力社交媒体营销已验证成功营销玩法持续升级，20 年通过大热综艺《青春有你 2》完成新品营销，同时强力植入热播剧《安家》、《清平乐》进行客户引流；新启用蔡徐坤作为代言人推动品牌年轻化升级；③公司通过合伙人机制+跨境代运营模式持续扩张品牌及品类边界，产品矩阵逐步丰富、具备强劲增长后劲。2020 年新品红宝石精华、双抗精华如期上线，加码营销、全渠道推广有望贡献较大增量；发力彩妆彩棠品牌及西班牙品牌玫瑰兰抗皱系列有望贡献增量；与天猫战略签约打造新品牌孵化基地，有望提升打造新品、爆品能力。

风险提示：线上渠道增速放缓、线下竞争持续恶化、新品推广不及预期、宏观经济增速持续下滑。

华熙生物：原料业务稳健，医疗板块产品线丰富协同作用显著，护肤品业务多品牌齐发期待新品放量。随国内疫情逐步得到控制，物流效率提升，公司新品牌放量显著，根据淘数据，1 月至今润百颜销量和 GMV 同比增长 105.2%和 149.5%，夸迪销量和 GMV 分别同比增长 3093%和 6930%，实现高速增长。公司为全球玻尿酸原料龙头企业，并以透明质酸为主线延伸上下游布局，加码医疗终端业务和护肤品市场，技术+成本+产业一体化优势下成长潜力巨大。①原料业务受海外影响不大，依靠成本、资质、渠道三大壁垒地位稳固，新应用研发有望贡献较大边际增量；②根据我们草根调研，4 月份医美恢复增速好于市场预期，随疫情得控有望迎来大幅反弹。医美大众化及行业规范化驱动正规医美市场高速发展，公司有望依靠成本及技术优势享受行业红利、提升市场份额；公司产品线丰富，协同优势明显，且拟向旗下肉毒素企业 Medybloom 增资，协同效应进一步加强，发展空间广阔；③功能性护肤品业务多品牌齐发，润百颜优势显著（为公司 2020 年重点打造对象），夸迪、米蓓尔、肌活品牌高速成长，品牌矩阵逐步形成。公司拟推出长效激励机制以吸引和留住人才，并以工业 4.0 智能化为抓手，打通前中后台连接以提升效率，期待经营效率进一步优化。

风险提示：新技术替代风险；经销商管理风险；行业监管风险；募集资金投资项目实施风险等。

上海家化：立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，管理效率持续优化，换帅焕新值得期待。公司主力品牌市占率稳居前列且持续提升，培育期品牌高速成长：2020 年主品牌佰草集太极系列重点发力，开启大单品迭代路线；新锐品牌玉泽系“厚积薄发型”种子选手，初试社媒表现抢眼，一改营销、渠道低调之风后将迎来价值快速变现阶段；线上渠道调整后成效显著，线下渠道稳步扩张，疫情进一步加速公司线上转型，换帅前欧莱雅高管有望带领公司渠道转型，优化经营效率。公司立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，管理效率持续优化，有望依托龙头规模优势，实现持续稳定增长。

风险提示：线上渠道增速放缓、线下竞争持续恶化、新品推广不及预期、宏观经济增速持续下滑。

丸美股份：核心品牌价值深厚，营销升级渠道扩张具较大边际改善空间。公司线上占比逐步提升，边际有望迎来大幅改善，且短期受疫情影响有限；丸美股份主品牌卡位化妆品最优细分赛道之一眼部护理，定位中高端，保障公司核心盈利能力，促使公司品牌及品类扩张具有

更强张力，3月末新上市丸美小红笔眼霜，且新与方圆金鼎合作成立化妆品产业基金，加速产业链布局：①上市对线上重视程度大幅提升，已更换TP、并组建社媒团队。2020年Q1丸美天猫旗舰店销量和GMV分别同比增长48%和30%；②春纪品牌拟打造为新锐潮品、重点通过线上销售，双十一初试牛刀战绩优异；③高端系列丸美东京成长迅速，主品牌形象有望进一步升级。

风险提示：经销商管理风险，渠道结构风险，新项目孵化风险。

爱婴室：公司一季度业绩一定程度上受到疫情影响，但利润基本符合预期，且疫情倒逼加速线上化，自有APP、到家小程序、直播以及门店到家业务得到较快增长，线上线下一体化加速推进；目前销售逐步回暖，且中长期逻辑不变，预计2020-2021年公司将以展店+同店+次新店成熟将驱动业绩进入高速增长通道，同时受益自有品牌占比提升有望持续优化盈利能力，2020年虽因疫情影响短期放缓，但全年来看业绩增长稳健，当前股价对应2020/2021年估值分别为21x/17x，维持“买入-A”评级，6个月目标价55元，维持推荐。

风险提示：宏观经济增速下行；展店不及预期；行业格局发生重大变化，电商龙头大举进军线下市场；自有品牌拓展不及预期等。

华致酒行：公司本质为B端酒水渠道商，主营高端白酒，且具备定制酒能力，中长期逻辑不变继续推荐！白酒行业为国内酒行业黄金赛道，随茅五主导的高端酒行业格局日益清晰，酒企基于价格库存管控、减少利益分配争端、柔和周期波动等多方面需求，力促渠道扁平化已成必然趋势；由于酒企短期内仍难与大规模终端下游建立稳定信任关系，且从投入产出比来看当前大规模自建直销渠道或不划算（高端酒企ROE远高于渠道商），烟酒店作为终端渠道主流的格局仍将长期存在（目前占比70%）；在上游酒企价格存货掌控需求、下游信任及成本控制多重需求下，终端标准化发展正当其时。公司一则掌握核心大单品货源；二则因定制酒品具备较高盈利能力，且存在借助渠道推进其余酒品动销可能（酒企因渠道力愿意让利部分给终端）；三则充分绑定加盟商利益，恰逢其时扩张受益。当前股价对应2020/2021年约25x/20xPE，维持“买入-A”评级，6个月目标价30元，继续推荐。

风险提示：高端白酒终端价格大幅下跌；流量产品供给不达预期；行业竞争严重加剧；行业政策风险。

周大生：短中期以点带面三四线门店快速扩张，中长期产品力及门店管理优势下同店增长可期。1) 短期：今年1-2月份虽仍受疫情影响经营短期承压，但公司门店在3月以来均已恢复营业。考虑到婚嫁对钻石的需求较为刚性，且国际黄金价格在2020年的开年以来仍不断上涨，继续看好公司门店销售在今年2-3季度的持续修复改善。2) 门店数量扩张：公司在门店扩张上采用一二线自营定位样板店，三四线加盟扩张实现快速下沉。我们在2019年7月1日外发的周大生深度报告《珠宝龙头“掘金”三四线红利，产品升级+渠道扩张筑高竞争壁垒》中测算指出，中性假设下取四川和河南的开拓程度均值的80%为公司未来在各地区的成熟开拓程度，公司在2019年及后续可开店空间预计至少1617家，门店扩张仍有47.9%+的潜力；3) 单店毛利提升：公司积极打造应用不同场景的钻石产品矩阵，迎合消费者的非婚庆钻石需求，以及持续加大品牌的宣传力度，叠加公司门店及渠道管理能力在行业中优势突出，中长期维度下，单店销售额及产品加价率的提升同样潜力较大。4) 估值层面：目前受到非控股股东北极光的减持影响，2019-2021年较快的成长下估值仍处较低位置，短期资金面不利因素或已被市场反映，中长期维度下，当前时点具备估值优势，继续推荐！

风险提示：新冠肺炎影响线下消费，宏观经济风险、开店不及预期、单店数据不及预期、金价波动等。

老凤祥：黄价上行+国改推进+加盟店下沉，黄金首饰龙头内生外延助力发展。①公司为上海市国改企业先锋，此前的上海老凤祥股权转让主要为后续做进一步的混改扫清障碍，最终实现公司的新一代管理人员能够进入股权结构，形成利益绑定及提高管理效率，利好长期发展。②黄金饰品需求：受益 19Q2 以来黄金价格持续上涨，且叠加近期疫情全球扩散下或对金价进一步起支撑作用，在一定程度上催化市场对黄金产品增值保值的投资属性需求，推动公司黄金主业收入利润加速上行。此外，黄金首饰时尚化年轻化有望继续带动增量，行业内生需求依旧有望向好。③公司 2019 全年净增营销网点 372 家，增至 3893 家，并在 2020 年预计继续净增不少于 200 家营销网点，渠道扩张持续推进。未来在“五位一体”营销体系带动下，有望继续实现三四线城市门店下沉。

风险提示：疫情影响超预期、金价波动、门店扩张不及预期、行业竞争加剧等。

苏宁易购：疫情影响或有限，全场景零售格局初具期待效率进一步提升。①公司已完成家乐福中国并表，家乐福专业的快消品运营经验以及供应链能力，有望与苏宁全场景零售模式、立体物流配送网络以及强大的技术手段进行有机结合，完善在大快消品类的 O2O 布局，有利于降低采购和物流成本，提升市场竞争力与盈利能力；②零售云加盟店持续扩张，有望依托优势家电品类，强化快消供应链；③公司以智慧零售为核心，一方面以苏宁易购直营店和零售云加盟店为两大抓手深耕低线城市，另一方面以苏宁小店进军便利店市场，并以小店作为物流节点，辐射周围三公里用户群，彻底打通线上与线下流量，有效扩大用户范围，获取粘性流量；收购家乐福后市占率提升，持续整合双线资源规模效应有望进一步显现。④疫情影响下，线上及到家业务有望受到明显催化，家乐福有望实现较快增长；春节及 2 月线下家电门店销售额占比较低，全年来看受影响程度较小。

风险提示：宏观消费环境变差风险；线下扩张不及预期风险；电商竞争格局变化，出现价格战等风险；低线城市消费升级不及预期；便利店行业竞争格局变化，发展不及预期；费用控制不及预期等。

南极电商：多品类+多平台拓展双发力，公司中长期成长空间可期。1) 短期逻辑：考虑到公司产品定位大众价格带的日常生活中高频线上消费，市场需求受本次疫情影响相对较小。根据线上爬虫数据，虽 1-2 月 GMV 受快递运力影响同比基本持平，在 3-4 月复工复产后的单月 GMV 估测分别同比增长 28%和 25%，环比实现快速恢复，预计二三季度 GMV 数据有望继续环比修复，2020 年 GMV 或有望实现 GMV 420 亿元/+37%。2) 中长期逻辑：公司产品端 2018-19 年多品类拓展成效显著，产品矩阵未来有望向线上“大百货”发展，横向拓展空间可期，且预计公司货币化率有望在 2020-2021 年起企稳。渠道端在保持阿里平台 GMV 的优势外，凭借定位和拼多多的高度重合，未来在社交电商的发展红利下潜力可期。2019 年对 124 名员工实施股权激励（占总股本 0.69%），对应三次行权条件分别为 2019-21 年的公司净利润增速不低于 36%/28%/28%，利好公司业绩成长，且公司目前对应 2020-21 年 PE 分别为 24x 和 19x，估值同样具备优势。

风险提示：疫情影响超预期，品牌矩阵布局受阻，品牌影响力下降；平台渠道发展受限，GMV 总量增量不及预期；时间互联经营不及预期。

天虹股份：疫情系短期冲击不改中长期逻辑，大店扩张+超市加速发展+高管持股计划下发展可期。1) 疫情系短期影响：今年 1-2 月份门店受疫情较直接影响，但期间公司积极发力到家业务来改善门店营收。考虑到疫情期间消费者的购物需求被抑制，后续或有望迎来消费反弹，叠加公司目前门店大部分均已恢复营业，预计 4-6 月同店销售数据有望持续改善；2) 大店持续扩张：天虹百货+购物中心 2020Q1 末 95 家门店，未来有望享受二三线城市消费崛

起下的购物中心需求红利，实现零售版图持续扩张；3) **超市加速发展**：公司 2019 年期间超市增至 97 家，收入和利润占比增至 37%和 30%，且未来明确提出强化独立超市扩张，有望进一步加大公司发展空间及经营稳健性；4) **管理优异**：天虹在成立初期就引入港资，充分市场化，叠加高管团队年轻进取+创新意识强+核心高管持股+员工超额利润分享计划+一二期股票增持计划绑定，公司治理结构优异。

风险提示：经济下行抑制可选消费、疫情对可选消费影响风险、百货行业竞争加剧、展店进度不及预期、数字化改革效果不及预期、次新店爬坡不及预期等。

4. 下周投资提醒

表 15：下周重要会议

公司会议			
序号	公司名称	会议名称	会议时间
1	东百集团	股东大会	20200506
2	银座股份	股东大会	20200506
3	广百股份	股东大会	20200507
4	海宁皮城	股东大会	20200507
5	东方创业	股东大会	20200508
6	百大集团	股东大会	20200508
7	文峰股份	股东大会	20200508
8	怡亚通	股东大会	20200508
9	博士眼镜	股东大会	20200508
10	南极电商	股东大会	20200508

数据来源：Wind，安信证券研究中心

5. 行业新闻

1. 物美发放超 3000 万股权，激励全国 1000 余名员工；

在疫情期间，大多数行业减薪、裁员，甚至面临企业倒闭的大环境下，物美逆势成长。集团设立三亿元平物价保供专项基金，专项用于额外加大投入，平抑蔬菜等民生商品价格上涨，在国内外全力采购防疫、消杀类紧缺物资，开拓渠道，提前锁定货源，确保优先供给。为表彰物美人“努力奋斗、挺身而出，面对生命、唯有良心”的精神，设立首批 200 万元抗疫情专项奖励基金，向疫情期间坚守岗位的物美干部员工发放，对表现突出的加发奖金。4 月 26 日，物美在北京总部召开 2019 年度绩效总结会暨股权授予大会，共发放超过 3000 万股激励 1000 余名员工。（联商网）

2. 完成数千万美元 A 轮融资，生鲜超市 T11 要做零售界产品公司，推出 T 便利、美妆生活馆等近场景业态；

T11 创始人兼 CEO 杜勇表示，本轮融资将主要用于门店网络布局、强化供应链及物流开发，以及加大零售科技的战略投入。T11 涉及三大块业务：一是分布式电商网络，面向消费者提供优质的全球好商品，主要通过 T11 生鲜超市门店、小程序/APP 渠道实现；二是完善供应链体系，以强化 T11 在一线生鲜市场的竞争优势；三是零售科技赋能探索，对业务数据化以及模型持续优化，让零售更具效率和智能。另外，T11 也在进行近场景多业态及区域化布局。2019 年末，推出第一个小业态模式“T 便利”，前置小业态贴近消费者，同时与超市大业态弹性共享库存，提升整体供应链效率。此外，主打年轻女性群体的美妆生活馆，也将于近期开业试营。接下来，T11 还将探索独立餐饮店等更多新

业态。(联商网)

3. **东莞市与拼多多战略合作，借助新型数字化展销技术推动东莞制造的消费品全链条，冲击 1000 亿线上年销售额目标；**
4 月 26 日，东莞市人民政府与拼多多签署战略合作协议，联合推出“东莞优品·直播嗨购”系列活动。双方将依托东莞产业特点和拼多多平台优势，围绕帮扶企业拓订单、稳产能、稳就业，以及推动外向产能转内需市场等目标，展开全方位、深层次的合作。拼多多将联合东莞市引入超过 10000 家优质东莞企业和品牌，打造面向平台 6 亿消费者的“东莞优品馆”，商品覆盖东莞实力雄厚的制造业和丰富的产业带资源。同时，借助直播等新型数字化展销技术，双方将推动东莞制造的消费品全链条，在线上冲击 1000 亿年销售额的目标。(联商网)
4. **天猫国际全国首个跨境保税仓直播基地落户杭州，建设“保税仓直播”跨境电商新模式；**
为加速推进阿里 5 年 2000 亿美元进口战略，天猫国际与杭州跨境电商综合试验区、钱塘新区管委会、钱江海关共建“保税仓直播”的跨境电商新模式。4 月 27 日，天猫国际“全国首个跨境保税仓直播基地”落户杭州。保税仓实地实景直播带货的好处是：直观、快速、正品保障。消费者边看直播边下单后，保税仓里的商品工作人员马上分拣和包装，缴税通关后商品就能进行物流配送，最快次日送达，而且退换货也非常方便。(联商网)
5. **“中国美妆电商第一股”聚美优品正式从纽交所退市；**
4 月 27 日晚间，聚美优品向美国证券交易委员会（SEC）递交 Form 15，这意味着聚美优品正式从纽交所退市。(联商网)
6. **苏宁联合天猫将推出“双百亿补贴”，为家电 3C 市场注入强心针；**
随着苏宁天猫战略合作的深化，双方正在重塑新的零售行业格局。4 月 28 日，苏宁联合天猫官宣，4 月 29 日 0 点起，双方将联手推出“双百亿补贴”。手握行业顶配流量及供应链实力，苏宁天猫此次通过全渠道、双平台同时补贴，并有双倍“百亿补贴”力度加持，势必为家电 3C 市场注入强心针。双百亿补贴的背后，核心竞争力依然是价格。(联商网)
7. **永辉到家、朴朴等低客单价零售到家激战福州，盒马停止预订非生鲜食品、日用品，员工开启“N+1”离职面谈，或将撤城；**
亿欧 4 月 28 日独家获悉，盒马近期有撤出福州市的计划。一位供应商告诉亿欧，近期盒马除生鲜外的食品、日用品已经不再订货，且员工已开始启动“N+1”的离职面谈。盒马相关负责人称，目前盒马福州与政府部门进行商议，计划还在决策阶段，消息尚未最终确定。亿欧推测，盒马欲弃福州的原因，一方面在于福州市场竞争激烈，另一方面在于盒马大店的重运营模式。以盒马为代表的大型前置仓，既可以让消费者到店，又可以商品到家。覆盖周边三公里配送的设计，让到家服务产生了 8-10 元的刚性配送成本。因此，盒马的中高端精品定位，容易被永辉到家、朴朴这样的低客单价模型抢了客流。福州朴朴用户渗透率达到 70%，永辉生活达到 50%。阿里专家判断，一个不大的市场，存在两家超过 50%的平台，盒马很难突围。(亿欧网)
8. **丰巢智能柜存放超 12 小时将收费，鼓励及时取件；**
丰巢将于 4 月 30 日推出会员服务。普通用户存放快递超过 12 小时后，将每小时收取 0.5 元，3 元封顶。节假日期间不计费。而会员用户在有效期内不限保管次数，7 天长时存放。月卡为 5 元/月，季卡为 12 元/季。(联商网)

9. 各地消费券发放总金额已达数十亿，1元券带动3.5元新增消费；

北京大学光华管理学院和蚂蚁金服研究院发现，和未发放时相比，发放消费券后，每1元券能带动3.5元的新增消费。受消费券拉动最明显的是低消费群体和中老年群体。其中低消费群体拉动效应为五倍，高于中等消费水平的3.9倍及高水平的2.6倍；而41-50岁人群的消费拉动效应最高，为4.2倍。该研究建议全国再发5000亿元消费券，如按上述3.5倍的新增消费带动效应计算，将带动4.25%的社零总额增长。（联商网）

10. 家家悦淄博宏程店开业 打造全新升级的高档卖场；

该店最大特色便是超多的进口商品，汇集各种世界好物。专业的恒温酒窖，储存着来自全世界的高端名酒。日韩直达洗化专区买遍全球好货，超多进口零食和糖果可选，汇集世界各国调味品。（联商网）

11. 大连罗森门店数突破200家，至2022年预计增加至300家。**12. 抖音、快手加速下沉之后，京东极速版APP上线，面向追求低价优质商品的用户；**

4月26日，京东在各大应用市场上线了“京东极速版”App。极速版页面由9.9特价、免费拿、天天抽奖、秒大牌等核心板块构成，主要面向下沉市场追求低价优质商品的用户。极速好货版块下的商品，均由京东物流提供配送服务。京东极速版的商品和供应链均源自京东，相当于一个“下沉版”的京东。极速版挑选京东主站里适合下沉市场用户需求的商品，以feed流的形式呈现出来，操作简洁、用户使用门槛更低。（联商网）

13. 京东快递推出时效承诺产品：超时全额赔付；

4月29日，京东快递宣布在全国七大区140余个城市正式推出特快送时效承诺产品，一旦通过特快送寄送的快递超过“承诺时效”送达，用户可以要求全额退还快递费。（联商网）

14. “盒马村”落地上海航头镇，数字农业基地预计2022年投产使用。

阿里巴巴盒马鲜生和上海市签订百亿级产业基地项目，上海市航头镇长达村将被定义成盒马村。对于村子来说，居住零散的农户，将农田分割开来，无法集约利用，要高效率、高标准建设——建设盒马村，要从零散分布到连片开发，让土地和资源发挥聚合优势。未来的长达村，将会集合三种新业态：新零售、新农业、新农民。新农业是订单农业，种什么、怎么种、种多少、何时销，全部由大数据和订单农业来保障。数字农业基地，处在一片高科技的无形网格中，物联网和互联网技术，来收集、分析数据，农民们今后可以玩转各种现代化农业设施。新农民将成为一个有技术、有不可替代性、有社会地位的名词。（联商网）

6. 公司新闻

根据公司2020年4月27日公告，三江购物2020Q1实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益13.57亿元/+18.80%、7544万元/+40.18%、0.1377元/+40.08%。

根据公司2020年4月27日公告，宁波中百2020Q1实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益1.60亿元/-39.64%、-747万元/-161.93%、-0.033元/-161.11%。

根据公司2020年4月27日公告，新华百货2020Q1实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益21.19亿元/-5.53%、5507万元/-51.23%、0.24元/-52.00%。

根据公司 2020 年 4 月 27 日公告，老凤祥 2019 年实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益 496.29 亿元/+13.35%、14.08 亿元/+16.89%、2.6916 元/+2.17%；2020Q1 公司实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益 144.89 亿元/-3.44%、3.72 元/-0.56%、0.7105 元/-0.57%。

根据公司 2020 年 4 月 27 日公告，红旗连锁 2020Q1 实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益 23.45 亿元/+23.96%、1.43 亿元/+80.70%、0.11 元/+83.33%。

根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，新华锦 2019 年实现营业利润、归母净利润、每股收益 14.16 亿元/+3.71%、7842 万元/+2.59%、0.2086 元/股；2020Q1 公司实现营业利润、归母净利润、每股收益 2.98 亿元/-2.15%、1076 万元/-45.89%、0.0286 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，银座股份 2020Q1 实现营业利润、归母净利润、每股收益 24.81 亿元/-31.33%、-1.1 亿元/-258.46%、-0.2119 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，华联综超 2019 年实现营业利润、归母净利润、每股收益 119.93 亿元/+3.43%、8426 元/+1.03%、0.13 元/股；2020Q1 公司实现营业利润、归母净利润、每股收益 37.08 亿元/+10.67%、6565 元/+35.85%、0.10 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，怡亚通 2020Q1 实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益 137.92 亿元/-12.42%、2327 万元/-44.97%、0.01 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 29 日公告，南极电商 2020Q1 实现营业利润、归母净利润、每股收益 6.72 亿元/-18.51%、1.28 亿元/+5.28%、0.05 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 29 日公告，中央商场 2019 年实现营业利润、归母净利润、每股收益 81.03 亿元/-1.78%、-5.88 亿元/-72.85%、-0.51 元/股；2020Q1 公司实现营业利润、归母净利润、每股收益 11.65 亿元/-46.47%、-5338 万元/-1244.67%、-0.046 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 29 日公告，鄂武商 A 2019 年实现营业利润、归母净利润、每股收益 177.56 亿元/+0.29%、12.25 亿元/+16.67%、1.60 元/股；2020Q1 公司实现营业利润、归母净利润、每股收益 12.91 亿元/-72.80%、-2.25 亿元/-176.23%、-0.29 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 29 日公告，永辉超市 2019 年实现营业利润、归属上市公司股东的净利润、每股收益 848.77 亿元/+20.36%、15.64 亿元/+5.63%、0.16 元/股；2020Q1 公司实现营业利润、归母净利润、每股收益 292.57 亿元/+31.57%、15.68 亿元/+39.47%、0.17 元/股。

根据公司 2020 年 4 月 30 日公告，天虹股份 2020Q1 实现营业利润、归母净利润、每股收益 29.97 亿元/-42.13%、-5014 万元/-115.98%、-0.0418 元/股。

永辉超市：股东部分股份质押（8000 万股），同时解质股份 9000 万股；

根据公司 2020 年 4 月 30 日公告，截至本公告日，公司董事长张轩松先生持有上市公司股份 1,407,250,222 股，占公司总股本 14.70%，持有上市公司股份累计质押数量 532,140,000 股，占其持股数量的 37.81%。

爱婴室：实际控制人累计解除质押股份 297.5 万股；

根据公司 2020 年 4 月 30 日公告，截至本公告日，施琰先生、莫锐强先生、戚继伟先生、董

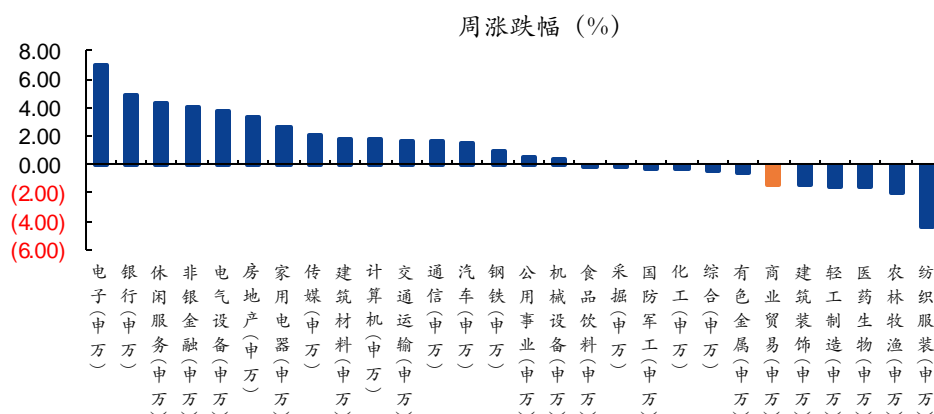
勤存先生合计持有公司股份 40,249,094 股，占公司总股本的 39.44%；本次部分股份解除质押后，上述共同实际控制人合计质押公司股份 5,600,200 股，占其合计持有公司股份的 13.91%，占公司总股本的 5.49%。

兰州民百：控股股东红楼集团股份质押展期（4600 万股），同时补充质押股份 700 万股；根据公司 2020 年 4 月 30 日公告，红楼集团及其一致行动人合计持有公司股份 490,817,723 股，占公司总股本的 63.46%。红楼集团及其一致行动人累计质押股份数量（含本次）为 380,240,468 股，占其持股数量比例的 77.47%，占公司总股本的 49.16%。

7. 上周市场回顾

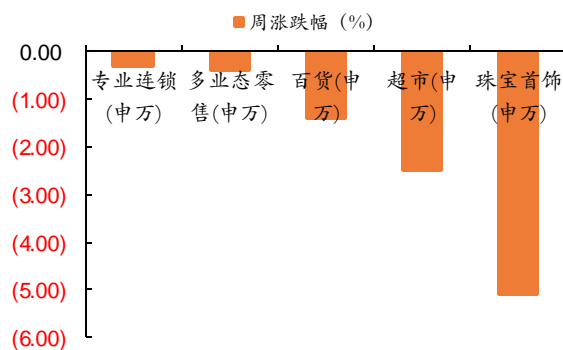
本周（2020.04.27-2020.05.01），商贸零售板块（申万）上涨-1.38%，在申万 28 个行业中位列第 23 位，上证综指上涨+1.84%，超额收益-3.22%。分子行业来看，百货、超市、多业态零售、专业连锁、珠宝首饰涨跌幅分别为-1.39%、-2.50%、-0.38%、-0.32%、-5.11%。江苏国泰（+9.71%）、新世界（+6.26%）、值得买（+6.05%）涨幅居前；跌幅前三名分别为：农产品（-15.81%）、宏图高科（-12.84%）、深赛格（-10.50%）。

图 15：本周商贸零售板块（申万）上涨-1.38%，位列第 23 位



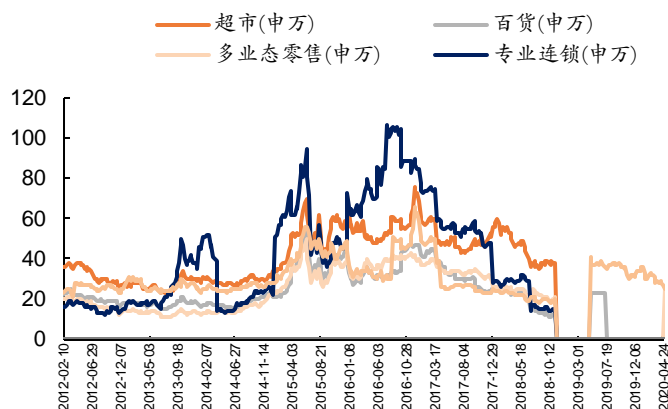
资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 16: 各零售子版块上周表现



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 17: 零售板块历史市盈率



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

表 16: 上周零售板块个股涨幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价 (元)	周最低价 (元)	周最高价 (元)	周换手率 (%)	周成交量(百万股)	周成交金额 (亿元)
002091.SZ	江苏国泰	9.71	6.10	5.22	6.34	6.45	97.34	5.82
600628.SH	新世界	6.26	11.88	11.06	12.17	1.90	12.26	1.44
300785.SZ	值得买	6.05	172.86	160.01	175.28	14.92	1.99	3.37
600361.SH	华联综超	5.50	4.22	3.90	4.42	12.48	83.10	3.48
600859.SH	王府井	5.18	12.99	12.24	13.01	5.05	28.70	3.63

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

表 17: 上周零售板块个股跌幅前五名

证券代码	证券简称	周涨跌幅(%)	收盘价 (元)	周最低价 (元)	周最高价 (元)	周换手率 (%)	周成交量(百万股)	周成交金额 (亿元)
000061.SZ	农产品	-15.81	7.72	7.53	10.09	30.94	524.58	46.62
600122.SH	宏图高科	-12.84	1.29	1.29	1.46	4.56	52.81	0.73
000058.SZ	深赛格	-10.50	6.31	6.10	7.99	39.96	215.01	15.21
600608.SH	ST 沪科	-8.72	4.50	4.44	5.02	3.59	11.42	0.53
600838.SH	上海九百	-8.58	5.86	5.63	6.49	13.32	53.40	3.18

数据来源: Choice, 安信证券研究中心

附录: 零售板块近期解禁

表 18: 零售行业限售股解禁情况汇总 (单位: 万股)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	总股本	解禁前(万股)		解禁后(万股)		解禁股份类型
					流通 A 股	占比 (%)	流通 A 股	占比 (%)	
600710.SH	苏美达	2020/5/14	30,352.12	130,674.94	100,322.82	76.77	-	-	定向增发机构配售股份
600738.SH	兰州民百	2020/5/18	36,116.80	77,346.45	41,162.74	53.22	-	-	定向增发机构配售股份
000882.SZ	华联股份	2020/6/23	25,519.29	273,735.19	248,215.51	90.68	-	-	定向增发机构配售股份
600682.SH	南京新百	2020/7/9	5,341.88	134,613.22	111,161.15	82.58	-	-	定向增发机构配售股份

数据来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034