

商业贸易

2021年04月18日

3月社零增速略超预期，珠宝等可选消费持续恢复

——商贸零售行业周报

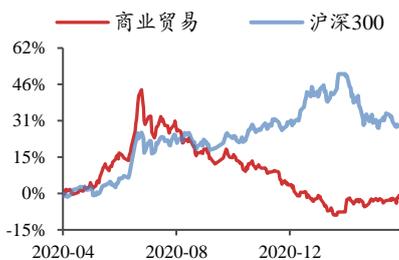
投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-3月社零同比+34.2%，珠宝最亮眼、餐饮持续恢复》-2021.4.16

《商贸零售行业周报-叮咚买菜完成新一轮融资，生鲜电商行业竞争激烈》-2021.4.11

《行业点评报告-3月化妆品电商数据：高基数下整体表现平平，头部国货品牌相对突出》-2021.4.7

● 3月社零同比+34.2%略超预期，珠宝等可选消费持续恢复

本周（2021年4月16日）国家统计局发布2021年3月份社会消费品零售总额（以下简称“社零”）数据。2021年3月，我国社零总额为35484亿元，同比增长34.2%，比2019年3月同期增长12.9%。整体看，社会消费延续稳定复苏态势。分品类看：粮油食品（同比+8.3%）增长稳健，饮料、烟酒、日用品等大幅复苏（同比增长33.3%/47.4%/30.7%）；可选品类中，3月金银珠宝、汽车、服装鞋帽、化妆品、文化办公类同比分别增长83.2%/48.7%/69.1%/42.5%/22.2%，在低基数下均实现高速增长。根据抖音电商数据报告，2021年抖音电商“女王节”总成交额达136亿元，其中女装、珠宝、化妆品是销售额最高的三个品类。结合已披露一季报或一季报预告的珠宝行业上市公司数据来看，头部品牌终端销售恢复情况也都较好。此外，3月餐饮收入3511亿元，同比增加91.6%，两年平均增长0.9%。分渠道看：2021年3月，实物商品网上零售额同比增长25.8%，占社零总额比重环比小幅上升至21.9%；而受益于居民外出消费活动增加，线下实体零售经营显著改善，一季度限额以上零售业单位中，超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长7.2%/26.8%/47%/40%/62.7%。

● 行业关键词：网易严选、视频号、盒马集市、抖音本地生活、富域计划等

【网易严选】网易严选表示未来将发力新消费品牌赛道。

【微信视频号】微信视频号开放付费推广功能。

【盒马集市】盒马集市开城重庆。

【抖音本地生活】抖音再次对本地生活服务进行加码。

【富域计划】抖音电商正式启动“富域计划”。

● 板块行情回顾

本周（4月12日-4月16日）零售板块（商业贸易指数）报收3188.43点，上涨1.26%，跑赢上证综指（本周下跌0.70%）1.96个百分点，板块表现在28个一级行业中位居第5位。零售各细分板块中，本周一般物业经营板块表现较好，2021年年初至今珠宝首饰板块涨幅居首。个股方面，本周杭州解百（+41.5%）、华致酒行（+15.9%）、东方银星（+14.2%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝三条主线

投资主线一（颜值经济）：医美板块重点推荐爱美客；化妆品板块重点推荐敏感肌修护龙头贝泰妮和玻尿酸全产业链布局的华熙生物；

投资主线二（新兴电商）：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）和新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情后消费复苏，线下零售重点关注行业景气度改善明显的黄金珠宝板块，重点推荐周大生、老凤祥。

● 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.....	4
2、零售观点：3月社零增速超预期，珠宝亮眼、餐饮持续恢复.....	6
2.1、行业动态：3月社零同比+34.2%，珠宝亮眼、餐饮持续恢复.....	6
2.2、投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝三条主线.....	9
2.2.1、红旗连锁：高基数下一季度收入小幅回落，主营业务利润持平.....	10
2.2.2、华熙生物：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间.....	11
2.2.3、爱婴室：疫情影响业绩下滑，核心品类奶粉毛利率仍在提升.....	11
2.2.4、周大生：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长.....	12
2.2.5、豫园股份：黄金珠宝版图稳健扩张，双轮驱动发力新兴消费赛道.....	12
2.2.6、贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者.....	13
2.2.7、爱美客：2020年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长.....	14
2.2.8、吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓.....	14
2.2.9、永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini店继续优化.....	15
2.2.10、家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张.....	15
2.2.11、步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著.....	16
2.2.12、老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放.....	16
3、零售行业动态追踪.....	18
3.1、行业关键词：网易严选、微信视频号、盒马集市、抖音本地生活、富域计划等.....	18
3.2、公司公告：周大生发布一季报预告、红旗连锁发布一季报等.....	19
4、风险提示.....	22

图表目录

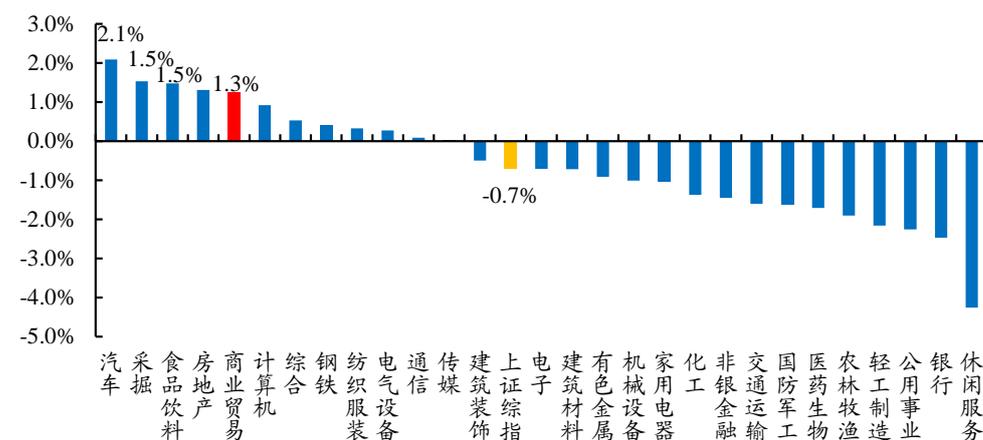
图 1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 5 位.....	4
图 2：本周零售（商业贸易）指数上涨 1.26%.....	4
图 3：2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 1.40%.....	4
图 4：本周一般物业经营板块涨幅最大.....	5
图 5：2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅最高，达 23.39%.....	5
图 6：2021 年 3 月社零同比增长 34.2%.....	6
图 7：2021 年 3 月乡村社零增速恢复至高于城镇水平.....	6
图 8：2021 年 3 月 CPI 同比上升 0.4%.....	6
图 9：2021 年 3 月，粮油食品增长稳健，金银珠宝表现亮眼.....	7
图 10：2021 年 3 月化妆品同比增长 42.5%.....	7
图 11：2021 年 3 月金银珠宝同比大幅增长 83.2%.....	7
图 12：2021 年 3 月餐饮收入同比增长 91.6%.....	8
图 13：2021 年 1-3 月实物商品网上零售额同比+25.8%.....	8
图 14：2021 年 1-3 月线上渠道渗透率小幅上升.....	8
表 1：本周零售板块杭州解百、华致酒行、东方银星等涨幅居前.....	5
表 2：本周零售板块*ST 劝业、天虹股份、跨境通等跌幅靠前.....	5
表 3：重点推荐华熙生物、贝泰妮、吉宏股份、周大生等.....	9
表 4：本周重点推荐个股豫园股份表现相对较好.....	17
表 5：零售公司大事提醒：关注周大生业绩发布会、步步高年报披露等.....	21

表 6: 零售行业大事提醒: 关注 2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会等	22
--	----

1、零售板块行情回顾

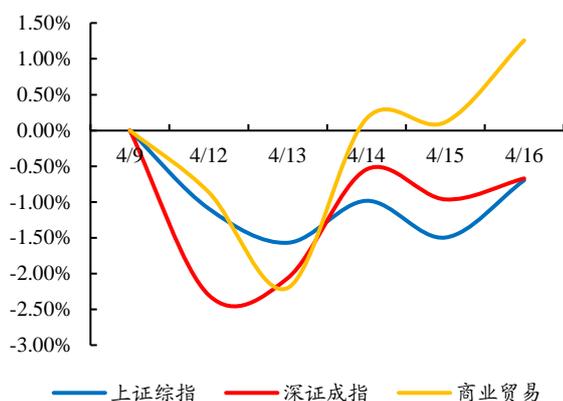
本周(4月12日-4月16日)A股下跌,零售板块上涨1.26%。上证综指报收3426.62点,全周累计下跌0.70%;深证成指报收13720.74点,周下跌0.67%;本周全部28个一级行业中,表现排名前三位的分别为汽车、采掘和食品饮料。零售行业指数(参照商业贸易指数)本周报收3188.43点,周涨幅为1.26%,在所有一级行业中位列第5位。2021年年初至今,零售行业下跌1.40%,表现弱于大盘(2021年年初至今上证综指累计下跌1.34%)。

图1: 本周零售板块(商业贸易指数)表现位列第5位



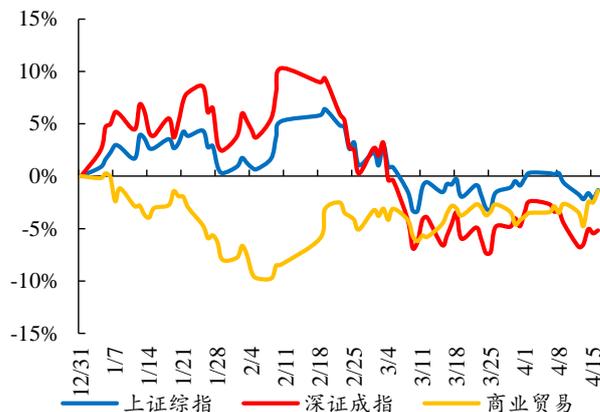
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周零售(商业贸易)指数上涨1.26%



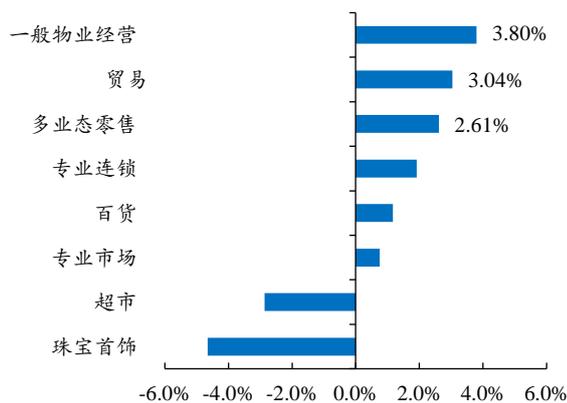
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2021年年初至今零售(商业贸易)指数下跌1.40%

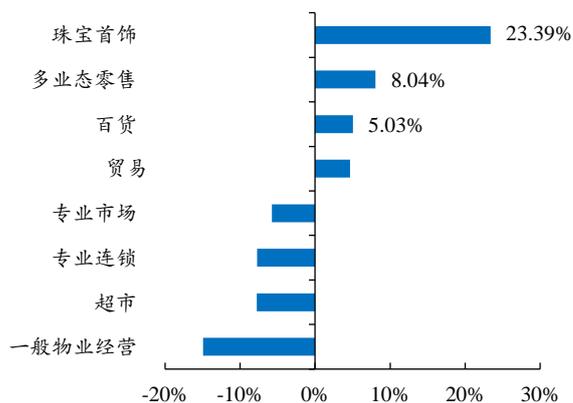


数据来源: Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中,一般物业经营板块本周涨幅最大;2021年年初至今,珠宝首饰板块涨幅排在首位。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6个子行业上涨,其中一般物业经营涨幅最大,周涨幅3.80%;2021年全年来看,珠宝首饰板块年初至今累计涨幅为23.39%,在零售行业各细分板块中领跑。

图4: 本周一般物业经营板块涨幅最大


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021年初至今珠宝首饰板块涨幅最高, 达23.39%


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周杭州解百、华致酒行、东方银星涨幅靠前。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 62 家公司上涨、22 家公司下跌。其中, 本周个股涨幅排名前三位分别是杭州解百、华致酒行、东方银星, 涨幅分别为 41.5%、15.9%和 14.2%。本周跌幅靠前公司为*ST 劝业、天虹股份、跨境通等。

表1: 本周零售板块杭州解百、华致酒行、东方银星等涨幅居前

涨幅排名	证券代码	股票简称	收盘价(元)	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600814.SH	杭州解百	7.77	41.5%	24.2%	39.0%	百货
2	300755.SZ	华致酒行	32.05	15.9%	39.1%	22.4%	专业连锁
3	600753.SH	东方银星	24.94	14.2%	10.8%	34.5%	贸易III
4	600655.SH	豫园股份	12.21	12.6%	12.7%	37.3%	专业连锁
5	000419.SZ	通程控股	5.05	12.2%	6.6%	8.1%	多业态零售
6	600712.SH	南宁百货	4.35	11.5%	17.8%	-3.1%	百货
7	600710.SH	苏美达	6.72	10.3%	30.9%	20.0%	贸易III
8	600827.SH	百联股份	20.97	9.4%	11.3%	43.6%	多业态零售
9	002264.SZ	新华都	4.60	9.0%	14.5%	7.0%	超市
10	600981.SH	汇鸿集团	3.09	8.0%	3.0%	1.0%	贸易III

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/04/16)

表2: 本周零售板块*ST 劝业、天虹股份、跨境通等跌幅靠前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价(元)	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	600821.SH	*ST 劝业	4.39	-12.0%	11.8%	-5.0%	百货
2	002419.SZ	天虹股份	7.61	-10.1%	5.9%	2.2%	百货
3	002640.SZ	跨境通	4.27	-8.8%	15.0%	-16.9%	多业态零售
4	600738.SH	丽尚国潮	5.81	-7.2%	3.6%	-9.5%	专业市场
5	000564.SZ	*ST 大集	2.55	-5.6%	7.9%	-1.5%	百货

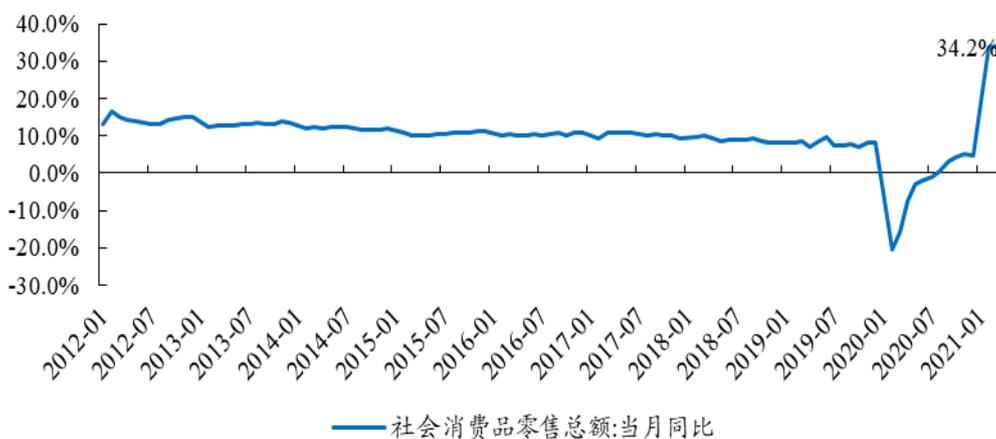
数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/04/16)

2、零售观点：3月社零增速超预期，珠宝亮眼、餐饮持续恢复

2.1、行业动态：3月社零同比+34.2%，珠宝亮眼、餐饮持续恢复

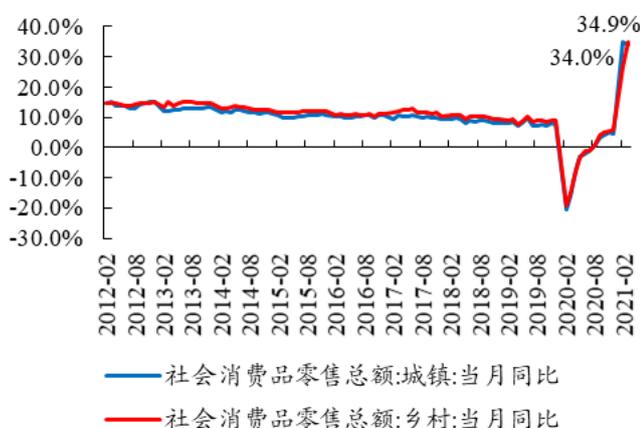
3月社零同比增长34.2%，较2019年同期+12.9%，延续稳定复苏态势。本周（2021年4月16日）国家统计局发布2021年3月份社会消费品零售总额（以下简称“社零”）数据。2021年3月，我国社零总额为35484亿元，同比增长34.2%（扣除价格因素后同比增长33%），较2019年3月份增长12.9%，两年几何平均增速为6.3%（扣除价格因素后两年平均4.4%）；其中限额以上零售额为13700亿元，同比增长38.6%。分地域看，3月城镇消费品零售额30794亿元（同比+34.0%），两年平均增长6.2%；乡村消费品零售额4690亿元（同比+34.9%），两年平均增长7.1%。再看价格因素方面，2021年3月CPI同比+0.4%（其中食品类CPI-0.7%），在2020年高基数下基本保持持平。整体来看，3月社会消费延续稳定复苏态势，社会经济稳中向好。

图6：2021年3月社零同比增长34.2%



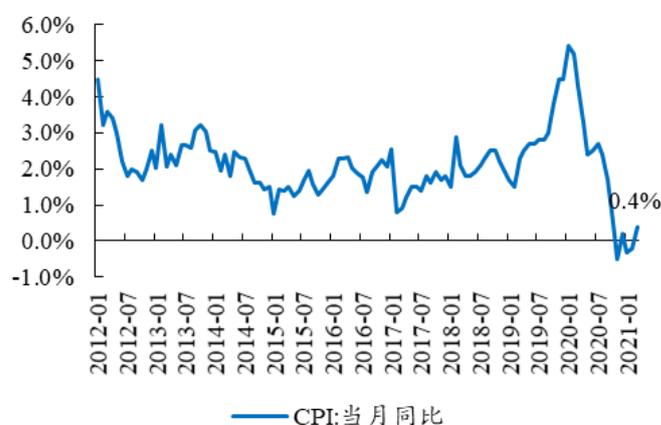
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：2021年3月乡村社零增速为34.9%，高于城镇



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：2021年3月CPI同比上升0.4%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看：粮油食品等必选品类增长稳健，可选消费品类整体表现亮眼。2021年3月，必选品类中粮油食品（同比+8.3%）保持稳健，饮料、烟酒、日用品等在2020年低基数下，均实现较快增长，3月销售额同比分别增长33.3%/47.4%/30.7%。可选消费品类中，3月金银珠宝同比+83.2%表现优异，2020年8月以来金银珠宝社零增速保持双位数增长，终端需求持续回暖；服装鞋帽、化妆品在2020年同期低基数下均保持较高增速，同比增速分别为+69.1%/+42.5%。此外，通讯器材、汽车、家电、家具3月销售额同比增速分别为+23.5%/+48.7%/+38.9%/+42.8%。

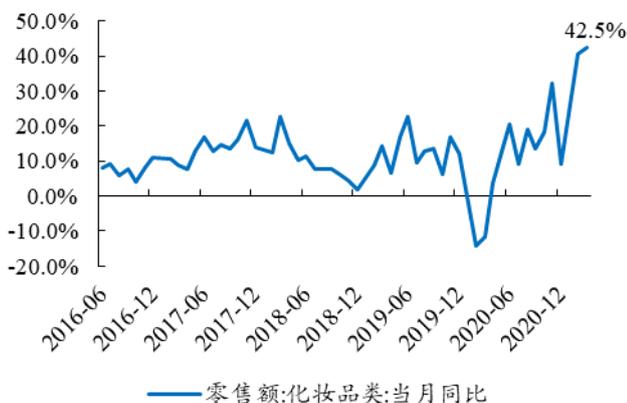
图9：2021年3月，粮油食品增长稳健，金银珠宝表现亮眼

类目	202003	202004	202005	202006	202007	202008	202009	202010	202011	202012	202102	202103	环比
饮料	6.3%	12.9%	16.7%	19.2%	10.7%	12.9%	22.0%	16.9%	21.6%	17.1%	36.9%	33.3%	33.6%
粮油、食品	19.2%	18.2%	11.4%	10.5%	6.9%	4.2%	7.8%	8.8%	7.7%	8.2%	10.9%	8.3%	2.6%
中西药品类	8.0%	8.6%	7.3%	9.7%	5.3%	6.2%	9.6%	10.8%	12.8%	12.1%	16.9%	11.5%	5.4%
日用品类	0.3%	8.3%	17.3%	16.9%	6.9%	11.4%	10.7%	11.7%	8.1%	8.0%	34.6%	30.7%	3.9%
烟酒	-9.4%	7.1%	10.4%	13.3%	5.0%	3.1%	17.6%	15.1%	11.4%	20.9%	43.9%	47.4%	3.5%
通讯器材类	6.5%	12.2%	11.4%	18.8%	11.3%	25.1%	-4.6%	8.1%	43.6%	21.0%	53.1%	23.5%	29.6%
化妆品类	-11.6%	3.5%	12.9%	20.5%	9.2%	19.0%	13.7%	18.3%	32.3%	9.0%	40.7%	42.5%	1.8%
文化办公用品类	6.1%	6.5%	11.4%	8.1%	0.5%	9.4%	12.2%	11.7%	11.2%	9.6%	38.3%	22.2%	16.1%
汽车类	-18.1%	0.0%	3.5%	-8.2%	12.3%	11.8%	11.2%	12.0%	11.8%	6.4%	77.6%	48.7%	28.9%
建筑及装潢材料类	-13.9%	-5.8%	1.9%	2.2%	-2.5%	-2.9%	0.5%	4.2%	7.1%	12.9%	52.8%	43.9%	8.9%
家用电器和音像器材	-29.7%	-8.5%	4.3%	9.8%	-2.2%	4.3%	-0.5%	2.7%	5.1%	11.2%	43.2%	38.9%	4.3%
金银珠宝类	-30.1%	-12.1%	-3.9%	-6.8%	7.5%	15.3%	13.1%	16.7%	24.8%	11.6%	98.7%	83.2%	15.5%
服装鞋帽、针纺织品	-34.8%	-18.5%	-0.6%	-0.1%	-2.5%	4.2%	8.3%	12.2%	4.6%	3.8%	47.6%	69.1%	21.5%
家具类	-22.7%	-5.4%	3.0%	-1.4%	-3.9%	-4.2%	-0.6%	1.3%	-2.2%	0.4%	58.7%	42.8%	15.9%

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

消费升级类商品整体呈现高景气，金银珠宝类表现最亮眼。2021年3月，限额以上化妆品类实现零售额368亿，同比增长42.5%（2020年3月同比-11.6%），行业整体保持高景气。限额以上金银珠宝类3月实现零售额259亿，同比增长83.2%（2020年3月同比-30.1%），增速环比虽略有放缓，但相较其他可选消费品而言，表现仍最为亮眼。根据抖音电商数据报告，2021年抖音电商“女王节”总成交额达136亿元，其中女装、珠宝、化妆品是销售额最高的三个品类。淘宝大数据也显示，受气温和季节变化影响，“女王节”女性消费者购买防晒商品热情提升。“女王节”叠加换季背景下，以美妆、珠宝等“悦己消费”类商品为代表的品质消费需求旺盛。

图10：2021年3月化妆品同比增长42.5%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

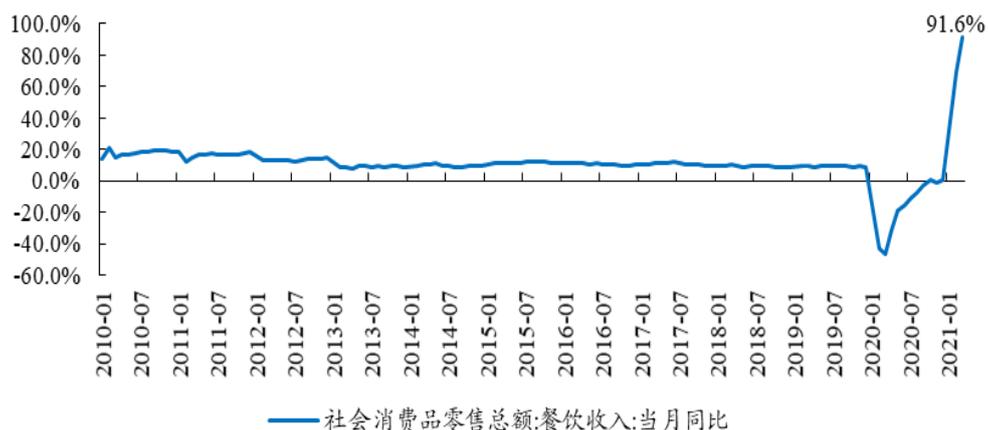
图11：2021年3月金银珠宝同比大幅增长83.2%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

受益于消费环境持续改善，餐饮持续恢复。2021年3月餐饮收入3511亿元，同比增加91.6%（2020年3月同比-46.8%），两年平均增长0.9%，自2020年以来首次月度收入规模高于2019年同期。随着疫情在国内得到较好控制、各省市疫苗接种率提高，各地逐步开放人员聚集方面的限制，叠加消费环境持续改善和居民消费信心增强，共同推动前期受制约的接触型消费加快复苏步伐，餐饮消费显著受益。目前，餐饮市场已基本恢复至疫情前的正常经营水平。

图12: 2021年3月餐饮收入同比增长91.6%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

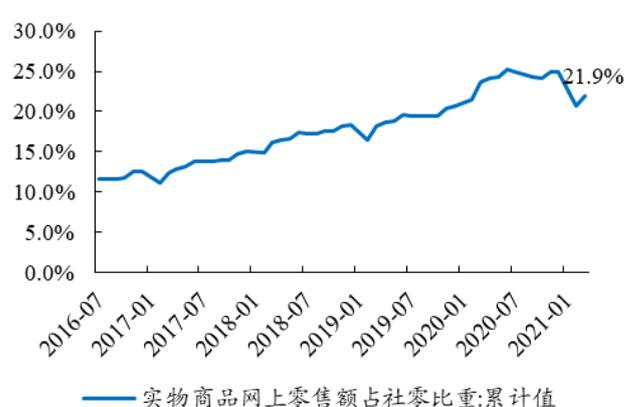
分渠道看: 3月线上保持高景气, 线下实体零售各业态恢复较好。2021年1-3月, 实物商品网上零售额23067亿元, 同比增长25.8%, 两年平均增长15.4%, 占社会消费品零售总额的比重为21.9%, 线上渠道延续高景气。而在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类和用类商品分别增长30.5%/39.6%/21.4%, 两年平均分别增长31.6%/8.9%/15.6%。此外, 受益于居民外出消费活动增加, 线下实体零售经营也在显著改善, 根据统计局数据, 一季度限额以上零售业实体店商品零售额同比增长42.2%, 两年平均增长4.5%。进一步按零售业态分, 一季度限额以上零售业单位中, 超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别增长7.2%、26.8%、47%、40%和62.7% (2020年1-3月超市、百货店、专业店、专卖店同比增速分别为+1.9%/-34.9%/-24.7%/-28.7%), 线下实体零售恢复明显。

图13: 2021年1-3月实物商品网上零售额同比+25.8%



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图14: 2021年1-3月线上渠道渗透率小幅上升



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.2、投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝三条主线

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，呈现高景气。

(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，国货美妆有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起。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，重点推荐贝泰妮、华熙生物，受益标的包括完美日记、珀莱雅和青松股份等。其中，**华熙生物**公司作为全球透明质酸产业龙头，已构建“原料+终端”的全产业链布局；其中，原料业务竞争优势突出，终端医美和功能性护肤品业务也已步入持续高成长阶段，叠加透明质酸作为食品原料获批，四轮驱动有望推动高速增长。**(2) 医美：**除化妆品外，颜值经济时代消费者旺盛“变美”需求，也驱动着医美（特别是非手术“轻医美”）行业蓬勃发展。产业链中，医美产品生产商凭借较高技术、资质壁垒和强议价权，掌握产业链核心环节。医美行业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：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，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**（深度受益东南亚市场红利，模式核心竞争力突出，未来区域新市场开拓和 SaaS 平台新模式升级有望帮助公司延续高增长、加深护城河）。

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。首推黄金珠宝板块：受益婚庆需求释放，黄金珠宝品类终端消费明显回暖（3 月金银珠宝社零增速超过 83%），时尚珠宝孕育潜在增量空间，重点推荐**周大生**（在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势，2021 年线下门店扩张重新提速）和品牌力突出的**老凤祥**，受益标的**周大福**。

表3：重点推荐华熙生物、贝泰妮、吉宏股份、周大生等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
688363.SH	华熙生物	化妆品	2020 年公司实现收入 26.3 亿元（+39.6%），归母净利润 6.5 亿元（+10.3%）。公司是全球透明质酸产业龙头，已构建“原料+终端”的全产业链布局。我们认为，公司原料业务竞争优势突出，终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气已步入持续高成长阶段，叠加透明质酸作为食品原料获批，四轮驱动有望推动高速增长。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2020 年实现营收 26.92 亿元（+38.49%），归母净利润 5.44 亿元（+31.94%）。敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。贝泰妮作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。
300896.SZ	爱美客	医美	2020 年实现营收 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）。颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展。公司是国产医美玻尿酸龙头，研发、推新能力突出，未来明星产品和待批新品有望推动持续高增长。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2020 年公司预计实现归母净利润 5.55-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，延续高增长。公司深度受益东南亚市场红利，跨境电商模式核心竞争力突出，未来国内电商市场开拓和模式升级（SaaS 平台）有望帮助公司延续高增长、加深护城河。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2021 年一季度预计实现归母净利润 2.31-2.41 亿元，同比增长 130%-140%。婚庆需求释放带来黄金珠宝行业明显回暖，公司在时尚珠宝和线上电商直播领域先发布局优势明显，二股东减持等压制因素已基本消除。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年公司预计实现营收 517.2 亿元 (+4.2%)，归母净利润 15.9 亿元 (+12.6%)。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。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2021 年一季度预计实现归母净利润 5.5-5.8 亿元，同比增长 69%-78%。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。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2020 年实现营收 22.56 亿元(-8.29%)，归母净利润 1.17 亿元(-24.43%)。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。
002251.SZ	步步高	超市	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	2021 年一季度实现营收 22.60 亿元 (-3.64%)，归母净利润 1.24 亿元 (-13.27%)。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、红旗连锁：高基数下一季度收入小幅回落，主营业务利润持平

川蜀便利店龙头，2021 年一季度收入、利润在高基数下有小幅下滑。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。2020 年实现营业总收入 90.53 亿元 (+15.73%)，实现归母净利润 5.05 亿元 (-2.20%)。2021Q1 公司实现营收 22.60 亿元 (-3.64%)，归母净利润 1.24 亿元 (-13.27%)；扣除新网银行投资收益及新租赁准则影响（约 740 万元）后，公司主营业务利润同比仅下降 0.46%。我们认为，公司在便利店行业已构筑区域竞争优势，未来提速展店，有望实现持续成长。

零售市场渐归常态，新会计准则导致费用率小幅变动。2021 年随着疫情得到有效控制，零售市场逐渐回归常态，公司营收、利润等财务数据与 2020 年疫情特殊情况带来高基数相比略有下滑。其中新网银行投资收益 0.33 亿元，同比下滑 26.06%。与 2019 年一季度相比，公司营收、商品客流量及客单价都有一定幅度增长。盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率 29.93%，同比+0.26pct，保持稳定；费用方面，公司销售/管理/财务费用率为 22.65%/1.46%/0.67%，同比-0.39pct/+0.06pct/+0.48pct。其中，财务费用率上浮，则主要是受新租赁准则影响带来的利息费用增加。

深耕便利店行业构筑区域竞争优势，市场广阔提速展店成长可期。公司深耕便利店行业，依托区域规模优势、高效供应链和成熟门店运营管理能力构筑深厚竞争壁垒。2020 年疫情背景下公司逆势新开门店 302 家展现较强韧性，截至 2020 年末门店数达到 3336 家，并计划 2021 年新开店 350 家。目前，公司在成都市区已具备规模优势，而周边天府新区及川内其他城市仍有较大渗透空间。随着公司前期并购整合完成后重启加速扩店，综合竞争力有望持续增强。

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 2021 年 4 月 16 日信息更新报告《**红旗连锁 (002697.SZ): 高基数下一季度收入小幅回落, 主营业务利润持平**》等。

2.2.2、华熙生物: 透明质酸全产业链龙头, 四轮驱动打开新成长空间

华熙生物是全球透明质酸产业龙头。华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 目前已构建“原料+终端”的全产业链布局。2020 年公司实现收入 26.3 亿元 (+39.6%), 归母净利润 6.5 亿元 (+10.3%)。我们认为, 公司原料业务竞争优势突出, 终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气已步入持续高成长阶段, 叠加透明质酸作为食品原料获批, 四轮驱动有望推动公司高速成长。

透明质酸行业受益终端旺盛需求持续高景气, 华熙生物是行业领军者。透明质酸(玻尿酸)凭借良好保水性、润滑性, 近年来已被广泛添加到医疗器械(医美、骨科、眼科)、化妆品和食品等领域, 终端需求持续高景气: “颜值经济”下, 化妆品行业持续双位数增长; 在医美产品端, “轻医美”消费风起带来合规医疗美容透明质酸产品旺盛需求, 国货产品市占率持续提升。原料方面, 受益于下游应用领域不断延伸拓展, 2015-2019 年 CAGR 达到 20%; 竞争格局方面, 我国企业在全全球透明质酸销量占比超过 70%, 其中华熙生物凭借技术、资质和客户资源优势, 是行业的领军者。

原料业务稳健发展, 医美、护肤品高速增长可期, 终端食品打开新成长空间。(1) 原料业务: 公司技术领先、资质齐全、客户粘性强, 产能释放将带来进一步成长。(2) 医疗器械: 润百颜和润致已经树立一定品牌形象, 通过华熙学院赋能医美机构增强黏性, 2021 年润致 Aqua 娃娃针放量有望推动医美业务高增长。(3) 功能性护肤品: 抓住“成分党”风口切入高景气赛道, 通过润百颜、夸迪等多品牌切入差异化细分赛道, 2020 年化妆品业务收入已超 13 亿, 进入新发展阶段, 未来随着公司营销投入, 品牌形象有望进一步树立, 分业务高速增长可期;(4) 功能性食品: 随着近期公司主导申报透明质酸应用于普通食品获批, 同时发布国内首个透明质酸品牌“黑零”, 四轮驱动形成有望打开新成长空间。

详见开源零售 2021 年 4 月 9 日首次覆盖报告《**华熙生物 (688363.SH): 透明质酸全产业链龙头, 四轮驱动打开新成长空间**》。

2.2.3、爱婴室: 疫情影响业绩下滑, 核心品类奶粉毛利率仍在提升

深耕线下零售的母婴消费专家, 公司 2020 年业绩受疫情影响下滑。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。2020 年公司实现营收 22.56 亿元(-8.29%), 归母净利润 1.17 亿元(-24.43%), 业绩受疫情影响下滑。但长期来看, 母婴连锁店业态仍具备重要渠道价值, 未来公司围绕“品牌+全渠道”布局并拓展母婴服务市场, 竞争力依然突出。

疫情影响线下门店销售, 刚性费用支出拖累净利率下滑。2020 年疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响。分渠道看, 门店销售收入 19.64 亿元(-10.24%); 电商收入 1.17 亿元(+53.47%)。分产品看, 需求偏刚性的奶粉/食品类相对稳健; 但用品、棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面, 核心品类奶粉毛利率(+1.82pct)仍在提升, 推动公司整体毛利率达到 31.53%(+0.31pct)。但另一方面, 租金、人工等刚性经营费用支出导致公司销售费用率上升至 21.40%(+1.57pct)、管理费用率上升至 3.89%(+0.33pct), 拖累公司净利率下滑至 5.67%(-1.24pct)。

“品牌+全渠道”多维加码布局，拓展母婴服务市场提升长期竞争力。公司围绕“品牌+全渠道”多维加码布局：持续优化商品结构、丰富自有品牌矩阵，提升毛利率；主动优化门店结构和布局（2020年累计开店33家、闭店40家，期末门店总数为290家）、推进门店数字化转型。此外，公司组建电商营销团队入驻第三方平台，同时积极探索新媒体营销方式精准触达母婴消费群体，优化会员体系深挖单客价值。未来，公司在巩固母婴零售主业基础上，一方面向上游拓展玩具等品类，一方面布局托育早教业务拓展母婴服务市场，有望提升公司在母婴消费领域的品牌价值和竞争力。

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2021年4月1日信息更新报告《**爱婴室（603214.SH）：疫情影响业绩下滑，核心品类奶粉毛利率仍在提升**》等。

2.2.4、周大生：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，公司2021Q1业绩大幅增长。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2020Q4，公司门店数量达4189家）的珠宝企业，成长能力优异。2020年实现营收50.84亿元（-6.5%），归母净利润10.13亿元（+2%）。2021年一季度，公司预计实现归母净利润2.31-2.41亿元，同比增长130%-140%。我们认为，黄金珠宝行业终端需求持续回暖，公司在时尚珠宝和线上电商新零售领域先发布局，竞争优势突出。

自营线上（电商）收入同比增长94%，全年毛利率显著提升。分渠道看：2020年公司自营线下/自营线上/加盟分别实现收入7.2亿元（-34%）/9.7亿元（+94%）/32.02亿元（-12%），其中线上收入实现接近翻倍增长，收入占比达到19%，公司在电商新零售领域先发布局成效显著。盈利能力方面，公司2020年毛利率为41.0%（+5.0pct），毛利率提升主要与金价上涨及高毛利镶嵌产品销售增加有关；费用方面，2020年公司销售/管理/财务费用率分别为11.6%（+3.4pct）/1.4%（-0.9pct）/-0.4%（-0.7pct）。

婚庆需求释放驱动行业回暖，时尚珠宝和线上电商先发布局优势突出。2020年公司新开/净开门店633家/178家，其中Q4净开店169家重回较快展店节奏，报告期末门店总数达到4189家。随着疫情缓和、婚庆需求释放，2020Q3以来黄金珠宝行业持续呈现高景气。2021年，公司一方面完善产品矩阵（黄金类产品）和品牌建设（发力时尚社交子品牌DC等），另一方面推进线上线下渠道升级：线下开店拓展区域布局，线上巩固电商渠道先发优势，以低单价高毛利高消费频率的时尚珠宝品类，配合直播电商等新兴营销方式，实现精准下沉和消费者触达，珠宝龙头持续高成长在望。

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2021年3月30日信息更新报告《**周大生（002867.SZ）：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长**》等。

2.2.5、豫园股份：黄金珠宝版图稳健扩张，双轮驱动发力新兴消费赛道

家庭快乐消费龙头，公司2021一季度利润高增。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。2020年公司实现营收440.51亿元（+0.27%），归母净利润36.10亿元（+12.82%）。2021Q1公司预计实现归母净利润5.5-5.8亿元，同比增长69%-78%。我们认为，疫情下公司珠宝板块逆势扩张，2021年将受益行业终端需求回暖；同时公司通过“产业运营+产业投资”双轮驱动，推进连锁餐饮、餐饮、美丽健康等新兴消费赛道布局，有望带来盈利估值双升。

黄金珠宝门店逆势扩张，珠宝板块布局持续升级。2020年公司珠宝时尚业务实现收

入 221.68 亿元 (+8%)，其中 Q4 收入 58.68 亿元 (+8%)，增速环比 Q3 有所下降，主要系 2021 年春节时间与 2020 年错位，经销商拿货推迟至 2021 年 1 月所致。开店方面，2020 年公司疫情中逆势扩张，全年净增珠宝门店 620 家，报告期末门店达到 3379 家，2021 年有望维持 600+ 开店节奏。从行业情况看，2020Q3 以来黄金珠宝终端消费回暖明显，1-2 月珠宝社零额同比+90%，公司珠宝业务 2021Q1 修复趋势较为确定。

“产业运营+产业投资”双轮驱动布局新兴消费赛道，提升品牌价值。2020 年，公司持续推进消费产业新兴赛道布局：餐饮板块松鹤楼苏式面馆门店达到 21 家，叠加南翔馒头、松月楼，未来连锁化扩张将进一步提速；产业投资方面布局白酒、化妆品、国表等优质赛道：收购上海表业、海鸥表业，时尚表业收入 4.48 亿元；收购复星津美，化妆品收入 4.31 亿元；收购金徽酒，酒业收入 6.18 亿元；2020 年末，竞得舍得集团 70% 股权。未来，公司通过“产业运营+产业投资”双轮驱动，持续推进家庭快乐消费产业布局，构筑高品牌价值护城河。

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 2021 年 3 月 28 日信息更新报告《**豫园股份 (600655.SH): 黄金珠宝版图稳健扩张，双轮驱动发力新兴消费赛道**》。

2.2.6、贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头。公司 2019 年市占率位居全国皮肤学级护肤品第一名。我们认为，敏感肌修护是护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。公司作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。2020 年，贝泰妮营收 26.9 亿元，同比增长 38.5%，营收 2017-2020 年三年 CAGR 达 50.0%；归母净利润 5.4 亿元，同比增长 31.9%，三年 CAGR 达 52.4%，疫情背景下业绩表现仍然亮眼。

敏感肌赛道增速高、渗透低、空间大、黏性强，国货品牌具备差异化优势。护肤品消费日趋理性，优质产品始终是品牌竞争基础核心；但由于行业竞争加剧，差异化品牌形象宣传也成为关键要义。考虑到直播、社媒营销占据风口，新生代消费群体接受 KOL 种草、购买细分明星单品的消费习惯逐渐养成，打造大单品的关键性愈加凸显，成为品牌突围之道。敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强。(1) 增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；(2) 渗透低：行业渗透率仅 5.5%，相较海外处于较低水平；(3) 空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；(4) 黏性强：更换产品的高风险带来了消费者的强黏性。敏感肌赛道内，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异于外资品牌的竞争优势。

贝泰妮：敏感肌赛道冠军品牌，大单品深入人心，品牌渠道拓展空间广阔。贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，医研赋能加专业背书打造冠军单品。细分赛道“冠军品牌”：薇诺娜在敏感肌修护领域市占率第一，已打造“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。护肤细分领域“明星单品”：舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，相对竞品优势明显，有望打造为长生命周期大单品。未来增长点：主品牌薇诺娜仍有充足发展空间；拓展 WINONA Baby 等新品牌打造品牌矩阵；直供客户渠道延伸带来新增量。

详见开源零售 2021 年 3 月 25 日首次覆盖报告《**贝泰妮 (300957.SZ): 敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者**》。

2.2.7、爱美客：2020年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长

深耕玻尿酸产品市场的国内医美行业龙头，明星产品嗨体放量，推动持续高增长。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展；公司是国产医美玻尿酸龙头，研发转化高效、推新能力突出。2020年公司实现营收7.09亿元(+27.18%)，归母净利润4.4亿元(+43.93%)；其中Q4营收2.45亿元(+51.03%)，归母净利润1.49亿元(+75.24%)，业绩高增长。考虑到公司明星产品和待批新品的持续高增长潜力，我们上调盈利预测。

明星产品嗨体放量驱动高增长，规模效应带动盈利能力提升。2020年新冠疫情对医美行业客流造成较大影响，但公司凭借较强产品和品牌力仍逆势实现高增长。其中，以明星玻尿酸产品嗨体为核心的溶液类注射剂表现亮眼，全年营收4.47亿元(+82.85%)，占总营收比重达到63%，构成公司增长主要驱动力；此外，凝胶类产品实现营收2.52亿(-19.21%)，相对体量较小的埋线和化妆品类产品分别实现21倍/9倍增长。盈利能力方面，公司整体毛利率继续稳定在92%以上；同时，费用端的规模效应随营收增长逐步凸显，2020年公司销售费用率(10.37%，-3.47pct)和管理费用率(6.13%，-2.49pct)均有明显改善，带动净利率进一步提升。

快速推新能力铸就医美龙头竞争壁垒，新品推出有望再享高成长红利。颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展；公司作为国产玻尿酸龙头，研发转化高效、推新能力突出，产品矩阵丰富且存在差异化，先发优势明显，嗨体等明星产品口碑已得到下游医疗机构和消费者认可。未来，公司有望快速推出首款合规童颜针产品，同时入局A肉毒素和利拉鲁肽注射液(用于慢性体重管理)等高潜力新市场。随着新产品陆续贡献增量，公司医美龙头品牌力进一步提升。

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**》和2021年2月9日信息更新报告《**爱美客(300896.SZ)：明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长**》。

2.2.8、吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓

东南亚跨境电商龙头，2020年业绩预告延续高增长，单四季度业绩低于预期。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。公司已发布2020年业绩预告：预计实现归母净利润5.55-5.80亿元，同比增长70%-78%，跨境电商业务驱动全年业绩延续高增长。我们认为，公司跨境电商业务深度受益东南亚市场红利，核心竞争力突出，未来新市场开拓和模式升级(SaaS平台)有望帮助公司延续高增长、加深护城河。

疫情驱动跨境电商业务大幅增长，四季度受居民购买力下降影响增速放缓。2020年，海外疫情驱动消费者消费需求向线上转移，公司灵活应对环境变化、发挥模式优势，跨境电商业务订单和利润实现大幅增长，预计全年归母净利润同比增长150%-165%。但单从四季度来看，疫情反复影响了海外消费者的购买力，公司因此对产品结构及价格主动调整，拖累四季度公司整体业绩环比下滑。但我们也注意到，公司电商战略的主动调整近期已逐步见效，跨境电商订单量逐步提升。

扬帆东南亚电商蓝海，加速由“掘金者”向“卖水人”升级。公司已成为东南亚跨境电商龙头。长期看，东南亚电商市场广阔，单页营销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，且竞争壁垒将随经验和用户数据沉淀愈加深厚。在此

基础上，公司进一步打造电商 SaaS 平台（2021 年上半年有望推出试用版本），为国内海量中小跨境电商企业提供系统服务支持。长期看，随着一带一路战略推进和 RCEP 协议落地，将有越来越多跨境电商卖家切入东南亚市场，潜在 SaaS 服务需求旺盛。公司通过布局 SaaS，在模式上加速从掘金者向卖水人转型升级，有望进一步提升跨境电商业务的竞争力和成长性。

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 2021 年 1 月 12 日信息更新报告《吉宏股份 (002803.SZ): 年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓》。

2.2.9、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，规模优势开始显现。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%)。

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》。

2.2.10、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，近年来在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制保障新店高效运营。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%)。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。

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。

2.2.11、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。公司是深耕湖南，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。2020 年前三季度，公司实现营收 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)。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 日到家门店达到 356 家，拥有数字化会员 2297 万 (环比增长 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，也有助于公司实现精准服务、提升客户粘性，在聚客引流同时实现经营效率提升。

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。

2.2.12、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。公司是黄金珠宝行业龙头，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；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同时严控品牌管理。2020 年前三季度实现营收 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。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。

表4: 本周重点推荐个股豫园股份表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688363.SH	华熙生物	买入	172.82	-3.67%	1.35	1.65	2.26	128	105	77
300957.SZ	贝泰妮	买入	196.49	-4.24%	1.28	1.88	2.63	154	105	75
601933.SH	永辉超市	买入	6.38	-5.34%	0.26	0.33	0.42	24	19	15
603708.SH	家家悦	买入	19.86	-3.78%	0.91	1.07	1.25	22	19	16
603214.SH	爱婴室	买入	27.27	2.13%	0.82	1.23	1.58	33	22	17
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.32	0.16%	0.37	0.45	0.52	17	14	12
002251.SZ	步步高	买入	7.79	0.13%	0.26	0.33	0.45	31	23	17
600612.SH	老凤祥	买入	56.50	-3.45%	2.83	3.30	3.79	20	17	15
002803.SZ	吉宏股份	买入	27.69	-5.01%	1.69	2.29	3.05	16	12	9
002867.SZ	周大生	买入	31.68	-13.42%	1.39	1.85	2.29	23	17	14
300896.SZ	爱美客	买入	506.66	-1.31%	2.03	3.24	4.85	250	156	104
600655.SH	豫园股份	买入	12.21	12.64%	0.93	1.07	1.28	13	11	10

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/04/16)

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：网易严选、微信视频号、盒马集市、抖音本地生活、富域计划等

【网易严选】网易严选表示未来将发力新消费品牌赛道

4月11日，在网易严选成立五周年发布会上，网易严选CEO梁钧表示，网易严选已经从过去的ODM阶段进入品牌化发展阶段。自2019年开始，网易严选确立了以爆品孵化能力+全渠道体系的商业模式，发力新消费品牌赛道。（来源：电商报）

【苏宁零售云】苏宁易购零售云宣布完成A轮融资

4月12日，苏宁易购零售云宣布完成A轮融资，CPE及安达富基金参与投资。苏宁易购零售云成立于2017年，是苏宁易购智慧零售能力对外输出的开放平台。截至2020年底，苏宁易购零售云累计开店80000家，年销售额超200亿元。（来源：亿邦动力网）

【每日优鲜】每日优鲜秘密递交招股说明书

4月12日，据IPO早知道消息，每日优鲜已向美国证券交易委员会秘密递交招股说明书，最快6月中下旬正式公开交表，高盛等投行为其安排IPO事宜，募资规模预计为5至10亿美元。（来源：亿邦动力网）

【天猫】天猫设置“试运营期”降低商家入驻门槛

4月13日，天猫宣布自4月19日起降低开店门槛：将首次试点“天猫试运营期”，简化审核步骤，通过7个月的试运营能力考核之后，就会成为正式天猫店。（来源：亿邦动力网）

【盒马X会员店】盒马X会员店北京首店、上海二店即将面世

4月14日，据《联商网》消息，盒马X会员店北京首店，上海二店正在积极筹备中，近日，盒马已经发布招聘公告开始招兵买马。（来源：联商网）

【叮咚买菜】叮咚买菜在福州设立公司

4月14日，吃之以恒（福州）电子商务有限公司成立，注册资本100万元，法定代表人为俞乐，经营范围包括食品互联网销售、食品经营（销售散装食品）、日用百货、外卖递送服务等。该公司由叮咚买菜关联公司上海壹佰米网络科技有限公司100%持股。目前，叮咚买菜已经在福建南平、漳州、莆田等地招聘蔬菜基地开发主管。（来源：未来消费APP）

【微信视频号】微信视频号开放付费推广功能

4月14日，微信官方开放了视频号付费推广功能，视频号目前可以推广视频、直播、直播预约等动态。竞价投放面向中小企业，视频推广费用为200元对应1万曝光，支持用户自定义选择期望的曝光量，曝光量的范围在5000-2500万。合约投放适用于品牌广告主，只有开通广告权限的公众账号才可以使用，单次投放金额100万元起。（来源：未来消费APP）

【盒马集市】盒马集市开城重庆

4月15日，盒马集市宣布开城重庆，4月15日20点正式营业，开业当日还有直播间直播。4月14日地歌网消息，南京盒马集市将于4月22日上线，还计划进军江苏靖江、河南郑州、山东济南等城市。(来源：未来消费 APP)

【抖音本地生活】抖音再次对本地生活服务进行加码

4月15日，根据 Tech 星球报道，抖音再次对本地生活服务进行加码。在抖音 APP 的内测版本中，同城页加入了地图服务。用户可以在其中搜索到美食、景点、游玩、热点资讯、活动等相关内容，信息内容会以短视频的方式呈现，用户可通过短视频内的相关链接进行线上商品的支付，再到线下进行核销，最终完成消费。(来源：联商网)

【菜鸟驿站】菜鸟驿站北上杭送货上门

4月15日，菜鸟驿站微信公众号发文称：菜鸟驿站今天开始免费送货上门。此次菜鸟驿站免费送货上门服务针对的是淘宝包裹，首批开启服务的城市为北京、上海和杭州。(来源：亿邦动力网)

【瑞幸咖啡】瑞幸咖啡获大钲资本领投 2.4 亿美元

4月15日，瑞幸咖啡发布公告，宣布与公司股东大钲资本和愉悦资本达成了总额为 2.5 亿美元的新一轮融资协议。其中，大钲资本领投 2.4 亿美元，愉悦资本投资 1000 万美元；在特定条件下，大钲资本和愉悦资本可按比例再追加 1.5 亿美元投资。(来源：未来消费 APP)

【富域计划】抖音电商正式启动“富域计划”

4月16日，抖音电商正式启动“富域计划”，旨在挖掘全国各地特色好物，通过兴趣电商的形式分享给全国消费者，助力地方经济发展和乡村振兴。同时，抖音平台上线“抖星换好物”公益活动，作为“富域计划”的长期项目之一。(来源：亿邦动力网)

3.2、公司公告：周大生发布一季报预告、红旗连锁发布一季报等

华致酒行：2020 年年度报告

根据公司 4 月 12 日公告，2020 年公司实现营业总收入 49.41 亿元，同比增长 32.20%；归母净利润 3.73 亿元，同比增长 16.82%；基本每股收益 0.90 元。

华致酒行：2021 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 12 日公告，2021 年第一季度公司预计实现归母净利润 1.86 亿元至 2.06 亿元，同比增长 90.23%-110.68%。

中百集团：2021 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 13 日公告，2021 年第一季度公司预计实现归母净利润 200 至 300 万元，同比增长 101.17%至 101.76%。

豫园股份：2021 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 13 日公告,2021 年第一季度公司预计实现归母净利润 5.5 至 5.8 亿元,同比增长 69%至 78%,扣非归母净利润为 5.15-5.45 亿元,同比增长 41%-50%。2021 年一季度,公司核心珠宝时尚业务通过优化市场布局和品类升级,营业渠道持续扩张,产品竞争力和市场占有率不断提升,珠宝时尚业绩实现超预期增长。此外,豫园商圈等商业地标客流逐步恢复,带动商业管理和文化餐饮业务同比提升。

新世界：2020 年年度报告

根据公司 4 月 14 日公告,2020 年公司实现营业总收入 10.46 亿元,同比减少 36.71%;归母净利润 0.71 亿元,同比增加 92.85%;基本每股收益 0.11 元。

合肥百货：2021 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 14 日公告,2021 年第一季度公司预计实现归母净利润 0.86 至 1.12 亿元,同比增长 44.05%-87.60%。

天虹股份：2021 年第一季度业绩报告

根据公司 4 月 14 日公告,2021 年第一季度公司实现营业收入 33.69 亿元,同比增加 12.42%;归母净利润 0.67 亿元,同比增加 233.09%。

博士眼镜：2020 年年度报告

根据公司 4 月 14 日公告,2020 年公司实现营业总收入 6.56 亿元,同比增加 0.20%;归母净利润 0.69 亿元,同比增加 10.93%;基本每股收益 0.41 元。

友阿股份：2020 年年度业绩快报、一季度业绩预告

根据公司 4 月 14 日公告,2020 年公司实现营业总收入 23.29 亿元,同比减少 62.83%;归母净利润 1.37 亿元,同比减少 56.70%。同时公司预告 2021 年第一季度预计实现营业收入 1.00 至 1.16 亿元,同比增加 160%至 200%

周大生：2021 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 14 日公告,2021 年第一季度公司预计实现营业收入 2.31 至 2.46 亿元,同比增加 130%至 140%。上年同期公司经营业务因新冠疫情因素受到较大影响,营业收入及利润出现了较大降幅,公司经营业务自疫情趋缓后逐步恢复常态。2021 年第一季度公司经营情况良好,经营业绩同比预计将实现较大幅度的增长。

红旗连锁：2021 年第一季度业绩报告

根据公司 4 月 15 日公告,2021 年第一季度公司实现营业总收入 22.6 亿元,同比减少 3.64%;归母净利润 1.24 亿元,同比减少 13.27%。

三江购物：2020 年年度报告

根据公司 4 月 15 日公告，2020 年公司实现营业总收入 43 亿元，同比增加 8.08%；归母净利润 1.22 亿元，同比减少 23.77%。

南极电商：2020 年年度报告

根据公司 4 月 15 日公告，2020 年公司实现营业总收入 41.72 亿元，同比增加 6.78%；归母净利润 11.88 亿元，同比减少 1.5%。

大商股份：2020 年年度报告

根据公司 4 月 15 日公告，2020 年公司实现营业总收入 81.17 亿元，同比减少 62.92%；归母净利润 4.99 亿元，同比减少 44.10%。

海印股份：2020 年度业绩预告

根据公司 4 月 16 日公告，2020 年公司预计实现净利润 3087 至 3287 万元，同比下降 76.42%-77.85%。

新华都：2020 年年度报告

根据公司 4 月 16 日公告，2020 年公司实现营业总收入 51.91 亿元，同比减少 13.56%；归母净利润 1.82 亿元，同比增加 124.05%，基本每股收益 0.27 元。

海宁皮城：2020 年年度报告

根据公司 4 月 16 日公告，2020 年公司实现营业总收入 14.25 亿元，同比增加 0.88%；归母净利润 1.95 亿元，同比减少 30.35%，基本每股收益 0.15 元。

表5：零售公司大事提醒：关注周大生业绩发布会、步步高年报披露等

日期	公司名称	重大事项
4月19日	小商品城	股东大会召开
4月19日	合肥百货	业绩发布会
4月19日	豫园股份	股东大会现场会议登记起始
4月20日	周大生	业绩发布会
4月20日	安克创新	业绩发布会
4月20日	安克创新	股东大会召开
4月21日	爱美客	股东大会现场会议登记起始
4月21日	步步高	年报预计披露日期
4月22日	上海家化	一季报预计披露日期
4月22日	重庆百货	股东大会召开

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6: 零售行业大事提醒: 关注 2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会等

日期	主题	重大事项
4月21日	消费零售	2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会
4月21日	消费零售	CPG 2021 第六届中国消费品 CIO 峰会
4月22日	生鲜	“新食代”IN ³ 新消费行业峰会
4月22日	跨境电商	Google Cloud 技术赋能思享会
4月22日	跨境电商	2021 亿邦 DTC 品牌独立站峰会
4月23日	电商	2021 年第四届海外仓两会
4月25日	美妆	2021 第三十七届北京国际美容化妆品博览会
4月26日	数字营销	第十一届中国数字营销与电商创新峰会
4月28日	跨境电商	SHOPLINE 独立站卖家峰会
4月29日	跨境电商	新增量 跨境电商精准营销私享汇

资料来源: 亿邦动力网、活动家、联商网、开源证券研究所

4、风险提示

- (1) **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;
- (2) **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;
- (3) **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的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