

商业贸易

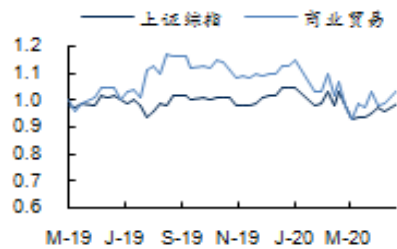
2020 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2020 年 07 月 05 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

迎接强内需时代，紧抓国货崛起及渠道创新机遇

相关研究报告:

- 《商贸零售 6 月投资策略: 电商促销加速消费回暖, 积极关注可选复苏》——2020-06-07
- 《电商产业系列跟踪一: 最强促销季火爆开启, 品牌的回血之战与平台的获客之战》——2020-06-02
- 《化妆品行业系列之七: 景气度之外, 如何抢占格局重塑先机》——2020-05-19
- 《商贸零售行业-财报总结暨 5 月投资策略-必选及电商表现相对突出, 可选消费复苏可期》——2020-05-11
- 《海外化妆品企业运营观察之二: 欧莱雅 Q1 中国区销售表现坚韧, 数字化布局成效突出》——2020-04-19

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 冯思捷

电话: 15219481534
E-MAIL: fengsijie@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040002

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

● 上半年回顾: 疫情影响基本面, 分化与复苏并行

受新冠疫情影响, 1-5 月社零零售总额下降 13.5%。其中必选消费品韧性较强整体仍有增长, 可选承压且品类分化明显, 此外电商表现突出增长 11.5%。行业特征中产品力升级以及年轻客群偏好变化下国货迎来崛起契机, 同时渠道端线上化趋势加速, 疫情催化直播等新业态成为新常态。

● 化妆品: 景气度依旧高位, 国货品牌加速成长

行业上半年虽受疫情影响但复苏迅速, 5 月社零重回双位数增长, 线上化助力景气度持续向好, 低线及年轻化趋势下未来空间依旧广阔。国货龙头有望在产品升级、营销提效、渠道优化上抢占先机, 实现快速成长。

● 生鲜商超: 疫情突显刚需优势, 未来仍看异地扩张

重点超市企业 1-4 月累计增长 0.6%, 好于零售整体水平。由于经营必选消费品为主, 基本面短期受外界不确定因素影响较小, 长期成长来自异地扩张持续推进, 其中龙头公司在强大供应链实力支撑下有望稳步发展。

● 黄金珠宝: 疫情影响明显, 下半年需求有望释放

行业前期受疫情影响较为明显, 但在下半年作为珠宝销售基本盘的婚庆需求有望得到释放; 同时金价持续上涨也将为企业业绩带来支撑, 此外, 高性价比个性化产品推出配合直播电商模式有望打开珠宝消费新空间。

● 地方百货: 基本面稳步回升, 免税主题提振板块估值

重点百货企业 1-4 月下月下滑 29.8%, 但随着复工复产的推进客流已逐步回暖。同时, 随着市内免税政策的逐步放开, 背靠地方国资的百货企业有望通过积极争取相应运营资质, 共同分享和做大免税市场蛋糕。

● 投资建议: 拥抱强内需时代, 把握三条主线

在当前国际形势不明朗, 国内大环境承压背景下, 内需消费市场的激活将是未来几年社会经济发展的重要方向。建议把握三条主线: 1) 新刚需崛起: 年轻客群中个性化悦己型消费需求不断提升, 如化妆品, 潮玩等, 这类消费品件单价低, 购买频次高, 具备较强社交粘性, 建议关注珀莱雅、上海家化、丸美股份等; 2) 传统刚需稳健: 包括销售必需品的超市板块, 母婴和婚庆两大刚需占比较高的母婴连锁和黄金珠宝板块, 受外界因素影响相对有限, 且龙头公司有望受益疫情后行业洗牌, 建议关注家家悦、周大生、爱婴室等; 3) 新渠道激活: 政府企业未来进一步加大消费刺激力度预期仍在强化, 而电商及免税是最为行之有效的渠道方式, 代运营商以及地方百货将分别有望受益, 建议关注网创、王府井等。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	172.10	34,638.49	2.50	3.39	68.95	50.72
600315	上海家化	买入	45.44	30,501.53	0.81	0.99	56.32	45.79
002867	周大生	买入	23.99	17,534.42	1.44	1.67	16.68	14.39
603708	家家悦	买入	44.29	26,946.04	0.99	1.17	44.76	37.95
603214	爱婴室	增持	31.14	4,449.36	1.21	1.71	25.64	18.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

在当前国际形势不明朗，国内大环境承压的背景下，内需消费市场的激活将是未来几年的社会经济发展重要方向。建议把握三条主线：**1) 新刚需崛起**：年轻客群中个性化悦己型消费需求不断提升，包括化妆品、潮玩等，这类消费品件单价低，购买频次高，具备较强社交粘性，建议关注**珀莱雅、上海家化、丸美股份**等；**2) 传统刚需稳健**：包括销售必需品的超市板块，母婴和婚庆两大刚需占比较高的母婴连锁和黄金珠宝板块，受外界因素影响相对较小，且龙头公司有望受益疫情后行业洗牌，建议关注**家家悦、周大生、爱婴室**等；**3) 新渠道激活**：政府企业未来进一步加大消费刺激力度预期仍在强化，而电商及免税是最为行之有效的渠道方式，代运营商以及地方百货将分别有望受益，建议关注**壹网壹创、王府井**等。

核心假设或逻辑

1、新刚需崛起：国内经济发展进入新常态时期，居民可支配收入增速放缓，并且在医疗教育房产等压力下，居民负债比例攀升，大件可选消费支出能力不可避免在下滑，但同时经过改革开放四十年的物质消费熏陶下，居民消费习惯又已经过度到了品质化、个性化阶段，因此这一时期件单价低但能够明显满足个性化品质生活的悦己型消费品受到国内居民尤其是年轻消费者的热捧。同时这一系列品类消费频次较高，营销推广适合新媒体渠道传播，在购买以及使用过程中具备有较强的社交粘性，因而逐渐成为了年轻一代新消费领域的“新”刚需。其中化妆品以及潮玩是相关品类的典型代表；

2、传统刚需稳健：传统刚需不仅在疫情期间受到影响小于其他消费品类，同时未来受经济预期波动的影响也相对较小。其中需求相对高频的品类稳定性更为突出，而相对低频的消费品类虽短期受严格防控等因素制约了消费行为发生，但随着疫情的缓和，囤积的需求将在下半年集中释放。此外，疫情一定程度也加速了行业的洗牌，凸显龙头的竞争优势，未来在成长确定性上有望表现更佳。

3、新渠道激活消费：借助新兴渠道的推广来刺激消费复苏，并激活未来长期内需市场的发展，将是未来政府及平台的重要手段。而目前电商以及免税购物是最为行之有效的渠道方式。无论是电商大促还是免税政策放开，本质上都是通过向消费者让利，刺激消费复苏，激活整个零售市场，同时本身这两大渠道中的客群构成也是消费能力以及习惯相对最为成熟的。这一过程中，代运营商以及地方百货将分别有望受益于两大渠道发展带来成长机遇。

股价变化的催化因素

- 1、疫情后行业实现快速复苏，零售企业销量快速反弹；
- 2、政府刺激消费力度加大，政策利好不断出台；
- 3、核心标的公司把握新兴流量优势，打造爆品，树立品牌优势。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、疫情出现反复，行业景气度下行；
- 2、行业竞争格局恶化，本土龙头品牌市场份额受到挤压。

内容目录

行业回顾：疫情影响基本面，分化与复苏并行	6
行业数据：受疫情影响行业承压明显，Q2月环比持续回升.....	6
板块行情：上半年表现靠前，超市及百货先后领涨.....	8
行业特征一：国货品牌崛起，产品升级叠加年轻客群认同度提升.....	9
行业特征二：线上化程度进一步加强，疫情催化新业态成为新常态.....	10
化妆品：景气度依旧高位，国货品牌快速成长	12
疫情下基本面表现依旧坚韧，未来发展前景明朗.....	12
线上化红利打破行业增长天花板，新媒体营销实现快速拉新.....	13
产品力提升为未来大势所趋，功能性护肤风口不断崛起.....	14
公司发展情况：板块龙头表现由于行业平均水平，发展路径较为清晰.....	15
生鲜超市：疫情突显刚需优势，未来仍看异地扩张	16
疫情突显刚需优势，营收延续双位数增长.....	16
未来仍看异地扩张，疫情凸显龙头供应链优势.....	17
公司发展情况：疫情期间普遍受益，龙头表现较优.....	19
黄金珠宝：疫情影响明显，下半年需求有望释放	20
行业情况概述：可选属性强，受疫情影响明显.....	20
婚庆刚需有望在下半年释放，直播打开渠道空间.....	21
公司发展情况：龙头集中度仍有提升空间.....	24
百货：基本面稳步回升，免税主题提振板块估值	26
大环境承压叠加疫情冲击影响短期基本面，未来有望稳步复苏.....	26
免税主题有望提振板块情绪，消费回流为大势所趋.....	27
公司情况：免税主题催化百货估值回归，地方国资迎发展机遇.....	29
投资建议：拥抱强内需时代，把握三条主线	31
“新”刚需崛起：悦己型个性化消费随年轻中产崛起而越发刚性.....	31
传统刚需稳健：需求稳健向上，格局加速优化，龙头确定性优势明显.....	32
新渠道激活：电商及免税赋能，激活内需市场.....	33
投资标的：积极把握优质赛道龙头.....	34
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	38

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%)	6
图 2: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	6
图 3: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	6
图 4: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)	7
图 5: 限额以上单位商品零售: 地产后周期当月同比情况 (%)	7
图 6: 实物商品网上零售额累计同比及占社零比重 (%)	7
图 7: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)	7
图 8: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)	7
图 9: 5000 家重点零售企业各业态销售额当月同比 (%)	7
图 10: 商贸零售行业季度营收增速 (亿元、%)	8
图 11: 商贸零售行业季度业绩增速 (亿元、%)	8
图 12: 各子板块季度营收增速 (%)	8
图 13: 各子板块业绩季度业绩增速 (%)	8
图 14: 2020 年上半年板块指数走势变化 (%)	9
图 15: 2020 年上半年板块指数走势变化 (%)	9
图 16: 2020 年上半年申万一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)	9
图 17: SW 商业贸易指数近 10 年市盈率 (TTM)	9
图 18: 年轻群体普遍愿意疫情后提升消费支出	10
图 19: 老字号品牌和国际大牌 95 后粉丝群体占比	10
图 20: 化妆品零售额当月值及同比增速 (%)	12
图 21: 我国化妆品行业历年零售额 (百万元) 及增速 %	12
图 22: 2017 年人均化妆品消费额 (美元)	12
图 23: 我国化妆品电商渠道占比变化	12
图 24: 行业集中度变化趋势	13
图 25: 日化板块分季度营收增速变化 %	13
图 26: 各品牌 Q1 电商渠道增速	14
图 27: 品牌商和网红 KOL 合作步骤	14
图 28: 去年双十一成分党概念强化	14
图 29: 天猫美妆中化学原料成分占比不断提升	14
图 31: 重点零售企业超市业态零售额当月同比变化	16
图 32: 超市板块分季度营收及增速 (亿元、%)	16
图 33: 2000 年以来 CPI 趋势	17
图 34: 非典后食品 CPI 当月同比	17
图 35: 龙头超市的同店增速和食品 CPI 累计同比	17
图 36: 生鲜商超产业链情况	18
图 37: 金银珠宝限额以上零售额同比增速	20
图 38: 可选品类限额以上销售变化情况	20
图 39: 黄金珠宝板块季度营收增速 %	20
图 40: 黄金珠宝板块季度归母净利润增速 %	20
图 41: 我国历年登记结婚对数 (万对)	21
图 42: 金价上涨对营业利润影响	22
图 43: 美国十年期国债收益率	23
图 44: Comex 黄金期货价格走势	23
图 45: 千禧一代女性购买钻石目的	23
图 46: 2018 年各国黄金珠宝线上销售占比	23
图 47: 2019 年双十一周大生和薇娅合作	24
图 48: 2020 年 618 周大生和辛有志合作	24
图 49: 2018 年我国黄金珠宝品牌市占率	24
图 50: 重点零售企业百货业态当月同比变化情况	26
图 51: 百货板块分季度营收及增速 (亿元、%)	26
图 52: SW 百货板块指数近 10 年市盈率 (TTM)	27
图 53: 中国与韩国免税市场规模比较	27
图 54: 中国境外免税消费占全球免税市场的 35%	27
图 55: 韩国免税 2010-2017 年本国贡献占比	28
图 56: 2018 年韩国免税市场购买情况 (单位: 十亿美元)	28
图 57: 国资百货一览	30
图 58: 下半年投资主线	31
图 60: 投资主线一: 新刚需崛起	32

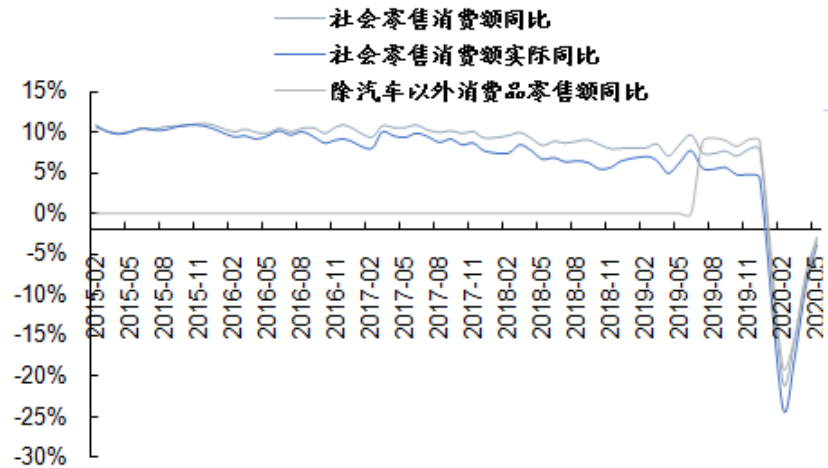
图 59: 投资主线二: 传统刚需稳健	33
图 61: 投资主线三: 新渠道消费激活	33
表 1: 国内主要城市疫情以来出台的推动电商发展政策	11
表 2: 电商及直播平台疫情期间推出大量扶持政策引导商家线上运营	11
表 4: 2019 年中国超市行业重大并购事件	18
表 5: 我国黄金珠宝行业主要品牌及其经营情况	21
表 6: 国内免税运营商基本情况	29
表 7: 京沪市内店空间展望: 假设与测算	29
表 8: 珀莱雅盈利预测数据	34
表 9: 上海家化盈利预测数据	35
表 10: 周大生盈利预测数据	35
表 11: 家家悦盈利预测数据	36
表 12: 爱婴室盈利预测数据	36

行业回顾：疫情影响基本面，分化与复苏并行

行业数据：受疫情影响行业承压明显，Q2月环比持续回升

受新冠疫情影响，2020年1-5月，社会消费品零售总额13.87万亿元，同比下降13.5%。但在近两个月复苏也较为明显，其中5月份社会消费品零售5月社零总额同比-2.8%，增速较4月+4.7pct，扣除价格因素实际同比-3.7%。剔除汽车影响后同比-3.5%，增速环比+4.8pct。整体出现复苏迹象。

图1：社会消费品零售总额同比变化情况（%）

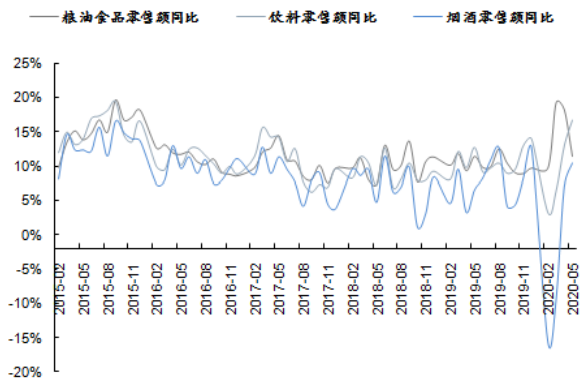


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

分品类：必选表现突出，可选稳步复苏

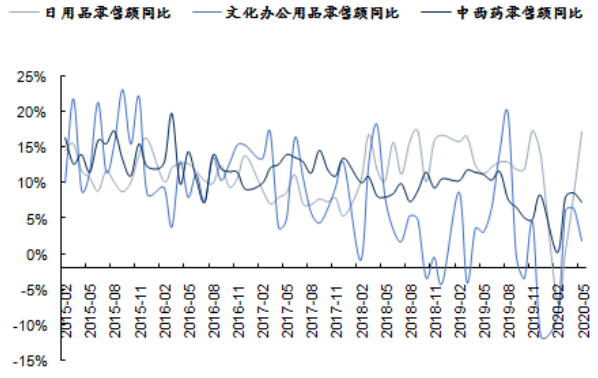
疫情之后各品类复苏势头均良好，根据最新的5月社零数据，居民必需品维持景气，可选品类中化妆品、金银珠宝销售环比改善明显。1) 必选品类方面：5月消费中与居民生活密切相关的商品延续强劲表现，必选品类总体继续回升，粮油食品/饮料/烟酒/日用品类/文化办公用品/中西药品分别同比+11.4%/+16.7%/+10.4%/+17.3%/+1.9%/+7.3%，增速环比分别变化-6.8pct/+3.8pct/+3.3pct/+9.0pct/-4.6pct/-1.3pct。2) 可选品类方面：随着复工复产推进，可选品类消费环比回升明显，化妆品类增速提升至双位数。5月化妆品/服装/黄金珠宝分别同比+12.9%/-0.6%/-3.9%，增速环比分别+9.4pct/+17.9pct/+8.2pct。3) 地产后周期品类方面，5月家电类/家具类分别同比+4.3%/+3.0%，增速环比分别+12.8pct/+8.4pct。

图2：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



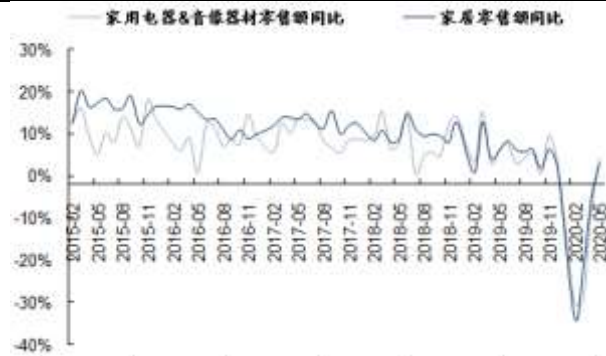
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 限额以上单位商品零售: 地产后周期当月同比情况 (%)

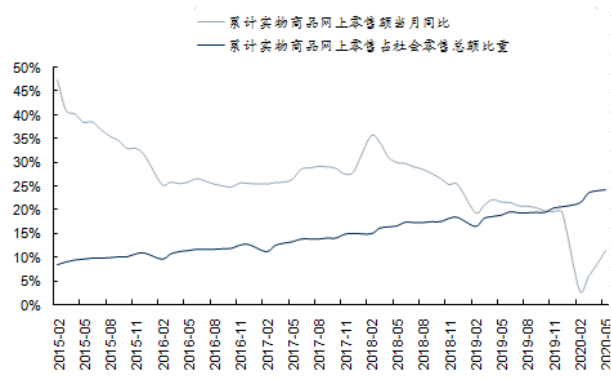


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分业态: 电商表现亮眼, 百货承压改善可期, 超市显著受益疫情

电商方面, 1-5 月实物商品网上零售额同比+11.5%, 增速环比+2.9pct, 渗透率 24.3%, 渗透率环比+0.2pct, 其中吃、穿和用类商品分别同比+37.0%、-6.8% 和+14.9%, 增速环比分别+0.3pct、+5.2pct 和+2.5pct。

图 6: 实物商品网上零售额累计同比及占社零比重 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

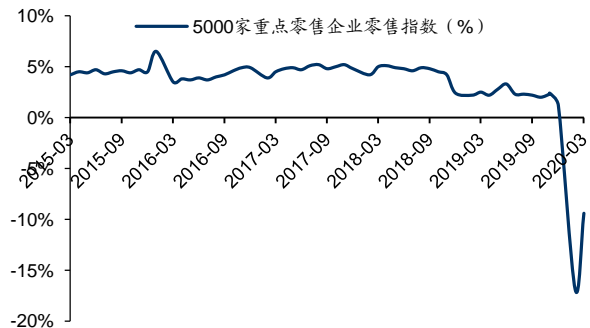
图 7: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

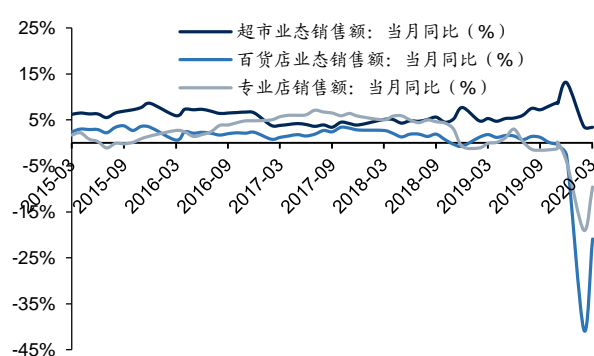
按线下零售业态看, 2020 年 4 月重点流通企业销售额中, 超市业态当月同比增速为 3.4%, 增速环比-0.2pct; 百货/专业店业态当月同比增速分别为 -20.9%/-9.6%, 增速环比分别 +19.7pct/+9.4pct, 降幅收窄。

图 8: 5000 家重点零售企业零售指数 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 5000 家重点零售企业各业态销售额当月同比 (%)

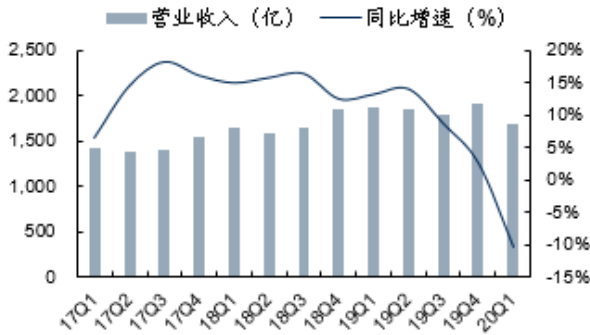


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块财报总结：Q1 超市表现最优，百货受影响明显

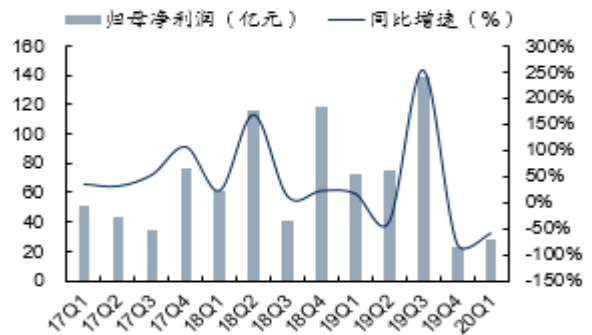
从2020年Q1来看，受疫情影响，板块实现营收1685.27亿元，同比下降10.30%，实现归母净利润28.60亿元，同比下降60.47%，实现扣非归母净利润22.80亿元，同比下降56.04%。

图 10: 商贸零售行业季度营收增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

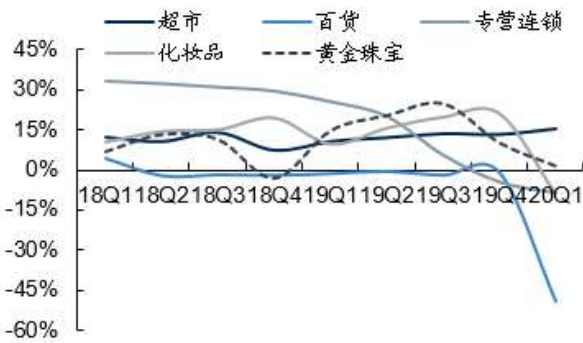
图 11: 商贸零售行业季度业绩增速 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

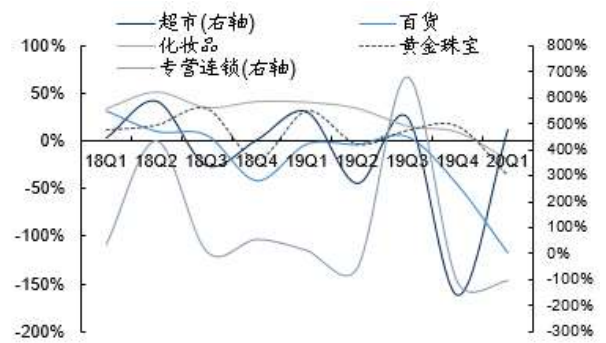
分板块来看，2020年Q1 营收端来看，超市（15.42%）>黄金珠宝（1.41%）>专营连锁（-8.28%）>化妆品（-9.10%）>百货（-49.38%），超市受益于必选消费较强抗压性表现相对最为突出，而黄金珠宝板块营收仍实现增长，主要系其中权重股豫园股份营收实现较高增长，预计与公司珠宝时尚产业外的业务的高增长有关；从归母净利润增速来看，超市（11.49%）>化妆品（-19.36%）>黄金珠宝（-36.10%）>专营连锁（-101.29%）>百货（-117.09%）。百货业态以线下为主，同时以可选消费品类为主，受疫情影响较为直接。

图 12: 各子板块季度营收增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 13: 各子板块业绩季度业绩增速 (%)

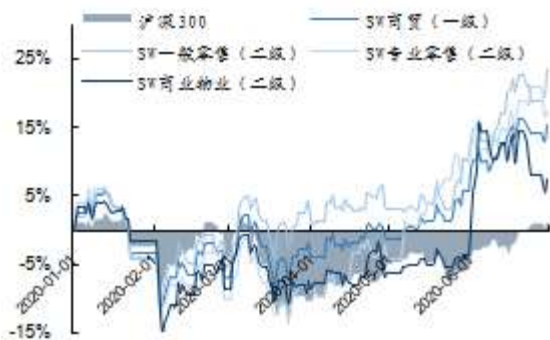


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

板块行情：上半年板块整体表现靠前，超市及百货先后领涨

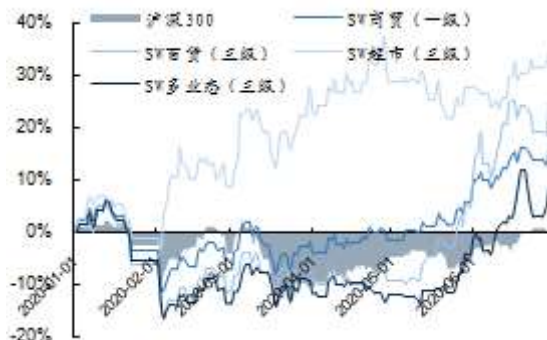
2020年上半年，SW 商业贸易指数上涨15.51%，沪深300指数上涨1.64%，板块整体跑赢大盘13.87pct，涨跌幅在申万28个子行业中排名第9位，表现靠前。分子行业来看，一般零售（二级）上涨23.48%，专业零售（二级）上涨17.47%，商业物业（二级）上涨7.54%。三级子板块中，超市和百货均有亮丽表现，其中超市上半年上涨34.22%，百货上涨24.74%，多业态上涨8.99%。其中在年初，疫情期间基本面受影响较小的超市板块领涨，而在近期受免税主题的催化，百货板块表现较为突出。

图 14: 2020 年上半年板块指数走势变化 (%)



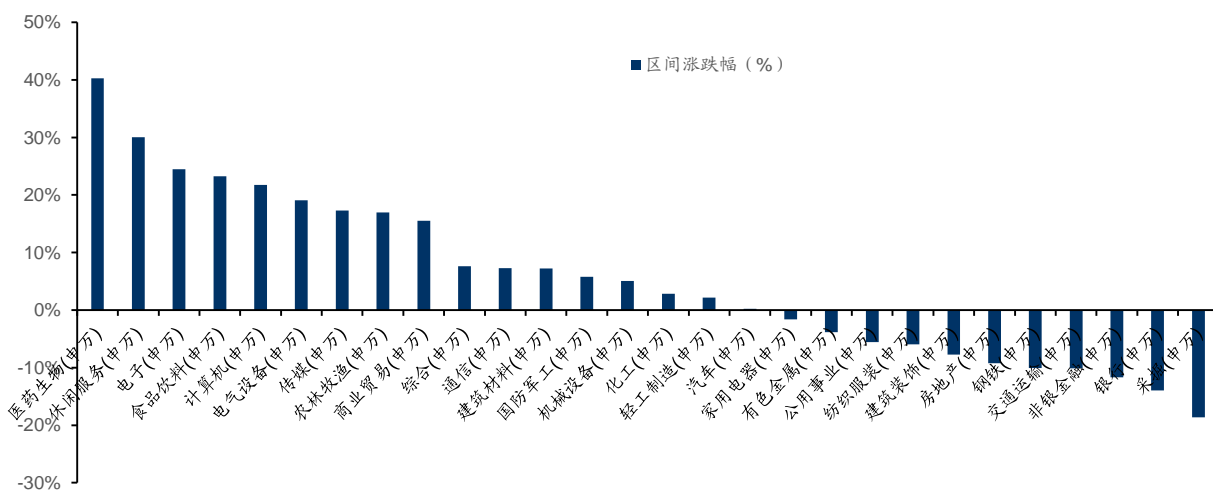
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年上半年板块指数走势变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2020 年上半年申万一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值: 估值修复至 46.80% 历史分位

估值方面, 截至 2020 年 6 月 30 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 为 25.04 倍, 位于 2010 年以来 46.80% 的历史分位。

图 17: SW 商业贸易指数近 10 年市盈率 (TTM)



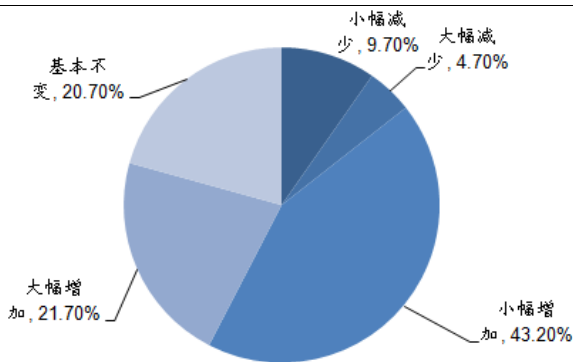
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业特征一: 国货品牌崛起, 产品升级叠加年轻客群认同度提升

首先，国货品牌自身这几年在产品研发生产上都有着突出的表现，这为其逐步改变以往低质廉价的形象，并提升品牌力打下了基础。一方面，在扮演了多年的“世界工厂”角色下，国内制造业积累了高效的供应链设施和生产经验，品牌方能够在灵活根据需求变化应对产品布局切换的同时，也有效保障了产品的高质量水平；另一方面，经过多年的积累，国内品牌企业的也在积极学习国际品牌先进研发技术和营销手段，并积累了丰富人才储备，在某些产品开发环节中已经初步具备与国际抗衡的实力。

其次，我们也看到现在 Z 世代、小镇青年等群体，由于都是出生于我国改革开放后，有着较强的文化自信，因此对于国货也是较为友好的，购买国货品牌的意愿也在不断提升。根据天猫平台的数据分析，如今 95 后的消费选择和很多 70、80 后有一些差别，70、80 后仍较多的选择国际化的品牌作为主要消费目标，但是 95 后、00 后对于对国货的认可超过了进口品牌。这些都为具备一定品牌力的国产龙头，在当前消费主力的年轻群体中提升影响力带来了有利环境。

图 18: 年轻群体普遍愿意疫情后提升消费支出



资料来源：乐信研究院，国信证券经济研究所整理

图 19: 老字号品牌和国际大牌 95 后粉丝群体占比



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

而在本次疫情中，如上图所示，25 岁及以下更为年轻的消费者，消费反而没有受到太大的影响。这部分消费者或是仍处于学校中，主要支出仍主要为父母辈支持，或是处于职业起步阶段，薪资起点不高，并不是企业降薪的重点人群，且再就业也更容易，同时消费观念超前，对于分期付款等应用较多，因此这些年轻消费群体对于收入受疫情冲击影响的敏感性相对较小，且对未来的预期也更乐观。

根据乐信研究院数据统计，年轻消费群体中，61.9%的人预计收入不会比前一年有所减少，65%的人将增加支出（比 3 月提高 19 个百分点）；65.6%的人更愿意分期消费；另有超 30%的人愿意扩大品质类服务类消费。因此，年轻群体才是疫情后消费复苏的主力推动客群。

行业特征二：线上化程度进一步加强，疫情催化新业态成为新常态

随着当前国内疫情已明显缓和，居民消费需求有望得到恢复和释放。但相对而言，由于部分地区防护隔离措施仍未完全放开，同时消费者短期出行习惯和消费信心仍需时间恢复，线下渠道全面复苏仍需一定时日，电商仍是当前实现消费复苏的主要渠道方式。因此，近期无论是国家及地方政府层面，还是企业层面，对电商渠道的建设以及直播等新业态的重视力度空前。

5 月 22 日，国务院总理李克强代表国务院向十三届全国人大三次会议作政府工作报告。其中指出，电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。从各地方政府来看，一方面，不少地方也加大了与电商平台合作，发放消费券，鼓励民众消费。另一方面，多地出台一系列打造直播电商产业的政策，同时政府官员也

频繁登陆直播间带货，积极推动电商新业态发展以拉动消费复苏。

表 1: 国内主要城市疫情以来出台的推动电商发展政策

时间	城市	相关政策、活动	相关单位	促电商发展的内容
2020年3月	上海	《上海市促进在线新经济发展行动方案（2020—2022年）》	上海市人民政府办公厅	推动传统零售和渠道电商整合资源，鼓励开展直播电商、社交电商、社群电商、“小程序”电商等智能营销新业态。
2020年3月	北京	“防疫保供网上行”促消费活动	北京市商务局	联合电商平台发放消费券、吸引线下商家入驻电商平台，拓宽网上营销渠道等。
2020年3月	广州	《广州市直播电商发展行动方案（2020-2022年）》	广州市商务局	推动直播电商在商贸领域的应用等，从财政资金支持、行业协会“搭桥”等方面给予保障。
2020年3月	深圳	2020深圳线上购物节	深圳市商务局	计划在未来三年，扶持10家具有示范带动作用的头部直播机构、孵化500个网红品牌、实现1000亿成交总额等。
2020年4月	南京	《南京市数字经济发展三年行动计划（2020—2022年）》	南京市人民政府	发展电商直播、泛娱乐直播等直播经济，推动5G、虚拟现实等技术助力数字直播的发展。
2020年4月	杭州	启动中国(杭州)直播电商产业基地建设	浙江省商务厅、杭州相关单位等	引导企业向直播电商、内容电商、社交电商方向转型，增加差异化、多元化消费场景数量。
2020年5月	天津	《天津市有效应对新冠肺炎疫情影响促投资扩消费稳运行若干举措》	天津市人民政府办公厅	建设电商直播基地，打造电商营商高地，力争全年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重高于全国平均水平3个百分点。
2020年5月	成都	《2020年成都市电子商务工作要点》	成都市服务业发展领导小组办公室	

资料来源:政府官网、新浪网、搜狐网、国信证券经济研究所整理

同时，今年电商新业态的推广力度也达到了新的高度，如用户直连制造商的C2M模式再次得到阿里等头部平台的重视布局，私域流量在大品牌方中得到更大力度的应用。此外，直播电商呈现越演越烈的态势。**相比传统电商，直播电商链路更短、转化率更高，能够帮助企业快速的实现销售回款。**因此，近期我们看到企业几乎全方面的投入到了直播电商之中；同时各大品牌商、电商及直播平台也顺势加大了直播业态的推广布局，积极通过直播方式帮助受疫情影响的商家。

根据淘宝公布数据，从疫情发生到5月初，共有200万商家涌入淘宝天猫开新店，4月至今淘宝直播开播的商家同比增长了150%。而根据微信数据，2020年小程序直播公测以来，开播商户数增长迅猛，其中4月开通小程序直播商户数环比提升90%，4月“云下单”的用户规模环比提升220%。

表 2: 电商及直播平台疫情期间推出大量扶持政策引导商家线上运营

平台	“疫情”期间对商家的支持政策
淘宝	在加快商家资金周转方面，淘宝设立总额200亿元、为期12个月的特别扶助贷款，其中100亿扶助贷款仅针对湖北地区商家，前3个月只需偿还本金。在降低商家成本方面，平台对所有天猫商家免去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等。
微店	对已付费购买微店商城版的用户的使用时长顺延一个月，而湖北地区商家的使用时长可顺延三个月。为全体商家提供免费直播服务， 商家可以在微店店长版App营销推广入口内申请开通直播功能。
快手	将推出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、线上电商培训课堂等5项措施。
抖音	推出“线上不打烊”活动，面向全国线下商家推出3亿流量扶持， 通过线上团购预售和线上直播分享商品两大方式，帮助线下商家开辟线上推广渠道。
微盟	自2月1日起至3月31日，为新老用户提供系列优惠和免费在线培训服务。 通过微盟直播购物台进行直播，免收扶持期间内直播购物台平台使用费。
蘑菇街	提供顶流主播、大主播销售、流量及服务模块， 并不限品类，同时实施“佣金双免”“无须开设”、“无保证金”的优惠举措等。

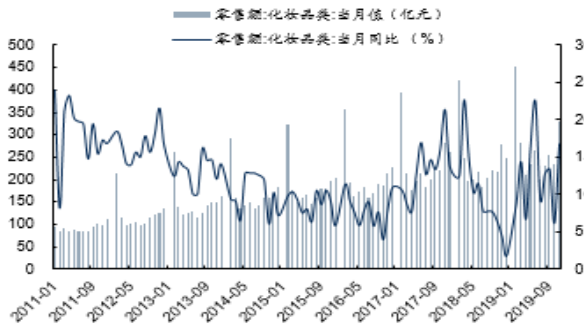
资料来源:亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

化妆品：景气度依旧高位，国货品牌快速成长

疫情下基本面表现依旧坚韧，未来发展前景明朗

根据国家统计局数据显示，1-5月限额以上化妆品零售额为1149亿元，受疫情影响同比下滑4.9%，但其中5月同比增长12.9%，重回双位数增长，景气度表现极为突出。同时，根据最新欧睿数据显示，2019年度，我国化妆品行业整体市场容量达到4,777.20亿元，同比增长13.8%，达到2012年以来最高水平，2014年-2019年的年均复合增长率达到9.9%，行业正处于加速增长阶段。同时，根据欧睿数据预测，我国化妆品行业2024年的市场容量将达到8,282亿元，2019年至2024年年均复合增长率约11.6%。

图 20：化妆品零售额当月值及同比增速（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 21：我国化妆品行业历年零售额（百万元）及增速1%

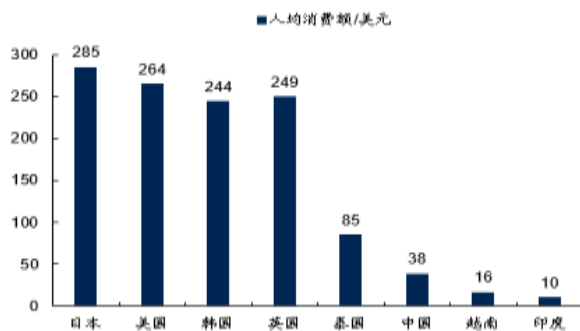


资料来源：欧睿数据，国信证券经济研究所整理

首先，当前的国内的消费结构以及消费习惯变迁是化妆品行业发展的底层原因。化妆品作为件单价低、且能够明显满足个性化品质生活的悦己型消费品，受到国内年轻中产和低线客群的热捧。在年轻化和低线化带动下，美妆行业整体的渗透率有望得到稳步提升，且伴随品类升级趋势加强，美妆客单消费水平同样有提升空间。从国际对比来看，未来我国人均化妆品消费仍有巨大提升潜力。

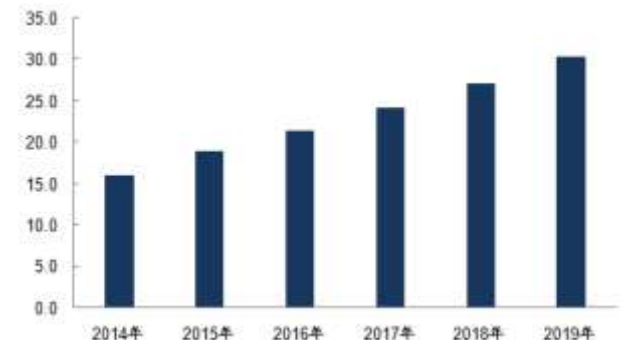
其次，近年来美妆电商渠道的爆发对行业起到了强有力的推动作用。长期来看，化妆品市场的增量来自于年轻化及低线市场消费者的消费习惯养成，一方面，电商是最具年轻化活力的渠道，年轻群体的接受度最高；另一方面，电商打破物理空间的束缚，可以帮助品牌更好地实现渠道的下沉扩张。同时，近年来平台自身也在加大下沉力度，这与美妆行业自身行业发展趋势也较为一致。2019年度，化妆品电商渠道销售额占比达到30.3%，为化妆品销售占比最大的渠道。

图 22：2017 年人均化妆品消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 23：我国化妆品电商渠道占比变化

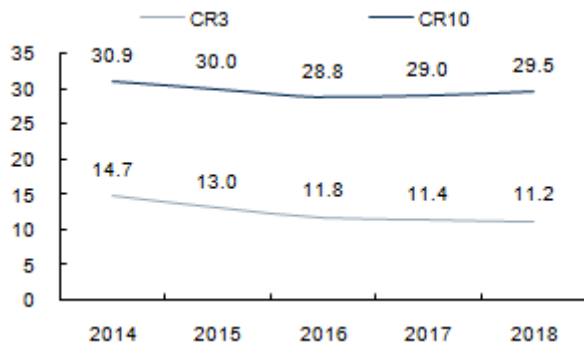


资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

从竞争格局变化来看，2014-2018年我国护肤品和彩妆的CR3和CR10均呈现整

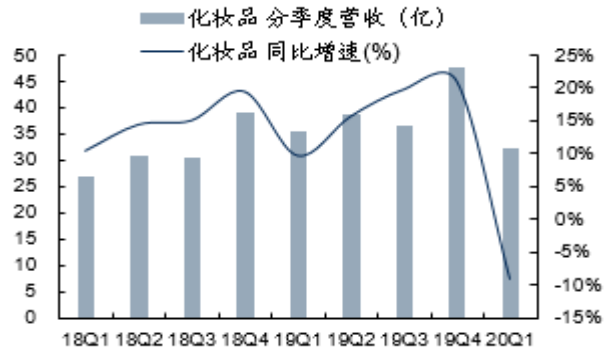
体下降的趋势，但在近两年有所企稳。整体来看，行业竞争依旧激烈，外资品牌牢牢占据高端市场，借助百货、电商以及免税渠道继续扩张，并大力投放新兴营销，增长迅速。互联网新锐品牌如雨后春笋不断壮大，借助新媒体营销，以及熟练运用新流量，快速发展、势头迅猛。积极转型的本土传统品牌在对用户需求变化的深刻理解下，迎合产品新概念，深挖自身品牌理念，配合新媒体营销，同样实现了快速增长。

图 24：行业集中度变化趋势



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

图 25：日化板块分季度营收增速变化/%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从最新疫情以来的表现情况来看，除少数如欧莱雅、雅诗兰黛等具备极强品牌力，以及营销和渠道方面本土化较为成功的品牌外，不少腰尾部的国际品牌在中国区表现较弱；同时，新锐品牌虽然在初期借助新兴电商渠道实现快速增长，但后期随着产能受制等问题的显现，增速也逐步放缓，反观国产本土龙头，不仅在一季度表现优异，在 Q2 也展现出了更加迅猛的复苏态势。

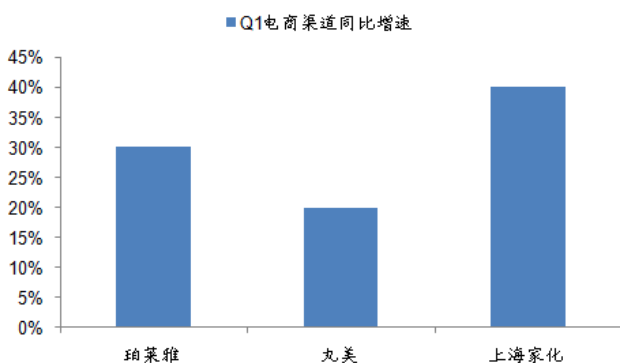
国产品牌龙头之所以普遍表现优于行业水平，我们认为：首先，品牌通过前期在电商渠道以及线下新零售等布局，有效的对冲了线下门店的关店影响。同时，本土龙头品牌也积极拓展并升级产品，并加大了营销投放力度。其次，部分中高端的国际品牌受到影响较大，这主要是由于线下百货渠道受冲击较为直接，同时，产品所面向的中产阶层在收入预期不明朗下，消费意愿降低。最后，国产中小品牌一定程度上受到了代工厂停工等带来的产能供给不足影响，给国产龙头带来更加友好的发展环境。

线上化红利打破行业增长天花板，新媒体营销实现快速拉新

美妆行业在 2017 年以来的快速增长离不开新电商红利的释放。自 2010 年以来，电商就一直是美妆行业的最具活力的渠道，但彼时电商仅仅是作为卖货的渠道，随着社媒营销的崛起后与电商渠道的深度融合，赋予了其在营销拉新等更多的职能。特别是去年以来电商直播带货逐渐兴起，这不但帮助品牌更好地触达到以低线及年轻客群为主的消费群体，更是通过理念传递和消费习惯培养，进一步刺激了消费需求的爆发。

此次疫情也进一步催化了电商在美妆领域的渗透率。从 Q1 表现来看，上市品牌的线上渠道仍取得了靓丽的增长，部分前期具备一定线上业务布局基础的企业将有望在此次疫情过程中继续维持稳定的销售运营，在行业整体受损情况下实现逆势市场份额的扩大。且从长期看，对于企业而言，相较于线下经销，电商是一个有数据的渠道，是一个和消费者建立直接对话的渠道。借助电商销售大数据，品牌商可以有效围绕消费者需求开展全品类、全链路、全渠道的快速发展。

图 26: 各品牌 Q1 电商渠道增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 品牌商和网红 KOL 合作步骤



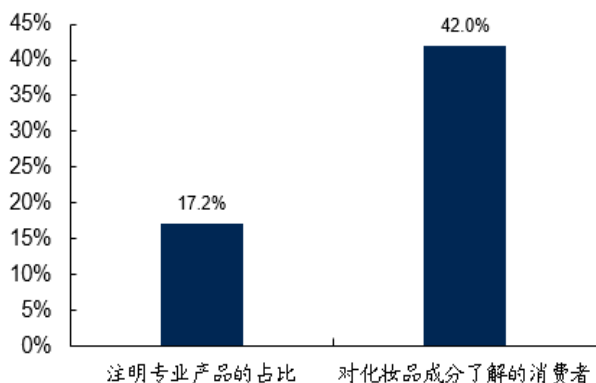
资料来源: 聚美丽, 国信证券经济研究所整理

此外, 目前化妆品的营销已经全面转向包括红人直播、短视频等在内的新媒体营销。在新媒体营销的发展初期, 营销成本和入门槛较低, 只要运用得当, 在同等条件给新品牌和新品类提供了绝佳的曝光机会。因此, 不少新进入品牌在营销格局转化的初期, 运用低成本流量, 得到了快速的发展。但经过几年的发展, 部分品类下的网红带货已经愈发成熟, 当前更加考验的是品牌精细化运营能力。

产品力提升为未来大势所趋, 功能性护肤风口不断崛起

从护肤品角度来看, 我国的化妆品行业中的护肤品已经经历了高速发展期, 护肤品的渗透率已经相对较高, 整个护肤品行业正在逐渐迈入成熟期, 与此相对应的就是消费者正在不断的趋于成熟, 消费者越来越关注护肤品的具体成分与功效, 而对于其营销关注度有所下降。对比韩国的美妆历史来看, 韩国经历了基础护肤-彩妆-高功能护肤(药妆和精华类产品)-微整形的历程, **当前我国正迅速从基础护肤转换到高功能性护肤。因此近年化学原料为成分的功能性护肤品受到追捧, 功能性护肤品以医学理论为核心指导思想, 突出针对性、功效性、安全性, 主要用途是美容护肤和促进皮肤健康, 解决轻微肌肤问题。**

图 28: 去年双十一成分党概念强化



资料来源: CBN DATA, 国信证券经济研究所整理

图 29: 天猫美妆中化学原料成分占比不断提升



资料来源: CBN DATA, 国信证券经济研究所整理

随着国内品牌近年来普遍开始强调提升自身品牌调性, 在通过以较高性价比的产品布局低线城市完成规模化积累的阶段后, 品牌想要实现进一步成长并维持客户粘性就需要持续强化客群的品牌认知度, 实现这一目标的基础在于品牌差异化下的产品力提升。功能性护肤在研发技术上**对品牌的产品开发能力有着更高的要求**, 这也是多数国产品牌前期并不具备的能力, **但也只有实现了产品力提升, 才能告别同质化**

竞争，实现品牌在消费者中的认知度提升。

公司发展情况：板块龙头表现由于行业平均水平，发展路径较为清晰

整体来看，今年以来上市国货品牌在表现相对突出，在产品、营销以及渠道布局上有突出的表现，业绩虽受疫情影响明显，但是整体好于行业平均水平。未来，本土龙头企业也在这一过程中通过夯实自身经营实力，紧握需求变革，有望抢占先机实现进一步发展。

珀莱雅：公司电商仍为主要增长推动力，爆品战略下存在业绩超预期可能。公司 2020 年 Q1 实现营收 6.1 亿，下滑 5.3%，归母净利润 7772.8 万元，下滑 14.7%，其中线上渠道营收增长 30%+，占比达 56%，预计 2020 年电商占比有望接近 65%左右。并且在今年启动了产品及品牌升级策略，有望提升盈利水平，而明星单品成功也打开公司未来的发展空间；其次，公司外延布局预期不断强化。未来预计公司仍将继续加大对外投资，一是布局与主品牌差异化定位及品类补充标的，今年预计彩妆占比 10%，二是完善公司上下游生态化布局。

上海家化：公司是中国日化行业历史最悠久的民族企业之一，历经百年已发展为品类、渠道和品牌布局最为全面的本土日化龙头。公司 Q1 实现营收 16.65 亿元 (-14.80%)，剔除会计准则调整影响，下滑幅度约 11%，好于行业平均水平。公司产品力积淀深厚，兼具中草药概念独特性及产品安全性和功效性，在此基础上搭建了完备的品牌矩阵基础。随着公司新任 CEO 上任，未来在费用率的下降以及电商渠道的发展上，具备较大的发展空间。

丸美股份：公司通过多年以来通过差异化布局，已在业内树立了眼部抗衰老专家的品牌形象。2020 年 Q1 实现营收 3.70 亿元 (+1.53%)，实现归母净利润 1.19 亿元 (-1.14%)，表现相对突出，今年以来在营销方面，公司加快了年轻化转型，加大社媒营销投放力度。选用新生代代言人，加大社媒营销力度。产品端新开发新品小红笔目前销售情况突出，并将加快向抗衰老品类产品的拓展。

华熙生物：公司作为透明质酸原料行业的龙头，凭借两大科技平台，透明质酸产业化规模位居国际前列。20 年 Q1 营收 3.7 亿元 (+3.5%)，表现稳健，归母净利润 1.1 亿元 (+0.8%)，扣非归母净利润 0.9 亿元 (-13.6%)。其中公司上半年功能性护肤品业务由于线上占比较高，且需求较为刚性，预计仍保持快速增长，从而带动整体营收实现正增长。

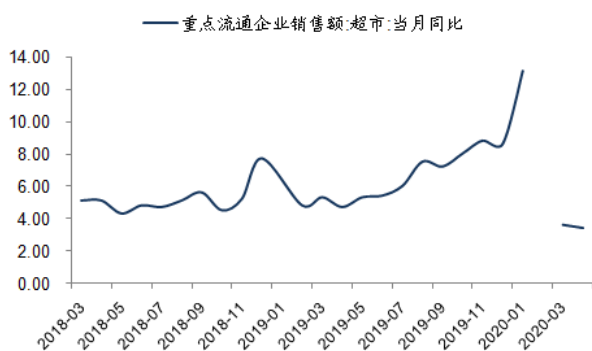
生鲜超市：疫情突显刚需优势，未来仍看异地扩张

疫情突显刚需优势，营收延续双位数增长

今年 1-4 月全国重点流通企业中超市业态累计同比增长 0.6%，其中三、四月分别有 3.6%/3.4% 的增长，远好于零售整体水平。其中龙头企业预计表现更佳。从上市公司情况来看，20 年 Q1 超市板块营收同比增长 15.42%，呈现稳健增长态势。归母净利润方面，同比增长 11.49%。

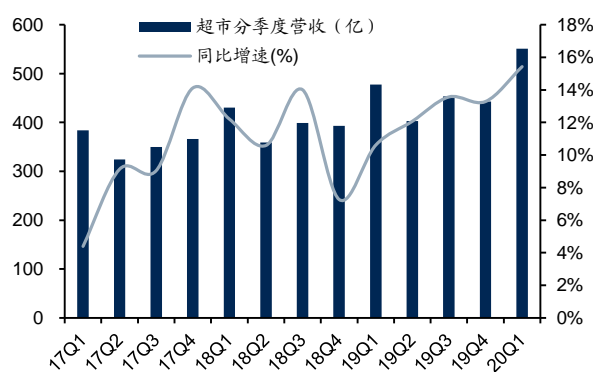
超市业态本身以销售必选消费品为主，产品相对刚需受外界不确定因素影响较小，同时疫情刺激消费者加大对必选消费品的囤积，“宅”家做饭的生活方式将在一定程度在利好超市板块生鲜业务，对于超市的同店增长，以及到家业态的发展有着较为明显的推动作用。

图 30：重点零售企业超市业态零售额当月同比变化



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 31：超市板块分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响

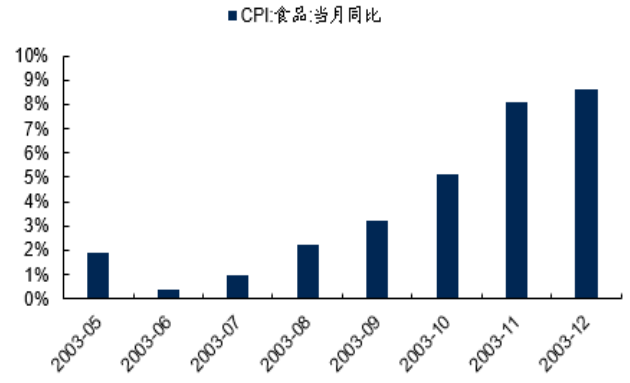
此外，CPI 的持续上涨也对超市基本面有一定推动作用。2019 年中旬以来，CPI 呈现快速上涨的趋势，其中食品类 CPI 高速上涨，2019 年 8 月以来，食品类 CPI 当月同比保持在 10% 及 10% 以上。具体来看，2019 年中旬以来，受非洲猪瘟影响，猪价快速上涨，成为本轮 CPI 上涨的主要推动力，而进入 2020 年，疫情的爆发继续催化了 CPI 的上涨。特别是供给端的影响，背后的原因是严厉的防疫政策对食品的生产 and 运输造成了极大的阻碍。2 月下旬以来疫情有所缓和，防疫政策有所松动，食品的生产 and 运输成本开始回落，带动食品价格环比有所下跌。但根据国信宏观小组的预计，未来随着在外餐饮活动的逐渐恢复有望带动食品价格明显上涨：随着复工复产的持续推进，经济活动更加活跃，虽然居民囤积需求减弱，但在外用餐等食品需求将明显反弹，这将带动食品价格超季节性上涨。类比 2003 年非典，2003 年 7 月至 12 月，食品价格环比均超越历史平均水平。

图 32: 2000 年以来 CPI 趋势



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

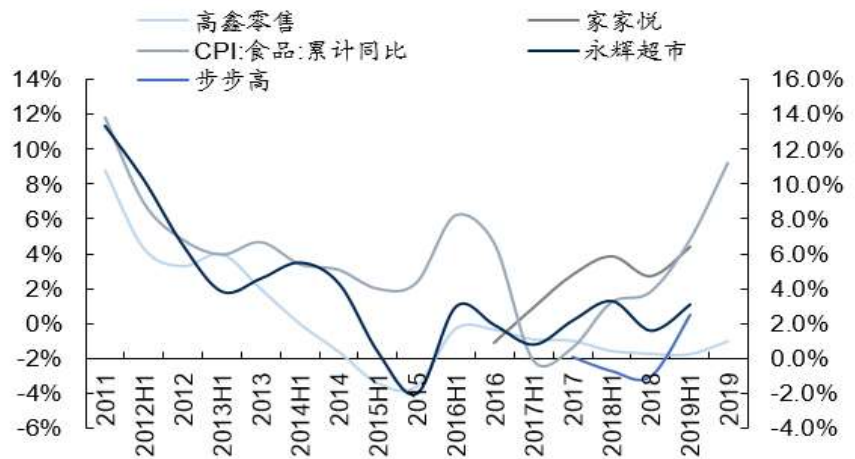
图 33: 非典后食品 CPI 当月同比



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

而在 CPI 上行期间，由于超市对下游有较强的议价能力，超市可以将食品价格的提升转嫁给消费者，同时超市售卖的食品消费较为刚需，需求对价格的弹性小，销量基本无变化。因此，CPI 上行有望提升同店销售，提振营收。具体从同店的情况来看，龙头超市高鑫零售、永辉超市和家家悦的同店和食品 CPI 累计同比的拟合度较高。

图 34: 龙头超市的同店增速和食品 CPI 累计同比



资料来源:wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

未来仍看异地扩张，疫情凸显龙头供应链优势

长期来看，龙头超市的未来发展仍离不开异地扩张的持续推进，一方面自身持续开店拓张，另一方面外延并购也不断推进。整体来看，目前线下超市主要存在两种扩张模式：全国广度布局+大笔收购迅速扩大市场份额，以及区域密集布局+收购区域中小连锁超市。

从 2019 年行业并购事件来看，既有苏宁易购收购家乐福中国，物美收购麦德龙中国等大型并购事件，也有家家悦并购青岛维克、受让山东华润万家门店等较小并购的推进。对于资本市场来说，相对而言，后者可以获得更好的盈利稳健增长预期；从消费趋势来看，公司的立体化门店布局也契合便利性消费趋势。

表 3: 2019 年中国超市行业重大并购事件

时间	交易买方	交易标的	交易对价	备注
2019/4/11	永辉超市	中百集团 10.14% 股份	不超过 5.59 亿元人民币	12 月 16 日宣布取消
2019/9/26	苏宁易购	家乐福中国 80% 股权	48 亿人民币	
2019/10/11	物美集团	麦德龙中国 80% 股权	未披露	
2019/11/21	家家悦	淮北市乐新商贸有限公司 75% 股权	2.1 亿元人民币	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

长期来看，深耕供应链是超市龙头异地扩张后实现稳健发展的必要条件。

首先，供应链水平的提升帮助优化产品力，带来客户消费习惯及复购水平提升。整体来看，虽然有此次“新冠”肺炎疫情带来的需求端刺激，但是也暴露出了一定的供给端问题，短时间需求的集中爆发给平台的供应链带来的巨大压力，缺货少货、运力不足问题凸显出来，进一步考验着经营企业的供应链能力。供应链水平的高低决定了企业能否持续的向消费者输出稳定高品质产品，有利于提升消费者粘性，对于吸引客流有着长期的作用。

而生鲜产品的越来越非标化对于经营企业的仓储物流、购销策略提出了更大难题，反映到结果上，就会产生旺盛且不断升级的消费需求与高品质商品供给不稳定之间的矛盾，这一定程度上将倒逼企业加强供应链投入。

其次，供应链水平的提升优化企业盈利能力。生鲜产业虽然规模空间巨大，但毛利普遍低于 20%，成本高企成为其身处其中的企业所共同面临的发展核心障碍。具体来看，生鲜产业链跨度较长，且产品的及时性和非标性特征使其在保鲜、储藏与运输过程中规模化统筹难度较大，最终导致成本高、损耗高、加价高。

因此，企业必须在采购端打造出符合市场需求的弹性采购能力，并建立稳定的供应渠道；在物流端加大对冷链运输的布局力度；在仓储配送端加码前置仓等创新模式，并积极利用大数据赋能，提高配送效率。最终降低采购成本，降低损耗率，优化流程，提高配送等方面带来运营效率的提升，最终达到提升企业盈利能力的效果。

图 35: 生鲜商超产业链情况



资料来源:艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

生鲜电商渗透率得到提升，三四线扩张超市龙头存机遇

突如其来的“新冠”疫情使得线下零售近乎停摆，生鲜电商行业“疫”外崛起，用户的线上消费习惯有望得到培养，生鲜电商平台也看到了提升渗透率的契机。

我们认为，未来随着“宅经济”的发展、Z世代消费能力的增强、生鲜消费的高频化、少量化趋势及物流配送体系的完善，生鲜电商行业仍有望保持快速增长的势头，在整个生鲜行业的渗透率将进一步提升。

一方面，线下商超龙头深耕生鲜多年，拥有优秀的供应链管理经验和仓储物流优势，具有一定的成本优势；另一方面，线下商超龙头门店产品丰富度高，并通过打造线上线下一体化的购物生态吸引客流，提升复购率，有望实现稳定快速发展。

此外，我们认为，当前一线城市生鲜到家业务正逐步普及，二三线城市到家业务尚为一片蓝海。传统商超通过先前的布局，在低线客群中具备品牌知名度等优势。因此，目前在二三线城市抢先布局生鲜电商到家业务的主要以传统商超企业为主，如永辉旗下的永辉买菜及永辉生活，以及大润发的淘鲜达布局等。

公司发展情况：疫情期间普遍受益，龙头表现较优

总结来看，超市企业普遍受益于疫情期间必选坚挺表现和CPI高位运行，营收增速表现靓丽。营收方面，20年Q1家家悦、永辉超市和红旗连锁的增速排名前三，营收分别同比增长38.96%/31.57%/23.96%。随着疫情的缓和以及CPI的回落，超市企业的同店增速将回复到正常水平，未来的成长更需关注企业异地扩张推进进展，在这一过程，龙头公司凭借着经受疫情考验的强大供应链实力，以及多年积累的规模和品牌优势，有望在扩张过程中得到稳健的快速发展。

永辉超市：全国生鲜商超龙头，生鲜供应链管理能力强。20年Q1实现营收292.57亿元(+31.57%)，归母净利润15.68亿元(+39.47%)，疫情下公司优势突显。全年来看，预计公司继续保持快速展店节奏，聚焦商超主业完善全国布局，并不断提升供应链效能，疫情也进一步彰显公司优秀的团队执行力；同时，公司今年将对mini店进行调整，有望实现较大减亏，并将加大到家业务发展，全年目标到家业务实现百亿销售。长期来看，公司作为全国商超龙头，生鲜零售的优异代表，在采购渠道、仓储物流、门店运营等方面具备领先的竞争优势，有望通过持续快速的全国扩张，实现市场份额进一步提升。

家家悦：胶东地区生鲜龙头企业。公司作为胶东地区生鲜龙头，通过内生外延保持优异的成长性。2020Q1公司营收52.87亿元(+38.96%)，归母净利润1.76亿元(+24.86%)，扣非增长30.97%，增长表现强劲。预计一方面受益于疫情期间超市生鲜等民生产品需求加大，而公司前期优质供应链布局也提供了保障下，另一方面公司拓店加速，Q1新增门店45家，包括纳入合并的淮北乐新商贸门店31家。

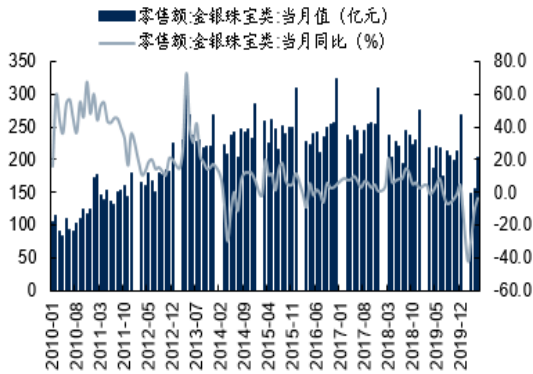
红旗连锁：公司近年来通过“商品+服务”的经营策略，与大型超市实现差异化竞争。同时坚持“以四川为中心、成都为核心”，区域龙头优势明显，并有望借股东永辉旗下生鲜采购供应链的支持，提升必需商品的供应水平与能力。公司在本次疫情期间坚持做到不关门、不断货，且在入驻第三方平台基础上，开设“红旗到家”平台，促进线上线下互补，因此预计受此次疫情影响有限。综合来看公司今明两年预计仍将加速展店并推动原有店铺升级，在内生外延共振下实现加速发展。

黄金珠宝：疫情影响明显，下半年需求有望释放

行业情况概述：可选属性强，受疫情影响明显

2019年，限额以上黄金珠宝零售企业实现零售额2605.80亿元，同比增长0.4%，2020年限额以上黄金珠宝零售企业实现零售额784.60亿元，同比下降26.80%，整体来看，黄金珠宝作为高端消费的代表，虽然有婚庆等刚性需求作为基本盘，但整体受宏观经济形势和居民可支配收入影响仍然相对较大。

图 36：金银珠宝限额以上零售额同比增速



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

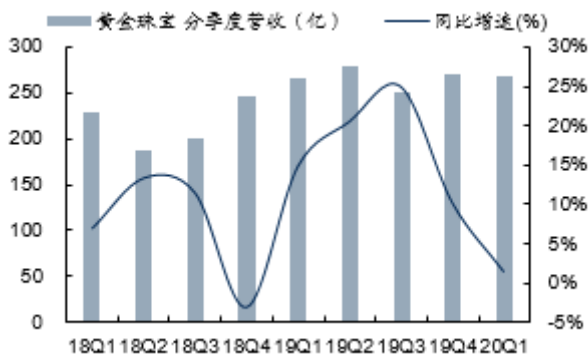
图 37：可选品类限额以上销售变化情况



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

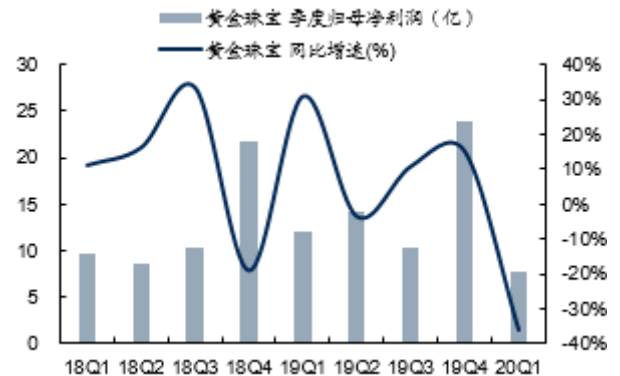
黄金珠宝上市公司板块我们选取的上市公司包括周大生、老凤祥、豫园股份、菜绅通灵、潮宏基和飞亚达。从2020年Q1营收端来看，**2020年Q1板块营收同比增长1.41%**，其中豫园股份营收仍实现27.10%的增长，预计与公司内其他业务的高增长所致。而板块内其他公司的公司均有不同的成下降，其中老凤祥抗风险能力较强，营收仅同比下降3.44%，而周大生、菜绅通灵、潮宏基和飞亚达营收均有30%以上的下降。从归母净利润端来看，**2020年Q1板块归母净利润同比下降36.10%**。板块内公司归母净利润同比均有所下降，其中老凤祥表现最为优异，归母净利润同比微降0.56%；其次豫园股份归母净利润同比下降19.10%，其他公司的归母净利润均有40%以上的下降。

图 38：黄金珠宝板块季度营收增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：考虑了追溯调整的影响。

图 39：黄金珠宝板块季度归母净利润增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

婚庆刚需有望在下半年释放，直播打开渠道空间

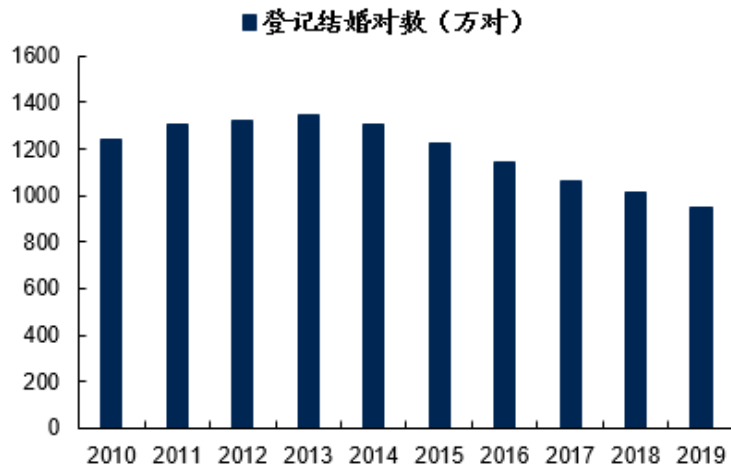
整体来看，黄金珠宝有三类需求，第一类是较为刚需的婚庆需求，其中镶嵌品类更为受益；第二类是投资需求，投资品类以黄金为主；第三类是悦己式的消费需求，主要以年轻群体青睐的镶嵌品类为主。从当前时点来看，首先，婚庆需求的释放有望对上市公司基本面形成支撑；此外，当前全球疫情的不确定性为“降息式”的黄金牛市提供了条件，金价有望持续上涨，存货增值和销量将推动上市公司业绩提升；最后，当前各大珠宝品牌商正在积极拥抱线上直播，直播和大促正在打开珠宝消费的渠道天花板。

➤ 疫情逐步得到控制，婚庆需求有望复苏

根据前瞻产业研究院的数据表明，当前 40~50% 的黄金珠宝购买需求是来自婚庆市场。疫情正逐步得到控制，随着十一结婚黄金周的到来，上半年积压的婚庆需求有望迎来得到释放。

婚庆需求的释放有望对上市公司的基本面形成强有力的支撑。根据我国往年结婚登记的数量来看，2010-2018 年，我国登记结婚对数均在 1000 万以上，2019 年登记结婚对数略低于 1000 万。假设登记结婚对数在 1000 万，每对新人在婚庆珠宝方面的消费为 5000 元，全年婚庆珠宝消费有望达到 500 亿元。

图 40：我国历年登记结婚对数（万对）



资料来源：民政部，国信证券经济研究所整理

此外，低线城市的防疫措施相对松散，A 股黄金珠宝公司的门店主要下沉在低线市场。同时，疫情加速了珠宝零售品牌商的洗牌，品牌力和渠道管理能力强的珠宝零售品牌有望受益。

表 4：我国黄金珠宝行业主要品牌及其经营情况

品牌	主要产品	主要经营模式	主要经营区域	门店情况
Tiffany、Bvlgari、Cartier	钻石类珠宝	自营	一线城市	NA
周大福	黄金类珠宝	自营、加盟	一线、二线城市	FY18:1661 家自营、924 家加盟
六福	黄金类珠宝	自营、加盟	一线、二线城市	2018/12/31:210 家自营、1585 家加盟
周生生	黄金类珠宝	自营	一线、二线城市	2018/9/30: 442 家自营
周大生	钻石类珠宝	自营、加盟	二至四线城市	2018/12/31:302 家自营、3073 家加盟
老凤祥	黄金类珠宝	加盟、经销	二线、三线城市	FY2017: 165 家自营、1418 家连锁专卖店、1578 家经销网点

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

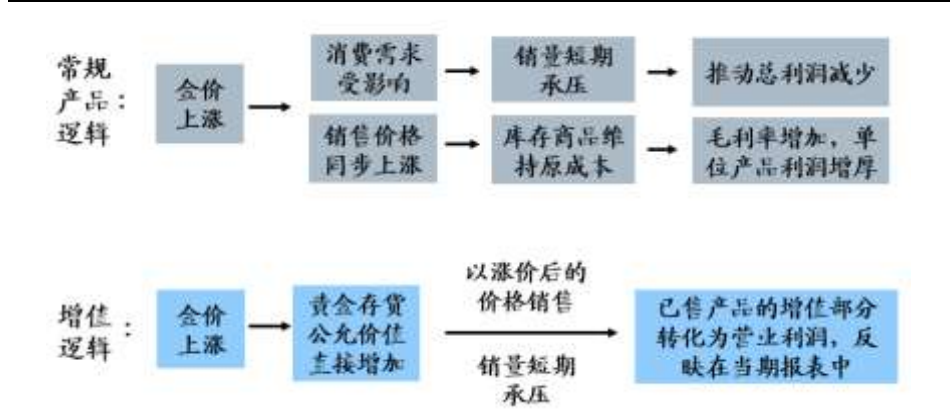
➤ 金价有望持续上涨，存货增值与销量变化推动公司业绩提升

黄金饰品的投资需求即消费属性与金价波动具有一定的相关性，金价变动是决定金饰珠宝消费需求的重要因素，金饰产品毛利率本身不高，因此金价波动对销售毛利影响较大。

此外，根据一般规律，在居民收入一定的情况下，金价短期上涨会导致金饰需求减少，反之则会增加，但同时，**金饰需求也会受到金价持续性趋势的影响，持续的上涨会推动需求增加**，主要系黄金珠宝具有一定投资理财属性，符合国内部分消费者购买金饰时“买涨不买跌”的类投资理念，而珠宝商也都会销售一些以投资功能为主的金条产品。

金价上涨对上市公司当期盈利的影响是通过存货与总销量变化共同作用实现的。国内珠宝品牌在运营中通常会保有大量黄金库存，包括金锭原料、金饰在产品 and 成品。从定价方式来看，国内黄金类饰品的售价与短期内的金价紧密挂钩，**基本可视为同幅度的同步变动**。金价经历上涨后，原有存货可视为获得了直接的价值增值，这种增值具有公允性，但须通过未来实际销售转换为毛利润，而后续新购入的库存不会产生增值毛利。另一方面，根据前文结论，金价上涨也可能造成在短期内总销量的下降，在一个经营期内，由于销量下降减少的毛利部分会冲抵已实现的存货价值增值，极端情况下甚至会导致毛利总额的减少。

图 41：金价上涨对营业利润影响



资料来源:国信证券经济研究所整理

当金价处于持续上升过程中时，金饰的需求量反而会受推升，在其他条件不变情况下，公司销量基本不会低于上一个经营期，且大概率会有所增长，从而迎来价量齐升。从今年 3 月以来，黄金呈现持续上涨的趋势。黄金作为具有金融属性的特殊商品，价格主要由国际金融市场决定而波动性较强，疫情冲击从短期向长期发展、从区域性向全球性发展的趋势还存在放大风险，这种情况下各国央行以更宽松的政策环境以应对挑战的预期有所增加，包括美国在内的部分国家已有所行动，为“降息式”的黄金牛市提供了条件。

图 42: 美国十年期国债收益率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 43: Comex 黄金期货价格走势

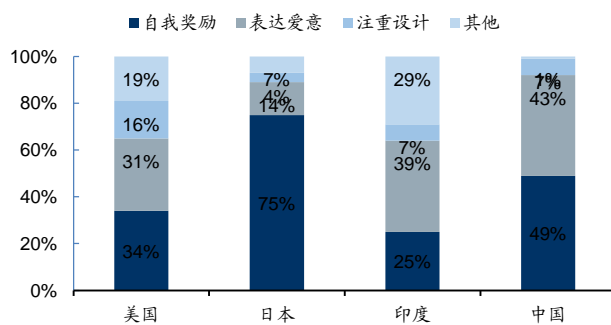


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

直播和大促推动打开渠道天花板

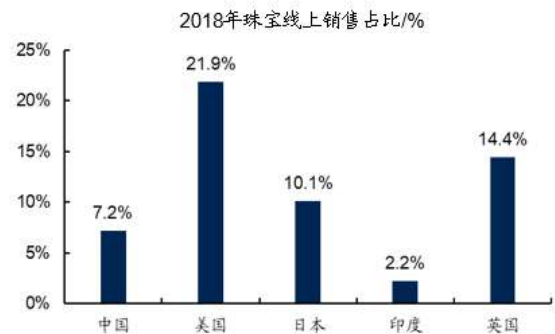
黄金珠宝行业长期增长的核心驱动在于消费升级(富裕消费群体和主流消费群体兴起), 珠宝首饰逐步进入居民日常生活。当前年轻的消费群体(即千禧一代和 Z 世代)的崛起使得在消费习惯发生重大变化: 钻石品类而非黄金品类成为最受欢迎的品类, 悦己式的多场景的消费可能性正推动镶嵌品类复购率的提升。

图 44: 千禧一代女性购买钻石目的



资料来源: De Beers、国信证券经济研究所整理

图 45: 2018 年各国黄金珠宝线上销售占比



资料来源: 欧睿数据、国信证券经济研究所整理

珠宝的体验式消费感较强, 且珠宝消费相对高价低频, 消费者对线下实体渠道的信任度更高, 这是过去黄金珠宝线上销售占比一直较低的主要原因, 2018 年, 我国珠宝线上销售占比仅为 7.2%, 低于美国、日本和英国。当前, 为了适应行业需求的转变, 各个珠宝品牌大力拥抱线上渠道, 在线上推出价格中低端、设计感较强的线上专供款式。并在 2020 加速入局直播, 直播和大促正在正打开珠宝消费的渠道天花板。

图 46：2019 年双十一周大生和薇娅合作



资料来源：新浪财经、国信证券经济研究所整理

图 47：2020 年 618 周大生和辛有志合作

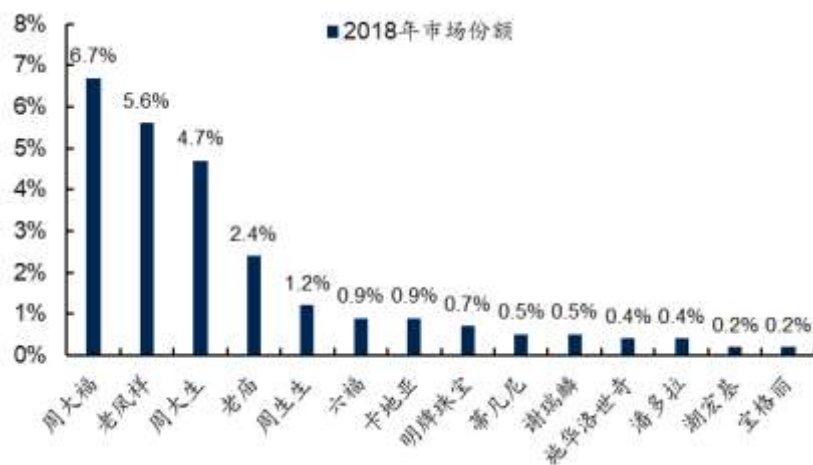


资料来源：新浪财经、国信证券经济研究所整理

公司发展情况：龙头集中度仍有提升空间

我国黄金珠宝龙头企业基本以国产品牌为主，CR5 市占率约为 20.6%，分别为仅次于周大福、老凤祥、周大生、老庙、周生生，近几年整体格局相对稳定，疫情有望一定程度上推动行业洗牌，龙头品牌凭借较强的规模优势以及品牌效应，未来有望进一步实现市场份额提升。

图 48：2018 年我国黄金珠宝品牌市占率



资料来源：欧睿数据、国信证券经济研究所整理

周大生：镶嵌品类龙头，直接受益婚庆需求复苏，线上策略最为优异

公司主要产品包括钻石镶嵌首饰、素金首饰，是一线品牌中唯一以镶嵌品类为主定位的品牌。2019 年，公司镶嵌首饰和素金首饰收入占比分别为 55.14%和 29.14%。当前来看，公司作为低线城市布局最为完善的镶嵌龙头，有望直接受益于婚庆需求的复苏。此外，公司的加盟管理能力强，在疫情常态化下，只有具有优质管理能力的品牌商有望进一步通过优质的加盟体系拓店成长，抢占市占率。此外，公司是黄金珠宝品牌商中拥抱线上力度最大的公司，2019 年公司的线上收入占比为 9.21%，2020 年 Q1 公司线上收入同比增长 104.32%。

老凤祥：直接受益金价上涨，通过拓展品类扩大消费群体

公司核心主业珠宝首饰销售 2019 年收入 371.05 亿元，占主营收入的 76.44%，其他业务包括黄金交易、笔类、工艺品销售等。珠宝首饰业务方面，公司产品

分为黄金类和非黄金类，其中黄金类为主要产品，其中又以纯金产品（含金条类）为主，其余为K金产品。公司作为黄金品类的绝对龙头，品牌和线下渠道优势明显，深受中老年消费群体的欢迎。当前在全球疫情仍具有不确定性的背景下，黄金价格有望持续上涨，金价持续走强较大概率带来价量齐升，推动公司利润水平显著提升。此外，公司通过扩展品类、升级工艺、跨界合作等方式扩大不同类型和层级的消费者群体。总体来看，公司近几年每年完成超 300 个新品开发项目，推出上千款新产品，包括迪士尼公司合作系列等，新品占营收比例逐年提升，有力扩大了覆盖人群并增加了消费者黏性，最终将推动同店收入的提高。

豫园股份：品牌和渠道策略优异，收购 IGI 布局钻石产业链

公司的“豫园商城”商业旅游文化品牌已经成为上海标志性的城市文化名片之一，形成了独特的“商旅文”模式。珠宝首饰业务是公司依托上海城市商业根基，培育壮大的支柱产业之一。公司旗下上海豫园珠宝时尚集团有限公司突出“老庙”和“亚一”的品牌优势，以直营零售、批发为主要经营模式拓展连锁网络，截止 2019 年底豫园珠宝时尚连锁网点达到 2759 家。老庙黄金品牌资产深厚，2018 年在黄金珠宝中的市占率位居全国第四，在黄金品类中的市占率位居前三。与老凤祥类似，老庙黄金有望受益于黄金价格有望持续上涨，金价持续走强较大概率带来价量齐升，推动利润水平显著提升。此外，2018 年公司战略投资收购比利时国际宝石学院 IGI80% 股权，实现战略布局全球钻石产业链，更好地获得钻石领域专业知识及行业资源。

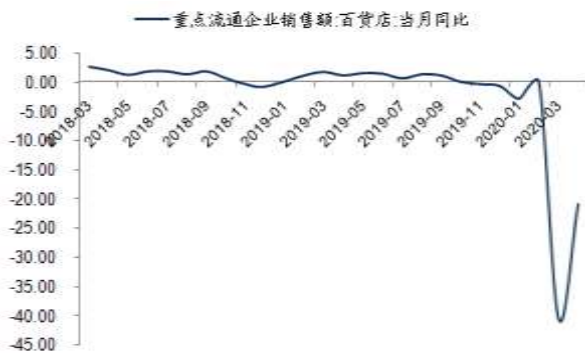
百货：基本面稳步回升，免税主题提振板块估值

大环境承压叠加疫情冲击影响短期基本面，未来有望稳步复苏

从商务部监测的全国重点百货企业零售额变化情况来看，受疫情影响，今年1-4月百货业态零售额累计同比下滑29.8%，其中4月同比下滑20.9%，环比有所收窄。同时从上市公司数据来看，20年Q1受疫情冲击明显，板块Q1营收下滑49.38%；归母净利润方面由于客流量减少叠加费用刚性，同比大幅下降117.09%。据汇客云统计数据，2020年1月2日-2月29日，疫情预计造成全国购物中心客流量减少33亿人次，全国实体商业客流在2月8日降至谷底，仅为预测正常客流的10%。

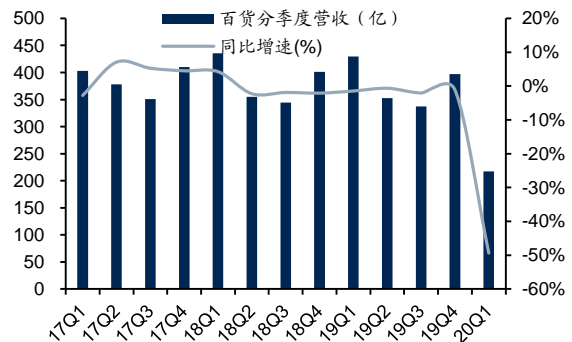
但随着复工复产的推进，百货板块线下客流已逐步回暖。汇客云统计数据显示，全国购物中心客流在三月初步回暖，场均日客流增至8800+，四月进一步回暖至12600+，“五一”小长假场均日客流18600+。不过，在疫情防控常态化的背景下，考虑到百货板块错过了一季度销售旺季，我们预计板块全年业绩仍旧压力较大。

图 49：重点零售企业百货业态当月同比变化情况



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 50：百货板块分季度营收及增速 (亿元、%)



资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理
注:考虑了追溯调整的影响

估值前期处于历史底部，重点龙头仍有修复空间

从板块估值水平来看，自18年去年以来，百货板块估值水平一直处于不断下行的状态之中，并在今年年初左右达到历史的最低位，从估值角度已经较为充分反映了前期基本面的利空因素。而在5月以来，受到免税主题的催化，板块估值在王府井等相关公司的带动下迅速回升，截至2020年6月30日，SW百货板块PE(TTM)为37.87倍，位于2010年以来平均水平，但考虑板块整体基本面仍在稳步复苏，免税政策若有实质落地也将对板块公司基本面带来实质利好，同时部分治理能力优质的龙头公司仍处于历史低位，因而未来相关公司的估值仍有进一步的修复空间。

图 51: SW 百货板块指数近 10 年市盈率 (TTM)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

免税主题有望提振板块情绪，消费回流为大势所趋

近期百货板块主要公司股价逆势表现突出，我们预计除了相关企业基本面稳步复苏以外，主要系免税主题的刺激。6 月初，王府井公告被财政部授予免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务，给地方国资百货公司参与免税经营打开了想象空间。随着市内免税政策的逐步放开，免税运营主体有望实现一定扩容，背靠地方国资的百货企业有望通过积极争取相应运营资质，共同分享和做大免税市场蛋糕。

➢ 引导消费回流为大势所趋，免税市场空间广阔

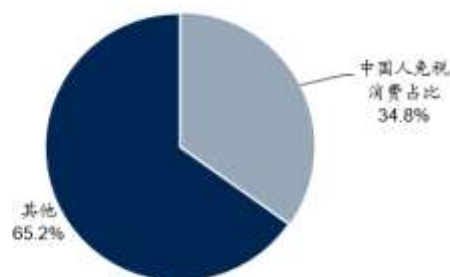
国人免税消费回流空间广阔。中国奢侈品消费规模庞大，全球占比最高（2018 年达 33%），但外流严重。2018 年我国免税销售额 395 亿元，但同年中国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 34.8%。结合国信社服研究小组分析，预计 2019 年国内免税市场预计有望同比增长 24%-36%左右，整体规模有望接近 500 亿人民币，但较韩国 2019 年免税销售额 213 亿美金（折合约 1442 亿人民币，预计有近半为中国人消费贡献），仍有巨大差距。换言之，未来随着海关监管趋严和本国免税消费崛起，仅国人在韩国免税市场消费部分回流，空间就非常广阔。

图 52: 中国与韩国免税市场规模比较



资料来源:穆迪报告,公司公告等,国信证券经济研究所整理估算
注:汇率按 2020 年 3 月 14 日汇率计算

图 53: 中国境外免税消费占全球免税市场的 35%



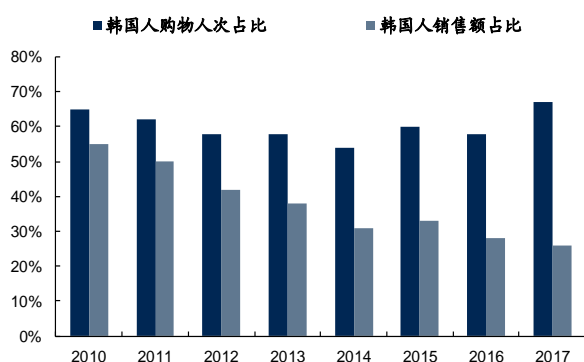
资料来源:商务部数据,国信证券经济研究所整理

国际借鉴:从韩国离境市内免税店市场变化情况看,市内免税店系消费回流的重要手段,且空间广阔。作为全球第一的韩国免税市场,其 8 成销售额来自市内免税店渠道;虽然韩国近几年免税市场快速成长离不开中国居民贡献,但

从此前的情况来看，2010-2011 年，韩国本国人对韩国免税业的销售贡献均达到或超过 50%，其中核心在于市内免税店渠道等的支持，市内免税渠道也成为韩国回流本国居民海外消费的重要手段之一；此外，近几年，韩国本国人在其市内免税店的购买基本略高于机场免税店，可见市内免税渠道的优势：**购物时间充裕灵活，且品牌 SKU 可以更加丰富等。**

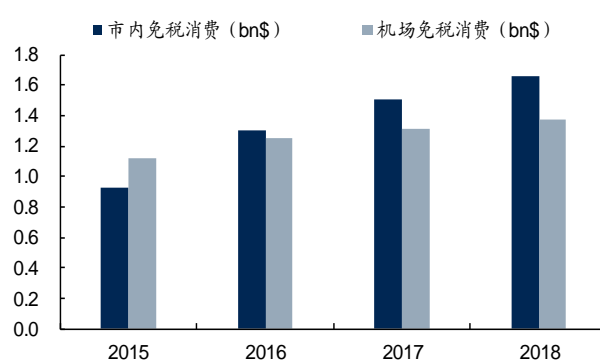
国内免税：出入境口岸免税占 2/3，未来增加离境市内免税店渠道后预计有助于国内免税显著扩容。从我国免税结构来看，2018 年国内免税市场收入规模 395 亿元，其中离岛免税 101 亿元（三亚海棠湾市内免税店贡献约 80 亿元，海口美兰机场免税店贡献约 21 亿元，**市内免税店占 8 成**），剩余 294 亿元系出入境口岸免税，其中京沪机场免税合计近 200 亿元，占出入境免税市场的 2/3，未来若国人离境市内免税店政策正式落地，**新增丰富的国人离境市内免税购物渠道有助于国内出入境免税市场的有效扩容。**

图 54：韩国免税 2010-2017 年本国国贡献占比



资料来源：穆迪报告等，国信证券经济研究所整理估算

图 55：2018 年韩国免税市场购买情况（单位：十亿美元）



资料来源：穆迪报告等，国信证券经济研究所整理估算

➤ 市内免税政策放开预期渐近，百货具备较强的运营能力

在今年 3 月中旬，发改委发布促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见。其中市内免税店政策冠以“顶层设计”之名，纲领性意义极强，并强调“建设一批中国特色市内免税店”等。

首先，文件明确“服务境外人士和我出境居民并重”+“完善市内免税店政策”，从服务我国出境居民的角度，国人离境市内免税店政策呼之欲出，预计国人离境市内免税店政策有望今年内甚至今年上半年就有望落地。

其次，“顶层设计”+“建设一批”具有突出纲领意义，预计离境市内店政策有望涉及国内众多一二线城市，体量庞大。预计本次国人市内免税店政策范围可能突破此前境外人士市内免税店 5 家试点城市的限制，中长线或有望适用全国范围内，即有良好出境客源支撑、有出境机场提货渠道支持的城市原则上就可开设市内免税店，因此不排除包括国内一二线诸多城市。

此外，从参与方来看，我们认为预计可能继续保持有限竞争的格局。即使部分区域可能有新参与者进入，预计更多系区域利益平衡，不排除类似此前海南离岛免税 1+1 格局等（地方国资企业 1 家+央企免税 1 家等）。

表 5: 国内免税运营商基本情况

运营商	背景	牌照	经营区域
中免	央企	出入境免税牌照, 海南离岛免税牌照, 离境外国人市内免税店牌照	京沪广等枢纽机场免税店, 黑河等边境口岸店, 三亚海棠湾免税店等
中出服	央企-国药集团旗下	出入境免税牌照, 出国归国市内免税店牌照	北京、上海、南京等部分市内店, 重庆机场进境店, 天津邮轮进境店等
深免	深圳国企	出入境免税牌照	深圳各边境口岸免税店, 西安机场进境店等
珠免	珠海国企	出入境免税牌照	珠海各边境口岸免税店
海免	中国旅游集团(国旅大股东)持股 51%, 海南国资持股 49%	海南离岛免税牌照(无出入境免税牌照)	海口机场、市内免税店, 博鳌市内免税店
日上	中免控股 51%	无	历史原因中标经营北京、上海机场免税店, 后归中免旗下

资料来源: 国务院, 财政部、商务部等政府公开网站, 公司官网等, 国信证券经济研究所整理

国人离境市内免税店空间展望测算: 短看城市落地节奏, 中看百亿+空间, 长看出入境免税业务翻番。结合我们上述报告, 若国人离境市内免税店政策突破, 在不同假设情况下, 我们预计其规模空间如下表所示。并且, 若未来国内一二线城市皆有望落地国人离境市内免税店, 且免税额度、品类及渠道有支持(包括网点和线上支持), 通过有效的经营管理、品类丰富, 我们大胆预计国内离境市内免税店长线空间有望再现现有出入境免税市场规模, 从而带动国内出入境免税市场近翻番增长。

表 6: 京沪市内店空间展望: 假设与测算

免税额度假设	京沪首年渗透率假设	京沪首年客单价	京沪首年规模假设	2-3 年渗透率	2-3 年客单价	京沪市内店 2-3 年空间	考虑深广及其他二线城市空间, 2-3 年中线空间预计
8000 元/次	4-6%	1500-2500 元	22-55 亿元	6-8%	3000-4000 元	65-117 亿元	75-150 亿元
13000 元/次	4-6%	2000-3000 元	29-65 亿元	6-8%	3500-4500 元	77-131 亿	100-180 亿元

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理假设与测算

公司情况: 免税主题催化百货估值回归, 地方国资迎发展机遇

从免税运营商的角度, 与上游品牌商谈判, 一凭规模, 二论渠道, 三看合作积累等; 从下游来看, 免税运营商直面国际游客跨区比价竞争, 也倒逼全球免税商规模成长。因此, 免税运营商在经营过程中, 规模化优势十分重要。一是国内免税运营商依托规模和运营优势的持续提升, 争取更加丰富的品牌品类 SKU (包括上新速度) 以及更具有竞争力的价格, 从而争取尽量将国内消费者的免税消费留至国内; 二是购物渠道更加便利和多元化, 有更多的购物时间和购物方式, 从而扩大消费者覆盖面, 推动免税消费回流这一核心出发点。从这一点来看, 预计未来中免作为国内免税霸主, 规模优势下运营实力长期仍将占据主导, 但同时, 地方百货龙头凭借前期积累的供应链优势, 优质地段网点的布局, 品牌商的合作基础等优势, 同样有望在政策放开前提下, 凭借较强的中高端零售运营实力, 共同分享免税市场大蛋糕。

图 56: 国资百货一览



资料来源:国信证券经济研究所整理

王府井：品牌及规模优势明显的全国型百货龙头。王府井定位高端，旗下百货及奥莱店具备丰富的国际一二线奢侈品销售运营经验，2019 年百货业务中近 20% 为国际高端化妆品业务收入；同时公司全国网点布局丰富，截至 2019 年末，公司在 33 个城市拥有 54 家门店，且绝大多数门店位于各城市核心商圈位置，并且部分为自有物业门店约 18 家。而未来在拓展免税业务过程中，以上也将为公司提供供应链、网点、物业基础方面的优势。

而随着王府井相关牌照的获取，对于其他一线城市也有望形成示范效应。在国家引导消费回流大方向日益明确的背景下，若免税政策未来进一步放开，具备地方国资背景，同时身处出入境客流较高城市的百货企业，同样存在较大的免税业务拓展想象空间。我们从股东背景以及所在城市免税市场潜在空间角度，建议可积极关注**百联股份**，**广百股份**等，同时随着整个百货板块关注度的提升，本身就具备较强经营实力的百货龙头也有望迎来估值回归，建议关注**天虹股份**及**重庆百货**等。

投资建议：拥抱强内需时代，把握三条主线

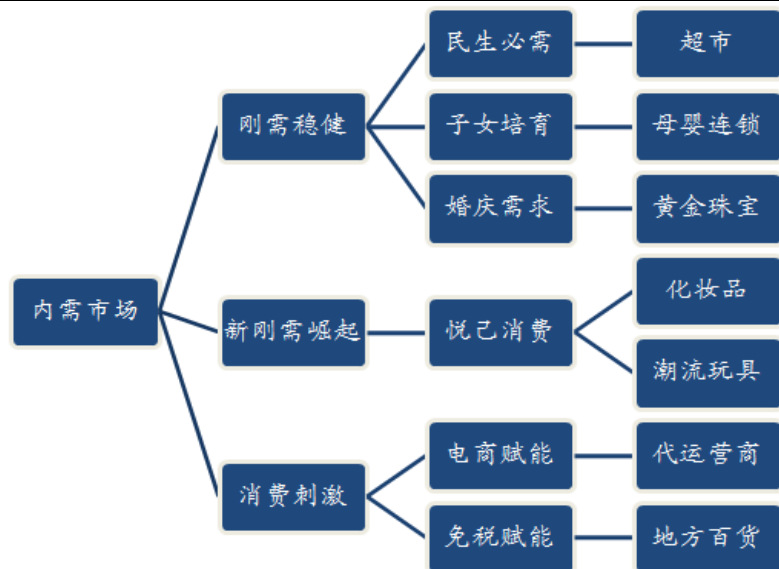
总结来看，受疫情影响，上半年消费市场整体相对承压，其中不同业态及品类有较大差异，必选消费品以及超市等业态体现出较强的抗压韧性，可选消费品及百货业态相对承压，但近期复苏态势良好。在当前国际形势相对不明朗，且国内经济大环境承压依旧的背景，激活内需消费市场将是未来几年推动经济增长的重要手段，也正得到政府、企业乃至普通消费者越来越大的重视。

首先，从品牌来看，国货崛起已成为各消费品类中一大趋势。一方面，国产品牌近年通过研发技术升级，具备了产品力基础；另一方面，年轻消费者对于国货认同感的提升也给国货品牌带来了客群基础。

其次，从渠道来看，政策推动下，平台鼓励和刺激消费复苏已是大势所趋，当前主要主要有两类渠道平台：一方面，电商渠道特别是转化效率更高的直播电商，在疫情后激活消费过程中扮演重要角色；另一方面，作为向国内消费者让利的重要方式，免税渠道正成为国家刺激内需、引导消费回流的重要手段。

展望下半年，我们认为需要积极把握三条投资主线：1) **“新”刚需崛起：**经济发展低速时期，符合年轻化、个性化消费特征且并不占据较大收入空间的悦己型消费需求不断提升，这类消费品件单价低，购买频次高，且具备冲动消费属性，如化妆品，潮玩等，逐渐成为新时期的“新”刚需；2) **传统刚需稳健：**包括销售生鲜等民生必需品的超市板块，以及子女培育和婚庆两大刚需属性占比较高的母婴连锁和黄金珠宝板块，这类消费需求受经济波动相关性较小，且板块中龙头公司将有望受益于疫情带来的行业洗牌。3) **新渠道激活：**从政府以及企业层面，刺激消费复苏是下半年的主要任务，目前电商以及免税购物是最为有效的渠道方式。在此背景下，代运营商及地方百货将有望受益于两大渠道发展带来成长机遇。

图 57：下半年投资主线



资料来源:国信证券经济研究所整理

“新”刚需崛起：悦己型个性化消费随年轻中产崛起而越发刚性

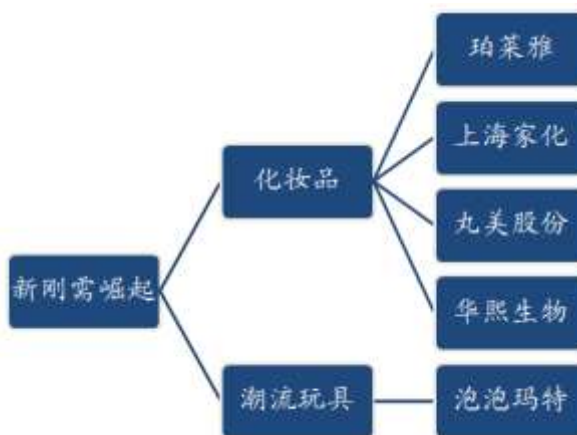
国内经济发展进入新常态时期，居民可支配收入增速放缓，并且在医疗教育房产等压力下，居民负债比例攀升，大件可选消费支出能力不可避免在下滑，但同时经过改革开放四十年的物质消费熏陶下，居民消费习惯又已经过度到了品质化、个性化阶段，因此这一时期件单价低但能够明显满足个性化品质生活的悦己型消费品受到国内居民尤其是年轻消费者的热捧。同时这一系列品类消费

频次较高，营销推广适合新媒体渠道传播，在购买以及使用过程中具备有较强的社交粘性，因而逐渐成为了年轻一代新消费领域的“新”刚需。其中化妆品以及潮玩是相关品类的典型代表。

1) 化妆品：正如前文所述，当前的国内消费结构以及消费习惯变迁是化妆品行业发展的底层原因，在年轻化和低线化带动下，美妆行业整体的渗透率得到了快速提升，而社交电商渠道模式的跑通打开了美妆品牌发展的天花板。国货龙头凭借产品力升级，新兴渠道迭代以及新媒体营销布局，有望继续实现领先行业水平的增长。重点关注珀莱雅、上海家化、丸美股份。

2) 潮流玩具：中国的潮流玩具零售市场起步晚却增长迅速，在可支配收入及消费需求上升、优质潮流内容增加等要素驱动下，中国潮玩市场快速增长，过去五年复合增长率达到 34.6%，并在近年来新兴的盲盒形式进一步激发粉丝消费力。建议关注即将港股上市的泡泡玛特等。

图 58：投资主线一：新刚需崛起



资料来源:国信证券经济研究所整理

传统刚需稳健：需求稳健向上，格局加速优化，龙头确定性优势明显

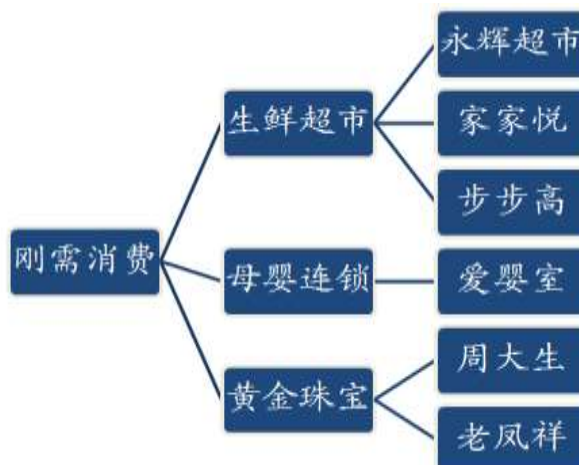
传统刚需消费不仅在疫情期间受到的影响相对其他消费品类较小，同时未来受经济预期波动的影响也相对较小。其中需求相对高频的品类稳定性更为突出，而相对低频的消费品类虽短期受严格防控等因素制约了消费行为发生，但随着疫情的缓和，囤积的需求将在下半年集中释放。此外，疫情一定程度也加速了行业的洗牌，凸显龙头的竞争优势，未来在成长确定性上有望表现更佳。

1) 生鲜商超：总结来看，超市企业普遍受益于疫情期间必选坚挺表现和 CPI 高位运行，营收增速表现靓丽，随着疫情常态化，超市业态的经营相对稳定性依旧突出，未来龙头企业凭借较强的供应链能力以及品牌规模效应，有望在异地扩张布局中加速成长。重点关注家家悦、永辉超市及步步高。

2) 母婴连锁：母婴消费具有刚需、价格敏感性弱的特点，当前消费单价提升趋势明显，且有望受益生育政策进一步放开预期，而由于母婴消费存在品质及体验性要求，预计未来专业连锁与电商将长期共存。整体来看行业仍相对分散，疫情下龙头有望通过加速展店及外延并购提升集中度，重点关注爱婴室。

3) 黄金珠宝：黄金珠宝消费目的中有近半为婚庆刚需，预计下半年十一黄金周有望释放前期积压的婚庆需求。同时，金价有望持续上涨，存货增值与销量变化推动企业业绩提升。此外，随着直播和大促节日正有望通过提升线上渗透率打开珠宝消费的渠道天花板。重点关注周大生、老凤祥。

图 59: 投资主线二: 传统刚需稳健



资料来源:国信证券经济研究所整理

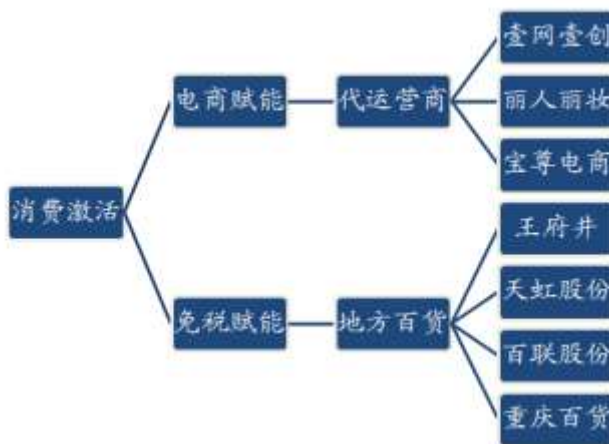
新渠道激活: 电商及免税赋能, 激活内需市场

借助新兴渠道的推广来刺激消费复苏, 并激活未来长期内需市场的发展, 也将是未来政府及平台的重要手段。而目前电商以及免税购物是最为行之有效的渠道方式。无论是电商大促还是免税政策放开, 本质上都是通过向消费者让利, 刺激消费复苏, 激活整个零售市场, 同时本身这两大渠道中的客群构成也是消费能力以及习惯相对最为成熟的。这一过程中, 代运营商以及地方百货将分别有望受益于两大渠道发展带来成长机遇。

1) **代运营商:** 疫情期间线上运营将成为行业的主流运营方式, 同时疫情过后预计品牌方将更加重视电商渠道, 而随着线上新模式的推行, 流量越发分散也加大了传统品牌的运营难度, 因而专业线上代运营企业将迎来新一轮的品牌合作以及品类扩张的爆发节点。建议关注壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等。

2) **地方百货:** 在地方政府发放消费券以及发展实体经济等政策助力下, 百货渠道有望实现稳步复苏, 同时随着市内免税政策放开预期渐近, 地方百货存在一定想象空间, 有望借助丰富的中高端消费品运营经验及网点布局, 分享消费回流趋势下的发展红利。建议关注王府井、百联股份、天虹股份及重庆百货等。

图 60: 投资主线三: 新渠道消费激活



资料来源:国信证券经济研究所整理

投资标的：积极把握优质赛道龙头

综合上述分析，我们建议 2020 年下半年重点关注标的的组合为珀莱雅、上海家化、周大生、家家悦及爱婴室等。

珀莱雅（603605）

公司依靠较强的渠道、营销、产品能力 Q1 疫情影响下依旧较为坚韧，且从目前恢复情况来看 Q2 有望恢复正增长。公司是传统线下品牌转型布局电商渠道最为成功的企业之一，自 17 年以来电商渠道是驱动公司快速发展的重要推动因素，预计公司 20 年电商占比有望达到 65%，今年 618 促销继续位列天猫国货美妆品牌前列。优异的电商表现有望推动公司上半年业绩实现优于行业平均水平的增长。

在电商布局的基础之上，一方面，公司借电商领域的自主运营优势和内容营销方面的布局，围绕定位客群打造新品，实现了品类迭代成长，今年推出的“红宝石”以及“双抗”精华单品取得了初步的成功，产品结构优化有望推动公司实现量价齐升；另一方面，公司多品牌布局正不断深化，包括功能性护肤及彩妆等，新品牌预计均通过电商渠道运营，未来外延预期持续强化。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 至 2.50/3.39/4.31 元/股，对应 PE69/51/40 倍，维持中长期“买入”。

表 7：珀莱雅盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3123.52	3960.68	5213.55	6237.58
(+/-%)	32.28%	26.80%	31.63%	19.64%
净利润(百万元)	392.68	502.18	681.55	866.51
(+/-%)	36.73%	27.88%	35.72%	27.14%
摊薄每股收益(元)	1.95	2.50	3.39	4.31
EBITMargin	17.67%	14.35%	14.83%	15.62%
净资产收益率(ROE)	19.35%	20.91%	23.46%	24.43%
市盈率(PE)	88.21	68.97	50.82	39.97

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

上海家化（600315）

公司是化妆品高景气度赛道内品牌矩阵最丰富，平台运营能力最强的百年龙头，产品力积淀深厚，兼具中草药概念独特性及产品安全性和功效性，并在此基础上搭建了完备的品牌矩阵基础：玉泽借强劲产品力及新营销布局成为拉动公司增长新驱动力，Q1GMV 增速超 500%；六神整体稳健，今年在疫情提振个人清洁品类需求及炎夏提振花露水需求下有望稳步增长；佰草集加速产品革新，提升营销效率，有望逐步重回增长轨道；美加净及高夫通过品类转型升级打开空间；其他新锐品牌启初，家安、双妹等所处细分市场发展迅速，为公司中长期发展储备潜能。

此外，随着未来管理层变革，公司一方面有望在机制理顺后实现提效控费释放业绩，目前公司费用率高出同行以及自身历史稳健水平超过 10pct 以上；另一方面，新任管理层具有电商新渠道转型运营经验，公司 19 年电商渠道占比预计不到 30%，而板块内品牌公司普遍占比高于 45%，未来发展空间较大。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 预测为 0.81/1.11/1.39 元，对应 PE56/41/33 倍。作为国内综合性的日化龙头，公司研发生产实力强劲，品牌资产深厚，中短期随着管理机制优化以及品牌成长规模效应体现，盈利能力有望得到改善，中长期基本面确定性强。维持“买入”评级。

表 8: 上海家化盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,596.95	8,092.89	9,539.05	10,528.20
(+/-%)	6.43%	6.53%	17.87%	10.37%
净利润(百万元)	557.09	543.86	745.55	930.28
(+/-%)	3.09%	-2.38%	37.08%	24.78%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.81	1.11	1.39
EBITMargin	6.60%	6.51%	8.05%	9.35%
净资产收益率(ROE)	8.86%	8.09%	10.40%	12.04%
市盈率(PE)	54.75	56.08	40.91	32.79

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

周大生 (002867)

公司作为低线城市布局最为完善的镶嵌龙头，首先，下半年有望直接受益于婚庆需求的复苏。同时，公司的加盟管理能力强，对加盟商采用高度流程化、规范化的同时，充分发挥加盟商的经营管理能力。在疫情常态化下，优质管理能力有望助力公司进一步通过优质的加盟体系拓店成长，抢占市占率。

此外，公司是黄金珠宝品牌商中拥抱线上力度最大的公司，2019年公司的线上收入占比为9.21%，2020年Q1公司线上收入同比增长104.32%。一方面，公司积极推出设计感较强且性价比高的线上特供款。另一方面，公司积极采用直播的方式，与头部网红展开合作，打开珠宝消费的渠道天花板。

全年来看，一方面公司将加大线上投放力度，线上有望保持较高增长。此外，随着疫情好转，展店速度有望恢复，且将持续受益金价上行趋势。预计2020-2022年EPS至1.44/1.67/1.89元，对应PE17/14/13X。中长期疫情冲击有望加速市场洗牌，公司龙头优势有望逐步体现，维持“买入”。

表 9: 周大生盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,439.29	5,893.47	6,814.03	7,521.33
(+/-%)	11.69%	8.35%	15.62%	10.38%
净利润(百万元)	991.42	1,051.30	1,218.62	1,379.25
(+/-%)	22.99%	6.04%	15.92%	13.18%
摊薄每股收益(元)	1.36	1.44	1.67	1.89
EBITMargin	21.94%	22.35%	22.42%	22.97%
净资产收益率(ROE)	21.05%	19.30%	19.35%	18.99%
市盈率(PE)	17.69	16.68	14.39	12.71

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

家家悦 (603708)

公司作为胶东地区生鲜龙头，通过内生外延保持优异的成长性。内生方面，公司持续加强物流体系建设，提升供应链管理效率，强化自有品牌建设，提升盈利能力。同时在疫情推动商超必选增长，以及公司积极布局商超到家业务下，有望推动同店增速继续维持较高水平。外延并购方面，公司已经实现了从区域零售向全国零售的转变，异地扩张成效得到了初步验证，预计公司继续保持扩张步伐。我们考虑在公司强势供应链赋能及经营管理提效下，新的异地项目河北家家悦（19年亏损0.3亿元），以及山东华润万家等均有有望复制青岛维客业绩扭亏经验，在2020年将为公司带来一定业绩弹性，维持公司20-22年EPS为0.99/1.17/1.40元/股，对应PE45/38/32X，维持“买入”评级。

表 10: 家家悦盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,264	18,122	21,745	25,937
(+/-%)	19.9%	18.7%	20.0%	19.3%
净利润(百万元)	458	602	710	852
(+/-%)	6.4%	31.6%	17.9%	20.0%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.99	1.17	1.40
EBITMargin	3.6%	3.6%	3.6%	3.8%
净资产收益率(ROE)	15.7%	18.2%	18.8%	19.7%
市盈率(PE)	59.1	44.7	37.9	31.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

爱婴室 (603214)

公司是华东区域母婴连锁龙头,在华东母婴市场已成为消费者认知品牌第一位。未来公司看点有三:展店、自有商品的发展以及母婴产业链的延伸。公司确立华东、川渝、华南等区域重点突破策略,未来随着公司在优异供应链体系和品牌口碑的支撑下,异地拓店有望加速;此外,随着公司品牌优势的扩大,公司将不断发展自有品类,高毛利的自有商品有望带动整体毛利率的提升。最后,公司寻求产业链并购机会,有望不断拓宽品类以及在母婴服务领域有所突破。整体来看 Q1 的归母净利润占比相对较小,疫情对全年贡献相对有限。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.21/1.71/2.17 元/股,对应 PE26/18/14X,整体来看,疫情对公司业绩影响偏短期,一方面母婴消费相对偏刚性,另一方面疫情有望加速母婴渠道的洗牌,而长期来看,公司品牌、渠道和供应链优势明显,未来将在展店、自有商品以及母婴产业链上持续寻求突破,我们维持“增持”评级。

表 11: 爱婴室盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,460.4	2,813.4	3,534.2	4,113.1
(+/-%)	15.2%	14.4%	25.6%	16.4%
净利润(百万元)	154.2	173.5	243.9	309.7
(+/-%)	28.5%	12.5%	40.5%	27.0%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.21	1.71	2.17
EBITMargin	7.5%	8.1%	9.3%	10.3%
净资产收益率(ROE)	15.2%	15.3%	18.7%	20.3%
市盈率(PE)	20.6	25.6	18.2	14.4

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 7-3	总市值(百万元) 7-3	EPS				PE			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603605	珀莱雅	买入	172.10	34,638.49	1.95	2.50	3.39	4.31	88.21	68.95	50.72	39.93
600315	上海家化	买入	45.44	30,501.53	0.83	0.81	0.99	1.21	54.75	56.32	45.79	37.55
002867	周大生	买入	23.99	17,534.42	1.36	1.44	1.67	1.89	17.69	16.68	14.39	12.71
603708	家家悦	买入	44.29	26,946.04	0.75	0.99	1.17	1.40	58.89	44.76	37.95	31.64
603214	爱婴室	增持	31.14	4,449.36	1.20	1.21	1.71	2.17	26.0	25.64	18.25	14.36
603983	丸美股份	增持	82.03	32,894.03	1.28	1.52	1.90	2.22	63.89	53.86	43.18	36.95
601933	永辉超市	买入	9.41	90,058.05	0.16	0.32	0.40	0.48	57.59	29.75	23.80	19.60
300792	壹网壹创	增持	170.14	24,542.73	2.74	2.13	2.85	3.61	62.14	79.74	59.74	47.12
688363	华熙生物	增持	141.16	67,756.80	1.22	1.49	2.19	2.91	115.70	95.01	64.45	48.52
600612	老凤祥	买入	48.15	19,740.66	2.69	2.82	3.35	3.79	17.90	17.07	14.37	12.70
002024	苏宁易购	买入	9.18	85,466.16	1.06	0.15	0.27	0.41	61.20	34.00	22.39	0.15
002127	南极电商	增持	21.86	53,663.47	0.49	0.64	0.79	0.94	44.49	34.39	27.81	23.26

资料来源:wind、国信证券经济研究所整理预测

注:阿里巴巴收盘价和市值为港元,其2019年对应为FY2020

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032