

商业贸易

2021年01月03日

围绕“人货场”的渠道效率升级仍是零售行业主题

——商贸零售行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

李旭东（联系人）

符超然（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

lixudong@kysec.cn

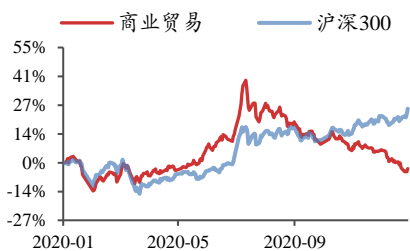
fuchaoran@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790120010014

证书编号：S0790120080062

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-SHEIN 推出跨境电商美妆独立站 SHEGLAM》- 2020.12.27

《商贸零售行业周报-社会消费稳步复苏，看好消费升级类商品表现》- 2020.12.20

《行业点评报告-11月社零同比+5.0%，消费升级类商品表现亮眼》- 2020.12.15

● 围绕“人、货、场”实现渠道效率升级，仍是零售行业的主旋律

2020年，新冠疫情对零售行业影响显著，但随着疫情缓和，整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。后疫情时代，人口代际变迁和渠道流量变革，仍在持续推动零售行业“人、货、场”的演进升级。（1）人：从消费者年龄代际和城市线级特征看，Z世代和下沉市场已成为重要消费增量；而随着Z世代崛起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝等“悦己型消费”（特征为消费需求出发点是“提升自身幸福感”）也开始蓬勃发展。（2）场：从消费场景特征看，疫情驱动线上电商渠道渗透率持续提高；与此同时，社区团购快速发展，凭借模式创新和效率升级，有望带来下沉市场的零售效率革命。（3）货：需求端随着新生代消费群体崛起和场景变革，“悦己消费”兴起；元气森林、三顿半为代表的细分赛道“新品牌”亮眼；供给端在DTC、C2M等模式对供应链的反哺下，各类“新物、好物”涌现，自有品牌崛起。此外，2020年我们也看到元气森林、三顿半、钟薛高等网红新锐品牌先后受到热捧，总结共性经验，差异化精准定位、深挖消费者需求是新品牌成功关键。我们认为，对零售企业而言，人口代际和渠道流量变迁也意味着新的发展机遇。展望未来，深挖下沉市场，通过数字化赋能围绕“人、货、场”实现渠道效率提升，仍是零售企业的重要竞争策略和发展方向。

● 行业关键词：免税、新品牌、生活方式趋势、七鲜超市、京喜拼拼等

【免税】海南新增6家离岛免税店，全岛免税店增至10家。

【新品牌】天猫“2020十大新品牌”发布，食品、美妆为新品牌主阵地。

【生活方式趋势】小红书发布《2021生活方式趋势关键词》。

【七鲜超市】京东旗下七鲜超市北京时代Life店开业。

【京喜拼拼】京东旗下社区团购平台“京喜拼拼”小程序正式上线。

● 板块行情回顾：2020年零售板块虎头蛇尾、跑输大盘

2020年零售板块（商业贸易指数）报收3233.83点，全年看行业走势虎头蛇尾，最终全年下跌0.22%，跑输上证综指（全年上涨13.87%）14.09个百分点，表现在28个一级行业位居第22位。全年来看，零售各细分板块中专业市场、多业态零售表现较好。个股方面，王府井（+134.8%）、北京城乡（+110.1%）和吉宏股份（+107.4%）2020年涨幅靠前。

● 投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三主线布局

投资主线一（颜值经济）：一路向“美”，由可选变为刚需；关注化妆品和轻医美优质细分赛道，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客；

投资主线二（新兴电商）：疫情驱动电商渗透率提升，关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和两个新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情缓和、线下消费复苏，关注竞争力突出的珠宝和母婴连锁细分赛道龙头，重点推荐周大生、豫园股份、爱婴室。

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 零售板块行情回顾	3
2、 零售观点：围绕“人、货、场”的效率升级仍是行业主题	5
2.1、 行业动态：围绕“人、货、场”的渠道效率升级仍是零售行业主题	5
2.2、 投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售”主线布局	8
2.2.1、 豫园股份：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划	9
2.2.2、 吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，模式创新、目标市场红利突出	10
2.2.3、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化	10
2.2.4、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张	11
2.2.5、 周大生：三季报超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长	12
2.2.6、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著	12
2.2.7、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放	13
2.2.8、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩	14
2.2.9、 红旗连锁：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升	14
2.2.10、 爱美客：三季度业绩加速成长，医美龙头蓝海先行	15
3、 零售行业动态追踪	16
3.1、 行业关键词：免税、新品牌、生活方式趋势、七鲜超市、京喜拼拼等	16
3.2、 公司公告：爱美客参与设立股权投资基金等	17
4、 风险提示	19

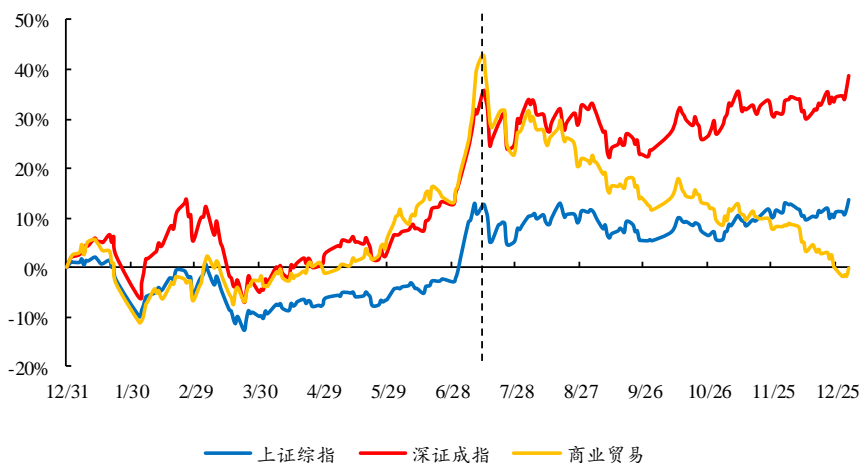
图表目录

图 1： 2020 年零售行业指数虎头蛇尾，全年表现弱于大盘	3
图 2： 2020 年零售板块（商业贸易指数）表现位列第 22 位	3
图 3： 本周专业市场板块表现最好，涨幅为 8.24%	4
图 4： 2020 年专业市场板块年涨幅最高，达 14.05%	4
图 5： Z 世代崛起催生新兴细分赛道的发展机会	5
图 6： 社零消费线上渠道渗透率在持续提升	6
图 7： 淘宝直播双十一预售 10 分钟超过 2019 年全年	6
图 8： 社区团购“预售+自提”模式为集单集配提供操作空间，降低了全链路履约成本	6
图 9： 各大电商平台纷纷布局 C2M 模式生产	7
图 10： 盒马大力发展自有品牌“日日鲜”	7
图 11： 零售企业通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现效率持续提升	7
表 1： 2020 年全年零售板块王府井、北京城乡和远大控股等涨幅居前	4
表 2： 2020 年全年零售板块*ST 成城、*ST 宏图、南宁百货等跌幅靠前	5
表 3： 重点推荐爱美客、吉宏股份、周大生、豫园股份等	8
表 4： 本周重点推荐个股吉宏股份、爱美客表现较好	16
表 5： 零售公司大事提醒：关注星徽股份、莱绅通灵召开股东大会等	18
表 6： 零售行业大事提醒：关注数字医美大会等	18

1、零售板块行情回顾

2020年零售板块虎头蛇尾，全年表现弱于大盘。本周（12月28日-12月31日）上证指数、深证成指、零售行业指数周涨幅分别为2.25%、3.24%、0.21%。全年来看，截至2020年12月31日，上证综指报收3473.07点，年涨幅为13.87%；深证成指报收14470.68点，年涨幅为38.73%，零售行业指数（参照商业贸易指数）报收3233.83点，全年基本持平（-0.22%），表现弱于大盘。分阶段来看，2020年前7个月，零售行业表现较为强势：超市板块疫情期间表现坚挺（主营必选消费高景气叠加CPI上行利好同店）、百货板块受免税概念刺激，带动行业指数上行，截至2020年7月13日阶段涨幅达到42.87%（同期上证指数涨幅为12.89%）；但从三季度起，在CPI回落带来同店压力、社区团购等互联网新业态竞争分流等共同作用下，超市板块大幅回调，拖累行业指数一路下行。

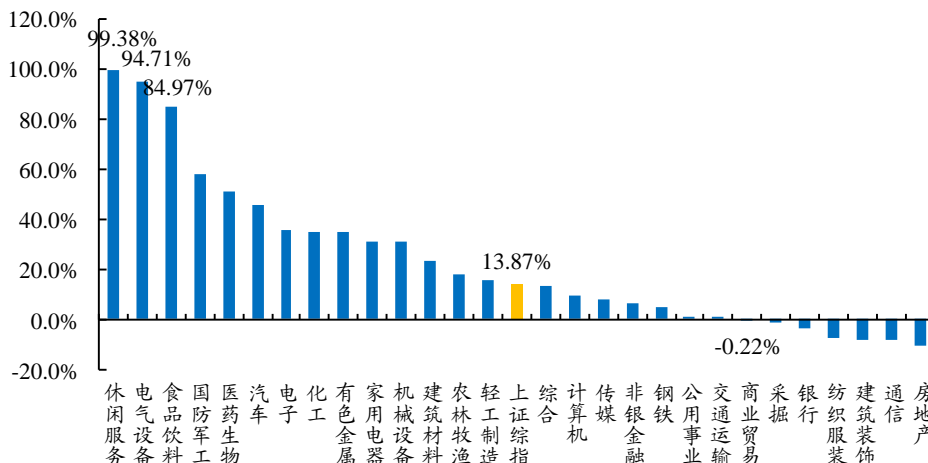
图1：2020年零售行业指数虎头蛇尾，全年表现弱于大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

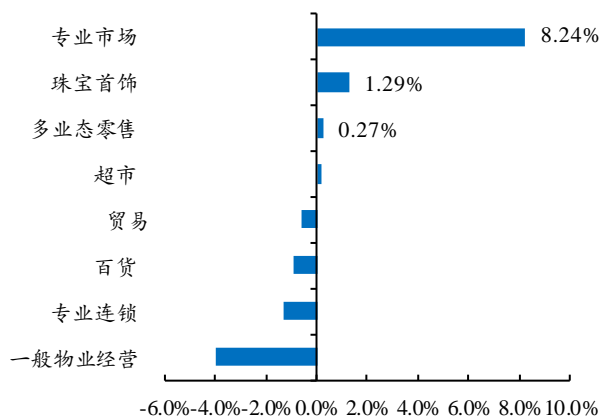
行业横向对比看，零售行业全年表现在28个行业中位居第22位。2020年表现排名前三的行业分别为休闲服务、电气设备和食品饮料，涨幅分别达99.38%、94.71%、84.97%；后三位为建筑装饰、通信和房地产；零售行业排名相对靠后。

图2：2020年零售板块（商业贸易指数）表现位列第22位

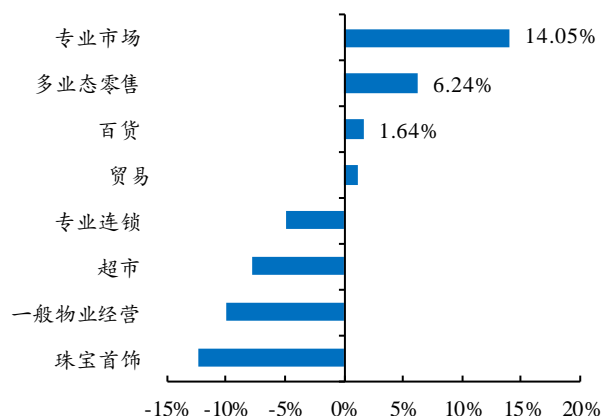


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，专业市场板块周涨幅和年涨幅均位列首位。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个细分板块）中，本周表现最好的子行业分别为专业市场、珠宝首饰、多业态零售，涨幅分别为 8.24%、1.29%、0.27%；2020 年全年来看，专业市场板块累计涨幅为 14.05%，在零售行业各细分板块中领跑，多业态零售和百货则位居二、三位；相较而言，超市、一般物业经营和珠宝首饰等板块全年表现靠后。

图3：本周专业市场板块表现最好，涨幅为 8.24%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020年专业市场板块年涨幅最高，达 14.05%


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，小商品城、中兴商业周涨幅靠前，王府井、北京城乡等年涨幅超 100%。本周零售板块主要 86 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司和 B 股公司）中，合计有 44 家公司上涨、41 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是小商品城(+21.1%)、中兴商业(+7.3%)和远大控股(+7.1%)；跌幅靠前公司为莱绅通灵、江苏国泰、爱施德等。全年来看，2020 年合计有 37 家公司上涨、49 家公司下跌，年涨幅前三的公司分别为王府井、北京城乡、远大控股，涨幅分别达到 134.8%、110.1%、87.9%，年跌幅靠前的公司为*ST 成城、*ST 宏图、南宁百货。

表1：2020 年全年零售板块王府井、北京城乡和远大控股等涨幅居前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价(元)	周涨跌幅	周换手率	2020 年全年涨幅	所属三级行业
1	600859.SH	王府井	32.58	-2.72%	14.7%	134.8%	百货
2	600861.SH	北京城乡	17.86	-2.99%	11.7%	110.1%	多业态零售
3	000626.SZ	远大控股	14.13	7.13%	5.5%	87.9%	贸易III
4	600753.SH	东方银星	18.54	-1.96%	6.9%	66.8%	贸易III
5	600827.SH	百联股份	14.60	-0.95%	6.2%	63.4%	多业态零售
6	605188.SH	国光连锁	9.97	-2.35%	11.7%	48.8%	超市
7	600723.SH	首商股份	8.93	5.18%	4.2%	48.2%	百货
8	600415.SH	小商品城	5.51	21.10%	11.6%	43.7%	专业市场
9	600738.SH	兰州民百	6.42	1.58%	6.1%	30.0%	专业市场
10	600858.SH	银座股份	6.55	-7.75%	3.1%	27.2%	多业态零售

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/12/31）

表2: 2020 全年零售板块*ST 成城、*ST 宏图、南宁百货等跌幅靠前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价(元)	周涨跌幅	周换手率	2020 年全年涨跌幅	所属三级行业
1	600247.SH	*ST 成城	1.16	-4.92%	8.9%	-68.3%	贸易III
2	600122.SH	*ST 宏图	1.07	-4.46%	3.3%	-59.6%	专业连锁
3	600712.SH	南宁百货	4.49	-0.88%	4.1%	-53.6%	百货
4	002640.SZ	跨境通	5.14	0.78%	7.5%	-33.4%	多业态零售
5	600778.SH	友好集团	3.99	-1.72%	2.7%	-26.5%	多业态零售

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/12/31)

2、零售观点: 围绕“人、货、场”的效率升级仍是行业主题




2.1、行业动态: 围绕“人、货、场”的渠道效率升级仍是零售行业主题

2020 年, 新冠疫情对零售行业影响显著, 但随着疫情缓和, 整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。后疫情时代, 人口代际变迁和渠道流量变革, 也在推动“人、货、场”持续演进升级。

“人”: 从消费者年龄代际和城市线级特征看, Z 世代和下沉市场成为重要消费增量。从年龄代际特征看: 根据 Population Pyramids 数据, 目前我国 0-9 岁儿童、10-24 岁人群、50 岁以上老人在人口中占比分别为 11.9%、17.8%、31.9%, 对应儿童经济、Z 世代、银发经济等细分消费赛道。Z 世代崛起催生了宅文化、偶像经济等新消费业态, 年轻一代也成为美妆、手游、社交等领域的消费主力军。从城市线级特征看, 我国下沉市场人口超过 10 亿, 近年来随城镇化发展收入水平也显著提高。相较而言, 低线城市房价低、生活节奏慢、压力小, 且下沉用户闲暇时间相对充裕, 也更热衷社交活动和炫耀性消费, 因此“小镇青年”身上也蕴藏着亟待挖掘的无限消费潜力。

Z 世代崛起促进“悦己型消费”发展, 颜值经济、潮玩、时尚珠宝等品类受到青睐。 根据 Kantar 数据, 超过 50% 的 Z 世代消费动机是“悦己”, 而从消费属性来看, “悦己型消费”的核心出发点为“提升自身的幸福感”。近年来, 我们看到, 颜值经济、潮玩、时尚珠宝等典型的“悦己型消费”业态均在蓬勃发展: 其中, 颜值经济赛道以彩妆、护肤、医美为代表, 潮玩赛道以盲盒为代表 (市场规模超过 200 亿元, 龙头泡泡玛特 2020 年已上市), 时尚珠宝赛道 2019 年市场规模也达到 1045 亿元。

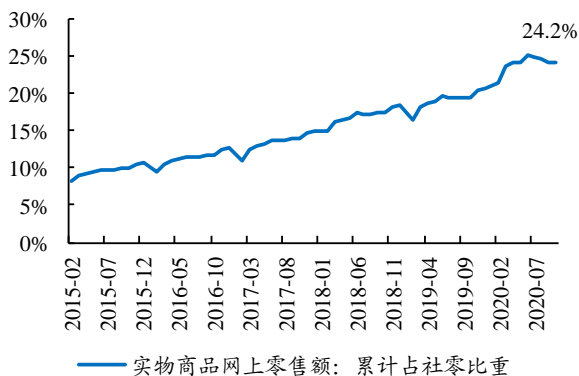
图5: Z 世代崛起催生新兴细分赛道的发展机会

用户群体	用户群体特点	对应细分赛道
 儿童经济 0-12 岁儿童家长 (0-9 岁儿童占比 11.9%)	用户规模庞大, 线上活跃规模达 3 亿, 其中中高消费能力用户占比高	奶粉 婴童用品 线上教育等
 Z 世代 95 后+00 后 (10-24 岁占比 17.8%)	用户消费能力较高, 消费观念转变催生偶像经济、宅文化等新业态, 善于接纳新 经济业态、新品牌	宅文化 偶像经济 美妆 手游 社交等
 银发经济 50 岁以上的人群 (人群占比 31.9%)	用户规模庞大, 人口占比达 1/3, 对互联网的使用程度不断 加深, 是电商重要增量	家电 食品 电器等标品领域

资料来源: QuestMobile、population pyramid、开源证券研究所

“场”：从消费场景特征看，线上渠道渗透率持续提高，电商、直播等仍延续高景气。近年来，随着基础设施完善、居民消费观念转变，叠加疫情影响，2020年我国社会消费线上渠道渗透率在持续提升。根据国家统计局数据，2020年1-11月实物商品累计网上零售额占社零比重已达25.0%（2019年同期为20.4%）。除此之外，直播2020年依旧占据风口，2020年双十一淘宝直播预售开场10分钟成交超过2019年全年，整个双十一周期店铺自播GMV同比增长509%。我们认为，直播可以更加立体、直观地展示商品，聚集效应明显、转化率高，未来仍将保持重要的流量入口地位。

图6：社零消费线上渠道渗透率在持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

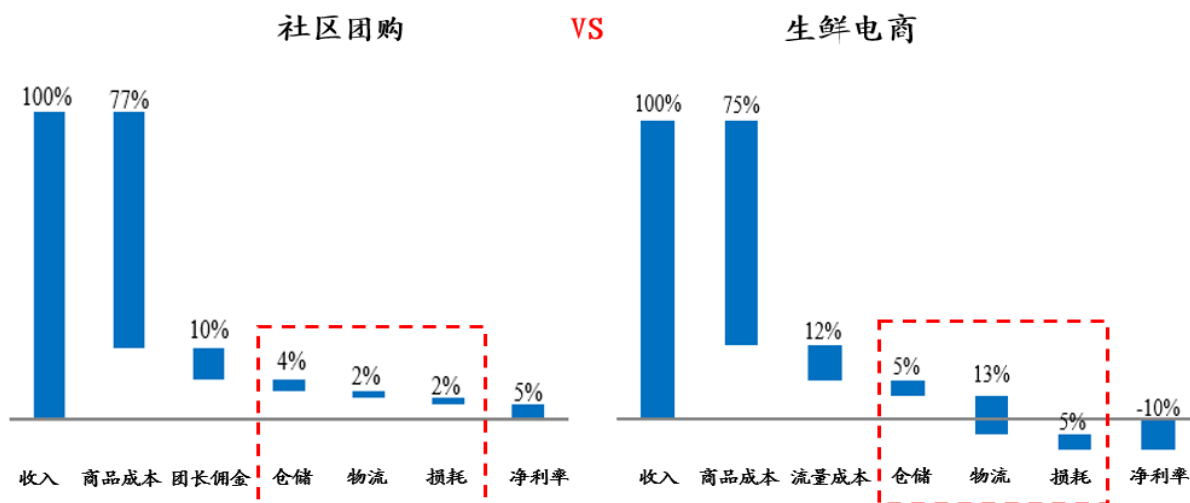
图7：淘宝直播双十一预售10分钟超过2019年全年



资料来源：天下网商、天猫发言人官微

社区团购也是“场”的重要模式创新和变革，有望带来下沉市场的零售效率革命。2020年疫情驱动叠加互联网巨头入局，社区团购模式实现了快速发展。我们认为，社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式，通过“预售+次日达+自提”模式，实现了“更省、更便捷”购物体验，在下沉市场优势突出。具体看，一方面采用预售方式实现最大化以销定采，降低生鲜库存损耗；另一方面通过集单配送和用户自提，有效压缩履约成本，结合平台补贴，为消费者提供高性价比商品。因此，横向对比看，社区团购模式的重要意义在于低客单价条件下能够实现盈利，因此能够较好满足低线人群（闲暇时间多、价格敏感）的需求，长期看，有望发展为下沉市场的数字化零售基础设施，也为品牌商重购经销链路。

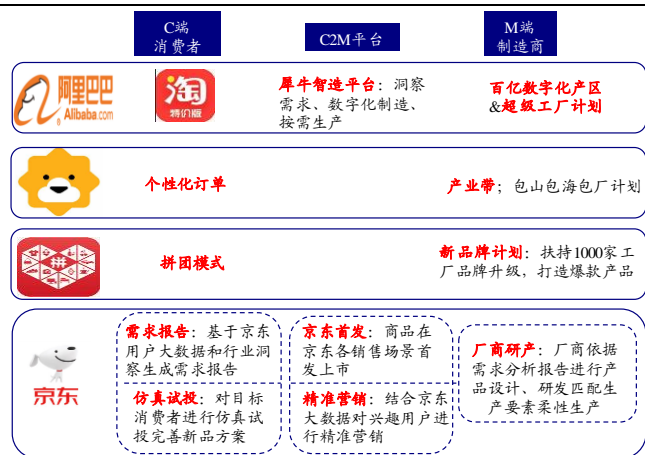
图8：社区团购“预售+自提”模式为集单集配提供操作空间，降低了全链路履约成本



资料来源：兴盛优选、每日优鲜、叮咚买菜、开源证券研究所

“货”：人口代际变化、流量渠道变迁和技术进步，也在促进“货”的迭代升级。从消费需求端看，随着国人整体生活水平提升和 Z 世代等年轻消费群体崛起，以提升自身幸福感为出发点的“悦己消费”兴起，医美化妆品、潮玩、时尚珠宝等“新物、好物”蓬勃发展；从生产供给端看，技术升级带来数字经济渗透率持续提升，C2M 生产模式帮助商家降本增效，提升消费者购物体验，各大电商巨头纷纷加码布局（阿里犀牛智造平台 9 月已正式亮相）。此外，对部分优质渠道商（代表案例如盒马）而言，产品端丰富产能和渠道端不断提升的话语权，也在推动自有品牌的快速发展。

图9：各大电商平台纷纷布局 C2M 模式生产



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

图10：盒马大力发展自有品牌“日日鲜”

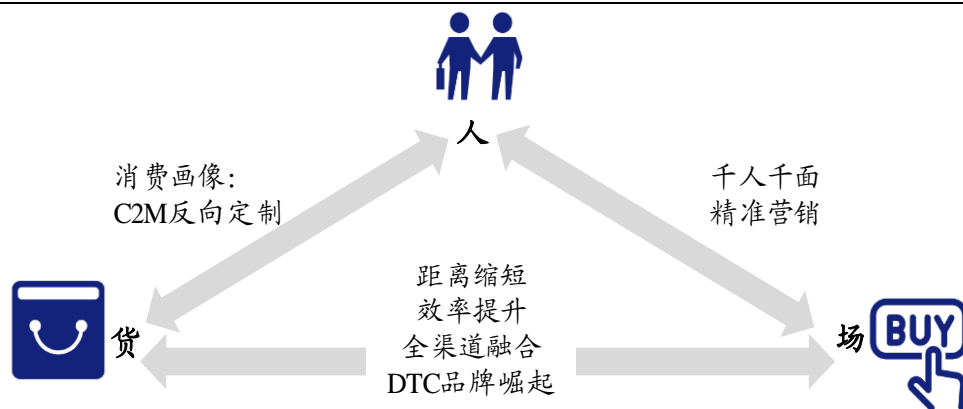


资料来源：大众点评

2020 年众多细分赛道“网红”新锐品牌崛起，精准定位、深挖消费需求的关键。2020 年，花西子、元气森林、三顿半、钟薛高等新锐品牌先后受到消费者热捧；2020 年双十一，我们也看到大量小众黑马品牌跑出细分行业第一，多达 16 个国货新品牌（定义为在天猫平台上线未满 3 年）成交额破亿。总结看，这些新锐品牌均有明确产品定位，通过切入细分消费群体、满足需求，从而深受喜爱迅速在全网走红。我们认为，不同细分赛道消费群体特点鲜明，在数据化赋能下，产业链上游对消费者的画像把控已愈加精准，通过切入细分人群赛道，新品牌的成长潜力令人期待。

我们认为，对零售企业而言，人口代际变化和渠道流量变迁也意味着新的发展机遇。深挖下沉市场、通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现全渠道、多维度效率提升，仍是未来零售企业的重要竞争策略和发展方向。

图11：零售企业通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现效率持续提升



资料来源：开源证券研究所

2.2、投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售”主线布局

投资主线 1：“颜值经济”时代，化妆品和医美消费已由可选变为刚需。(1) **化妆品：**低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动化妆品行业高景气，而国货美妆有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起。2020 年 11 月，化妆品类社零同比增长 32% 延续高增长，未来仍将持续受益于国内大循环。化妆品行业投资建议关注皮肤学级和功效性护肤品、彩妆和产业链上游 ODM 龙头三条细分赛道，受益标的贝泰妮、完美日记、珀莱雅、华熙生物和青松股份等；(2) **医美：**除化妆品外，颜值经济时代消费者旺盛的“变美”需求，也驱动着医美（特别是非手术类“轻医美”）行业蓬勃发展。而在产业链中，中游医美产品生产厂商凭借着较高的技术、资质壁垒和强议价权，掌握了产业链核心环节。双十一购物节期间，我们也看到医美领域的线下生活服务在直播等新渠道助力下，订单加速增长。医美行业投资重点推荐深耕玻尿酸的国内龙头爱美客：公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建竞争壁垒，进一步布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。

投资主线 2：疫情驱动电商渗透率持续提升，重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）、两个新兴业态（直播和社交电商）。投资建议：(1) **跨境电商：**天时地利人和齐具推动中国出口跨境电商行业快速发展，2020 年 11 月 RCEP 协议签订再送政策东风；重点推荐东南亚单页电商龙头吉宏股份。(2) **社交电商：**去中心化网络实现快速获客与用户自发种草，受益标的拼多多。

投资主线 3：疫情缓和、线下消费复苏，关注竞争力突出的线下零售细分赛道龙头。(1) **超市：**重点推荐永辉超市、家家悦。(2) **黄金珠宝：**受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔，重点推荐在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势的周大生，以及品牌力突出的老凤祥和豫园股份（老庙）。(3) **母婴连锁：**渠道价值仍然突出，龙头企业开启全国化布局，重点推荐爱婴室，受益标的孩子王。

表3：重点推荐爱美客、吉宏股份、周大生、豫园股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2020 年前三季度实现营收 290.7 亿元（+4.9%），归母净利润 15.9 亿元（+31.1%）。公司珠宝门店疫情下逆势扩张，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，长期看有望为公司带来盈利与估值的双升。
300896.SZ	爱美客	医美	2020 年前三季度实现营收 4.6 亿元（+17.4%），归母净利润 2.9 亿元（+31.8%）。公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	公司出售广告子公司北京龙域之星全部股权，同时拟提高回购价格。公司跨境社交电商模式核心竞争力突出，三季度淡季不淡，四季度持续增长可期；长期看有望充分享受目标市场红利；拟上调回购价格，彰显公司信心。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2020 年前三季度实现营收 33.5 亿元（-12.1%），归母净利润 7.1 亿元（-2.1%）。婚庆需求集中释放带来行业明显回暖，“双十一”电商购物节叠加直播等新渠道，有望推动公司线上业务进一步快速增长。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年前三季度实现营收 438.7 亿元（+4.1%），归母净利润 12.3 亿元（+5.7%）。公司门店保持快速扩张，疫情趋缓下婚庆需求释放带动黄金珠宝消费明显回暖，有望推动公司同店持续恢复；公司积极推进国企改革，经营效率有望进一步提升。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2020 年前三季度实现营收 16.1 亿元（-7.5%），归母净利润 0.64 亿元（-26.5%）。公司受疫情影响，恢复慢于预期。长期看公司专业连锁模式对母婴消费上下游具备重要渠道价值，未来围绕“品牌+全渠道”布局、整合供应链，竞争力依然突出。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
002251.SZ	步步高	超市	2020 年前三季度实现营收 151.6 亿元 (+1.7%)，归母净利润 1.69 亿元 (-27.2%)。公司战略回归超市主业，关闭亏损门店、聚焦优势区域经营，持续推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2020 年第三季度实现营收 22.9 亿元 (+11.3%)，归母净利润 1.4 亿元 (-16.2%)。公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式探索异地扩张进一步打开成长想象空间。
601933.SH	永辉超市	超市	2020 年前三季度营收 726.7 亿元 (+14.4%)，归母净利润 20.3 亿元 (+31.9%)。公司在生鲜经营上优势显著，近期通过整合到家业务及对 mini 店的优化调整减少创新业务亏损，盈利能力有望逐渐提升。
603708.SH	家家悦	超市	2020 年前三季度营收 137.6 亿元 (+22.2%)，归母净利润 3.9 亿元 (+10.6%)。公司强势供应链及运营优势保障了公司在省外的扩张能力，尽管短期业绩受开店费用等影响扰动，但随着门店逐渐成熟，稳态下盈利能力有望迎来修复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、豫园股份：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划

家庭快乐消费龙头，2020 年三季度业绩高增长。豫园股份是集珠宝时尚、文化商业及时尚地标为一体的家庭快乐消费龙头，并围绕家庭快乐消费主线布局餐饮、食饮、美丽健康等消费新兴赛道。2020 年前三季度公司实现营收 291 亿元 (+5%)，归母净利润 15.9 亿元 (+31%)；其中 Q3 营收 90 亿元 (+21%)，归母净利润 4.8 亿元 (+122%)，业绩超预期。我们认为，公司珠宝门店逆势快速扩张，婚庆需求释放驱动行业回暖；同时公司围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，业态布局的丰富完善有望为公司带来盈利与估值双升。

黄金珠宝业务收入增速逐季提升，费用率整体保持稳定。前三季度公司珠宝时尚业务实现收入 163 亿元 (+8%)，其中 Q3 收入 59 亿元 (+19%)，增速逐季提升（Q1/Q2 增速分别为 1%/5%）；前三季度物业开发板块实现收入 100 亿元 (+2%)，增速保持平稳。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 4.4% (-0.5pct) / 7.0% (+0pct) / 2.7% (+1.3pct)，整体保持稳定，财务费用率上升主要原因为借款增加。前三季度公司经营净现金流为-31 亿元（2019 年同期为-8 亿元），主要原因为获取房地产项目导致现金支出增加。

珠宝门店逆势快速扩张，拟推出首期员工持股计划增强凝聚力。2020 年前三季度公司净增珠宝门店 463 家，门店合计达 3222 家，疫情中逆势实现快速扩张。近期社零数据显示，黄金珠宝消费回暖明显，婚庆需求释放有望带动公司同店进一步恢复。公司也积极推进消费产业新兴赛道布局：2020 年已在多地新开松鹤楼面馆 16 家，餐饮板块连锁化加速；10 月完成对金徽酒进一步增持后合计控股 38%，赋能后的金徽酒未来有望进一步贡献业绩增量（金徽酒 Q3 单季度实现净利润 0.39 亿元，+40%）。此外，公司拟针对高管及员工共 94 人推出首期持股计划，股权激励考核要求为 2020 年归母净利润不低于 34 亿元（受激励员工购买回购股票的价格为 3.7 元/股，合计不超过 598.2 万股）。员工持股计划推出，有望进一步增强公司凝聚力，保障短期业绩的确定性。

详见开源零售 2020 年 9 月 20 日首次覆盖报告《豫园股份（600655.SH）：家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发》和 2020 年 10 月 27 日信息更新报告《豫园股份（600655.SH）：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划》。

2.2.2、吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，模式创新、目标市场红利突出

东南亚跨境电商龙头，三季度淡季不淡，四季度旺季高增长可期。公司前身为厦门正奇，主要从事创意设计广告策划制作业务；2017年起进军互联网领域：设立厦门吉客印开展ToC端精准营销业务，立足东南亚地区，以跨境电商为主要业务模式；同时切入国内ToB端精准营销，以效果广告服务为主要业务落地。2020年前三季度实现营收32.16亿元(+48.75%)，归母净利润4.33亿元(+86.95%)，扣非后为4.17亿元(+77.42%)，业绩持续高增长。公司跨境电商业务持续受益东南亚市场红利，单页模式在选品、精准投放和运营方面核心竞争力突出。

出售北京龙域之星股权，精准营销广告业务重心调整至聚合流量领域。公司精准营销广告业务主要通过子公司北京龙域之星和厦门正奇实现，11月9日公司公告龙域之星全部股权转让交易完成。本次出售的北京龙域之星，主要为客户提供CPA/CPM/CPS等方式的效果营销服务，经营模式相对单一、抗风险能力弱。而公司广告业务另一子公司厦门正奇目前已开发出完整DSP和SSP平台，在流量聚合和广告精准投放等方面业务链条完备，技术研发和市场竞争能力突出。公司将本次出售所得资金用于加大对跨境电商及精准营销广告业务（即厦门正奇）的投入，优化业务结构及内部资源配置，增强公司持续盈利能力。

跨境电商业务目标市场红利与模式竞争力突出，拟提高回购价格彰显公司信心。公司现已成为东南亚跨境电商单页营销模式龙头。长期看，东南亚电商市场空间广阔，公司基于社交营销思维的单页电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随着经验和用户数据沉淀愈加深厚。三季度公司跨境电商业务淡季不淡，营收7.86亿元(+144.50%)，四季度电商旺季值得期待。同时公司打造电商SaaS系统，从“掘金者”向“卖水人”转型升级，成长性和竞争力进一步提升。本次公告拟大幅提高回购股份价格（由20.28元/股提高至不超过40.58元/股），也彰显了公司对未来长期发展信心，期待下一步“惊喜”。

详见开源零售2020年7月6日首次覆盖报告《吉宏股份(002803.SZ)：移动互联网时代的精准营销“带货人”》和2020年11月9日信息更新报告《吉宏股份(002803.SZ)：龙域之星出售完成，拟提高回购价格彰显公司信心》。

2.2.3、永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini店继续优化

以生鲜为特色的全国超市龙头，三季度收入同比下滑。公司深耕生鲜运营近20年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来，公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成全国布局，规模优势也开始显现。而在传统卖场主业之外，面对社区生鲜等新业态竞争挑战，公司以永辉mini业态下沉社区并承载到家业务开展，精准卡位社区零售赛道，将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。2020年前三季度公司实现营收727亿元(+14%)，归母净利润20亿元(+32%)，扣非净利润15亿元(+20%)；其中Q3营收222亿元(-1%)，归母净利润2.9亿元(+16.6%)，扣非净利润1.0亿元(-35.8%)，收入增长放缓。我们认为公司在生鲜经营上优势显著，近期通过整合到家业务及对mini店的优化调整减少创新业务亏损，盈利能力有望逐渐提升。

毛利率有所下滑，费用率整体保持稳定。Q3单季度一区（闽、赣）/二区（京、津、辽、吉、黑）收入分别-6.3%/-8.2%，拖累整体收入增速，而七区（豫、晋、冀）收入同比+8.3%，表现好于整体。根据我们测算，Q3单季度主营毛利率为15.34%(-0.62pct)，预计主要受促销增加及社区超市、团购等新业态导致行业竞争加剧有关。费用方面，

2020Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.5% (+0.9pct) / 2.5% (-0.8pct) / 0.1% (-0.3pct)，整体保持稳定。1-9 月经营净现金流为 60.7 亿元 (+166%)，改善明显。

展店速度逐渐恢复，mini 店继续优化调整。 Q3 公司新开超市门店 27 家 (Q1/Q2 分别新开 16/15 家)，展店速度逐渐恢复，根据公司官网显示 (截至 10 月 30 日) 目前大卖场门店合计 970 家。mini 店方面，Q3 新开/关闭 8 家/61 家 (H1 新开/关闭 mini 店 16 家/88 家)，继续优化调整，截至 Q3 末共拥有 405 家 mini 店。Q3 到家业务收入 19.7 亿元 (+97%)，占主营收入比重 9.7%，环比 Q2 有所下滑 (Q1/Q2 占比分别为 7.3%/13.5%)，其中永辉生活 APP 占到家业务比重为 50.7%，环比 H1 基本持平 (49.3%)。7 月底，公司收回云创 20% 股权、整合到家业务，有望在增强到家服务体验同时逐渐优化内部费用控制，减少创新业态亏损。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市 (601933.SH)：生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》和 2020 年 10 月 31 日信息更新报告《永辉超市 (601933.SH)：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化》。

2.2.4、家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张

胶东地区生鲜超市龙头，公司三季度收入增长平稳，业绩低于预期。 公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例 (超过 80%)、完善的物流仓储基地布局和中央厨房等规模化生产中心运作，在供应链等生鲜经营全方面建立了牢固竞争壁垒。公司深耕胶东市场，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制也保障了新店的高效运营。前三季度实现营收 138 亿元 (+22%)，归母净利润 3.9 亿元 (+11%)；其中 Q3 营收 45 亿元 (+13%)，归母净利润 1.0 亿元 (-19%)，业绩低于预期。我们认为，强势供应链及运营优势保障了公司在省外的扩张能力，尽管短期业绩受开店费用等影响扰动，但随着门店逐渐成熟，稳态下盈利能力有望迎来修复。

Q3 省外收入占比提升至 9.3%，销售费用增长拖累利润。 分地区看，Q3 单季度山东省内/省外主营收入分别为 35.6 亿元 (+9%) / 3.7 亿元 (+285%)，省外收入占比已经提升至 9.3% (同比+6.5pct)，主要原因为公司加快省外门店拓展 (自建及并购)。Q3 单季度公司毛利率为 22.1% (+0.6pct)，表现稳健。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 17.1% (+1.9pct) / 1.6% (-0.4pct) / 0.2% (+0.4pct)，销售费用增长预计与开店较多有关，对利润造成较大拖累。

省外展店稳健，定增募资助力后续扩张。 2020Q3 公司新开门店 33 家 (H1 新增门店 67 家，含并购淮北真棒 31 家)，其中大卖场/综合超市分别为 13/19 家；分地域来看，山东/河北/其他省份分别为 19 家/6 家/8 家，公司继续加快省外扩张步伐，截至 Q3 末公司共拥有门店 874 家。公司继续推进物流供应链建设，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用，也将为新店扩张提供保障。在公司强势供应链及运营优势下，前期并购标的的顺利整合为未来店铺选址提供更多操作可能，省外扩张空间广阔。此外，公司非公开发行股票募集资金获证监会受理，后续有望助力公司进一步扩张同时优化公司负债结构。

详见开源零售 2020 年 1 月 19 日首次覆盖报告《家家悦 (603708.SH)：胶东生鲜超市龙头，内生外延扩张推进全国化布局》和 2020 年 10 月 31 日信息更新报告《家家悦 (603708.SH)：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张》等。

2.2.5、周大生：三季报超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，公司三季报业绩超预期。公司 1999 年开出第一家门店，经过 20 余年发展已成为全国门店数量最多（截至 2020Q3，公司门店数量达 4020 家）的珠宝企业，成长能力优异。2020 年前三季度实现营收 33.5 亿元（-12%），归母净利润 7.1 亿元（-2%）；其中 Q3 营收 16.8 亿元（+18%），归母净利润 3.8 亿元（+51%），业绩超预期。我们认为，婚庆需求集中释放带来行业明显回暖，“双十一”电商购物节叠加直播等新渠道，有望推动公司线上业务进一步快速增长。

Q3 自营线上收入同比大增 160%，毛利率持续提升。分渠道看：Q3 单季度自营线下/自营线上/加盟分别实现收入 1.8 亿元（-18%）/3.2 亿元（+160%）/11.4 亿元（+10%），线上收入大幅增长主要系公司加大直播带货尝试，前三季度线上收入占比已达 21%。Q3 单季度毛利率为 42.9%（+7.8pct），预计主要与年内金价上涨及公司高毛利银饰销售增多有关。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 11.6%（+3.4pct）/1.4%（-0.9pct）/-0.4%（-0.7pct），销售费用率增长较多主要因为直播营销费用增大。前三季度公司经营净现金流 12 亿元（+128%），主要与公司控制存货额度、减少采购支出有关。

婚庆需求集中释放驱动行业回暖，电商购物节有望推动线上业务继续快速增长。2020 年前三季度公司新开/净开门店 348 家/9 家（2019 年同期为 618 家/412 家），受疫情影响门店拓展放缓、撤店有所增加，报告期末门店总数为 4020 家。随着疫情缓和、婚庆需求逐步释放，三季度黄金珠宝行业整体回暖明显，8、9 月品类社零增速都在双位数。此外公司较早布局电商渠道，线上产品以低单价时尚珠宝为主，消费频率高，配合直播电商等新兴营销方式，实现了更加精准的下沉和消费者触达。“双十一”等电商购物节，更有望推动公司线上业务进一步快速增长。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生（002867.SZ）：珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》与 2020 年 10 月 30 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：三季报业绩超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长》等。

2.2.6、步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著

步步高为西南地区双业态零售龙头，三季度业绩改善明显。公司 1995 年成立于湖南湘潭，2005 年开始加速拓展省外业务，2008 年 6 月登陆深交所，目前已发展成为一家深耕湖南，以超市和百货为主体，大卖场、家电专业店、城市生活广场等多业态齐头并进的综合性零售渠道商。在经营模式上，超市业务以自营为主、百货业务以联营为主。公司自成立以来，已逐步形成了立足中小城市发展、密集式开店网络布局、多业态组合等经营优势，同时不断推进数字化转型、加速线上线下融合，打造核心竞争力。公司前三季度实现营收 151 亿元（+2%），归母净利润 1.7 亿元（-27%）；其中 Q3 营收 47 亿元（-1%），归母净利润 0.03 亿元（2019 年同期为-0.11 亿元），业绩改善明显。我们认为，公司战略回归超市主业，关闭亏损门店并聚焦优势区域经营，持续推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。

Q3 毛利率年内首次增长，经营净现金流大幅改善。2020Q3 单季度公司毛利率为 24.5%（+0.9pct），年内首次出现同比增长，随着公司推进生鲜供应链变革、加大直采比重，主业毛利率有望持续提升。费用方面，Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.4%（+0.7pct）/1.9%（+0pct）/2.2%（+0.4pct），整体保持平稳。经营活动净现金流为 3.4 亿元（+237%），大幅改善。

战略重心回归超市板块，推进到家与数字化建设成效显著。公司战略重心回归超市板块：1) 百货业务方面未来主要专注于存量门店经营提效；2) 6月退出亏损重庆市场，聚焦优势区域经营；3) 家电业务与五星电器合作后，将有更多精力专注超市主业。公司持续推进门店到家与数字化建设，截至9月30日，公司到家门店达到356家，拥有数字化会员2297万（环比2020H1增长216万），数字化会员贡献销售占比达78%。2020H1/Q3线上收入占比分别为7%/17%，呈现持续提升趋势。线上线下全渠道运营，也将有助于公司实现精准服务、提升客户粘性，在聚客引流的同时实现经营效率的提升。此外，公司深耕数字化运营并建立新的组织运行模式，大力推行合伙人机制，试点区域门店销售可比增长10.4%，费用率可比下降0.9%，已初步取得良好成效。

详见开源零售2020年5月23日首次覆盖报告《步步高(002251.SZ): 西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航》与2020年10月29日信息更新报告《步步高(002251.SZ): 三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著》等。

2.2.7、老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放

老凤祥为黄金珠宝行业龙头之一，公司2020年三季度业绩表现亮眼。公司下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。公司具有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力。公司始终坚持自主创新和研发，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地把控上游生产源头；产品上构建珠宝首饰全品类矩阵并向服饰类饰品、旅游纪念品、工艺品、钟表、珐琅和眼镜等产业跨界延伸；下游渠道方面则以加盟经销为主，结合自营银楼建设，轻资产运营灵活扩张的同时严控品牌管理。2020前三季度实现营收439亿元(+4%)，归母净利润12.3亿元(+6%)。

黄金珠宝业务收入增速大幅改善，费用率整体优化。受疫情影响，公司前三季度黄金珠宝业务实现收入321亿元(-2%)，其中Q3实现收入141亿元(+22%)，增速环比大幅提升，主要原因为加盟商在中秋国庆订货会上拿货增加。Q3单季度公司综合毛利率为7.2%(-1.8pct)，预计主要受促销活动、折扣增长影响。费用方面，Q3单季度公司销售/管理/财务费用率分别为1.08%(-0.41pct)/0.54%(-0.39pct)/0.35%(-0.08pct)，整体呈现优化趋势。2020前三季度公司经营净现金流为12亿元(2019年同期为-11亿元)，现金流大幅增长的主要原因为公司减少商品购买及劳务支付；截至Q3末应收账款57亿元(较2020年初增长53亿元)，主要为国庆中秋双节订货会产生的应收账款尚未回笼所致。

线下门店快速扩张，婚庆需求释放有望带动行业回暖。2020年前三季度公司新开/净开门店327/231家(2019年同期净开201家)，其中国内加盟店净开229家，门店总数达到4124家，疫情中仍保持快速扩张。社零数据显示自7月以来黄金珠宝消费额已经连续3个月实现正增长，其中8/9月增速保持在双位数。随着疫情趋缓、婚庆需求集中释放，行业整体明显回暖，有望带动公司同店持续恢复。此外，公司选取了三家子公司于2020年起进行试点，落实“双百行动”，积极推广实施职业经理人制度、健全考核激励机制，经营效率有望进一步提升。

详见开源零售2020年6月14日首次覆盖报告《老凤祥(600612.SH): 黄金珠宝龙头，品类优化+门店扩张驱动长期发展》与2020年10月29日信息更新报告《老凤祥(600612.SH): 三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放》等。

2.2.8、爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩

深耕线下零售的母婴消费专家，前三季度业绩受疫情影响出现下滑。公司深耕母婴零售领域近20年，在专业选品、价格和用户服务体验方面已树立品牌和口碑：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。上市以来，公司一方面内练经营提效，围绕“品牌+全渠道”多维加码布局。2020年前三季度公司实现营收16.10亿元(-7.54%)，归母净利润0.64亿元(-26.53%)，扣非后归母净利润0.39亿元(-46.40%)，业绩受疫情影响出现下滑。

前三季度疫情持续影响线下门店销售，销售管理刚性费用拖累业绩。2020年前三季度，疫情对公司线下实体店客流和经营造成较大影响，持续情况超出预期。分渠道看，门店销售收入14.02亿元(-9.29%)；电商收入0.79亿元(+63.17%)。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类分别实现营收7.96/1.31/3.60亿元，表现相对稳健；但可选消费属性较强的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构持续优化，核心品类奶粉(+0.77pct)/用品类(+3.16pct)推动公司整体毛利率提升至30.66%(+1.11pct)。但另一方面，经营费用并未随收入下滑而同步减少，前三季度租金、折旧、人工等刚性支出及股权激励费用计提导致公司销售费用率上升至22.46%(+2.47pct)、管理费用率上升至3.93%(+0.68pct)，拖累公司净利率下滑至4.18%(-1.23pct)。

“品牌+全渠道”多维加码布局，提升长期核心竞争力。公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响，公司主动优化门店布局，前三季度累计开店17家、闭店32家，目前门店总数为282家，另有已签约待开业门店15家。此外，公司继续积极探索新媒体营销方式，借助母婴KOL和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体，线上渠道建设不断完善。未来，全渠道营销系统建设完善有望显著提升公司核心竞争力。

详见开源零售2019年11月21日首次覆盖报告《爱婴室(603214.SH)：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》和2020年10月22日信息更新报告《爱婴室(603214.SH)：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩》等。

2.2.9、红旗连锁：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升

川蜀便利店龙头，三季度收入增速回归正常。公司深耕便利店业务近二十年，依托网点密集布局形成的规模优势、高效供应链配送体系以及成熟门店运营管理能力，在经营上筑就了深厚壁垒。近年来，公司通过收购9010引入高毛利率堂食业务，同时大力发展进口商品业务，推动品类结构不断优化；另一方面，公司通过优化完善红旗云大数据平台提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本。2020三季度公司实现营收22.91亿元(+11.3%)，归母净利润1.42亿元(-16.2%)；其中新网银行投资收益0.21亿元(-63%)，扣除新网银行影响后主业利润为1.21亿元(+7.0%)，业绩符合预期。我们认为，公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式探索异地扩张进一步打开成长想象空间。

毛利率持续提升，下半年人力成本预计会逐渐改善。2020Q3公司综合毛利率为30.94%（同比+1.22pct），毛利率稳健增长主要得益于以下原因：一方面公司品类结构不断优化（快餐、熟食、进口食品等高毛利率品类占比提升）；另一方面，公司不断加大直采比例，降低采购成本。费用方面，2020Q3公司销售/管理/财务费用率分别为

23.0%/1.7%/-0.2%，同比分别+1.4pct/+0.1pct/+0pct，其中销售费用增长较多对利润造成一定拖累。因为疫情原因上半年社保缴费减半（自7月起已经恢复正常），预计将单季度增加开支约1000万元；公司6月份一次性发放抗疫补贴3000万元，此部分对人工费用的影响也将于下半年消除。

转让吉百兴股权优化快餐业务，轻资产管理输出开启异地扩张。公司计划将吉百兴20%股权作价800万元转让给黄万炯（2020年1月9日公司以资金800万元受让吉百兴20%股权，上半年吉百兴亏损约50万元），公司已找到替代供应商，此次交易为基于自身战略的优化调整。2020年6月公司宣布与兰州国资利民合作成立甘肃红旗利民，截至9月17日首批15家门店已经开业，并计划未来3年至少开店500家。公司通过轻资产模式实现川渝外市场扩张，有望进一步打开成长空间。

详见开源零售2020年2月28日首次覆盖报告《**红旗连锁（002697.SZ）：川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间**》和2020年10月21日信息更新报告《**红旗连锁（002697.SZ）：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升**》等。

2.2.10、爱美客：三季度业绩加速成长，医美龙头蓝海先行

具备快速推新能力的医美龙头，三季度业绩加速成长。公司是深耕玻尿酸市场的国内医美行业龙头。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动医美行业蓬勃发展，产业链中产品生产商占据核心环节。目前，公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，而快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。2020年前三季度，公司实现营收4.64亿元(+17.4%)，归母净利润2.90亿元(+31.8%)，扣非后为2.80亿元(+29.9%)，业绩加速增长。同时，公司规模效应凸显，费用率持续优化，前三季度销售/管理费用率分别为9.0%(-2.6pct)/5.7%(-3.3pct)。

轻医美黄金赛道快速发展，中游玻尿酸生产商占据产业链核心环节。医美需求释放驱动行业快速增长，预计2023年市场规模有望达到3115亿元。相较传统手术类医美项目而言，以能量源和注射为主的轻医美项目风险低、价格友好，正逐渐成为市场主流。产业链方面，中游医美产品生产商相比于上游原材料厂商与下游医美机构，具有技术、资质壁垒高，产品标准易规模化等优势，强议价权保障了90%以上的高毛利率水平。目前，国内应用较成熟的医美产品是玻尿酸注射液，主要市场份额被进口产品占据。长期来看，受益于下游医美机构引导推荐和消费者接受程度提升，国产品牌份额有望逐渐提高。

快速推新能力铸就深厚竞争壁垒，产能渠道扩张助力增长未来。公司高度注重研发投入和产品转化，铸就了“快速推出新产品”这一核心竞争壁垒。2009年至今，公司先后推出国内首款玻尿酸产品（逸美）、唯一一款颈纹修复产品（嗨体）、唯一一款国产长效玻尿酸产品（宝尼达）和国内首款面部埋植线产品（紧恋），始终把握先发优势，享受蓝海红利。未来，公司将继续大力投入研发新品，有望快速推出童颜针产品，入局肉毒素、重组蛋白等高潜力新市场。产能方面，公司产能利用率一直接近饱和，募投项目建设完成后有望缓解产能瓶颈。而在渠道方面，公司早期以直销为主快速切入市场，未来随着品牌建立和产品接受度提高，将加大经销体系的建设，彻底释放渠道潜力。

详见开源零售2020年10月28日首次覆盖报告《**爱美客（300896.SZ）：推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行**》。

表4: 本周重点推荐个股吉宏股份、爱美客表现较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价(元)	周涨跌幅	年涨跌幅	EPS			PE		
						2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002803.SZ	吉宏股份	买入	32.24	8.48%	107.42%	1.69	2.29	3.05	19	14	11
300896.SZ	爱美客	买入	655.02	7.55%	92.60%	3.48	5.31	7.61	188	123	86
002867.SZ	周大生	买入	26.65	2.86%	43.05%	1.43	1.78	2.11	19	15	13
600655.SH	豫园股份	买入	8.89	5.58%	17.27%	0.90	1.07	1.28	10	8	7
600612.SH	老凤祥	买入	45.33	1.36%	-2.97%	2.83	3.30	3.79	16	14	12
601933.SH	永辉超市	买入	7.18	1.70%	-3.47%	0.26	0.33	0.42	27	21	17
002251.SZ	步步高	买入	8.45	-0.24%	-6.34%	0.26	0.33	0.45	33	25	19
603708.SH	家家悦	买入	21.30	-7.51%	-11.30%	0.91	1.07	1.25	23	20	17
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.61	-1.20%	-11.70%	0.43	0.54	0.64	15	12	10
603214.SH	爱婴室	买入	22.94	-5.71%	-22.72%	0.92	1.40	1.81	25	16	13

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2020/12/31)

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词: 免税、新品牌、生活方式趋势、七鲜超市、京喜拼拼等

【京东】京东入股地利生鲜母公司

12月28日,京东集团与中国地利集团签订股份认购协议,交易完成后,京东集团将获得约5.37%中国地利已发行股本。地利生鲜是国内规模最大的全品类、全渠道社区生鲜连锁企业之一。(来源:中国零售网)

【免税】义乌小商品城向国务院提交“免税品经营资质”申请

12月28日,浙江中国小商品城集团股份有限公司“免税品经营资质”的申请已由省政府上报到国务院。2020年9月初,该公司旗下“义乌中国小商品城”正式进驻天猫。(来源:亿邦动力网)

【免税】海南新增6家离岛免税店,全岛免税店增至10家

12月28日,财政部、商务部、海关总署、税务总局四部委联合批复,同意海南新增6家离岛免税店,分布在海口、三亚,兼顾市区、机场等核心区位。(来源:中国日报网)

【新品牌】天猫“2020十大新品牌”发布,食品、美妆为主阵地

12月29日,天猫发布2020年度天猫十大新品牌,分别为花西子、完美日记、Ubras、李子柒、蕉内、云鲸、COLORKEY、usmile、认养一头牛、BEASTER。食品、美妆依然是新品牌主阵地,母婴亲子、运动户外和家居生活则成为新品牌的朝阳赛道。(来源:亿邦动力网)

【电商直播】中国直播相关企业超8.1万家

12月29日,天眼查APP数据显示,我国有超过8.1万家直播相关企业。《2020中国网络视听发展研究报告》显示,截至2020年6月,我国网络直播用户规模达5.62亿,其中电商直播用户规模为3.09亿,是2020年增长最快的互联网应用。(来源:亿邦动力网)

【苏宁零售云】苏宁零售云第 8000 家门店正式开业

12 月 30 日，苏宁零售云第 8000 家门店于河南省平顶山市鲁山县开业。2020 年，零售云的整体销售增长超 100%。2021 年，零售云计划将门店数量提升至 12000 家。（来源：中国零售网）

【微店】微店宣布进军 QQ 小程序，扩张 Z 世代消费市场

12 月 30 日，社交电商平台微店宣布接入 QQ 小程序。部分微店商家已经参与免费内测，成为首批对接 QQ 年轻用户的平台卖家。（来源：亿邦动力网）

【购物中心】2021 年全国拟开业购物中心达 1484 个

12 月 31 日，据联商网零售研究中心统计，2021 年全国拟开业的商业项目数量达到 1484 个（不含专业市场、酒店及写字楼，商业建筑面积 ≥ 2 万方）。新增商业建筑面积 12811 万方，平均单体建筑面积 8.63 万方。（来源：联商报）

【生活方式趋势】小红书发布《2021 生活方式趋势关键词》

12 月 31 日，小红书发布《2021 生活方式趋势关键词》，冰雪热潮、无糖主义、酒变甜、回血式独居、无性别穿搭、国潮澎湃、在家健身、治愈式旅行、外出露营、回家做饭等 10 个关键词成为 2021 年的生活方式趋势。（来源：电商报）

【七鲜超市】京东旗下七鲜超市北京时代 Life 店开业

1 月 1 日，京东旗下七鲜超市北京时代 Life 店开业，七鲜超市是京东旗下的美食生鲜超市，顾客在七鲜 APP 上下单后门店周边三公里内最快半小时送达。（来源：电商报）

【京喜拼拼】京东旗下社区团购平台“京喜拼拼”小程序正式上线

1 月 1 日，京东旗下社区团购平台“京喜拼拼”小程序已正式全面上线，其中深圳地区于 2020 年 12 月 20 日上线。小程序涵盖酒水乳饮、粮油干调、肉禽蛋品、日用百货、休闲零食、面点速食、蔬菜豆制品、新鲜水果等品类。（来源：电商报）

3.2、公司公告：爱美客参与设立股权投资基金等

星徽股份：关于持股 5%以上股东的一致行动人减持股份达到 1%的公告

根据公司 12 月 28 日公告，公司持股 5%以上股东孙才金的一致行动人太阳谷(HK)、亿网众盈、广富云网、恒富致远、泽宝财富通过大宗交易和集中交易方式合计减持公司股份 364.22 万股，占公司总股本的 1.03%。

豫园股份：关于投资复星心选暨关联交易的公告

根据公司 12 月 29 日公告，公司拟与海南复星商社贸易有限公司向复星心选科技(中山)有限公司共同投资 2.18 亿元，其中豫园股份增资 1.07 亿元。增资完成后，公司持有复星心选 49%的股权。复星商社、复星心选与本公司的实际控制人均为郭广昌先生，本次投资构成关联交易。

吉宏股份：关于控股股东及一致行动人减持计划实施进展的公告

根据公司 12 月 31 日公告，2020 年 12 月 28 日至 2020 年 12 月 30 日期间，控股股东、实际控制人庄浩及一致行动人庄澍通过大宗交易方式转让公司股票 522.39 万股给公司业务核心负责人。转让后，庄浩、庄澍分别持有公司股份 7678.84 万股和 3467.1 万股，占公司总股本比例为 20.29%和 9.16%。

丸美股份：关于向激励对象首次授予限制性股票的公告

根据公司 12 月 31 日公告，公司向激励对象首次授予限制性股票，限制性股票激励计划首次授予日为 2020 年 12 月 30 日，首次授予价格 32.53 元/股，授予数量 83.18 万股，授予人数 65 人。

爱美客：关于参与设立股权投资基金的公告

根据公司 12 月 31 日公告，公司拟与宁波仰华企业管理咨询合伙企业共同投资设立有限合伙制私募基金，该基金计划总规模为 6015 万元人民币，公司作为有限合伙人拟出资人民币 6000 万元，占比 99.75%，基金投资领域包括医疗医药同行业及上下游企业，未来存在与公司主业产生协同效应的可能。

豫园股份：关于参加四川沱牌舍得集团有限公司 70%股权拍卖的结果公告

根据公司 12 月 31 日公告，公司以 45.3 亿元的价格成功竞得舍得集团 70%股权。舍得集团拥有白酒（舍得酒业 29.95%股权）、医药（四川太平洋药业 100%股权）、水电（四川沱牌电力开发 100%股权）业务。截止 2020 年 9 月 30 日，舍得集团总资产约 43.9 亿元，净资产约 24.7 亿元。

青松股份：关于“年产 5000 吨樟脑扩建项目”的进展公告

根据公司 12 月 31 日公告，公司“年产 5000 吨樟脑扩建项目”试产产品已合格，公司正在办理验收工作，该项目的最终投产及达产可增加公司松节油深加工系列产品产能。

表5：零售公司大事提醒：关注星徽股份、莱绅通灵召开股东大会等

日期	公司名称	重大事项
1月6日	星徽股份	股东大会召开
1月8日	莱绅通灵	股东大会召开
1月18日	美凯龙	限售股份上市流通
2月8日	御家汇	限售股份上市流通
2月18日	王府井	限售股份上市流通
3月30日	爱婴室	限售股份上市流通

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注数字医美大会等

日期	主题	重大事项
1月8日	医疗美容	数字医美大会
1月8日	新零售	2020-2021 新零售行业年度盛典
1月11日	跨境电商	2021 年跨境电商全球趋势发布会
1月13日	母婴	2020 未来母婴大会
1月13日	数字零售	G100 新锐品牌数字化增长峰会
1月15日	电子商务	第九届中国电子商务年会
1月19日	互联网经济	GIEC2020 中国互联网经济年会
1月22日	零售消费品	FMCG 第四届零售消费品行业 CIO 年会
1月28日	零售	第 15 届上海零售业大会 · 2020 中国零售创新峰会
3月10日	医疗美容	2021 医美健康产业博览会

资料来源：亿邦动力网、活动家、开源证券研究所

4、风险提示

- 宏观经济风险：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者信心下滑，零售行业经营也将承压；
- 疫情反复：**若疫情出现反复，会对线下客流造成较大影响，也会对行业公司门店扩张带来影响；
- 行业竞争加剧：**行业如果竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn