商业贸易

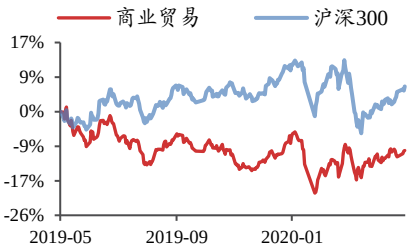
2020 年 05 月 10 日

泡泡玛特完成新一轮融资，小盲盒孕育大商机

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-零售行业 2019 年报&2020 年一季报综述：疫情对线下消费冲击显著，超市龙头逆势增长》-2020.5.8

《商贸零售行业周报-山姆、Costco 加码布局，付费会员制超市方兴未艾》-2020.5.3

《商贸零售行业周报-2020Q1 零售板块基金配置提升，龙头集中趋势明显》-2020.4.26

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

● **本周核心观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资，盲盒市场发展火爆**

根据财新报道，国内盲盒市场头部玩家泡泡玛特近日完成 Pre-IPO 轮融资，融资额超过 1 亿美元；5 月 8 日，公司全国首家全新体验店也在北京朝阳区试营业，盲盒行业发展风头正劲。简单来说，盲盒的核心商业模式就是对“不确定游戏”的完美复制，即通过强 IP 属性产品吸引消费者，以抽盲盒独特销售模式激发好奇心，并通过抓住消费者对收藏的喜好来提升复购率。根据头豹研究院数据，国内盲盒市场已超过 25 亿元，2014 年-2018 年 CAGR 达 15.6%。产业链来看，上游主要为 IP 供应商、模具提供方及产品生产商，其中盲盒企业能够持续与优质 IP 供应商合作也是其重要核心竞争力；IP 供应商主要包括原创设计师以及知名 IP，盲盒企业通常采用买断或分成的方式与其合作。中游环节参与者主要为盲盒企业，负责品牌运营及门店管理。下游主要包括消费者及各类潮玩二手交易平台等（如葩趣等）。目前国内盲盒市场主要玩家有泡泡玛特、52TOYS、IP 小站等，近三年来已有多家盲盒企业先后成功获得融资。盲盒行业的繁荣也让部分其他行业企业尝试盲盒模式，如自然堂在双十一推出 1 分钱抢盲盒活动、周大福也在其珠宝无人零售机中加入抽盲盒功能，盲盒模式带动了部分可选消费品类销售模式的创新。

● **行业关键词：潮玩零售、拼单小程序、五一消费、红人电商、二手电商等**

【潮玩零售】泡泡玛特融资超 1 亿美元，最快下个月启动赴港 IPO。

【拼单小程序】微信上线小鹅拼拼小程序，拓展拼单购物。

【五一消费】支付宝数据：五一小长假 29 个省份消费金额同比正增长。

【红人电商】微盟旗下盟眺成为首批快手品牌生态服务商。

【二手电商】转转与找靓机合并，二手电商市场加速整合。

● **板块行情回顾**

本周零售板块（商业贸易指数）报收 3259.91 点，上涨 1.86%，跑赢上证综指（本周上涨 1.23%）0.63 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 16 位。各细分板块中，专业连锁、珠宝首饰和贸易等板块本周表现靠前，年初至今仍属超市板块表现最好。个股方面，本周华致酒行（+14.9%）、南极电商（+10.7%）、王府井（+10.6%）等表现亮眼。

● **投资建议：继续推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线**

投资主线一：继续看好短期（业绩增长）和长期（对农贸市场替代确定性增强）逻辑兼备的超市板块，重点推荐生鲜供应链竞争优势突出的永辉超市、家家悦，以及兼具区域规模与品牌优势的便利店龙头红旗连锁。

投资主线二：关注受益疫情缓和、客流量回升和消费政策定向刺激的行业板块，如百货、专业连锁、化妆品等，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

目 录

1、 零售板块行情回顾 3
2、 零售观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资 5
2.1、 行业观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资，盲盒市场发展火爆 5
2.2、 投资建议：继续推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线 8
2.2.1、 永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情期间到家业务价值重估 9
2.2.2、 家家悦：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张 10
2.2.3、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，一季度业绩受疫情影响下滑，静待线下消费复苏 10
2.2.4、 红旗连锁：一季报业绩预告高增长，川蜀便利店龙头加速起航 11
3、 零售行业动态追踪 12
3.1、 行业关键词：潮玩零售、拼单小程序、五一消费、二手电商等 12
3.2、 公司公告：多家公司发布股份回购进展公告等 14
4、 风险提示 15

图表目录

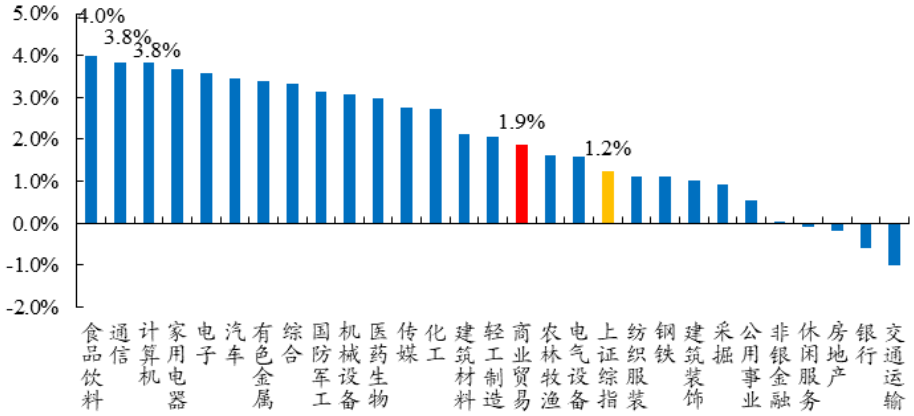
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 16 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数上涨 1.86% 3
图 3： 年初至今零售（商业贸易）指数上涨 0.59% 3
图 4： 本周专业连锁版块上涨 4.99% 4
图 5： 年初至今超市板块涨幅一枝独秀 4
图 6： 泡泡玛特全国首家全新体验店在北京试营业 5
图 7： 多家盲盒行业企业近年来先后完成多轮融资 5
图 8： 盲盒企业商业模式为提供“高产品价值+独特销售模式+多样化渠道” 6
图 9： 95 后“烧钱”爱好中，手办占比最大 6
图 10： 盲盒市场规模 2014-2018 年 CAGR 达到 15.6% 6
图 11： 盲盒产业链上游为 IP 供应商、产品生产商等，中游为盲盒企业，下游为消费者及二手交易平台等 7
图 12： 52TOYS 自行设计的 BEAST 系列大受欢迎 7
图 13： IP 小站与 Sonny Angel 联合设计主题机 7
图 14： 自然堂推出“开心 IN 盒”盲盒销售模式 8
图 15： 周大福的无人珠宝售卖机上线盲盒功能 8

表 1： 本周零售板块华致酒行、南极电商、王府井等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块*ST 中商、*ST 宏图、翠微股份跌幅较大 4
表 3： 重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和爱婴室 9
表 4： 本周重点推荐个股家家悦涨幅较大 12
表 5： 零售公司大事提醒：关注阿里巴巴、腾讯控股等多家公司财报 15
表 6： 零售行业大事提醒：关注 2020 中国便利店大会等 15

1、 零售板块行情回顾

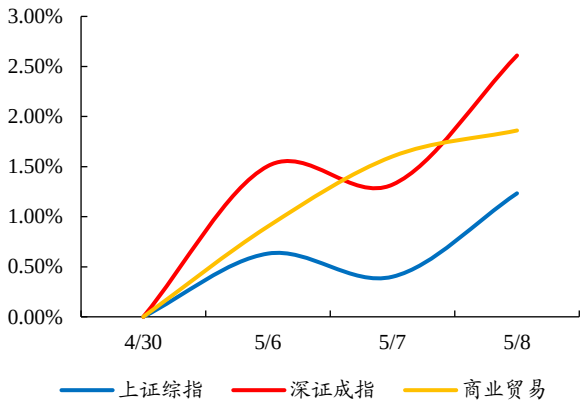
本周（5 月 6 日-5 月 8 日）A 股小幅上涨，零售板块上涨 1.86%。上证综指报收 2895.34 点，全周累计上涨 1.23%；深证成指报收 11001.58 点，上涨 2.61%；在全部 28 个一级行业中，共计 24 个行业上涨，涨幅表现排名前三位的分别为食品饮料、通信和计算机。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3259.91 点，周涨幅为 1.86%，在所有一级行业中位列第 16 位。2020 年年初至今，零售行业累计上涨 0.59%，表现强于大盘（年初至今上证综指累计下跌 5.07%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 16 位



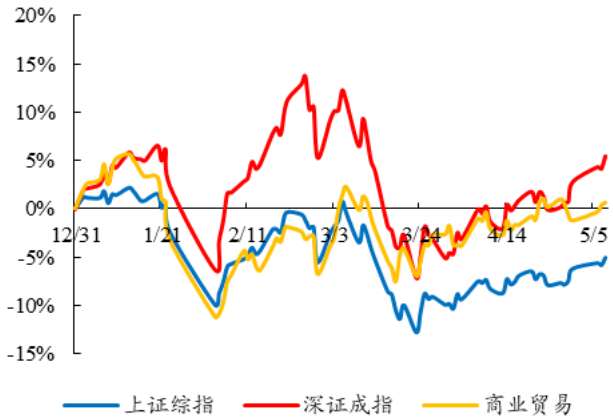
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数上涨 1.86%



数据来源：Wind、开源证券研究所

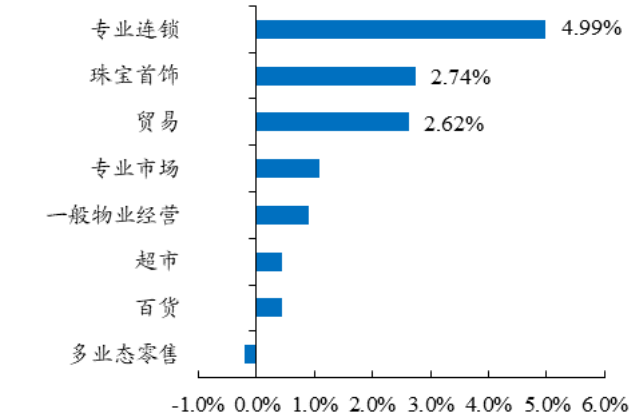
图3：年初至今零售（商业贸易）指数上涨 0.59%



数据来源：Wind、开源证券研究所

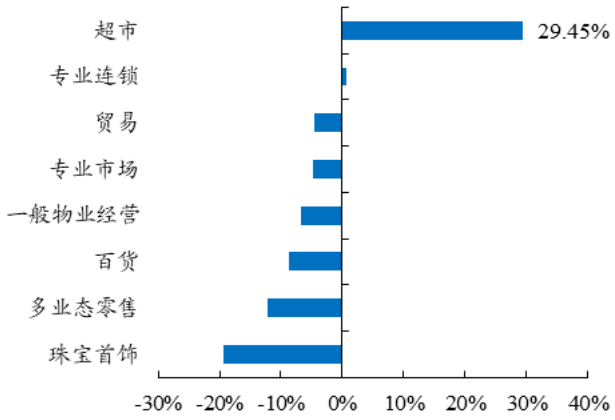
零售各细分板块中，专业连锁板块本周涨幅最大为 4.99%，年初至今超市板块表现最好。在零售板块各主要子行业（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个子行业）中，本周涨幅排名前三的子行业分别为专业连锁、珠宝首饰和贸易，涨幅分别为 4.99%、2.74%和 2.62%。2020 年全年来看，超市板块年初至今一枝独秀，累计涨幅为 29.45%。

图4：本周专业连锁版块上涨 4.99%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今超市板块涨幅一枝独秀



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周华致酒行、南极电商和王府井涨幅靠前。本周零售板块主要 86 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司和 B 股公司）中，合计有 49 家公司上涨、35 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位的公司分别是华致酒行、南极电商和王府井，涨幅分别为 14.9%、10.7%和 10.6%。本周跌幅靠前公司为*ST 中商、*ST 宏图、翠微股份等。

表1：本周零售板块华致酒行、南极电商、王府井等涨幅居前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	300755.SZ	华致酒行	27.89	14.9%	23.6%	23.1%	专业连锁
2	002127.SZ	南极电商	15.12	10.7%	7.6%	38.6%	专业连锁
3	600859.SH	王府井	14.37	10.6%	8.1%	2.7%	百货
4	603708.SH	家家悦	37.43	7.7%	1.7%	53.8%	超市
5	600870.SH	ST 厦华	2.82	6.0%	1.5%	-5.4%	贸易Ⅲ
6	600861.SH	北京城乡	11.66	5.8%	2.8%	37.0%	多业态零售
7	600821.SH	*ST 劝业	3.66	5.5%	1.9%	-20.3%	百货
8	601086.SH	国芳集团	4.80	4.6%	8.0%	-5.9%	百货
9	002091.SZ	江苏国泰	6.37	4.4%	7.5%	-7.3%	贸易Ⅲ
10	002264.SZ	新华都	4.68	3.8%	6.2%	-2.7%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/08）

表2：本周零售板块*ST 中商、*ST 宏图、翠微股份跌幅较大

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600280.SH	*ST 中商	1.52	-14.1%	0.6%	-45.3%	百货
2	600122.SH	*ST 宏图	1.11	-14.0%	6.1%	-58.1%	专业连锁
3	603123.SH	翠微股份	7.58	-10.7%	13.8%	11.0%	百货
4	600712.SH	南宁百货	4.80	-4.8%	17.1%	-50.4%	百货
5	002416.SZ	爱施德	7.55	-4.6%	10.2%	-0.8%	专业连锁

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/08）

2、 零售观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资

2.1、 行业观点：泡泡玛特完成新一轮 1 亿美元融资，盲盒市场发展火爆

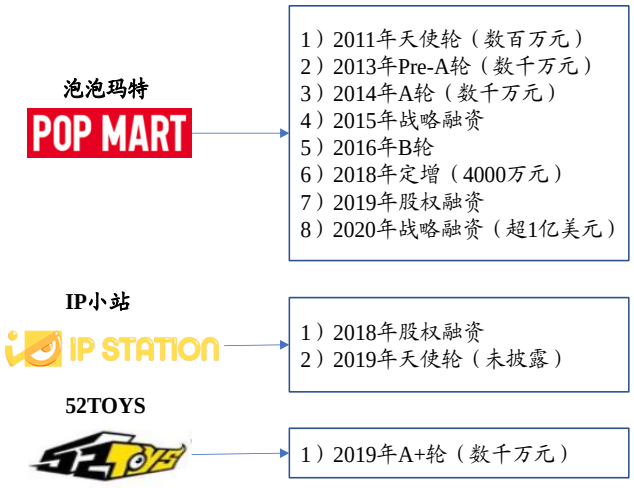
国内盲盒市场头部玩家泡泡玛特近日进行 Pre-IPO 轮融资。根据财新报道，盲盒市场头部玩家泡泡玛特（POP MART）正进行 Pre-IPO 轮融资，拟赴港上市。本轮融资由正心谷资本领投，融资额超过 1 亿美元。5 月 8 日，公司全国首家全新体验店也在北京朝阳区试营业。近两年来，国内盲盒行业快速发展，资本市场也展现出浓厚兴趣，泡泡玛特、52TOYS、IP 小站等行业头部企业相继完成多轮融资。

图6：泡泡玛特全国首家全新体验店在北京试营业



资料来源：新浪财经

图7：多家盲盒行业企业近年来先后完成多轮融资



资料来源：天眼查、开源证券研究所

盲盒产品主要通过“高产品价值+独特销售模式+多样化渠道”吸引到大量粉丝。1）产品价值方面：相比于普通玩具饰品，盲盒产品 IP 属性和收藏属性更强，提升了产品价值。盲盒产品的 IP 属性可分为设计师原创 IP、卡通形象 IP 以及衍生 IP 三类，其中能够持续识别并签约优质设计师原创 IP 也是盲盒企业的核心竞争力之一。如 2016 年泡泡玛特与知名设计师原创 IP “Molly” 开展合作并推出第一款系列产品后，至 2018 年 Molly 销量已突破 500 万个，成为盲盒行业最具代表性的设计师 IP。收藏属性方面，根据头豹研究院数据，多数盲盒系列含“12 款基本款+一定数量隐藏款”，部分真正喜欢某系列的粉丝往往会坚持收集完整个系列的产品。**2）销售模式方面**：盲盒企业主要采用“抽盲盒”的方式，即将产品采用非透明包装，因此消费者购买时只能选择系列而不能选择款式。此外盲盒企业还将基本款与隐藏款做了严格的区分，通过“物以稀为贵”来保证产品较强的收藏属性。部分经济实力强的粉丝可以直接购买全套基本款盲盒（价格会显著高于抽盲盒），但购买全套也未必包含隐藏款。根据头豹研究院数据，隐藏款的抽中概率通常仅为 1-3%。**3）渠道方面：**通常盲盒企业在线下及线上均有布局。线下方面，盲盒企业通常同时布局“门店+无人零售机”：无人零售机安置位置主要在商场、影院门口等人流较大位置，可满足消费者冲动消费的需求，而门店则向消费者提供了展示产品的窗口，提升了企业的品牌力。线上方面，由于盲盒的主力消费者为“Z 世代”（通常指 1995-2009 年出生的人群），部分盲盒企业也会同时布局天猫、微信小程序及 APP 等渠道。此外若消费者抽盲盒时抽到重复款，后续还可以通过“葩趣”等专业潮玩社交平台进行重复产品交易，从而降低了消费者抽盲盒抽到重复产品带来的心理压力。

图8：盲盒企业商业模式为提供“高产品价值+独特销售模式+多样化渠道”



资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

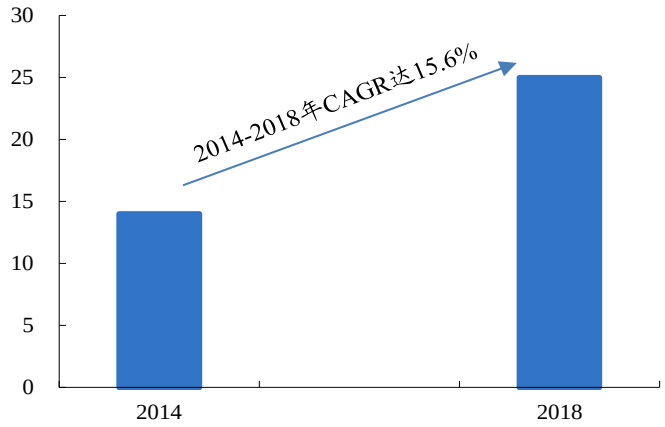
从需求端来看，手办已经成为 95 后消费需求的重要部分，盲盒是其中重要细分品类。根据天猫发布的数据，2019 年在盲盒上花费超过 2 万元的玩家已经超过 20 万人，其中 95 后占了大多数。据泡泡玛特 CMO 果小透露，泡泡玛特 58%的用户年龄在 30 岁以下，其中“Z 世代”占比为 32%，也印证了盲盒玩家的平均年龄较为年轻。根据头豹研究院数据，2014-2018 年中国盲盒市场规模由 14 亿元快速增长至 25 亿元，4 年 CAGR 达 16%。未来随着盲盒企业 IP 系列化、营销手段多元化、用户客群年轻化，叠加消费者对于盲盒产品的高复购率（泡泡玛特的天猫/微信小程序复购率分别达到 50%/80%），盲盒市场有望持续增长。

图9：95 后“烧钱”爱好中，手办占比最大



资料来源：天猫

图10：盲盒市场规模 2014-2018 年 CAGR 达到 15.6%



数据来源：头豹研究院、开源证券研究所

盲盒产业链可分为上游（IP 供应商、产品生产商等）、中游（盲盒企业）和下游（消费者及二手交易平台等）。1）上游环节主要包括三个部分：IP 供应商、模具提供方以及产品生产商。IP 供应商主要包括原创设计师（如漫画家等）以及知名 IP（如知名电影、动漫、游戏等），盲盒企业通常采用买断或分成方式与其合作。模具提供方通常为盲盒企业自身，主要为 3D 建模以及注塑模具设计。生产方通常为工厂，根据头豹研究院数据，盲盒出厂价平均为 15 元左右。2）中游环节为盲盒企业，主要负责品牌运营以及门店管理。3）下游环节主要包括消费者以及各类潮玩二手交易平台（如葩趣等）。

图11：盲盒产业链上游为 IP 供应商、产品生产商等，中游为盲盒企业，下游为消费者及二手交易平台等



资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

目前国内盲盒市场主要玩家有泡泡玛特、52TOYS、IP 小站等。1）泡泡玛特是国内盲盒市场领军者之一，主要布局艺术家挖掘、深耕 IP 孵化运营、消费者触达（门店）和潮玩文化推广四大方面。其 Molly、毕奇等系列深受消费者好评，2018 年天猫双十一销量达 2786 万，为天猫模玩类目第一名，至 2019 年其机器人商店已突破 800 台。2）52TOYS 是国内知名 IP 衍生品品牌，两大主线业务分别为向 B 端客户提供衍生品解决方案以及通过获取 IP 或自行设计来开发特色盲盒产品。3）IP 小站也是国内知名 IP 及衍生品推广平台，具备较强的 IP 主题开发能力，例如与 Sonny Angel 联合设计主题机、与国产 IP 阿狸等合作开发有特色的盲盒。

图12：52TOYS 自行设计的 BEAST 系列大受欢迎



资料来源：52TOYS 官网

图13：IP 小站与 Sonny Angel 联合设计主题机



资料来源：中国日报网

随着盲盒模式风起，诸多其他行业的品牌商也在积极尝试盲盒销售模式。化妆品品牌自然堂在双十一也尝试盲盒模式，其“开心 IN 盒”中随机放入了一件自然堂产品；珠宝品牌周大福也推出了带有盲盒功能的无人珠宝售卖机，消费者可以通过随机抽取方式选购黄金饰品。近年已有越来越多的品牌开始尝试盲盒销售模式，盲盒行业的高景气度也带动了如化妆品、黄金珠宝等可选消费品类销售模式的创新。

图14：自然堂推出“开心 IN 盒”盲盒销售模式



资料来源：自然堂旗舰店

图15：周大福的无人珠宝售卖机上线盲盒功能



资料来源：中诺珠宝招商网

2.2、 投资建议：继续推荐超市板块，关注“线下消费复苏”主线

投资主线 1：继续重点推荐供应链竞争优势突出的生鲜超市龙头永辉超市、家家悦，以及门店快速扩张、品类结构优化的川蜀便利店龙头红旗连锁。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、步步高等作为研究样本，2020Q1 超市板块营收同比+19%、扣非归母净利润+11%，成为疫情中少数的受益板块。我们认为，主营必选消费品类的超市业态短期经营业绩具备较强确定性；长期内，行业内食品质量、卫生标准的提高将推动超市对农贸市场替代的确定性进一步强化。本次疫情对生鲜等必选消费品的需求影响有限，但受封城封路影响，生鲜供应端受到较大冲击。拥有强势生鲜供应链的龙头超市在商品供应上更有保障，疫情中社会价值及投资价值凸显，重点推荐生鲜超市龙头永辉超市、家家悦。同时关注消费升级与社会人口结构变迁共同推动的便利店行业成长机会，看好兼具区域规模与品牌优势的便利店龙头，重点推荐红旗连锁。

投资主线 2：疫情缓和、复工复产叠加消费券等政策刺激，线下消费复苏有望成为下一阶段主旋律，建议关注化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等。重大疫情期间，受居民减少外出等因素影响，主营可选消费品的百货板块以及专柜多开设在百货购物中心中的化妆品公司受到一定冲击影响。随着疫情逐步缓和及相关出行限制逐步解除，部分前期受疫情影响而关闭的百货商场已基本恢复开店，客流量也逐步迎来反弹，有望带来相关公司的经营业绩回暖。此外，近期国内多地、多企业先后发布一系列消费券政策，考虑到消费券具备见效快、定位准、乘数高等特点，短期内有望显著提振居民消费意愿和信心。而根据南京中央商场数据，本次南京市秦淮区发放消费券总盘中，流向化妆品品类占比达到 74%，可见消费券对特定行业的定向刺激作用明显；根据近日公布社零数据，化妆品 3 月零售额同比下滑 11.6%，在所有可选消费品类中相对抗跌。线下消费复苏有望成为下一阶段主旋律，建议关注化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等。

表3：重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和爱婴室

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
601933.SH	永辉超市	超市	公司 2020 年一季度收入利润实现高增长。 生鲜等必选消费需求韧性叠加 CPI 因素推动公司一季度同店销售高增长；未来，门店扩张与经营提效并举、叠加到家业务布局，公司核心竞争力有望持续增强。
603708.SH	家家悦	超市	公司 2020 年一季报收入利润实现高增长。 疫情期间必选消费需求韧性叠加 CPI 因素共同推动公司一季度同店销售高增长；未来，在强势供应链赋能下，公司加速省内外门店扩张和并购标的高效整合，有望进一步打开成长空间。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	公司 2020 年一季度业绩受疫情影响有所下滑。 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，疫情造成短期业绩波动无碍长期核心竞争力；疫情过后，随着门店恢复开业、客流量回升，线下消费复苏有望推动公司经营业绩快速回暖。
002697.SZ	红旗连锁	超市	公司 2020 年一季报收入利润实现高增长。 消费升级与社会人口结构变迁驱动小业态超市（便利店）进入快速发展期。 公司在川内品牌和规模优势显著，通过经营品类结构优化带动毛利率持续提升，随着前期并购整合基本完成，重启加速扩店后有望进一步打开成长空间。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、 永辉超市：生鲜供应链优势显著，疫情期间到家业务价值重估

以生鲜为特色的全国超市龙头，受疫情催化业绩估值有望迎来双击。公司深耕生鲜运营近 20 年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来，公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成全国布局，规模优势也开始显现。而在传统卖场主业之外，面对社区生鲜等新兴业态竞争挑战，公司以永辉 mini 业态下沉社区并承载到家业务开展，精准卡位社区零售赛道，将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。

一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速。2020 年 4 月 29 日公司发布年报、一季报，2019 年实现营收 848.8 亿元(+20.36%)，归母净利润 15.6 亿元(+5.63%)，扣非净利润 10.6 亿元（+18.34%）；2020Q1 实现营收 292.6 亿元(+31.57%)，归母净利润 15.7 亿元(+39.47%)，疫情背景下实现高增长。2019 年公司核心主业增长稳健：两年期可比店销售同比增长 2.8%，卖场业务经营利润同比增长近 20%。2020 年一季度，疫情期间公司生鲜经营优势凸显，叠加 CPI 维持高位因素，驱动公司 Q1 同店销售实现双位数增长。盈利能力方面，Q1 公司综合毛利率为 22.84%（+0.13pct），在疫情期间低毛利生鲜销售占比提升情况下仍实现小幅提升，体现出优秀成本控制能力。费用方面，公司 Q1 销售/管理/财务费用率分别 14.4%/2.0%/0.3%，同比分别+0.2/-0.2/0pct，整体保持稳定。

展店加速进一步完善全国化布局，到家业务占比持续提升。2019 年公司新增大卖场/mini 店 205 家/529 家，2020Q1 新开大卖场/mini 店 16 家/7 家，计划全年新开大卖场店 130 家；省区拓展方面，湖北签约 11 家、云南签约 8 家，并新增甘肃、山东、青海、内蒙古 4 个省项目签约，全国化布局进一步完善。公司持续推进全渠道运营平台建设，2019 全年/2020Q1 线上到家业务分别实现销售额 35 亿元/21 亿元，占比 4.4%（+2pct）/7.3%；截至 2020 年 3 月份永辉生活 APP 占到家业务比重已提升至 57%。2020 年，公司计划实现线上百亿销售规模，新增千万级 APP 注册用户，推动综合竞争力进一步增强。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日报告**《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》**和 2020 年 4 月 29 日信息更新报告**《永辉超市（601933.SH）：一季度高增长，门店全国扩张与到家业务布局加速》**

2.2.2、 家家悦：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张

胶东地区生鲜超市龙头，省内外加速整合扩张。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过 80%）、完善的物流仓储基地布局和中央厨房等规模化生产中心运作，在供应链等生鲜经营全方面建立了牢固竞争壁垒。公司深耕胶东市场，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制也保障了新店的高效运营。此外，公司通过并购方式加速省外扩张，已陆续进入河北、安徽市场，开启全国化布局。我们看到青岛维客等公司前期并购标的在整合后业绩已有明显改善（2019 年净利润 0.17 亿元，2018 年仅有 0.02 亿元）。未来，在公司强势供应链赋能及经营管理提效帮助下，河北家家悦（2019 年亏损 0.3 亿元）、山东华润万家等均有望复制青岛维客经验，为公司带来业绩弹性。

一季度大卖场/超市业态收入增速亮眼，疫情之下公司竞争力凸显。4 月 21 日晚公司发布 2020 年一季报：2020 年一季度实现营收 52.87 亿元(+38.96%)，归母净利润 1.76 亿元(+24.86%)，扣非净利润 1.73 亿元（+30.97%）；经营性现金流净额 7.38 亿元（+81.82%），整体业绩表现略超预期。分区域看，一季度公司在山东省内/省外收入增速分别+33.74%/+402.83%（受部分省外并购标的并表影响），毛利率分别为 19.69%（+1.71pct）/16.07%（+1.56pct），经营效率明显提升。分业态来看，一季度大卖场/超市/百货/其他业态收入增速分别为+52.49%/+39.13%/-39.95%/+43.25%，除百货受客流下滑影响较大外，卖场、超市等业态均实现较高增长，主要原因在于，疫情期间生鲜等必选消费需求具有韧性，公司强大供应链能力有效保障了商品供应，叠加 CPI 维持相对高位，共同推动卖场、超市同店销售高增长。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费用率分别为 14.6%/2.3%/-0.1%，同比分别-0.39pct/+0.38pct/-0.18pct，整体稳定。

详见开源零售 2020 年 1 月 19 日报告**《家家悦（603708.SH）：胶东生鲜超市龙头，内生外延扩张推进全国化布局》和** 2020 年 4 月 21 日信息更新报告**《家家悦（603708.SH）：一季报收入高增长，省内外加速整合扩张》等**。

2.2.3、 爱婴室：母婴连锁零售龙头，一季度业绩受疫情影响下滑，静待线下消费复苏

深耕线下零售的母婴消费专家，内外兼修稳步成长。公司深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户服务体验方面已树立品牌和口碑：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。上市以来，公司一方面内练经营提效，通过供应链和商品结构优化（自有品牌发展），毛利率已持续提升至 31.2%；另一方面也外展门店宏图，2019 年全年新开店 73 家、年末门店总数达到 297 家，并在华东大本营之外首次扩军西南重庆与华南深圳市场，全国性布局跃然纸上。在巩固线下零售优势基础上，公司重点发展电商渠道、建设自有品牌，优化会员营销（至年末会员数达到 385 万人，活跃会员销售占比达 87%）打造母婴生态圈。在母婴消费品牌化升级大潮下，公司有望持续受益。

一季度疫情影响门店来客数，刚性费用支出拖累业绩下滑。4 月 22 日晚公司发布一季报：2020 年一季度实现营收 5.19 亿元(-4.81%)，归母净利润 883 万元(-50.29%)。具体分渠道来看，一季度门店销售实现收入 4.52 亿元（-9.2%），明显下滑；电商收

入 0.29 亿元（+113.5%），前期 APP、到家等线上布局收到成效。分产品来看，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 2.71/0.39/1.22 亿元，同比+3.5%/-1.7%/-12.9%，表现相对稳健；但偏可选消费属性的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构优化和品牌渠道力增强，几大核心商品毛利率均保持上升，带动公司整体毛利率继续提升至 27.6%（+1.2pct）。但费用方面由于店租人工等费用相对刚性，造成公司销售费用率（23.7%，+3.8pct）、管理费用率（3.3%，+0.9pct）明显上升，拖累了净利率。

母婴消费需求韧性较强，静待疫情消退客流回归。前期“新冠病毒肺炎”疫情对公司客观上带来了关店等影响，但核心母婴快消类产品（奶粉、纸尿裤等）作为消费者刚需存在较强韧性，会通过街边门店、线上 APP、“到家”配送等渠道满足。面对疫情公司积极应对，近两年大力推进的线上业务布局发挥重要作用：“企业微信”、门店配送“到家业务”和爱婴室 APP 订单接收转化共同带动公司在奶粉等核心品类保持销售增长。随着疫情趋向缓和，公司部分前期关闭门店已基本全部恢复开店，随着客流量逐步回升，有望带来销售回暖。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告**《爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》**和 2020 年 4 月 22 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：一季度业绩受疫情影响下滑，静待线下消费复苏》**等。

2.2.4、 红旗连锁：一季报业绩预告高增长，川蜀便利店龙头加速起航

川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间。公司深耕便利店业务近二十年，依托网点密集布局形成的规模优势、高效供应链配送体系以及成熟门店运营管理能力，在经营上筑就了深厚壁垒。近年来，公司并通过收购 9010、入股吉百兴引入高毛利率的堂食、快餐业务，同时大力发展进口商品业务，推动品类结构不断优化；另一方面，公司通过优化完善红旗云大数据平台，提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本。2019 年，公司毛利率已稳健提升至 30.9%（同比+1.50pct），降本增效成绩显著。此外公司通过自建+并购快速扩张，2019 年公司累计新开/净开店 309/253 家、年末门店总数达到 3070 家，2015 年至今先后完成红艳超市、互惠超市和 9010 等收购整合，区域龙头地位稳固。本次疫情对行业内部分中小企业带来财务和经营压力，客观上也将带来新的并购整合机会，随着公司前期并购整合基本完成，重启加速扩店后，有望进一步打开成长空间。

公司一季报超预期，业绩延续高增长。4 月 26 日晚，公司发布一季报：2020Q1 实现营收 23.45 亿元(+23.96%)，归母净利润 1.43 亿元(+80.70%)；扣除新网银行投资收益后主业利润 0.99 亿元（+89%），业绩高增长。公司在疫情期间坚持所有门店不关门、不断货、不涨价，充分保障民生商品供应，社会价值凸显同时，口碑及品牌认知度进一步提升，Q1 营收高增长背后预计同店实现高增长。Q1 公司综合毛利率为 29.67%（同比-0.21pct），预计主要为疫情期间低毛利生鲜品类销售占比提升所致。费用方面，一季度公司销售/管理/财务费用率分别为 23.0%/1.4%/0.2%，同比分别-1.4pct/-0.2pct/0pct，整体费用控制有所改善。

公司门店重启加速扩张，品类优化、供应链建设多措并举，竞争力继续增强。近年来，公司通过自建+并购方式快速扩张，随着前期并购整合完成，2019 年起（净开 253 家）门店拓展速度明显提高。根据公司官网，目前（截至 4 月 26 日）公司共有 3122 家门店，年初至今净增门店 52 家，疫情背景下仍实现快速展店。同时，疫情中部分中小可选消费业态经营承压，也将为公司在并购整合与选址优化方面提供更多运作

空间。此外，公司在门店中持续引入高毛利熟食、快餐、进口食品等品类，经营品类结构持续优化；通过红旗云大数据平台提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本，未来毛利率有望进一步提升。

详见开源零售 2020 年 2 月 28 日报告**《红旗连锁（002697.SZ）：川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间》** 和 2020 年 4 月 27 日信息更新公告**《红旗连锁（002697.SZ）：一季报业绩实现高增长，展店速度继续提升》**等。

表4：本周重点推荐个股家家悦涨幅较大

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	周涨幅（%）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	9.99	-1.67%	0.27	0.34	0.43	38	29	23
603708.SH	家家悦	买入	37.43	7.74%	0.91	1.07	1.25	41	35	30
603214.SH	爱婴室	买入	29.22	3.18%	1.25	1.57	1.96	23	19	15
002697.SZ	红旗连锁	买入	10.20	3.24%	0.48	0.56	0.64	21	18	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/08）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：潮玩零售、拼单小程序、五一消费、二手电商等

【超市】13 大超市一季度新开 73 家店，开店数量明显下滑

5 月 5 日，据联商网零售研究中心不完全统计，13 家超市企业 2020 年一季度至少新开 73 家门店。其中，华润万家领先，一季度开设 31 家门店；永辉超市位列第二，新开 16 家超市门店；步步高、新华百货并列第三位，各新开门店 7 家；其余 9 家超市企业一季度新开店数量均不足 10 家。受疫情影响，超市企业的拓店计划多被后延，一季度开店数量同比去年下滑明显。（来源：联商网）

【潮玩零售】泡泡玛特融资超 1 亿美元，最快下个月启动赴港 IPO

5 月 5 日，潮流百货零售品牌泡泡玛特（POP MART）日前完成最新一轮超过 1 亿美元融资。完成本轮融资后，泡泡玛特最快于下个月就将向港交所递表申请上市。公司成立于 2010 年，主营创意家居、潮流箱包、礼品玩具、时尚饰品、文具等产品，集设计、采购、销售于一体。（来源：36 氪）

【拼单小程序】微信上线小鹅拼拼小程序，拓展拼单购物

5 月 6 日，微信推出了一款名为“小鹅拼拼”的小程序和公众号，主推拼单购物服务。小鹅拼拼购物模式类似拼多多，小程序由深圳市腾讯计算机系统有限公司开发，平台商品由商家提供，售前、售后等服务亦由用户所选购的商家独立提供，腾讯不参与第三方服务的运营等任何活动。腾讯欲通过社交为切入口，从拼单购物再度进军电商领域。（来源：亿邦动力网）

【五一消费】支付宝数据：五一小长假 29 个省份消费金额同比增长

5 月 6 日，支付宝公布的数据显示：五一长假全国 29 个省份消费录得同比增长，内

蒙、新疆、青海同比增长超 60%。消费券对西部、东北等地区的增长带动力尤其显著，在全国省会和直辖市中，乌鲁木齐、长春、西宁同比增速位居前三，增速最高的十个城市中有七个发放了支付宝消费券。此外，相比去年五一周，夜经济活跃度已经恢复 90%，消费金额更增长了两成。（来源：亿邦动力网）

【在线直播】艾媒咨询发布《2020Q1 中国在线直播行业专题研究报告》

5 月 6 日，艾媒咨询发布《2020Q1 中国在线直播行业专题研究报告》，数据显示：2019 年中国在线直播行业用户规模数达 5.04 亿人，用户群体庞大。预计 2020 年在线直播行业用户规模将达 5.26 亿人。85 后、90 后用户成主流，资讯新闻成为疫情期间用户的重点关注内容，超六成直播用户偏好新闻资讯类直播。（来源：艾媒）

【休闲零食】a1 零食研究所获近 2 亿元 B+轮融资

5 月 6 日，零食品牌 a1 零食研究所近日获得近 2 亿元 B+轮融资，由中金文化消费基金领投，此次融资资金将主要用于产品及研发、门店拓展及会员制建设、品牌升级。a1 零食研究所成立于 2016 年，是一家以移动电商渠道销售为主的互联网+类型食品企业，后转型启动原创自有品牌“A1”，渠道迅速发展成线下微分销+线上移动电商结合的模式，并建立了自己独特的 B2C 微信商城。（来源：36 氪）

【二手电商】转转与找靓机合并，二手电商市场加速整合

5 月 6 日，转转宣布战略合并二手手机 B2C 交易平台找靓机，合并后转转集团估值将达到 18 亿美元。据网经社统计，2018 年我国二手闲置市场规模已超过 7000 亿元，2014-2018 年复合增速达到 40%以上，预计到 2020 年，国内二手市场将达到万亿规模。（来源：亿欧网）

【电商购物节】京东“双品网购节”战报：五一线上成交额同比增长近 50%

5 月 7 日，京东发布“双品网购节”半程战报显示，五一期间，京东平台的线上消费成交额比 2019 年同期增长接近 50%，家电、湖北特产、出口转内销成为关键词。（来源：亿邦动力网）

【海外百货】日本五大百货 4 月业绩猛跌，三越伊势丹骤降超 90%

5 月 7 日，日本五大百货 4 月业绩猛跌，三越伊势丹同店销售额下跌 90.8%，大丸松坂屋百货下跌 78.1%，阪急阪神百货下跌 76.5%，高岛屋下跌 75.8%，崇光西武下跌 71.4%。（来源：赢商网）

【五一数据】商务部：“五一”假期全国实物商品网络零售额同比增长 36.3%

5 月 8 日，商务部副部长王炳南表示，疫情催生壮大了生鲜电商、在线教育、远程医疗等线上新型消费，“五一”假期线上消费热度不减，销售进一步加快。全国实物商品网络零售额同比增长 36.3%，一些大型电商同比超过 40%，“双品网购节”实现销售额超过 580 亿元。（来源：第一财经）

【便利店】苏宁小店首家加盟店在南京开业

5 月 8 日，全国第一家苏宁小店加盟店在南京聚宝山庄小区正式开业。该店属于社区型门店，面积刚过百平米，除常规超市类商品售卖外，还内置了苏宁菜场、快递代收发、彩票等增值服务功能。对入驻加盟商，苏宁小店将提供完整的大快消供应链，提升商品丰富度。苏宁小店可依托苏宁体系，实现线下门店为线上业务引流、线上高频

订单反哺线下门店的双向流量。目前，苏宁小店尚未对外正式公布开放加盟。（来源：联商网）

【红人电商服务】微盟旗下盟眺成为首批快手品牌生态服务商

5 月 8 日，微盟旗下红人电商服务平台盟眺已与快手正式签约，成为首批快手品牌生态服务商。双方合作内容主要包括三方面：首先是为品牌运营赋能，包括但不限于账户运营、内容制作等；其次是面向快手平台内已入驻的品牌账号，提供短视频、直播等运营培训；第三是拓展新品牌官方入驻快手平台。目前，盟眺已建立涉及艺人明星、餐饮吃播等领域的红人库，覆盖粉丝量达 3 亿，拥有苏州、无锡等 10 大直播基地。（来源：亿邦动力网）

3.2、 公司公告：多家公司发布股份回购进展公告等

苏宁易购：关于回购公司股份的进展公告

根据公司 5 月 5 日公告：截至 2020 年 4 月 30 日公司累计回购股份数量 3987.47 万股，占公司总股本的 0.43%，最高成交价为 10.79 元/股，最低成交价为 8.26 元/股，支付的总金额约 3.98 亿元。

珀莱雅： 2019 年年度权益分派实施公告

根据公司 5 月 6 日公告：本次利润分配以方案实施前的公司总股本 2.01 亿股为基数，每股派发现金红利 0.59 元（含税），共计派发现金红利 1.19 亿元。

步步高：关于股份回购进展情况的公告

根据公司 5 月 6 日公告：公司拟使用自有资金回购公司部分股份，本次回购的资金总额不超过人民币 3 亿元（含）且不低于人民币 1.5 亿元（含）。回购价格不超过人民币 13.56 元/股。按回购金额上限人民币 3 亿元、回购价格上限 13.56 元/股测算，预计可回购股数约 2212.39 万股，约占公司总股本的 2.56%。

新华都：关于控股股东股份解除质押的公告

根据公司 5 月 6 日公告：公司于近日收到控股股东新华都集团函告，获悉新华都集团所持有的公司股份已解除质押，本次解除质押股份数量 1.95 亿股，占其所持股份比例 100%，占公司总股本比例 28.49%。

苏美达：非公开发行限售股上市流通公告

根据公司 5 月 7 日公告：此次限售股上市流通数量约 3.04 亿股，占公司总股本比例为 23.23%，上市流通日期为 2020 年 5 月 14 日。

天音控股：关于公司持股 5%以上股东部分股份质押的公告

根据公司 5 月 7 日公告：公司股东中国华建投资控股有限公司所持有公司部分股份已在中国证券登记结算有限责任公司办理质押手续，质押 1218 万股，占公司总股本比例 1.18%。。

表5：零售公司大事提醒：关注阿里巴巴、腾讯控股等多家公司财报

日期	公司名称	重大事项
5 月 11 日	阿里巴巴	年报预计披露日期
5 月 11 日	腾讯控股	一季报预计披露日期
5 月 11 日	汇嘉时代	业绩发布会
5 月 13 日	宝尊电商	年报预计披露日期
5 月 13 日	欧亚集团	业绩发布会
5 月 14 日	莱绅通灵	业绩发布会
5 月 15 日	腾讯控股	分红
5 月 15 日	京东	一季报预计披露日期
5 月 15 日	汇鸿集团	业绩发布会
5 月 18 日	高鑫零售	分红

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注 2020 中国便利店大会等

日期	主题	重大事项
5 月 19 日	便利店	2020 中国便利店大会
5 月 21 日	电商	2020 社交短视频与直播电商中国峰会
5 月 26 日	营销	iDigital 数字营销品牌广告主峰会 2020
6 月 10 日	购物中心	2020 中国购物中心与连锁品牌发展峰会
6 月 10 日	新零售	2020 第五届中国新零售与数字化创新峰会（上海）
6 月 16 日	新零售	2020 亚洲美业社交新零售大会
6 月 19 日	跨境电商	2020CCEE（深圳）雨果网跨境电商选品大会暨采购节
7 月 1 日	供应链	2020 第四届全球零售+消费品供应链中国年会
7 月 2 日	网红品牌	2020 第二届国际网红品牌博览会

资料来源：亿邦动力网、活动家、开源证券研究所

4、 风险提示

社零消费与宏观经济密切相关，若经济增速持续放缓，零售板块整体也将承压；

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	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	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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835