零售行业

报告原因：策略研究

零售行业 2020 年中期投资策略

电商加速下沉渗透，直播迎来黄金时代

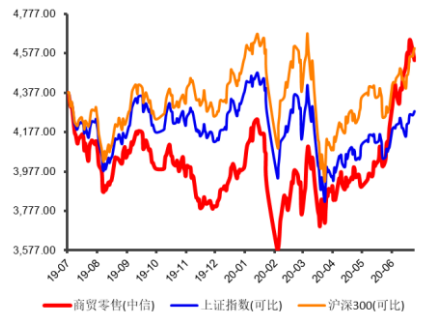
评级

看好

2020 年 6 月 30 日

行业研究/深度报告

商贸零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 2020 年年度策略：下沉市场必争之地，聚焦细分赛道消费潜力

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

电商直播生态专题研究：新消费乘风破浪，全民带货踏浪前行

分析师：谷茜

执业登记编码：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：

- **行业涨幅居前，下半年估值将稳步修复。**2020 年 1-5 月商贸零售行业上涨 4.74%，与上年同期相比回落 8.34pct，但跑赢大盘 10.34pct。行业 1-5 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 10 位，处于中上游位置，受到线上直播电商等新型消费业态、线下消费券补贴等因素的推动，行业整体表现较为乐观。从子板块来看，前五月超市和电商板块涨势较好，百货和综合板块表现相对较高，均超过沪深 300 水平，连锁板块中的家电 3C 和珠宝首饰子版块受疫情冲击线下销售的影响，跌幅较深，表现不及沪深 300。2020 年 1-5 月商贸零售行业估值水平整体呈现震荡上扬的态势，一季度受疫情影响企业净利润明显下滑，导致板块估值水平持续上扬，至 4 月底已达回归历史平均位置，到 5 月份板块估值水平仍在不断上涨。随着疫情影响的持续消化和新型业态的快速增长，下半年开始板块估值水平将会逐渐修复。
- **消费市场提质扩容，数字经济快速成长。**随着国内疫情防控态势逐渐向好，居民生活秩序明显恢复，预计下半年可选消费的边际改善态势将持续向好。随着数字经济的持续升温，电商在后半年将迎来消费红利的集中释放，直播带货等新型消费模式成长较快，带动实物商品网上零售额增速保持逆势增长，预计下半年线上渠道渗透率将进一步得到提升。同时，下沉市场将成后半年电商领域增长的最大动力，疫情加速了全民直播的步伐，助力电商的进一步下沉。为了应对疫情冲击，发放消费券成多地政府促进消费回补的重要举措。在全面开放消费券技术的背后，数字经济正在成为拉动消费增长的重要引擎，下半年开始平台或将在全国范围内发放跨城通用消费券，以鼓励消费、对冲疫情负面影响。
- **实体百货向线上迁移，数字化转型进程加快。**受疫情影响，门店暂停营业、客流大幅下滑，造成销售真空期，百货商场受疫情冲击最为明显。为了对冲销售空白，下半年百货、购物中心将有针对性的调整战略方向，以商场自营 APP、小程序或主流第三方平台为载体，选择线上直播来满足顾客的消费需求，引导实体商业向线上延伸发展。经过疫情期间的消费习惯培养，预计后半年这种新消费模式将得以留存并持续裂变发酵。此次疫情间接催化了零售企业的数字化转型进程，百货及购物中心将从下半年开始更加重视线上自有平台的重要性。
- **线上生鲜需求快速增长，社区到家服务优势明显。**受疫情影响，居民线上买菜的需求激增，刺激生鲜电商平台的新增用户规模快速提升，同时伴随居民对生鲜电商的接受度逐步提高和需求的不断增长，下半年开始居民购买生鲜的线上消费习惯逐步养成。疫情逐渐改变了用户在实体店购物的习惯，后半年购物配送到家的需求将持续升级，基于商超长期以来自建供应链的优势，超市到家渠道的用户规模和粘性将进一步增长。

下半年在商超社区化的趋势下，互联网巨头纷纷开始布局到家业态，对原先以线下为主的经营模式进行电商化的整合改造。

- **国牌激发消费潜力，直播品类迭代升级。**随着国货品牌的品质不断提升，产品设计上更贴合国人喜好，价格优势上更具性价比，今年以来逐渐获得新生代消费者的认可。疫情之下海外国际品牌产业链受到较大冲击，而年轻消费者主观上更愿意购买本国产品，助力国货潮逆势崛起。伴随市场竞争加剧，下半年国货品牌将主动寻求转型，以差异化升级产品品质，借助新媒体营销快速提升品牌认知，其中日用品、食品餐饮行业老字号品牌直播营销最为有效。在直播行业渗透率不断提升的后半年，适合直播卖货的商品品类也开始迭代升级。直播带货主流产品一般具有高复购、高毛利和低单价的特点，随着直播用户经济能力的逐渐提升和疫情黑天鹅事件的催化影响，下半年开始，以线下运营为主的非标品类也逐渐试水线上直播。
- **投资策略:电商加速下沉渗透，直播带货迎来黄金时代。**长看下半年，在数字经济持续升温和线上渠道渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注宅经济模式下的真实需求转变和留存，以及实体零售企业数字化转型的全速推进，下半年重点关注围绕疫情防控常态化趋势下企业对市场的响应速度和应变能力，包括自建供应链、全渠道融合以及电商直播带货等，主要关注以下几条主线，**1）下半年疫情防控态势不确定性仍存，为应对风险，超市企业积极布局线上渠道，板块防御性价值强，**建议关注永辉超市、家家悦和红旗连锁；**2）下半年可选消费开始回补，美妆个护类国货品牌受疫情影响较轻、提升空间较足，**建议关注珀莱雅、丸美股份和上海家化；**3）直播电商助力品牌加速下沉，龙头拓展增量持续提升市场集中度，**建议关注南极电商、豫园股份、周大生和苏宁易购。
- **风险提示：**宏观经济下行压力；促消费政策不达预期；行业竞争加剧；拓展新业态不确定性强；疫情防控形势升级负面影响超出市场预期。

目录

1. 行业涨幅居前，估值稳步修复 6

1.1 行情回顾：整体上涨且涨幅居前，超市板块涨势最好 6
1.2 行业估值：上半年中枢上移，下半年稳步修复 7
1.3 基金持仓：行业维持低配状态，永辉超市加仓最多 8

2. 消费市场提质扩容，数字经济快速成长 9

2.1 市场消费持续改善，必选稳健可选回补 9
2.2 线上渗透率提升，新型消费快速成长 11
2.3 互联网布局下沉市场，直播电商普惠农户 12
2.4 促消费政策成效明显，消费券撬动数字经济 14

3.实体百货向线上迁移，数字化转型进程加快 15

3.1 疫情影响客流下滑，实体商业延伸线上 15
3.2 疫情催化+技术赋能，数字化转型进程提速 16
3.3 19 全年利润增速较好，20Q1 收入利润降幅明显 18

4.线上生鲜需求快速增长，社区到家服务优势明显 20

4.1 宅家期间生鲜需求激增，线上买菜习惯逐步养成 20
4.2 社区业态优势明显，配送到家需求爆发 22
4.3 销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间 23

5.国牌激发消费潜力，直播品类迭代升级 25

5.1 品类创新+电商扶持，国牌进入掘金时代 25
5.2 直播营销拉动销售，带货品类迭代升级 26
5.3 利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强 28

6 投资策略:电商加速下沉渗透，直播带货迎来黄金时代 30

6.1 下半年趋势预判 30
6.2 投资策略 30
6.3 个股推荐 31
6.1.1 红旗连锁（002697.SZ） 31
6.1.2 上海家化（600315.SH） 31
6.1.3 豫园股份（600655.SH） 32
6.1.4 南极电商（002127.SZ） 32

7.风险提示 33

图表目录

图 1：2020 年 1-5 月中信一级行业涨跌幅（%） 6
图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 1-5 月涨跌幅 7
图 3：CS 商贸零售子版块 2019 年 1-5 月涨跌幅 7
图 4：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM） 8
图 5：CS 一般零售子版块 1-5 月估值水平 PE（TTM） 8
图 6：2020Q1VS2019Q4 基金配置比例一级行业分布 9
图 7：2019Q1-2020Q1 批零行业基金配置比例情况 9
图 8：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 10
图 9：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%） 10
图 10：限上单位必选消费品零售额 1-5 月累计增速 11
图 11：限上单位可选消费品零售额 1-5 月累计增速 11
图 12：网上商品零售额累计值（亿元）及同比 12
图 13：实物商品网上零售额累计值、同比及占比% 12
图 14：近两年下沉市场消费者网购成单频次变化 13
图 15：2019 年双 11 新增用户超 60%来自下沉市场 13
表 1：疫情期间电商平台爱心助农情况 13
图 16：促消费政策助力消费市场持续改善 14
图 17：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%） 16
图 18：百货、购物中心销售额增速当月同比（%） 16
图 19：购物中心数字化历程 17
图 20：企业数字化转型切入点 18
图 21：数字化转型产生的效果 18
图 22：CS 百货综合 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比% 19
图 23：CS 百货综合 19-20Q1 净利润（亿元）及同比% 19
图 24：CS 百货综合 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比% 20
图 25：CS 百货综合 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%） 20
图 26：2020 年 1-2 月主流生鲜电商平台新增用户规模（万） 21

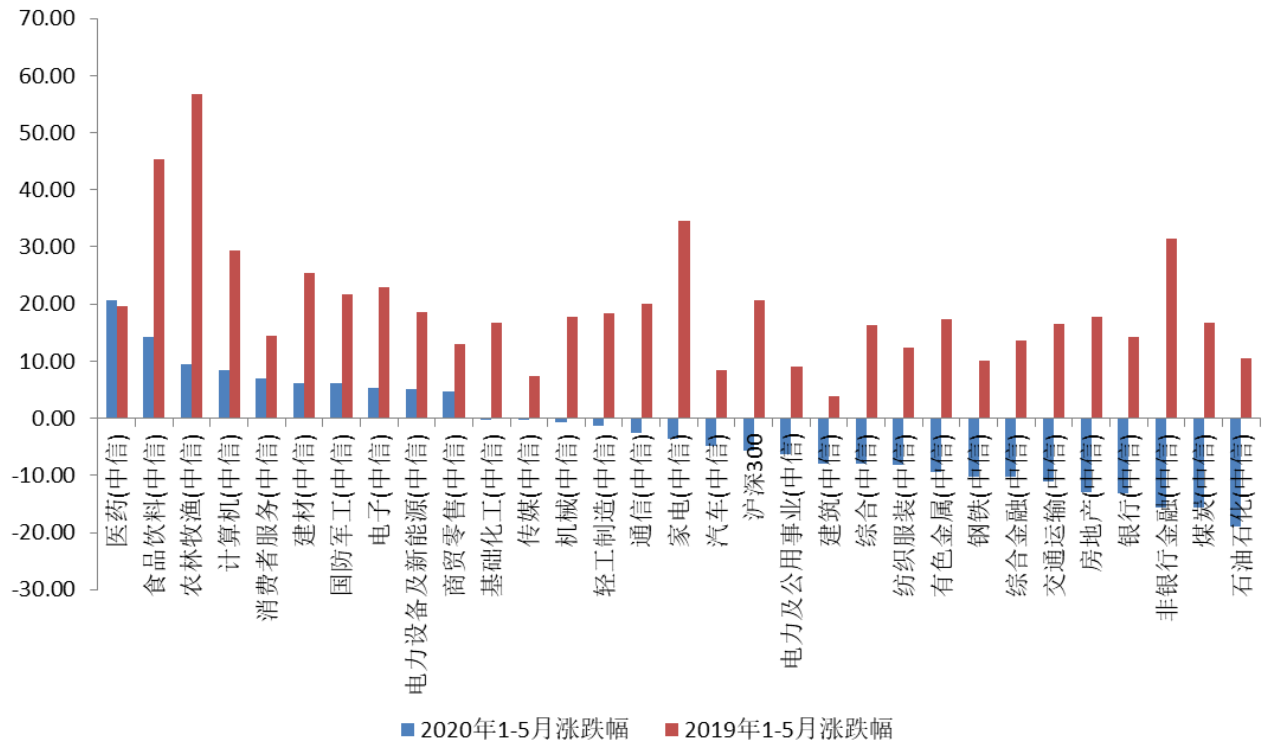
表 2：生鲜电商五大商业模式对比 21
图 27:2020 年 2 月生鲜到家行业典型 APP 月活用户规模 22
图 28：互联网巨头纷纷布局生鲜零售和到家业态 22
图 29：CS 超市 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比% 24
图 30：CS 超市 19-20Q1 净利润（亿元）及同比% 24
图 31：CS 超市 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比% 24
图 32：CS 超市 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE（%） 24
图 33：2019 年中国网民关于“新国牌”优势感知度 25
图 34：中国品牌线上市场占有率达 72% 25
表 3：电商巨头扶持、运营国货品牌的方式 26
表 4：疫情期间电商/短视频平台直播激励政策 27
图 35：直播电商品类分布图 27
图 36：CS 专营连锁 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比% 28
图 37：CS 专营连锁 19-20Q1 净利润（亿元）及同比% 28
图 38：CS 专营连锁 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比% 29
图 39：CS 专营连锁 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%） 29

1. 行业涨幅居前，估值稳步修复

1.1 行情回顾：整体上涨且涨幅居前，超市板块涨势最好

2020 年 1-5 月，沪深 300 指数下降了 5.6%，与 2019 年同期相比下降了 26.17pct，其中 CS 商贸零售行业上涨 4.74%，与上年同期相比小幅回落 8.34pct，但跑赢大盘 10.34pct。1-5 月份中信一级 30 个行业有 2/3 处于下跌状态，其中大消费板块相关行业多涨幅靠前，其中医药涨幅居首，为 20.64%。年初的疫情黑天鹅事件席卷全国，在短期之内对市场造成了较大的冲击，但随着疫情防控态势的进一步向好，市场维持缓慢复苏的步伐，部分行业在疫情催化下加速转型，实现逆势增长。今年政府工作报告指出要实施扩大内需战略推动消费回升，促进线上线下融合，多项举措共促消费，大消费相关板块市场表现保持乐观态势。CS 商贸零售行业 1-5 月市场表现弱于去年同期，在中信 30 个行业排名第 10 位，处于中上游位置，受到线上直播电商等新型消费业态、线下消费券补贴等因素的推动，行业整体表现较为乐观。

图 1：2020 年 1-5 月中信一级行业涨跌幅（%）

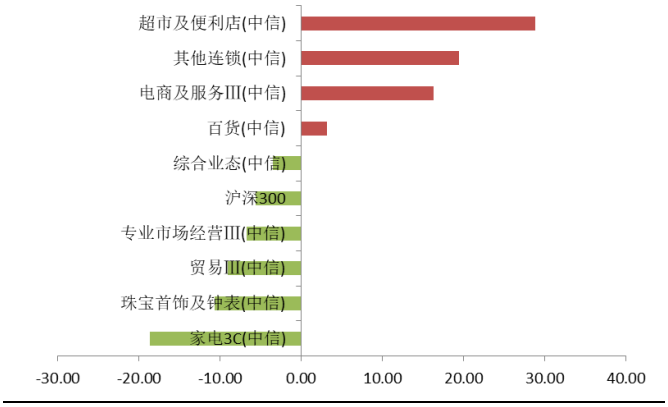


数据来源：Wind，山西证券研究所

从子板块来看，在 1-5 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超市及便利店、其他连锁、电商及服务，涨跌幅分别为 28.86%、19.46%、16.26%。1-5 月份超市和电商板块涨势较好，百货和综合板块表现相对较高，均超过沪深 300 水平，连锁板块中的家电 3C 和珠宝首饰子版块受疫情冲击线下

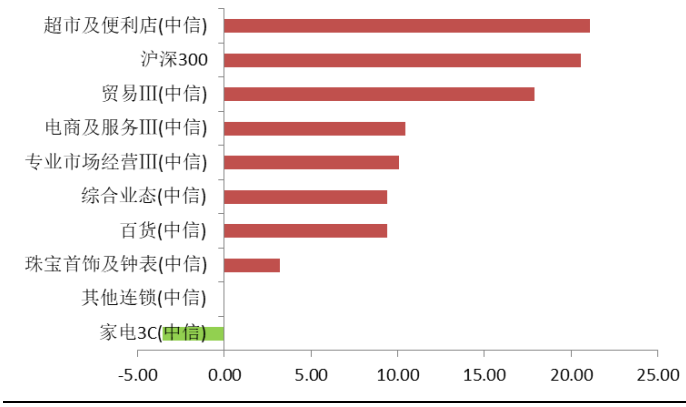
销售的影响，跌幅较深，表现不及沪深 300。疫情初始，人们的出行购物行为受到了极大的抑制，除惠及民生的超市各业态以外，其余实体零售业态销售额均将受到不同程度冲击。疫情之下必选消费韧性十足，超市板块中的龙头企业 Q1 业绩均超预期。受到直播电商、跨界融合等新型消费的促进作用，电商板块涨幅次高；后疫情时代，一系列促消费政策的落地实施有效降低了居民的消费成本、调动起消费的积极性，对于释放消费潜力具有短期促进作用。5 月线下客流水平持续回暖，前期估值水平较低的百货板块在龙头的带动之下强势反弹，可选消费弱复苏预期的确定性进一步增强。

图 2：CS 商贸零售子版块 2020 年 1-5 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 1-5 月涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

1.2 行业估值：上半年中枢上移，下半年稳步修复

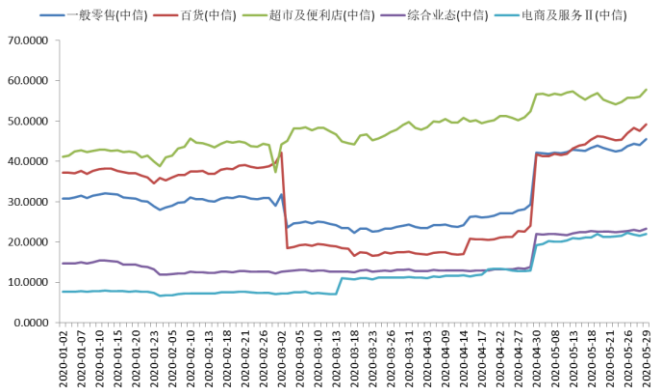
2018 年年末 CS 商贸零售板块估值水平到达底部，从 2019 年年初开始估值中枢不断上移，板块价值与价格相符。但 2020 年一季度受疫情影响企业净利润明显下滑，导致板块估值水平持续上扬，至 4 月底已达回归历史平均位置，到 5 月份板块估值水平仍在不断上涨。随着疫情影响的持续消化和新型业态的快速增长，下半年开始板块估值水平会逐渐修复。2020 年 1-5 月，CS 商贸零售估值水平整体呈现震荡上扬的态势，一季度板块振幅较大，在 2 月中达到年内较低位置，3 月开始回暖后又急转直下至年内波谷。4 月开始估值开始回暖，自 4 月下半月增速持续加快，到 5 月估值水平快速上涨，月底冲击 36X 估值线成功，整体来看 1-5 月平均估值水平为 26.2X，较 1-4 月大幅提振 2pct。1-5 月 CS 一般零售估值走势与行业整体基本吻合。

图 4：CS 商贸零售历史估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：CS 一般零售子版块 1-5 月估值水平 PE（TTM）



数据来源：Wind，山西证券研究所

子版块方面，1-5 月百货板块估值水平呈现凹字形，一季度维持小幅震荡格局，至 3 月初一度跌落 20X 估值线以下，3 月开始在 19X 估值线附近持续波动，4-5 月估值水平抬头，中间虽有小幅回落但难掩整体快速上涨态势，前五月平均 PE 为 31.0X，略高于零售板块整体估值水平；超市及便利店板块估值水平相对较高，年内呈现稳步上升的趋势，一季度中曾两度触底，但均已实现快速反弹，5 月下旬开始冲击高位至 58X 估值线附近，前五月平均 PE 为 47.8X，板块估值水平属子版块中最高位置；综合业态板块估值在 5 月以前相对平稳，2 月初大幅回落后围绕 13X 估值线小幅波动，一直到 5 月初一波强势攀升至 22X 估值线，前五月平均 PE 为 15.0X，较低于一般零售板块整体估值水平，板块估值水平相对较低；电商及服务板块整体估值不断提升，一季度相对平稳，在 8X 估值线附近小幅波动，到 3 月中旬快速攀升跨过 11X 估值线，随后在波动中缓慢提升，至 5 月强势抬头上扬跃升至 22X 估值线附近，前五月平均 PE 为 11.5X，整体估值水平属子版块中最低。（在 2020 年初中信行业分类调整后，该子版块仅有 5 只电商类成分股，分别是苏宁易购、南极电商、跨境通、值得买、壹网壹创，个别成分股波动对板块整体影响较大）

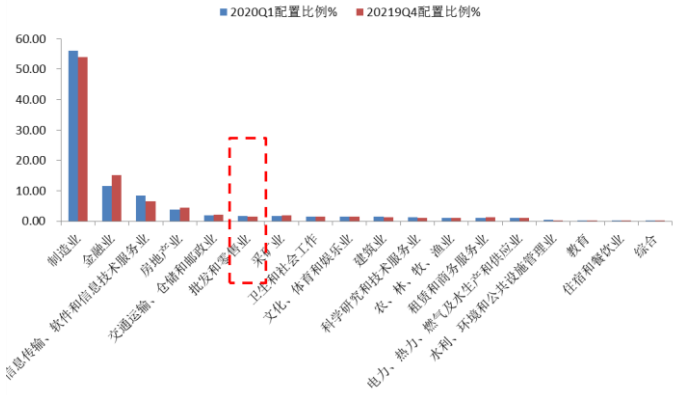
1.3 基金持仓：行业维持低配状态，永辉超市加仓最多

2020Q1，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 477.10 亿元，同比减少了 20.46%，但较 2019Q4 环比增长 21.38%，持仓占比为 1.78%，位居第六。市场标准行业配置比例为 2.53%，低于标准行业配置比例 0.75pct，维持低配状态。配置比例同比降低 1.15pct，但环比增长 0.24pct；低配比例同比减少 1.02pct，但环比增长 0.07pct。2019 年全年来看，Q1Q2 均为超配状态，配置比例 Q2 居高；下半年则显著回落，Q3Q4 均为低配状态，至 Q4 回落至低位水平。2020Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但仍维持低配状态。

2020Q1 公墓基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 29 家上市公司布局，比 19Q4 新增 5 家，清空 4 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（144）、南极电商（68）、家家悦（44）、壹网壹创（37）、

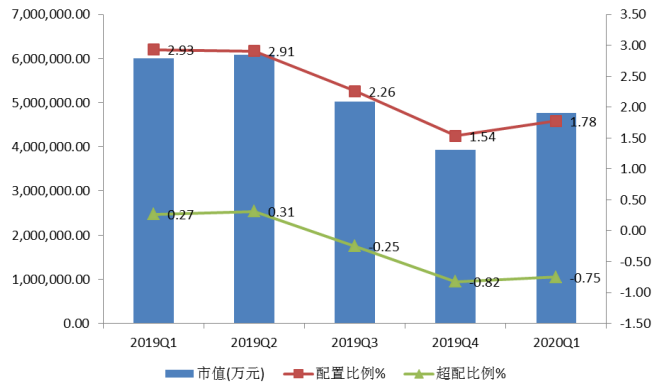
红旗连锁（22），基金持有数变动幅度排行前五的分别是永辉超市（+104）、南极电商（+22）、壹网壹创（+20）、家家悦（+19）、红旗连锁（+12）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是永辉超市、南极电商、家家悦、壹网壹创、周大生。

图 6：2020Q1vs2019Q4 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：2019Q1-2020Q1 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

从细分行业来看，2020Q1 超市板及便利店块获得基金加仓数量最多，由于主营一般生活必需品的超市行业在疫情影响下业绩逆势增长，伴随一季度食品 CPI 持续居高，龙头超市企业同店增速和盈利能力均超市场预期，且在上一季度遭遇基金大幅减仓后估值回落，成为必选板块避风港，其中永辉超市环比持仓增加数目超过 100 家，家家悦、红旗连锁 Q1 环比分别增长 19 家和 12 家。疫情带动实体企业加速线上化，公墓基金仍较为看重电商及服务板块，在一季度南极电商获得 22 家基金加仓，而壹网壹创 Q1 也获得 20 家加仓，延续上一季度重仓趋势；珠宝首饰板块表现较为平淡，疫情冲击下居民消费意愿受到抑制，以黄金珠宝为首的部分可选消费品增速大幅降低，老凤祥由于上一季度大量减仓但 Q1 业绩相对稳健重新获得 5 家加仓，周大生因 Q1 业绩变动较大仓位变动持平。百货和综合业态由于疫情期间客流大幅下滑受冲击最为显著，其中天虹股份持续遭遇 10 家减仓，重庆百货因商社集团进行混合所有制改革导致控制权变更，天津物美和步步高零售通过增资方式分别取得商社集团 45%和 10%的股权，受到市场关注，获得 7 家加仓。

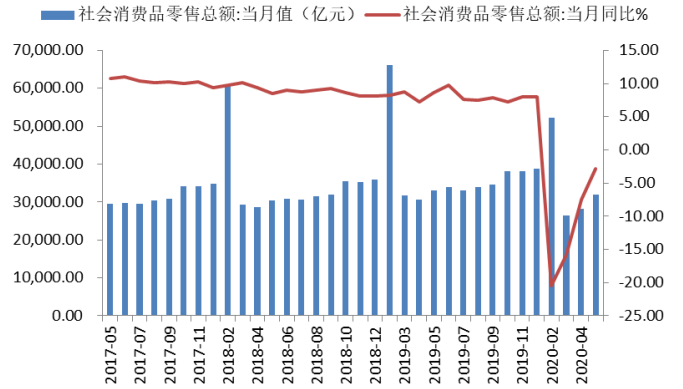
2. 消费市场提质扩容，数字经济快速成长

2.1 市场消费持续改善，必选稳健可选回补

2020 年 1-5 月，社会消费品零售总额 138730 亿元，增速较上年同期下降 13.5%，降幅较 1-4 月继续收窄 2.7pct，市场呈现持续改善的态势。随着国内疫情防控向好形势持续巩固，企业复商复市步伐进一步加快，居民生活秩序明显恢复，预计下半年消费市场将会延续逐步改善的态势。在扩大内需、促进消费等多项政策促进下，居民外出购物和就餐活动加快恢复，市场销售降幅连续三个月收窄，好转态势进一步巩固。在

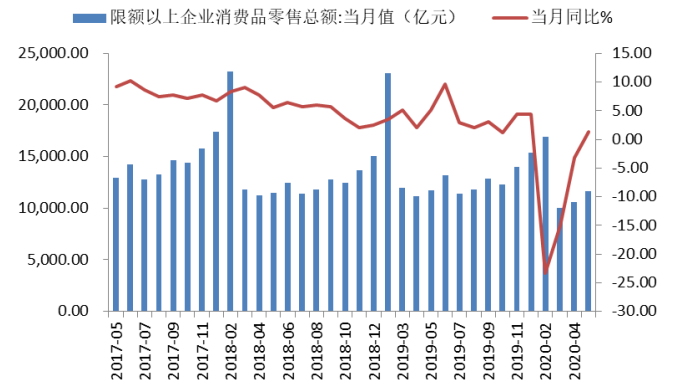
疫情防控期间形成的新消费模式和习惯得到进一步巩固，有助于促进消费结构优化升级。据商务部监测，“五一”期间重点零售企业日均销售额比清明假期增长 32.1%，批发业、零售业商务活动指数连续三个月在荣枯线以上，市场活力持续回升，行业景气度稳健上升。

图 8：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 9：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



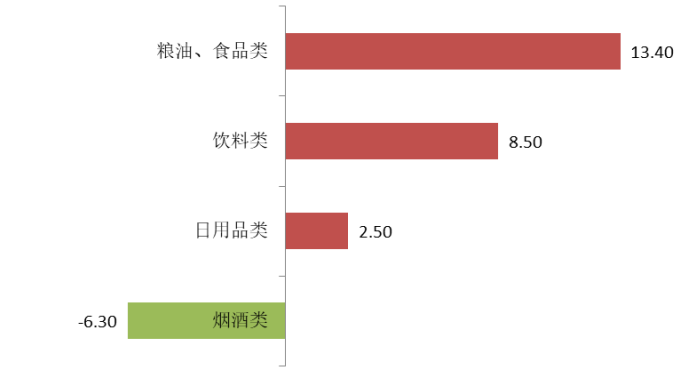
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

前五个月限额以上单位商品零售累计同比下降 12.7%，今年以来单月增速持续下降，但降幅不断收窄，到 5 月时增速已实现由降转升，5 月同比增长 2.5%。从商品品类上来看，虽然消费品市场整体销售水平下降，但与居民生活密切相关的商品则呈现增长态势，随着下半年 CPI 涨幅的逐步回落，预计必选消费品的增速将稳步放缓。前五个月生活必需品中的粮油食品类增速保持稳健，日用品中的防护用品销售显著增长。1-5 月限上单位粮油食品类、饮料类零售额同比增长 13.4%、8.5%，同 1-4 月相比，夏粮丰收、粮食供应充足致 5 月粮油食品类累计增速小幅回落 0.4pct，随着疫情防控态势向好饮料类刚需持续复苏，带动 5 月饮料类累计增速提振 2.2pct；烟酒类商品零售额同比下降 6.3%，但降幅逐月收窄，较 1-4 月相比，烟酒类累计增速收窄 3.5pct，随着大部分地区接触型聚集型消费的逐步恢复，4-5 月单月烟酒类增速均已实现转正。1-5 月日用品类零售额同比增长 2.5%，实现扭转，1-4 月时累计下降 1.2%，5 月单月增速大幅提振至 17.3%，在疫情防控常态化的环境下，口罩、消毒液等防疫用品的消费需求在未来或将成为新的刚必选刚需品。

可选消费的需求在疫情期间受到极大抑制，各个品类均受到不同程度的冲击，降幅明显。随着复工复产复商复市的持续推进，在扩消费政策落地和地方消费券的双重刺激下，前期抑制的消费需求逐渐呈现出回补态势，到 5 月时已有近八成商品实现同比正增长，可选消费累计降幅持续收窄，预计下半年开始可先消费边际改善态势进一步向好，同时由于去年下半年的低基数效应，各品类增速将在转正后逐步扩大。社零中占比较大的出行类商品零售额降幅逐月改善，1-5 月限上汽车类、石油及制品类零售额同比下降 17%、19.6%，与 1-4 月相比分别收窄 5.6pct、1.5pct，汽车类销售持续回暖，到 4 月增速持平，5 月单月同比增长 3.5%。在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，居民购车和换车需求持续释放，汽车市场销

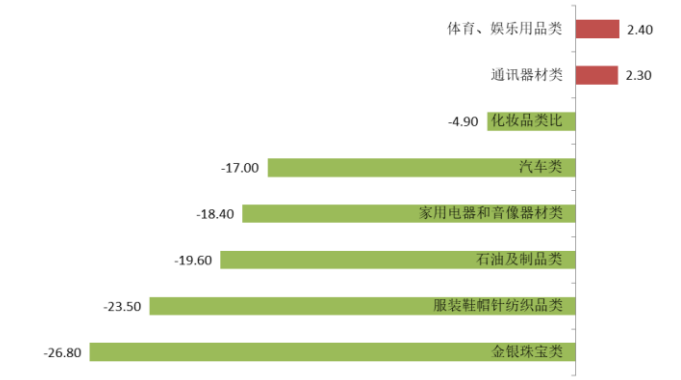
售持续改善，对整体社零降幅收窄起到了增强作用。

图 10：限上单位**必选消费品**零售额 1-5 月累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 11：限上单位**可选消费品**零售额 1-5 月累计增速



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

消费升级类商品销售持续改善，1-5 月通讯器材、体育娱乐用品类增速均实现转正，化妆品和金银珠宝类降幅持续收窄。1-5 月体育娱乐用品、通讯器材类零售额分别增长 2.4%、2.3%，相较 1-4 月累计增速分别加快 3.3pct、2.2pct。体育娱乐用品类在 4-5 月单月均实现增速转正；通讯器材类零售额回暖最多，自 3 月起单月增速已开始转正，3 月迎来 5G 手机发布高潮，华为、小米、vivo 等品牌均有新机集中上市，4 月开始通讯器材类增速进入两位数区间，持续保持较快增长。1-5 月化妆品、金银珠宝类零售额同比分别下降 4.9%、26.8%，相比 1-4 月累计降幅分别收窄 4.5pct、5.7pct。化妆品类降速相对稳健，宅家影响彩妆类需求急剧减少，但功能性护肤需求增长较快，品类单月增速自 4 月起实现转正，5 月进入两位数增长区间，预计下半年开始被压抑的需求逐步释放，预期增长态势良好；随着下半年婚庆需求的缓慢复苏，珠宝类销售增速呈现出逐渐回暖的态势。

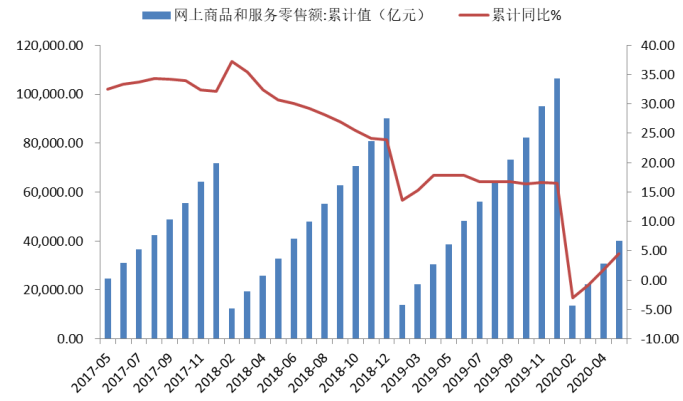
居住类商品由于线下渠道占比较多，受疫情影响居民外出购物极大减少，前期销量呈现大幅下滑，但随着防控态势的稳步好转，房地产销售的有所恢复，促进家电更新消费政策发力，居住类商品零售额降幅持续收窄。1-5 月家用电器和音像器材类、家具类和建筑及装潢材料类零售额同比分别下降 18.4%、17.5%和 14.3%，与 1-4 月相比累计降幅分别收窄 6.1pct、5.6pct、4.6pct，到 5 月份时这三类商品零售额增速均已实现扭转。

2.2 线上渗透率提升，新型消费快速成长

随着城乡物流配送体系的不断完善、移动互联网普及率日益提高以及网购用户数量的持续增多，我国网络零售规模稳步扩大，对零售市场的拉动作用不断增强。疫情发生以后，由于在线消费对到店消费的替代率提高，为了适应市场变化，企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强，客观上推进了我国消费品市场转型升级和供给结构优化的步伐。随着互联网对居民生活影响程度的逐渐深入，居民将部分实体店消

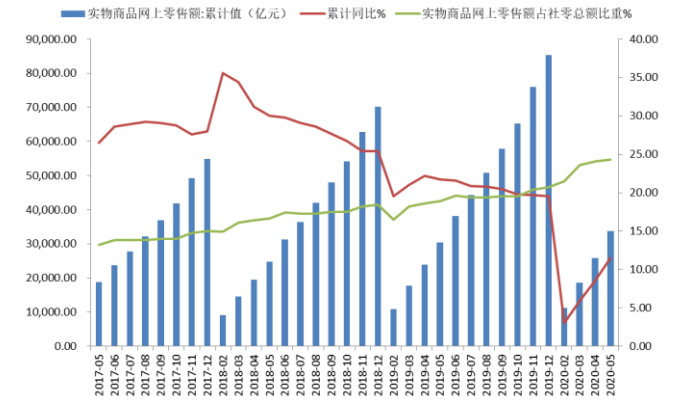
费转向线上，开启“云消费”时代，电商在疫情中迎来了消费红利的集中释放，实物商品网上零售额增速保持逆势增长。随着数字经济的持续升温，直播带货等新型消费模式成长较快，助力网上零售持续向好，预计下半年线上渠道渗透率将得到进一步提升。

图 12：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 13：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

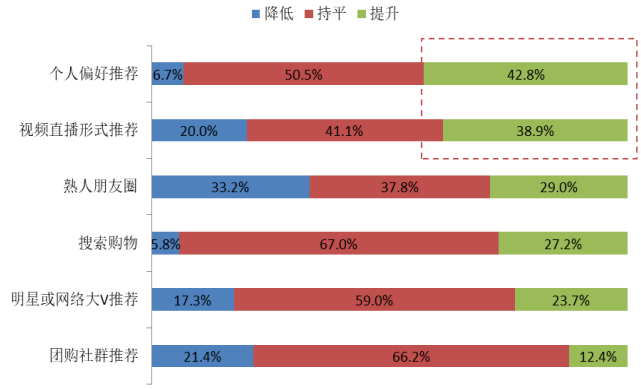
1-5 月全国网上零售额 40176 亿元，同比增长 4.5%，较 1-4 月份提高 2.8pct。其中实物商品网上零售额 33739 亿元，增长 11.5%，比 1-4 月份加快 2.9pct，占社零总额的比重为 24.3%，同比提高 5.4pct，环比提升 0.2pct。在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长 37.0%和 14.9%，穿类商品下降 6.8%。为应对疫情带来的不利影响，零售及餐饮企业积极开拓线上业务，加快发展互联网销售、外卖送餐等无接触服务。相关外卖平台数据显示，2020 年 1 月 26 日至 2 月 8 日期间，采用“无接触配送”订单占总订单量的 80%以上，且每一单外卖都使用“无接触配送”服务的用户占到 66%。在国家呼吁减少非必要出行需求的情况下，生鲜电商成为居民置办食材的首选，到家配送和无接触配送备受青睐。典型的生鲜电商平台均实现用户快速增长，限时限量购买口罩也拉动了部分平台的新增用户量明显提升。随着疫情影响的进一步减弱，预计下半年生鲜电商将开启存量运营时代，而到家配送习惯养成后，将作为不可逆趋势得以长期留存。

2.3 互联网布局下沉市场，直播电商普惠农户

近年来随着下沉市场经济的发展和居民收入水平的不断上涨，下沉市场的零售额占比持续上升。低线城市零售市场由 2015 年的 15.1 万亿元增长至 2019 年的 21.2 万亿元，复合年增长率为 8.8%，远超一二线城市的增长速度。低线城市人口占比近全国的七成水平，庞大的人口基数孕育着巨大的市场潜力和多样化的市场需求。低线城市拥有高于一二线城市的线上渗透率，下沉市场极大的拓宽了网络消费的增长空间。2019 年双十一期间，互联网头部企业的新增用户数有超过 60%来自下沉市场，其中淘宝新增用户中下沉市场占比超过 70%。在京东披露的一季度新增用户中，有 70%来自于低线市场，并贡献了 60%的履约 GMV；整体用户中，有超过一半来自于低线城市。移动互联网的不断普及和本地化物流网络的逐渐完善，有效帮助低

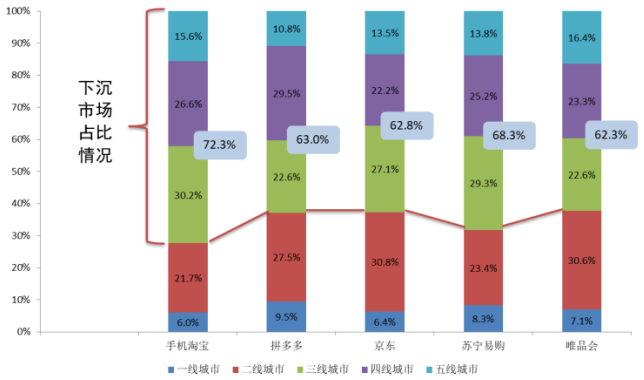
线城市消费者克服了线下零售基础设施不足、商品选择有限、购买正品渠道较少的有关问题。

图 14：近两年下沉市场消费者网购成单频次变化



资料来源：易观，山西证券研究所

图 15：2019 年双 11 新增用户超 60%来自下沉市场



资料来源：MobTech，山西证券研究所

在模式创新转型之外，下沉市场有望成为近年来电商领域增长的最大动力，下半年电商巨头将会加码低线城市大众消费市场，抢占下沉市场渠道空间。春节返乡潮+疫情的双重因素，使得一二线城市的居民消费习惯全面复制到了下沉市场，再加上技术端和物流端的不断完善，城市之间的消费水平差距正在不断缩小。此次疫情延长了返乡人员的停留时间，无意间加速了互联网在下沉市场的渗透进程。近两年消费者在个性化推荐、视频和直播形式推荐的成单频次提升较明显，未来以直播、短视频为核心的电商内容生态逐渐崛起，将会成为提升下沉市场消费者活跃度、转化率和复购率的重要手段。随着网红带货的崛起，商家纷纷开辟了直播渠道，同时疫情加速了全民直播的步伐，助力电商的进一步下沉。年初的疫情限制了消费者的出行，众多零售商为了自救纷纷从线下走向线上，现有商家则更多通过直播等新模式拓展线上渠道收入，抵消了部分线下零售活动减少带来的负面影响，预计下半年开始品牌方将更加重视直播的力量并加大对于直播的投入。

表 1：疫情期间电商平台爱心助农情况

电商平台	爱心助农情况
阿里巴巴	截至 2020 年 3 月 15 日，阿里巴巴“爱心助农”计划已帮助全国 20 个省销售滞销农产品突破 11.8 万吨，涉及 1396 个品类
京东	与 14 个原产地达成 1 万吨的滞销农产品包销合作；从 2 月 11 日至 23 日，助农专题页面已累计帮助超过 3.4 万贫困农户打开销路
拼多多	截至 3 月 6 日，拼多多“抗疫助农”专区成交订单量已达 760 万单，累计帮扶各类型农民超过 2.4 万余户
每日优鲜	上线“爱心助农频道”一周后，已采购海南、广西、江苏等地共 2700 万斤滞销农产品，帮扶 2000 多名种植户

资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

近年来，国家对农村消费市场的发展高度重视，相继出台各项政策提高农村电商发展水平。2020 年政府工作报告中明确提出要支持电商、快递进农村，拓展农村消费。为了响应国家号召，头部电商从产地直

采、物流配送等层面助力贫困地区农产品销售，预计下半年开始电商助农规模将不断扩大。数据显示，2019年全国农产品网络零售额达到3975亿元，同比增长27%，带动300多万贫困农民增收，预计2020年覆盖农户将持续增长。在国家政策、电商平台、和当地官员等多方共同努力之下，视频直播的新模式有效促进了农产品销量增长。通过直播，消费者从产品源头直观的了解到了产品信息，对于标准化程度较低的农产品直播效果明显。同时，疫情期间由于封路隔离、外出就餐暂停等原因，导致生鲜农产品上游出现严重滞销，电商龙头通过搭建直播平台，充分利用自有供应链体系促成与农户的源头直采合作，平台直采生鲜产品的比例由过去的不足20%上升到30%左右，预计下半年占比将继续提升。在电商平台方面，淘宝直播实现了新经济向广大农村用户的普惠作用。截止2020Q1，全国已有6万多名农民入驻淘宝直播，平台上农产品相关的直播已达140万场，覆盖全国31个省、2000多个县域；3月30日，淘宝正式发布村播计划2.0，宣布今年将联合陕西、山东、河南等多个省区市的商务和农业部门，共同孵化20万新农人，预计通过直播带货农产品销售额达到150亿。

2.4 促消费政策成效明显，消费券撬动数字经济

图16：促消费政策助力消费市场持续改善



数据来源：新华社，山西证券研究所

2020 年 3 月，发改委等 23 个部门联合发布了《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六方面提出 19 条硬举措。消费对经济增速的短期促进作用更加明显，扩大内需、促进回补式消费是当前释放消费潜力的重点方向。此次意见在消费类型上更注重服务消费，在消费模式上加快培育线上线下融合等新模式，在消费区域方面重视城乡消费结构互补，在消费群体方面着重增强中低收入群体消费能力。促进消费扩容提质，短期有利于对冲新冠肺炎疫情带来的负面影响，充分释放因疫情被抑制的消费需求，培养在疫情防控中催生的新兴消费，使得实物消费和服务消费得到有效回补；长远看有利于破除制约消费的体制机制障碍，更好满足居民多样化的消费需求，为经济增长培育持久驱动力。

为了应对疫情冲击，发放消费券成为我国多地政府促进消费回补的重要手段。据 5 月初商务部初步统计，疫情发生以来，全国有 28 个省市、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达 190 多亿元。发放消费券等促消费措施的目的在于提振消费、促进客流回升，为受疫情影响较大的实体零售行业增加了实际收入。来自支付宝的研究数据显示，每发放 1 元支付宝消费券，可拉动 8 元消费。支持消费券的小店，其收入比发消费券前一周环比增长 73.4%。疫情冲击也催生了一批小店的数字化转型，通过接入外卖拓展客流、开通无接触贷款、支持消费券核销等方式，截至 6 月 15 日，全国已有 1200 万小店单周收入实现了同比增长。杭州首期消费券发放当天，至少有 14%的人将领取到的消费券核销完毕，核销范围惠及 500 万至 600 万商户，全面覆盖了大中小型各类商户。五一期间杭州消费券核销金额超过 6000 万元，直接拉动消费金额超过 10 亿元，杠杆撬动比例超过 15 倍。

消费券在拉动消费的同时，也在盘活着数百万家中小企业的经济，在今年全面开放消费券技术背后，数字经济正在成为拉动消费增长的重要引擎。二季度各地市政府集中发放了多批地市消费券，下半年开始平台或将在全国范围内发放跨城通用消费券。7 月 1 日起支付宝将开始发放规模百亿的全国版消费券，这是全国范围内 200 多个城市首次联合发放跨城通用消费券。由于消费券带来的短期促消费提振效应十分显著，下半年各大平台或仍将通过消费券和消费补贴等类似手段来鼓励消费、对冲疫情负面影响，不过长期来看，刺激消费还需通过提振消费信心来激发消费市场自身的潜力。

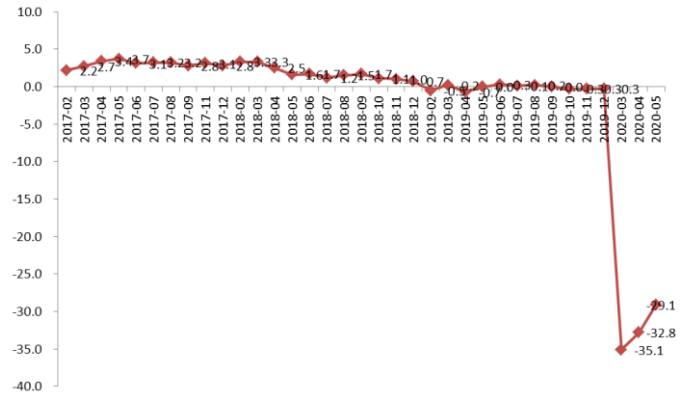
3.实体百货向线上迁移，数字化转型进程加快

3.1 疫情影响客流下滑，实体商业延伸线上

百货和购物中心属于实体聚集性产业，受疫情影响，门店大多关闭或缩减营业时长，直接影响客流量大幅下滑。面对疫情，百货及购物中心面临着严峻的租金压力，全国共有 6000 多家购物中心宣布了不同程度的租金减免政策，估计减免租金金额累计近百亿元。由于暂停营业导致的销售收入与现金流的被迫中断、

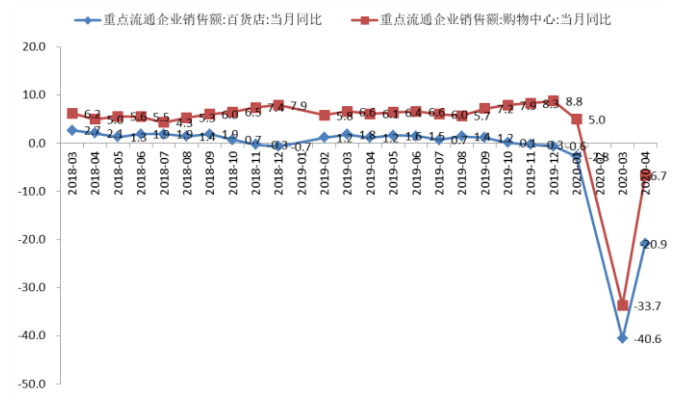
以及固定的商业成本压力，百货商场受到疫情的冲击最为明显。根据中华全国商业信息中心统计，1-5 月份全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 29.1%，不过降幅较 1-4 月份收窄 3.7pct。今年 3-4 月份，重点流通企业中的百货店和购物中心的当月增速均呈较大幅度的下滑，但随着疫情防控态势的逐渐好转和居民对于社交性消费场所的刚性需求，下半年开始百货和购物中心的销售增速将会持续改善，同时由于去年下半年的低基数效应，百货行业或将在下半年小幅回暖。

图 17：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 18：百货、购物中心销售额增速当月同比（%）



数据来源：商务部，山西证券研究所

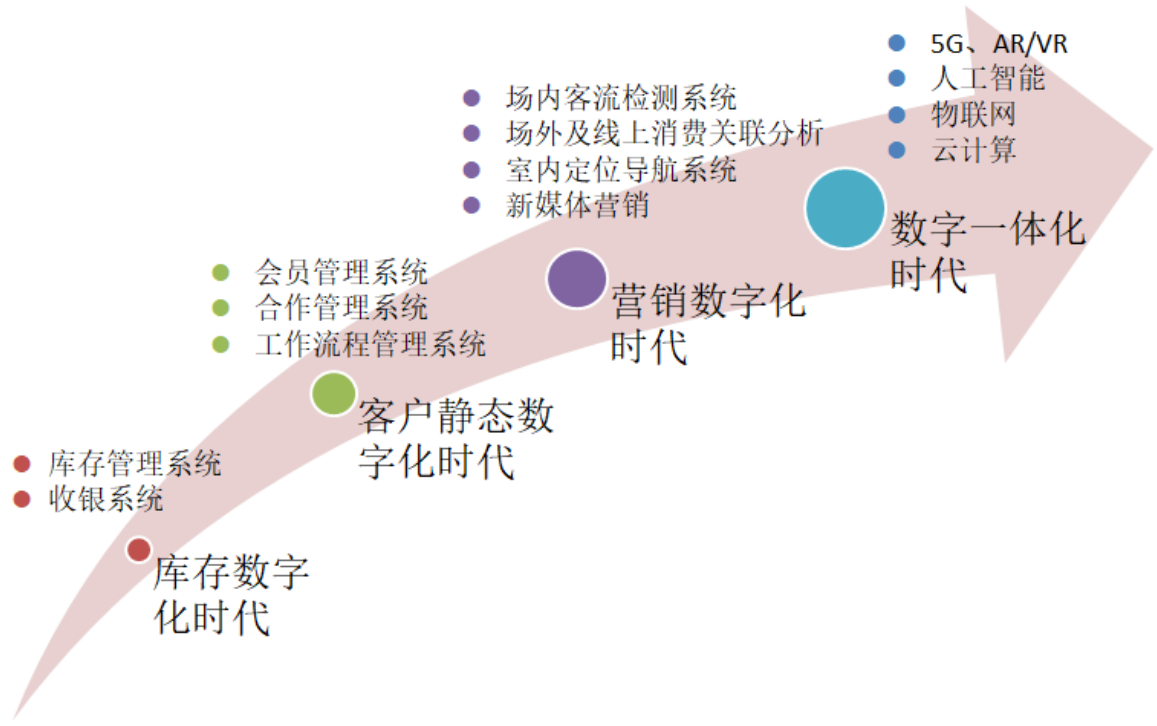
疫情影响实体商场暂停营业，传统百货商场受到直接冲击，但是得益于企业积极布局线上业务，拥有互联网基因、业态创新转型的百货企业在疫情期间受影响相对较小。下半年开始，为了挽回闭店造成的销售真空期，百货、购物中心将有针对性的调整战略方向，以商场自营 APP、小程序或主流第三方平台为载体，选择线上直播这种无接触式销售来满足顾客的消费需求，引导实体商业向线上延伸发展。疫情期间，百货及购物中心通过建立自己的营销社群，引导消费者扫码加群后在直播间线上下单，并推出送货到家的物流配送措施，让消费者足不出户即可享受到商场的产品和服务。经过疫情期间的消费习惯培养，预计下半年这种新消费模式将得以留存并持续裂变式发展。从品类看，多数商场抱着尝试的态度进行直播，涉及的品类多以标准化程度较高的服饰、美妆和电子产品为主。从品牌商看，越来越多的品牌开始进行线上直播自救。根据淘宝公布的数据，2 月以来，每天都有 3 万新商家入驻淘宝，转型线上，下半年新入驻商家将持续增长；淘宝直播新开播的直播间数量同比翻倍，新开播场次同比增长 110%，厂家直接上淘宝直播卖货的同比增长 50%，拉长看全年这一增速有望继续提升。服饰、美妆、家装 3 个行业的线下门店直播最为活跃。直播模式的爆发为百货企业带来

3.2 疫情催化+技术赋能，数字化转型进程提速

对企业而言，类似新冠疫情的突发性社会事件无法预测，全渠道业务模式领先和核心能力扎实的零售企业在疫情中具有更强的抗风险能力和韧性，长期来看零售全渠道发展将成必然趋势，而全渠道的前提就

是零售数字化。在线上增速逐渐放缓的形势下，数字化赋能的线下门店增速呈现上升趋势，为了快速抢占市场份额，下半年开始品牌在线下开店的需求将与日俱增。线下体验式消费更有助于品牌占据消费者心智，看得见、摸得着的线下体验的价值正在被更多品牌认可和重视。2019 年购物中心和百货的销售额在整个零售行业中的比重接近 20%，购物中心作为百货业态的重要组成部分，天然具有充足的体验式基因。随着国内购物中心新增面积逐渐减少，2020 年的购物中心将进入存量运营时代。购物中心普遍保持了对数字化动态的高度关注，也认识到数字化转型的必要性，预计下半年企业将积极布局相关领域。

图 19：购物中心数字化历程

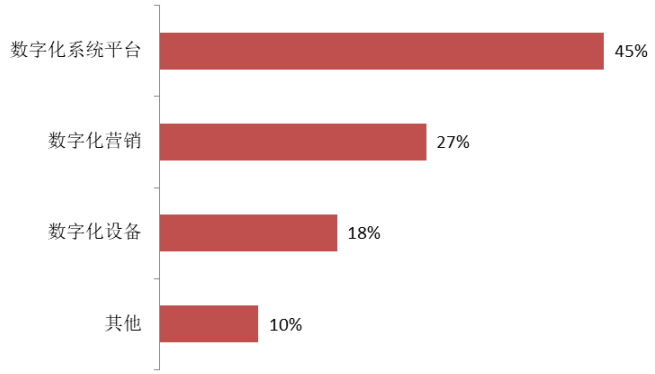


数据来源：RET 睿意德&中国商业地产研究中心，山西证券研究所

购物中心的数字化历程已经历了三个阶段，从一开始的库存数字化、客户静态数字化，到如今的营销数字化，将消费者与场景关联在一起，开展数字化营销打造一体化的消费体验。随着 5G、大数据、云计算等技术赋能的不断深化，主力消费群体逐渐迭代、更加细分，体验式消费依旧是线下消费的主旋律，数字化的价值创造能力将成为下半年购物中心数字化转型的重要方向。从企业经营层面，数字化加大了与顾客互动的频次和效率，使得企业能够精准的进行用户触达和服务转化，提升顾客到店率、成单率和复购率；从管理层面看，数字化能有效提升信息的流通性、准确性和完整性，提高企业对市场的反应速度和决策效率。绝大部分企业都愿意将数字化运营作为购物中心的重点运营方向并在下半年开始积极布局，RET 睿意德的调研发现 96%的购物中心已经形成数字化转型战略，有超过 60%的购物中心将现阶段数字化转型的战略目标设定为实现业务增长和提升运营效率。

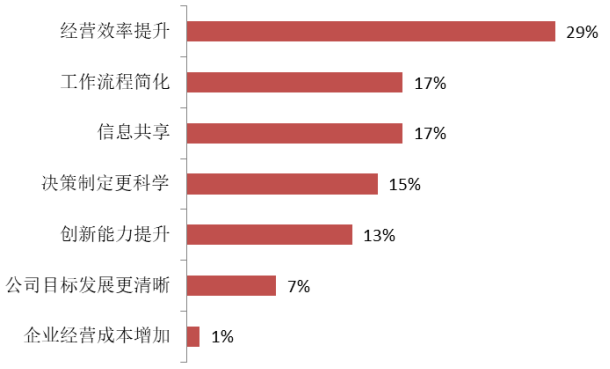
在明确的数字化转型战略之下，不少购物中心的数字化转型已经初见成效。在数字化转型切入点方面，有 45%的购物中心将数字化系统平台作为切入点；在数字化中台层面，企业在工作流程、规章制度方面也采取了相应行动。调研结果显示，96%的企业已经开始或者准备开始进行工作流程的优化，71%的企业正在制定或者准备尝试制定相应的规章制度。组织和流程的转型也给企业带来了一些价值，超过 60%的企业认同组织和流程转型给企业在效率提升、流程简化、信息共享等方面带来了显著价值。

图 20：企业数字化转型切入点



数据来源：RET 睿意德，山西证券研究所

图 21：数字化转型产生的效果



数据来源：RET 睿意德，山西证券研究所

5G 新基建、工业互联网、人工智能和大数据中心是以数字化信息网络为核心的基础设施，为构建智慧化社会、数字化产业奠定了基础。这些新兴技术将带动国民经济各个行业的基础设施向数字化、智能化的方向转型，从而有效推动我国各行各业在技术、产业和商业模式上的创新步伐，促进新业态和新模式的进一步发展，未来将成拉动数字经济增长的新动能和带动产业升级的新增长点。此次疫情间接催化了零售企业的数字化转型进程，从上半年来看，由于疫情导致的客流减少会直接影响到实体百货和购物中心的门店销售；对下半年而言，这是实体零售企业加速数字化转型、强化线上工具推广运营、充分挖掘会员数据、以及加快全渠道融合程度的一次历史机遇，百货及购物中心布局线上商城、官方微信公众号、微信小程序等自有线上平台的重要性在今年得到凸显，会员关系管理、数据深度挖掘、个性化产品以及促销定制、实现高价值高质量的会员和销售增长将会成为核心策略。

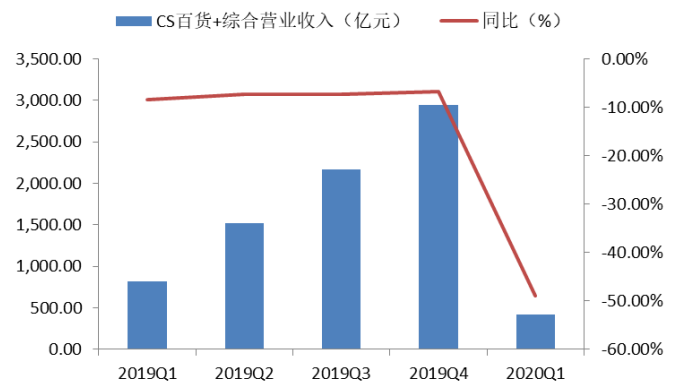
3.3 19 全年利润增速较好，20Q1 收入利润降幅明显

2019 年 CS 百货和综合业态板块营收共计 2937.12 亿元，同比-6.81%，归母净利润 92.04 亿元，同比+44.83%，扣非后归母净利润 75.82 亿元，同比+184.51%；2020Q1CS 百货营收 414.81 亿元，同比-49.01%，归母净利润-6.91 亿元，同比-118.13%，扣非后归母净利润-8.39 亿元，同比-123.36%。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。

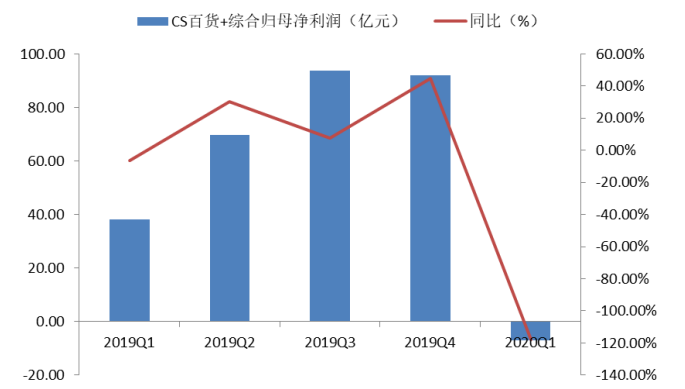
百货行业的运行与宏观经济息息相关，2019 以来宏观经济增速逐渐趋缓，虽然上半年社零累计增速企稳回暖，但下半年又处于逐月降低态势。受到双十一促销及低基数效应影响，下半年唯有 11-12 月当月增速达到 8%。2019 年以来与百货相关的可选消费品增速弹性较足，其中服装、黄金珠宝增速均呈现不同程度的回落，只有化妆品保持双位数的高景气度增长，化妆品类有取代服装成为百货主要盈利增长点品类的趋势。2020 年初的新冠疫情对百货和购物中心等实体聚集性业态造成较大冲击，客流大幅下滑、营业时长缩减、租金收入减免，依赖线下的实体业态销售收入承压明显。百货和购物中心的消费以可选品类为主，疫情情况好转后，下半年开始门店端将会迎来客流和业绩的回升，但是受到疫情期间养成的线上消费习惯和居民消费能力降低的影响，预计下半年部分标准化可选品类的回补受线上分流效应可能加剧。

图 22：CS 百货综合 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

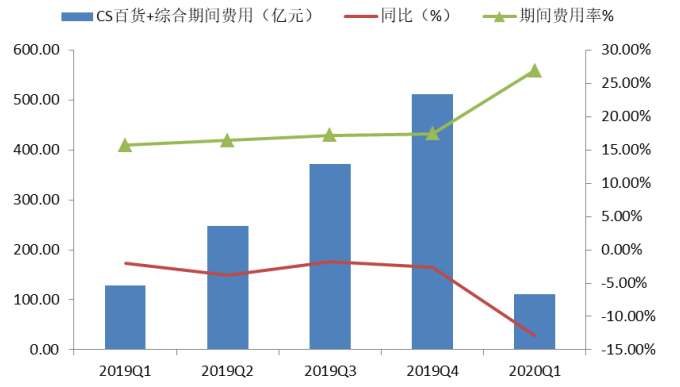
图 23：CS 百货综合 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

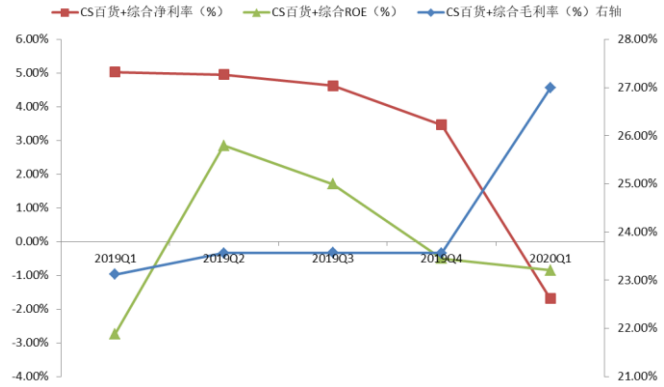
2019 年 CS 百货+综合业态的期间费用为 511.56 亿元，同比-2.66%，比收入增速高出 4.14pct，19 年期间费用率为 17.42%，比去年同期提升 0.74pct，小幅增长；2020Q1 CS 百货+综合期间费用为 111.58 亿元，同比-12.83%，窄于收入降速 36.18pct，19Q1 期间费用率为 26.9%，比去年同期提升 11.16pct。目前百货上市公司的转型方式主要以百货购物中心化为主，购物中心以轻资产模式运营并强化了主题展馆等体验式元素，经营主要以租赁方式为主。虽然降低了公司的资本投入，但难以抵御房租价格的不断上涨，同时人力、物流、水电等商业成本的持续上调，导致期间费用率水平不断上涨。2020 年初的新冠疫情使得实体百货企业商业成本进一步增加，同时销售收入出现大幅下降，利润空间受到较大程度的压缩。

图 24：CS 百货综合 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 25：CS 百货综合 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

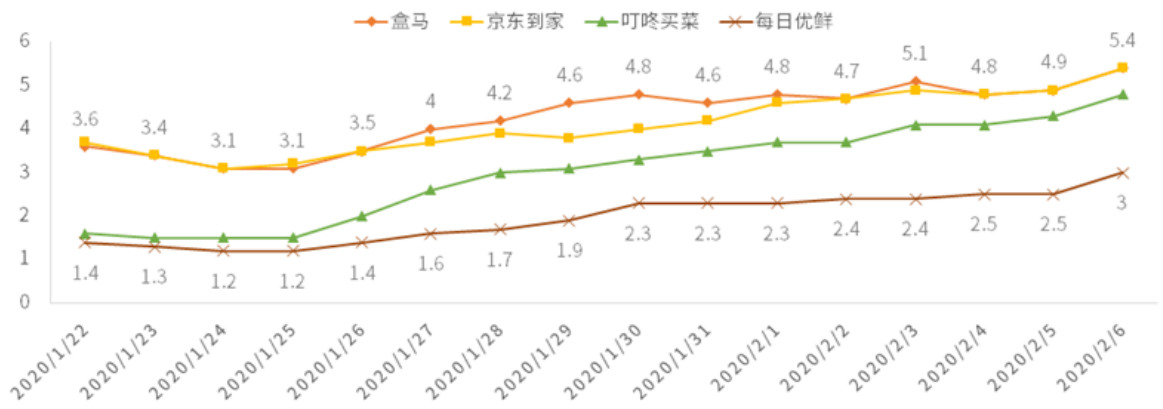
2019 年 CS 百货+综合的毛利率水平保持稳健，百货企业积极拥抱数字化，一定程度上提升了企业整体的运营效率，2020Q1 板块毛利率同比环比均提振 3pct 以上，应是受到销售收入降低带来营业成本同步下降的影响。2019 年 CS 百货+综合的平均 ROE 水平波动较大，19Q2 平均 ROE 2.85%达到年内最高水平，Q3 开始持续回落，至 20Q1 降至-0.85%，主要受到净利率降低的影响。

4.线上生鲜需求快速增长，社区到家服务优势明显

4.1 宅家期间生鲜需求激增，线上买菜习惯逐步养成

2019 年中国生鲜电商市场规模达到 1620.0 亿元，增速接近 30%，预计到 2020 年将突破 2500 亿元。多年以来，政策对社区菜场设施的建设、消费者收入增长及需求升级、电商渗透率提升和新零售模式对新业态的刺激、再加上供应链和仓储等技术的不断完善，共同推动生鲜行业发展。近五年来生鲜电商市场交易规模稳步扩张，但伴随互联网巨头的不断加码入局，生鲜电商行业竞争十分激烈，2019 年行业频出企业倒闭的新闻，行业发展陷入瓶颈，2020 年初的疫情为生鲜电商行业的进一步发展提供了契机。受到疫情影响，居民线上买菜的需求激增，刺激生鲜电商平台的新增用户规模快速提升，同时伴随居民对生鲜电商的接受度逐步提高和需求的不断增长，下半年居民购买生鲜的线上消费习惯开始逐步养成。

图 26：2020 年 1-2 月主流生鲜电商平台新增用户规模（万）



数据来源：MobTech，山西证券研究所

疫情期间生鲜需求猛增，生鲜电商平台主要面临供应端、物流端和成本端三项压力，前期最主要的问题在于因疫情防控要求带来的人力缺乏，导致配送不及时的困境。由于不同平台供应产品和配送效率的不同，居民往往注册多个平台预约抢菜，短期之内拉动各个主流生鲜电商平台新增用户规模及订单量大幅上涨。数据显示，2020 年 1 月 22 日-2 月 6 日，盒马、京东到家日新增用户规模均领先于其他平台，平均日新增用户超过 4 万。春节防疫期间，京东到家全平台销售额相比去年同期增长 470%，除夕至初六期间蔬菜销售额同比增长 510%；叮咚买菜在本次疫情中快速崛起，充分发挥了供应链的护城河优势，新增用户突破了 4 万，收获来自深圳、苏州、无锡、上海等大批新用户。叮咚买菜大年三十的订单量同比上月增长超过 300%，整体来看订单量增加了 80%，客单价约增长 70%。从新增用户代际更替角度来看，25-34 岁人群是线上生鲜渠道的主力购买人群，占比超过了 40%；35-44 岁群体原本更多关顾传统生鲜渠道，但疫情期间居家隔离，这部分群体成为生鲜电商新增用户的主力军，占比从 28%提升至 45%。

表 2：生鲜电商五大商业模式对比

	前置仓到家	到店	超市+餐饮	社区拼团	传统生鲜电商
布局城市	一二线城市	一二线城市	一二线城市	二三四线城市	全国布局
覆盖范围	1-3km	1-3km	1-3km	500m-1km	＞10km
配送时长	＜1h	1-2h	0.5h	1-2 天	1-2 天
优势	分布在用户周边，提升配送时效性；减少产品损耗，降低冷链履约成本	分布在用户周边，满足及时性需求	为消费者提供线上线下一体化服务体验，线下加工制作可有效降低损耗	获客成本低、轻运营模式易于规模化扩张	早期培育用户习惯成本较低；具有较强的品牌优势和信任
劣势	供应链、仓储前期投入较大	与线下商家合作，把控产品质量难度较大	模式过重，门店、人力等商业成本增加	平台商品品类较为单调、缺乏完善的团长管理经验	配送时间较长，商品损耗高；对资金链更加依赖

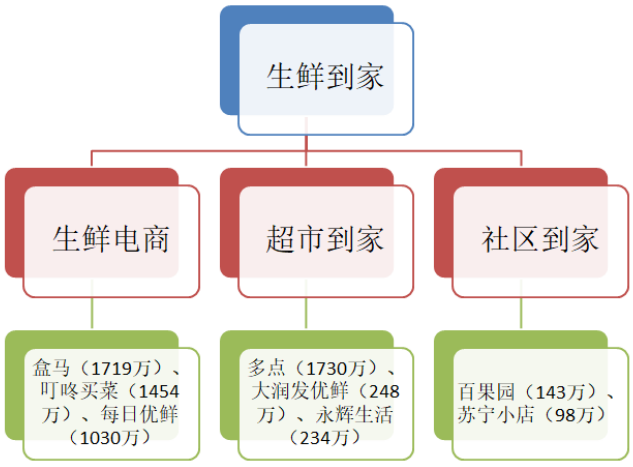
数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

疫情期间多样化的在线娱乐和其他应用程序充实了消费者的娱乐和休闲时间，同时高效便捷的在线购物、从线上鲜食平台到线下非接触式配送服务等方式都使隔离生活更家便捷，带动居民的日常消费需求不减反增。在疫情期间，消费者对鲜食和日用品有着强烈的需求，近 70%的消费者表示，他们每周购买两次以上的新鲜食品和日常用品，超过 80%的消费者表示他们在网上购买商品。居家隔离进一步培养了他们的网上购物习惯，其中 89%的消费者表示，疫情结束后他们将更愿意在网上购买日用品和鲜食。下半年生鲜电商将继续开拓市场，随着前置仓模式的持续试错型发展，以及社区拼团、到家服务的不断完善，消费者对于生鲜产品的需求进一步被激发，各种不同商业模式的生鲜电商渠道都得到了发展的机遇。

4.2 社区业态优势明显，配送到家需求爆发

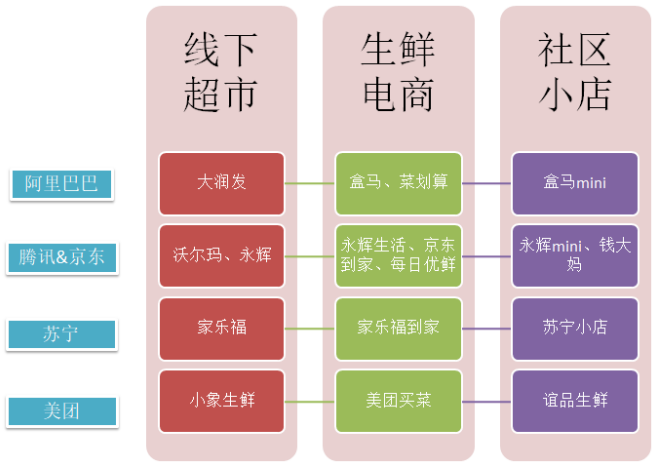
虽然当前的研究显示，大卖场和超市仍然是重要的生鲜购买渠道，不过下半年开始随着新零售、O2O 平台、社区生鲜等新兴渠道逐渐崛起，凭借着购物便捷、体验良好以及到家服务等因素，在快速提升市场渗透率的同时，也收获一批粘性较高的新增用户。有超过 50%的消费者表示未来会增加新零售超市、生鲜电商、第三方到家服务等平台的使用频率，新兴生鲜渠道的发展前景十分广阔。疫情逐渐改变了用户在实体店购物的习惯，购物配送到家的需求爆发，商超长期以来自建供应链的能力及时满足了用户需求，超市到家的典型 APP 用户规模显著增长、用户粘性也明显增强。在春节后，永辉生活的日均活跃用户规模同比增长 115%，新增用户规模同比增长 223%，日人均使用时长、次数同比分别增长 165%、43%。疫情期间，社区到家平台为社区居民提供了便利，用户使用粘性有所提高。苏宁小店在各类社区附近开设门店，社区到家服务优势明显，疫情期间苏宁小店活跃率有所提高，春节后苏宁小店 APP 人均试用次数同比增长 32%。

图 27:2020 年 2 月生鲜到家行业典型 APP 月活用户规模



数据来源：QuestMobile，山西证券研究所

图 28：互联网巨头纷纷布局生鲜零售和到家业态



数据来源：QuestMobile，山西证券研究所

疫情期间，外出的风险性使得数量可观的用户使用线上平台进行生鲜和快消类商品的购买，并采用即时物流服务配送到家服务；下半年开启后疫情时代序章，市场供需逐渐回归常态，但生鲜、快消类生活必需品由于其高频刚需属性，需求量基数仍然可观，且疫情期间培养的消费习惯能够使部分用户留存在平台，市场发展持续向好。在社区生活配套方面，用户倾向于离超市、菜场及商业综合体更近，24 小时便利店、社区小店、社区菜场等均可实现用户在社区内解决一般生活需求。以农贸市场与大型连锁超市为主导的渠道格局已被打破，具有较强便利性的社区业态作为一种有效补充业态，成为与消费者距离最近的触点。在下半年商超社区化的趋势下，互联网巨头纷纷开始布局到家业态，对原先以线下为主的经营模式进行电商化的整合改造。盒马已经开始逐步放弃前置仓模式的盒马小站，下半年开始将重点发展社区超市业态的盒马 mini。相对于新型的前置仓模式来说，社区超市在解决了大卖场距离痛点的同时，仍能保留线上线下一体化的消费体验，同时具备获客成本低和损耗低等优势。

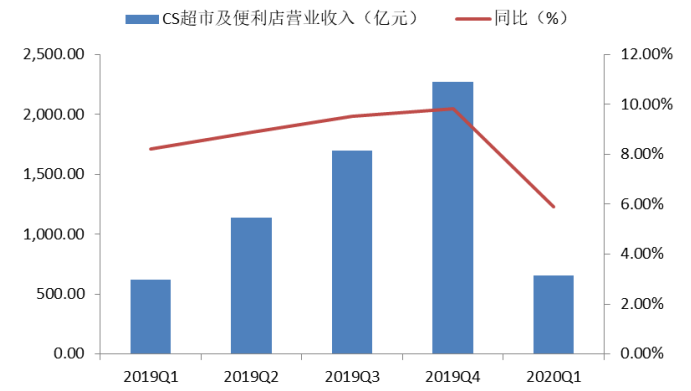
4.3 销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间

2019 年 CS 超市及便利店板块合计营收为 2273.27 亿元，同比+9.83%，归母净利润 32.3 亿元，同比-10.14%，扣非后归母净利润 22.22 亿元，同比-0.09%；2020Q1 超市板块合计营收 653.41 亿元，同比+5.88%，归母净利润 20.56 亿元，同比-0.54%，扣非后归母净利润 15.38 亿元，同比-19.29%。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，若剔除永辉超市，2019 年营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为 4.38%/-21.19%/-12.55%，营收端增速回落，利润端降速扩大 10pct 以上；20Q1 的营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为-8.59%/-48.22%/-72.62%，营收端增速转负，利润端降速进一步扩大。由于超市销售品类多为生活必需品，板块整体具有一定的防御属性，疫情期间超市客流量下降但客单价和同店收入均显著提升，头部企业营收利润增速均高于市场预期。

2019 下半年以来 CPI 涨势较高，已经进入 3%的中枢区间，主要受到以猪肉为首的食品价格上涨影响；2020 年一季度 CPI 达到 5%的阶段性高位，CPI 的上涨与超市同店增速具有一定的联动效应，同时企业自身对于供应链的把控和自有品牌的构建也成为其盈利护城河。2019 年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御房租、水电、物流、人力等商业成本的持续上涨，企业的利润空间受到压制。2020 年年初疫情期间，超市企业快速推进门店线上化运营，积极推广到家业务，下半年开始超市到家业务条线将成超市企业拓展线上渠道的标准配置。头部企业以大卖场承接供应链体系，以社区店链接消费者，实现到家销售业务销售

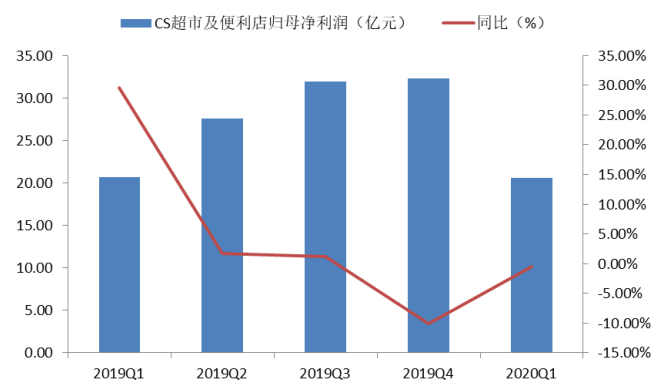
额占比及增速的同步快速提升，下半年起布局线上线下的全渠道配置或将成超市企业提升销售的重要增量。

图 29：CS 超市 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

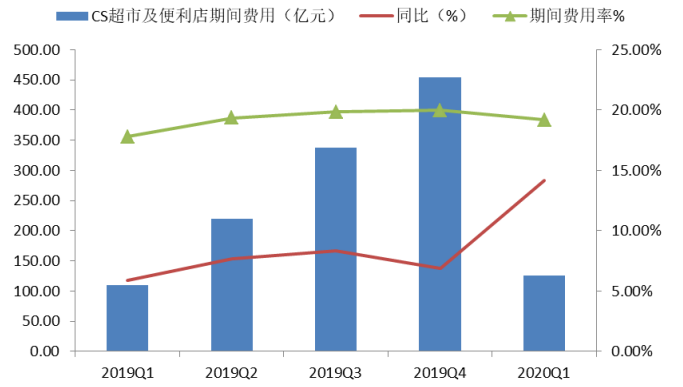
图 30：CS 超市 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

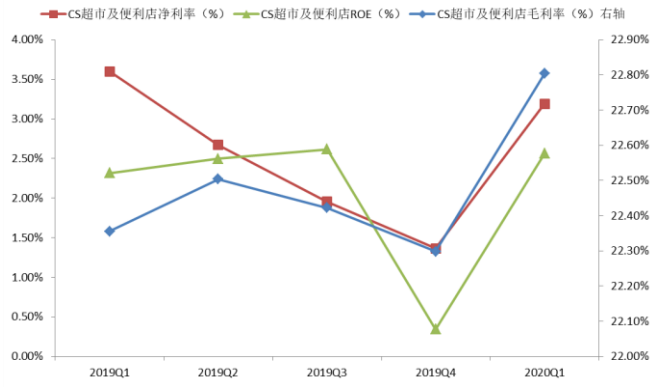
2019 年 CS 超市级便利店板块合计期间费用为 453.70 亿元，同比+6.89%，低于收入增速 2.93pct，19 年期间费用率为 19.96%，低于上年同期 0.55pct；2029Q1 CS 超市合计期间费用为 125.29 亿元，同比+14.13%，高出收入增速 8.25pct，20Q1 期间费用率为 19.17%，比去年同期增长 1.39pct。2019 年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御房租、水电、物流、人力等商业成本的持续上涨，企业的利润空间受到压制，致使期间费用水涨船高。

图 31：CS 超市 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 32：CS 超市 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

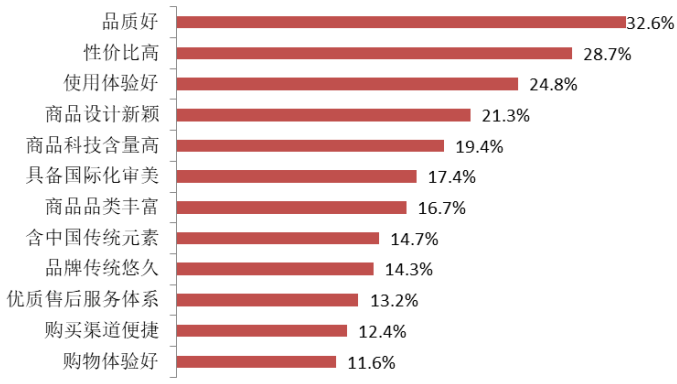
2019 年 CS 超市及便利店板块毛利率水平呈现下滑，除 Q2 小幅提振至 22.5%以外，下半年毛利率水平持续降低，到 20Q1 毛利率回升至 22.8%，疫情期间优质超市企业借助门店网络、线上业务和供应链优势，降本提效成果明显。2019 年 CS 超市板块平均 ROE 水平持续提升，Q4 大幅减少主要受到新华都亏损额较大的极值影响，剔除新华都后板块季度间平均 ROE 分别为 2.38%/3.41%/4.03%/5.84%，稳步提升。20Q1 板块平均 ROE 为 2.56%，同比提升 0.25pct，但净利率同比降低 0.41pct 至 3.19%，主要受到权益乘数增长的影响。

5.国牌激发消费潜力，直播品类迭代升级

5.1 品类创新+电商扶持，国牌进入掘金时代

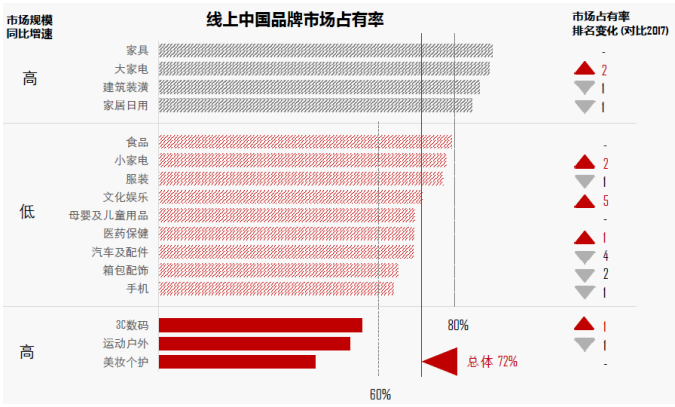
随着我国经济的不断发展，国货品牌的品质不断提升，他们有能力生产出与国际品牌质量相媲美的产品，并且在产品设计上更贴合国人的喜好和特性，在价格优势上更具性价比，今年以来逐渐获得了新生代消费者的认可。在中美贸易摩擦的背景下，爱国情怀得到了极大程度的深化，兼具品质与创意的国产品牌受到消费者的青睐，市场迎来了新国牌时代。疫情之下，海外国际品牌产业链受到了较大冲击，从生产端到销售端均有所放缓，同时年轻消费者国家归属感更强，民族情绪高涨之下，主观上更愿意购买本国产品，共同助力国货潮逆势崛起。今年 4 月底，商务部电商司和阿里巴巴联合通过淘宝直播间线上云启动双品网购节，阿里组织了近 9 万个品牌商家参与此次活动，除“新国货计划”支持的传统知名品牌、新锐品牌、老字号等中国品牌以外，疫情期间，阿里还加大力度助推扶贫地区农产品、产业带外贸工厂 C2M 直购等新模式的发展，推出大量品牌与品质并存的国货，共同激发内需市场消费潜力。预计到双十一时，头部电商仍将推出一系列扶持新老国牌的对策计划，支持本土品牌同国际品牌的有序竞争。

图 33：2019 年中国网民关于“新国牌”优势感知度



数据来源：艾媒咨询，山西证券研究所

图 34：中国品牌线上市场占有率达 72%



数据来源：阿里研究院，山西证券研究所

新国牌突出的三个特点是品质、性价比和试用体验。在产品特质方面，国牌的新颖设计、科技含量、国际化审美也受到了较多受访者的认可。同时，中国传统元素成为国牌的加分项，基于中国文化的产品更容易受到消费者青睐。在市场竞争愈发激烈的背景下，下半年国货品牌将主动寻求转型，基于商业模式持续进行品类创新，推动市场规模不断扩大，数据显示品类创新总体贡献度达到 45%。2019 年国货品牌线上市场占有率达到 72%。受到消费者追求健康生活方式的消费升级需求影响，相关产业快速创新转型，医药健康、美妆个护、食品行业的国货品牌线上销售十分活跃，市场规模同比增幅领跑总体，增幅分别为 38.5%、36.7%和 31.5%。国产品牌市占率不足 60%的 3 个行业分别是 3C 数码、户外运动和美妆个护类，其中美妆

个护类处于市占率排行末位，随着国货在美妆行业中逐渐崛起，部分新锐国货美妆品牌充分运用 ODM+私域流量+内容营销的商业模式实现销售破亿，助力美妆个护类市占率小幅上升至 43%，预计下半年美妆个护类国货品牌的市场空间仍然巨大。

表 3：电商巨头扶持、运营国货品牌的方式

电商平台	促进品牌整体销售	提升品牌综合竞争力
手机淘宝	新国货计划（2019 年） ● 助力 134 个国产品牌年销售额超过 10 亿 ● 帮助 52 个老字号品牌年销售额过亿	✓ 帮助千个品牌与知名 IP 跨界合作 ✓ 打造千个超级工厂，加速品牌化升级 ✓ 为老字号开辟绿色通道，推动老字号焕新
京东	千亿计划 ● 让地方性的品牌走向全国，让中国品牌走向全球 ● 让老字号品牌成新网红	✓ 发挥线上企业技术和数据等方面优势，赋能品牌企业，助力其提升数字化能力
拼多多	上海老字号新电商计划 ● 投入百亿营销资源及 15 亿定向现金补贴 ● 助力老字号品牌扩大市场份额，重回一线品牌阵列	✓ 数字化指导：新品牌实验室进入品牌生产一线，配合优化仓储、物流、库存等环节 ✓ 优化运营：通过订单数据指导企业降低生产库存压力，提升周转

资料来源：QuestMobile，山西证券研究所

国货品牌以差异化迭代升级产品，基于多渠道布局和新媒体营销，快速建立起品牌认知。在产品上，国货品牌注重功能性研发，多维度打造差异化明星单品；在渠道上，国货品牌不仅入驻了电商平台、尝试开发 APP 和搭建小程序，也不断尝试打造线下门店生态，积极沉淀私域流量池，致力于实现全渠道化布局；在营销上，国货品牌利用线上广告、内容营销、KOL 带货等多个触点引发全网营销裂变，持续输出品牌价值观；在品牌上，通过高颜值的外在设计和具有附加值的内在品牌调性，国货品牌改变了消费者的生活方式，提升了品牌影响力。整体上看，用户对知名国货品牌的偏好程度已经超出平均水平，预计下半年在疫情影响催化下偏好度将不断提升，国货品牌进入掘金时代；同时电商巨头不断扶持新国货，促进国货品牌销量提升，并且帮助国货品牌进行全产业链升级，提升品牌竞争力。

5.2 直播营销拉动销售，带货品类迭代升级

2020 年初，突如其来的新冠疫情冲击了实体零售各个渠道，极大促进了电商直播业务的快速增长，也催化了线下企业对于线上渠道的加速布局。下半年开始企业意识到全渠道发展的重要性，全渠道能力将成为疫情期间企业抗风险的重要缓冲带，侧面印证了当前我国网络零售市场的普及程度十分广泛。疫情期间，电商和短视频平台抓紧特殊时期招揽新客的历史机遇，纷纷发布商户入驻及直播的有关扶持政策，一定程度上加速了品牌方的线上布局脚步。下半年开始，随着品牌渠道的线上化迁移，品牌在线上的用户招新、渠道打通和长线运营等方面均有望实现数字化转型。2019 年，阿里平台上有 67%的老字号品牌电商使用直播方式进行线上营销，2019 年老字号直播带货的销售额超过去年同期的 9 倍，平均每条直播拉动的销售额

是去年同期的 1.5 倍。

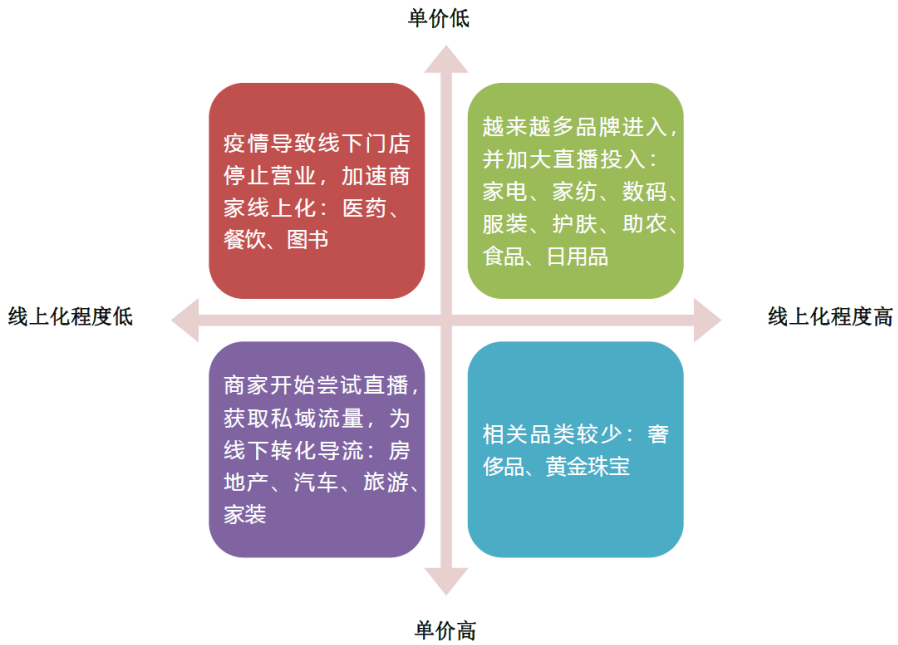
表 4：疫情期间电商/短视频平台直播激励政策

电商平台	平台直播激励政策
淘宝	免去天猫商家 2020 年上半年的平台服务年费；全国所有线下商户均可零门槛免费入驻淘宝直播。新开播的商家、门店全部免交保证金、技术服务费
京东	京东直播推出针对商家和机构“全面降扣、流量护航、专项补贴、0 服务费”和针对主播“现金补贴和公域流量扶持”的“4+2”政策
京喜	京喜直播设立疫情专项现金补贴，推出“7+8”商家、机构扶持政策，帮助产业带商家和机构实现快速上播
微店	顺延付费购买微店商城版用户使用时长，为全体商家提供免费直播服务
快手	商家技术服务费减免、全国线下门店商家专项扶持、缩短账期、全面开放闪电购直播卖货工具、线上电商培训课堂
抖音	推出“线上不打烊”活动，推出 3 亿流量扶持，通过线上团购预售和线上直播分享商品，帮助线下商家开辟线上推广渠道

资料来源：TalkingData，山西证券研究所

直播行业渗透率不断提升的同时，适合直播卖货的商品品类也开始迭代升级。直播带货主流产品涉及类型一般为高复购率、高毛利率和低客单价的品类，而客单价高、决策流程长、非标属性的品类则容易陷入线上转化的困局。数据显示，日用品、食品餐饮行业老字号品牌直播营销最为有效，分别为行业整体销售额带来了 21.6%和 13.3%的增长。下半年开始，随着直播用户经济能力的逐渐提升和疫情黑天鹅事件的催化影响，以线下运营为主的行业也开始试水线上直播，其中不乏高客单价、低复购率的非标品类、一线主流品牌、以及特色产品等品类。对于专业需求较强的商品，如珠宝、汽车、农副产品等，带货主播需要与顾客进行专业化的双向交流，深入了解产业链上游的主播往往更具说服力，能够更好地推动购买决策。

图 35：直播电商品类分布图



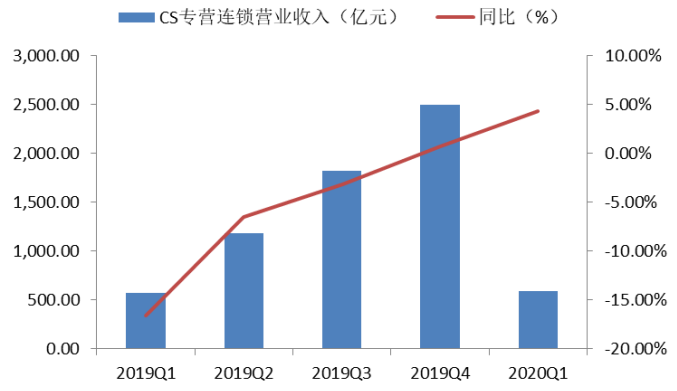
资料来源：NResearch，山西证券研究所

从商品的经济效益来看，化妆品的高毛利和高成交量使其拥有较高的利润空间，今年以来行业在向着专业化、细分化的方向持续发展，具备相关领域知识储备的主播（BA）能够将专业的内容转化为消费者语言，由上至下、分梯度的向消费者进行渗透，下半年这一趋势仍将延续。在疫情期间，林清轩创始人带领2000 名员工从线下销售转向了淘宝直播，创始人第一场直播有超过 6 万人观看，销售额近 40 万元。在疫情防控最为严重的 2 月份，林清轩有超过 90%的销售来自于线上，在半个月里销售业绩较去年同期增长了 45%；阿芙精油也调动 400 多名导购在家直播，情人节当天，通过爱逛直播工具实现单场直播 1 小时销量超过 8 万的业绩，转化率高达 12%。疫情期间，百货商场的各大品牌纷纷进行专场活动，通过 BA 的朋友圈宣发引流至自营 APP 沉淀私域流量池。2 月 7 日起，银泰就邀请了近千名 BA 通过淘宝直播、喵街 APP 在家复工，BA 分享喵街商品达成交易可获取 1%的佣金，一名 BA 直播一次产生的销售额，可相当于在门店上了一周的班。

5.3 利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强

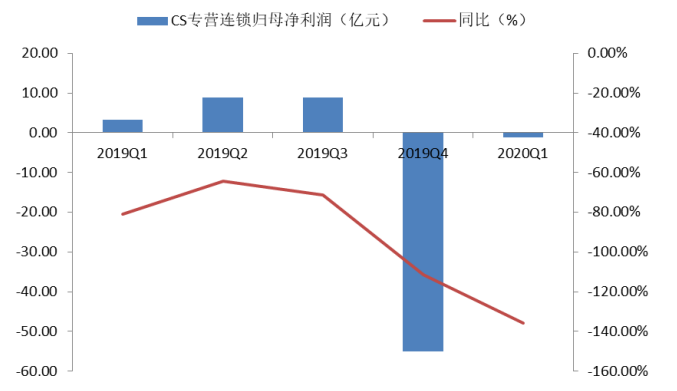
2019 年 CS 专营连锁板块合计营收为 2497.57 亿元，同比+0.69%，归母净利润-54.97 亿元，同比-111.26%，扣非后归母净利润-65.11 亿元，同比-58.70%；2020Q1CS 专营连锁合计营收 591.63 亿元，同比+4.27%，归母净利润-1.13 亿元，同比-135.57%，扣非后归母净利润 1.24 亿元，同比+126.70%。2019-20Q1CS 专营连锁板块合计营收增速持续提升，前三季度降幅逐季收窄，至 Q4 增速转正，20Q1 增速提升至 4.27%；归母净利润全年增速持续为负，其中 19Q2 降幅最窄，Q3 开始降幅逐季扩大。CS 专营连锁上市公司中有超七成为珠宝首饰，还有部分家电 3C 和其他连锁，因主营业务相差较多故营收规模相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显。有 3 家*ST 公司亏损数额较大拖累整体业绩，若剔除*ST 公司则 2019 年板块归母净利润为 53.42 亿元，同比+37.20%。

图 36：CS 专营连锁 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 37：CS 专营连锁 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%

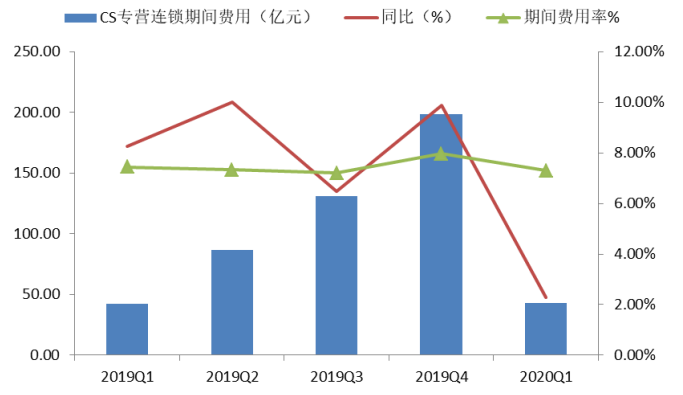


数据来源：Wind，山西证券研究所

受经济下行压力增大等因素影响，国内黄金消费疲软，尤其随着 2019 下半年黄金价格的不断攀升，黄金首饰消费出现明显下滑，未能延续上半年同比增长的趋势，2019 年全年限额以上金银珠宝类零售额同比增长为 0.4%。珠宝首饰行业在多重因素的共同作用下，受到国际贸易摩擦加剧、国内宏观经济增速放缓、消费氛围减弱、汇率金价波动等方面影响，行业销售增长压力加大；同时，消费升级持续带来广阔的市场空间，行业品牌集中度提升，头部企业的品牌价值以及市场空间进一步拓展。2020 年初受新冠疫情影响，以可选消费品销售为主的专营连锁企业业绩下滑较多，疫情防控使得公司门店销售、市场发展、供应链等主要经营活动相应停滞或延后，尤其是线下业务下滑较为明显。随着疫情影响的逐步弱化，下半年开始可选品类的消费增速将会逐渐回暖，在去年低基数效应下或存缓慢复苏态势。下半年开始，实体连锁企业会更加重视直播电商等数字化、新媒体营销模式和手段，以提升企业的造血能力，弥补上半年疫情影响带来销售空白。

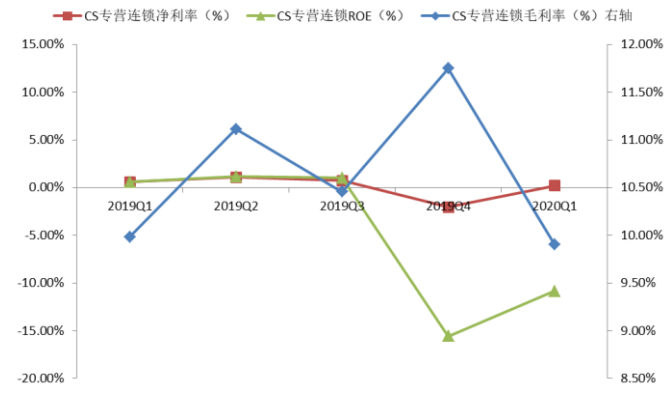
2019 年 CS 专营连锁板块合计期间费用为 198.88 亿元，同比+9.87%，比收入增速高出 9.17pct，19 年期间费用率为 7.96%，比去年同期提升 0.66pct；2020Q1 专营连锁板块合计期间费用为 43.06 亿元，同比+2%，低于收入增速 2.1pct，20Q1 期间费用率为 7.29%，比去年同期下降 0.15pct。2019 年前三季度连锁板块期间费用率持续下降，至 Q4 有所提升，到 20Q1 又小幅回落。专营连锁行业以门店扩张为主要支撑，在业态及门店快速扩张的时候，租金、装修、水电、折旧等固定费率水涨船高，公司经营方面开展品牌宣传活动及新业态新门店推广营销投入导致销售费用同比上涨，2020 年初疫情影响公司线下扩张及营销活动几乎处于停滞，期间费用率小幅回落。

图 38：CS 专营连锁 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 39：CS 专营连锁 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2019 年专营连锁毛利率水平趋势性上升，虽然 Q3 小幅回落至 10.45%，但 Q4 又大幅提升至 11.75%；到 20Q1 毛利率显著回落至 9.9%。整体来看，专营连锁板块 19Q4-20Q1 的平均 ROE 均为-10%以上，主要受到三家*ST 和东方金钰亏损较多影响，若剔除前述 4 家极值影响，2019 年板块平均 ROE 分别为

2.44%/4.63%/7.08%/7.44%，呈现逐季提升的态势，但同比均呈下降；净利率方面，19Q2 达到年内高点 3.35%，Q3 回落至 3.05%与 Q1 齐平，Q4 又回升至 3.29%。2020Q1 连锁板块 ROE 为 1.35%，同比减少 1.09pct，主要受到净利率下降 0.74pct 的影响。

6 投资策略:电商加速下沉渗透，直播带货迎来黄金时代

6.1 下半年趋势预判

疫情之下，传统线下渠道受阻、聚集性商业活动受到抑制，新型渠道如社交电商、直播电商既能满足居民的一般生活需求，也能减轻人员聚集带来的抗疫防护风险，下半年在疫情影响逐步减缓之后将会迎来更多的发展机遇。电商平台依托便捷的配送服务、无接触的安全保障以及从生鲜、民生到防疫类商品的全面覆盖，在疫情期间迎来了消费增长红利，成为疫情之下最常使用的主流消费渠道。随着居民消费行为、习惯由线下向线上的逐渐迁移，预计下半年在双十一效应的促进下，线上渠道将保持边际改善趋势，加速下沉渗透进程。

疫情时期，传统电商平台积极响应促消费政策，纷纷推出补贴大战，还通过人造购物节、全民直播带货等营销策略，带动线上消费逆势增长。从当前节点看，电商之间的补贴战延续到下半年的确定性较大，或将在双十一时期达到高峰。疫情之前阿里就推出新国货计划扶持新老国产品牌，下半年开始阿里将会加大力度扶持贫困地区农产品销售和外贸工厂 C2M 直购等模式，激发内需市场消费潜力，弥补上半年疫情导致的销售真空期。同时，今年以来直播电商呈现爆发式增长，已成为企业布局线上渠道的标配，高流量转化率推动市场持续发展，同时国货品牌也开始使用直播方式进行线上营销推广。长看下半年，品牌布局直播带货这一趋势将愈演愈烈，或将随着疫情防控态势的变化增添新的发展动力。

上半年以来，疫情对各类消费产业造成了结构性冲击，从长期视角看待下半年发展，疫情刺激了新的消费增长点。一方面促进了生鲜电商、社区到家、无人零售等新零售模式的加速布局；另一方面也催化各类新业态不断涌现，主打私域会员的社交电商和小程序正在迅速普及，加深在下沉市场年轻消费者中的渗透，为企业之后的数字化运营、线上线下消费数据打通、以及人货场的精准匹配奠定了良好的基础。

6.2 投资策略

在社零整体增速仍然下降的情况下，实物商品线上销售的增速已经恢复到了两位数水平，下半年实体业态加速线上化的趋势将更加明显。疫情带来的负面影响导致消费者下半年的预期收入下降，生活成本变相上涨，消费者的消费行为和产品需求逐渐被重塑。长看下半年，在数字经济持续升温和线上渠道渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注宅经济模式下的真实需求转变和留存，以及实体零售企业数字化转

型的全速推进，下半年重点关注围绕疫情防控常态化趋势下企业对市场的响应速度和应变能力，包括自建供应链、全渠道融合以及电商直播带货等，主要关注以下几条主线，

1）必选消费板块刚需属性毋庸置疑，在下半年疫情防控态势变化的不确定性影响下，超市企业为应对风险积极提升线上渠道占比，发挥自身强劲的自建供应链优势，加大产地直采调配货源，致力于带动全渠道销量同步增长，板块具备较强防御性布局价值，建议关注永辉超市、家家悦和红旗连锁；

2）下半年开始可选消费需求将会呈现回补态势，国货品牌以差异化升级产品品质，借助新媒体营销快速提升品牌认知度，同时基于电商渠道升级产业链，提升品牌竞争力。国货品牌中的美妆个护品类受疫情影响最轻，同时线上市占率相对较低，下半年提升空间较大，建议关注珀莱雅、丸美股份和上海家化；

3）随着城乡物流体系的不断完善，下沉市场成电商领域增长的最大动力。疫情期间直播电商爆发式增长，助力品牌加速下沉渗透，龙头企业在巩固存量运营的同时拓展增量红利，有效提升品牌的市场集中度和竞争力，建议关注南极电商、豫园股份、周大生和苏宁易购。

6.3 个股推荐

6.1.1 红旗连锁（002697.SZ）

公司始终坚持以成都为中心向周边地区辐射的发展战略，2019 年门店拓展速度明显提高，截至 2019 年底公司经营门店已达 3070 家，年内新开门店 309 家，关闭门店 56 家。同时基本完成了对“9010”的收购和资源整合，加快公司在商务区业务的拓展和布局，加强公司在快捷食品方面的发展，进一步纵深网络布局，巩固和提升公司在川内的便利超市行业龙头优势。公司一直以线下实体门店经营为主，线上业务作为线下经营的补充。年内公司在与美团、饿了么等平台合作的基础上，开设“红旗到家”平台，促进线上线下业态互补。公司多年来一直坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，并且拥有一套适合自身的信息化管理系统，加快了商品配送、周转、收银、核算等各个环节的工作效率，提高了企业的现代化管理水平。公司结合实际稳健经营，积极拓宽营销渠道，线上线下业态互补，强化规范治理，提升公司发展支撑力。我们看好公司持续纵深网络布局的展店速度，和针对市场需求提档升级旧门店的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.44/0.53/0.60 元，对应公司 29 日收盘价 10.95 元，2020-2022 年 PE 分别为 24.89X/20.66X/18.25X，维持评级“买入”。

6.1.2 上海家化（600315.SH）

公司深入洞察消费者需求，有效运用中国文化元素，以差异化品牌矩阵覆盖消费者多样化的日化美妆需求。年内佰草集完成品牌定位调整，六神品牌持续年轻化战略，玉泽强化“修护皮肤屏障”的差异化品牌定位，通过社交内容营销进一步提升品牌知名度，年初疫情催化功能性护肤需求升级，渗透率大幅提升。

公司以差异化的品牌资产覆盖不同年龄层次消费群体，通过线上线下相结合、传统与社交媒体联动的全渠道销售模式，集中优势资源打造明星单品，持续进行产品创新、优化渠道运营，2019 年实现线上渠道快速发展，直营 KA 等传统渠道稳定增长，2020 年 5 月公司新董事长潘秋生先生上任，表示未来公司将以消费者为导向，从产品研发、品牌创新、产品营销和渠道调整等方面，进一步推进公司品牌年轻化。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.83/0.88/1.02 元，对应公司 29 日收盘价 47.80 元，2020-2022 年 PE 分别为 57.59X/54.32X/46.86X，维持评级“增持”。

6.1.3 豫园股份（600655.SH）

珠宝时尚业务是公司依托上海城市商业根基培育的支柱产业之一，2019 年老庙围绕好运文化主线推出“古韵金”、“时来运转”等系列产品，贯穿全年营销热点；亚一基于品牌重塑，确认渠道降维拓展策略，通过发布会重启发展格局，品牌定位重塑、产品升级行为获得市场初步认可。门店拓展方面，年内公司以直营零售、批发为主要经营模式加快了网点拓展的步伐。并购方面，珠宝时尚集团顺利完成了收购国际宝石学院 IGI80%股权的交割、与星光达合资建厂并已顺利投产，延展产业链的同时，为后续钻石珠宝及镶嵌业务的快速发展提供了基础。公司在积极推动产业融合的同时不断创新营销模式，针对直播营销新模式，通过几十场网红直播以及薇娅、李佳琦等 20 余位主播的推广，取得了较好的销售业绩，豫园珠宝时尚集团也推出了自有的直播间，推广老庙品牌的同时，为其他产业集群赋能宣传。公司坚定践行“产业运营+产业投资”双轮驱动的战略，通过协同发展多种优势产业，满足消费者多元化需求。我们看好公司产地融合双向赋能，创新营销模式、积极培育素人直播团队，通过战略投资持续丰富快乐时尚产业内涵的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.94/1.06/1.25 元，对应公司 29 日收盘价 8.71 元，2020-2022 年 PE 分别为 9.27X/8.22X/ 6.97X，维持“增持”评级。

6.1.4 南极电商（002127.SZ）

公司品牌在各电商渠道合计约有 10 万个产品链接，主品牌南极人通过打造爆款+丰富供应链+快速反应，迅速形成店铺规模效应。在规模效应下，南极人品牌的品类扩张边际成本和营销成本较低，低成本获客优势明显。通过近十年的经营，公司与大量优质的供应商、经销商等产业链合作伙伴建立了持续稳定的合作关系。公司以电商渠道为主，主品牌南极人拥有较好的流量规模和竞争优势，公司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，预计未来公司 GMV 仍将保持中高速增长。我们看好公司品牌规模化生产下的存量竞争优势，持续打造合作产业链护城河优势，以及组织不断优化迭代的能力，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.78/0.95 元，对应公司 29 日收盘价 21.07 元，2020-2022 年 PE 分别为 34.54X/27.01X/ 22.18X 维持“买入”评级。

7.风险提示

1）国际经济环境衰退风险，国内宏观经济承压风险；

2）消费升级、促消费政策落地效果不及预期；

3）线上电商冲击、线下市场竞争加剧。

4）创新业态具有不确定性，短期内影响业绩；

5）国内疫情防控形势出现新变化，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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336