商业贸易

2020 年 09 月 03 日

投资评级：看好（维持）

零售行业 2020 年中报综述：疫情影响线下零售承压，电商化妆品表现亮眼

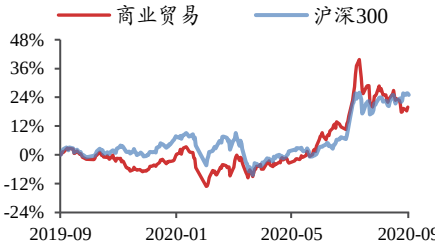
——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-零售行业中报速览：收入承压，利润增速环比改善》-2020.8.30

《商贸零售行业周报-安克创新即将登陆创业板，A 股跨境电商再添新军》-2020.8.23

《商贸零售行业周报-薇娅携手国大药房，新模式加码线下药店渠道布局》-2020.8.15

● **疫情缓和、经济复苏，社会消费回暖带动零售行业盈利改善**

2020 年新冠疫情对社会生产生活带来较大影响，二季度随着疫情缓和、国家有序推动复工复产复商复市，宏观经济和整体社会消费都在持续复苏：二季度 GDP 同比+3.2%，而在消费券政策及电商购物节刺激下，2020 年 4-7 月社零增速分别为-7.5%/-2.8%/-1.8%/-1.1%，降幅明显收窄，同时值得注意的是，1-7 月线上零售占比已达到 25.0%，同比提高了 5.6pct。随着上市公司中报全部披露完毕，我们选取 37 家零售行业公司作为样本，对行业整体经营表现进行梳理分析：2020Q2 行业整体实现营收 962 亿元（-20%），增速环比-3pct，收入端仍然承压；实现扣非归母净利润 28.7 亿元（-17%），增速环比+45pct，利润端改善明显。

● **板块分化明显：超市稳健、线下可选逐步复苏，化妆品表现最亮眼**

超市：2020Q2 营收同比+1.1%，受农贸市场、商场餐饮分流影响，收入增速环比 2020Q1 回落 18.3pct。但龙头公司依然保持较快增长，且与行业整体拉开差距。此外，疫情中消费者到家消费习惯得到培育且在疫情后进一步留存。龙头公司依托生鲜供应链优势稳步扩张，并通过发展到家业务巩固竞争壁垒。

百货：2020Q2 营收同比-39.4%，受商圈客流恢复较慢和会计准则调整影响，收入端继续承压，但经营净现金流已实现回正。2020Q2 百货板块实现扣非归母净利润 10.5 亿元，相比一季度（亏损 5.7 亿元）实现扭亏为盈。短期看，客流恢复有助于百货板块公司业绩回暖；长期看，免税等新业务还将贡献新的增量。

黄金珠宝：2020Q2 营收同比-10.6%，增速环比持平；扣非归母净利润同比-10%，环比改善明显。相较而言，龙头公司抗风险能力较强，疫情中仍在快速扩张。未来随着疫情缓和及中秋国庆临近，下半年婚庆珠宝需求恢复，叠加金价上涨（自 2020 年初以来伦敦金现价已上涨近 30%），有望带动行业回暖。

化妆品：2020Q2 营收同比+19%，增速环比+16.6pct，表现亮眼；扣非归母净利润 5.9 亿元（+3%），实现正增长。渠道方面线下受疫情影响，但线上电商保持高增长；营销方面行业公司普遍加大多元化社媒营销力度推广新品，2020Q2 销售费用率环比+5.2pct，但双抗、小红笔等优质新品也为相应公司收入端带来明显拉动，下半年随着新品持续推出、线下渠道恢复，行业有望延续高景气。

● **投资建议：超市、线下可选消费和跨境电商**

展望下半年，疫情缓和、国家推进经济内循环，消费复苏仍是零售行业主旋律。建议关注三条投资主线：1）确定性较高的超市板块，重点推荐龙头公司永辉超市、家家悦。2）疫情缓和、经济内循环，线下消费稳步复苏，重点推荐黄金珠宝板块周大生和母婴零售板块爱婴室。3）疫情驱动消费渠道向线上转移，建议关注景气度边际提升的跨境电商板块，重点推荐跨境社交电商龙头吉宏股份。

● **风险提示：**宏观经济风险，中小企业经营压力增大，展店速度不及预期。

目 录

1、 疫情缓和、经济复苏，二季度零售行业盈利改善 4
1.1、 二季度经济回暖，社会消费复苏 4
1.2、 二季度零售行业收入持续承压，盈利环比改善 6
2、 超市相对稳健、线下可选逐步复苏，化妆品表现最亮眼 7
2.1、 超市：增速环比回落但仍相对稳健，龙头强者恒强 7
2.2、 百货：营收持续承压、利润扭亏为盈，消费复苏仍在进行时 9
2.3、 黄金珠宝：龙头公司抗风险能力更强，静待下半年婚庆需求回暖 11
2.4、 化妆品：线上渠道亮眼叠加新品贡献增量，行业持续高景气 12
3、 投资建议：超市、线下可选消费和跨境电商 15
3.1、 永辉超市：二季度业绩符合预期，线上收入占比快速提升 15
3.2、 家家悦：二季度业绩延续高增长，持续推进物流供应链建设 16
3.3、 周大生：疫情影响上半年业绩，线上电商渠道“收之桑榆” 16
3.4、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，品牌+全渠道布局未来可期 17
3.5、 吉宏股份：中报业绩高增长符合预期，出海跨境电商乘风破浪 18
4、 风险提示 19

图表目录

图 1： 疫情缓和，2020Q2 GDP 增速回升 4
图 2： 2020Q2 整体/食品类 CPI 增速显著回落 4
图 3： 2020Q2 社零降幅大幅收窄 4
图 4： 2020Q2 限额以上商品零售总额增速回正 4
图 5： 618 电商购物节刺激消费复苏 5
图 6： 实物商品网上零售额占比已持续提升至 25% 5
图 7： 二季度粮食食品类社零增速回落，化妆品类相对表现亮眼 5
图 8： 2020Q2 零售行业收入端持续承压 6
图 9： 2020Q2 零售行业盈利端环比明显改善 6
图 10： 2020Q2 零售行业毛利率环比大幅提升 6
图 11： 2020Q2 零售行业盈利改善明显 6
图 12： 超市板块营收增速环比回落，化妆品增速突出 7
图 13： 百货板块扣非净利润增速改善明显 7
图 14： 2020Q2 超市板块整体收入增速环比回落 8
图 15： 2020Q2 超市板块整体毛利率保持稳定 8
图 16： 2020Q2 超市板块销售费用有所上升 8
图 17： 2020Q2 剔除永辉超市后超市扣非净利率改善 8
图 18： 2020Q2 高线城市客流回暖率慢于低线城市 9
图 19： 2020Q2 大型购物中心客流回暖率优于平均水平 9
图 20： 2020Q2 百货板块营收端持续承压 10
图 21： 2020Q2 百货板块经营净现金流由负转正 10
图 22： 2020Q2 百货板块毛利率受准则变动影响提升 10
图 23： 2020Q2 百货板块扣非归母净利润扭亏为盈 10
图 24： 2020Q2 黄金珠宝板块收入同比下滑 10.6% 11

图 25: 2020Q2 黄金珠宝板块扣非净利润同比下滑 10% 11
图 26: 2020Q2 黄金珠宝板块毛利率同比提升 0.3pct 12
图 27: 2020Q2 黄金珠宝板块费用率保持稳定 12
图 28: 2020Q2 化妆品板块营收表现亮眼 13
图 29: 2020Q2 化妆品板块扣非归母净利润增速回正 13
图 30: 2020H1 化妆品板块头部公司线上渠道高增长 13
图 31: 2020Q2 化妆品板块公司销售费用率提升明显 13
图 32: 2020Q2 化妆品板块毛净利率同比改善 14
图 33: 2020Q2 化妆品板块销售费用率上升明显 14

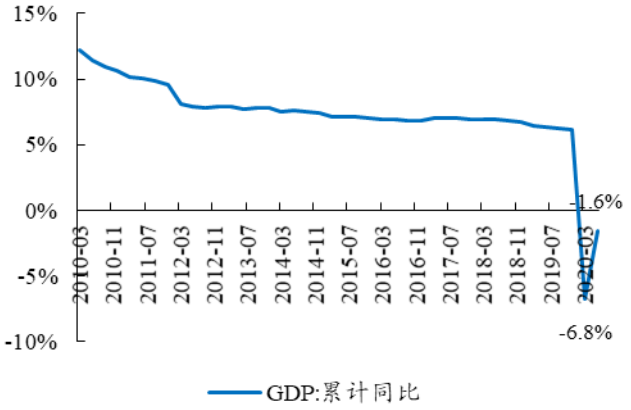
表 1: 2020Q2 超市环比回落但仍相对稳健，线下可选逐步复苏，化妆品表现最为亮眼 7
表 2: 超市板块重点公司 2020Q2 财务指标：公司分化明显，龙头公司表现亮眼 9
表 3: 百货板块重点公司 2020Q2 财务指标：受疫情影响百货公司业绩持续承压 11
表 4: 黄金珠宝板块重点公司 2020Q2 财务指标：龙头公司抗风险能力较强，受疫情冲击相对较小 12
表 5: 化妆品板块重点公司 2020Q2 财务指标：线上电商渠道高景气推动下，总体经营恢复良好 15
表 6: 投资建议：重点推荐永辉超市、家家悦、爱婴室、吉宏股份和周大生 18

1、 疫情缓和、经济复苏，二季度零售行业盈利改善

1.1、 二季度经济回暖，社会消费复苏

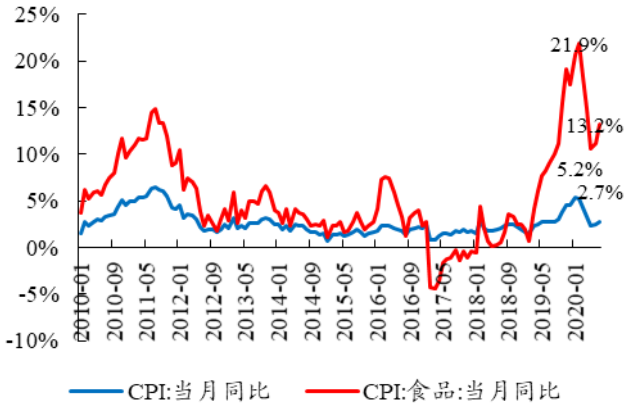
二季度 GDP 增速回升，CPI 增速回落。2020 年一季度，新冠疫情对社会生产生活冲击显著，GDP 同比大幅下降 6.8%，猪价及食品供应短缺推动下，CPI 大幅上升，2 月 CPI 增速达到+5.2%，食品类 CPI 增速更是达到+21.9%。二季度以来，随着疫情缓和，生产需求回暖，国家也在有序推动复工复产复商复市，二季度 GDP 累计同比-1.6%，单季度同比+3.2%，回暖明显；食品类 CPI 增速也有显著回落，2020 年 7 月整体/食品类 CPI 同比增速分别为+2.7%/+13.2%，较 2 月高点回落 2.5pct/8.7pct。

图1：疫情缓和，2020Q2 GDP 增速回升



数据来源：统计局、开源证券研究所

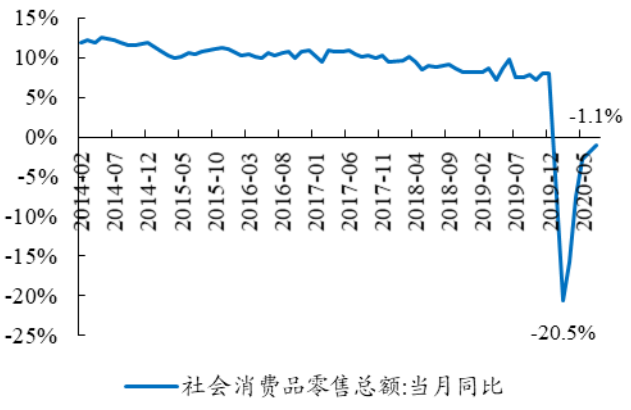
图2：2020Q2 整体/食品类 CPI 增速显著回落



数据来源：统计局、开源证券研究所

疫情缓和叠加消费券等政策刺激，二季度整体社会消费显著复苏。二季度以来，随着疫情缓和，居民增加外出活动，同时各地政府纷纷发放各类消费券，带动整体社会消费稳步复苏。根据国家统计局发布的社会消费品零售总额数据（下简称“社零”数据），2020 年上半年，社零总额为 17.26 万亿元，累计同比-11.4%，其中一季度同比-19%，二季度同比-4%；2020 年 4-7 月，社零增速分别为-7.5%/-2.8%/-1.8%/-1.1%，降幅环比一季度已有明显收窄。此外，2020 年 7 月限额以上企业商品零售额为 10630 亿元，同比+3.0%，增速已回正。

图3：2020Q2 社零降幅大幅收窄



数据来源：统计局、开源证券研究所

图4：2020Q2 限额以上商品零售总额增速回正



数据来源：统计局、开源证券研究所

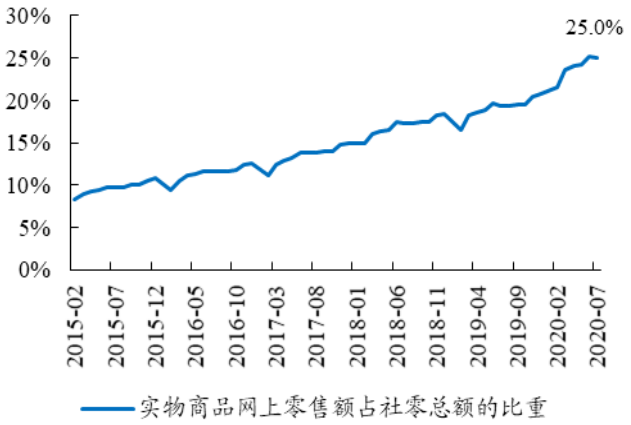
疫情改变消费者购物习惯叠加 618 等电商购物节，线上渠道占比持续提升。疫情催生“宅经济”，驱动消费者消费渠道逐步由线下往线上转移。需求端，消费者为减少出门选择在线上购买日常必需品；供给端，疫情之下零售企业也纷纷发展线上业务自救，超市到家等业务实现快速发展。此外，618 作为疫情后首个购物节，结合直播电商等新模式，关注度较往年大幅提高，进一步推动疫情中受抑制的消费需求释放。从社零数据来看，2020 年 1-7 月，实物商品网上零售总额累计达到 51018 亿元，同比+15.3%，占社零总额比重达到 25.0%，较 2019 年同期提高了 5.6pct。

图5：618 电商购物节刺激消费复苏



资料来源：天猫官网

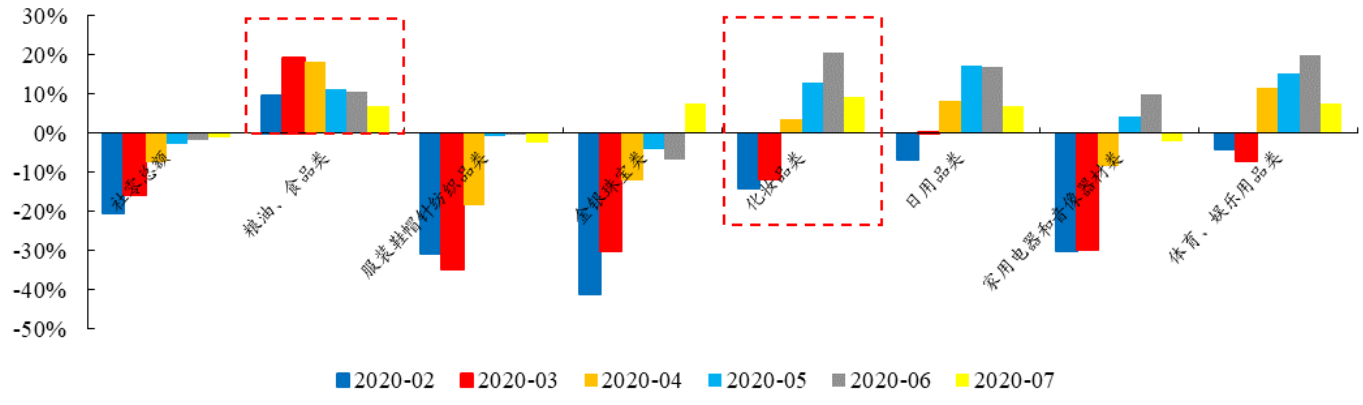
图6：实物商品网上零售额占比已持续提升至 25%



数据来源：统计局、开源证券研究所

分品类看，二季度必选消费品类增速回落，可选消费品类逐步复苏，化妆品类表现亮眼。疫情期间，必选消费表现出较强韧性，2020 年 2-3 月，粮油食品类社零分别同比增长 9.7%/19.2%，二季度随着疫情缓和，粮油食品类增速有所回落，4-7 月分别同比增长 18.2%/11.4%/10.5%/6.9%；日用品类二季度表现较好，4-7 月分别同比增长 8.3%/17.3%/16.9%/6.9%。可选消费方面，各品类整体都在持续改善，其中化妆品类 4-7 月分别同比增长 3.5%/12.9%/20.5%/9.2%，恢复速度较快，相对表现亮眼；黄金珠宝类 4-7 月分别同比-12.1%/-3.9%/-6.8%/+7.5%，在 7 月增速也首次转正；服装鞋帽类则相对承压。

图7：二季度粮食食品类社零增速回落，化妆品类相对表现亮眼



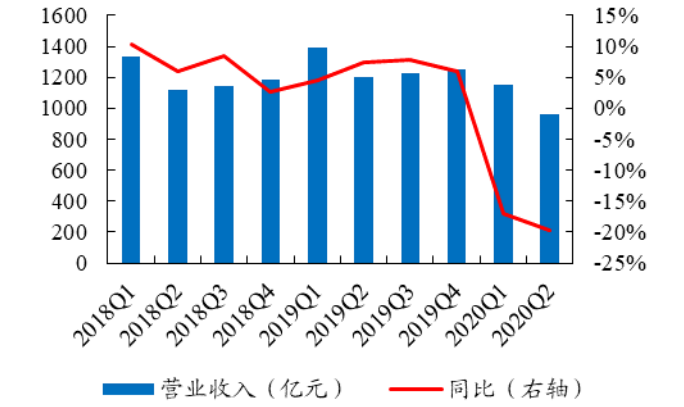
数据来源：统计局、开源证券研究所

1.2、 二季度零售行业收入持续承压，盈利环比改善

截至 2020 年 9 月 2 日，零售行业上市公司中报已全部披露完毕，我们选取 8 家超市、15 家百货、7 家化妆品、5 家黄金珠宝、2 家专业连锁合计 37 家代表性上市公司作为样本（以下简称“行业整体”），使用整体法（指将行业内公司某一指标先求和，再进行计算分析）计算相关数据指标，对零售行业整体经营表现进行梳理分析。

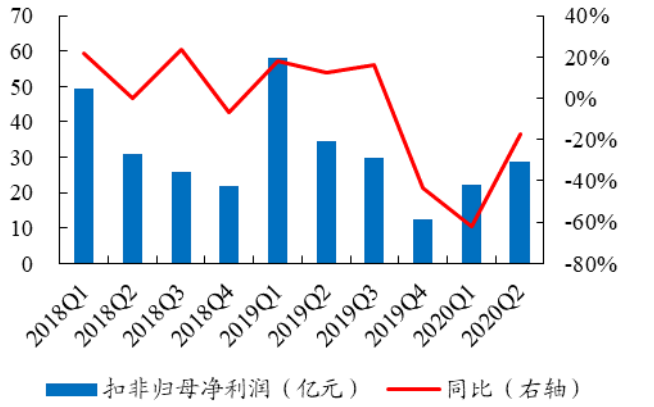
二季度零售行业收入端持续承压，盈利端环比有所改善。2020Q2 零售行业整体实现营业收入 962 亿元(-20%)，增速环比-3pct，剔除行业内收入体量最大的永辉超市后，行业整体收入 749 亿元（-26%），增速环比+1pct，收入端持续承压。利润端，2020Q2 行业整体实现扣非归母净利润 28.7 亿元(-17%)，增速环比+45pct，剔除永辉超市后，行业整体扣非归母净利润 27.6 亿元（-16%），增速环比+64pct，环比有明显改善。

图8：2020Q2 零售行业收入端持续承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

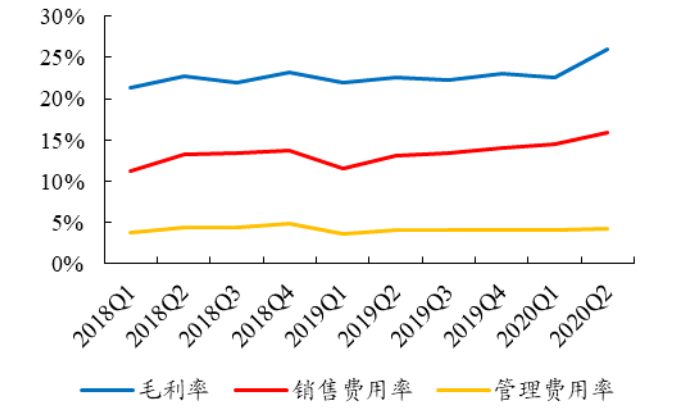
图9：2020Q2 零售行业盈利端环比明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

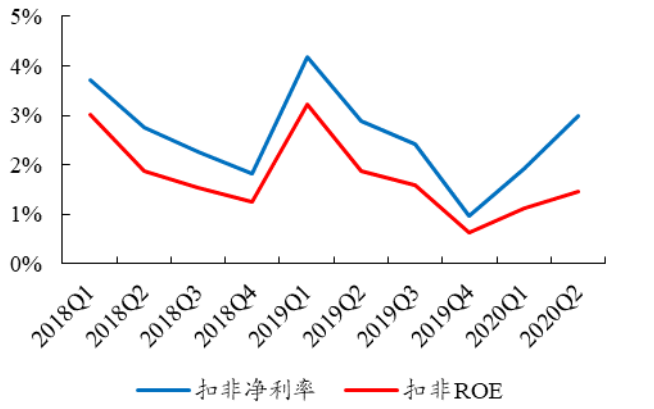
消费复苏叠加会计准则变动，毛利率、净利率改善明显。2020Q2 零售行业整体毛利率/销售费用率/管理费用率分别为 26.0%/16.0%/4.3%，同比+3.4pct/+2.8pct/+0.1pct，环比+3.3pct/+1.5pct/+0.2pct，主要因会计准则变动，分母端收入减少拉高毛利率。2020Q2 零售行业整体扣非净利率/扣非 ROE 分别为 3.0%/1.5%，环比提升 1.1pct/0.3pct，改善明显。一方面会计准则变动使分母端收入减少，带动扣非净利率提升；另一方面，二季度消费复苏也有力推动了零售企业盈利端的改善，扣非 ROE 提升。

图10：2020Q2 零售行业毛利率环比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020Q2 零售行业盈利改善明显

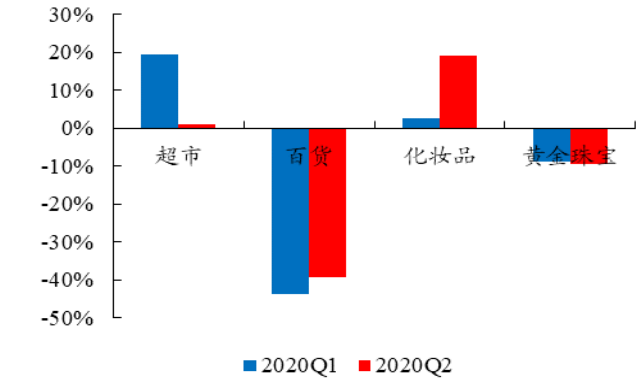


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 超市相对稳健、线下可选逐步复苏，化妆品表现最亮眼

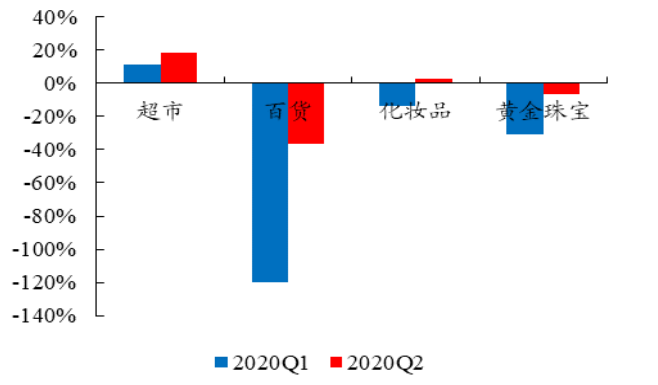
细分板块分化明显：超市环比回落但仍相对稳健，线下可选逐步复苏，化妆品表现最为亮眼。疫情影响下，零售行业各细分板块也出现明显分化：1）主营必选消费的超市板块表现相对稳健，但整体增速较一季度有所回落，2020Q2 营收/扣非归母净利润分别增长 1.1%/18.4%；2）百货板块受疫情冲击最大叠加会计准则变动影响，二季度营收端持续承压，利润端受益于客流回暖 Q2 实现扭亏为盈；3）黄金珠宝板块龙头公司在疫情下抗风险能力凸显，2020Q2 营收同比-10.6%，增速环比持平；4）化妆品板块受益于线上渠道高景气增长，二季度表现亮眼，2020Q2 营收/扣非归母净利润分别增长 19.0%/2.9%，收入端高增长，利润端增速也已回正。

图12：超市板块营收增速环比回落，化妆品增速突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：百货板块扣非净利润增速改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020Q2 超市环比回落但仍相对稳健，线下可选逐步复苏，化妆品表现最为亮眼

细分板块	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
超市	377.8	7.4	4.6	1.1%	55.8%	18.4%	24.2%	22.4%
百货	360.9	16.3	10.5	-39.4%	-20.2%	-36.3%	27.8%	22.2%
化妆品	60.2	6.8	5.9	19.0%	-6.9%	2.9%	56.0%	41.5%
黄金珠宝	146.2	7.0	6.5	-10.6%	-9.0%	-10.0%	14.1%	6.1%
专业连锁	16.4	1.5	1.2	17.5%	-3.7%	-13.0%	23.0%	13.8%

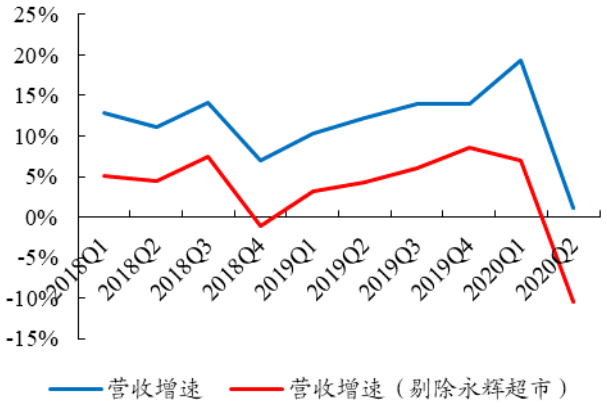
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、 超市：增速环比回落但仍相对稳健，龙头强者恒强

我们以重点关注的 8 家超市企业永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高等作为代表性研究样本，观察超市板块的整体经营情况。

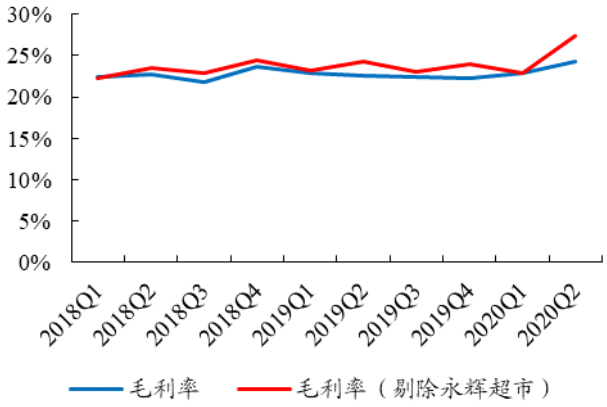
2020Q2 超市板块收入增速环比回落，毛利率保持稳健。从 2020Q2 数据来看，超市板块整体收入同比增长 1.1%（2020Q1 为+19.3%，环比下滑 18.3pct），考虑到永辉超市单个公司经营情况波动对板块指标有较大影响，若扣除永辉超市（2020Q2 收入+12.2%）后，板块整体收入同比增长为-10.4%（2020Q1 为+6.9%，环比下滑 17.3pct），环比整体有所下滑，且板块内公司表现分化。疫情缓和后，农贸市场、餐饮逐渐恢复营业，对超市客观上形成一定分流，带来超市同店增长放缓。毛利率方面，2020Q2 板块整体毛利率为 24.2%，近年来整体保持稳定（剔除永辉超市后有小幅提升）。

图14：2020Q2 超市板块整体收入增速环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

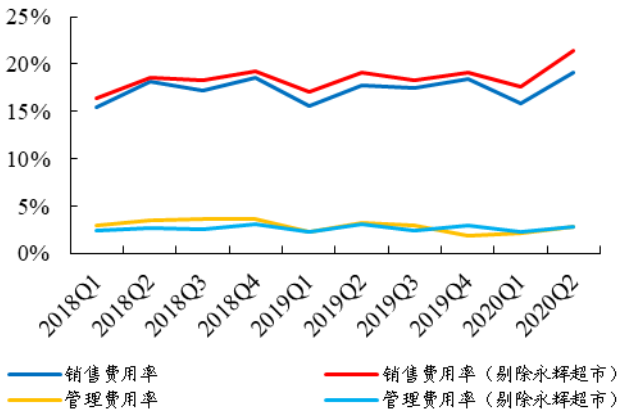
图15：2020Q2 超市板块整体毛利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

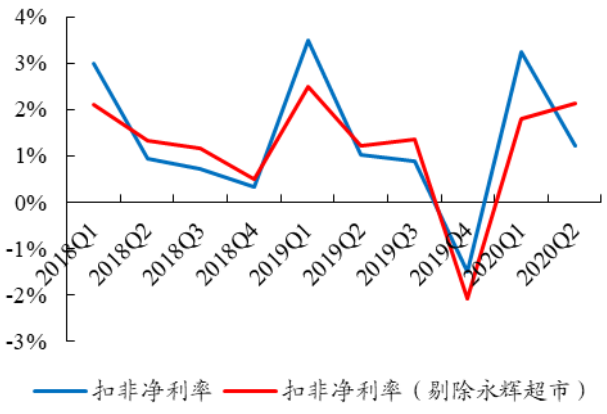
2020Q2 超市板块整体销售费用率有所提升，扣非净利率出现改善。2020Q2 超市板块整体销售/管理费用率分别为 19.1%/2.8%，同比+1.4pct/-0.4pct，扣除永辉超市后整体销售/管理费用率分别为 21.4%/2.8% 同比+2.3pct/-0.3pct。2020Q2 超市板块整体扣非净利率为 1.2%，同比+0.2pct，扣除永辉超市后板块整体扣非净利率 2.1%，同比+0.9pct。永辉超市 2020Q2 扣非净利率为 0.5%，同比-0.4pct，受创新业务亏损拖累，永辉超市净利率明显低于超市行业整体。

图16：2020Q2 超市板块销售费用有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020Q2 剔除永辉超市后超市扣非净利率改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q2 超市板块分化明显，龙头公司永辉超市、家家悦、红旗连锁等收入稳健增长。尽管疫情缓和下，超市面对农贸市场、商场餐饮的分流影响，但受益于 CPI 尤其是食品类 CPI 保持相对高位，叠加必选消费需求稳定，龙头超市公司收入依然保持较快增长，且与行业整体拉开差距。永辉超市、家家悦、红旗连锁 2020Q2 收入同比分别增长 12.2%、14.4%、12.1%，明显好于其他超市上市公司。近年来，线下超市凭借生鲜聚客引流抵御线上冲击，生鲜供应链能力已成为行业竞争制胜关键。此外值得注意的是，疫情中消费者的到家消费习惯得到培育，且在疫情后进一步留存，随着年轻消费群体壮大，对购物便捷有着更大需求，发展到家业务逐渐成为行业趋势。2020Q1/Q2 永辉超市线上收入占比分别为 7.1%/11.6%（2019H1 为 3.4%），实现加速提升。未来超市行业空间广阔，龙头公司凭借生鲜供应链、门店运营优势，经营版图稳步扩张（永辉超市、家家悦上半年门店分别净增长 27/41 家），并进一步通过供应链赋能下的到家业务、小店业态探索巩固竞争壁垒，核心竞争力逐渐增强。

表2：超市板块重点公司 2020Q2 财务指标：公司分化明显，龙头公司表现亮眼

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	212.6	2.9	1.0	12.2%	16.6%	-35.8%	21.7%	20.5%
步步高	48.4	0.7	0.5	8.6%	7.5%	2.8%	23.6%	22.3%
家家悦	39.6	1.1	1.1	14.4%	30.5%	32.8%	21.4%	17.3%
红旗连锁	21.7	1.2	1.1	12.1%	-25.2%	-29.3%	30.8%	25.1%
中百集团	31.2	1.0	0.4	-11.9%	903.4%	347.6%	25.2%	23.6%
华联综超	3.8	0.2	0.1	-86.2%	134.4%	-	21.8%	-
新华都	10.7	0.4	0.3	-20.5%	-124.5%	-137.9%	25.9%	23.3%
三江购物	9.9	0.1	0.0	3.7%	-84.5%	-91.2%	22.7%	22.0%

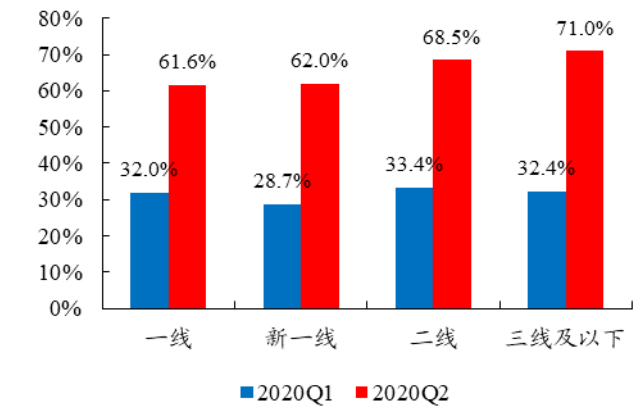
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 百货：营收持续承压、利润扭亏为盈，消费复苏仍在进行时

我们以重点关注的 15 家百货企业天虹股份、王府井、鄂武商 A、重庆百货、百联股份等作为代表性研究样本，观察百货板块的整体经营情况。

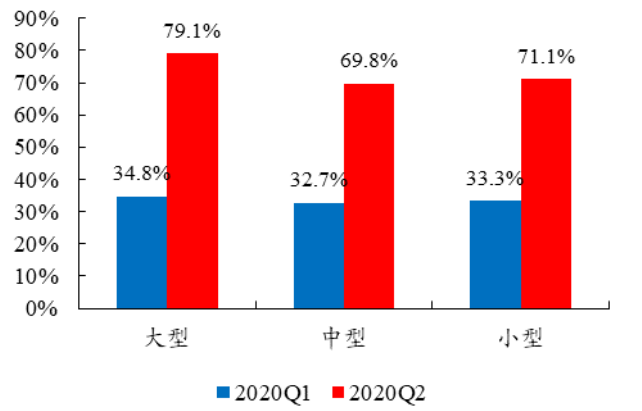
疫情缓和，线下商圈客流在逐步恢复，但高线城市恢复速度慢于预期。二季度随着疫情缓和，线下购物中心等商圈客流在逐步恢复：根据汇客云数据，2020Q2 全国购物中心客流达 60 亿人次，客流已恢复至正常预测客流的 66%，较一季度大幅提升 30+pct。从城市来看，客流回暖率随城市等级下降而提高。高线城市由于经济活跃度更强、人口流动性更大，且存在部分地区疫情反复影响，对商务、旅游出行影响持续程度高于预期，预计高线城市购物中心客流回暖需要更长时间。另外，购物中心业态本身恢复情况也有分化，大型购物中心（12 万平以上）凭借更丰富的业态和更积极的营销活动，客流回暖率（79.1%）显著好于中、小型购物中心。

图18：2020Q2 高线城市客流回暖率慢于低线城市



数据来源：汇客云、开源证券研究所

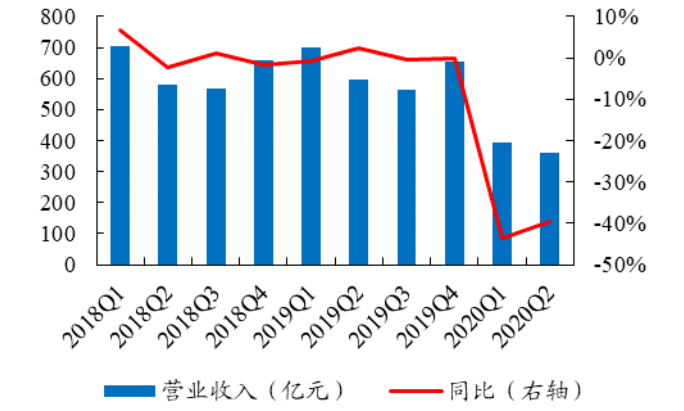
图19：2020Q2 大型购物中心客流回暖率优于平均水平



数据来源：汇客云、开源证券研究所

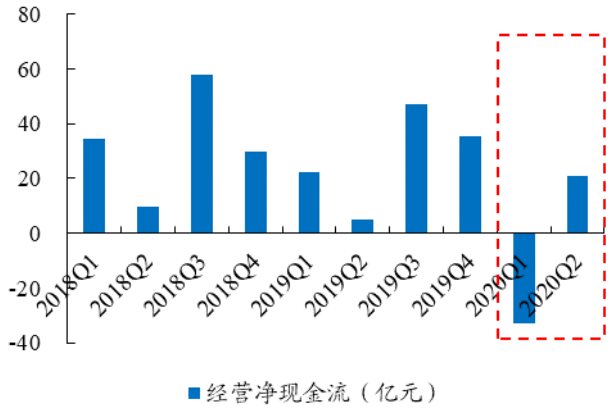
2020Q2 百货板块营收受会计准则调整影响持续承压，现金流已回正。疫情期间，偏可选消费的百货业态受到疫情冲击，客流量下滑明显，影响销售收入。同时，多数百货企业自 2020 年 1 月开始执行新会计准则，联营模式的销售收入由总额法改为净额法确认，使得营收和成本同时下降。2020Q2 百货板块实现营收 361 亿元(-39%)，增速环比一季度+4.2pct，营收端持续承压。现金流方面受准则变动影响不大，2020Q2 百货板块经营净现金流为 21 亿元，环比一季度已由负转正。

图20：2020Q2 百货板块营收端持续承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

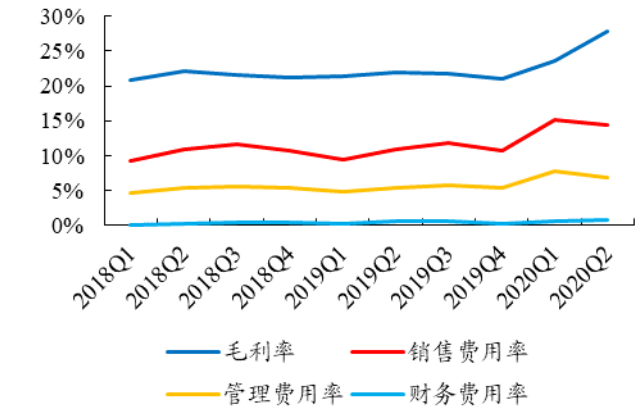
图21：2020Q2 百货板块经营净现金流由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

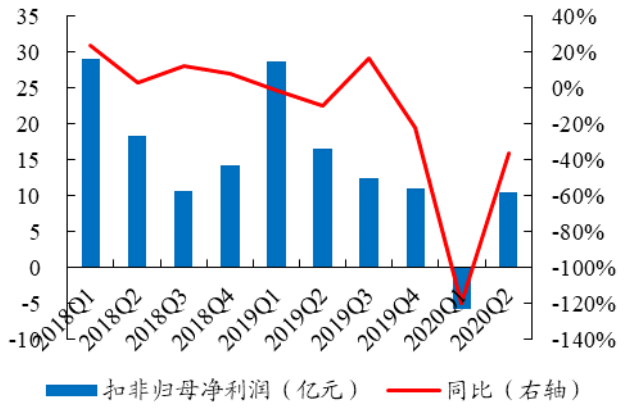
2020Q2 百货板块毛利率提升、费用率改善，扣非归母净利润扭亏为盈。毛利率方面，2020Q2 百货板块毛利率为 27.8%，由于会计准则变动，部分上市公司营收大幅减少导致毛利率大幅提升。费用方面，疫情缓和后百货企业人工及促销费用减少，二季度期间费用率环比有所改善，销售、管理费用率分别为 14.4%/6.9%，环比-0.8pct/-0.8pct。利润方面，会计准则变动对公司净利润无实质影响，2020Q2 百货板块实现扣非归母净利润 10.5 亿元（同比-36%，增速环比+83.7pct），相比一季度（亏损 4.5 亿元）实现扭亏为盈，改善明显。

图22：2020Q2 百货板块各项比率受准则变动影响上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2020Q2 百货板块扣非归母净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

受疫情和会计准则影响，2020Q2 百货板块公司业绩仍然承压。1）王府井：2020Q2 实现营收/扣非归母净利润 19.0/1.6 亿元，同比-69.6%/+7.3%。若剔除收入准则影响，二季度营收同比下降 8.1%，增速环比+29.8pct，业绩端较一季度也有明显改善。2020 年 7 月，公司经营免税的全资子公司完成工商注册，未来有望成为公司新的增长点。**2）重庆百货：**2020Q2 实现营收/扣非归母净利润 77.7/2.8 亿元，同比-4.9%/+46.3%。疫情期间，公司借助多点积极发展全渠道业务，线上销售同比+311%；二季度公司减少资产减值计提，扣非归母净利润实现正增长。**3）天虹股份：**2020Q2 实现营收/扣非归母净利润 28.9/0.4 亿元，同比-35.7%/-77.1%。若剔除收入准则影响，上半年营收同比+4.24%。其中，超市收入同比+29%，线上销售同比+259%；3 月份百货门店全面恢复营业，二季度购物中心/百货收入环比+42%/+26%。

表3：百货板块重点公司 2020Q2 财务指标：受疫情影响百货公司业绩持续承压

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
鄂武商 A	14.0	1.8	1.6	-66.2%	-40.2%	-46.3%	40.2%	29.1%
大商股份	19.0	2.2	2.3	-63.9%	-8.7%	-3.1%	49.9%	29.9%
王府井	19.0	2.1	1.6	-69.6%	-30.2%	7.3%	33.2%	19.8%
欧亚集团	4.4	0.3	0.3	-90.1%	-63.5%	-68.3%	-	-
首商股份	7.6	-0.1	-0.2	-68.2%	-105.2%	-126.1%	20.5%	27.3%
大东方	19.8	0.7	0.5	-17.7%	-2.7%	47.1%	12.5%	8.7%
重庆百货	77.7	5.8	2.8	-4.9%	186.8%	46.3%	17.7%	13.1%
友阿股份	12.2	0.4	0.6	-12.3%	-47.8%	-25.4%	17.6%	21.1%
天虹股份	28.9	0.9	0.4	-35.7%	-54.7%	-77.1%	41.5%	38.5%
合肥百货	22.9	0.4	0.2	-5.9%	119.8%	354.9%	19.5%	15.3%
翠微股份	2.1	0.1	-0.5	-82.4%	-77.2%	-297.4%	50.1%	73.4%
百联股份	89.9	2.4	2.0	-24.2%	-15.8%	-14.5%	27.1%	20.6%
新华百货	16.8	0.0	-0.1	-1.4%	-107.6%	-136.8%	21.4%	21.3%
中兴商业	2.0	0.1	0.1	-69.5%	-82.6%	-68.7%	49.5%	38.5%
银座股份	24.7	-0.8	-1.0	-11.5%	4851.7%	4247.9%	17.4%	18.7%

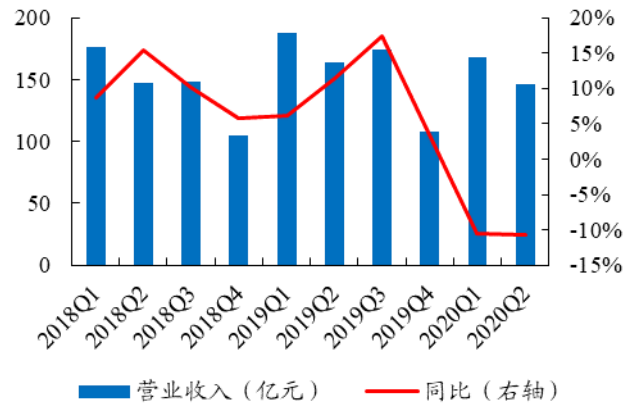
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 黄金珠宝：龙头公司抗风险能力更强，静待下半年婚庆需求回暖

我们以重点关注的 5 家黄金珠宝企业老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基及莱坤通灵作为代表性研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况。

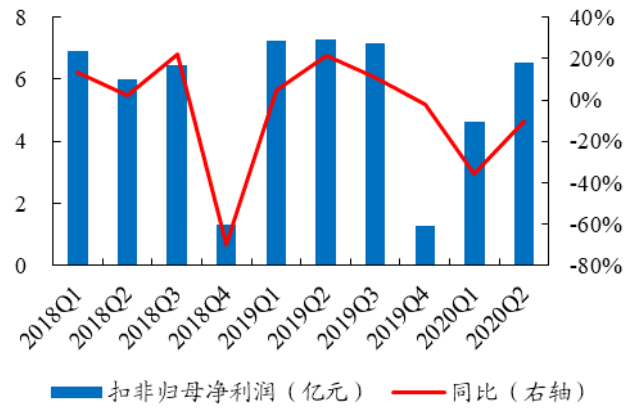
2020Q2 黄金珠宝板块收入持续承压，利润增速环比明显改善。从 2020Q2 数据来看，黄金珠宝板块整体收入同比下滑 10.6%，增速环比持平，行业继续承压。利润方面，2020Q2 黄金珠宝板块扣非净利润同比下滑 10.0%，增速环比 2020Q1 提升 25.9pct，改善明显，其中老凤祥/周大生扣非净利润分别下滑 3.3%/16.5%。自 2020 年年初以来，伦敦金现价上涨接近 30%，带动对黄金（投资属性）需求增长。具体到上市公司层面，老凤祥产品中黄金占比较高，业绩受影响相对较小，而周大生镶嵌类产品占比较高，受影响相对较大。

图24：2020Q2 黄金珠宝板块收入同比下滑 10.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

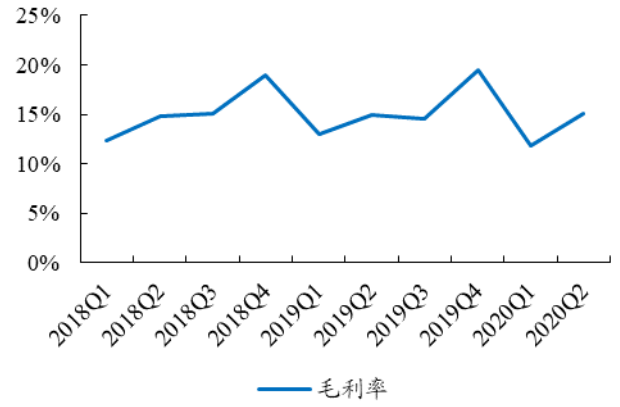
图25：2020Q2 黄金珠宝板块扣非净利润同比下滑 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

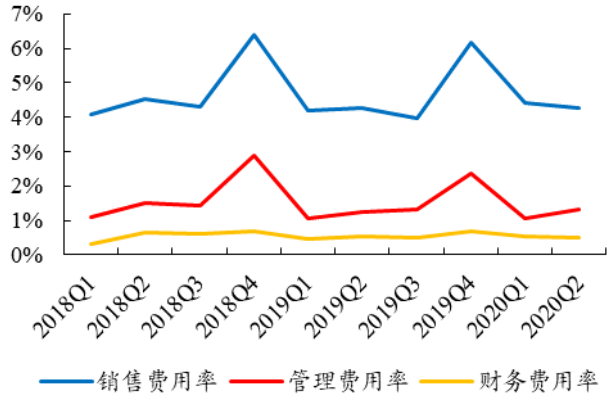
2020Q2 黄金珠宝板块毛利率小幅改善，费用率整体保持稳定。2020Q1 黄金珠宝板块整体毛利率为 14.1%（同比+0.3pct），在收入承压下毛利率仍出现一定改善，预计主要与黄金价格上涨有关。行业龙头公司周大生 2020Q2 毛利率为 47.3%（+9.3pct），改善幅度最大，主要原因为金价上涨及素金类产品结构改善。费用方面，2020Q2 黄金珠宝板块销售/管理/财务费用率分别为 4.3%（+0pct）/1.3%（+0.1pct）/0.5%（+0pct），整体保持稳定。

图26：2020Q2 黄金珠宝板块毛利率同比提升 0.3pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2020Q2 黄金珠宝板块费用率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

龙头珠宝公司抗风险能力相对较强，静待下半年婚庆需求回暖。1）**老凤祥**：2020H1 实现营收 264.9 亿元（-5.8%），归母净利润 7.41 亿元（+0.2%）；其中 Q2 营收 120.0 亿元（-8.4%），归母净利润 3.69 亿元（+1.1%）。黄金珠宝业务实现收入 179.5 亿元（-15.2%），毛利率为 10.77%（+0.91pct），保持稳健提升。2020H1 公司新开/净开门店 151/98 家（2019 年同期净开 68 家），疫情中展店提速，门店总数达到 3991 家。2）**周大生**：2020H1 实现营收 16.7 亿元（-30.0%），归母净利润 3.3 亿元（-30.4%）；其中 Q2 营收 10.0 亿元（-22.9%），归母净利润 2.3 亿元（-18.2%），其中线上收入 3.87 亿元，占收入比重已达到 23.1%（2019H1 为 9.3%）。整体来看，目前我国珠宝行业增速已趋于稳健，但龙头公司凭借品牌、渠道等综合竞争优势，仍在加速扩张。随着疫情趋缓及中秋国庆临近，下半年婚庆珠宝需求有望恢复，叠加金价上涨，有望带动行业需求回暖。

表4：黄金珠宝板块重点公司 2020Q2 财务指标：龙头公司抗风险能力较强，受疫情冲击相对较小

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	120.0	3.7	3.6	-8.4%	1.1%	-3.3%	8.6%	2.8%
周大生	10.0	2.3	2.2	-22.9%	-18.2%	-16.5%	47.3%	16.0%
明牌珠宝	5.2	0.1	0.0	-41.4%	-79.9%	-110.6%	14.3%	13.3%
潮宏基	8.0	0.4	0.3	-1.4%	-26.9%	-24.1%	35.7%	27.0%
莱绅通灵	3.2	0.5	0.5	13.0%	43.8%	86.1%	60.5%	36.2%

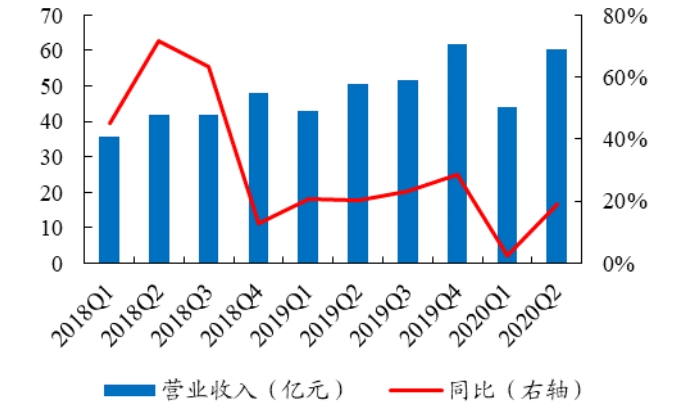
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 化妆品：线上渠道亮眼叠加新品贡献增量，行业持续高景气

我们以重点关注的 7 家化妆品企业珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份、青松股份、华熙生物及拉芳家化作为代表性研究样本，观察化妆品板块的整体经营情况。

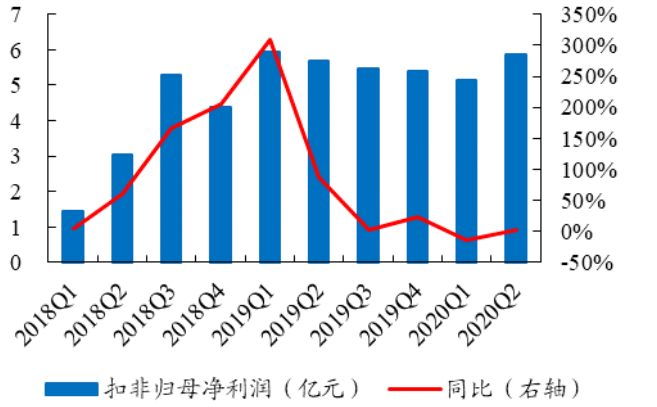
2020Q2 化妆品板块营收表现亮眼，扣非归母净利润增速回正。收入端，2020Q2 化妆品板块实现营收 60 亿元（+19%），增速环比+16.6pct，横向对比来看，几家化妆品上市公司表现优于行业整体（我们测算化妆品类 Q2 社零增速为 13%）。利润端，2020Q2 板块扣非归母净利润 5.9 亿元（+3%），实现正增长（增速环比 Q1+16.3pct），板块经营情况在持续恢复。

图28：2020Q2 化妆品板块营收表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

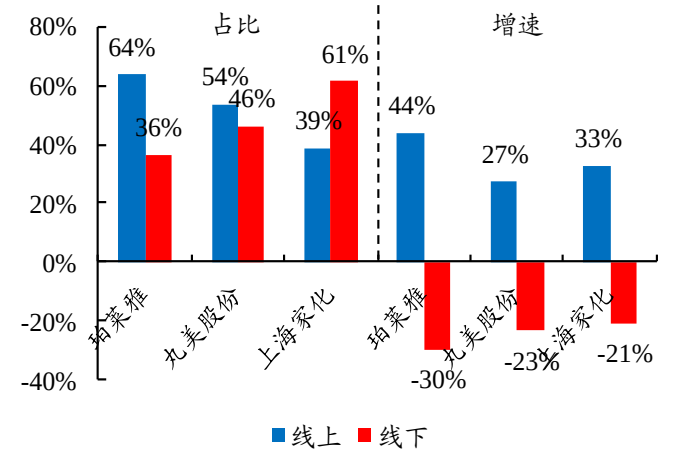
图29：2020Q2 化妆品板块扣非归母净利润增速回正



数据来源：Wind、开源证券研究所

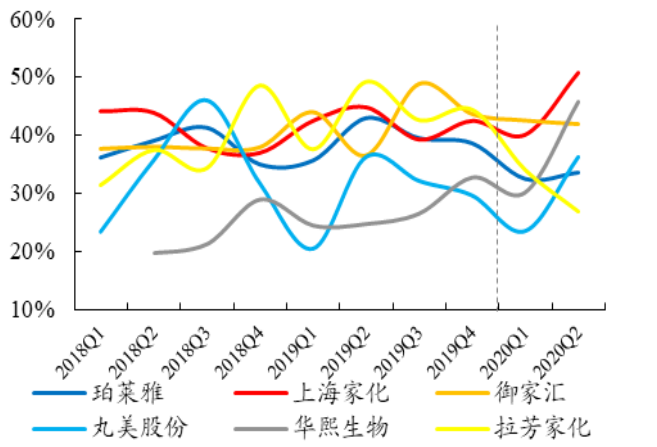
2020Q2 化妆品线上渠道实现高增长，营销投入也有所加大。1）从渠道来看，2020 年上半年化妆品上市公司线上渠道实现高增长，几大品牌上市公司珀莱雅/丸美股份/上海家化线上渠道分别同比增长 44%/27%/33%，未来我们预计线上渠道将继续保持较高景气度；而在线下渠道方面，上半年受疫情影响线下渠道出现不同程度下滑，未来随着线下客流恢复，线下渠道经营有望好转。**2）从产品来看**，优质产品对公司业绩起到较大拉动作用，如珀莱雅推出双抗精华、丸美推出小红笔眼霜（助推丸美天猫旗舰店实现 68%的增长）、钻光瓶等，均对上市公司上半年业绩带动较大拉动；下半年几大化妆品上市公司仍将保持较高的推新频率，新产品看点较多。**3）从营销来看**，化妆品上市公司纷纷加大营销力度，采用代言人代言、小红书抖音等多社媒投放方式进行营销活动，丸美股份、华熙生物、上海家化二季度销售费用率分别为 36.3%/45.7%/50.6%，环比+12.7pct/+15.5pct/+10.6pct，销售费用率提升明显。

图30：2020H1 化妆品板块头部公司线上渠道高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

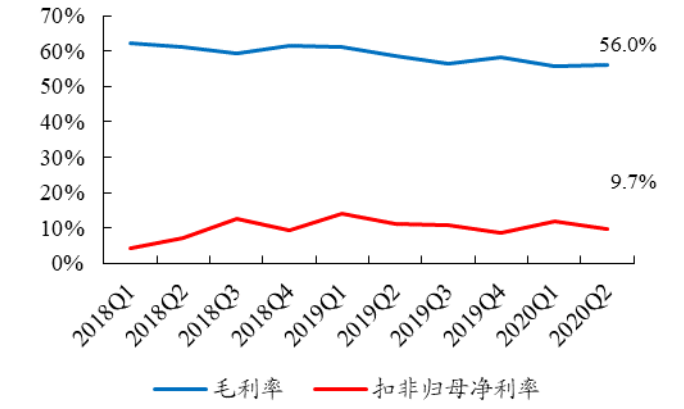
图31：2020Q2 化妆品板块公司销售费用率提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

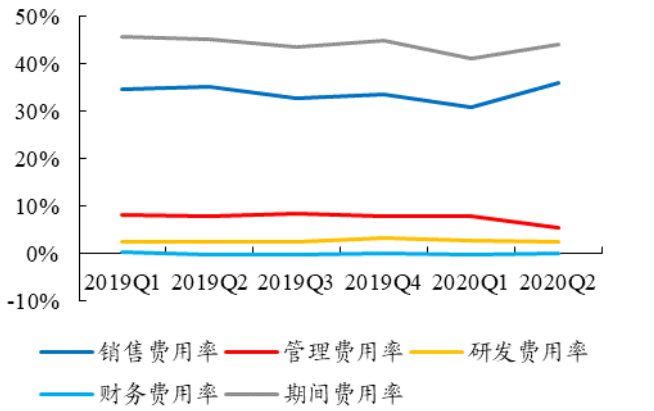
2020Q2 化妆品上市公司毛利率环比改善，净利率受销售费用率拖累下降。毛利率方面，二季度化妆品公司毛利率 56%，（环比 Q1+0.4pct，同比-2.5pct），毛利率较 2019 年同期下降主要是由于疫情期间，线上渠道采取了较多直播方式，折扣和赠品在一定程度上拉低了毛利率。净利率方面，二季度化妆品上市公司扣非归母净利率 9.7%（环比 Q1-2.0pct，同比-1.5pct），受销售费用率拖累较为明显（行业二季度销售费用率达 36%，环比 Q1+5.2pct，同比+0.9pct）。

图32：2020Q2 化妆品板块毛净利率同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2020Q2 化妆品板块销售费用率上升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

化妆品板块龙头公司 2020 年上半年整体经营表现亮眼，具体来看：

1）珀莱雅：2020Q2 实现营收 7.8 亿元（+13.2%），归母净利润 1.0 亿元（+22.9%），线上继续保持高增长（上半年线上同比+43.9%）。产品方面，双抗精华等明星大单品实现了口碑销量双丰收；品牌方面，彩棠、印彩巴哈等彩妆品牌表现优异。下半年品牌矩阵进一步完善，稳步发力建设综合性美妆集团。

2）丸美股份：2020Q2 实现营收 4.2 亿元（-5.9%），归母净利润 1.5 亿元（+9.7%）。渠道方面，上半年线上实现营收 4.3 亿元（占比 53.7%），同比增长 27.4%；产品方面，小红笔眼霜和钻光瓶销售表现优异；营销方面，公司营销重心转向线上。同时，下半年公司有望保持较高的推新频率，叠加 9 月眼霜节活动，看点丰富。

3）上海家化：2020Q2 实现营收 20.2 亿元（+2.6%），归母净利润 0.6 亿元（-69.5%），玉泽品牌表现优异（我们测算天猫旗舰店实现三位数增长）；公司新帅上任后围绕“一个中心、两个基本点、三个助推器”经营方针，运营思路理顺，未来线上渠道发力、线下渠道数字化赋能，品牌方面重新梳理定位，基本面持续改善。

4）青松股份：2020Q2 实现营收 10.9 亿元（+51.0%），归母净利润 1.4 亿元（+4.8%），化妆品业务高增长。具体来看，公司上半年化妆品业务实现营收 11.49 亿元（占总收入比重 64.0%）。下半年是化妆品旺季，公司作为化妆品 ODM 龙头，强研发和高产能构建公司竞争壁垒，业绩高速增长具有较强确定性。

5）华熙生物：2020Q2 实现营收 5.8 亿元（+27.7%），归母净利润 1.59 亿元（+0.7%）。具体来看，上半年公司功能性护肤品大幅增长，我们测算润百颜官方旗舰店实现三位数增长；原料业务收入与 2019 年基本持平；医疗终端业务收入有所下滑。上半年公司加强品牌推广（销售费用率较 2019 年同期提升 15.0pct 至 39.6%），在一定程度上拖累利润。

表5：化妆品板块重点公司 2020Q2 财务指标：线上电商渠道高景气推动下，总体经营恢复良好

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	7.8	1.0	1.0	13.2%	22.9%	24.4%	59.9%	41.9%
上海家化	20.2	0.6	0.3	2.6%	-69.5%	-66.7%	62.2%	60.5%
御家汇	9.0	0.3	0.3	52.9%	462.1%	3586.4%	52.0%	46.8%
丸美股份	4.2	1.5	1.1	-5.9%	9.7%	12.9%	69.3%	37.3%
华熙生物	5.8	1.6	1.4	27.7%	0.7%	-9.9%	81.4%	55.4%
青松股份	10.9	1.4	1.4	51.0%	4.8%	3.9%	27.8%	11.5%
拉芳家化	2.4	0.3	0.3	23.3%	8377.1%	-3216.2%	49.7%	32.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 投资建议：超市、线下可选消费和跨境电商

疫情缓和、国家推进经济内循环，线下消费复苏有望成为下半年零售行业主旋律。2020 年二季度，随着疫情缓和叠加消费券和电商购物节刺激，整体社会消费稳步复苏。相较而言，线下零售业态受疫情影响较大，其中主营必选消费的超市板块韧性较强，而偏可选消费的百货、黄金珠宝、专业连锁等业态客流仍然承压，但已在边际改善。线上方面，电商渠道受益消费者消费渠道转移，持续高景气，同时带动在线上布局较多的化妆品板块实现较快恢复。展望下半年，疫情缓和、国家推进经济内循环，消费复苏仍是行业主旋律，7、8 月已看到线下客流逐步恢复，有望带动相关零售业态经营回暖。

建议关注三条投资主线：超市、线下可选消费和跨境电商。1）部分地区洪涝因素可能带动 CPI 尤其是食品类 CPI 上涨，有利于超市企业同店增长，继续推荐长期增长确定性较高（替代农贸市场逻辑确定性强）的超市板块，重点推荐供应链优势突出的生鲜超市龙头永辉超市和家家悦。2）随着疫情缓和及电影院等娱乐业态有序开放，线下消费复苏在稳步推进，客流恢复驱动相关公司业绩回暖，重点推荐黄金珠宝板块周大生和母婴连锁零售板块爱婴室，受益标的为化妆品板块的珀莱雅、丸美股份、上海家化。3）疫情驱动消费渠道向线上转移，建议关注景气度边际提升的跨境电商板块，重点推荐跨境社交电商龙头吉宏股份，受益标的安克创新。

3.1、 永辉超市：二季度业绩符合预期，线上收入占比快速提升

永辉超市 2020H1 实现营收 505.2 亿元（+22.7%），归母净利润 18.5 亿元（+35.4%），扣非净利润 13.9 亿元（+19.9%）；其中 Q2 营收 212.6 亿元（+12.2%），归母净利润 2.9 亿元（+16.6%），扣非净利润 1.0 亿元（-35.8%）。

毛利率稳健提升、费用率整体稳定。疫情期间必选消费稳健叠加 CPI 上涨因素，带动 2020H1 公司同店增长 7.4%，表现亮眼。分板块来看，生鲜/食品用品收入分别为 228.3 亿元（+27.5%）/241.5 亿元（+19.4%），毛利率分别为 14.95%（+1.03pct）/19.22%（+0.64pct），稳健提升。费用方面，2020H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 15.6%（+0.4pct）/2.3%（-0.3pct）/0.35%，整体保持稳定，管理费用改善主要因为股权激励费用同比减少 0.86 亿元。报告期内，云创净利润为 5.0 亿元（2019 年同期为-6.2 亿元），利润大幅改善主要是出售蜀海供应链 8.44%股权确认一次性投资收益 11.27 亿元。

全国布局进一步深化，线上收入占比快速提升。2020H1 公司新开超市门店 31 家，并于 6 月、8 月进入山东、西藏市场，目前已经覆盖 26 个省市，深化全国布局；mini 店收入 14.5 亿元，新开/关闭 mini 店 16 家/88 家，仍处于优化调整阶段。2020H1 线上销售额 45.6 亿元，占收入比重 9.7%（Q1/Q2 占比分别为 7.1%/11.6%，2019 年同期为 3.4%），其中来自永辉生活/京东到家分别为 22.5 亿元/16.2 亿元；7 月底，公司收回云创 20%股权、整合到家业务，目前永辉生活 APP 已覆盖 852 家门店，线上收入占比有望持续提升。此外，公司继续推进供应链、物流、技术中台建设，持续提升基础设施服务能力

我们认为，公司深化全国布局，线上业务占比快速提升，收回云创股权后实现资源协同，并持续推进基础设施建设巩固经营壁垒，保障未来增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 25.09/31.79/39.58 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.33/0.42 元。

（详见开源零售 2020 年 8 月 29 日信息更新报告**《永辉超市（601933.SH）：二季度业绩符合预期，线上收入占比快速提升》**。）

3.2、 家家悦：二季度业绩延续高增长，持续推进物流供应链建设

家家悦 2020H1 实现营收 92.5 亿元（+27.3%），归母净利润 2.87 亿元（+27.0%）；其中 Q2 营收 39.6 亿元（+14.4%），归母净利润 1.11 亿元（+30.5%），业绩高增长。

上半年超市同店表现亮眼，2020Q2 管理费用率明显改善。2020H1 公司毛利率为 21.44%（-1.11pct），主要受非主营业务（租金）毛利率拖累；分产品来看，生鲜/食品/百货毛利率分别为 17.39%（+1.92pct）/18.7%（+0.34pct）/24.10%（+1.04pct），继续稳健提升。受益于疫情期间超市客流增长，大卖场/综合超市同店分别增长 8.7%/16.7%，表现亮眼。费用方面，2020Q2 销售/管理/财务费用率分别为 15.6%（0pct）/1.6%（-0.7pct）/0.2%（+0.4pct），管理费用率改善明显。

疫情中保持较快展店速度，持续推进物流供应链建设。2020H1 公司新增门店 67 家（含并购淮北真棒 31 家，2019 年同期为 40 家），其中大卖场/综合超市分别为 17/50 家，疫情中仍保持较快展店，并加快周边省份拓展，相继进入河北、安徽、江苏、内蒙古等市场，开启全国化布局。公司继续推进物流供应链建设，报告期内，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用。此外，7 月份公司计划总投资 10 亿元在淮北市投资建设综合物流园、农产品加工等项目，进一步为公司的跨区域发展战略提供物流支撑。运营方面，4 月份公司上线 SAP 系统，新系统将提高业务流程的标准化程度，提升经营效率。在公司强势供应链及经营效率赋能下，前期并购项目有望逐渐扭亏，增厚业绩同时形成更多据点，从而为未来店铺选址提供操作空间。

我们认为，公司积极推进省内外扩张，保持较快展店速度，同时在强势供应链及经营效率赋能下，前期并购标的扭亏将带来业绩增厚。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.52/6.50/7.58 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.07/1.25 元。

（详见开源零售 2020 年 8 月 27 日信息更新报告**《家家悦（603708.SH）：二季度业绩延续高增长，持续推进物流供应链建设》**。）

3.3、 周大生：疫情影响上半年业绩，线上电商渠道“收之桑榆”

周大生 2020H1 实现营收 16.7 亿元（-30.0%），归母净利润 3.3 亿元（-30.4%）；其中 Q2 营收 10.0 亿元（-22.9%），归母净利润 2.3 亿元（-18.2%）。

线上电商业务收入快速增长，毛利率大幅提升。分渠道看，2020H1 加盟/自营线下/自营线上分别实现收入 8.58 亿元（-38%）/3.33 亿元（-50%）/3.87（+74%）亿元，线上渠道收入大幅增长，占收入比重已达到 23.1%（2019H1 为 9.3%）。受金价上涨及素金类产品结构变化影响，报告期内综合毛利率为 45.7%（+8.0pct），大幅提升。费用方面，2020H1 销售/管理/财务费用率分别为 16.3%（+5.5pct）/2.78%（+0.4pct）/-0.4%（-0.6pct）。周大生电商子公司互联天下上半年收入/净利润分别为 3.8 亿元（+73%）/0.27 亿元（+82%），线上增收同时亦实现增利。

门店拓展受疫情影响有所放缓，线上时尚珠宝有望创造新成长空间。2020H1 公司新开/净开门店+149 家/-6 家，受疫情影响门店拓展有所放缓，报告期末门店总数为 4005 家。值得注意的是，随着疫情缓和及线上爆发，公司 6 月销售收入增速已转正，下半年受益于婚庆需求释放，经营业绩有望继续回暖。另外，从线上产品结构来看，镶嵌类/素金类/其他（银饰为主）分别销售 0.58 亿元（+30%）/2.47 亿元（+2784%）/0.82 亿元（+1783%），平均单价分别为 668 元/748 元/97 元每件。公司线上产品以低单价时尚珠宝为主，消费频率高，配合直播电商等新兴营销方式，实现了更加精准的下沉和消费者触达，有望创造新成长空间。

我们认为，金价上涨及产品结构优化推动公司毛利率提升，同时线上电商渠道快速发展，时尚珠宝新消费场景有望创造新成长空间。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.42/13.01/15.45 亿元，对应 EPS 为 1.43/1.78/2.11 元。

（详见开源零售 2020 年 9 月 1 日信息更新报告**《周大生（002867.SZ）：疫情影响上半年业绩，线上电商渠道“收之桑榆”》**。）

3.4、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，品牌+全渠道布局未来可期

爱婴室 2020H1 实现营收 10.96 亿元(-7.07%)，归母净利润 0.44 亿元(-29.18%)，扣非后为 0.31 亿元(-39.39%)，营收、业绩受疫情影响下滑。

上半年业绩受疫情影响出现下滑。2020 年上半年，疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响。分渠道看，门店销售收入 9.51 亿元（-9.20%）；电商收入 0.59 亿元（+87.91%），公司加码线上营销布局收效明显。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类（纸尿裤为代表）分别实现营收 5.48/0.84/2.50 亿元表现相对稳健；但偏可选消费属性的棉纺、玩具、车床等品类则出现明显下滑。盈利能力方面，在商品结构优化和品牌渠道力增强推动下，核心品类奶粉（+1.89pct）/用品类（+3.41pct）共同带动公司整体毛利率提升至 30.15%（+1.28pct）。但费用方面，租金折旧人工等刚性支出和股权激励费用计提，造成公司销售费用率（21.90%，+2.54pct）和管理费用率（3.65%，+0.81pct）大幅上升，拖累了净利率。

坚持发展“品牌+全渠道”，多维加码营销布局，长期核心竞争力在提升。公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响主动进行门店调整优化，上半年新开 8 家、闭店 18 家，目前门店总数达 287 家，另有已签约待开业门店 19 家。此外，公司积极探索新媒体营销方式，投资 MCN 机构蛙酷文化，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体。长期来看，随着全渠道营销系统建设完善，公司经营效率和核心竞争力有望提升。

我们认为，公司专业连锁店模式对母婴消费上下游具备独特渠道价值。未来随着疫情缓和、客流恢复，公司围绕“品牌+全渠道”多维加码布局，发挥供应链整合优势，

核心竞争力依然突出。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.65/2.12/2.70 亿元，对应 EPS 为 1.15/1.48/1.89 元。

（详见开源零售 2020 年 8 月 17 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：疫情拖累中报业绩，品牌+全渠道布局未来仍可期》**。）

3.5、 吉宏股份：中报业绩高增长符合预期，出海跨境电商乘风破浪

吉宏股份 2020H1 实现营收 19.17 亿元(+37.42%)，归母净利润 2.58 亿元(+74.33%)，扣非后为 2.51 亿元(+76.09%)，业绩加速增长。

海外疫情刺激线上需求爆发，跨境电商业务实现突破性增长。2020 年上半年，公司灵活应对疫情冲击，扬长避短实现业绩高增长。分业务来看，1）To C 端跨境电商板块：公司在 AI 算法智能选品和精准定位客户基础上，通过社媒平台实现单页广告的精准推送和商品销售。受益于海外疫情催生宅经济和消费渠道向线上转移，跨境电商业务二季度呈现爆发式增长，上半年实现营收 10.94 亿元（+96.62%）、净利润 1.66 亿元（+122.81%）；电商营收占比达到 57.10%（+17.19pct），净利润占比超过六成。2）To B 端精准营销广告：疫情影响下部分广告主预算收紧，公司主动停止与部分非直接客户合作，导致业务营收下滑至 1.79 亿元（-23.12%）。3）包装业务受益于海外限塑令推进，上半年营收为 6.33 亿元，其中提前布局的环保包装业务实现+118%高增长。

海外扬帆电商蓝海、国内开启“直播+”布局，从“掘金者”到“卖水人”。公司已成为东南亚跨境电商单页营销模式龙头。长期看，东南亚电商市场空间广阔，公司基于社交营销思维的单页电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随着运营经验和用户数据的沉淀愈加深厚。此外，公司拟打造底层 SaaS 系统，为跨境电商从业者提供网络设施、软硬件运作平台、货源供销及系统维护等服务。而在国内，公司也已开始将海外电商经验复制到抖音等平台，并通过参股逗乐互娱等 MCN 机构，发挥自身供应链优势布局“直播+”国内社交电商。从“掘金者”到“卖水人”的背后，我们看到的是公司在电商领域的深厚积淀和业务模式的创新升级，期待“下一站惊喜”。

我们认为，公司作为移动互联网时代精准营销“带货人”，跨境社交电商模式在选品、精准买量投放和运营管理方面核心竞争力突出，增长长期可持续。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.11/7.33/10.28 亿元，对应 EPS 为 1.35/1.94/2.72 元。

（详见开源零售 2020 年 8 月 22 日信息更新报告**《吉宏股份（002803.SZ）：中报业绩高增长符合预期，出海跨境电商乘风破浪》**。）

表6：投资建议：重点推荐永辉超市、家家悦、爱婴室、吉宏股份和周大生

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	9.02	858	0.26	0.33	0.42	34	27	22
603708.SH	家家悦	买入	41.00	249	0.91	1.07	1.25	45	38	33
603214.SH	爱婴室	买入	35.74	51	1.15	1.48	1.89	31	24	19
002803.SZ	吉宏股份	买入	45.70	173	1.35	1.94	2.72	34	24	17
002867.SZ	周大生	买入	25.56	187	1.43	1.78	2.11	18	14	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/03）

4、 风险提示

社零消费与宏观经济密切相关，若经济增速放缓，零售行业整体也将承压；

部分中小企业现金流压力较大，带来经营风险；

受疫情影响，行业中部分公司门店扩张节奏放缓风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn