

把握龙头长线机会，积极布局强势品类

上次评级：同步大势

报告摘要：

2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速下行压力加大，政府逆周期调节力度不断升级，消费作为拉动经济增长的第一动力，一系列刺激消费政策陆续出台，目前经济回暖趋势良好，各类消费迅速反弹，我们预计 2021 年消费整体上大概率回升企稳。

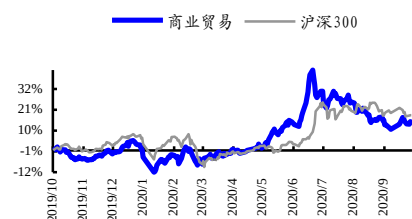
从需求端来看，**社会总需求仍在爬坡，可选消费恢复趋势良好**。从社零数据来看，消费品内部有所分化，其中必选消费增速高位回落，可选消费增速低位回升。以化妆品、珠宝首饰、服装等为代表的高端消费疫情后加速复苏，已经基本恢复到疫情前水平。与此同时，低端消费快速增长，随着农村物流设施的逐渐完善，低线市场将为美妆、母婴用品、黄金饰品等细分领域带来巨大的发展机遇。建议投资者重视低线城市需求红利，精选高景气度消费行业，尤其是成长路径清晰、竞争优势明显、具有线上经营能力的龙头企业。

从供给端来看，全渠道发展目前已经成为行业共识，受新冠肺炎疫情催化，**线下零售行业加速打通线上渠道**。为满足消费者日益多元化需求，能够打通线上线下、到店到家全渠道销售场景，构建可复制零售业态的企业将更具优势。与此同时，线上企业加速寻找流量出口，纷纷布局线下门店，与传统零售企业开展竞争。**数字化赋能零售全产业链**。疫情后，企业数字化运营能力更加重要，能够围绕消费者有效利用大数据技术实现从“产品-顾客-门店-中后台-供应链”全面数字化转型，提升运营效率的企业将更具优势。

投资建议：必选消费龙头估值回调提供布局良机，建议长线布局生鲜占比高、供应链能力强、门店扩张明确的商超龙头永辉超市、家家悦，以及西南便利店龙头红旗连锁。可选消费持续复苏，建议关注数字化经营能力强、多业态经营的低估值行业龙头重庆百货。黄金饰品行业建议关注线上经营能力强、渠道下沉优势明显，受益于金价高位的周大生。电商渠道维持高增速，线上消费占比不断提升，建议关注受益标的南极电商。母婴行业推荐门店扩张能力强，业绩触底回升的爱婴室。

风险提示：二次疫情风险；消费复苏低于预期；国际经济摩擦。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2.68%	-12.76%	13.52%
相对收益	-5.75%	-14.10%	-9.12%

行业数据

成分股数量 (只)	98
总市值 (亿)	9474
流通市值 (亿)	7233
市盈率 (倍)	18.95
市净率 (倍)	1.36
成分股总营收 (亿)	16762
成分股总净利润 (亿)	382
成分股资产负债率 (%)	59.12

相关报告

《商贸零售行业 2020 年度投资策略：消费分级下需求的挖掘与拦截》

2019-11-21

《商贸零售中期策略报告：消费企稳回升，关注效率改善龙头》

2019-06-28

《商贸零售行业 19Q1 季报及 18 年报点评：消费回暖，龙头优势明显》

2019-05-28

《东北证券商贸零售：贸易摩擦进一步坚定国家促进内需的决心》

2019-05-22

重点公司主要财务数据 (股价采用 2020.10.20 日数据)

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
永辉超市	8.14	0.25	0.30	0.35	32.91	27.06	23.23	买入
家家悦	32.09	0.92	1.12	1.34	35.06	28.66	23.98	增持
红旗连锁	8.30	0.45	0.56	0.67	18.27	14.82	12.41	买入
重庆百货	37.89	2.62	2.74	3.06	14.48	13.83	12.39	买入
南极电商	20.35	0.63	0.81	0.96	32.13	25.13	21.28	买入
爱婴室	31.89	1.12	1.37	1.69	30.81	25.19	20.43	增持

证券分析师：李慧

执业证书编号：S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

研究助理：刘青松

执业证书编号：S0550119010017
(010)58034568 liuqs@nesc.cn

目 录

1.	疫情冲击下，终端消费分化明显	5
1.1.	经济重回正增长，终端零售持续改善.....	5
1.2.	商贸零售板块 2020 上半年业绩回顾：必选消费高位回落，可选消费低位回升.....	9
1.3.	商贸零售板块市场表现：涨幅跟随大势，估值有所回落.....	11
2.	受疫情催化，线上线下全渠道融合加速.....	13
2.1.	超市：生鲜 O2O 迎来快速发展，传统商超加速布局	13
2.1.1.	受益于非接触经济，生鲜 O2O 迎来发展良机.....	13
2.1.1.1.	疫情期间被动选择线上买菜，疫情后有望养成生鲜到家习惯.....	13
2.1.1.2.	疫情期间生鲜到家业务迎来爆发式增长.....	14
2.1.1.3.	更多线上巨头加码社区生鲜到家行业.....	15
2.1.2.	凭借线下优势，传统商超加速布局到家业务.....	15
2.2.	百货：后疫情时代，百货企业加速转型	16
2.2.1.	疫情冲击坚定了百货企业数字化决心	16
2.2.2.	百货行业数字化转型方向	17
2.3.	珠宝首饰：疫情之后，黄金珠宝饰品有望迎来量价齐升.....	20
2.3.1.	金价高位运营，珠宝首饰行业普遍收益.....	20
2.3.1.1.	黄金首饰需求相对黄金价格变动具有滞后性.....	20
2.3.1.2.	避险属性凸显，黄金价格持续上涨.....	21
2.3.1.3.	金价上涨助力公司价值成长.....	21
2.3.1.4.	黄金价格：公司股价的催化剂	22
2.3.2.	受疫情及民间风俗影响，2020 年下半年婚庆需求有望反弹	23
3.	商贸零售行业 2021 年度投资策略及重点公司推荐.....	24
3.1.	2021 年度总体投资策略.....	24
3.2.	重点公司推荐.....	24
3.2.1.	永辉超市（601933）：强生鲜助力主业增长，云创回归打通全渠道.....	24
3.2.2.	家家悦（603708）：生鲜优势助力主业增长，省外扩张逻辑持续验证.....	25
3.2.3.	红旗连锁（002697）：主业增长稳健，疫情影响逐渐减弱	26
3.2.4.	重庆百货（600729）：混改落地助力公司焕发新活力	27
3.2.5.	南极电商（002127）：打造“南极人共同体”，赋能产业链上下游.....	28
3.2.6.	爱婴室（603214）：疫情影响逐渐减弱，品类边际改善	30
4.	风险提示.....	31

图表目录

图 1: GDP 增速当季同比 (%)	5
图 2: 社会消费品零售总额当月增速 (%)	6
图 3: 限额以上企业零售总额同比增速 (%)	6
图 4: 实物商品网上销售额增速及占比 (%)	6
图 5: 与超市相关的必选消费品类增速 (%)	7
图 6: 与百货相关的可选消费品类增速 (%)	7
图 7: 食品类 CPI 高位回落带动 CPI 下降	8
图 8: 猪肉价格下跌带动食品类 CPI 回落	8
图 9: 消费者信心指数低位回升	8
图 10: 商贸零售板块营收同比增速 (%)	9
图 11: 商贸零售板块归母净利润同比增速 (%)	9
图 12: 超市板块营收同比增速 (%)	10
图 13: 超市板块归母净利润同比增速 (%)	10
图 14: 百货板块营收同比增速 (%)	10
图 15: 百货板块归母净利润同比增速 (%)	10
图 16: 黄金珠宝板块营收同比增速 (%)	10
图 17: 黄金珠宝板块归母净利润同比增速 (%)	10
图 18: 年初至今商贸零售板块走势	11
图 19: 年初至今中信一级行业涨势排名	11
图 20: 年初至今商贸零售各子板块走势	11
图 21: 超市板块估值处于历史底部区域	12
图 22: 百货板块估值有所抬升	12
图 23: 珠宝首饰行业估值重新回落到底部	13
图 24: 电商及服务板块估值持续提升	13
图 25: 母婴服务板块估值冲高回落	13
图 26: 四大线上买菜平台日新增用户规模走势图	14
图 27: 疫情后百货在所有线下零售业态中表现最差	17
图 28: 百货数字化转型三个方向	17
图 29: 银泰百货数字化商场示意图	19
图 30: 智慧门店可实现功能	19
图 31: 天虹 APP 界面	20
图 32: 天虹微信小程序界面	20
图 33: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动	21
图 34: 金价与美国实际利率呈负相关	21
图 35: 金价与美元指数呈负相关	21
图 36: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动	22
图 37: 2001 年以来公司业绩增速 (%)	22
图 38: 老凤祥股价和金价具有一定的正相关性	23
图 39: 限额以上企业金银珠宝零售额同比增速	23
图 40: 永辉超市市盈率 (TTM)	25
图 41: 永辉超市市销率 (TTM)	25
图 42: 家家悦市盈率 (TTM)	26
图 43: 家家悦市销率 (TTM)	26

图 44: 红旗连锁市盈率 (TTM)	27
图 45: 红旗连锁市销率 (TTM)	27
图 46: 重庆百货市盈率 (TTM)	28
图 47: 重庆百货市销率 (TTM)	28
图 48: 南极电商市盈率 (TTM)	30
图 49: 南极电商市销率 (TTM)	30
图 50: 爱婴室市盈率 (TTM)	31
图 51: 爱婴室市销率 (TTM)	31
表 1: 疫情期间生鲜电商迎爆发式增长.....	15
表 2: 传统商超布局到家业务情况.....	16
表 3: 永辉超市财务预测.....	25
表 4: 家家悦财务预测.....	26
表 5: 红旗连锁财务预测.....	27
表 6: 重庆百货财务预测.....	28
表 7: 南极电商财务预测.....	29
表 8: 爱婴室财务预测.....	30

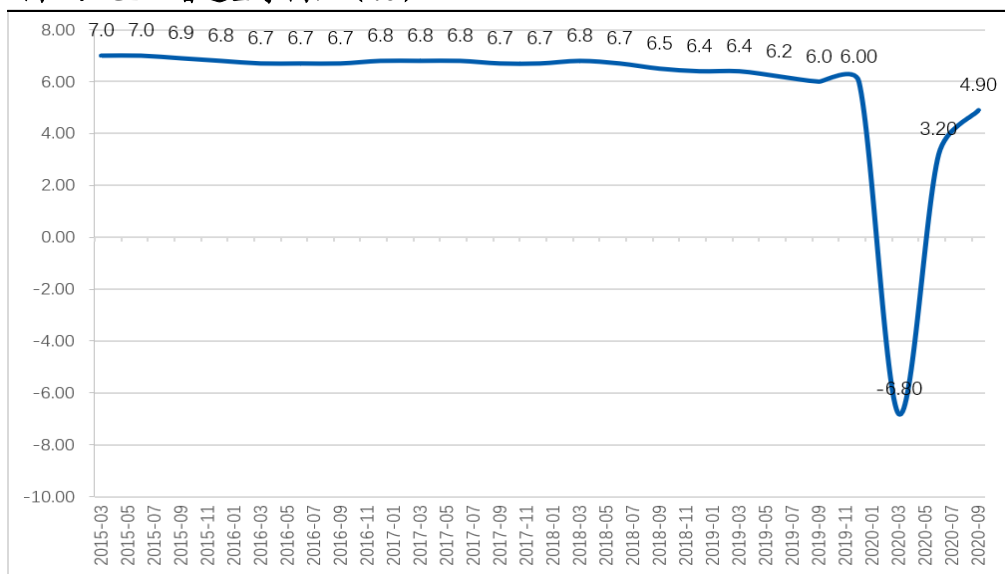
1. 疫情冲击下，终端消费分化明显

1.1. 经济重回正增长，终端零售持续改善

三季度 GDP 增速为 4.9%，预计全年 GDP 将增长 1.9%。2020 年一季度，我国爆发严重的新冠肺炎疫情，受疫情冲击，全国经济生活受到较大影响，除生活必须品的供应外，各类经济活动均暂停，一季度全国 GDP 同比下降了 6.8%。但随着国家对疫情的有效管控，二季度以来，除个别地区零散发生个别病例，国内疫情已经受到全面有效遏制。与此同时，国外疫情大爆发，由于西方国家对疫情管控不力，疫情至今仍然处于未控制状态，国际主要经济体均由于此次疫情冲击受到较大影响。

二季度以来，在政府大力推动复工复产、促进消费恢复的政策下，国内社会生产、居民工作生活消费等活动均已经逐渐恢复正常。其中二季度，国内经济已经同比实现正增长，GDP 同比增长 3.2%。三季度以来，社会生产活动进一步恢复，前三季度 GDP 累计已经实现正增长，其中第三季度 GDP 增速为 4.9%。根据 IMF 发布的最新经济展望显示，中国仍将是世界上唯一一个在 2020 年实现正增长的经济体，预计今年的 GDP 将增长 1.9%。同时，在 IMF 报告中表示，得益于复苏速度快于预期，2021 年中国的增长将加速至 8.2%。

图 1: GDP 增速当季同比 (%)

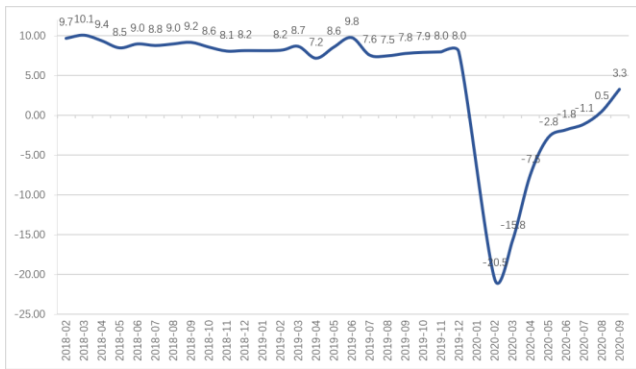


数据来源：东北证券，Wind

消费逐渐爬坡，四季度进入旺季。终端零售受疫情冲击影响严重，根据社会消费品零售总额同比数据来看，1-2 月份全社会社零总额同比下跌 20.5%，3 月份同比下跌 15.8%。二季度以来，国家出台一系列促消费政策，鼓励居民增加消费支出，终端消费不断呈现复苏趋势。8 月份以来社零数据显示，终端消费同比已经实现正增长，随着四季度国庆中秋双节、双十一大促等消费旺季的到来，预计四季度终端消费环比将进一步复苏。

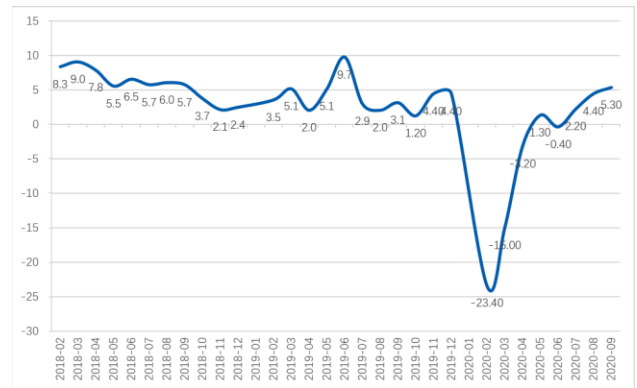
从限额以上企业消费品零售总额来看，大型企业受到疫情冲击影响更大，但是恢复的也更快，7 月份同比已经实现了正增长，9 月份同比增速已经达到了 5.3%。

图 2: 社会消费品零售总额当月增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

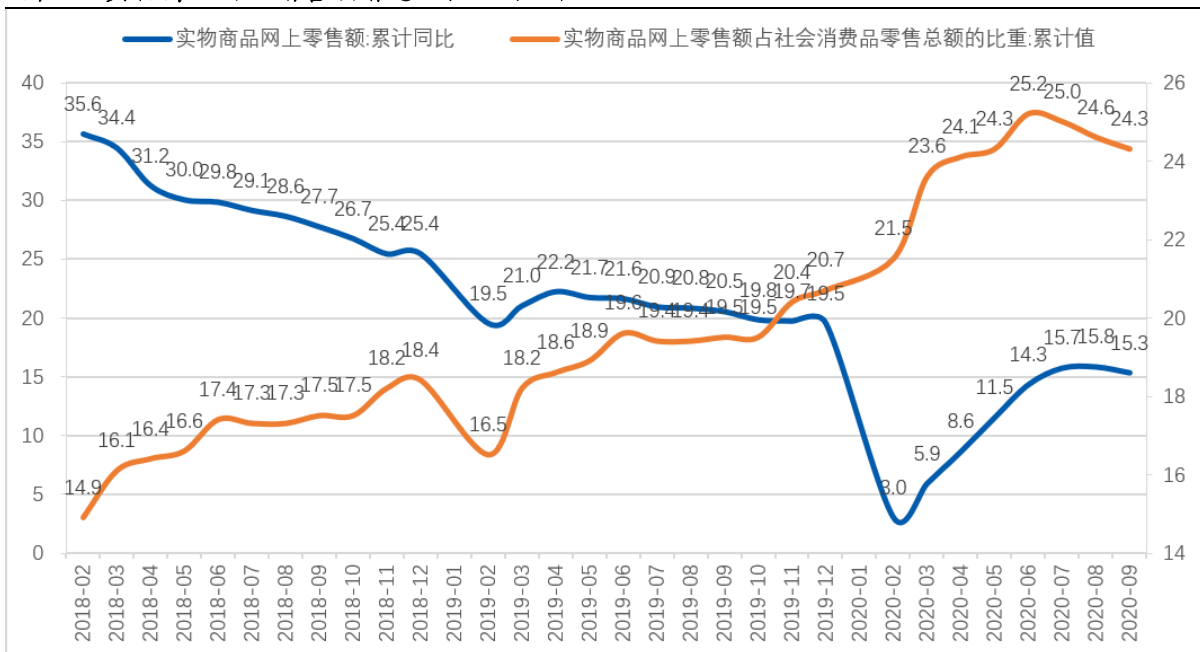
图 3: 限额以上企业零售总额同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

线上消费维持高增长, 表现优于实体零售。受疫情影响, 非接触经济受到消费者欢迎, 线上消费契合疫情防控要求, 满足消费者购物需求。疫情发生以来, 在实体消费受限的情况下, 线上消费维持较高增速, 线上消费占比持续提升。尤其是大型互联网电商, 在快递运输、流量获取、供应链支持等方面具有明显优势, 表现要远好于实体零售。

图 4: 实物商品网上销售额增速及占比 (%)



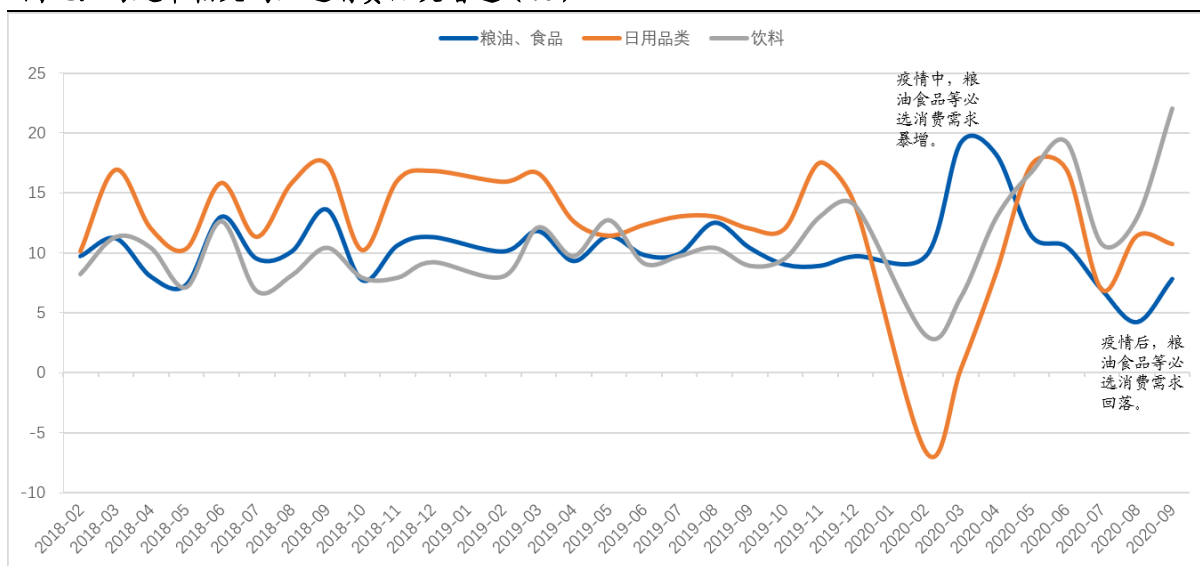
数据来源: 东北证券, Wind

疫情中, 必选消费需求爆发, 可选消费需求暂时压制。疫情中居民受疫情管控要求外出受到限制, 只能选择居家生活办公, 导致居家消费需求上升, 尤其是与日常生活相关的食品、生鲜、饮料、日用品等必选消费品种需求迎来爆发。但是像餐饮、旅游、服装等可选消费品类需求却暂时受到压制。

后疫情时代, 必选消费增速回落, 可选消费增速回暖。疫情后, 管控逐渐放松, 居民日常工作生活逐渐恢复正常, 消费者得以外出消费, 可选消费的需求逐渐上升, 但是受制于经济暂定导致居民收入的下降, 可选消费的复苏仍然还没有恢复到疫情前的正常水平。与此同时, 居家工作生活时间下降, 居家的必选消费需求也随之下降。

降，必选消费品类增速相对疫情期间有所回落。

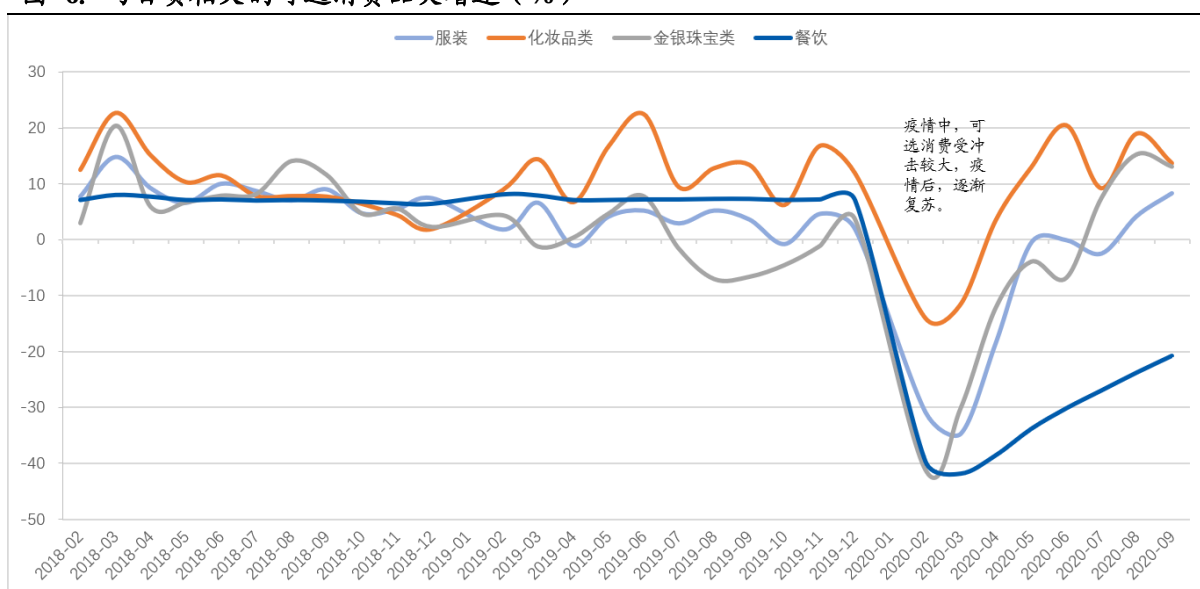
图 5: 与超市相关的必选消费品类增速 (%)



数据来源：东北证券，Wind

可选消费逐渐回暖，内部有所分化。与百货相关的消费品增速中，化妆品受到的冲击最小，疫情后也恢复的最快，其中 6 月份同比增速已经达到 20.5%，维持了较高的景气度；服装和黄金饰品受到的冲击较大，但是恢复的较快，其中黄金珠宝增速 7 月份转正，服装增速 8 月份转正。进入四季度后天气转冷有利于服装类产品销售，同时黄金饰品受益于婚庆需求爆发，我们认为服装和黄金饰品终端销售将在四季度加速向好；餐饮在疫情中受到的冲击最大，而且目前恢复的较慢，截止 9 月底，同比仍然是负增长，仍然没有恢复到疫情前的水平。

图 6: 与百货相关的可选消费品类增速 (%)

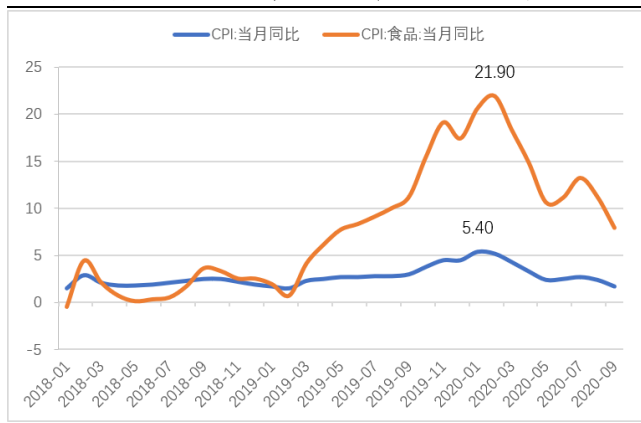


数据来源：东北证券，Wind

果蔬、猪肉等核心消费品价格下降，居民消费价格涨幅有所回落。前三季度，全国居民消费价格同比上涨 3.3%，涨幅比上半年回落 0.5 个百分点。其中，城市上涨 3.1%，农村上涨 4.1%。9 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.7%，环比上涨 0.2%。分类

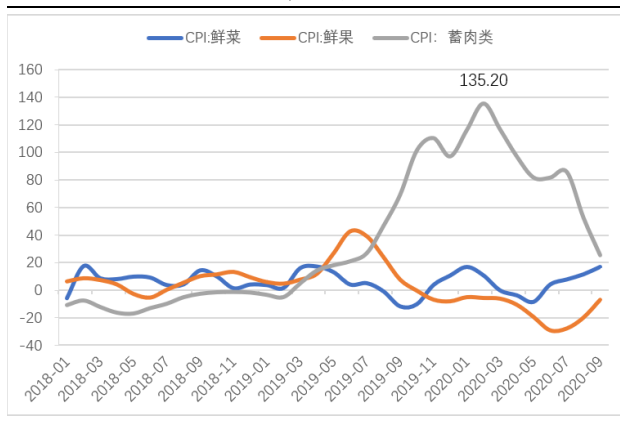
别看，前三季度食品烟酒价格同比上涨 10.9%，衣着下降 0.2%，居住下降 0.3%，生活用品及服务上涨 0.1%，交通和通信下降 3.5%，教育文化和娱乐上涨 1.4%，医疗保健上涨 1.9%，其他用品和服务上涨 5.0%。在食品烟酒价格中，粮食上涨 1.2%，鲜菜上涨 6.1%；猪肉价格上涨 82.4%，比上半年回落 21.9 个百分点。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 上涨 0.9%。

图 7：食品类 CPI 高位回落带动 CPI 下降



数据来源：东北证券，Wind

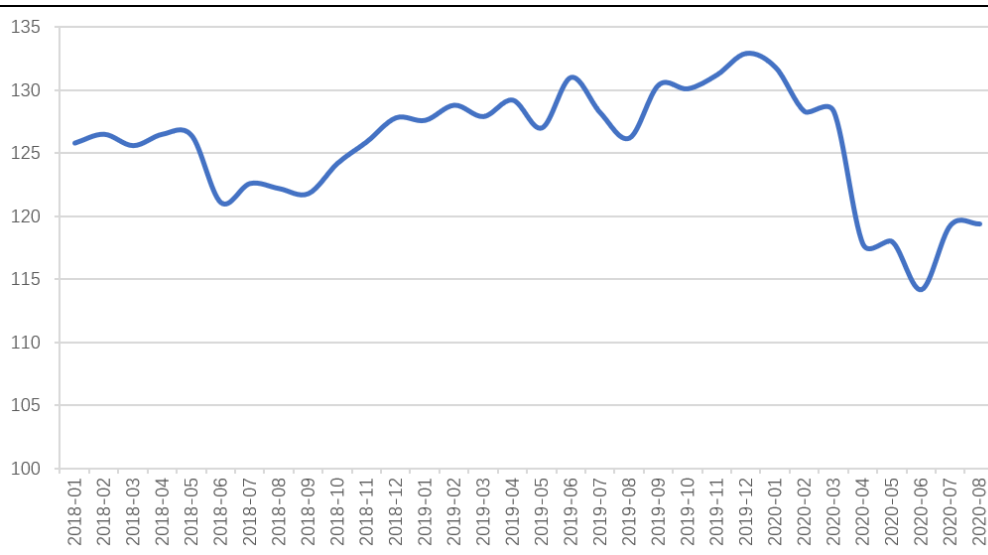
图 8：猪肉价格下跌带动食品类 CPI 回落



数据来源：东北证券，Wind

全国城镇调查失业率稳中有落，就业形势总体稳定，消费信心有所提升。前三季度，全国城镇新增就业人员 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%。9 月份，全国城镇调查失业率为 5.4%，比 8 月份下降 0.2 个百分点；其中 25~59 岁人口调查失业率为 4.8%，低于全国城镇调查失业率 0.6 个百分点，与 8 月份持平。31 个大城市城镇调查失业率为 5.5%，比 8 月份下降 0.2 个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为 46.8 小时。三季度末，农村外出务工劳动力总量 17952 万人，比上年同期减少 384 万人，同比下降 2.1%。

图 9：消费者信心指数低位回升



数据来源：东北证券，Wind

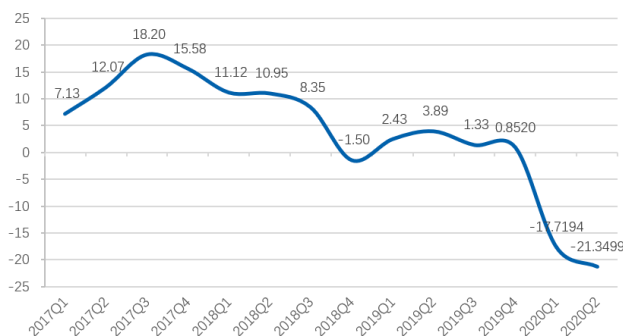
居民收入实际增速由负转正，城乡居民人均收入比值缩小，低线城市消费潜力巨大。前三季度，全国居民人均可支配收入 23781 元，同比名义增长 3.9%，扣除价格因素实际增长 0.6%，年内首次转正，上半年为下降 1.3%。按常住地分，城镇居民人均

可支配收入 32821 元，名义增长 2.8%，实际下降 0.3%；农村居民人均可支配收入 12297 元，名义增长 5.8%，实际增长 1.6%。城乡居民人均可支配收入比值为 2.67，比上年同期缩小 0.08。全国居民人均可支配收入中位数 20512 元，同比名义增长 3.2%。

1.2. 商贸零售板块 2020 上半年业绩回顾：必选消费高位回落，可选消费低位回升

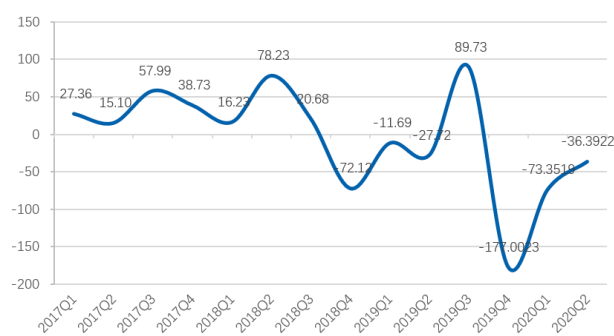
商贸零售行业整体业绩正低位回升。我们选取了商贸零售行业重点的 81 家公司作为观察对象，从行业逐季营收增速及归母净利润增速可以看出，商贸零售行业业绩整体受新冠肺炎疫情冲击较大。从营收增速来看，行业整体上半年仍然处于触底当中，其中二季度营收同比下降幅度超过 21%。从归母净利润来看，2019 年四季度是业绩低点，2020 年一季度虽然受到疫情冲击影响，但归母净利润增速开始反弹回升，到二季度归母净利润下降幅度已经收窄至 36%。随着 2020 年下半年消费的整体回升，我们预计商贸零售行业整体业绩将持续低位回升。

图 10: 商贸零售板块营收同比增速 (%)



数据来源：东北证券，Wind

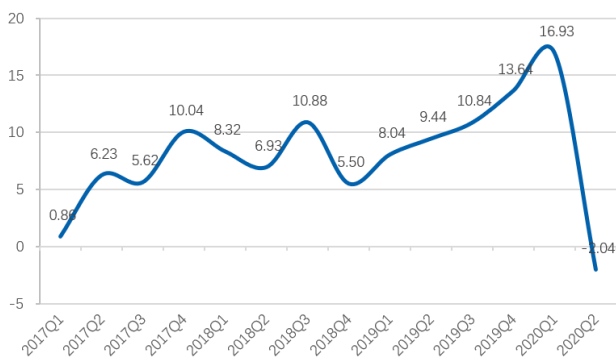
图 11: 商贸零售板块归母净利润同比增速 (%)



数据来源：东北证券，Wind

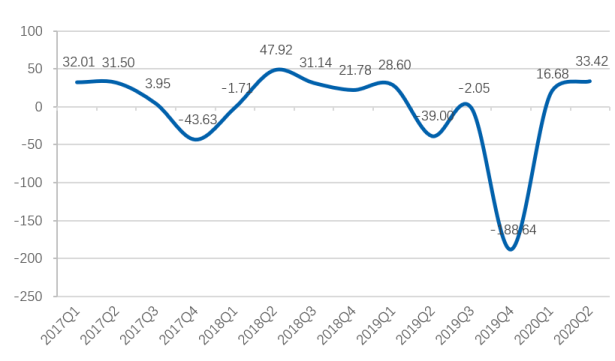
超市板块受益于疫情导致的居家消费上升，业绩在一季度出现明显上涨。居家生活时间的增加导致必选消费品的需求上升，叠加同期 CPI 处于高位，超市行业一季度整体同店录得双位数以上增长。但进入二季度后，由于疫情影响减弱，一季度消费者的囤货行为，CPI 的走低，一季度新店拓展暂停，超市行业的营收增速有所下滑，但是超市行业利润端仍然维持高速增长。我们选取超市行业 12 家主要上市公司进行分析，一季度行业营收同比增速为 16.93%，达到最近几个季度以来的新高，但是随后二季度营收出现负增长，同比增速也是近几个季度以来最低。从利润端看，超市行业一二季归母净利润同比实现加速增长，显示出疫情影响下，行业内公司的优秀经营能力。

图 12: 超市板块营收同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

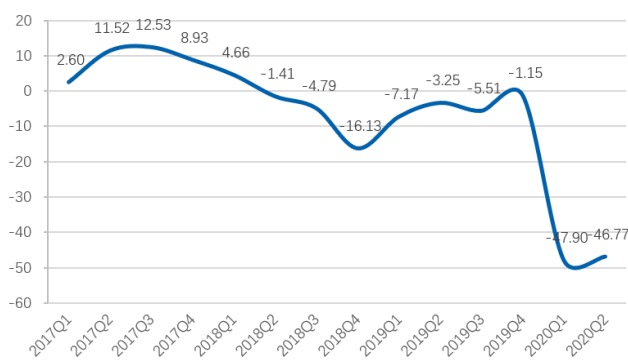
图 13: 超市板块归母净利润同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

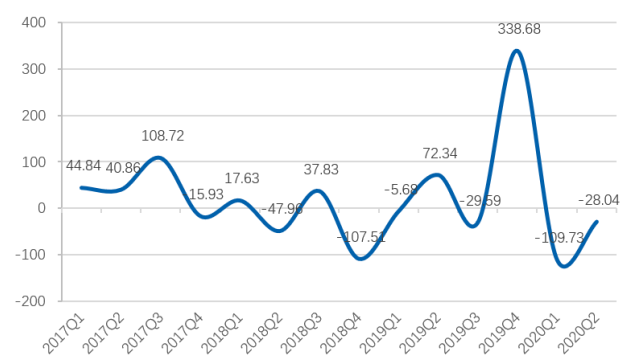
百货板块受疫情冲击较大, 营收及归母净利润在低位回升中。由于可选消费受到疫情冲击影响较大, 与百货相关的服装、化妆品、黄金饰品、餐饮等在疫情中及疫情后均大幅下滑。根据我们重点跟踪的 41 家上市公司数据, 2020 年前两个季度百货板块营收整体下跌接近 50%, 归母净利润一季度同比下滑接近 110%, 二季度降幅收窄至-28.04%。

图 14: 百货板块营收同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

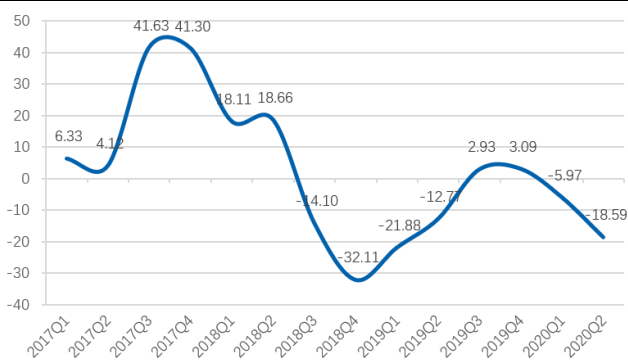
图 15: 百货板块归母净利润同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

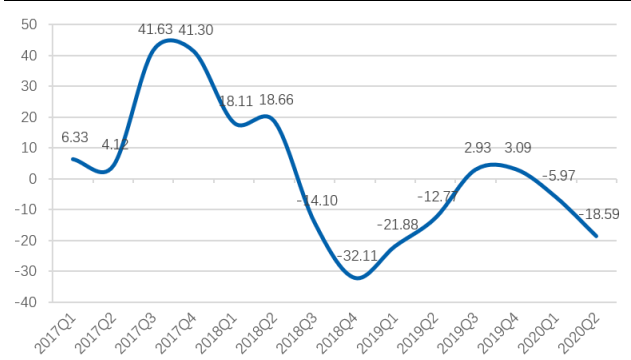
黄金珠宝板块营收及盈利能力触底回升。黄金珠宝终端消费自 2018 年 4 季度以来呈现复苏趋势, 但受到新冠肺炎疫情冲击, 上半年婚庆基本处于停滞状态, 黄金珠宝终端消费呈现断崖式下跌。但进入 5 月份之后, 随着国内疫情有效控制, 婚庆逐渐恢复, 叠加促消费政策, 黄金珠宝终端消费快速复苏, 预计三季度黄金珠宝行业上市公司业绩将明显好转。

图 16: 黄金珠宝板块营收同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 黄金珠宝板块归母净利润同比增速 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 商贸零售板块市场表现：涨幅跟随大势，估值有所回落

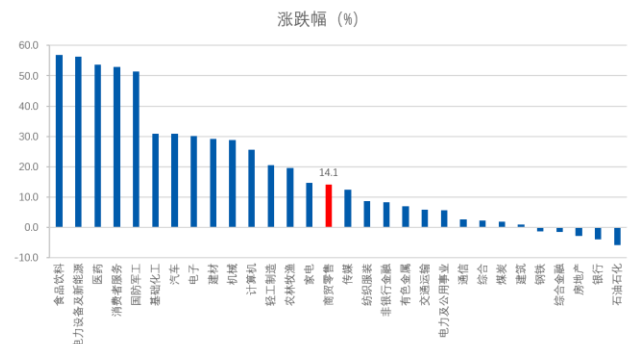
商贸零售板块涨幅跟随大势，但内部有所分化。一季度受新冠肺炎疫情冲击，大盘迎来一波调整，商贸零售行业内部出现一定分化。其中超市行业受益于疫情导致的居家必选消费需求上升，板块整体迎来一波上涨。其他可选消费板块跟随大盘调整。进入二季度，随着流动性的改善，风险偏好上升，大盘迎来一波快速上涨。超市行业利好兑现，估值有所回调；百货行业整体受申请免税牌照影响，估值快速提升；其他可选消费在促消费政策刺激下，以及疫情影响逐渐减弱业绩回升的背景下估值有所修复。进入三季度后，受流动性收紧预期影响，市场整体估值回调，商贸零售行业各版块均出现较大幅度的回撤。从整体上看，年初至 2020 年 10 月 16 日，中信 29 个一级行业中，有 27 个行业上涨，其中商贸零售行业上涨 14.4%，排名第 15 位，跟随于大盘整体走势。

图 18: 年初至今商贸零售板块走势



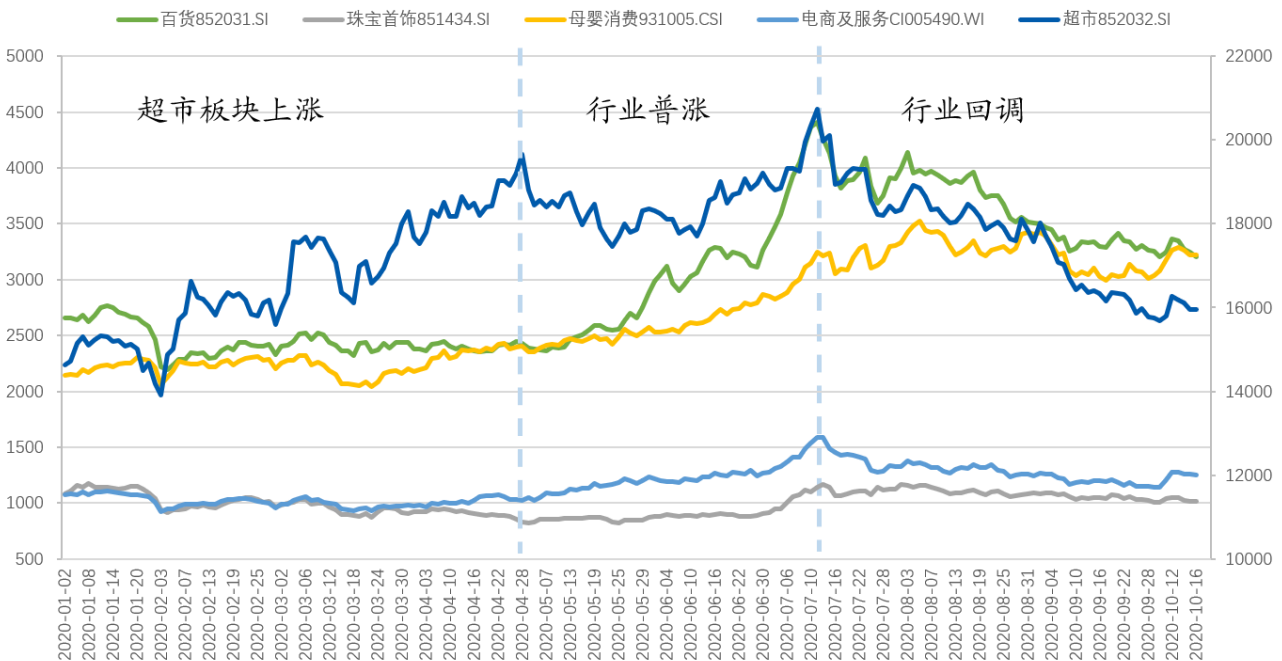
数据来源：东北证券，Wind

图 19: 年初至今中信一级行业涨势排名



数据来源：东北证券，Wind

图 20: 年初至今商贸零售各子板块走势



数据来源：东北证券，Wind

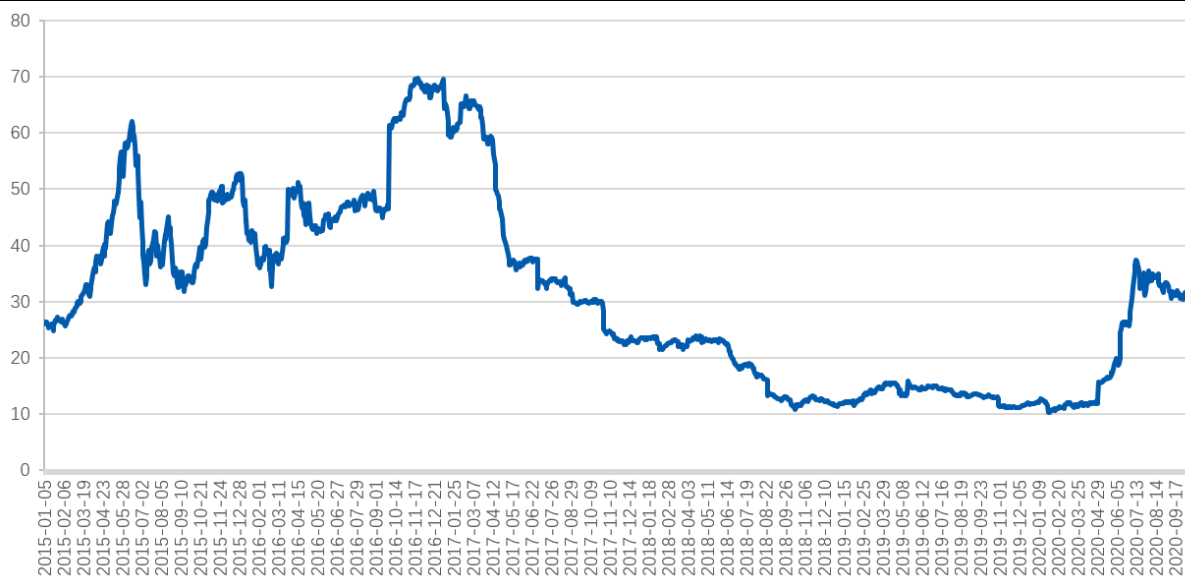
超市板块回调后，估值处于历史底部区域，凸显长期投资价值。截至 2020 年 10 月 16 日，超市板块整体市盈率（TTM）为 38 倍，较年内最高点 50 倍市盈率回调明显，凸显其长期投资价值。百货板块整体估值有所抬升，行业内部分化严重。受免税牌照申请催化，以王府井为代表的行业内多家百货公司估值提升明显。但未涉及免税牌照的上市公司估值仍然处于历史底部。

图 21：超市板块估值处于历史底部区域



数据来源：东北证券，Wind

图 22：百货板块估值有所抬升



数据来源：东北证券，Wind

珠宝首饰行业估值重新回到底部。经过 7 月份的一波快速上涨后，珠宝首饰行业估值快速回调，截止 2020 年 10 月 16 日，行业整体市盈率（TTM）仅为 20 倍。电商及其服务板块估值持续提升。在线上销售占比持续提升的大背景下，电商行业维持较高业绩增速，行业估值持续提升，截止 2020 年 10 月 16 日，行业整体市盈率（TTM）达到 18 倍。母婴消费板块估值持续提升。受益于消费升级及渠道下沉，母婴消费

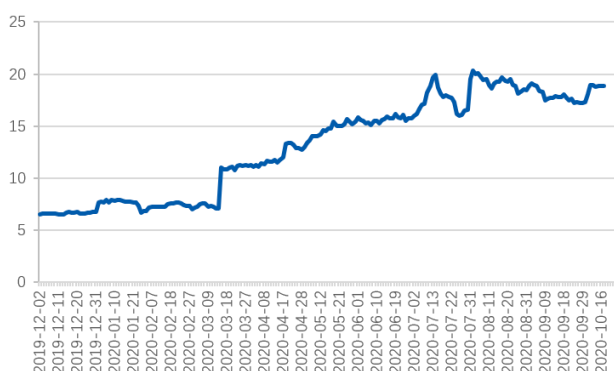
板块估值持续提升显著，年内市盈率（TTM）最高达到 59 倍，截止 2020 年 10 月 16 日，行业整体市盈率（TTM）又回落到 45 倍。

图 23: 珠宝首饰行业估值重新回落到底部



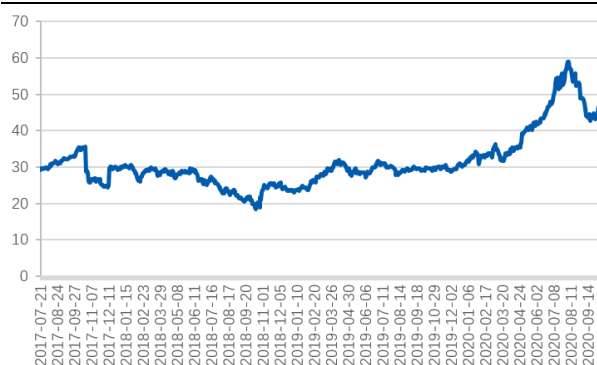
数据来源：东北证券，Wind

图 24: 电商及服务板块估值持续提升



数据来源：东北证券，Wind

图 25: 母婴服务板块估值冲高回落



数据来源：东北证券，Wind

2. 受疫情催化，线上线下全渠道融合加速

2.1. 超市：生鲜 O2O 迎来快速发展，传统商超加速布局

2.1.1. 受益于非接触经济，生鲜 O2O 迎来发展良机

2.1.1.1. 疫情期间被动选择线上买菜，疫情后有望养成生鲜到家习惯

疫情期间全国各地城市和乡镇都对出行进行限制，而日常生活用品和生鲜必需品的购买是人们居家生活最核心的问题，线上买菜成为大多数城市居民的第一选择。根据 QuestMobile 的数据显示，疫情期间生鲜电商的用户同比增长超过 50%。很多消费

者在连续多次使用线上买菜APP后，体会到了线上买菜带来的便捷，逐渐开始接受这一购物方式。甚至对于一部分中老年人，都能熟练掌握线上买菜的全流程，定时线上抢购特价菜品已经成为很多老年人每日必做的事项。数据显示，阿里本地生活春节期间，“60后”用户线上买菜的订单量翻了四倍；每日优鲜今年1月23日至2月23日期间，40岁以上用户增加了237%。

疫情之后虽然经济生活恢复正常，但很多人已经养成线上买菜习惯，成为线上买菜APP的忠实用户。而且由于此次疫情，民众普遍更加注意卫生安全，很多用户对于高品质的预包装菜品的接受度也更加提升，去菜市场挑选散装菜品不再是大家的第一选择，消费者对于预包装菜的高价高质也更加认可。

图 26：四大线上买菜平台日新增用户规模走势图



数据来源：东北证券，Mob 研究院

2.1.1.2. 疫情期间生鲜到家业务迎来爆发式增长

疫情之前，生鲜电商发展遭遇困局。生鲜电商行业在我国已经有十多年发展历史，从早期的垂直生鲜平台到现在的前置仓和社区拼团，生鲜电商创新模式不断演进。尤其是2014年以来，行业内涌入一大批创投企业，每日优鲜、叮咚买菜等优秀企业脱颖而出。与此同时，阿里巴巴、京东、腾讯、美团等传统互联网巨头也纷纷入局。但是生鲜行业毛利低、经营难度大、消费者线上买菜习惯养成难，经过多轮洗牌重组后，大量中小型生鲜电商倒闭破产，行业内只剩下些许龙头，而且普遍经营不善。2019年，生鲜行业竞争进一步加剧，十几家生鲜电商企业由于融资能力不足等原因退出市场。

疫情期间，生鲜到家业务迎来爆发式增长。得益于疫情导致的线上买菜用户增加，生鲜电商业务在疫情严重期间迎来前所未有的爆发式增长，很多生鲜平台甚至经常出现供不应求，多种产品一上架就抢购一空。而且爆发式的订单给生鲜平台的即时配送也带来了很大的挑战，很多平台承诺的1-2小时送达无法兑现。

表 1: 疫情期间生鲜电商迎爆发式增长

公司名称	疫情期间具体情况
盒马鲜生	疫情期间线上订单同比暴涨 220%，其中广州、深圳、成都等地订货量达到平时的 5-10 倍
每日优鲜	除夕至初四期间，实收交易额较去年同期增长 321%
叮咚买菜	大年三十订单量较平时增长超 300%，整体订单量增长约 80%
京东到家	抗击疫情至今（1 月 27 日-2 月 13 日）：京东到家平台总体销售额同比增长 450%
饿了么	北京外卖买菜订单量同比增长 9 倍，商超订单也同比增长超 2 倍
苏宁菜场	“到店模式”在疫情期间迅速突显，全国销售增长达 650%。

数据来源：东北证券，联商网

疫情期间，用户和需求量的爆发式增长的确给不少生鲜平台带来了转机，但是疫情期间暴露出的货品紧缺以及时效问题，实际上也正是很多生鲜平台此前被市场淘汰的原因，无论是供应链问题，还是运力问题，都是目前生鲜平台的发展瓶颈。

2.1.1.3. 更多线上巨头加码社区生鲜到家行业

美团成立“美团优选”，加码到家业务。2020年7月，美团成立优选事业部进军社区拼团市场。“美团优选”重点针对下沉市场，采取“预购+自提”的模式，赋能社区便利店，为社区家庭用户精选高性价比的蔬果、肉禽蛋、乳制品、酒水饮料、家居厨卫等品类商品。截至目前，美团优选已陆续在济南、武汉、广州、佛山、成都上线。随着美团优选的落地，在生鲜零售领域，美团已经打造三大业务板块：美团闪购、美团买菜、美团优选。三者错位竞争，完全覆盖一二三线城市：“美团买菜”聚焦于北上广深等超一线城市；“美团闪购”旗下的“菜大全”则专注准一线或者二三线城市；“美团优选”将聚焦下沉市场。

拼多多上线“多多买菜”进军社区团购。8月31日，拼多多在微信上线“多多买菜”小程序，多多买菜采用“预订+自提”模式来赋能社区门店，消费者可以线上下单，次日自提。拼多多凭借其巨额补贴具有很强的获客能力。

滴滴开始试水社区电商模式“橙心优选”。滴滴投资超千万于“橙心优选”项目，未来将首先把成都、北京作为重点发展地区。橙心优选主打低于市场价的秒杀产品，商品主要涵盖水果、零食、日用品等，吸引大量团长入驻，主要通过微信群来传播和推广当日的低价商品。消费者当日下单，次日需到门店自提，从仓库到门店的物流由第三方提供。

盒马新业态“盒马mini”加速开店，密集渗透下沉市场。盒马逐渐淘汰采取前置仓业态“盒马小站”，开始发力线上线下一体的“盒马mini”业态。经过前期大量验证，“盒马mini”业态在成本、效率、流量、供应链方面能够更加平衡，目前已开始盈利，财务模型基本跑通。而前置仓模式始终绕不开高损耗和高履约成本的问题。之后“盒马mini”将与“盒马鲜生”协同采用“大店+小店”、“到店+到家”方式全方位覆盖更多顾客。

2.1.2. 凭借线下优势，传统商超加速布局到家业务

疫情发生前，传统超市仅有少数头部企业布局到家业务，大部分实体超市参与到家业务的积极性不高，普遍还处于观望的态度。究其原因，主要还是大部分布局到家

业务的公司基本都处于亏损状态，并不能很好的产生盈利，到家业务主要是互联网企业在投入大量资金。

疫情期间由于出行不便，超市到店客流普遍大幅下降，消费者纷纷转向线上购买。大批超市为应对这种情况，紧急上线自营到家业务平台，比如重百超市推出“重百优选”，大润发超市上线“大润发优鲜”，步步高超市上线“小步到家”等。而商超龙头永辉超市和高鑫零售很早就已经布局到家业务，疫情期间也是迎来了爆发式增长，高鑫零售到家业务平台成交额增长达到400%，永辉超市单日订单量突破20万单，步步高线上到家业务环比增长300%。根据永辉超市中期报告显示，线上业务占比已经接近10%。

表 2：传统商超布局到家业务情况

公司名称	到家业务布局
永辉超市	永辉生活和永辉买菜 APP，接入京东到家、美团等平台
高鑫零售	大润发优选、欧尚到家 APP；淘鲜达、饿了么及天猫超市等第三方平台
家家悦	接入美团等第三方平台，开发微信小程序
重百超市	上线重百优选 APP，接入多点系统
物美超市	多点系统以及美团等第三方平台
步步高	小步到家 APP 及小程序

数据来源：东北证券，联商网

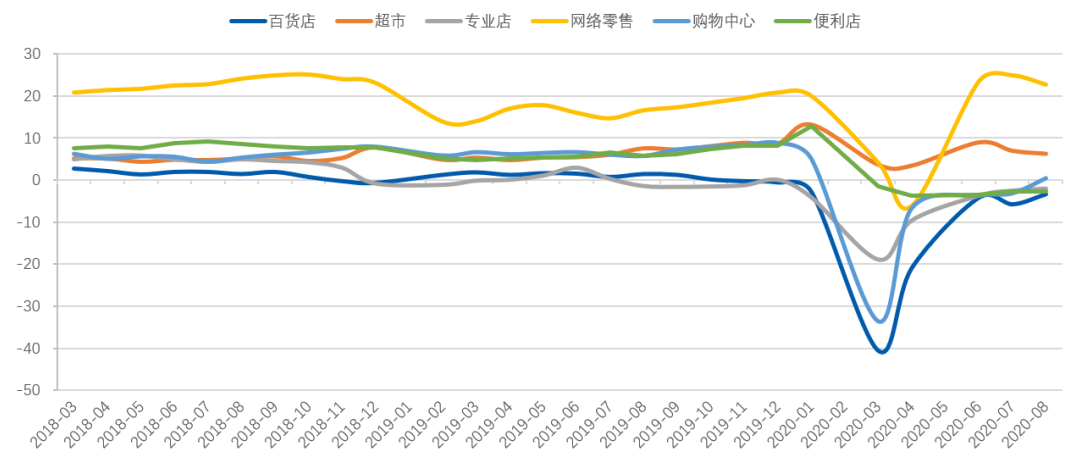
我们认为，此次疫情中传统商超虽然是在被动情形下选择紧急上线到家业务，但很多公司已经认识到到家业务给公司带来的业务增量，后续很多公司将把线上业务作为重点拓展的方向。传统商超在供应链方面积攒多年优势，又具有线下门店优势，开展到家业务需要投入资金量要远小于互联网类企业。但是传统商超普遍在数字化能力以及线上线下协同运营能力方面还具有较大提升空间，未来可能需要较大的资金和人力投入。

2.2. 百货：后疫情时代，百货企业加速转型

2.2.1. 疫情冲击坚定了百货企业数字化决心

受疫情冲击，上半年在所有的线下零售业态中，百货行业受损最为严重，根据国家统计局的数据显示，1-6 月份限额以上零售业单位中百货店的下降幅度达到 23.6%。根据我们重点跟踪的 41 家上市公司数据，2020 年前两个季度百货板块营收整体下跌接近 50%，归母净利润一季度同比下滑接近 110%，二季度降幅有所收窄，但跌幅依然达到 28.04%。与百货企业形成鲜明对比的是，线上销售和购物中心业态在这次疫情中并未受到较大冲击。实际上在疫情发生之前，线下百货已经连续多年受线上消费的冲击影响，在所有的线下零售业态中，百货行业增速始终处于最低水平，此次疫情更是进一步放大了这个影响。

图 27：疫情后百货在所有线下零售业态中表现最差



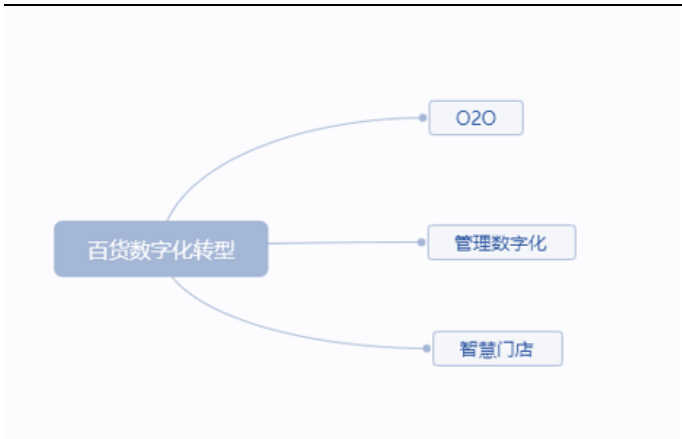
数据来源：东北证券，Mob 研究院

认识到这一差距，也加速了百货业态的转型数字化升级步伐。然而百货的数字化转型，并不仅仅是企业的系统升级或者拓展线上渠道，而是通过大数据技术实现业务和经营管理的深度融合，围绕顾客价值实现来打造整个零售的价值链和生态系统。但是百货行业的数字化从一开始就遭遇许多困难，例如，如何协调与品牌方的利益关系、打消品牌方顾虑；品牌方使用的不同系统，涉及不同系统平台的对接，需要专业的 IT 团队，技术开发需要大量资金投入等；由于非直接经营，商品的经营方式局限，大部分百货企业在“货”的数字化方面进展缓慢。

2.2.2. 百货行业数字化转型方向

我们认为百货行业的数字化一定要打通全产业链，对“人”、“货”、“场”、“价值链”进行全面数字化，实现数字化营销、数字化运营、数字化供应链。具体来看，我们认为百货数字化转型的实现主要涉及三个方面：O2O、管理数字化、智慧门店。

图 28：百货数字化转型三个方向



数据来源：东北证券，联商网

O2O 运营，即线上与线下的打通。百货企业目前也正在加大力度布局线上业务，实现人、货、场的全面“在线”，为顾客提供便利与高效的服务。目前零售企业发展的趋势是从单一渠道到多渠道，再到全渠道建设，终端渠道体系正在从简单的一维渠道体系向多维的网络型渠道体系演变，消费者在不同的时间和地点可能会选择不

同的渠道进行消费。已经不能再按照传统办法来预测顾客的消费路径和动向，这就需要零售商构建全渠道的智能化网络协同，以顾客为中心提供无缝式的全渠道购物体验，持续满足跨越所有实体和数字触点的不断变化的顾客需求，智能化的零售系统能够满足消费者这种跳跃式的购物需求，给他们提供一如既往的优质的购物体验。

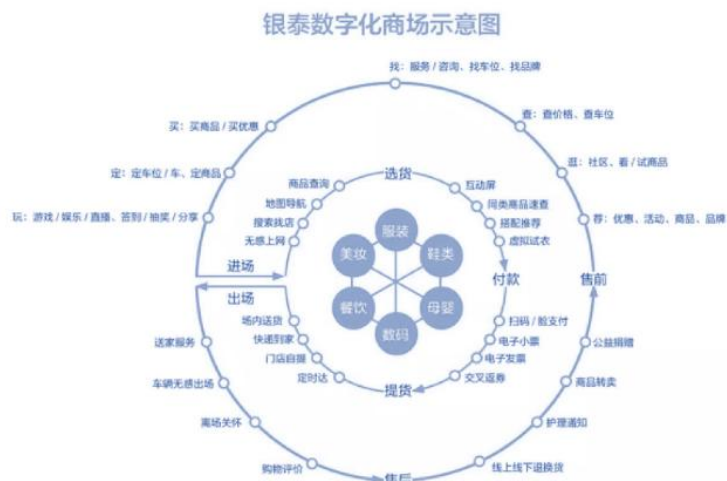
此外，百货企业普遍在线下积累了一批优质会员，他们构成了企业自己的私域流量，在数字化运营中一定好利用好这一优质资源，可以在营销过程中将会员和消费交易数据收集分析，配合信息技术的深度运用，优化商品组合，为顾客提供个性化产品和服务，实现精准营销。84%的受访企业表示，当前有在收集消费者数据。另外，直播社群和小程序也正在成为创新转型的一个突破口。越来越多的百货零售企业通过新的手段，如直播、短视频、微信群、小程序等社交媒体增加消费者触点，激发消费者的购物意愿，提升线上营销和销售比例。

在 O2O 方面，自 2015 年以来，众多的百货公司纷纷自建或者依托第三方搭建网上零售平台，线上零售额大幅提升。根据中国连锁经营协会调查，2020 年全国具有代表性的 100 家大型连锁商店中，开通线上销售的百货公司占比已经达到 70%，2015 年中国网上销售额同比增幅达到 85%，此后虽然增幅有所下滑，但 2019 年依旧达到 28.7%，增速始终维持在两位数以上。但与线上零售高速增长相反的是，截至 2019 年，线上销售额占 100 强连锁商店总销售额仅为 19.2%，线上销售任存在巨大的发展空间。

管理数字化，即数据驱动智慧前中台后建设。传统零售企业的信息化建设已经无法应对实体终端新零售趋势，需要重新打造数字化、智能化的前中后台。第一，前端系统的建设需要更加贴合内外部使用者的需求，一方面便于前端销售人员使用，实现促销、顾客互动和调补货；另一方面能够更加满足消费者差异化的需求。第二，中台建设必须链接前后部门，一方面能够支持数字化和实体渠道的一体化运营、支持高并发量的业务需求、支持灵活的前端业务员场景，另一方面能够支持更具后扩展性需求的生态合作。第三，建立稳定的后台系统，能够有效支持业务财务一体化、流程自动化操作。第四，基础设施平台化，在遵循信息安全的前提下，将灵活的前台和强力中台部署到成熟的云计算地城基础设施上，提升自生的技术服务能力和运行效率，提升弹性、扩展性、自动化和对虚拟化的支持力度。

公司运营数字化方面，银泰百货是百货行业中数字化转型的代表企业，在公司运营数字化方面，银泰百货将选品、定价、库存都进行数字化，根据不同区域消费者特点，将不同品类与地区进行精准匹配，确保库存深度。在 2018 年云栖峰会上，银泰百货披露了公司进行数字化转型的成果：当年同店销售同比增加 18%，这在整个百货行业低迷的前提下是一个惊人的成就，证明百货进行数字化转型的正确性。

图 29：银泰百货数字化商场示意图



数据来源：东北证券，联商网

智慧门店，即围绕门店业务闭环的数字化。智慧门店依托大数据技术，可实时采集线下门店的“人-货-场”数据，动态实时跟踪消费者-员工-商品的动向，实现精准营销。

图 30：智慧门店可实现功能



数据来源：东北证券，视达智慧门店分析解决方案

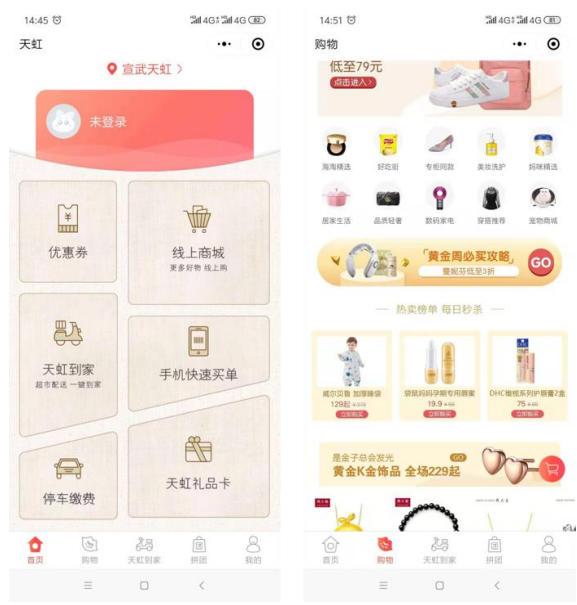
线下门店经营数字化方面，天虹股份对线下门店进行数字化改造，走在了发展前列。天虹打造智能店铺管理与智慧运营，首先所有店铺均支持手机自助买单，不必再去收银台排队，减少等候时间，同时手机小程序上线智慧停车，提升店面附近基础设施的使用效率，给顾客带来良好的购物体验，准确做到以顾客为中心。截止 2019 年 6 月，天虹数字化智能门店受到顾客强烈的反响，仅超市自助买单销量占超市销量达 43%，说明顾客乐意接受门店数字化经营。截止 2019 年 6 月，天虹到家上线门店 81 家，销售同比增长 46%。

图 31: 天虹 APP 界面



数据来源：东北证券，天虹 APP

图 32: 天虹微信小程序界面



数据来源：东北证券，天虹微信小程序

数字化转型拓宽了百货公司的销售渠道，精细了百货公司的管理模式，但这都是为了更好的服务消费者，使消费者更方便，更便宜买到自己心仪的商品。我们认为未来百货公司会进一步进行数字化转型，将数字化彻底融入百货公司的发展之中，带领百货行业走出困境。

2.3. 珠宝首饰：疫情之后，黄金珠宝饰品有望迎来量价齐升

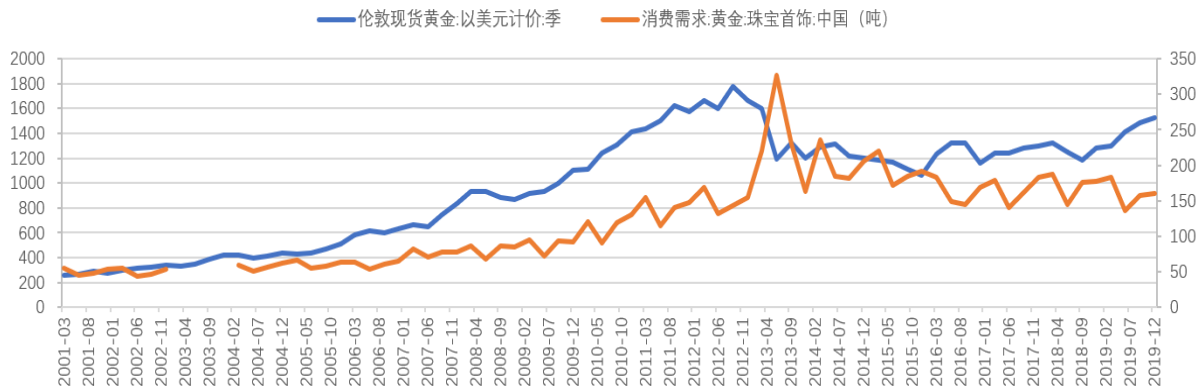
2.3.1. 金价高位运营，珠宝首饰行业普遍收益

2.3.1.1. 黄金首饰需求相对黄金价格变动具有滞后性

通过复盘 2001 年以来黄金价格变动和黄金珠宝首饰消费需求，我们可以发现，黄金珠宝首饰的消费需求与黄金价格具有显著的正相关性，而且呈现出黄金珠宝首饰消费需求滞后黄金价格变动的特点。在黄金价格上涨初期，消费者普遍具有观望情绪，黄金饰品消费受到暂时压制，当黄金上涨预期确定，消费者开始购买黄金，当黄金价格高位震荡时或者大幅下跌时，消费者购买黄金饰品的热情最高。

2001-2012 年黄金价格稳步上升，我国黄金珠宝首饰需求也稳步提升。2012-2013 年黄金价格暴跌，引发抢购黄金的热潮，黄金饰品销售大增。2018 年，黄金价格进入新一轮上涨周期，金价上涨初期，黄金饰品销售受到暂时压制，2019 年以来黄金价格上涨趋势基本确定，黄金饰品销售开始回暖。

图 33: 黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动

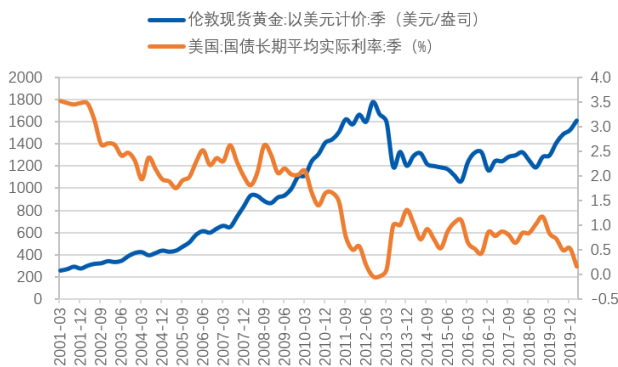


数据来源：东北证券，Wind

2.3.1.2. 避险属性凸显，黄金价格持续上涨

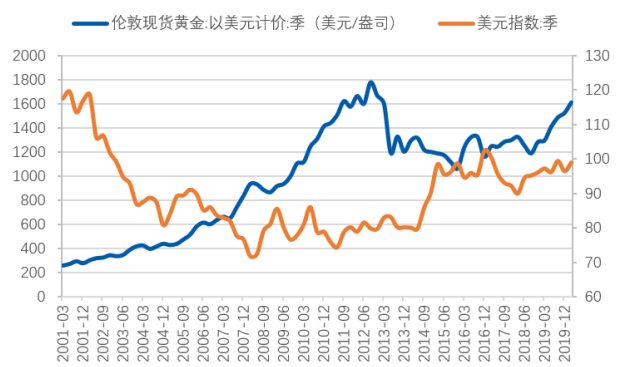
黄金兼具商品和货币属性，金价主要受美国实际利率、美元信用和避险需求影响。具体来看，金价与实际利率和美元信用负相关，与风险呈正相关。目前由于新冠肺炎疫情冲击，全球主要国家央行已经开启了新一轮量化宽松，实际利率下行趋势明显，零利率和负利率将成为后续一段时间的常态。同时，为应对新冠肺炎疫情冲击，美国财政赤字飙升，叠加无限的量化宽松带来的货币超发，削弱了美元信用。此外，中美贸易摩擦以及逆全球化风险都将带来极大的不确定性，黄金价格预计将持续上涨，可能突破 2011 年高点，维持高位水平。

图 34: 金价与美国实际利率呈负相关



数据来源：东北证券，Wind

图 35: 金价与美元指数呈负相关



数据来源：东北证券，Wind

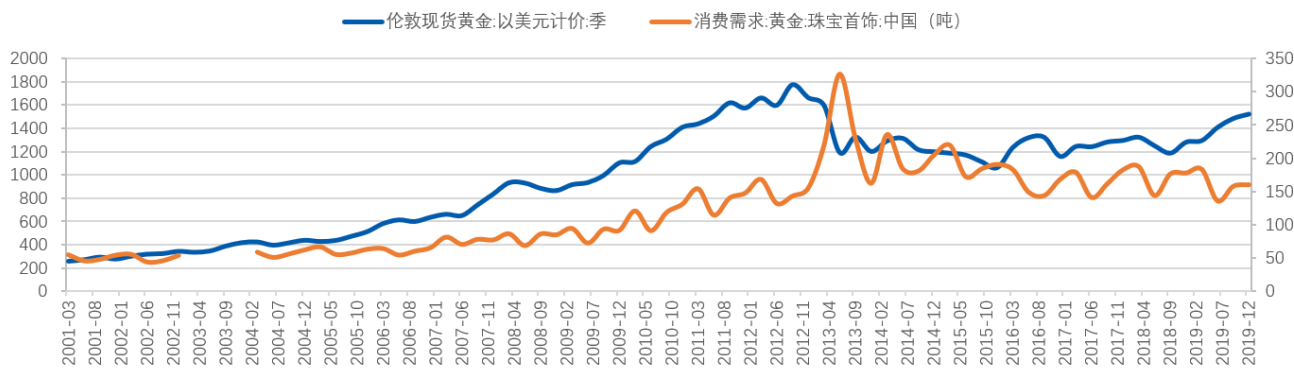
2.3.1.3. 金价上涨助力公司价值成长

从前面的分析我们可以看出，黄金饰品销售与金价具有明显的正相关性，而且具有一定的滞后性。珠宝首饰行业上市公司营收大部分来自于黄金珠宝销售，所以黄金价格是影响老凤祥业绩的重要因素。

通过复盘老凤祥业绩与黄金价格的走势，我们可以看到 2001-2012 年随着黄金价格的持续走高，公司业绩维持较高的增速；2012-2013 年黄金价格大跌，引发黄金抢购潮，公司 2013 年业绩增速迎来一波反弹；2013-2016 年，黄金价格缓跌，公司业

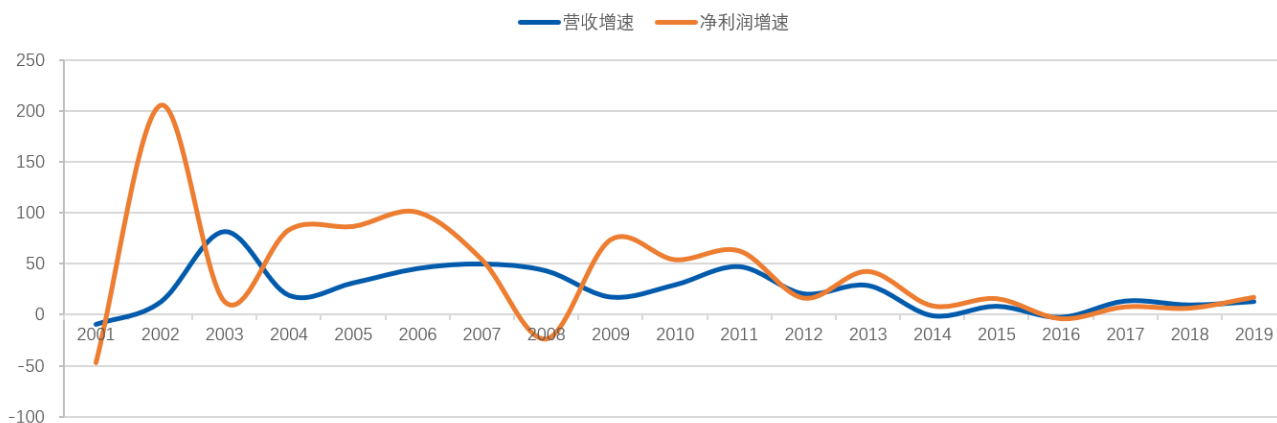
绩增速持续下滑；2016 年至今，黄金价格重新进入上升通道，公司业绩增速也开始逐渐回升。2019 年在消费增速整体下滑的情况下，得益于黄金价格的上涨，公司营收增速达到 13.35%。2020 年一季度，在行业整体受肺炎疫情影响的情况下，公司营收同比仅下滑 3.44%，净利润同比仅下滑 2.90%，远远好于以镶嵌饰品为主的周大生。

图 36：黄金珠宝首饰需求滞后于黄金价格变动



数据来源：东北证券，Wind

图 37：2001 年以来公司业绩增速（%）



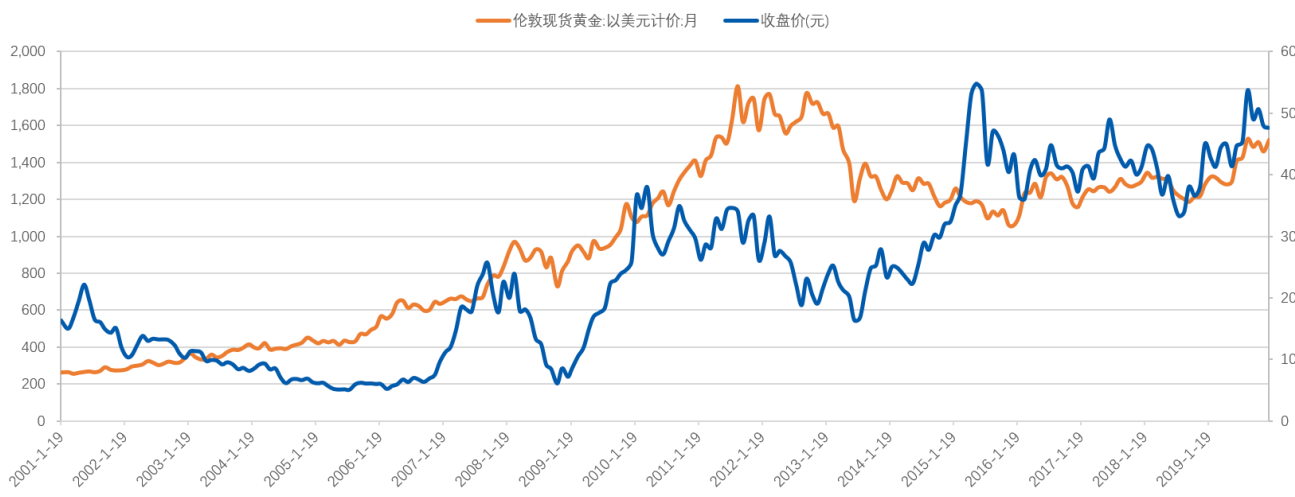
数据来源：东北证券，Wind

2.3.1.4. 黄金价格：公司股价的催化剂

通过复盘老凤祥股价和黄金价格的历史走势，我们可以看出公司股价走势与金价变化具有一定的正相关性。黄金价格处于高位时公司股价表现好于黄金价格大幅下跌时，尤其是 2016 年以来，公司股价和黄金价格变动基本同步。

2018 年以来，黄金价格因为地缘政治、中美贸易摩擦等原因持续走高，尤其是 2020 年以来，新冠肺炎病毒肆虐全球，避险情绪高涨，黄金价格继续上涨，有望突破前期高点。金价上涨将为公司股价带来正向作用。

图 38: 老凤祥股价和金价具有一定的正相关性

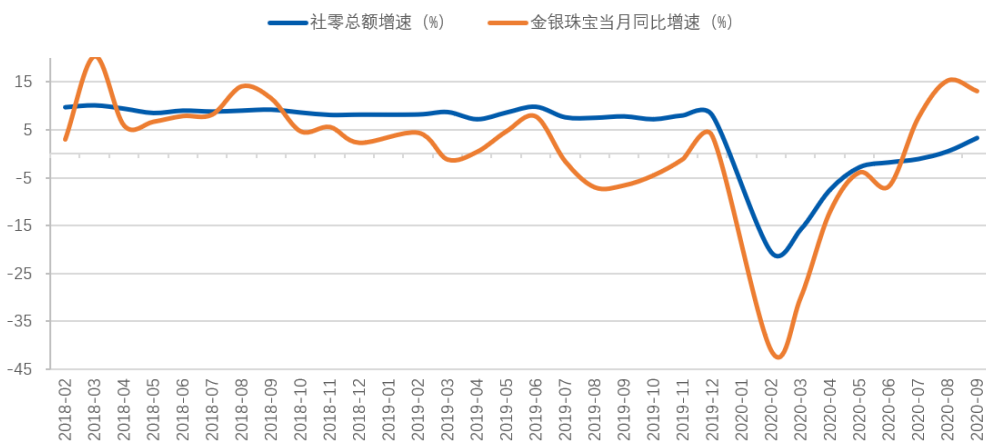


数据来源: 东北证券, Wind

2.3.2. 受疫情及民间风俗影响, 2020 年下半年婚庆需求有望反弹

2019 年由于阴历和农历算法原因, 导致 2019 年农历年份中没有立春, 该年份在民间被称为“寡妇年”, 传统观念认为该年份不适合婚配。叠加 2019 年宏观经济增速下行趋势明显, 社零总额增速下行, 限额以上企业珠宝饰品零售额增速下行明显。2020 年上半年受新冠肺炎疫情冲击, 婚庆需求大幅延后, 预计随着下半年国内疫情形势的好转, 婚庆逐渐放开, 2019-2020 年上半年的婚庆将迎来一波反弹, 将有效带动婚庆类金银珠宝首饰的销售。

图 39: 限额以上企业金银珠宝零售额同比增速



数据来源: 东北证券, Wind

总结: 我们一直在强调零售行业的社区化、小型化、线上线下一体化是未来发展的趋势。而供应链是制约零售企业发展的重要壁垒。此次肺炎疫情势必短期内会得到有效控制, 虽然短期对零售行业冲击较大, 但拉长时间来看, 并不会对行业产生长久的影响。但是我们认为这次肺炎疫情是检验行业内企业的一个很好的时机。那些拥有较强供应链优势, 拥有线上线下全渠道门店, 率先布局社区零售的企业能够有效应对此次疫情等特殊事件的发生, 也能够在未来行业的竞争中占据优势。

3. 商贸零售行业 2021 年度投资策略及重点公司推荐

3.1. 2021 年度总体投资策略

2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速下行压力加大，政府逆周期调节力度不断升级，消费作为拉动经济增长的第一动力，一系列刺激消费政策陆续出台，2021年预计消费整体上大概率回升企稳。

从需求端来看，社会总需求仍在爬坡，可选消费恢复趋势良好。从社零数据来看，以化妆品、珠宝首饰、服装等为代表的高端消费疫情后加速复苏，已经基本恢复到疫情前水平。与此同时，低端消费快速增长，低线城市人口基数大、收入增长快、边际消费倾向高，目前仍然处在大众消费和品牌消费阶段，随着农村物流设施的逐渐完善，低线市场为美妆、母婴用品、黄金饰品等细分领域带来巨大的发展机遇。建议投资者重视低线城市需求红利，精选高景气度消费行业，尤其是成长路径清晰、竞争优势明显、具有线上经营能力的龙头企业。

从供给端来看，全渠道发展目前已经成为行业共识，受新冠肺炎疫情催化，线下零售行业加速打通线上渠道，为满足消费者多元化需求，能够打通线上线下、到店到家全渠道销售场景，构建可复制零售业态的企业将更具优势。与此同时，线上企业加速寻找流量出口，纷纷布局线下门店，与传统零售企业开展竞争。数字化赋能零售全产业链。疫情后，企业数字化运营能力更加重要，能够围绕消费者有效利用大数据技术实现从“产品-顾客-门店-中后台-供应链”全面数字化转型，提升运营效率的企业将更具优势。

3.2. 重点公司推荐

3.2.1. 永辉超市（601933）：强生鲜助力主业增长，云创回归打通全渠道

主业发展稳健，上半年营收/净利润增速为22.68%/35.36%。其中，二季度公司营收和净利润增速为12.2%/16.6%。门店扩张方面，2020H1公司新开大店31家，储备大店254家，尽管上半年受疫情影响开店放缓，但我们预计全年仍有望新开100-150家门店。

到家业务增速迅猛，云创重新纳入上市公司，“线上+线下”全渠道有望打通。上半年到家业务实现销售额45.6亿元，同比增长243%，占比达9.7%。目前公司线上销售额中永辉生活、京东到家和其他第三方平台占比为49%、36%、15%，公司基本理顺到家业务发展思路，以永辉生活APP为主要依托，京东到家等其他渠道辅助发展。2020年到家业务销售额有望突破百亿。

mini店新业态减亏明显，调整有望结束。2020H1，mini店共实现销售14.51亿元。上半年，mini店新开16家，关闭88家，其中一季度新增7家，闭店74家。截至6月底，公司共有mini店458家。针对mini店布局，公司一直坚持在发展中完善和调整，经过了一年多时间的摸索，公司重新梳理了现有门店，对现有门店的选址、物业资源等情况进行复盘，对部分不符合营运标准的门店进行调整，不断优化业态整体经营状况。

投资建议：公司全年持续受益于疫情导致的居家需求上升。随着云创的回归，公司理顺到家业务发展思路。mini店调整即将结束，有望重新进入快速开店。我们预计

2020-2022年公司EPS分别为0.25/0.30/0.35元，对应当前股价PE分别为33/27/23倍。考虑公司主业成长能力，维持“买入”评级。

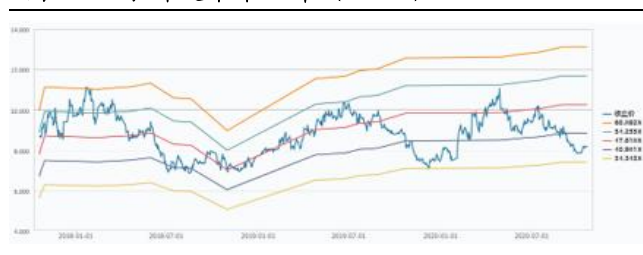
风险提示：展店不及预期；行业竞争加剧。

表 3：永辉超市财务预测

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万）	70,517	84,877	106,517	130,034	153,190
同比%	20.35%	20.36%	25.50%	22.08%	17.81%
归属母公司净利润（百万）	1,480	1,564	2,353	2,862	3,334
同比%	-18.52%	5.63%	50.51%	21.63%	16.49%
每股净收益（元）	0.16	0.16	0.25	0.30	0.35
市盈率	50.59	45.89	32.91	27.06	23.23
市净率	3.87	3.57	3.76	3.62	3.47
净资产收益率（ROE）	7.65%	7.78%	11.42%	13.39%	14.95%
股息收益率	0.00%	1.35%	2.32%	2.71%	3.10%
总股本	9,570	9,570	9,516	9,516	9,516

数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 40：永辉超市市盈率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

图 41：永辉超市市销率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

3.2.2. 家家悦（603708）：生鲜优势助力主业增长，省外扩张逻辑持续验证

主业发展稳健。2020H1，公司营收/净利润增速为27.27%/26.99%。其中，二季度营收/净利润增速为14.4%/49.41%。生鲜优势助力主业增长。2020H1，疫情影响之下生鲜需求上升，叠加同期CPI处于高位，公司生鲜供应链优势明显，生鲜类产品销售增速亮眼，上半年生鲜/食品化洗/百货营收增速分别为46.21%/20.66%/-18.09%。

省外扩张逻辑持续验证。2020H1，公司继续加快网络发展，积极拓展山东、安徽、江苏、河北、内蒙古等地市场，进一步完善成熟区域的网络布局。上半年新增门店67家，包括安徽家家悦真棒纳入合并报表的已开业门店 31家，新增门店中大卖场17家、综合超市50家。从营收增速看，山东省内/省外营收增速分别为21.04%/342.62%。

信息化创新升级+供应链提升。2020年4月SAP系统正式上线，通过流程信息化推动组织变革，提升公司的数字化能力，利用“家家悦优鲜”线上平台，推动O2O及社区团购业务与线下实体店的融合，丰富顾客的购物体验。在供应链方面，增强总部集采与区域采购的联动协调。持续推进烟台、莱芜、张家口物流及生鲜加工中心项目的建设。

可转债获批助力公司渠道扩张及供应链升级。公司收到证监会核准发行可转债的批复，将发行面值总额6.45亿元的可转债，助力公司进行门店扩张及仓储物流体系升级改造项目。

投资建议：公司省外扩张逻辑持续验证，跨区扩张打开成长空间，成长能力提升，预计2020-2021年公司EPS分别为0.92/1.12/1.34元，对应当前股价的PE为35/29/24倍。维持公司目标价46.0元，维持“增持”评级。

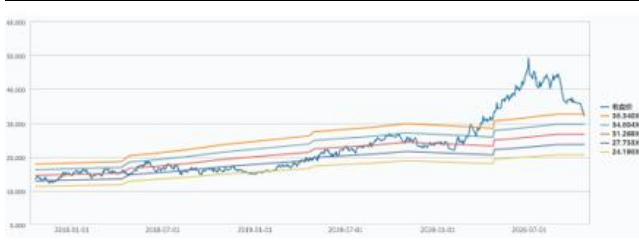
风险提示：展店不及预期；行业竞争加剧。

表 4: 家家悦财务预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万)	12,731	15,264	18,415	21,495	23,789
同比%	12.36%	19.90%	20.64%	16.73%	10.67%
归属母公司净利润 (百万)	430	458	557	681	814
同比%	38.35%	6.43%	21.70%	22.36%	19.49%
每股净收益 (元)	0.71	0.75	0.92	1.12	1.34
市盈率	28.43	32.36	35.06	28.66	23.98
市净率	4.49	5.08	6.08	5.49	4.93
净资产收益率 (ROE)	15.80%	15.68%	17.34%	19.14%	20.54%
股息收益率	0.00%	0.00%	1.34%	1.71%	2.09%
总股本	468	608	608	608	608

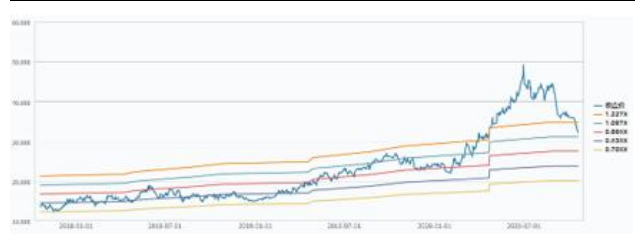
数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 42: 家家悦市盈率 (TTM)



数据来源：东北证券，Wind

图 43: 家家悦市销率 (TTM)



数据来源：东北证券，Wind

3.2.3. 红旗连锁 (002697): 主业增长稳健，疫情影响逐渐减弱

主业增长稳健，疫情影响逐渐减弱。上半年公司营收增速达到 17.89%，其中一季度受疫情影响，居民居家需求利好公司同店增长，随着国内疫情控制良好，二季度公司业务增速有所放缓，营收增速从一季度的 23.96%下降为 12.14%。

受疫情冲击，新网银行贡献投资收益有所下滑。疫情之下，互联网银行经营景气度受到一定影响，上半年新网银行贡献投资收益约 5966 万元，同比 2019 年下降 14.8%。扣除新网银行投资收益影响，公司主业归母净利润同比增长 21.22%。

渠道扩张稳步推进，川内川外同步发展。一方面，公司坚持“以四川为中心、成都为核心”的战略发展方针，加速开拓市场，巩固和提升公司在川内的便利超市行业领先优势，上半年净开门店 119 家。另一方面，公司以信息管理系统使用权、管理

团队和模式、供应链平台输出作价出资人民币 3,000 万元与兰州国资利民签署《战略合作协议》，共同成立甘肃省红旗便利连锁有限公司，本次共同设立公司，公司以管理输出的方式正式走出了四川，这是公司对新经营模式的探索实践，在提升公司影响力的同时也为公司的进一步扩张奠定良好基础。

投资建议：从长期来看，我国便利店业态正处于高速发展时期，公司在供应链、渠道方面具有明显的区域优势，在成都和周边地区仍然具有比较广阔的开店空间，叠加新网银行的高速发展，后续也会继续贡献大额投资收益，我们看好公司后续的成长。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45/0.56/0.67 元，对应当前股价 PE 分别为 18/15/12 倍。维持“买入”评级。

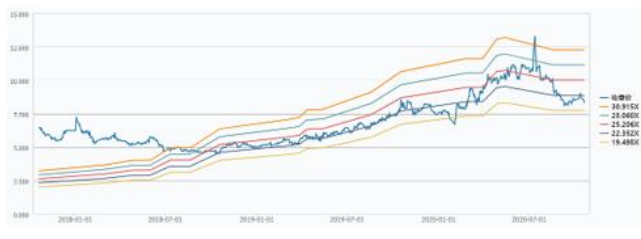
风险提示：展店不及预期；行业竞争加剧。

表 5：红旗连锁财务预测

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万）	7,220	7,823	8,704	9,667	10,679
同比%	4.05%	8.35%	11.26%	11.06%	10.47%
归属母公司净利润（百万）	323	516	618	761	909
同比%	95.66%	59.97%	19.69%	23.24%	19.43%
每股净收益（元）	0.24	0.38	0.45	0.56	0.67
市盈率	21.62	19.89	18.27	14.82	12.41
市净率	2.67	3.36	3.07	2.54	2.11
净资产收益率（ROE）	12.35%	16.89%	16.81%	17.16%	17.01%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本	1,360	1,360	1,360	1,360	1,360

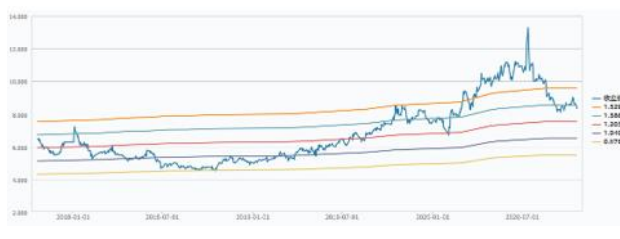
数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 44：红旗连锁市盈率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

图 45：红旗连锁市销率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

3.2.4. 重庆百货（600729）：混改落地助力公司焕发新活力

重庆百货是西南地区规模最大的零售企业。公司成立于 1950 年，于 1996 年在 A 股上市。公司主要经营地区是重庆及周边地区，经过几十年的发展，已经逐渐成为西南地区实力最为雄厚、规模最大、竞争力最强的零售龙头企业。公司业务涵盖百货、超市、汽车贸易、消费金融等。截至 2020 年 6 月，重庆百货在重庆市及周边已开设线下门店 300 余家，在重庆地区形成了一定的规模优势。

“数字化转型+消费金融+管理层重组”助力公司焕发新活力。（1）百货方面，公司搭建“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台，整合资

源、统分结合扩大市场影响力。超市方面，公司 173 家超市门店上线多点智购业务，113 家门店开通多点配送到家业务。电器方面，重庆百货创建“重百创客”线上平台，可以多方面展示商品，支持团购采购。汽贸方面，打造以用户为中心的智慧数字化运营体系，推动 4S 店业务线上化。（2）马上金融是全国第三大消费金融公司，作马上金融最大股东，公司持有马上金融 31.06% 的股份。马上金融自设立开始发展迅猛，截至 2019 年末，营收和净利润分别达 89 亿/8.53 亿，位居行业前列，消费金融行业发展迅速，行业集中度不断提升，马上金融后续预期会给重庆百货带来更多收益。（3）公司混改成功落地，引入战略投资者物美集团和步步高集团。物美集团积累了丰富的百货数字化转型经验，与重庆百货合作之后立刻配合重庆百货进行数字化转型，接入多点平台，同时混改有效缓解了原股东重庆商社集团的财务压力。

投资建议：预计公司 2020-2022 年，归母净利润分别为 10.64、11.14 和 12.43 亿元，EPS 分别为 2.62、2.74、3.06 元，对应当前股价 PE 分别为 14、14、12 倍。考虑公司多业态协同的经营能力，混改带来管理效率提升，以及马上金融发展迅速，给予公司 2020 年 16 倍估值，给予“买入”评级。

风险提示：疫情持续；马上金融发展不及预期；业绩预测不及预期。

表 6：重庆百货财务预测

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万）	34,084	34,536	32,479	37,043	39,365
同比%	3.55%	1.33%	-5.96%	14.05%	6.27%
归属母公司净利润（百万）	831	985	1,064	1,114	1,243
同比%	37.28%	18.55%	7.97%	4.69%	11.64%
每股净收益（元）	2.04	2.42	2.62	2.74	3.06
市盈率	13.84	12.32	14.48	13.83	12.39
市净率	2.07	1.93	2.08	1.81	1.58
净资产收益率（ROE）	14.94%	15.66%	14.38%	13.08%	12.74%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本	407	407	407	407	407

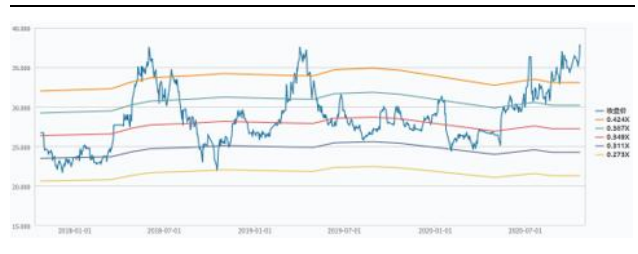
数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 46：重庆百货市盈率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

图 47：重庆百货市销率（TTM）



数据来源：东北证券，Wind

3.2.5. 南极电商（002127）：打造“南极人共同体”，赋能产业链上下游

南极电商是一家以“南极人”品牌授权为主业的电商服务企业。公司近年来不断收购其他品牌，已成功从内衣品牌转型为全品类品牌，目前旗下主要品牌有南极人、

卡帝乐鳄鱼、精典泰迪等，授权运营类目涵盖内衣、床上用品、男装、女装、童装及母婴、健康生活等。截至 2019 年底，公司合作供应商总数为 1113 家，合作经销商总数为 4513 家，授权店铺 5800 家。

纺织行业产能过剩严重，品牌授权需求旺盛。中国纺织服装行业产能严重过剩，上游存在大量生产白牌商品的优质厂商。白牌厂商自建品牌周期长、成本高，而没有品牌加持的白牌商品在市场上缺乏竞争力。随着产权保护力度加大、国人对品牌正品的认可度越来越高，更多白牌厂商需要获得正规品牌授权。品牌授权模式的出现契合了零散供应商的需求，通过支付较低的费用就可以获得品牌授权和相关服务，得以在短时间内凭借品牌知名度大幅提高销售额。

提出“南极人共同体”商业模式，打造产业生态链。公司具有丰富的互联网运营经验和先发规模优势，运用早期建立起的品牌优势对产业链进行整合，上游整合零散产能，下游整合零散流量。公司充分利用大数据赋能，自主研发了围绕南极电商平台的数据管理工具南极数云，对供应链合作伙伴进行数字化指导。公司不断收购扩充产品类目，覆盖更多客群，打造多梯度品牌矩阵。同时，公司积极开拓拼多多、唯品会等新渠道，维持 GMV 的高速增长。

投资建议：预计公司 2020-2022 年，归母净利润分别为 15.55、19.88 和 23.48 亿元，EPS 分别为 0.63、0.81、0.96 元，对应当前股价 PE 分别为 32、25、21 倍。考虑公司并品牌、扩品类、增渠道带动 GMV 高速增长能力以及在品牌授权领域建立的先发优势，给予公司 2020 年 40 倍估值，给予“买入”评级。

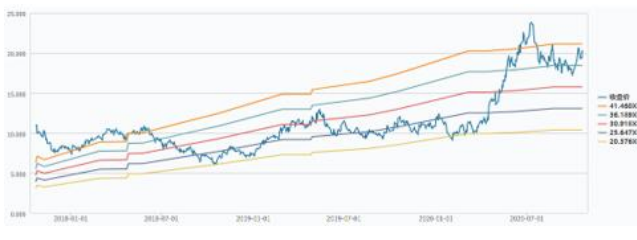
风险提示：电商渠道及流量渠道依赖风险；时间互联持续稳定盈利及多元化拓展的风险；盈利预测不及预期。

表 7：南极电商财务预测

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万）	3,353	3,907	4,257	5,017	5,806
同比%	240.12%	16.52%	8.96%	17.86%	15.72%
归属母公司净利润（百万）	886	1,206	1,555	1,988	2,348
同比%	65.92%	36.06%	28.92%	27.85%	18.11%
每股净收益（元）	0.36	0.49	0.63	0.81	0.96
市盈率	20.82	22.21	32.13	25.13	21.28
市净率	4.94	5.51	7.79	5.95	4.65
净资产收益率（ROE）	23.71%	24.82%	24.24%	23.66%	21.84%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本	417	417	417	417	417

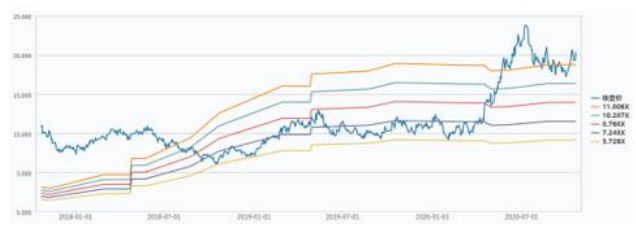
数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 48: 南极电商市盈率 (TTM)



数据来源: 东北证券, Wind

图 49: 南极电商市销率 (TTM)



数据来源: 东北证券, Wind

3.2.6. 爱婴室 (603214): 疫情影响逐渐减弱, 品类边际改善

疫情影响逐渐减弱, 品类边际改善。单二季度来看, 公司实现营收 5.77 亿元, 同比下降 9.02%; 实现归母净利润 3750 万元, 同比下降 15.77%, 盈利能力相比一季度明显改善。二季度品类边际改善明显, 受疫情影响, 一季度奶粉和纸尿裤由于恐慌有轻微囤货现象, 二季度毛利率较高的棉纺、辅食、玩具类产品销售占比提升, 带动公司毛利率从一季度的 27.6% 上升到 32.4%。

门店结构持续优化, 线上销售占比提升。上半年公司优化关闭了 18 家门店, 新增 8 家门店, 目前门店总数共 287 家, 目前已签约还未开业的门店 19 家。线下门店仍然是主要销售渠道, 上半年销售收入 9.5 亿, 占总收入 87%, 同比下降 9%, 还未完全恢复到疫情前水平。疫情期间, 更多布局线上销售业务, 如门店到家业务、开展线上第三方购物渠道等。上半年线上销量取得突破, 同比增长 88%, 占总收入比重达到 5.43%。

深度布局母婴产业链上游。上半年完成了对上海稚宜乐商贸有限公司的收购, 获得了日本皇室玩具在大陆区域的无限期独家销售权, 并拥有皇室玩具产品和图样设计著作使用权。2020 年 6 月, 战略入股了湖南蛙酷文化传媒有限公司, 持股比例 20%, 成为公司的第二大股东。

投资建议: 疫情虽然对公司短期业绩有所影响, 2020 年公司对外扩张节奏有所放缓, 但是预计公司全年仍将受益于 2019 年的大规模开店。考虑疫情冲击, 我们下调对公司的业绩预测, 预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 1.12/1.37/1.69 元, 对应当前股价的 PE 为 31/25/20 倍, 维持公司目标价 35.84。给予“增持”评级。

风险提示: 展店不及预期; 行业竞争加剧; 二次疫情风险。

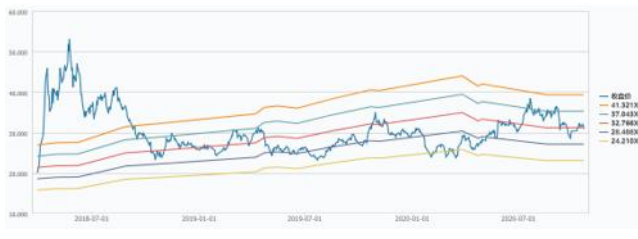
表 8: 爱婴室财务预测

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万)	2,135	2,460	2,632	3,061	3,733
同比%	18.12%	15.22%	6.97%	16.30%	21.95%
归属母公司净利润 (百万)	120	154	160	196	241
同比%	28.23%	28.55%	3.73%	22.32%	23.29%
每股净收益 (元)	0.84	1.08	1.12	1.37	1.69
市盈率	44.06	39.00	30.81	25.19	20.43
市净率	5.97	5.93	4.06	3.50	2.98
净资产收益率 (ROE)	13.55%	15.22%	13.17%	13.88%	14.61%

股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本	100	102	143	143	143

数据来源：东北证券，公司公告，估值采用 2020 年 10 月 20 日股价计算

图 50: 爱婴室市盈率 (TTM)



数据来源：东北证券，Wind

图 51: 爱婴室市销率 (TTM)



数据来源：东北证券，Wind

4. 风险提示

- (1) 秋冬季节，发生二次疫情风险；
- (2) 各类消费复苏低于预期；
- (3) 国际经济摩擦导致的风险。

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克瑞投资管理公司量化分析师, 2015年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019年金牛奖研究团队第3名。

刘青松: 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学本科, 现任东北证券商贸零售组研究助理。曾任中国北方工业有限公司财务金融部会计核算师, 2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn