

掘金消费“首尾”机会和渠道变革，布局高成长性渠道

——商贸零售行业 2021 年投资策略

投资观点

疫情影响下品类表现分化，八月以来整体呈迅速恢复趋势

2020 年以来受疫情影响，社消下滑幅度较大，但自社消增速 8 月回正以来，逐月环比改善趋势明显。随着疫情逐步受控背景下线下客流及消费的恢复，以及 21 年上半年的低基数效应，预计可选品社消增速在 1H21 将有相对亮眼表现。

M 型消费特征下掘金消费“首尾”机会

疫情冲击对不同收入人群的影响呈较大分化，消费 M 型特征日益明显。我们预计奢侈品等高端品类仍将基于疫情复苏主题，在 2021 年持续超预期。我们同样看好高性价比产品在 2021 年的表现，具备“好量+好价”属性的高性价比产品规模成长迅速，相关渠道商有望受益。

数字化持续推动渠道变革

我们认为疫情的冲击让线下渠道商意识到了进行数字化转型的迫切性，加速了线下渠道商拥抱线上的进程，随着线下渠道数字化能力的提升，实施更细致的营销方案，满足更多元化的消费需求，将是未来全渠道零售商的发力方向。为实现对低线城市客群的触达，品牌方普遍通过线上新营销工具实现获客与销售，渠道商需把握场景分化趋势下直播场景的机遇。

把握高成长性渠道机会

黄金珠宝行业受益于婚庆需求拉动、线下客流恢复、布局线上营销带来的全渠道增长以及渠道下沉，建议关注龙头公司的全渠道营销及渠道下沉效果。一线城市龙头百货受益于免税牌照相关题材性机会，国企改革预期亦有发酵可能。酒类专业渠道坐拥与上游酒企良好合作关系，提供保真优价产品，有望受益于白酒行业的高景气度。超市行业在 1H21 高基数、CPI 预期走弱、新业态冲击三大因素影响下步入阶段性低迷期，关注龙头收购兼并预期。

推荐标的：关注珠宝复苏、一线城市龙头百货、高景气专业渠道三大主线

我们从珠宝复苏、一线龙头百货、高景气专业渠道三大主线入手，推荐 1) 百联股份：奥莱业态国内领先，自有物业价值高。2) 首商股份：安全边际较高，或受益于国企改革预期。3) 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进。4) 潮宏基：推进加盟制布局低线市场，时尚品类构建产品差异化。5) 华致酒行：打造全渠道营销网络，上游联系紧密。

风险分析：居民消费需求增速未达预期，地产后周期影响部分细分行业收入增速，渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600827.SH	百联股份	18.05	0.54	0.28	0.45	33	65	40	买入
600723.SH	首商股份	8.19	0.60	0.41	0.53	13	19	15	买入
600612.SH	老凤祥	45.54	2.69	2.83	3.38	17	17	14	买入
002345.SZ	潮宏基	3.75	0.09	0.11	0.23	42	34	16	买入
300755.SZ	华致酒行	25.80	0.77	0.83	0.99	33	30	25	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-01-13

批发和零售贸易 增持（维持）

作者

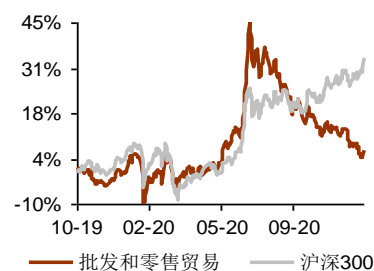
分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

执业证书编号：S0930516050001
021-52523866
tangjiarui@ebsecn.com

分析师：孙路

执业证书编号：S0930518060005
021-52523868
sunlu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

场景分化，寻找弹性大年——零售行业 2020 年下半年投资策略（2020-06-23）

投资聚焦

研究背景

2020年以来受疫情影响，社消下滑幅度较大，但自社消增速8月回正以来，逐月环比改善趋势明显。随着疫情逐步受控背景下线下客流及消费的恢复，以及21年上半年的低基数效应，预计可选品社消增速在1H21将有相对亮眼表现。

我们区别于市场的观点

我们认为疫情冲击对不同收入人群的影响呈较大分化，预计奢侈品等高端品类仍将基于疫情复苏主题，在2021年1季度持续超预期。我们认为后疫情时代中国有望成为龙头奢侈品品牌主要增量来源，且中国奢侈品市场将呈现营销战略本土化、客群向高线集中、渠道线上化、海外回流的四大迹象。

我们同样看好高性价比产品在2021年的表现，居民高杠杆率带来的“隐形贫困”对高性价比产品的需求增长提供了基础，具备“好量+好价”属性的高性价比产品受众广成长性强，同时看好C2M模式持续发展对高性价比产品的推动。

我们认为疫情的冲击让线下渠道商意识到了进行数字化转型的迫切性，加速了线下渠道商拥抱线上的进程，随着线下渠道数字化能力的提升，实施更细致的营销方案，满足更多元化的消费需求，将是未来全渠道零售商的发力方向。

投资观点

我们从珠宝复苏、一线龙头百货、高景气专业渠道三大主线入手，推荐1) 百联股份：奥莱业态国内领先，自有物业价值高。2) 首商股份：安全边际较高，或受益于国改预期。3) 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进。4) 潮宏基：推进加盟制布局低线市场，时尚品类构建产品差异化。5) 华致酒行：打造全渠道营销网络，上游联系紧密。

目录

1、 零售行业：疫情影响下品类表现分化，八月以来整体呈迅速恢复趋势	7
1.1、 疫情带来 2020 年社消大幅下滑，品类分化明显	7
1.2、 上市公司 2019 营收同减 15%，归母净利润同减 7%.....	8
1.3、 市场表现前高后低，估值处于历史高位.....	8
2、 消费 M 型特征依旧明显，掘金“首尾”机会.....	10
2.1、 高端品景气度高，中国有望成为龙头品牌增量来源	10
2.2、 高性价比产品需求旺盛，C2M 模式助力供给升级	14
2.3、 线下触网积极性进一步提升，借助线上营销工具推动渠道变革	17
3、 把握高成长性细分渠道机会.....	20
3.1、 黄金珠宝零售端销售恢复明显，全渠道营销及渠道下沉效果.....	20
3.2、 一线龙头百货受益免税牌照及国改预期.....	21
3.3、 专业渠道有望受益白酒高景气度.....	22
3.4、 超市步入阶段性低迷期，关注龙头收购兼并预期	23
4、 推荐标的：关注珠宝复苏、一线城市龙头百货、高景气专业渠道三大主线	24
4.1、 百联股份：奥莱业态国内领先，自有物业价值高.....	24
4.2、 首商股份：安全边际较高，或受益于国改预期.....	25
4.3、 老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进	26
4.4、 潮宏基：推进加盟制布局低线市场，时尚品类构建产品差异化	27
4.5、 华致酒行：打造全渠道营销网络，上游联系紧密	28
风险分析.....	29

图表目录

图表 1: 全国社会消费品零售总额增速 (2015-2020.11)	7
图表 2: 全国百家重点零售企业零售额增速 (2015-2020.11)	7
图表 3: 限额以上分品类社会消费品零售总额增速 (%)	7
图表 4: 零售行业收入和毛利同比增速 (3Q2019-3Q2020)	8
图表 5: 零售行业归母净利润同比增速 (3Q2019-3Q2020)	8
图表 6: 2020 零售板块表现情况 (截至 2020/12/31)	8
图表 7: 2020 年 29 个中信一级行业表现.....	8
图表 8: 商贸零售行业 (中信) 近十年 PE-Band (截至 2020/12/31)	9
图表 9: 2020 年以来零售板块表现情况 (截至 2020/12/31)	9
图表 10: 2020 年以来零售板块子行业动态市盈率变动.....	9
图表 11: 双循环格局及其对消费领域的影响	10
图表 12: 1Q2020 中国家庭财富变化 (按税前年收入分组)	10
图表 13: 2015-2019 城镇居民按收入群体划分人均可支配收入增速 (%)	11
图表 14: 全球/中国奢侈品市场 2020 年同比变化	11
图表 15: 部分头部奢侈品公司 2019-2020 亚洲区域销售占比情况	12
图表 16: 消费者青睐的奢侈品本土化产品类型前 3 选项.....	12
图表 17: 消费者青睐的奢侈品本土化营销方式前 3 选项.....	12
图表 18: Dior2019 农历新年限定.....	12
图表 19: 巴黎世家 2020 年七夕广告	12
图表 20: 我国奢侈品消费人数及消费支出均呈现向高线集中特征	13
图表 21: 消费者奢侈品购买渠道分布变化.....	13
图表 22: 2020 年部分快消品高中低端品类销售额增长率 (%)	14
图表 23: 2009-2019 年居民部门杠杆率 (%)	14

图表 24: 中国品牌零售市场规模及增速	14
图表 25: 名创优品全球门店数量 (家)	15
图表 26: Manner 提供客单 15-20 元左右的高性价比产品.....	15
图表 27: 代工厂三大主要商业模式.....	15
图表 28: ZARA 对代工商汉帛的要求变化	16
图表 29: 零售企业未来发展计划调研结果.....	17
图表 30: 渠道商通过前端数字化实现千人千面营销的过程	17
图表 31: 多点 APP 通过数字化赋能链接 B 端与 C 端.....	18
图表 32: 2017-2020E 直播电商销售额 (亿元)	19
图表 33: 淘宝前 100 视频主播销售额各品类占比 (%)	19
图表 34: 线下渠道构建新阶段消费场域	19
图表 35: 疫情影响逐步消退后金银珠宝社消零售增速实现迅速恢复.....	20
图表 36: 1Q2018-3Q2020 我国结婚登记对数及同比增速.....	20
图表 37: 辛巴周大生直播专场销售数据	21
图表 38: 龙头黄金珠宝公司 3Q2020 门店数量	21
图表 39: 已获得及提出免税牌照申请的零售公司一览.....	22
图表 40: 限额以上烟酒类零售额同比增速.....	23
图表 41: 餐饮收入当月同比增速	23
图表 42: 36 城 500ml 左右 52 度高档白酒均价同比增速.....	23
图表 43: 超市公司 1Q2020 线上业务表现优异	24
图表 44: 永辉超市、家家悦 1-3Q2020 单季收入同比增速.....	24
图表 45: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	24
图表 46: 百联股份业绩预测和估值指标 (2021/01/13)	25
图表 47: 百联股份 PB-band.....	25
图表 48: 首商股份业绩预测和估值指标 (2021/01/13)	26

图表 49: 首商股份 PB-band.....	26
图表 50: 老凤祥业绩预测和估值指标 (2021/01/13)	27
图表 51: 老凤祥 PE-band.....	27
图表 52: 潮宏基业绩预测和估值指标 (2021/01/13)	28
图表 53: 华致酒行业绩预测和估值指标 (2021/01/13)	28
图表 54: 华致酒行 PE-band.....	29

1、零售行业：疫情影响下品类表现分化，八月以来整体呈迅速恢复趋势

1.1、疫情带来 2020 年社消大幅下滑，品类分化明显

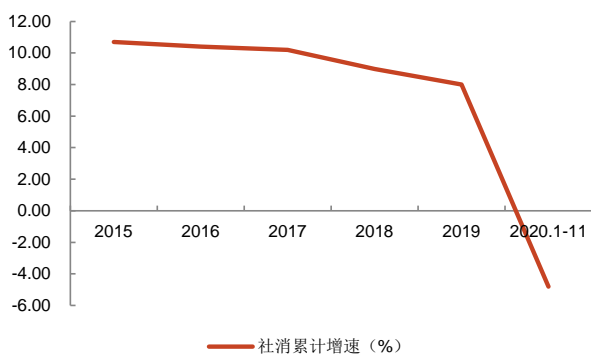
2019 年以来，零售行业的复苏力度趋弱，其中 2020 年受疫情冲击明显。

2019 年社会消费品零售总额同比增长 8.0%，增速较上年同期下降 0.98 个百分点，限额以上企业商品零售总额同比增长 3.7%，增速较上年同期下降 1.96 个百分点。

2020 年以来受疫情影响，社消下滑幅度较大，但自社消增速 8 月回正以来，逐月环比改善趋势明显。11 月份社消同增 5.0%，1-11 月社消同降 4.8%。

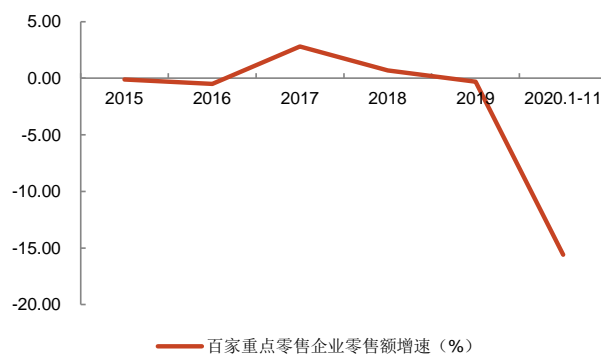
根据中华全国商业信息中心数据，2019 年，全国百家重点零售企业零售额同比降低 0.3%，增速较上年同期下降 1.0 个百分点，2020 年 1-11 月，全国百家重点零售企业零售额同比降低 15.6%。

图表 1：全国社会消费品零售总额增速（2015-2020.11）



资料来源：国家统计局

图表 2：全国百家重点零售企业零售额增速（2015-2020.11）

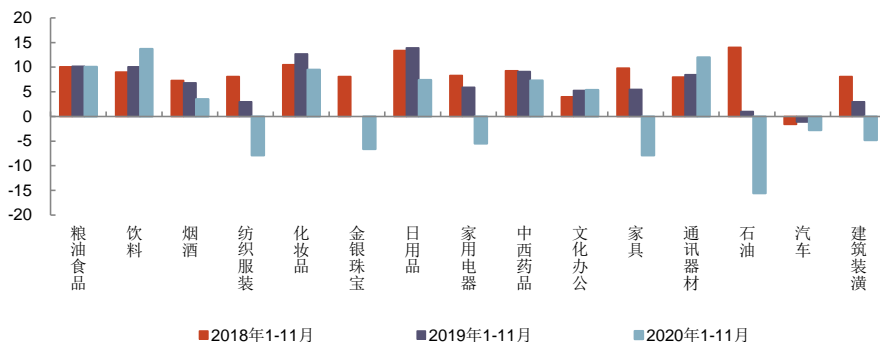


资料来源：中华全国商业信息中心

2020 年以来社消各品类表现分化明显：**必选品仍维持正增长**，其中粮油食品 1-11 月同比增长 10.1%，饮料类同比增长 13.7%。而**可选品类 1-11 月销售呈现不同幅度同比降低**，其中金银珠宝 (-6.6%)、纺织服装 (-7.9%)、家具 (-7.9%) 降幅相对较大，但上述品类增速较上半年均有显著恢复。

随着疫情逐步受控背景下线下客流及消费的恢复，以及 21 年上半年的低基数效应，预计可选品社消增速在 1H21 将有相对亮眼表现。

图表 3：限额以上分品类社会消费品零售总额增速 (%)



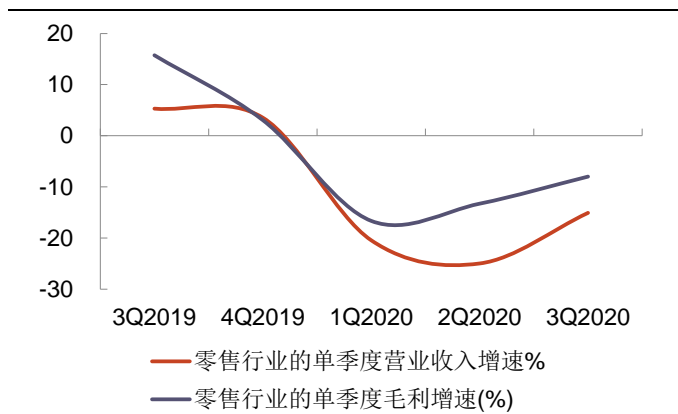
资料来源：国家统计局

1.2、上市公司 2019 营收同减 15%，归母净利润同减 7%

2020 年零售行业的营收因疫情冲击以及百货行业收入准则调整双重影响降幅较大，因口径因素不具备太强参考意义，随着疫情影响减弱，一至三季度营收及毛利同比降幅呈现逐季收窄。归母净利润体现行业受疫情冲击，一季度为行业传统旺季降幅较大，对全年数据有较大影响，二、三季度同样呈改善趋势。

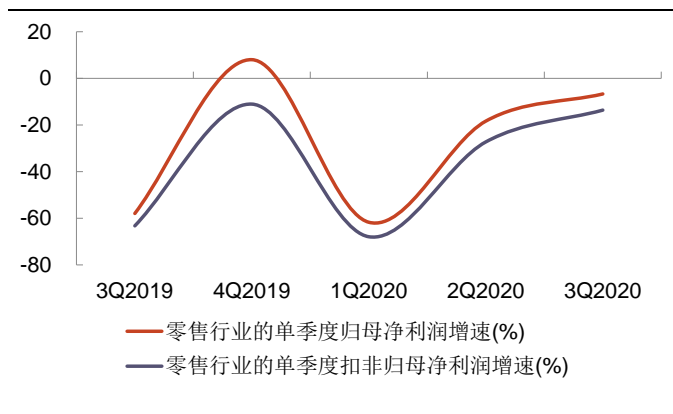
零售行业主要的 53 家上市公司 3Q2020 实现营业收入 1281.46 亿元，同比减少 15.09%，降幅较 2Q2020 收窄 9.9 个百分点。实现归母净利润 47.31 亿元，同比减少 6.73%，降幅较 2Q2020 收窄 11.64 个百分点。实现扣非归母净利润 35.02 亿元，同比减少 13.65%，降幅较 2Q2020 收窄 13.63 个百分点。

图表 4：零售行业收入和毛利同比增速（3Q2019-3Q2020）



资料来源：Wind

图表 5：零售行业归母净利润同比增速（3Q2019-3Q2020）

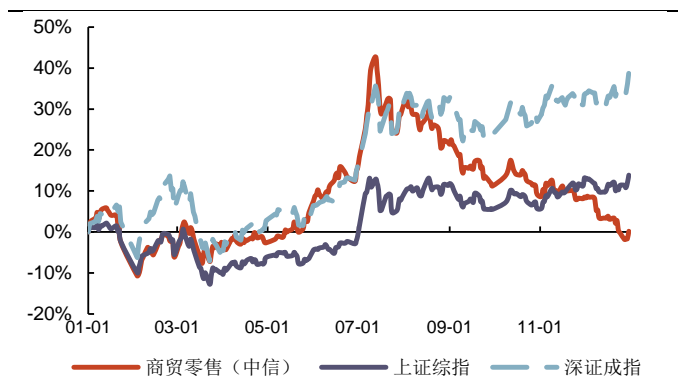


资料来源：Wind

1.3、市场表现前高后低，估值处于历史高位

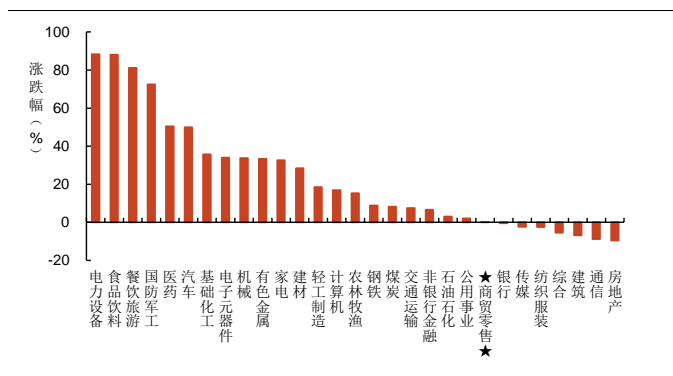
2020 年零售行业 A 股市场表现经历了前高后低的过程，上半年受疫情带来的必选品相关行情拉动，但七月以来持续回调，至年终微幅收涨。2020 年以来，商贸零售（中信）指数的涨幅为 0.17%，跑输上证综指（13.87%）和深证成指（38.73%）。商贸零售行业涨幅位列 29 个中信一级行业的第 22 位。2020 年 12 月 31 日，商贸零售（中信）指数的动态市盈率较上年最后一个交易日上升 49.6X，而同期上证综指上升 3.0X，深圳成指上升 7.8X。

图表 6：2020 零售板块表现情况（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind

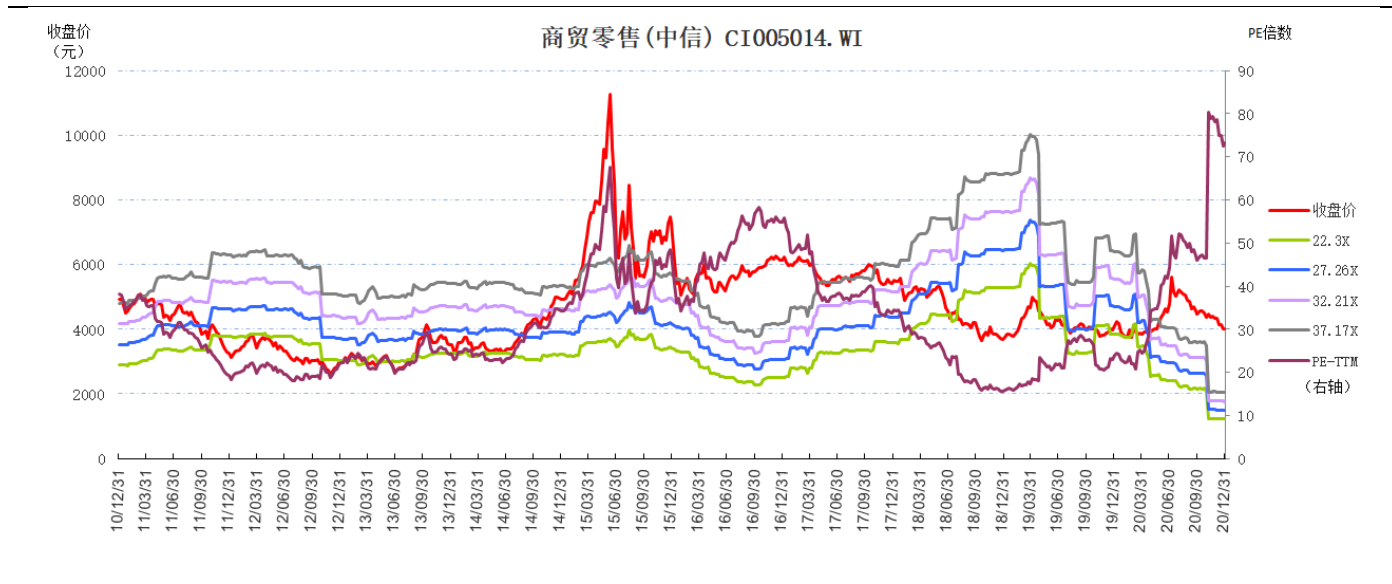
图表 7：2020 年 29 个中信一级行业表现



资料来源：Wind

截至 2020 年 12 月 31 日，商贸零售（中信）指数的动态市盈率为 73.2X，位列 29 个中信一级行业的第 6 位，行业 PE 受疫情带来的业绩冲击以及百货店免税预期等因素共同影响，处于近十年高位。

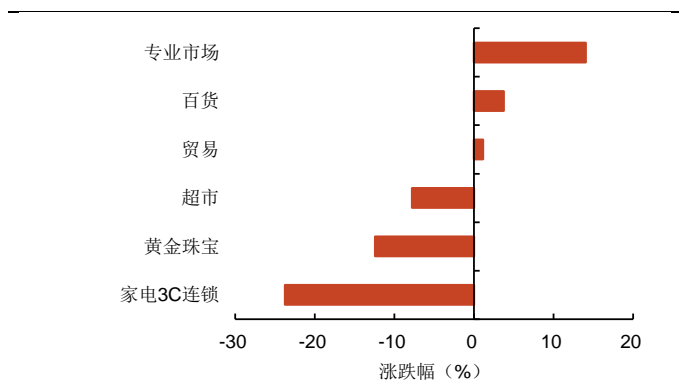
图表 8：商贸零售行业（中信）近十年 PE-Band（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind

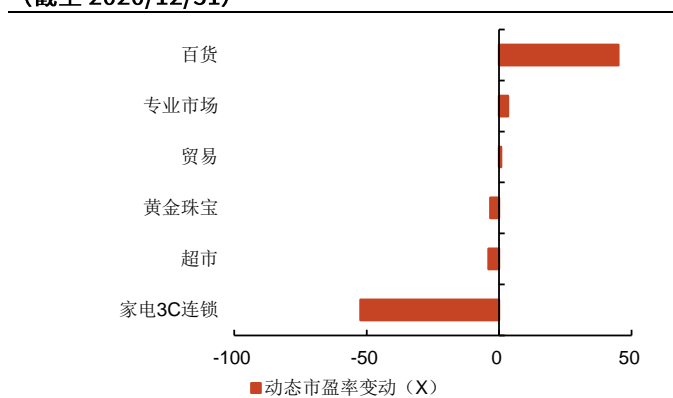
2020 年以来，零售板块子行业中，涨幅排名前三位的子行业分别是专业市场、百货和贸易，涨幅分别为 14.05%、3.73%和 1.11%。2020 年 12 月 31 日，百货行业的动态市盈率较上年最后一个交易日上升 45.0X，同期专业市场行业上升 3.4X，贸易行业上升 0.8X。

图表 9：2020 年以来零售板块表现情况（截至 2020/12/31）



资料来源：Wind

图表 10：2020 年以来零售板块子行业动态市盈率变动（截至 2020/12/31）

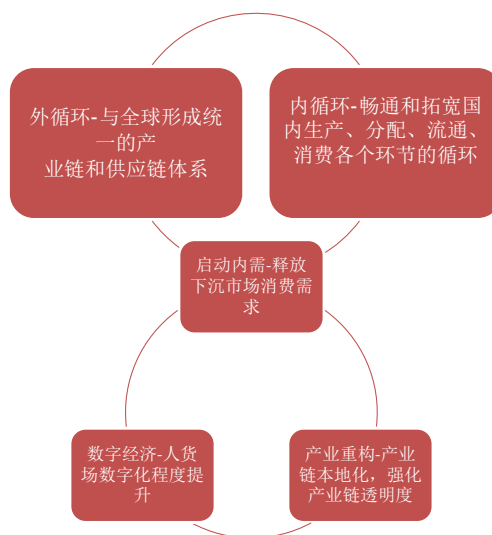


资料来源：Wind

2、消费 M 型特征依旧明显, 掘金“首尾”机会

2020 年 7 月, 中央政治局会议提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。预计在双循环新发展格局理论指导下, 国内消费的新发展格局将在启动内需、产业结构、数字经济三大领域对国内消费领域实现影响。结合内循环为主体的政策大方向和疫情后的消费趋势观察, 我们建议关注消费“首尾”高端品和高性价比产品相关的投资机会。

图表 11: 双循环格局及其对消费领域的影响

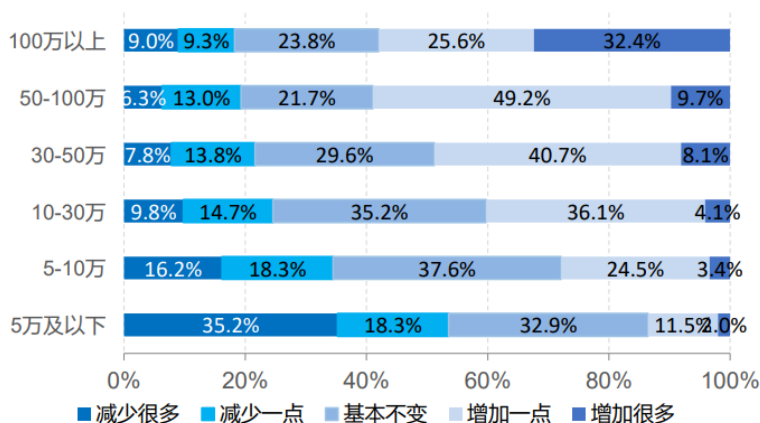


资料来源: 亿邦动力研究院, 光大证券研究所整理

2.1、高端品景气度高, 中国有望成为龙头品牌增量来源

疫情冲击对不同收入人群的影响呈较大分化, 根据西南财大和蚂蚁集团研究院调研显示, 低收入家庭中存在更高比例人群认为自己家庭财富减少很多, 其中税前五万及以下收入家庭中 35.2% 认为自己收入减少很多。反过来高收入家庭中存在更高比例人群认为自己家庭财富增加很多, 其中税前百万以上收入家庭高达 32.4% 认为自己收入增加很多。

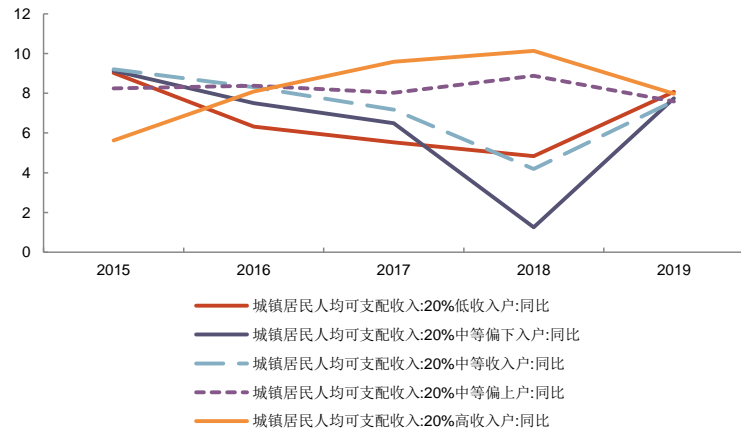
图表 12: 1Q2020 中国家庭财富变化 (按税前年收入分组)



资料来源: 西南财经大学, 蚂蚁集团研究院

早在疫情发生前，城镇居民中高收入群体的收入增速高于中、低收入群体的特性便已在数据上有所体现。统计局口径下 2015-2019 年城镇居民人均可支配收入中，20%高收入群体年均增速达到 8.28%，领先于其他收入群体。

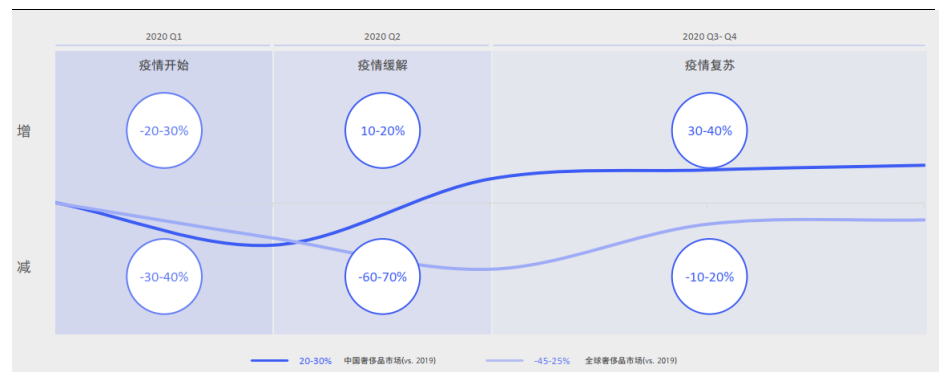
图表 13：2015-2019 城镇居民按收入群体划分人均可支配收入增速 (%)



资料来源：Wind

疫情影响的分化也可以从高端奢侈品在国内的销售增长窥见端倪。随着疫情影响逐步消退，中国奢侈品市场复苏速度水平快于全球均值。按 BCG 口径，中国奢侈品市场自 2Q20 恢复正增长，年初至今同增约 20-30%。爱马仕、LV 等头部品牌亚太区/中国区销售增长率也普遍领先世界其他地区。BCG 预计 2H20 中国奢侈品市场将收获 30-40%的同比增长，而全球奢侈品市场则处于同降 10%-20%的平淡水平。

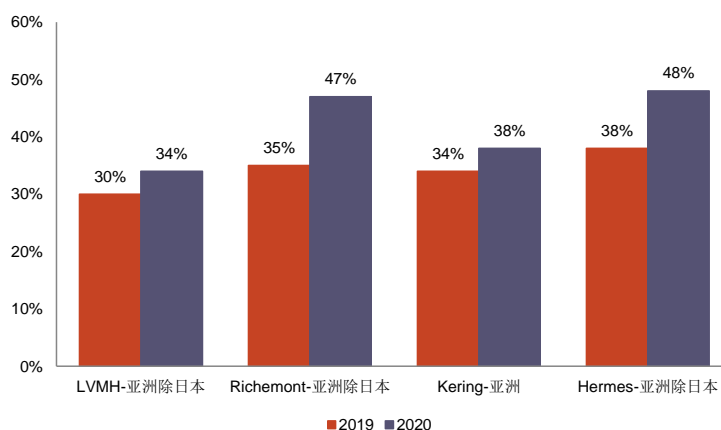
图表 14：全球/中国奢侈品市场 2020 年同比变化



资料来源：BCG 分析

后疫情时代中国有望成为龙头奢侈品品牌主要增量来源。头部奢侈品上市公司 Hermes、LVMH、Richemont、Kering 在 2020 年最新一期财报的亚洲区销售比例相对 2019 年均不同程度提升，疫情得到率先控制以及国内相对高速的奢侈品需求共同导致了这一结果。随着传统强势区域欧美日市场的增速放缓，预计未来我国将成为奢侈品公司的主要增量来源，奢侈品公司对中国的重视程度亦将持续提升。

图表 15: 部分头部奢侈品公司 2019-2020 亚洲区域销售占比情况



资料来源: Bloomberg

注: LVMH2020 数据为 1-3Q2020, Richmont2020 数据为 FY2021, Kering、Hermes2020 数据为 1H2020

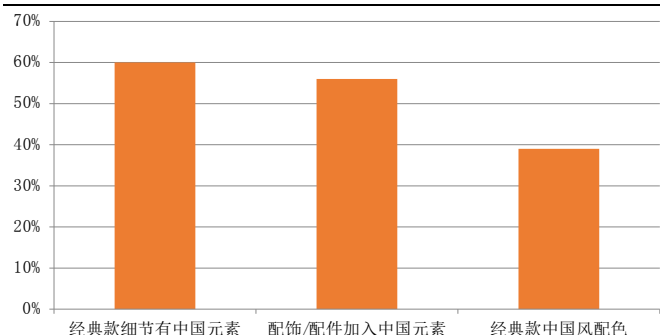
我们认为后疫情时代的国内奢侈品市场呈现四大迹象: 营销战略本土化、客群向高线集中、渠道线上化、海外回流。

营销战略本土化, 迎合国内消费者

BCG 调查显示, 奢侈品消费者对产品本土化的偏好程度正在提升, 彰显出近年兴起的“国潮”风尚不仅局限于国产高性价比品牌, 海外大牌奢侈品的本土化战略同样能在吸引消费者方面取得较好效果。本土化产品、本土化营销都收到了国内消费者的正面反馈。

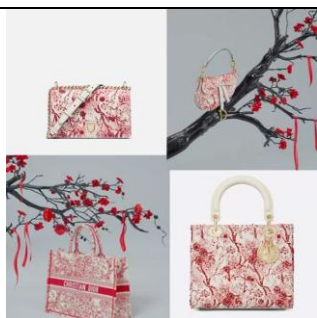
典型本土化产品便是各大品牌目前已形成一定惯例的“农历新年限定款”, 本土化营销则涵盖了本土元素广告、本土元素活动、传统节日的配合推广等, 其中虽出现了巴黎世家在 2020 年七夕的“土味”营销这样收获一定负面评价的案例, 但本土化产品、本土化营销必然成为奢侈品在国内布局的发力方向。

图表 16: 消费者青睐的奢侈品本土化产品类型前 3 选项



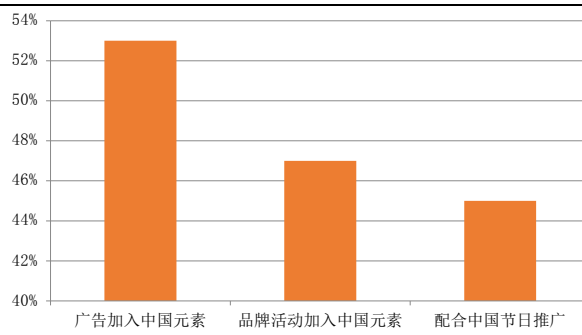
资料来源: BCG 分析 调查时间为 2020 年 4 月

图表 18: Dior2019 农历新年限定



资料来源: 搜狐

图表 17: 消费者青睐的奢侈品本土化营销方式前 3 选项



资料来源: BCG 分析 调查时间为 2020 年 4 月

图表 19: 巴黎世家 2020 年七夕广告

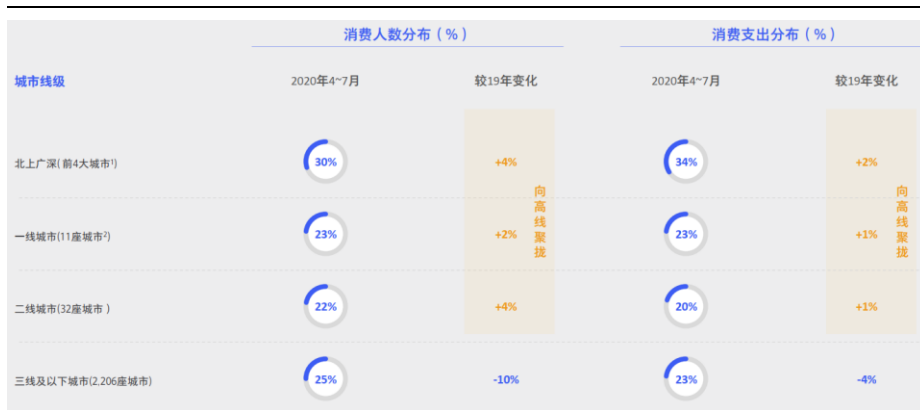


资料来源: 新浪

向高线城市集中，北上广深占比高

后疫情时期的奢侈品消费客群进一步向以北上广深为代表的高线城市集中，前五十大城市（北上广深+一线 11 城+二线 32 城）占据了奢侈品消费客群的 75%，集中度较 2019 年提升了约 10 个百分点。而消费支出分布同样体现了向高线集中的特征。

图表 20：我国奢侈品消费人数及消费支出均呈现向高线集中特征



资料来源：BCG 分析

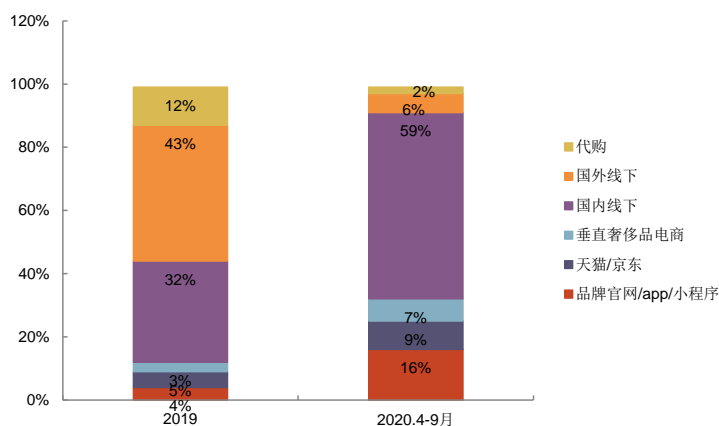
线上化加速，全渠道触达消费者

一方面众多品牌在疫情期间通过小程序/APP 等线上途径触达消费者，拥抱头部电商平台如天猫京东的国际奢侈品牌也日益增多，奢侈品整体在 2020 年实现了线上渠道占比的提升，线上销售占比（品牌官方线上渠道和各类线上平台加总）从 2019 年的 12% 提升至 2020 年 4-9 月的 32%。

海外回流显著，国内线下门店销售火爆

受限于出行限制，奢侈品出境购买比重大幅降低，据 BCG 口径，消费者自国内线下购买奢侈品的比例从 2019 年的 32% 提升至 2020 年 4-9 月的 59%，国内多地奢侈品线下门店于 2020 年出现日销破纪录情况。

图表 21：消费者奢侈品购买渠道分布变化



资料来源：BCG 分析

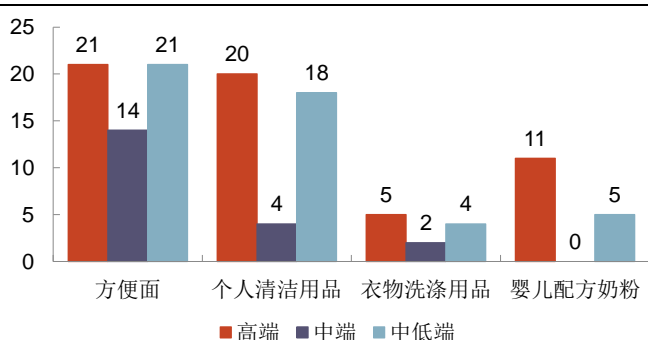
2.2、高性价比产品需求旺盛，C2M 模式助力供给升级

作为 M 型消费形态的另一端，我们同样看好高性价比产品在 2021 年的表现，同时看好 C2M 模式持续发展对高性价比产品的推动。

高性价比产品的高景气度，与消费分化的现状息息相关。部分快消品的销售增长情况体现了消费分化的特征。在 2020 年平均售价同比增长率变化不明显的情况下，方便面、个人清洁用品、婴儿配方奶粉等具备必选属性的快消品呈现了高端和中低端产品增速显著高于中端产品的现象，消费 M 型特征日益明显。

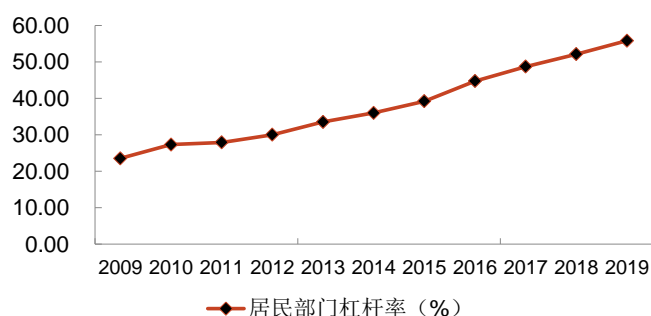
从需求角度看，我们在 19 年年度策略中曾提出居民杠杆率（居民部门债务/GDP）持续提升对中产阶级消费能力有压制作用的观点。截至 2019 年末，居民杠杆率持续攀升至 55.8%，中端消费品尤其中端可选品的销售增长预计将持续遭受压制，而居民高杠杆率带来的“隐形贫困”对高性价比产品的需求增长提供了基础。

图表 22：2020 年部分快消品高中低端品类销售额增长率 (%)



资料来源：贝恩

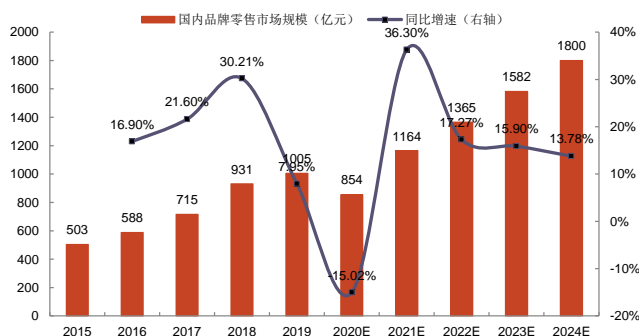
图表 23：2009-2019 年居民部门杠杆率 (%)



资料来源：Wind

具备“好量+好价”属性的高性价比产品规模成长迅速，从销售平价日用品的品牌零售店口径看，据佛罗斯特沙利文数据，中国品牌零售市场规模在 15-19 年以 CAGR=18.9% 增长，至 2019 年达到 1005 亿元，预计 2020-2024 年将以 CAGR=20.5% 的速度成长，增速高于全球品牌零售市场。

图表 24：中国品牌零售市场规模及增速

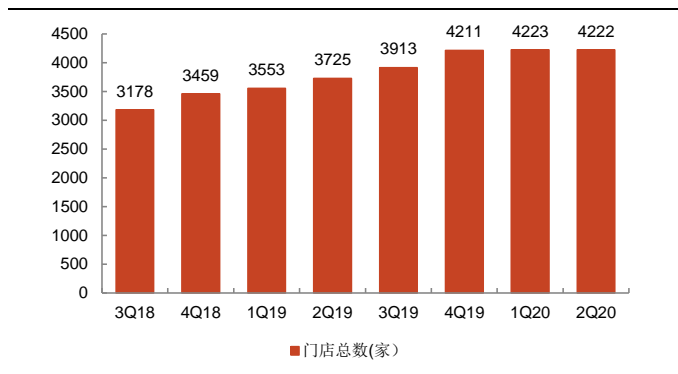


资料来源：佛罗斯特沙利文，名创优品招股说明书

以生活日用品为例，创立于 2013 年的名创优品背靠具备标准、快速、数字化程度高特色的供应链体系，销售包括化妆品、家居装饰、文具礼品等 11 大类生活日用品，流通环节精简，产品迭代快。国内 95% 产品价格低于 50 元，性价比优势明显。名创模式对消费者的吸引力也驱使加盟商参与共赢，公司渠道规模成长迅速，至 2Q2020 公司门店已达 4222 家，进驻美加澳德等 80 多个国家和地区。

以饮品为例，2015 年创立于上海的 Manner 咖啡主打高性价比产品，通过热门地段开小门店的方式节约租金成本，早期版本门店最小仅 2 平方米。在控成本和精简 SKU 双重效应下，Manner 客单价控制在 15 至 20 元左右，将一线白领“摄取咖啡因+物美价廉+小众个性化”的痛点一齐满足。后续更是迎合目标群体的环保心理需求，推出自带杯立减五元政策，迅速收获口碑在上海站稳脚跟。

图表 25：名创优品全球门店数量（家）



资料来源：名创优品公司招股说明书

图表 26：Manner 提供客单 15-20 元左右的高性价比产品

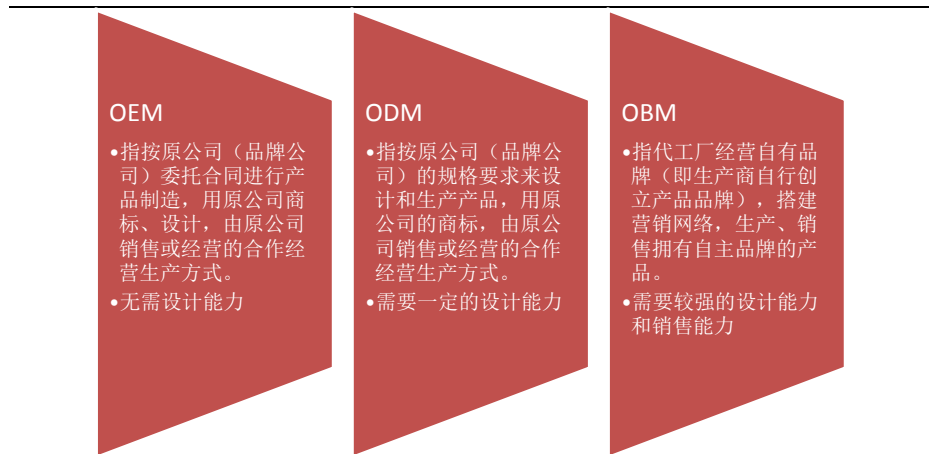


资料来源：大众点评

而从供给侧看，我国制造商面临低毛利、高库存、海外代工竞争、柔性供应链改造需求四大困境。

我国制造商目前仍以 OEM、ODM 代工模式为主，常年代工模式的经验技术积累使得我国拥有了大批具备优质生产工艺和一定设计能力的供应商，但这些供应商面临着“微笑曲线”下附加值低，毛利率提升空间受限的困境，供应商间较强的竞争也让供应商面对上游品牌方的议价能力较低，对品牌方订单依赖度高，对转型升级的诉求较强。

图表 27：代工厂三大主要商业模式



资料来源：艾瑞咨询

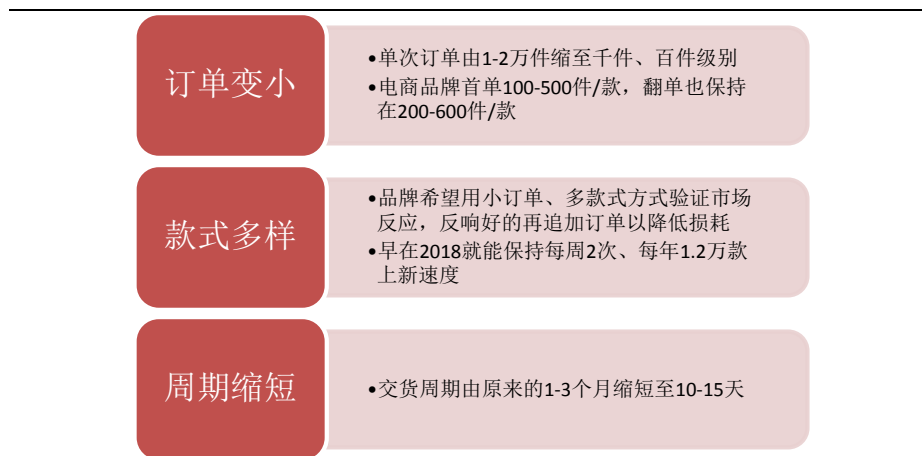
市场需求的快速波动也带来了供应商的库存风险，随着消费者的年轻化和对潮流趋势的追逐，市场动向愈发难以捉摸以及变化迅速，“畅销款断货、滞销款积压”的情况时有发生。而由于产业链关系中供应商议价能力低的缘故，积压库存通常会出现被品牌方返还供应商的情况，供应商库存风险普遍偏高。

国内劳动力成本的上升带来了海外代工商的竞争压力。随着国内劳工待遇的改善，一部分海外订单甚至国内订单开始向劳动力成本更加低廉的地区如东南亚转移，原

有的国内产能亟待通过新的供销模式保持增长。随着东南亚诸国也逐步进入劳动力成本提升阶段，我国有望通过更能匹配品牌方和消费者诉求的供应链体系吸引订单回流。

品牌商的“小单快反”诉求催生柔性供应链改造需求。随着消费者对个性化定制化需求的提升，消费群体细化程度日趋加深，消费潮流的变化愈发加速。品牌商也对应调整了自己对订单的要求，订单变小、款式变多、周期变短成为了品牌商对供应商的普遍诉求。这对传统上通过“海量+爆款”模式谋求规模效应的供应商造成了挑战，具备处理小订单的柔性供应链的重要性日益提升。

图表 28：ZARA 对代工商汉帛的要求变化



资料来源：艾瑞咨询

C2M 模式成为了弥合消费者诉求和供应商痛点的选择，高性价比产品规模增长有望提速。我们在 2020 年中期策略中强调，C2M 是营销策略细化的必然成果，核心在于通过高效反馈消费需求，实现以更低的价格获取更高品质商品。同时，按需匹配产能的柔性生产有望降低品牌商、供应商的库存压力。

C2M 有效整合了供应商产能，在汇总 C 端需求的前提下，销量带来规模效应保障，降低了制造端的生产成本。数字化赋能结合中国制造优势，制造业产业集群的产业规模及盈利能力有望改善。

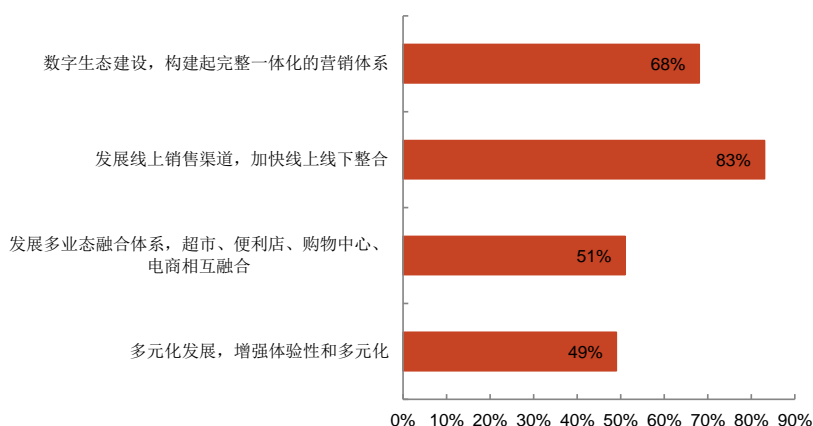
在大数据协助下，新品研发可以通过消费者需求分析来指导方向。而渠道商作为消费者需求的信息集散地，其与厂家对接可以为 C2M 的推广带来需求调研时间减少、贴合细分需求等帮助。以 C2M 模式为媒介，品牌商、供应商、渠道商合力实现了对高性价比产品的供给升级。

2.3、线下触网积极性进一步提升,借助线上营销工具推动渠道变革

线下渠道数字化转型迫在眉睫

疫情的冲击让线下渠道商意识到了进行数字化转型的迫切性,加速了线下渠道商拥抱线上的进程,据中国连锁经营协会调研结果,83%的零售企业将发展线上渠道,加快线上线下融合纳入了自己未来的发展计划中,线下渠道数字化进程有望显著加速,同时有68%的零售企业表示未来将推动数字生态建设,构建完整一体化的营销体系。

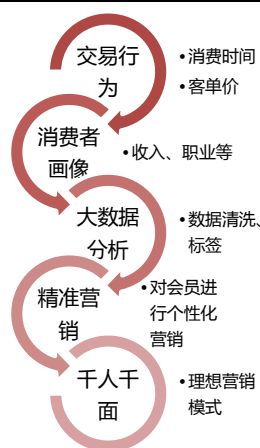
图表 29: 零售企业未来发展计划调研结果



资料来源: 中国连锁经营协会 调研时间为 2020 年 3 月

数字化在零售渠道的前中后端均扮演了重要角色。在前端,通过打造整合付款与会员管理功能为一体的 APP 或小程序,可以在完善整合线上线下销售数据的同时,打造会员数字化。通过会员的交易行为构筑消费者画像,利用大数据分析清洗会员数据并分别标签,从而实现千人千面的精准营销。通过精准营销,公司也实现了以更低成本提升渗透率、复购率的目的。

图表 30: 渠道商通过前端数字化实现千人千面营销的过程



资料来源: 亿欧智库, 光大证券研究所

在中端,门店的商品订货、人员排班、价格变动均已可实现通过自动化系统完成,有效降低运营成本之余,还可以基于前端搜集的大数据实现门店差异化陈设布局,从千人千面跨越至千店千面。

在后端，实现数字化的经营数据可以帮助运营团队精准预判市场需求，在产品、服务迭代上增强效率。线上线下的供应链也将在数字化进程中得以统一，配送效率增强。

以平台型数字化工具多点为例，多点是聚焦生鲜快消的数字零售平台，通过助力 B 端，服务 C 端的模式帮助商朝卖场建立到店+到家+社区的全渠道数字化零售业务。多点打造的数字零售操作系统 Dmall OS 由多达 700 个子系统构成，覆盖商超经营的所有模块。

图表 31：多点 APP 通过数字化赋能链接 B 端与 C 端



资料来源：亿欧智库

随着物美集团收购麦德龙中国，多点与麦德龙中国成为技术合作伙伴，多点对麦德龙的数字化赋能逐步开花结果：通过多点 Dmall OS 实现了麦德龙 PLUS 会员的数字化升级，麦德龙 PLUS 会员可以在多点 APP 商完成积分兑换、会员价商品购买等服务。

利用销售大数据分析，多点挑选了麦德龙门店中 20%SKU 上线多点 APP，在最大程度满足消费者需求和精简线上 SKU 两者间取得平衡；到家业务方面根据门店区位特性，提供 1 小时达和到店自提相结合的履约方案。

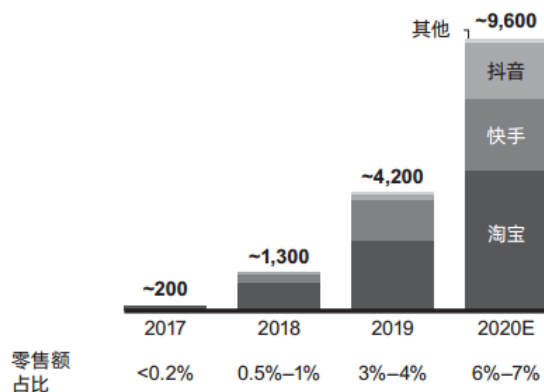
随着线下渠道商数字化能力的持续提升，线上线下融合程度不断加深，原本泾渭分明的渠道划分将不复存在。通过更细致的营销方案，满足更多元化的消费需求，将是未来全渠道零售商的发力方向。

疫情加速线上营销工具渗透率，线下借力推动渠道变革

为实现对更广泛客群，尤其是低线城市客群的触达，品牌方普遍通过以直播电商为代表的线上营销工具实现获客与销售，通过直播弥补前期线上销售在体验式、个性化等方面的缺陷。2020 年疫情的出现加速了线上营销的普及，更带来了电商格局的变化。从贝恩预计的直播电商市场份额看，除传统电商巨头阿里外，短视频平台抖音快手也在直播电商领域取得较大市场份额。

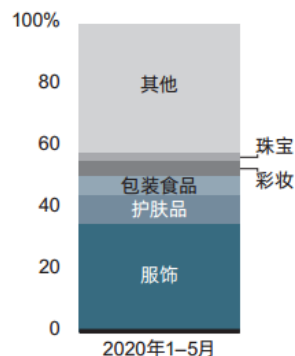
品类方面直播电商涵盖了可选与必选，服饰、护肤品、包装食品和财政是直播销售额占比较高的品类。

图表 32: 2017-2020E 直播电商销售额 (亿元)



资料来源: 贝恩公司

图表 33: 淘宝前 100 视频主播销售额各品类占比 (%)



资料来源: 贝恩公司

对于渠道商而言,直播为代表的线上营销工具拓展了原有的门店辐射半径,在强化原有辐射客群的渠道形象认知之外,还能覆盖更广人群,降低了获客成本。同时,通过直播引导进店的客户,购物的目的性相对更强,转化率更高。引入直播后,没有用户进店的空闲时间也被合理利用起来,渠道商还能通过门店的实时交易展示提高线上用户的参与感和信赖度。

我们认为品牌商、渠道商通过直播对市场的更广泛触达还只是渠道变革的初级阶段,在 20 年年度策略中我们曾提出:更适合渠道的战略选择是立足本地生活,将线上新营销工具作为新时代渠道变革的途径,以提供优质便利服务为目的,将线上新营销工具视为与品牌方联动的销售宣传活动,在消费者心中建立线下渠道=高质优价消费场域的形象,把握场景分化趋势下的机遇。

图表 34: 线下渠道构建新阶段消费场域



资料来源: 光大证券研究所整理

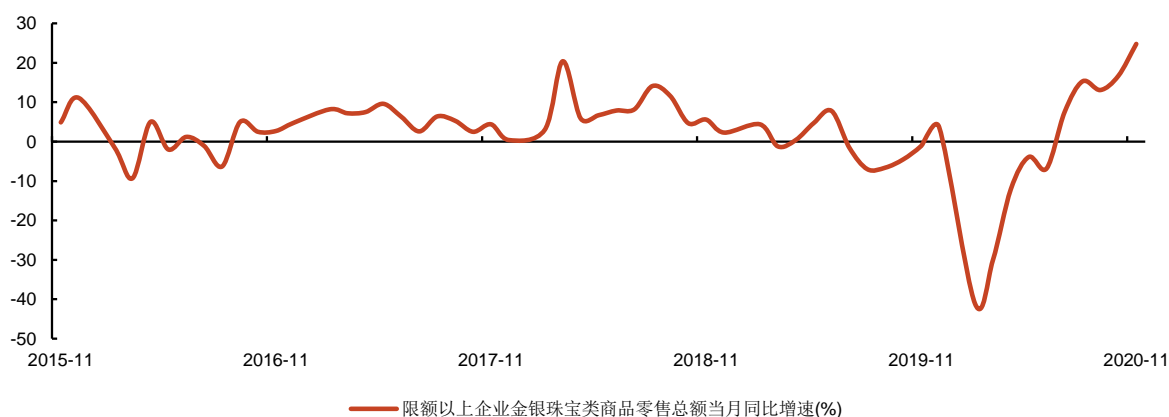
3、把握高成长性细分渠道机会

3.1、黄金珠宝零售端销售恢复明显，全渠道营销及渠道下沉效果

黄金珠宝基于其高客单、重体验等特点，其销售依旧以线下场景为主，2020年上半年受疫情影响尤为明显。按统计局口径，限上企业黄金珠宝销售在2020年1-2月出现同比销售降低41%的情况。

随着疫情在全国范围内基本得到控制，线下客流恢复情况良好，黄金珠宝零售端恢复也呈现喜人情况：2020年9、10、11月限上企业黄金珠宝销售同比分别实现增长13.1%/16.7%/24.8%，边际恢复迹象明显。

图表 35：疫情影响逐步消退后金银珠宝社消零售增速实现迅速恢复



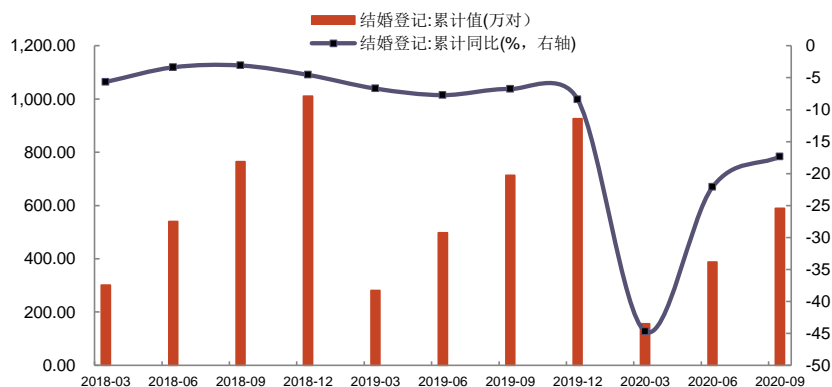
资料来源：Wind

我们认为婚庆需求、线下客流恢复、线上营销推动全渠道销售增长、持续推动渠道下沉是支撑后续黄金珠宝消费的四大因素。

婚庆需求：上半年我国结婚登记对数也受到疫情冲击，一、二季度结婚登记对数均有较大降幅，考虑到婚庆相关需求存在递延情况而非就此消失，四季度及21年一季度的结婚登记数据预计将有较大幅度回升，婚庆相关黄金珠宝需求预计表现优异。

线下客流恢复：截至上半年，绝大部分龙头零售企业客流恢复均已达到同期九成水平，三季度整体也实现客流的持续改善，预计四季度整体黄金珠宝社消及龙头公司的销售收入都将有较好增长。

图表 36：1Q2018-3Q2020 我国结婚登记对数及同比增速



资料来源：Wind

线上营销推动全渠道销售增长：龙头公司疫情期间加大力度布局线上业务，采取头部主播合作+品牌店播双线推进模式，强化消费者品牌认知，实现线上线下相互引流，推动全渠道销售增长。典型案例如周大生联合快手头部主播辛巴开展周大生专场直播，6.21日单日直播实现GMV4.1亿元。我们认为疫情影响加速了黄金珠宝公司投入线上营销的进程，后疫情时代线上品宣带动线下获客，以及线上线下多品牌战略触达消费者心智的营销策略将成为优质黄金珠宝公司的共用策略。

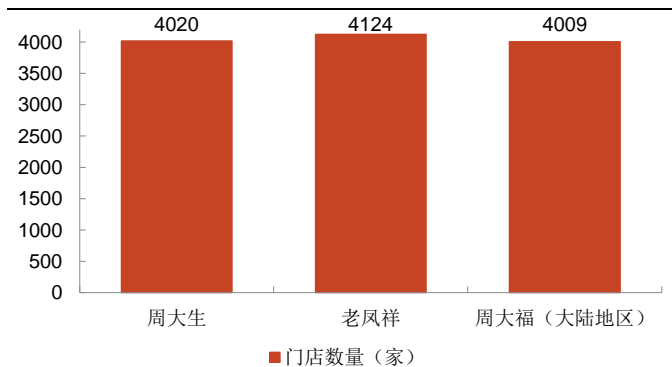
持续推动渠道下沉：继周大生、老凤祥在低线市场取得不俗销售成绩及市场份额后，更多珠宝龙头关注到了下沉渠道相关的机会。港资龙头周大福以及主打特色K金饰品的潮宏基均提出了布局低线市场的战略目标。随着市占率排名靠前的三大龙头公司周大福、老凤祥、周大生在2020年度均进入了渠道规模“4000+”时代，各龙头公司后续的增长持续性将取决于在低线市场的推进情况。我们更看好轻资产、布局快的加盟模式在低线市场拓展的效果。

图 37：辛巴周大生直播专场销售数据



资料来源：辛选公众号

图 38：龙头黄金珠宝公司 3Q2020 门店数量



资料来源：Wind

3.2、一线龙头百货受益免税牌照及国改预期

一线龙头百货公司有望受益免税牌照概念：王府井 20 年上半年公告获得免税牌照以来，市场给予极高关注度。王府井在 2020 年季报中披露，公司成立的免税品经营公司已完成工商登记，离岛免税、口岸免税、室内免税项目均在积极推进中。考虑到王府井门店定位偏中高端，且以大牌彩妆为运营特色，结合首都核心区建设相关政策的逐步落地，公司传统主业和免税业务预计将以双轮驱动方式带动公司成长。但市内免税项目铺开对公司原有存量业务的冲击尚待进一步评估。

北京环球影城将于 2021 年开业，王府井也通过媒体表示将争取在环球影城园区布局免税店，北京环球影城运营方为首旅集团，为王府井第一大股东，双方进行业务协同的概率较高。

自王府井公告获得免税牌照以来，众多百货公司选择跟进，发布公告宣传正在申请免税牌照。考虑到人口基数、客流量与消费能力等因素，我们认为一线城市的龙头国企百货未来获得免税牌照的概率相对更高。

图表 39：已获得及提出免税牌照申请的零售公司一览

公告时间	公司	主要内容
2020.6.10	王府井	公司获得免税品经营资质，允许经营免税品零售业务
2020.7.7	百联股份	公司控股股东百联集团已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请，但该项工作由于尚在推进过程中，免税品经营资质获批存在不确定性。
2020.7.16	鄂武商 A	公司已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请，但该项工作由于尚在推进过程中，免税品经营资质能否获批存在不确定性，后续公司将依法依规及时就相关进展情况履行披露义务。
2020.7.20	大商股份	为优化公司业务结构，增强行业竞争力和增加新的利润增长点，近日公司及控股股东大商集团有限公司（以下简称“大商集团”）向辽宁省及大连市政府相关部门递交了关于支持公司申请免税品经营资质的请示。
2020.7.21	欧亚集团	为进一步拓展业务范畴，增强行业竞争力，拉动区域经济增长，近日公司向吉林省及长春市政府相关部门递交了关于支持公司申请免税商品经营资质的请示。
2020.7.23	南宁百货	为了进一步优化公司的业务结构，增强企业竞争力，我公司已向广西壮族自治区及南宁市政府相关部门递交了关于免税品经营资质申报的请示。
2020.7.23	步步高	为进一步拓展业务范畴，增强行业竞争力，拉动区域经济增长，近日公司向湖南省及湘潭市政府相关部门递交了关于支持公司申请免税商品经营资质的请示。
2020.7.24	中百集团	为优化公司业务结构，进一步拓展业务范畴，增强公司竞争力，公司于 7 月 23 日向政府相关部门递交了关于支持公司申报免税品经营资质的请示。

资料来源:各公司公告

国企改革在 2021 年依旧是百货行业的重要题材性机会：典型如首旅集团已经承诺 2021 年 2 月前提出解决同业竞争问题的可行方案，首旅集团旗下王府井、首商股份等商贸上市公司存在同一实控人下解决同业竞争预期。

黄埔国资委旗下老凤祥也已于 2020 年在部分子公司开展职业经理人试点，继解决核心子公司老凤祥股权历史遗留问题后再次深化公司市场化程度，公司中长期经营管理效率有望提升。

重庆国资委旗下重庆百货第一大股东重庆商社通过混合所有制改革引入外部战略投资者，预计公司经营效率有望显著提升。2020 年 10 月 16 日，重庆百货选举物美集团创始人、董事长张文中担任公司董事长，马上金融创始人、董事长赵国庆担任公司副董事长（赵国庆曾于 2020 年 3 月 27 日被任命为公司总经理），物美系高管也被引入公司高管团队。

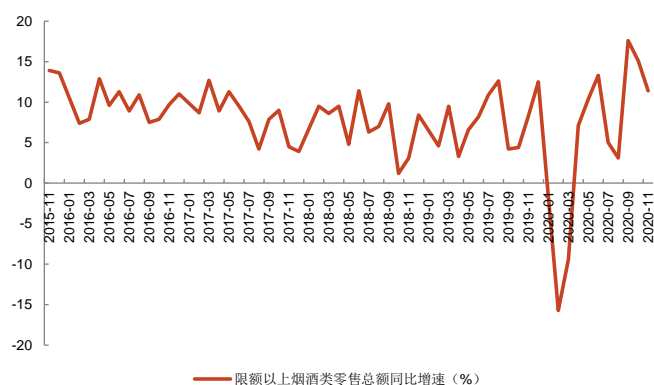
我们认为一线城市国企百货公司基于资产优质程度和业绩改善动机等因素，更具备推动国企改革的动力，建议关注。

3.3、专业渠道有望受益白酒高景气度

后疫情时代的白酒行业复苏迅速，尤其是坐拥定价权的龙头高端酒企，把握机遇进一步扩大规模，推动行业集中度提升，未来增长空间广阔。结合前述我们对高端奢侈品的高景气度判断，我们看好高端白酒的消费增长前景，并认为坐拥与上游酒企良好合作关系，提供保真优价产品的专业渠道有望受益于白酒行业的高景气度。

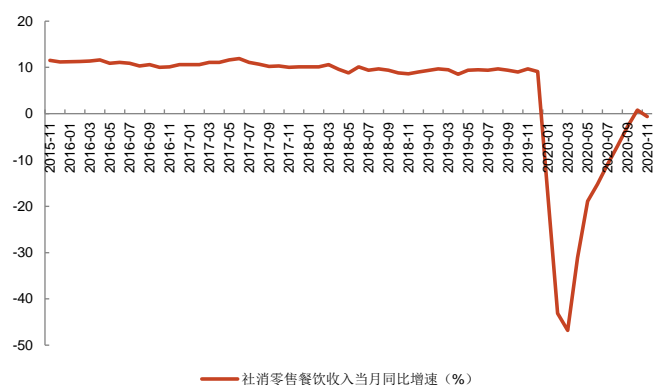
销售逐步恢复，酒企纷纷提价：从社交口径看，与白酒相关的烟酒类与餐饮销售销售增速自 2Q2020 以来均呈恢复态势，其中烟酒类零售额同比增速恢复情况更好。2020 年 11 月，限上烟酒类零售额当月同比增速恢复至 11.4%，而餐饮收入同比增速当月恢复至-0.6%。

图表 40: 限额以上烟酒类零售额同比增速



资料来源: 国家统计局

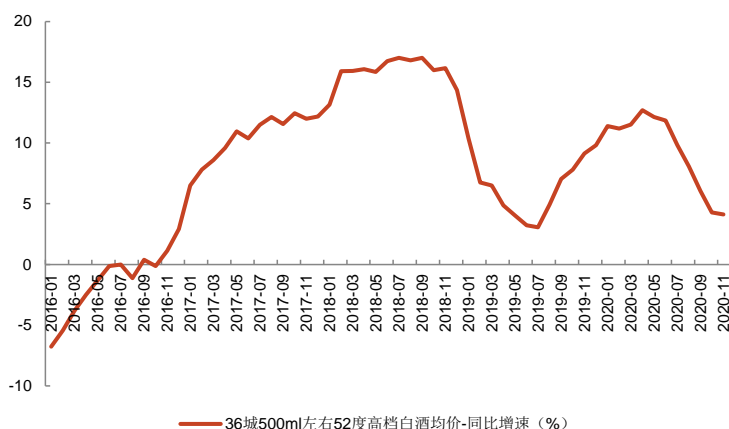
图表 41: 餐饮收入当月同比增速



资料来源: 国家统计局

2016 年 11 月以来, 36 城高端白酒 500ml 左右 52 度高档白酒均价维持月度正增长。进入 2020 年, 多家酒企宣布旗下产品涨价, 白酒尤其高端白酒维持高景气度。

图表 42: 36 城 500ml 左右 52 度高档白酒均价同比增速



资料来源: Wind

专业渠道受益于白酒高景气度: 酒类专业渠道通常与上游酒企保持良好合作关系, 能够向消费者提供保真优价产品, 尤其受高端酒类消费者青睐。在白酒景气度维持高位的情况下, 酒类专业渠道有望受益。

3.4、超市步入阶段性低迷期, 关注龙头收购兼并预期

超市行业在 1Q2020 享受了疫情带来的业绩高增长, 但进入二季度以来, 行业经历了异常气候、CPI 走弱、新业态冲击等多重负面因素的影响, 考虑到 1Q2021 面临高基数效应, 我们对行业持谨慎观点, 建议关注龙头公司的收购兼并预期。

必选品仍有较好增长: 从品类角度看, 必需品包括粮油食品、饮料及日用品三季度以来增速虽有一定下滑, 但预计全年仍将维持优于往年的较好增长势头, 这也为超市公司全年的业绩增长奠定了一定基础。

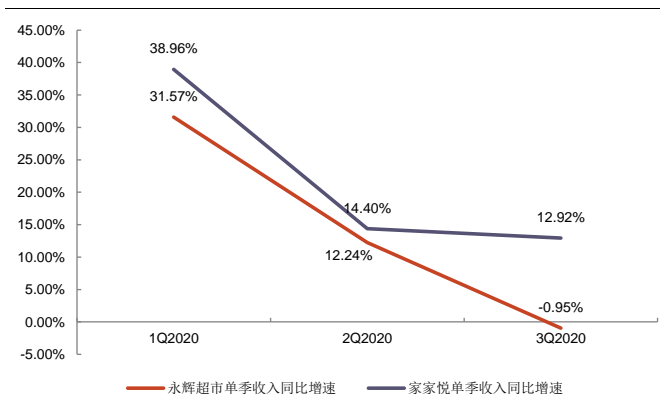
疫情消退后同店出现回落: 随着全国范围内疫情逐步受到控制, 居民囤货需求逐步消弭, 叠加二季度异常气候影响, 超市同店增速 2020 年出现逐季回落情况。考虑到 1Q2021 将面临高基数影响, 同店及整体收入增速或继续承压。

图表 43: 超市公司 1Q2020 线上业务表现优异

公司名称	线上业务表现
华润万家	春节期间,线上总销售额与订单量同比增长约5倍。年初一至正月十五期间,苏果日均线上订单量达2.4万单,同比增长165%,日均销售240万元,同比增长近4倍
永辉超市	2月1日到10日,福州区域日均订单量比去年翻了1.5倍,日均销售额增加数倍
联华超市	节日期间联华鲸选在杭州地区的线上订单需求急速上升,销售同比增长3倍多
物美	多点在春节期间GMV同比增长232.2%,新增注册用户同比增长236.3%,2020年1月,GMV超42亿元,环比去年12月增长162.2%
步步高	月步步高超市销售收入同比增长43%,线上到家业务环比增长3倍,大年初一到初八,线上订单销售占比超10%

资料来源:各公司公告

图表 44: 永辉超市、家家悦 1-3Q2020 单季收入同比增速



资料来源:公司公告

CPI 走弱: CPI 在 20 年 1、2 月份达到 5% 以上增速后持续走低,至 11 月更是出现 09 年以来首次负增长情况。考虑到 CPI 增速和超市收入相关性较高,偏低的 CPI 预期对超市收入端预计造成一定负面影响。

新业态冲击: 19-20 年超市持续经历了店仓一体店、生鲜电商、前置仓、社交电商等新业态的冲击,龙头公司虽也积极做出调整或对上述新业态的布局,但仍对存量业务造成了一定冲击。在疫情消退、CPI 下行、新业态冲击三因素影响下,超市步入阶段性低迷期。

在行业整体不振的背景下,建议关注龙头的兼并预期,关注龙头永辉超市及前期积极通过兼并实现跨区域扩张的家家悦。

4、推荐标的: 关注珠宝复苏、一线城市龙头百货、高景气专业渠道三大主线

我们从珠宝复苏、一线龙头百货、高景气专业渠道三大主线入手,推荐 1) 百联股份: 奥莱业态国内领先,自有物业价值高。2) 首商股份: 安全边际较高,或受益于国改预期。3) 老凤祥: 受益于避险需求增长,国企改革有序推进。4) 潮宏基: 推进加盟制布局低线市场,时尚品类构建产品差异化。5) 华致酒行: 打造全渠道营销网络,上游联系紧密。

图表 45: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
600827.SH	百联股份	17.80	0.54	0.28	0.45	33	65	40	1.7	1.7	1.6	买入	维持
600723.SH	首商股份	7.96	0.60	0.41	0.53	13	19	15	1.2	1.2	1.1	买入	维持
600612.SH	老凤祥	46.90	2.69	2.83	3.38	17	17	14	3	3	3	买入	维持
002345.SZ	潮宏基	3.74	0.09	0.11	0.23	42	34	16	1.0	1.0	0.9	买入	维持
300755.SZ	华致酒行	25.00	0.77	0.83	0.99	33	30	25	4	4	3	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-01-13

4.1、百联股份: 奥莱业态国内领先, 自有物业价值高

公司是国内规模领先的大型综合性商业股份制上市公司,由原上海友谊集团股份有限公司于 2011 年吸收合并上海百联集团股份有限公司组建而成,几乎涵盖了零售业现有的各种业态,如百货、标超、大卖场、便利店、购物中心、专业专卖店等。

公司 1-3Q2020 实现营业收入 279.38 亿元，同比减少 25.21%；实现归母净利润 4.36 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.24 元，同比减少 39.17%；实现扣非归母净利润 2.22 亿元，同比减少 65.49%。

推荐逻辑：1) 公司拥有青浦奥莱等多年经营情况良好的门店，奥莱业态近年收入增长在可选业态中相对领先，未来有望对公司业绩作出更多贡献。2) 公司具备大量位于一线城市核心地段的自有物业，PB 水平较低，较长期处于低估，具备较强安全边际。3) 公司作为上海市国有零售公司代表，不排除未来争取到免税经营牌照，从而带来新的业绩增长点。

我们维持对公司 2020-2022 年 EPS 的预测，分别为 0.28/ 0.45/ 0.49 元，维持“买入”评级。

风险提示：超市业务转型效果低于预期，购物中心改造后经营不达预期。

图表 46：百联股份业绩预测和估值指标 (2021/01/13)

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	48,427	50,459	36,198	41,022	44,240
营业收入增长率	2.64%	4.20%	-28.26%	13.33%	7.84%
净利润 (百万元)	872	958	491	801	877
净利润增长率	2.96%	9.87%	-48.78%	63.11%	9.51%
EPS (元)	0.49	0.54	0.28	0.45	0.49
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.35%	5.24%	2.64%	4.15%	4.38%
P/E	36	33	65	40	36
P/B	1.9	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 47：百联股份 PB-band



资料来源：Wind

4.2、首商股份：安全边际较高，或受益于国改预期

公司是国内著名的大型商业零售企业，主要业态有百货商场、购物中心、奥特莱斯和专业店，公司经营模式涵盖联营+租赁+品牌代理。公司第一大股东为北京首都旅游集团有限责任公司，持有公司 57.82% 股份，公司实控人为北京市国资委。公司门店布局于北京、天津、内蒙、新疆等区域。截至 3Q2020 公司拥有百货门店 12 家，购物中心 2 家，奥特莱斯 2 家。

公司 1-3Q2020 实现营业收入 21.8 亿元，同比减少 70.08%，实现归母净利润-0.84 亿元，实现扣非归母净利润-1.30 亿元。

推荐逻辑：1) 首旅集团旗下有王府井、首商股份等多家上市公司，已经承诺 2021 年 2 月前提出解决同业竞争问题的可行方案，公司存在同一实控人下解决同业竞争预期，公司或受益于国企改革主题。2) 公司在一线城市拥有一定自有物业规模，自有物业建筑面积 23 万平米，安全边际较高。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 0.41/ 0.53/ 0.60 元的预测，维持“买入”评级。

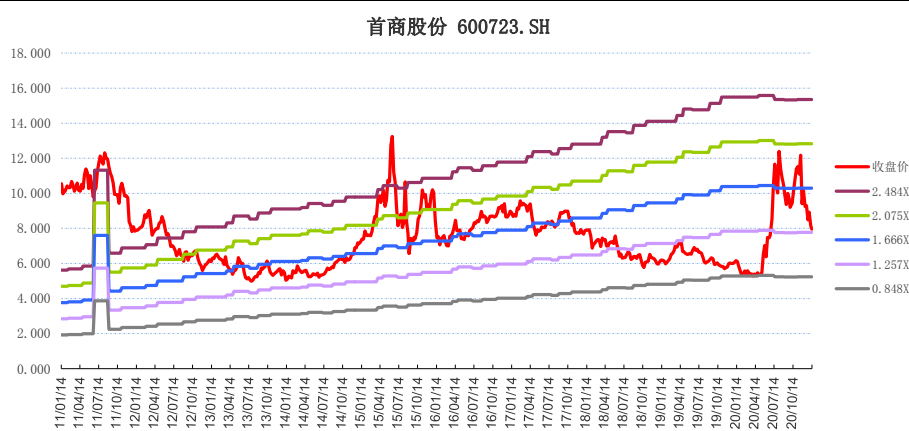
风险提示：传统百货门店转型不达预期，购物中心发展不达预期。

图表 48：首商股份业绩预测和估值指标（2021/01/13）

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,071.37	9,944.02	8,643.42	9,591.30	9,981.22
营业收入增长率	-1.35%	-1.26%	-13.08%	10.97%	4.07%
净利润（百万元）	363.99	397.62	272.74	350.74	395.17
净利润增长率	2.18%	9.24%	-31.41%	28.60%	12.67%
EPS（元）	0.55	0.60	0.41	0.53	0.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.14%	9.29%	6.16%	7.48%	7.95%
P/E	14	13	19	15	13
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 49：首商股份 PB-band



资料来源：Wind

4.3、老凤祥：受益于避险需求增长，国企改革有序推进

公司是中国黄金珠宝行业龙头企业，品牌、渠道优势明显。公司第一大股东和实际控制人是上海市黄浦区国有资产监督管理委员会，持股 42.09%。截至 3Q2020 公司营销网点数量达到 4124 家（含海外银楼 20 家）。

1-3Q2020 实现营业收入 438.67 亿元，同比增长 4.12%；实现归母净利润 12.33 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 2.36 元，同比增长 5.73%；实现扣非归母净利润 12.34 亿元，同比增长 9.69%。

推荐逻辑：1) 龙头地位稳固，黄金产品占比高，受益于避险需求的增长。金价上行趋势下经销商囤货意愿强，业绩存在确定性。2) 国企改革有序推进。核心子公

司上海老凤祥有限股权问题已经顺利解决。未来或进一步推动管理层聘任、薪酬市场化。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 的预测，分别为 2.83/ 3.38/ 3.75 元，维持“买入”评级。

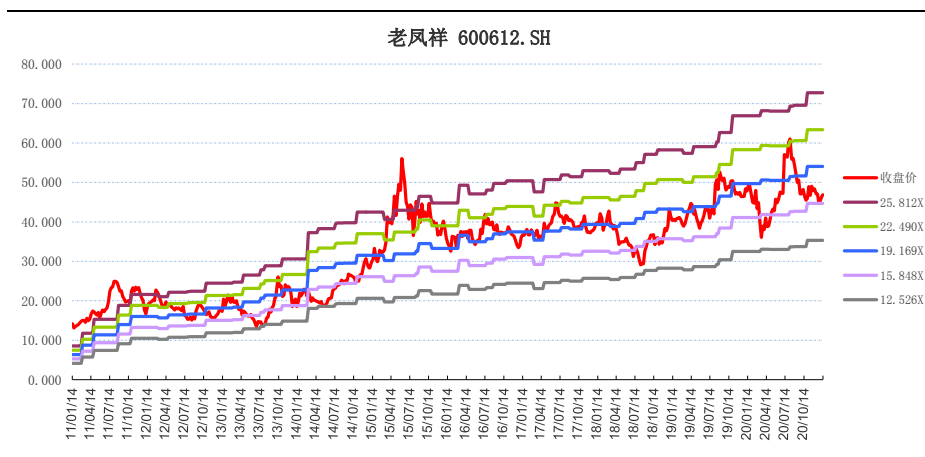
风险提示：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

图表 50：老凤祥业绩预测和估值指标（2021/01/13）

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	43,784.47	49,628.66	50,762.15	57,093.10	61,250.48
营业收入增长率	9.98%	13.35%	2.28%	12.47%	7.28%
净利润（百万元）	1,204.54	1,408.01	1,479.95	1,768.27	1,961.60
净利润增长率	6.02%	16.89%	5.11%	19.48%	10.93%
EPS（元）	2.30	2.69	2.83	3.38	3.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.46%	20.06%	18.73%	19.14%	18.34%
P/E	20	17	17	14	13
P/B	4	3	3	3	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 51：老凤祥 PE-band



资料来源：Wind

4.4、潮宏基：推进加盟制布局低线市场，时尚品类构建产品差异化

公司主营高档时尚珠宝的研发、生产与营销，核心业务是对“CHJ 潮宏基”、“VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌的运营管理。公司采用以自营为主、加盟代理和批发为辅的复合营销模式，在全国以及亚太地区布局已近 1300 个网点的同时，在自有天猫、唯品会、京东等第三方平台进行线上营销。

公司 1-3Q2020 实现营业收入 23.17 亿元，同比减少 13.18%，实现归母净利润 0.81 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.09 元，同比减少 59.34%，实现扣非归母净利润 0.73 亿元，同比减少 60.38%。

推荐逻辑：1) 开展加盟制下沉低线市场，公司调整渠道策略，目前以扩展加盟店，调整自营店为主要方向，有望通过加盟制在低线市场拓展市场份额。2) 核心产品 K 金打造品牌差异化，公司时尚珠宝大类以 K 金为主，且有 FION 箱包业务线，不同于龙头公司素金/钻石为主的产品结构，存在一定差异化。3) 受益于金价上行预期

下的景气度提升，公司素金产品销量占比稳步提升，受益于 2020 年以来的金价上升预期。

我们维持对公司 2020-2022 年全面摊薄 EPS 0.11/ 0.23/ 0.25 元的预测，维持“买入”评级。

风险提示：时尚产业布局不达预期，K 金饰品市场认可度不达预期，商誉减值风险。

图表 52：潮宏基业绩预测和估值指标（2021/01/13）

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,248.03	3,542.78	2,951.95	3,482.11	3,697.41
营业收入增长率	5.24%	9.07%	-16.68%	17.96%	6.18%
净利润（百万元）	71.04	81.19	100.05	211.92	223.42
净利润增长率	-75.01%	14.28%	23.23%	111.81%	5.43%
EPS（元）	0.08	0.09	0.11	0.23	0.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.15%	2.40%	2.95%	5.93%	6.03%
P/E	48	42	34	16	15
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.5、华致酒行：打造全渠道营销网络，上游联系紧密

公司是国内领先的精品酒水营销和服务商之一，以“精品、保真、服务、创新”为核心理念，依托多年构建的营销网络体系，以及与上游酒企业长期的合作关系，持续为客户提供国内外优质酒类产品。

公司 1-3Q2020 实现营业收入 36.81 亿元，同比增长 29.02%；实现归母净利润 3.20 亿元，折合成全面摊薄 EPS 为 0.77 元，同比增长 10.08%；实现扣非归母净利润 2.94 亿元，同比增长 9.95%。

推荐逻辑：1) 公司构建了全渠道营销网络体系。线上平台华致优选发展态势良好，线下持续推进优质零售网点向华致名酒库的转型。2) 公司与茅台、五粮液等知名酿酒企业及大型酒类渠道商建立了长期、稳定的合作关系，并与其合作开发了“贵州茅台酒（金）”、“五粮液年份酒”等多款优质酒品，是这些合作产品的全国总经销。

我们维持对公司 2020-2022 年 EPS 的预测，分别为 0.83/ 0.99/ 1.18 元，维持“买入”评级。

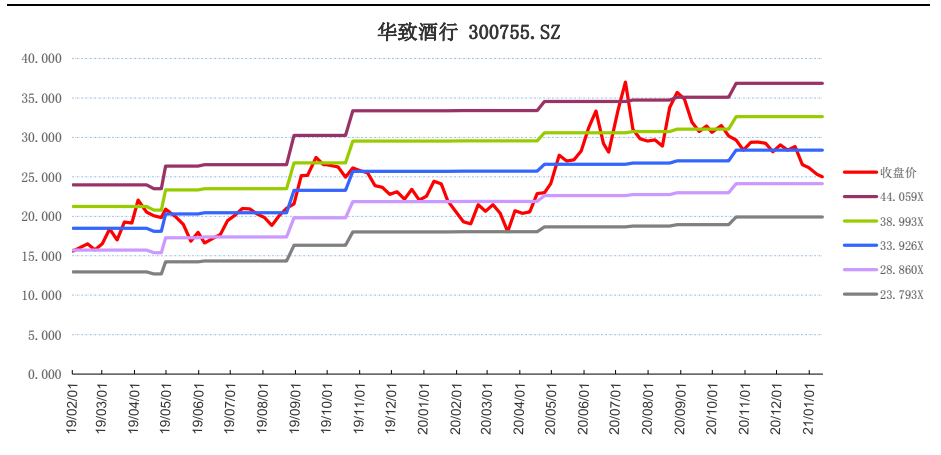
风险提示：与上游酒企合作关系未能维持，渠道拓展未达预期。

图表 53：华致酒行业绩预测和估值指标（2021/01/13）

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,720.80	3,737.89	4,475.47	5,398.31	6,507.10
营业收入增长率	13.06%	37.38%	19.73%	20.62%	20.54%
净利润（百万元）	224.87	319.44	344.27	410.85	491.03
净利润增长率	10.94%	42.06%	7.77%	19.34%	19.52%
EPS（元）	1.29	0.77	0.83	0.99	1.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.67%	12.74%	12.36%	13.14%	13.89%
P/E	19	33	30	25	21
P/B	3	4	4	3	3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图表 54：华致酒行 PE-band



资料来源：Wind

风险分析

- 1) 宏观经济增速和居民收入增速未达预期。宏观经济的增长、居民收入的提高是社会消费品零售额提升的根本原因。零售行业作为消费品销售的渠道，其营收增速在很大程度上由宏观经济增速、居民收入增速所决定。
- 2) 地产后周期影响部分细分行业收入增速。家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、专业市场经营行业可能受较大负面影响。
- 3) 渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。线上线下渠道变革的逐步推广对现有商业模式将造成一定冲击，转型或提出应对举措较慢的公司，在这一变革周期中的经营情况也能会受到负面影响。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳