

零售

零售行业年报&一季报综述

评级

报告原因：专题报告

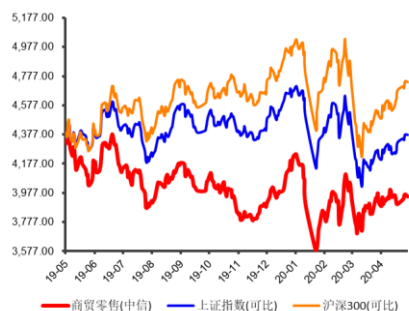
超市营收规模稳健增长，疫情改变消费需求习惯

中性

2020年5月12日

行业研究/专题报告

零售行业近一年市场表现



相关报告：

零售行业 4 月投资策略：线上渠道渗透率提升，可选消费反弹有待时日

新冠病毒疫情对零售行业影响专题：短期维持负面影响，长期寻找弹性机会

《促进消费扩容提质 19 条实施意见》政策点评：六方面促进消费扩容提质，释放鼓励回补式消费积极信号

分析师&联系人：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点

- **市场供需渐归常态，新型消费快速发展。**2020 年一季度 CPI 同比上涨 4.9%，涨幅比去年同期扩大 3.1pct，比去年四季度扩大 0.7pct。分月看，涨幅呈逐月回落态势。随着疫情影响进一步得到控制，囤货性消费逐渐转回到一般生活必需品刚需消费，市场供需水平逐渐回归常态。一季度社零总额同比下降 19%，降幅比 1-2 月份收窄 1.5pct。受新冠肺炎疫情影响，居民大幅减少外出购物和就餐活动，1-2 月份消费品市场短期下滑明显。3 月份市场销售开始好转，消费市场转型升级持续推进，“宅经济”带动新型消费加快发展。疫情发生后，中央和地方密集出台减税降费、减免租金、稳岗补贴和金融支持等多项政策措施，随着全国疫情防控形势持续向好，各地区生产生活秩序有序恢复，前期受到抑制的消费需求得到有效回补。
- **百货+综合：19 全年利润增速较好，20Q1 收入利润降幅明显。**2019 年百货及综合板块收入端降速持续收窄，但受疫情期间客流下滑和消费低迷影响在 2020Q1 增速转为-49%；归母净利润端增速除 19Q1 小幅下降以外，Q2-Q4 均呈上涨，且 19Q4 达到 44.8%的年内高位，但 2020Q1 显著下降，净利润和增速同时转负且增速降幅较大，成为受疫情影响最为严重的实体业态，百货及综合 38 家上市公司中有近六成 Q1 净利润为负。
- **超市：销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间。**2019 年超市板块营收增速逐季抬升，Q4 达到 9.83%，为年内最高；2020Q1 受疫情影响企业表现分化，板块整体增速降至 5.88%；归母净利润增速全年呈现下降趋势，19Q1 增速最高达 29.54%，至 19Q4 增速转负，2020Q1 增速仍然为负值，但降速大幅收窄。超市业绩两极分化趋势依然显著，头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大。
- **专营连锁：利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强。**2019-20Q1CS 专营连锁板块合计营收增速持续提升，前三季度降幅逐季收窄，至 Q4 增速转正，20Q1 增速提升至 4.27%；归母净利润全年增速持续为负，其中 19Q2 降幅最窄，Q3 开始降幅逐季扩大。CS 专营连锁上市公司中有超七成为珠宝首饰，还有部分家电 3C 和其他连锁，因主营业务相差较多故营收规模相差较大，业绩水平两极分化现象十分明显。
- **电商及服务：营收增速持续放缓，利润增速波动较大。**19-20Q1 电商板块营收增速持续放缓，至 20Q1 跌落至负值区间，19 年主要由于跨境通营收同比下降导致，20Q1 受疫情影响除值得买营收同比正增长以外，其余



4 家公司收入规模均呈下降；归母净利润端波动较大，Q1Q3 增速为正且 Q3 为年内最高，Q2Q4 增速为负，至 20Q1 降幅进一步扩大，主要受到跨境通业绩降幅较大以及苏宁易购归母亏损额较大影响。

➤ **2020Q1 基金持仓：行业维持低配状态，永辉超市加仓最多。**2020Q1，批发和零售业基金持仓总市值为 477.10 亿元，同比减少了 20.46%，但较 2019Q4 环比增长 21.38%，持仓占比为 1.78%，位居第六，低于标准行业配置比例 0.75pct，维持低配状态。2019 年全年来看，Q1Q2 均为超配状态，配置比例 Q2 居高；下半年则显著回落，Q3Q4 均为低配状态，至 Q4 回落至低位水平。2020Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有所回升，但仍维持低配状态。20Q1 公募基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 29 家上市公司布局，比 19Q4 新增 5 家，清空 4 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（144）、南极电商（68）、家家悦（44）、壹网壹创（37）、红旗连锁（22），基金持有数变动幅度排行前五的分别是永辉超市（+104）、南极电商（+22）、壹网壹创（+20）、家家悦（+19）、红旗连锁（+12）。

投资策略

➤ 此次疫情深刻的改变了人们的消费需求和消费习惯，高品质的品牌商品和服务都具有较强的竞争力，逆向推动零售企业进一步提升供给水平。疫情对一季度宏观经济造成了较大的负面影响，为了提振消费需求国家着手加快物联网、5G 等新基建的商用步伐，促进线上线下深度融合。在实物商品零售市场增速趋缓、居民服务性消费比重持续上升的大趋势下，零售企业将与餐饮、旅游、文娱等产业进一步融合，推动实体零售场景与服务业态形成优势互补，有效带动客流恢复性增长，在满足服务性消费需求的同时促进商品零售的回补性增长。在线上消费渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注与疫情相关消费需求的快速增长，以及实体零售企业对线上线下融合程度的进一步推动，重点关注线上渠道占比较高，自建供应链优势明显，集中度明显提升的细分行业，主要关注以下几条主线：**1) 食品 CPI 较高+必选刚需属性，疫情提升企业数字化程度和线上渠道占比，超市板块业绩确定性较强：永辉超市，家家悦；2) 电商渠道渗透率提升带动线上渠道价值凸显，下沉市场增量潜力较大迎来品牌及市场集中度提升：南极电商；3) 中长期看实体零售全渠道布局具备抗风险价值，细分行业龙头具备估值修复的机会：爱婴室。**

风险提示：宏观经济增速放缓；消费升级效果不及预期；电商分流、市场竞争加剧；海外疫情持续蔓延、疫情影响超出市场预期风险。

目录

1.市场供需渐归常态，新型消费快速发展	5
1.1 食品 CPI 居高，供需回归常态.....	5
1.2 线上渠道渗透率提升，可选消费反弹有待时日.....	6
1.3 六方面促进消费扩容提质，释放鼓励回补式消费积极信号.....	7
1.4 传统业态加速转型，必选刚需利好超市	8
2. 超市营收规模稳健增长，百货连锁收入利润承压明显	10
2.1 百货+综合：19 全年利润增速较好，20Q1 收入利润降幅明显.....	10
2.2 超市：销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间.....	12
2.3 专营连锁：利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强.....	14
2.4 电商及服务：营收增速持续放缓，利润增速波动较大.....	16
3. 2020Q1 基金持仓：行业维持低配状态，永辉超市加仓最多	18
3.1 一级行业：行业维持低配状态，Q1 低配比例有所回升.....	18
3.2 重仓个股：永辉超市重仓持股最多、基金加仓数量最大.....	18
4.投资建议及个股推荐	20
5.风险提示	21

图表目录

图 1：CPI 当月同比、环比（%）	5
图 2：CPI 当月同比：分类别（%）	5
图 3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	6
图 4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	6
图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比	7
图 6：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%	7
图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）	9

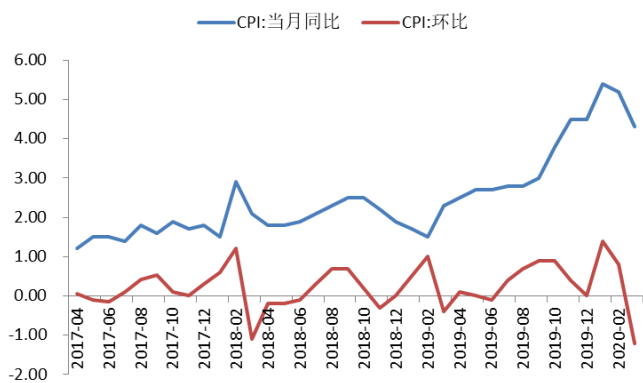
图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）	9
图 9：五大零售集团市场表现-4 周滚动趋势	9
图 10：五大零售集团市场表现-12 周同比	9
图 11：CS 百货综合 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%	10
图 12：CS 百货综合 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%	10
图 13：CS 百货综合 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%	11
图 14：CS 百货综合 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%）	11
图 15：CS 超市 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%	12
图 16：CS 超市 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%	12
图 17：CS 超市 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%	13
图 18：CS 超市 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	13
图 19：CS 专营连锁 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%	14
图 20：CS 专营连锁 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%	14
图 21：CS 专营连锁 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%	15
图 22：CS 专营连锁 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%）	15
图 23：CS 电商 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%	16
图 24：CS 电商 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%	16
图 25：CS 电商 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%	17
图 26：CS 电商 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE（%）	17
图 27：2020Q1VS2019Q4 基金配置比例一级行业分布	18
图 28：2019Q1-2020Q1 批零行业基金配置比例情况	18
表 1：零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动	19

1.市场供需渐归常态，新型消费快速发展

1.1 食品 CPI 居高，供需回归常态

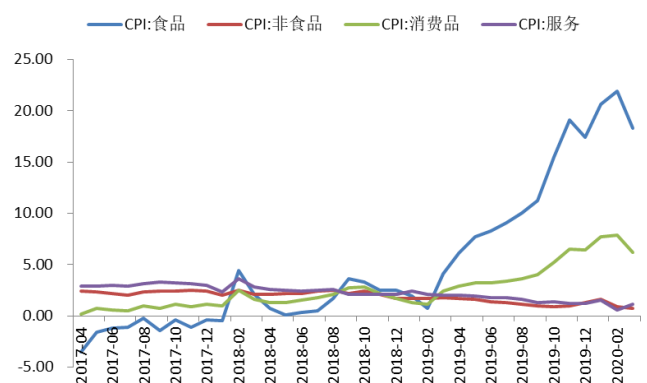
2020 年一季度，CPI 同比上涨 4.9%，涨幅比去年同期扩大 3.1pct，比去年四季度扩大 0.7pct。分月看，涨幅呈逐月回落态势。前两个月 CPI 上涨较多，1-2 月同比分别上涨 5.4%、5.2%，环比分别分别上涨 1.4%、0.8%。3 月份，随着国内疫情防控形势持续向好，交通物流逐步恢复，市场供给不断改善，CPI 同比上涨 4.3%，结束了延续两月的 5% 时代；环比下降 1.2%，由涨转降。分城乡来看，一季度农村 CPI 同比上涨 5.94%，涨幅高于城市的 4.62%，主要由于农村居民的消费支出中食品占比相对较大影响，而食品价格涨幅较高。随着疫情影响进一步得到控制，囤货性消费逐渐转回到一般生活必需品刚需消费，市场供需水平逐渐回归常态。猪肉价格较高仍然是推动 CPI 上涨的主因，但结构性因素逐渐削弱，同时果蔬价格涨幅进一步回落，食品价格整体居高带来的利好因素仍将延续，连锁超市企业一季度同店数据稳步提升，上半年营收超预期的确定性进一步增强。

图 1：CPI 当月同比、环比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 2：CPI 当月同比：分类别（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

推高 CPI 涨幅的主要因素是食品 CPI 居高。一季度食品价格上涨 20.3%，涨幅比去年同期扩大 18.1pct，影响 CPI 上涨约 4.09pct，占 CPI 总涨幅的 80% 以上，食品价格上涨较多主要受到非洲猪瘟、春节假期，尤其是新冠肺炎疫情等因素叠加影响所致。一季度食品中的猪肉价格上涨 122.5%，影响 CPI 上涨约 2.91pct，占 CPI 总涨幅比例超过 60%。前两个月由于生猪产能不足，加上疫情防控期间供给趋紧，短期消费需求激增，导致猪肉价格持续上涨。猪肉 CPI 在 1-2 月同比分别上涨 116.0%、135.2%，到 3 月份，随着生猪生产和调运的逐步恢复，屠宰企业复工复产，加上各地陆续加大储备肉投放力度等因素影响，猪肉价格高位回落，环比下降 6.9%，同比涨幅回落至 116.4%。在猪肉价格上涨的带动下，其他肉禽价格也有所上涨，牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格涨幅在 11.0%-21.0% 之间。受疫情以及季节性因素影响，鲜菜价格上涨 9.0%，涨幅

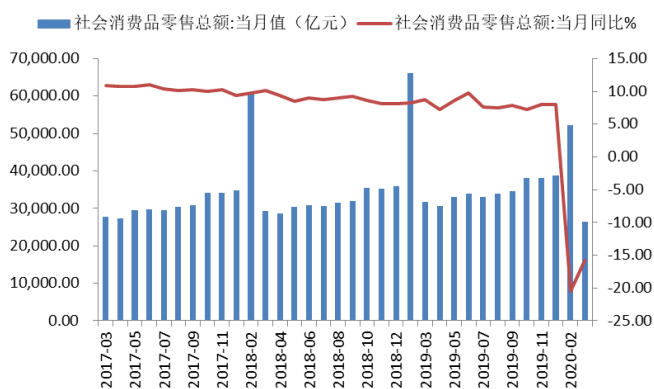
较去年同期扩大 2.1pct，但 3 月份价格小幅回落 0.1%。由于去年同期基数较高，且春季时令果蔬陆续上市，供给量增加，同时物流运输成本下降，鲜果价格下降 5.6%。

疫情防控期间，非生活必需品的供需均受到抑制，随着复产复工的逐步加快，交通物流逐渐恢复，保供稳价措施持续加力。家庭日用杂品、服装、教育用品和家具价格上涨幅度在 0.2%-1.6% 之间，家用器具和文娱耐用消费品价格分别下降 1.6% 和 1.5%。服务价格上涨 1.1%，涨幅比去年同期回落 1.1pct。服务消费中，家政服务、教育服务和医疗服务价格分别上涨 2.9%、2.5% 和 2.4%。一季度，受国际原油价格波动影响，汽油和柴油价格均下降 3.6%，降幅较去年同期均扩大 1.6pc，但疫情期间出行人数大幅减少，飞机票和宾馆住宿价格分别下降 6.3% 和 1.1%。

1.2 线上渠道渗透率提升，可选消费反弹有待时日

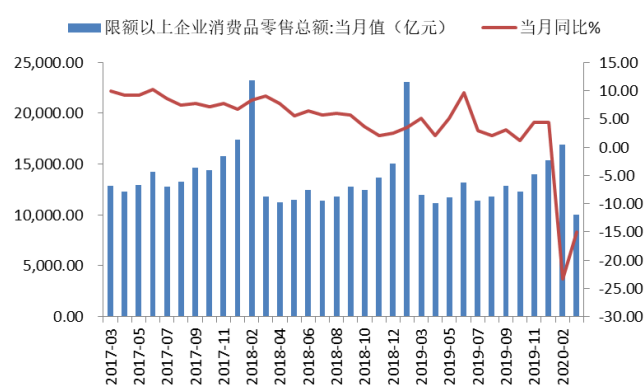
2020 年 1-3 月，社会消费品零售总额为 78580 亿元，同比名义下降 19%，上年同期为上涨 8.3%，降幅比 1-2 月份收窄 1.5pct，其中除汽车以外的消费品零售额 72254 亿元，同比下降 17.7%。受新冠肺炎疫情影响，居民大幅减少外出购物和就餐活动，1-2 月份消费品市场短期下滑明显。3 月份市场销售开始好转，消费市场转型升级持续推进，“宅经济”带动新型消费加快发展。疫情发生后，中央和地方密集出台减税降费、减免租金、稳岗补贴和金融支持等多项政策措施，随着全国疫情防控形势持续向好，各地区生产生活秩序有序恢复，前期受到抑制的消费需求得到有效回补。全国大部分地区均推出地方消费券政策，对扩大当地居民消费、回升消费市场活力起到较好的促进作用。

图 3：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 4：限上消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）

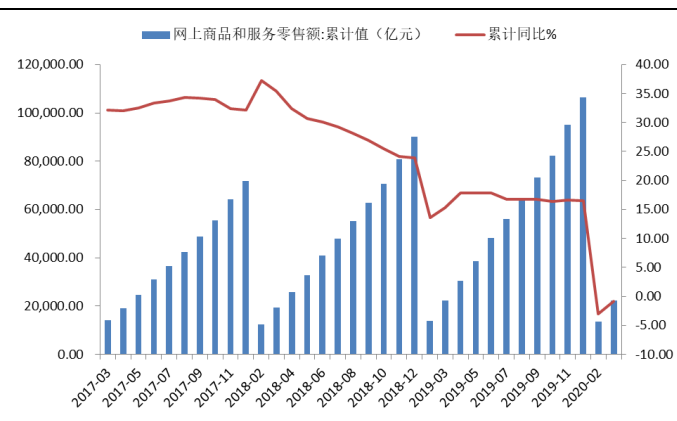


数据来源：国家统计局，山西证券研究所

从限额以上单位商品零售增速来看，虽然消费品市场整体销售水平下降，但居民基本生活类商品增速呈现增长态势。1-3 月限上单位粮油食品和饮料类分别增长 12.6%、4.1%，增速较 1-2 月分别加快 2.9pct、1.0pct；日用品类商品零售额累计同比下降 4.2%，增速较 1-2 月收窄 2.4pct，不过 3 月单月同比实现 0.3% 的正增长。防疫进程仍未松懈，口罩、消毒液等防护用品需求持续稳定增长，未来一段时间内或将成为常态。

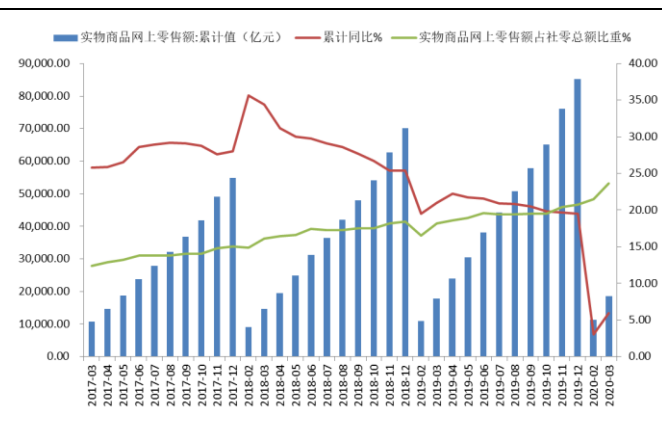
随着生产生活秩序的逐步恢复，在扩消费政策落地和地方消费券的双重刺激下，前期抑制的消费需求得到一定回补，可选消费各个品类增速虽然并未全部实现正增长，但大多均已实现企稳回暖。社零中占比较大的出行类商品零售额降幅明显收窄，1-3月汽车、石油及制品两大品类累计降幅分别为30.3%、23.5%，与1-2月相比分别收窄6.7pct、2.7pct。居住类商品销售有所好转，部分消费升级类商品销售改善。持续受到疫情抑制消费意愿影响的品类包括金银珠宝、家用电器、化妆品和通讯器材类，1-3月零售额同比分别下降37.7%、29.9%、13.2%和3.6%，较1-2月相比降幅均有收窄，分别回暖3.4pct、0.1pct、0.9pct和5.2pct，其中通讯器材类回暖最多，3月迎来5G手机发布高潮，华为、小米、vivo等品牌均有新机上市；其次回暖品类是珠宝类销售额，婚庆需求正在逐渐缓慢复苏。服装品类受疫情影响持续性较长，1-3月零售额同比下降32.2%，降幅较1-2月扩大1.3pct。

图5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图6：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

“宅经济”带动新型消费加快发展，引发数字经济、平台经济、网络经济、信息经济同步增长。防疫期间，居家消费需求大幅增长，同时线下企业为应对疫情冲击，积极开拓线上业务，电商在疫情中迎来了消费红利的集中释放，网上零售保持逆势增长，直播带货等新型消费模式成长较快，线上渠道渗透率也进一步得到提升。1-3月全国实物商品网上零售额同比增长5.9%，比1-2月份加快2.9pct，占社零总额的比重为23.6%，较上年同期提高5.4pct，比1-2月份提高2.1pct。其中通过电商销售的吃类和用类商品同比分别增长32.7%和10.0%，增速分别比1-2月份加快6.3pct、2.5pct。

1.3 六方面促进消费扩容提质，释放鼓励回补式消费积极信号

2020年3月，发改委等23部门联合发布了《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六方面提出19条硬举措。消费对经济增速的短期促进作用更加明显，扩大内需、促进回补式消费是当前释放消费潜力的重点方向。消费是最终需求，是经济增长的持久驱动力，对经济增速的短期促进作用更加明显。2019年，最终消费支

出对经济增长的贡献率为 57.8%，一线城市消费对经济增长的贡献率更大，消费已成为拉动我国经济增长和就业的首要动力。在当前形势下尽快稳定消费是稳就业和稳经济的重要途径，积极扩大国内有效需求，促进消费回补和潜力释放是当前稳定消费的重点关注方向。

《实施意见》提出，从市场供给、消费升级、消费网络、消费生态、消费能力、消费环境等六个方面促进消费扩容提质。《实施意见》有三点值得关注，一是从市场供给端发力促进消费扩容，对冲疫情负面影响，促进回补式消费潜力释放。二是促进农村消费市场基础设施建设，培育“智能+”等新型消费生态体系，形成城乡互补的消费市场结构。三是注重破除制约消费的体制机制障碍，有针对性的为经济增长培育长效持久的动力。意见从需求侧出发，提出持续提升居民消费能力，促进重点群体增收激发消费潜力，一方面从完善相关政策体系方面入手，挖掘提升农民工、高校毕业生等重点群体的消费潜力，另一方面从收入结构上努力增加居民的财产性收入。在居民消费环境方面，针对当前存在的服务行业标准体系滞后、消费后评价制度不健全、诚信维权体系建设滞后等问题，意见从强化市场秩序监管、积极推进消费领域信用体系建设、充分畅通消费者维权渠道等领域全面营造放心消费环境，应放管结合，在提升政府监管能力和水平的同时鼓励创新。

意见聚焦改善消费环境、破除体制机制障碍、提升消费领域治理水平，释放了鼓励和促进消费的积极信号。此次意见涉及消费产业链上下游，并从供需两端同时发力，在供给侧优化促进市场扩容，加快新一代信息基础设施建设对新模式、新业态的培育作用，并针对受疫情影响最为严重的文旅等聚集性产业提出针对性的提质升级意见；从需求侧持续提升居民消费能力，破除制约消费的体制机制障碍，更有效的提振消费信心和增强消费意愿。此次意见在消费类型上更注重服务消费，在消费模式上加快培育线上线下融合等新模式，在消费区域方面重视城乡消费结构互补，在消费群体方面着重增强中低收入群体消费能力。促进消费扩容提质，短期有利于对冲新冠肺炎疫情带来的负面影响，充分释放因疫情被抑制的消费需求，培养在疫情防控中催生的新兴消费，使得实物消费和服务消费得到有效回补；长远看有利于破除制约消费的体制机制障碍，更好满足居民多样化的消费需求，为经济增长培育持久驱动力。

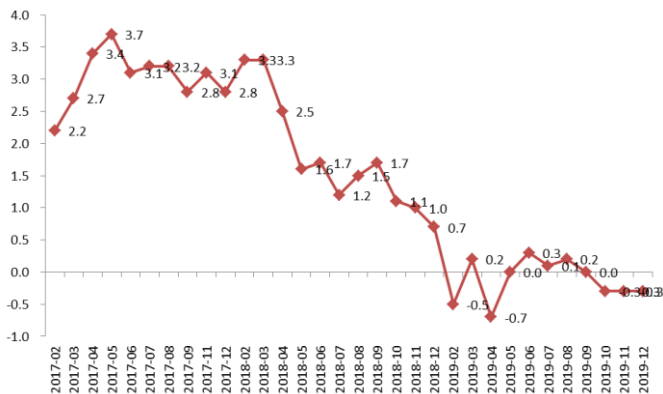
1.4 传统业态加速转型，必选刚需利好超市

根据中华全国商业信息中心统计，2019 年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.3%，增速较上年下降 1pct。其中化妆品类、粮油食品类、日用品类商品零售额实现正增长，且增速快于上年。服装类、金银珠宝类、家用电器类商品零售不及上年同期。实体店消费增速实现平稳增长，2019 年实体店消费品零售额增长 5.4%，增速较上年放缓 0.5pct。

2019 年，传统业态加快融合发展。为应对网上零售等新模式对实体店零售的冲击，传统零售业态加速

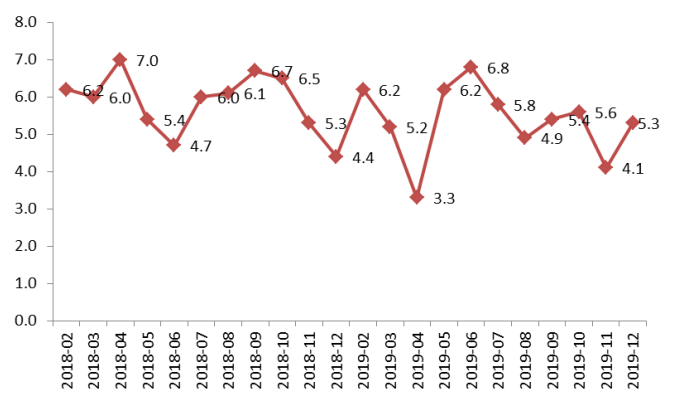
转型升级，积极推进线上线下融合发展。2019 年包括超市、专卖店、专业店等在内的限额以上单位实体店零售额比上年增长 3.8%。其中，限额以上超市和便利店零售额分别增长 6.5% 和 4.9%，增速比实体零售平均增速分别快 2.7pct 和 1.1pct。据测算，2019 年，限额以上单位通过互联网实现的商品零售额占限额以上单位消费品零售额的比重为 12.9%，比上年提高 2.7pct。2020 年一季度，在实体店铺零售中，与基本生活密切相关的超市等自助式零售业态和社区零售店商品销售好于整体。一季度，限额以上单位超市和仓储会员店商品零售额同比分别增长 1.9% 和 11.6%，增速比 1-2 月分别加快 0.2pct、2.4pct；与社区消费密切相关的食杂店和便利店商品零售额虽同比分别下降 13.1% 和 12.6%，但降幅小于限额以上单位商品零售整体水平（-18.9%）。

图 7：全国百家大型零售企业零售额累计同比（%）



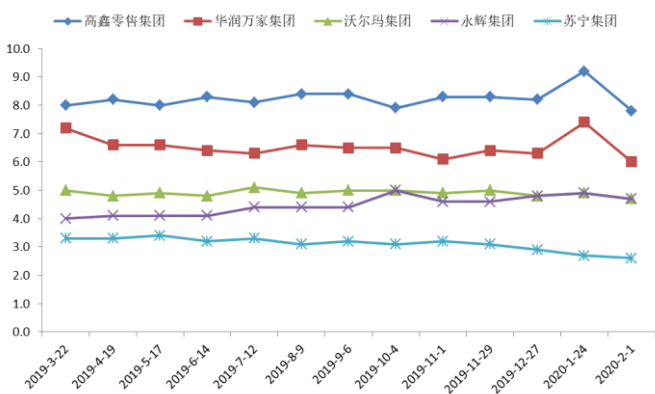
数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 8：网下实体店消费品零售额月度增速（%）



数据来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 9：五大零售集团市场表现-4 周滚动趋势



数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

图 10：五大零售集团市场表现-12 周同比

	更多消费者?	每次更多花费?	更多购买频次?	更多购物笔数及数?(百万)
高鑫零售集团	16.5% -4.4%	107.3元 +1.3%	4.1次 -0.3%	122.82人次 -2.6%
华润万家集团	12.6% -8.4%	107.5元 +2.9%	4.2次 -1.8%	96.36人次 -8.0%
沃尔玛集团	11.3% -10.3%	108.8元 -0.4%	3.3次 -2.1%	68.45人次 -10.2%
永辉集团	11.2% +7.0%	90.2元 +1.2%	4.0次 +0.5%	83.10人次 9.9%
苏宁集团	7.4% -13.6%	99.6元 +0.9%	3.2次 -5.1%	42.91人次 -16.2%

数据来源：凯度消费者指数，山西证券研究所

疫情影响居民外出减少，对百货、购物中心等商业密闭空间的传染风险较为忧虑，各业态到店客流均受到不同程度的影响，五大零售集团市占率 2 月份均呈现不同程度的回落，其中超市及便利店业态受到影响相对较小。超市、便利店的主要客源来自居民对一般生活必需品的采购需求，这种刚性需求仍然旺盛，

居民在减少购物频次的同时，单次采购客单价呈现上涨，同时大型连锁超市积极开展线上下单配送到家服务来对冲疫情负面影响；而地处居民社区范围内的便利店是典型的少人化零售业态，在疫情期间逐渐成为集中的物品采购场所，商业价值得以凸显。

2. 超市营收规模稳健增长，百货连锁收入利润承压明显

2.1 百货+综合：19 全年利润增速较好，20Q1 收入利润降幅明显

2019 年 CS 百货和综合业态板块营收共计 2937.12 亿元，同比-6.81%，归母净利润 92.04 亿元，同比+44.83%，扣非后归母净利润 75.82 亿元，同比+184.51%；2020Q1CS 百货营收 414.81 亿元，同比-49.01%，归母净利润-6.91 亿元，同比-118.13%，扣非后归母净利润-8.39 亿元，同比-123.36%。2019 年百货及综合板块收入端降速持续收窄，但受疫情期间客流下滑和消费低迷影响在 2020Q1 增速转为-49%；归母净利润端增速除 19Q1 小幅下降以外，Q2-Q4 均呈上涨，且 19Q4 达到 44.8%的年内高位，但 2020Q1 显著下降，净利润和增速同时转负且增速降幅较大，成为受疫情影响最为严重的实体业态，百货及综合 38 家上市公司中有近六成 Q1 净利润为负。

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

图 11：CS 百货综合 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%

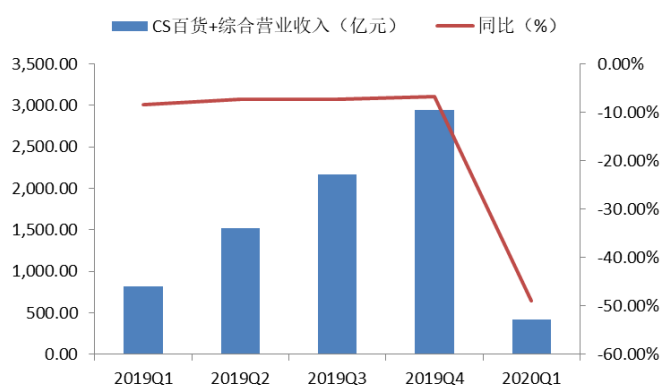
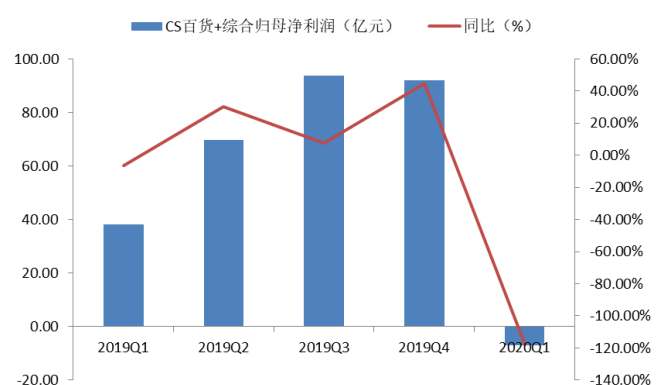


图 12：CS 百货综合 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



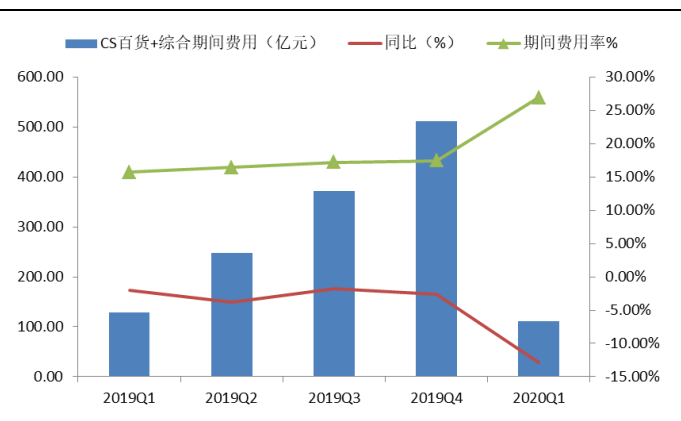
数据来源：Wind，山西证券研究所

数据来源：Wind，山西证券研究所

2019年CS百货+综合业态的期间费用为511.56亿元，同比-2.66%，比收入增速高出4.14pct，19年期间费用率为17.42%，比去年同期提升0.74pct，小幅增长；2020Q1CS百货+综合期间费用为111.58亿元，同比-12.83%，窄于收入降速36.18pct，19Q1期间费用率为26.9%，比去年同期提升11.16pct。目前百货上市公司的转型方式主要以百货购物中心化为主，购物中心以轻资产模式运营并强化了主题展馆等体验式元素，经营主要以租赁方式为主。虽然降低了公司的资本投入，但难以抵御房租价格的不断上涨，同时人力、物流、水电等商业成本的持续上调，导致期间费用率水平不断上涨。2020年初的新冠疫情使得实体百货企业商业成本进一步增加，同时销售收入出现大幅下降，利润空间受到较大程度的压缩。

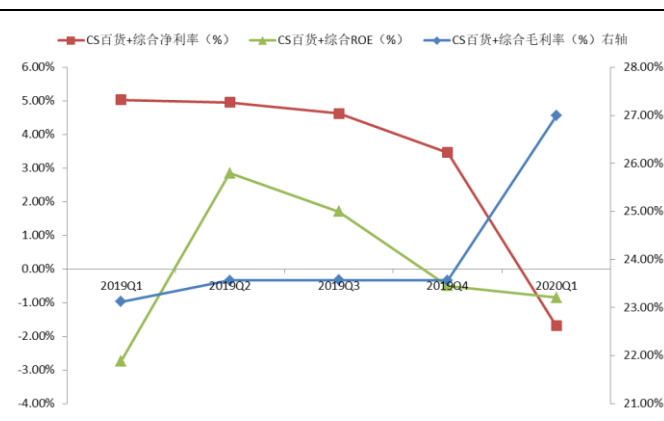
2019年CS百货+综合的毛利率水平保持稳健，百货企业积极拥抱数字化，一定程度上提升了企业整体的运营效率，2020Q1板块毛利率同比环比均提振3pct以上，应是受到销售收入降低带来营业成本同步下降的影响。2019年CS百货+综合的平均ROE水平波动较大，19Q2平均ROE 2.85%达到年内最高水平，Q3开始持续回落，至20Q1降至-0.85%，主要受到净利率降低的影响。

图 13：CS 百货综合 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 14：CS 百货综合 19-20Q1 毛利率净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

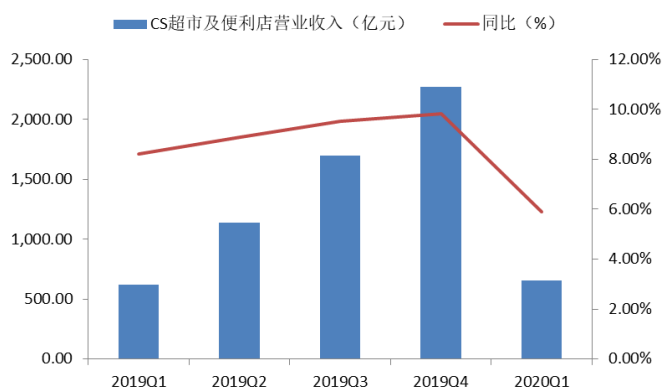
重点覆盖公司方面，天虹股份2019/2020Q1实现营业收入193.938亿元/29.97亿元，同比+1.33%/-42.13%，归母净利润8.59亿元/-0.5亿元，同比-4.98%/-115.98%。2019年公司内部持续推进各业态数字化，增强门店体验式升级，外延加速购物中心和独立超市业态扩张速度，开店培育期有效缩短。公司2019/20Q1实现主营业务毛利率27.09%/35.56%，同比+0.57pct/+9.09pct，Q1毛利率大幅变动主要受到执行新收入准则影响，按照新收入准则口径调整后，Q1毛利率同比下降13.12pct。2019年公司持续快速扩张带来期间费用率提升至23.0%/38.99%，与上年同期相比分别提升1.91pct/19.27pct，2020年一季度公司给予供应商减免租金等支持，导致营收利润同比双双下降，导致期间费用率同比大幅提升。2019/20Q1公司ROE水平分别为12.71%/-0.72%，较去年同期分别-1.65pct/-5.39pct。19年ROE小幅下降主要受到权益乘数同比-0.08的影响，

20Q1 则是受到净利率同比-7.7pct 的影响。受疫情影响，百货和购物中心门店阶段性暂停营业，公司一季度客流量和客单量出现大幅下滑；同时，公司给予租赁和联营供应商减免租金及管理费的支持，合计减免约 2.5 亿元。疫情期间公司超市和便利店持续营业，Q1 超市收入同比增长 33.8%，其中超市到家业务暴增，到家销售占比达 17%，销售环比增长 103%；同时线上业务加速发展，销售同比增长 116%。公司大力推广线上专柜到家业务积极对冲负面影响，随着行业复产复工的进一步推进，二季度开始公司有望受益回补式消费实现客流收益双回升。

2.2 超市：销售收入稳健增长，成本上涨压缩利润空间

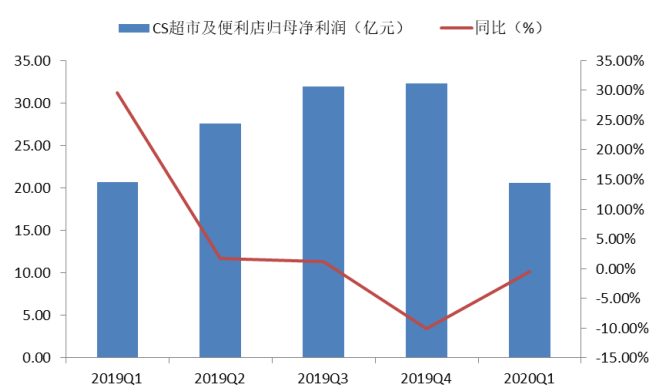
2019 年 CS 超市及便利店板块合计营收为 2273.27 亿元，同比+9.83%，归母净利润 32.3 亿元，同比-10.14%，扣非后归母净利润 22.22 亿元，同比-0.09%；2020Q1 超市板块合计营收 653.41 亿元，同比+5.88%，归母净利润 20.56 亿元，同比-0.54%，扣非后归母净利润 15.38 亿元，同比-19.29%。2019 年超市板块营收增速逐季抬升，Q4 达到 9.83%，为年内最高；2020Q1 受疫情影响企业表现分化，板块整体增速降至 5.88%；归母净利润增速全年呈现下降趋势，19Q1 增速最高达 29.54%，至 19Q4 增速转负，2020Q1 增速仍然为负值，但降速大幅收窄。超市业绩两极分化趋势依然显著，头部企业永辉超市对于收入利润两端的贡献较大，若剔除永辉超市，2019 年营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为 4.38%/-21.19%/-12.55%，营收端增速回落，利润端降速扩大 10pct 以上；20Q1 的营收/归母净利润/扣非归母净利的同比增速为-8.59%/-48.22%/-72.62%，营收端增速转负，利润端降速进一步扩大。由于超市销售品类多为生活必需品，板块整体具有一定的防御属性，疫情期间超市客流量下降但客单价和同店收入均显著提升，头部企业营收利润增速均高于市场预期。

图 15：CS 超市 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 16：CS 超市 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



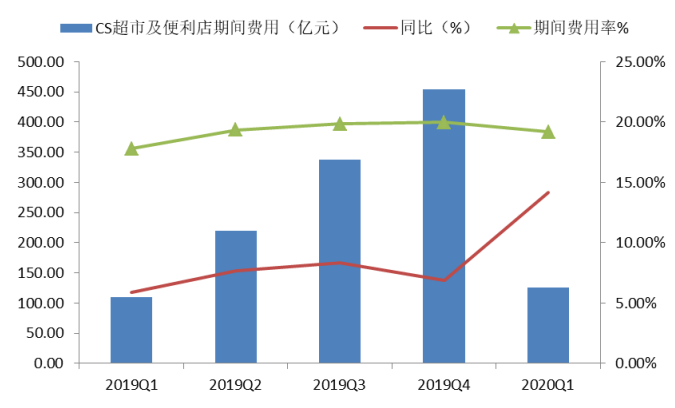
数据来源：Wind，山西证券研究所

2019 年下半年以来 CPI 涨势较高，已经进入 3% 的中枢区间，主要受到以猪肉为首的食品价格上涨影响；2020 年一季度 CPI 达到 5% 的阶段性高位，CPI 的上涨与超市同店增速具有一定的联动效应，同时企业自身

对于供应链的把控和自有品牌的构建也成为其盈利护城河。2019 年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御房租、水电、物流、人力等商业成本的持续上涨，企业的利润空间受到压制。2020 年年初疫情期间，超市企业快速推进门店线上化运营，积极推广到家业务。头部企业以大卖场承接供应链体系，以社区店链接消费者，实现到家销售业务销售额占比及增速的同步快速提升，未来对线上业务的布局和发展将成为传统超市企业提升销售的重要增量。

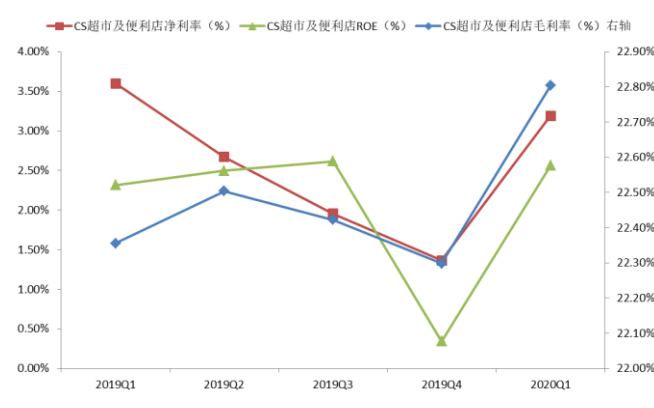
2019 年 CS 超市级便利店板块合计期间费用为 453.70 亿元，同比+6.89%，低于收入增速 2.93pct，19 年期间费用率为 19.96%，低于上年同期 0.55pct；2020Q1 CS 超市合计期间费用为 125.29 亿元，同比+14.13%，高出收入增速 8.25pct，20Q1 期间费用率为 19.17%，比去年同期增长 1.39pct。2019 年以来超市行业整合进一步提速，但难以抵御房租、水电、物流、人力等商业成本的持续上涨，企业的利润空间受到压制，致使期间费用水涨船高。

图 17：CS 超市 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18：CS 超市 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

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

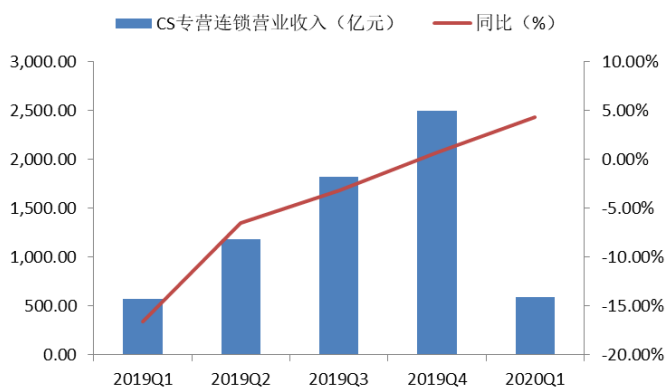
重点覆盖公司方面，永辉超市 2019/2020Q1 实现营业收入 848.77 亿元/292.57 亿元，同比+20.36%/+31.57%，归母净利润 15.64 亿元/15.68 亿元，同比+5.63%/+39.47%。2019 年公司通过建设线上线下全渠道运营营销平台，全力支持到家和到店业务。19 年到家服务实现销售额 35.1 亿元，同比增长 108%，占比 4.4%，同比提高 2pct。20Q1 受到线上业务带来的销售增长拉动，到家业务实现销售额 20.9 亿元，同比去年增长

2.3 倍，占比 7.3%，同比提高 4.5pct。3 月份永辉生活 app 占到家业务比重已提升自 56.86%。2019 年毛利率下降 0.58pct 至 21.56%，主要由于高毛利率的服装品类占比继续缩小，从 2.06% 下降到 1.56%。分品类来看，生鲜及加工下降了 1.64pct 至 13.22%，食品用品下降了 0.52pct 至 18.72%，主要是下半年加快规模扩张增加促销活动，大力推广到家业务拉新引流导致整体毛利率下滑。费用率同比下降 1.84pct 至 19.02%，其中管理费用率下降 1.89pct。2020Q1 公司拓展新店的同时线上业务销售增长，营收同比提升 31.57%，带动公司销售毛利率提升 0.13pct 至 22.84%，期间费用率提升 0.03pct 至 16.66%，其中销售费用率同比提升 0.19pct，管理费用率同比下降 0.17pct。

2.3 专营连锁：利润降速逐季扩大，业绩分化强者恒强

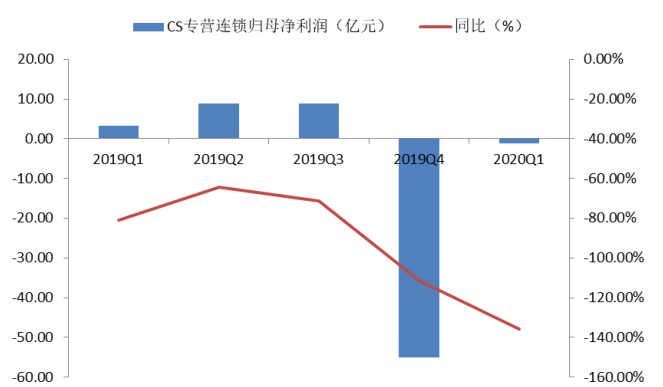
2019 年 CS 专营连锁板块合计营收为 2497.57 亿元，同比+0.69%，归母净利润-54.97 亿元，同比-111.26%，扣非后归母净利润-65.11 亿元，同比-58.70%；2020Q1CS 专营连锁合计营收 591.63 亿元，同比+4.27%，归母净利润-1.13 亿元，同比-135.57%，扣非后归母净利润 1.24 亿元，同比+126.70%。2019-20Q1CS 专营连锁板块合计营收增速持续提升，前三季度降幅逐季收窄，至 Q4 增速转正，20Q1 增速提升至 4.27%；归母净利润全年增速持续为负，其中 19Q2 降幅最窄，Q3 开始降幅逐季扩大。CS 专营连锁上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

图 19：CS 专营连锁 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 20：CS 专营连锁 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

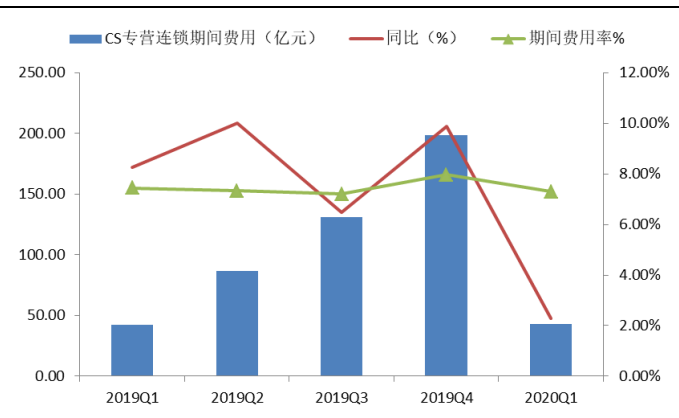
受经济下行压力增大等因素影响，国内黄金消费疲软，尤其随着 2019 年下半年黄金价格的不断攀升，黄金首饰消费出现明显下滑，未能延续上半年同比增长的趋势，2019 年全年限额以上金银珠宝类零售额同比增长为 0.4%。珠宝首饰行业在多重因素的共同作用下，受到国际贸易摩擦加剧、国内宏观经济增速放缓、消费氛围减弱、汇率金价波动等方面影响，行业销售增长压力加大；同时，消费升级持续带来广阔的市场

空间，行业品牌集中度提升，头部企业的品牌价值以及市场空间进一步拓展。2020年初受新冠疫情影响，以可选消费品销售为主的专营连锁企业业绩下滑较多，疫情防控使得公司门店销售、市场发展、供应链等主要经营活动相应停滞或延后，尤其是线下业务下滑较为明显。经此一役，实体连锁企业未来会更加重视直播电商等数字化、新媒体营销模式和手段，以提升企业的造血能力。

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

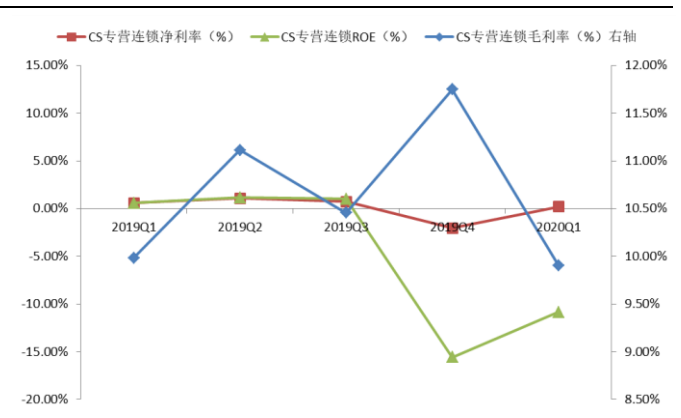
2019年专营连锁毛利率水平趋势性上升，虽然Q3小幅回落至10.45%，但Q4又大幅提升至11.75%；到20Q1毛利率显著回落至9.9%。整体来看，专营连锁板块19Q4-20Q1的平均ROE均为-10%以上，主要受到三家*ST和东方金钰亏损较多影响，若剔除前述4家极值影响，2019年板块平均ROE分别为2.44%/4.63%/7.08%/7.44%，呈现逐季提升的态势，但同比均呈下降；净利率方面，19Q2达到年内高点3.35%，Q3回落至3.05%与Q1齐平，Q4又回升至3.29%。2020Q1连锁板块ROE为1.35%，同比减少1.09pct，主要受到净利率下降0.74pct的影响。

图 21：CS 专营连锁 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22：CS 专营连锁 19-20Q1 毛利率净利率、ROE (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

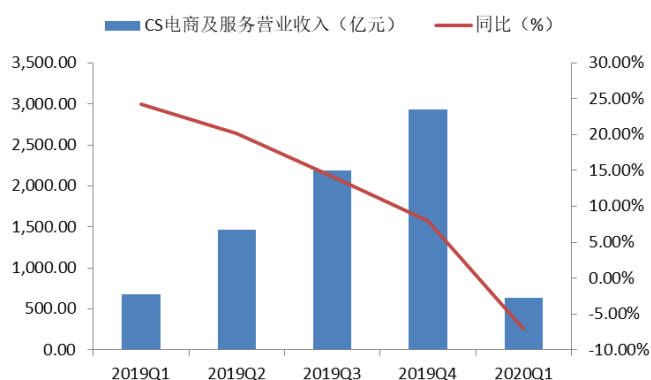
重点覆盖公司方面，爱婴室 2019/20Q1 实现营业收入 24.60 亿元/5.19 亿元，同比+15.22%/ -4.81%，归母净利润 1.54 亿元/0.09 亿元，同比+28.55%/ -50.29%。公司管理团队实施内生式增长与外延式并购并重的发展战略，2019 年营收规模实现进一步扩大。公司还进一步强化线上渠道布局，完善商城平台建设，增强与

消费者的互动，提升消费者购物体验，年内实现线上平台销售额同比增长 67.42%，增势迅猛。新开门店带来的人工、房租成本增长，加上员工股权激励费用增加等因素导致公司销售和管理费用率同比分别提升 1.61pct/0.60pct，但存款利息收入增加带来财务费用率下降 0.52pct，综合来看公司期间费用率同比增长 1.69pct。20Q1 公司期间费用率提升 5pct 至 27.02%，主要受到疫情期间收入增速下降但费用同比上涨影响，其中销售/管理费用率分别提升 3.82pct/0.92pct，19 年新开门店带来房租、人工等商业成本增长，还有管理人员计提股权激励费用增加，再加上全渠道系统上线费用增加所致。2019 年公司毛利率大幅提升 2.46pct 至 31.23%，其中业态方面门店销售提升 2.57pct，品类方面奶粉、用品类毛利率均实现 3pct 以上的增幅。2019 年公司 ROE 为 16.24%，同比下降 2.82pct，主要受到总资产周转率下降 0.36 影响；20Q1 受疫情影响销售下滑，公司 ROE 下降 1.12pct 至 0.87%，主要来自净利率下降 1.56pct 的影响。

2.4 电商及服务：营收增速持续放缓，利润增速波动较大

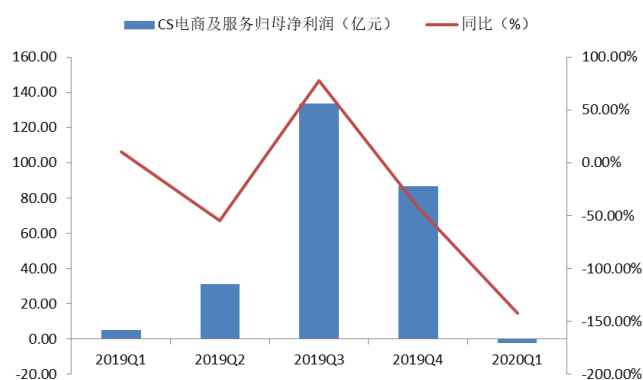
2019 年 CS 电商及服务板块合计营收为 2931.23 亿元，同比+8.02%，归母净利润 86.79 亿元，同比-42.5%，扣非后归母净利润-69.4 亿元，同比-636.86%；2020Q1 电商及服务板块合计营收 633.48 亿元，同比-7.01%，归母净利润-2.25 亿元，同比-142.32%，扣非后归母净利润-2.15 亿元，同比-66.65%。目前电商及服务板块仅有 5 只成分股，且营收规模有 90%来自苏宁易购。19-20Q1 电商板块营收增速持续放缓，至 20Q1 跌至至负值区间，19 年主要由于跨境通营收同比下降导致，20Q1 受疫情影响除值得买营收同比正增长以外，其余 4 家公司收入规模均呈下降；归母净利润端波动较大，Q1Q3 增速为正且 Q3 为年内最高，Q2Q4 增速为负，至 20Q1 降幅进一步扩大，主要受到跨境通业绩降幅较大以及苏宁易购归母亏损额较大影响。

图 23：CS 电商 19-20Q1 营业收入（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 24：CS 电商 19-20Q1 净利润（亿元）及同比%



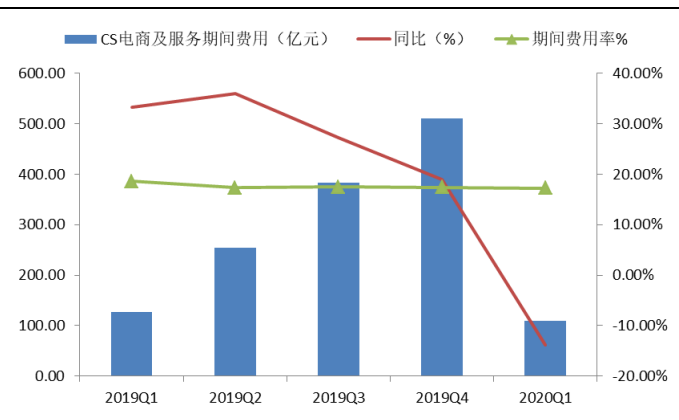
数据来源：Wind，山西证券研究所

受新冠肺炎疫情的影响，一季度社零总额同比下降 19.0%，但实物商品网上零售额同比增长 5.9%，占社零总额的比重为 23.6%，网上零售保持逆势增长。疫情发生以后，由于线上消费对到店消费的替代率提高，越来越多的消费者选择和习惯在线购买和到家服务，带动企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强。

为了适应市场变化，品牌商和零售商更加积极的推进互联网化和数字化进程，客观上推进了我国消费品市场转型升级和供给结构优化的步伐。

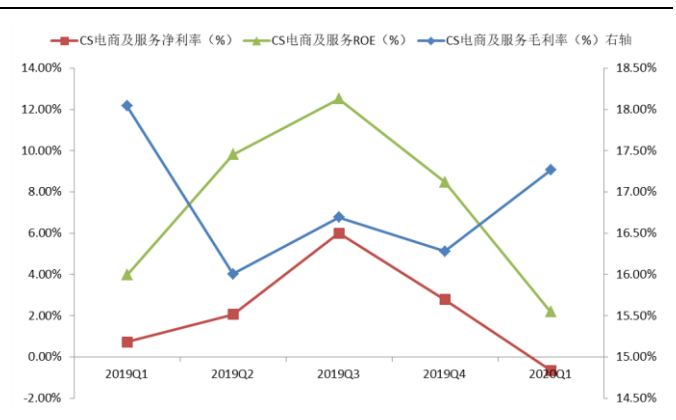
2019年CS电商及服务板块合计费用为509.64亿元，同比+18.92%，比收入增速高出10.9pct，19年期间费用率为17.39%，比上年同期提升1.59pct；2020Q1电商板块期间费用为109.04亿元，同比-14.10%，降幅比收入高出7.09pct，20Q1期间费用率为17.21%，比上年同期降低1.42pct。19Q3以来期间费用率持续下降，至20Q1费用率降至低点，主要受到占比较大的苏宁易购费用率下降带来的影响，在运营费用方面，公司严格管控各项费用支出，强化绩效考核，提升内部管理效率，并针对线下门店积极洽谈降租、免租，严格控制促销推广投入。

图 25：CS 电商 19-20Q1 期间费用（亿元）及同比%



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 26：CS 电商 19-20Q1 毛利率、净利率、ROE（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

2019年CS电商及服务毛利率水平小幅回落，至19Q4降至16.28%，到20Q1回升至17.27%，但同比下降0.78pct。2019Q1-Q3电商板块平均ROE水平持续抬升，至19Q4大幅回落至8.47%，主要由于跨境通业绩亏损导致ROE为负值所致；20Q1电商板块平均ROE大幅回落至2.19%，主要受到净利率降低1.38pct的影响。

重点覆盖公司方面，南极电商2019/20Q1实现营业收入39.07亿元/6.72亿元，同比+16.52%/-18.51%，归母净利润12.06亿元/1.28亿元，同比+36.06%/+5.28%。2019年公司在各电商渠道可统计的GMV达305.59亿元，同比增长48.92%，其中主品牌南极人GMV为271.38亿元，同比增长52.86%；2020Q1公司GMV达57.29亿元，同比增长11.13%，其中南极人品牌GMV为52.24亿元，同比增长15.53%。公司2019年毛利率提振4pct至38.5%，20Q1毛利率提升6.54pct至28.03%，得益于公司有效的成本管控优势。2019年公司期间费用率6.19%，同比减少0.11pct，其中销售/财务费用率分别减少0.28pct/0.17pct，财务费用率减少主要受到子公司借款减少带来利息支出减少，同时货币资金增加影响利息收入增长；而管理费用率同比增长0.35pct，主要由于业务规模扩张带来的人力、租金及物业成本上涨。20Q1期间费用率同比增长2.46pct至

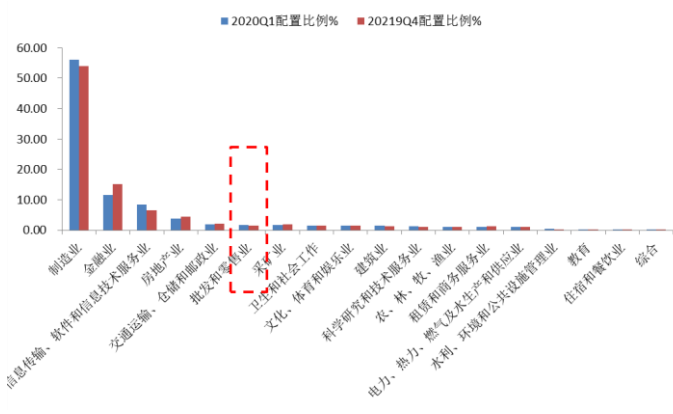
8.24%，主要受到公司业务人员的人力成本增加导致销售费用上涨、以及研发投入增加所致。2019/20Q1 公司 ROE 水平分别是 28.06%/2.61%，较上年同期+1.83pct/-0.6pct，19 年公司净利率大幅提升 4.41pct 带动 19 年 ROE 增长，20Q1 虽然净利率同比增长 4.32pct，但总资产周转率和权益乘数均下降 0.06，导致 ROE 同比下降。

3. 2020Q1 基金持仓：行业维持低配状态，永辉超市加仓最多

3.1 一级行业：行业维持低配状态，Q1 低配比例有所回升

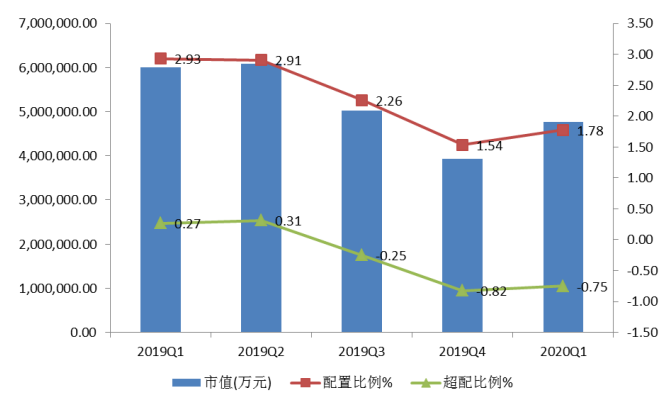
2020Q1，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 477.10 亿元，同比减少了 20.46%，但较 2019Q4 环比增长 21.38%，持仓占比为 1.78%，位居第六。市场标准行业配置比例为 2.53%，低于标准行业配置比例 0.75pct，维持低配状态。配置比例同比降低 1.15pct，但环比增长 0.24pct；低配比例同比减少 1.02pct，但环比增长 0.07pct。2019 年全年来看，Q1Q2 均为超配状态，配置比例 Q2 居高；下半年则显著回落，Q3Q4 均为低配状态，至 Q4 回落至低位水平。2020Q1 行业配置比例和超配比例较上一季度均有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

图 27：2020Q1vs2019Q4 基金配置比例一级行业分布



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28：2019Q1-2020Q1 批零行业基金配置比例情况



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 重仓个股：永辉超市重仓持股最多、基金加仓数量最大

2020Q1 公募基金重仓股主要针对 CS 商贸零售中的 29 家上市公司布局，比 19Q4 新增 5 家，清空 4 家，其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是永辉超市（144）、南极电商（68）、家家悦（44）、壹网壹创（37）、红旗连锁（22），基金持有数变动幅度排行前五的分别是永辉超市（+104）、南极电商（+22）、壹网壹创（+20）、家家悦（+19）、红旗连锁（+12）。

从季报持仓变动来看，位列前五的重仓股分别是永辉超市、南极电商、家家悦、壹网壹创、周大生，

持仓变动分别是 26,723.65 万股、8,794.78 万股、1,441.34 万股、491.31 万股、113.97 万股；从持股占流通股比例来看，前五名分别是壹网壹创（35.65%）、南极电商（22.94%）、永辉超市（8.62%）、值得买（7.12%）、周大生（6.45%）。

表 1：零售板块重仓个股持股基金数及持仓变动

代码	名称	2020Q1 持有基金数	2019Q4 持有基金数	季报持仓 变动(万股)	持股占 流通股比(%)	CS 三级行业
600729.SH	重庆百货	22	15	-976.55	1.92	综合业态
002419.SZ	天虹股份	4	14	-4,183.44	1.37	综合业态
601366.SH	利群股份	1	0	15.27	0.03	综合业态
000501.SZ	鄂武商 A	7	11	-499.40	4.96	百货
600859.SH	王府井	5	2	86.28	0.36	百货
600693.SH	东百集团	3	3	-37.56	0.02	百货
600814.SH	杭州解百	1	1	-67.21	0.00	百货
603123.SH	翠微股份	1	0	0.61	0.00	百货
601933.SH	永辉超市	144	40	26,723.65	8.62	超市及便利店
603708.SH	家家悦	44	25	1,441.34	5.60	超市及便利店
002697.SZ	红旗连锁	22	10	-3,182.54	3.86	超市及便利店
600827.SH	百联股份	3	1	95.04	0.07	超市及便利店
002251.SZ	步步高	2	4	-951.99	0.03	超市及便利店
600612.SH	老凤祥	18	13	-96.32	3.94	珠宝首饰及钟表
002867.SZ	周大生	15	15	113.97	6.45	珠宝首饰及钟表
600655.SH	豫园股份	2	1	8.67	0.01	珠宝首饰及钟表
603214.SH	爱婴室	7	6	-3.20	4.03	其他连锁
002127.SZ	南极电商	68	46	8,794.78	22.94	电商及服务 III
300792.SZ	壹网壹创	37	17	491.31	35.65	电商及服务 III
002024.SZ	苏宁易购	6	3	16.97	0.01	电商及服务 III
300785.SZ	值得买	3	4	1.49	7.12	电商及服务 III

数据来源：Wind，山西证券研究所

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

其中天虹股份持续遭遇 10 家减仓，重庆百货因商社集团进行混合所有制改革导致控制权变更，天津物美和步步高零售通过增资方式分别取得商社集团 45% 和 10% 的股权，受到市场关注，获得 7 家加仓。

4. 投资建议及个股推荐

此次疫情深刻的改变了人们的消费需求和消费习惯。疫情蔓延对全球供应链造成冲击，国际商品供给水平有所下降，消费者的关注点转向国内市场，国货潮崛起正当时。在品质消费升级的大趋势下，高品质的品牌商品和服务都具有较强的竞争力，逆向推动零售企业进一步提升供给水平。疫情对一季度宏观经济造成了较大的负面影响，为了提振消费需求国家着手加快物联网、5G 等新基建的商用步伐，促进线上线下深度融合。实体零售企业积极运用大数据和云计算等新技术创新业态、模式和场景，满足消费者多元化、个性化的消费体验，带动新消费快速增长。针对疫情对可选消费商品造成的较大冲击，国家推出了减税降费、补贴促销等扩大费政策扶持实体零售企业，企业自身也主动优化商品结构，顺应消费发展趋势，推动消费品市场实现恢复性增长。长远看，服务性消费在消费中占据主导地位的趋势不会因疫情而改变，在实物商品零售市场增速趋缓、居民服务性消费比重持续上升的大趋势下，零售企业将与餐饮、旅游、文娱等产业进一步融合，推动实体零售场景与服务业态形成优势互补，有效带动客流恢复性增长，在满足服务性消费需求的同时促进商品零售的回补性增长。在线上消费渗透率不断提升的后疫情时代，我们建议关注与疫情相关消费需求的快速增长，以及实体零售企业对线上线下融合程度的进一步推动，重点关注线上渠道占比较高，自建供应链优势明显，集中度明显提升的细分行业，主要关注以下几条主线，

1) **受益食品 CPI 较高及生活必需品的刚需属性，超市板块具备较强的业绩确定性，同时疫情提升了企业数字化程度、线上客源及渠道占比，超市龙头长期来自建供应链优势得到凸显，板块具备一定防御性布局价值**，建议关注发展商品资源优势、促进线上线下融合、打造食品供应链平台，通过强化 2C 端市场能力和拓进 2B 端业务，形成规模效应，保有更大的市场占有率，以品质和服务为核心，拥有打造全方位供应链体系和超市型服务平台的能力的**永辉超市**（预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.29/0.38/0.46 元，“增持”评级）；以及持续强化区域密集布局、多业态发展和供应链能力建设，年内通过发展新店、合并河北家家悦和山东华润，带动同店收入提升明显，持续深耕胶东发展全国、店部升级改造、强化生鲜食品供应链效率的**家家悦**（预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.79/0.98/1.23 元，“买入”评级）；

2) **随着电商渠道渗透率的进一步提升，企业布局线上渠道的价值得以凸显，同时随着城乡信息基础设施差距的不断缩小，低线城市的大众消费市场仍然存在较大的增量红利发掘空间，龙头企业在拓展新增量的同时巩固存量运营，有效提升品牌及市场集中度**，建议关注以电商渠道为主，品牌基于庞大的用户基数、极致性价比的产品、丰富的供应链和多元化的平台流量，在品牌规模化生产下拥有存量竞争优势，持

续打造合作产业链护城河，预计未来 GMV 仍将保持中高速增长**的南极电商**（预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.78/0.95 元，“买入”评级）；

3) 可选消费为主的连锁板块具有较大估值弹性，中长期趋势来看线下渠道仍然是企业立身之本，线上线下渠道局部均衡有利于企业有效对抗社会风险，我们认为在消费需求回归常态后，细分行业龙头具备一定估值修复的机会，建议关注聚焦主业稳健经营，以渠道拓展和升级、商品结构优化、会员体系优化、品牌建设等为基础，进一步加速数字化建设，积极探索新媒体营销，推进产业链上游品牌资源整合，以科技和品牌赋能零售营销渠道，同时实施股权激励计划增强公司凝聚力的**爱婴室**（预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.80/2.20/2.54 元，“增持”评级）。

5.风险提示

- 1) 宏观经济、居民收支增速放缓；
- 2) 消费升级、新业态发展不及预期；
- 3) 线上电商冲击、线下市场竞争加剧；
- 4) 海外疫情持续蔓延，疫情影响超出市场预估风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

