

行业研究

可选消费景气上行，建议关注黄金珠宝和百货个股

——商贸零售行业 2020 年年报及 2021 年一季报总结

要点

2020 年零售行业受疫情冲击较大，1Q2021 消费景气度恢复良好

零售行业主要的 53 家上市公司 2020 年共计实现营业收入 4777.62 亿元，同比减少 26.32%。实现毛利 1278.64 亿元，同比减少 14.54%。实现归母净利润 141.38 亿元，同比减少 43.86%。实现扣非归母净利润 80.61 亿元，同比减少 59.40%。零售行业 2020 年的毛利率为 26.76%，较 2019 年上升 3.69 个百分点，期间费用率为 21.00%，较 2019 年上升 4.36 个百分点。

从单季度情况来看，零售行业主要的 53 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 1367.60 亿元，同比增长 8.70%。实现毛利 361.00 亿元，同比增长 13.05%。实现归母净利润 63.46 亿元，同比增长 89.96%。实现扣非归母净利润 54.17 亿元，同比增长 121.97%。零售行业 1Q2021 的毛利率为 26.40%，较 4Q2020 上升 0.22 个百分点，期间费用率为 19.83%，较 4Q2020 上升 0.01 个百分点。

1Q2021 可选消费品类景气上行，黄金珠宝利润增速领跑

1Q2021 可选品相关子行业表现乐观：1) 黄金珠宝行业营收平均增速为 16.26%（整体法，下同），归母净利润增速为 104.85%。2) 百货行业营收增速为 33.46%。3) 专业市场及连锁行业的收入平均增速为 34.35%，归母净利润增速为 57.92%。

投资策略：关注黄金珠宝和百货个股

整体而言，可选消费子行业公司在 1Q2020 的基础上均有较好的业绩复苏表现，展望二季度末及下半年，预计 2Q2021 可选消费品收入和利润将持续复苏，维持同比增长态势。2021 年下半年虽有同期高基数压力，但经济复苏大趋势明朗，外加零售板块相对估值较低，有一定反弹优势，因此预计可选消费品龙头企业在 2021 年下半年依然有较好表现。此外，新租赁准则实施后，租赁物业占比较高的公司表现利润会有较大程度的下滑，而自有物业占比较高的公司受准则影响较小，尤其部分自有物业占比较高的百货目前市净率在 0.7-1，处于较低位置，从长期价值投资角度看已经步入可投资区间。

我们建议关注可选品，看好黄金珠宝股和百货个股的表现。建议关注：百联股份，天虹股份，老凤祥，潮宏基，王府井，华致酒行。

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。

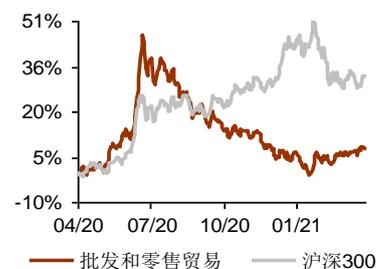
批发和零售贸易
增持（维持）

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA
CAIA FRM

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

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

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
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
600612.SH	老凤祥	55.23	3.03	3.63	3.98	18	15	14	买入
600827.SH	百联股份	22.98	0.45	0.55	0.60	51	42	38	买入
600859.SH	王府井	33.39	0.50	1.13	1.33	67	29	25	买入
002345.SZ	潮宏基	4.93	0.15	0.33	0.41	32	15	12	买入
002419.SZ	天虹股份	6.92	0.21	0.19	0.23	33	36	29	买入
300755.SZ	华致酒行	37.29	0.90	1.60	2.09	42	23	18	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

目 录

1、零售行业：2020 受疫情冲击明显，1Q2021 可选品复苏迹象明显	5
1.1、2020 营收同减 26%，归母净利润同减 44%	5
1.2、2020 受疫情冲击明显，超市板块受影响较小	5
1.3、1Q2021 营收同增 9%，归母净利润同增 90%	6
1.4、1Q2021 可选消费品复苏迹象明显，超市板块业绩同比下滑	7
2、百货行业：2020 年疫情与新收入准则双重承压，1Q2021 扭亏为盈	8
2.1、2020 营收同减 59%，归母净利润同减 66%	8
2.2、1Q2021 营收同增 33%，归母净利润扭亏为盈	9
3、超市行业：2020 必选品景气度维持，1Q2021 受新租赁准则影响较大	11
3.1、2020 营收同减 0.1%，归母净利润同增 47%	11
3.2、1Q2021 营收同减 8%，归母净利润同减 79%	12
4、黄金珠宝行业：2020 年疫情压力明显，1Q2021 强劲复苏	13
4.1、2020 营收同减 6%，归母净利润同减 63%	13
4.2、1Q2021 营收同增 16%，归母净利润同增 105%	14
5、专业市场及连锁行业：部分细分赛道 2020 保持坚挺，1Q2021 普遍向好	15
5.1、2020 营收同减 6%，归母净利润同减 44%	15
5.2、1Q2021 营收同增 34%，归母净利润同增 58%	16
6、1Q2021 A 股零售板块表现	17
6.1、从整体上看，零售行业市场表现不及大盘	17
6.2、细分行业中，黄金珠宝和百货表现较好	18
6.3、从个股来看，百货行业增幅靠前	18
7、投资策略	18
8、风险提示	19
附录	20

图目录

图 1: 零售行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)	5
图 2: 零售行业主要上市公司(扣非)归母净利润同比增速 (2016-2020)	5
图 3: 零售行业主要细分行业的营业收入同比增速	6
图 4: 零售行业主要子行业归母净利润同比增速	6
图 5: 零售行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)	7
图 6: 零售行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)	7
图 7: 零售行业主要细分行业营业收入增速	7
图 8: 零售行业主要细分行业归母净利润增速	8
图 9: 百货行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)	8
图 10: 百货行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)	8
图 11: 百货行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)	10
图 12: 百货行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)	10
图 13: 超市行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)	11
图 14: 超市行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)	11
图 15: 超市行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)	12
图 16: 超市行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)	12
图 17: 黄金珠宝行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)	13
图 18: 黄金珠宝行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)	13
图 19: 黄金珠宝行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)	14
图 20: 黄金珠宝行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)	14
图 21: 专业市场及连锁行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)	15
图 22: 专业市场及连锁行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)	15
图 23: 专业市场及连锁行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)	16
图 24: 专业市场及连锁行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)	16
图 25: 2021 年以来 A 股零售板块表现 (截至 2020/04/30)	17
图 26: 2021 年以来 29 个中信一级行业的涨幅 (% , 截至 2020/04/30)	17
图 27: 2021 年以来 A 股零售板块细分行业表现 (截至 2020/04/30)	18
图 28: A 股零售板块细分行业的动态市盈率变动 (截至 2021/04/30)	18

表目录

表 1: 2020 百货行业主要 A 股上市公司经营情况	9
表 2: 1Q2021 百货行业主要 A 股上市公司经营情况	10
表 3: 2020 超市行业主要 A 股上市公司经营情况	11
表 4: 1Q2021 超市行业主要 A 股上市公司经营情况	12
表 5: 2020 黄金珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况	13
表 6: 1Q2021 黄金珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况	14
表 7: 2020 专业市场及连锁行业主要 A 股上市公司经营情况	15
表 8: 1Q2021 专业市场及连锁行业主要 A 股上市公司经营情况	16
表 9: 2021 年以来零售行业涨幅前五名个股 (截至 2021/04/30)	18
表 10: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	19
表 11: 纳入统计的零售行业 A 股上市公司 (百货类)	20
表 12: 纳入统计的零售行业 A 股上市公司 (非百货类)	21

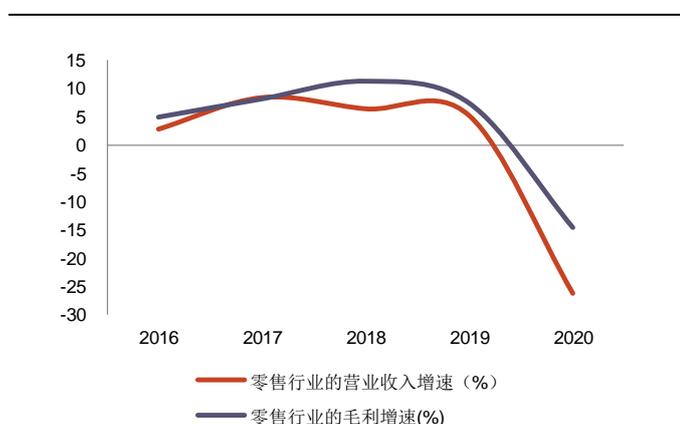
1、零售行业：2020 受疫情冲击明显，1Q2021 可选品复苏迹象明显

1.1、2020 营收同减 26%，归母净利润同减 44%

2020 年零售行业营收及归母净利润增速均大幅降低。零售行业主要的 53 家上市公司 2020 年实现营业收入 4777.62 亿元，同比减少 26.32%，而 2019 年同比增长 5.82%。实现毛利 1278.64 亿元，同比减少 14.54%，而 2019 年同比增长 8.21%。实现归母净利润 141.38 亿元，同比减少 43.86%，而 2019 年同比减少 0.23%。实现扣非归母净利润 80.61 亿元，同比减少 59.40%，而 2019 年同比增长 4.09%。

零售行业 2020 年的毛利率为 26.76%，较 2019 年上升 3.69 个百分点，期间费用率为 21.00%，较 2019 年上升 4.36 个百分点。

图 1：零售行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2016-2020）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 2：零售行业主要上市公司(扣非)归母净利润同比增速（2016-2020）

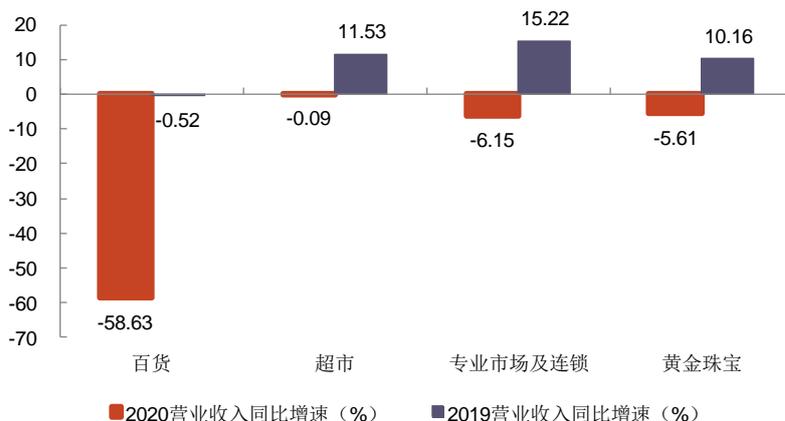


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.2、2020 受疫情冲击明显，超市板块受影响较小

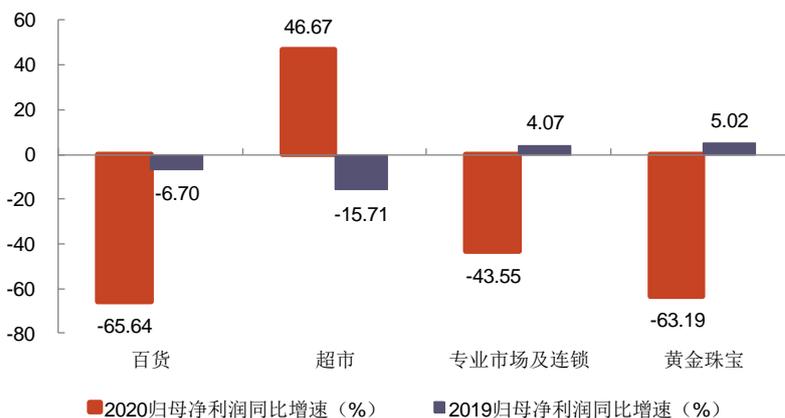
2020 年零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收平均增速为-5.61%（整体法，下同），归母净利润增速为-63.19%；龙头老凤祥营收增速为 4.22%，归母净利润增速为 12.64 %。2) 百货行业营收增速为-58.63%，归母净利润增速为-65.64%；龙头王府井营收增速为-69.30 %，归母净利润增速为-59.77%。3) 超市行业营收增速为-0.09%，归母净利润增速为 46.67 %；龙头永辉超市营收增速为 9.80 %，归母净利润增速为 14.76%。4) 专业市场及连锁行业的收入增速为-6.15%，归母净利润增速为-43.55%；龙头美凯龙营收增速为-13.56 %，归母净利润增速为-61.37%。

图 3：零售行业主要细分行业的营业收入同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：零售行业主要子行业归母净利润同比增速



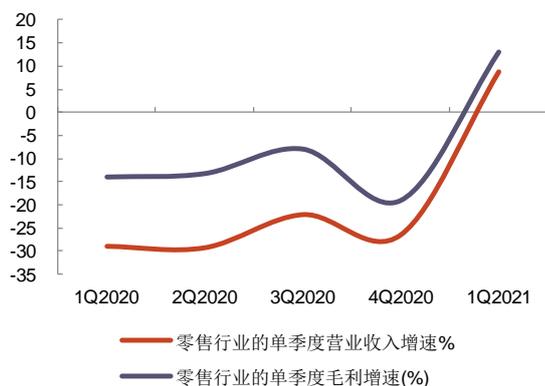
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3、1Q2021 营收同增 9%，归母净利润同增 90%

1Q2021 零售行业受益于 1Q2021 低基数效应，营业收入和归母净利润均保持较好的增长态势。零售行业主要的 53 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 1367.60 亿元，同比增长 8.70%，而 4Q2020 同比减少 26.48%。实现毛利 361.00 亿元，同比增长 13.05%，而 4Q2020 同比减少 19.10%。实现归母净利润 63.46 亿元，同比增长 89.96%，而 4Q2020 同比减少 87.83%。实现扣非归母净利润 54.17 亿元，同比增长 121.97%，而 4Q2020 同比减少 172.40%。

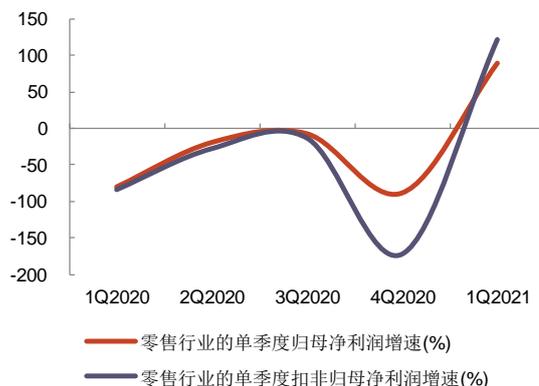
零售行业 1Q2021 的毛利率为 26.40%，较 4Q2020 上升 0.22 个百分点，期间费用率为 19.83%，较 4Q2020 上升 0.01 个百分点。

图 5：零售行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：零售行业主要上市公司单季度（扣非）归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)

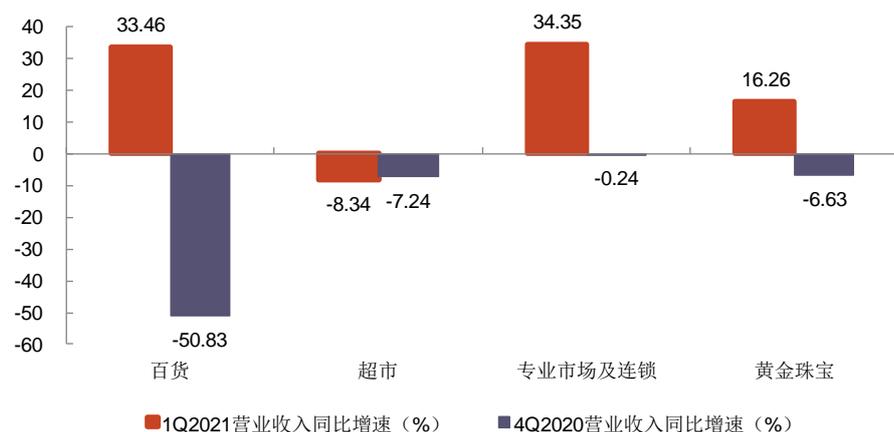


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.4、1Q2021 可选消费品复苏迹象明显，超市板块业绩同比下滑

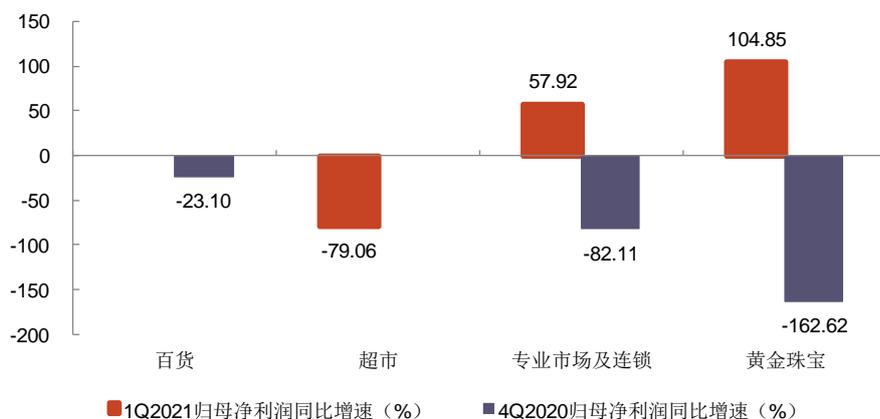
1Q2021 零售行业的主要细分行业中，1) 黄金珠宝行业营收平均增速为 16.26%（整体法，下同），归母净利润增速为 104.85%。龙头老凤祥营收增速为 18.70%，归母净利润增速为 74.46%。2) 百货行业营收增速为 33.46%。龙头王府井营收增速为 63.60%。3) 超市行业营收增速为-8.34%，归母净利润增速为-79.06%。龙头永辉超市营收增速为-9.99%，归母净利润增速为-98.51%。4) 专业市场及连锁行业的收入平均增速为 34.35%，归母净利润增速为 57.92%。龙头美凯龙营收增速为 30.7%，归母净利润增速为 83.79%。

图 7：零售行业主要细分行业营业收入增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：零售行业主要细分行业归母净利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：百货 1Q2021 年归母净利润同比增速和超市 4Q2020 年归母净利润同比增速因基值为负无法计算

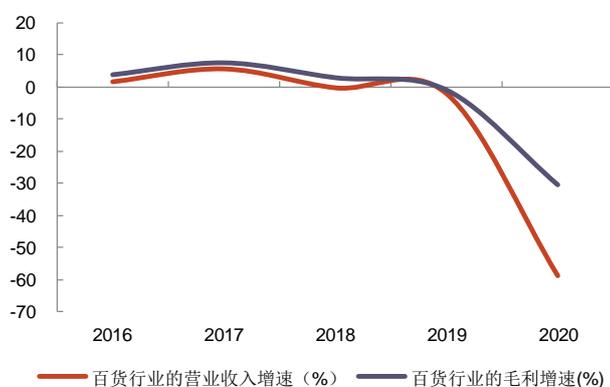
2、百货行业：2020 年疫情与新收入准则双重承压，1Q2021 扭亏为盈

2.1、2020 营收同减 59%，归母净利润同减 66%

2020 年百货行业的营收和归母净利润收疫情及收入准则调整双重影响，降幅均较上年扩大。百货行业主要的 24 家上市公司 2020 年实现营业收入 896.67 亿元，同比减少 58.63%，而 2019 年同比减少 0.52%。实现毛利 345.39 亿元，同比减少 30.42%，而 2019 年同比增长 0.10%。实现归母净利润 25.94 亿元，同比减少 65.64%，而 2019 年同比减少 6.70%。实现扣非归母净利润 16.08 亿元，同比减少 75.34%，而 2019 年同比减少 12.89%。

百货行业 2020 年的毛利率为 38.52%，较 2019 年上升 15.62 个百分点，期间费用率为 31.57%，较 2019 年上升 15.17 个百分点。

图 9：百货行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2016-2020）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：百货行业主要上市公司（扣非）归母净利润同比增速（2016-2020）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 1：2020 百货行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速(%)	归母净利润 增速(%)	扣非归母 净利润 增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率(%)
1	600859.SH	王府井	82.23	3.87	4.08	-69.30	-59.77	-55.70	35.43	24.82
2	600694.SH	大商股份	81.17	4.99	5.00	-62.92	-44.10	-39.90	33.55	20.30
3	002419.SZ	天虹股份	118.00	2.53	0.31	-39.15	-70.51	-95.68	42.88	40.71
4	000501.SZ	鄂武商 A	76.39	5.47	4.66	-56.98	-55.31	-59.85	35.12	25.23
5	600697.SH	欧亚集团	80.02	0.23	-0.39	-52.16	-90.47	-117.50	41.73	34.45
6	600858.SH	银座股份	54.12	-3.86	-4.26	-55.87	-830.92	-917.53	35.18	37.31
7	600828.SH	茂业商业	36.99	2.13	3.04	-69.76	-83.09	-75.09	61.99	44.66
8	000417.SZ	合肥百货	63.30	1.37	0.82	-41.97	-14.13	-22.51	28.92	24.37
9	600723.SH	首商股份	31.43	-0.34	-0.69	-68.40	-108.56	-120.57	28.79	29.17
10	600280.SH	中央商场	31.83	0.81	-0.26	-60.72	NA	NA	41.89	36.77
11	002187.SZ	广百股份	23.56	0.68	0.51	-70.62	-39.88	-62.79	39.57	33.38
12	600814.SH	杭州解百	17.90	2.67	2.02	-72.04	13.42	44.39	78.77	39.90
13	002277.SZ	友阿股份	23.13	1.39	1.52	-62.98	-56.09	-50.10	45.24	51.45
14	601010.SH	文峰股份	23.49	2.68	2.41	-60.80	-19.76	-13.72	45.44	29.27
15	600778.SH	*ST 友好	19.55	-2.87	-3.25	-62.68	-347.59	-1660.60	27.26	26.41
16	603123.SH	翠微股份	40.93	0.81	-1.03	-48.43	-66.22	-192.19	27.42	24.27
17	603101.SH	汇嘉时代	21.21	0.16	0.21	-51.84	-41.62	37.69	32.72	29.21
18	000419.SZ	通程控股	21.43	1.81	1.10	-37.99	3.84	-32.83	27.12	26.73
19	601086.SH	国芳集团	10.21	1.01	0.94	-63.07	-12.26	-7.84	44.97	29.01
20	000715.SZ	中兴商业	8.58	0.97	0.88	-68.23	-37.13	-28.32	52.20	33.46
21	600861.SH	北京城乡	7.04	-0.74	-0.84	-67.35	-852.26	NA	50.90	59.24
22	002561.SZ	徐家汇	5.89	0.75	0.42	-69.46	-64.60	-76.96	57.29	29.74
23	600712.SH	南宁百货	7.79	-1.30	-1.18	-58.05	-2841.89	-1139.87	24.21	28.92
24	600628.SH	新世界	10.46	0.71	0.07	-36.71	92.85	NA	35.93	33.21

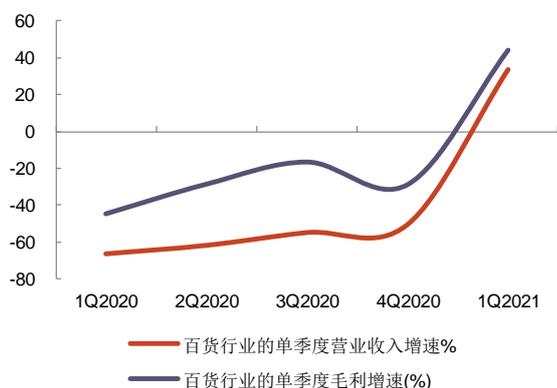
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA 表示因基值为负无法计算

2.2、1Q2021 营收同增 33%，归母净利润扭亏为盈

从单季度情况来看，百货行业主要的 24 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 261.87 亿元，同比增长 33.46%，而 4Q2020 同比减少 50.83%。实现毛利 107.53 亿元，同比增长 44.05%，而 4Q2020 同比减少 28.72%。实现归母净利润 20.09 亿元，而 1Q2020 实现归母净利润-6.89 亿元。实现扣非归母净利润 17.09 亿元，而 1Q2020 实现扣非归母净利润-7.72 亿元。

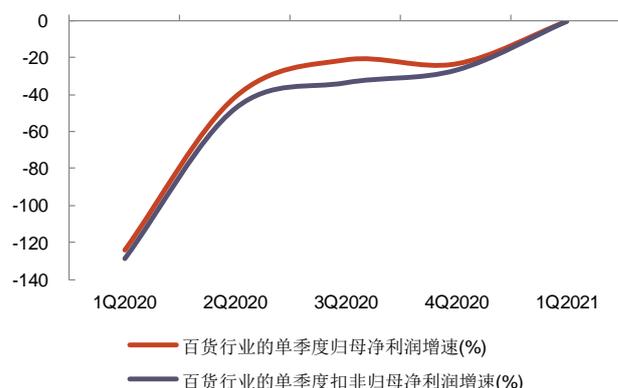
百货行业 1Q2021 的毛利率为 41.06%，较 4Q2020 上升 8.41 个百分点，期间费用率为 28.82%，较 4Q2020 上升 6.57 个百分点。

图 11: 百货行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 12: 百货行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 2: 1Q2021 百货行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速(%)	归母净利润增速(%)	扣非归母净利润增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率(%)
1	600859.SH	王府井	24.87	2.63	4.08	63.60	NA	NA	40.09	11.59
2	600694.SH	大商股份	24.63	2.90	0.58	19.12	431.94	707.11	42.13	16.63
3	002419.SZ	天虹股份	33.69	0.67	0.78	12.42	NA	NA	37.10	32.04
4	000501.SZ	鄂武商 A	20.03	2.67	0.18	55.10	NA	NA	44.24	21.57
5	600697.SH	欧亚集团	20.22	0.12	0.97	14.21	NA	NA	40.51	12.91
6	600858.SH	银座股份	16.65	0.33	0.99	27.31	NA	NA	36.74	28.72
7	600828.SH	茂业商业	12.10	2.12	1.10	58.89	178.46	192.28	60.05	26.27
8	000417.SZ	合肥百货	19.02	1.08	0.24	9.02	80.26	110.48	31.22	7.65
9	600723.SH	首商股份	9.09	0.54	0.22	44.74	NA	NA	41.51	12.20
10	600280.SH	中央商场	10.63	0.33	0.97	96.92	NA	NA	42.12	18.24
11	002187.SZ	广百股份	8.92	0.55	0.04	118.65	NA	NA	30.69	18.67
12	600814.SH	杭州解百	6.02	1.37	-0.10	123.66	NA	NA	79.96	12.59
13	002277.SZ	友阿股份	6.70	1.12	0.77	43.04	190.18	203.30	52.32	27.17
14	601010.SH	文峰股份	7.66	0.84	0.09	55.00	276.28	618.19	47.91	14.52
15	600778.SH	*ST 友好	5.96	0.43	0.19	23.81	NA	NA	33.52	13.52
16	603123.SH	翠微股份	9.85	0.62	0.21	7.39	NA	NA	32.13	16.38
17	603101.SH	汇嘉时代	6.80	0.37	0.21	32.61	637.88	1001.49	35.65	19.53
18	000419.SZ	通程控股	5.34	0.20	0.10	41.45	6.54	25.67	28.27	11.47
19	601086.SH	国芳集团	3.12	0.42	0.01	52.81	235.86	311.43	43.73	14.95
20	000715.SZ	中兴商业	2.31	0.24	-0.01	13.18	NA	NA	50.97	4.63
21	600861.SH	北京城乡	1.94	-0.07	0.03	8.82	NA	NA	53.65	28.16
22	002561.SZ	徐家汇	1.69	0.37	-0.02	35.75	245.99	295.51	61.37	11.45
23	600712.SH	南宁百货	1.96	0.01	0.03	27.73	NA	NA	27.76	13.60
24	600628.SH	新世界	2.69	0.24	0.02	33.72	NA	NA	39.97	10.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, NA 表示因基值为负无法计算

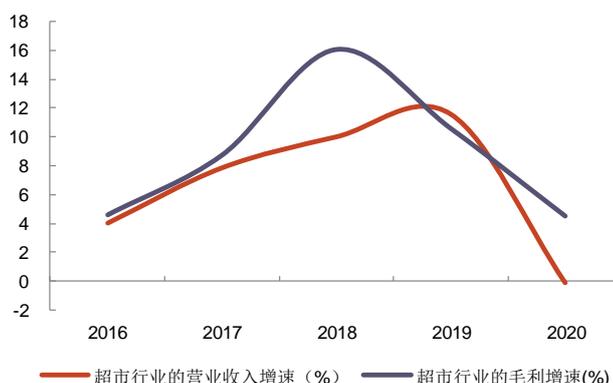
3、超市行业：2020 必选品景气度维持，1Q2021 受新租赁准则影响较大

3.1、2020 营收同减 0.1%，归母净利润同增 47%

2020 年超市行业营收增速同比微降，归母净利润增速同比大幅提升。超市行业主要的 10 家上市公司 2020 年实现营业收入 1744.84 亿元，同比减少 0.09%，而 2019 年同比增长 11.53%。实现毛利 411.98 亿元，同比增长 4.52%，而 2019 年同比增长 10.56%。实现归母净利润 33.18 亿元，同比增长 46.67%，而 2019 年同比减少 15.71%。实现扣非归母净利润 15.68 亿元，同比增长 5.24%，而 2019 年同比减少 1.63%。

超市行业 2020 年的毛利率为 23.61%，较 2019 年上升 1.04 个百分点，期间费用率为 21.65%，较 2019 年上升 1.19 个百分点。

图 13：超市行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：超市行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 3：2020 超市行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601933.SH	永辉超市	931.99	17.94	5.80	9.80	14.76	-45.35	21.37	19.27
2	002251.SZ	步步高	156.38	1.12	0.85	-20.47	-35.35	-27.85	30.14	29.03
3	000759.SZ	中百集团	131.29	0.43	0.49	-15.56	323.01	46.98	23.90	23.55
4	603708.SH	家家悦	166.78	4.28	4.07	9.27	-6.54	-6.95	23.48	19.76
5	600361.SH	华联综超	95.49	1.03	0.91	-20.38	22.38	35.06	27.91	26.03
6	002697.SZ	红旗连锁	90.53	5.05	4.57	15.73	-2.20	-7.43	29.45	24.30
7	002336.SZ	*ST 人乐	59.81	0.35	-3.48	-21.31	-7.00	NA	25.59	32.16
8	002264.SZ	新华都	51.91	1.82	1.57	-13.56	NA	NA	23.97	20.53
9	601116.SH	三江购物	43.00	1.22	1.04	8.08	-23.77	-3.22	24.34	20.60
10	603031.SH	安德利	17.66	-0.07	-0.13	-6.96	-143.14	-245.32	20.35	19.23

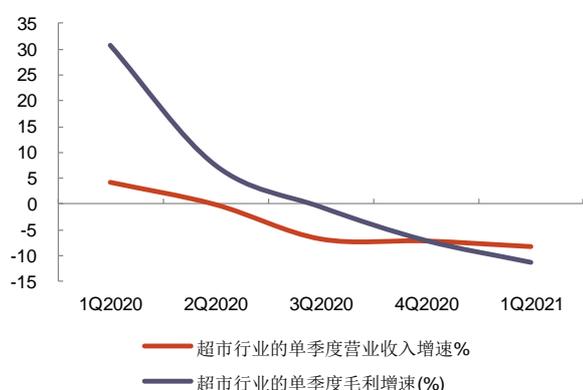
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA 表示因基值为负无法计算

3.2、1Q2021 营收同减 8%，归母净利润同减 79%

1Q2020 超市行业的营收同比降幅扩大，归母净利润同比下降程度较大。从单季度情况来看，超市行业主要的 10 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 482.28 亿元，同比减少 8.34%，而 4Q2020 同比减少 7.24%。实现毛利 111.93 亿元，同比减少 11.39%，而 4Q2020 同比减少 7.13%。实现归母净利润 4.38 亿元，同比减少 79.06%。实现扣非归母净利润 5.02 亿元，同比减少 71.06%。

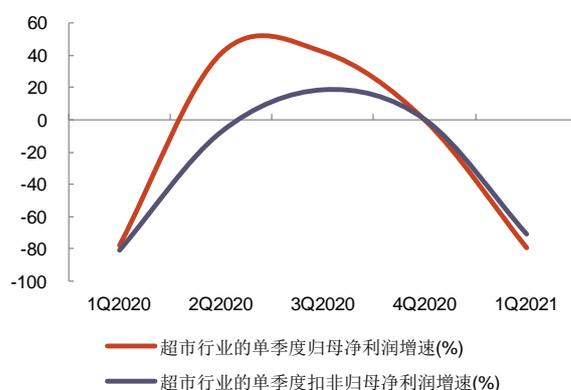
超市行业 1Q2021 的毛利率为 23.21%，较 4Q2020 上升 0.80 个百分点，期间费用率为 21.78%，较 4Q2020 下降 0.95 个百分点。

图 15：超市行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：超市行业主要上市公司单季度（扣非）归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 4：1Q2021 超市行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601933.SH	永辉超市	263.34	0.23	1.73	-9.99	-98.51	-86.59	20.20	17.71
2	002251.SZ	步步高	42.38	1.04	0.76	-8.47	3.27	-11.45	30.68	27.15
3	000759.SZ	中百集团	34.89	0.02	-0.23	-11.76	NA	NA	25.04	20.44
4	603708.SH	家家悦	47.15	1.28	1.19	-4.12	-27.22	-31.55	24.54	21.43
5	600361.SH	华联综超	24.34	0.35	0.25	-10.51	-46.62	-64.54	30.33	26.03
6	002697.SZ	红旗连锁	22.60	1.24	1.22	-3.64	-13.27	-11.30	29.93	28.73
7	002336.SZ	*ST 人乐	15.91	-0.87	-0.90	-7.67	NA	NA	24.63	19.74
8	002264.SZ	新华都	15.74	0.80	0.78	27.92	-19.36	-7.47	23.10	20.67
9	601116.SH	三江购物	11.11	0.27	0.22	-18.12	-64.34	-69.67	23.93	19.41
10	603031.SH	安德利	4.79	0.01	0.00	-0.31	-91.03	-95.74	22.33	17.55

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA 表示因基数为负无法计算

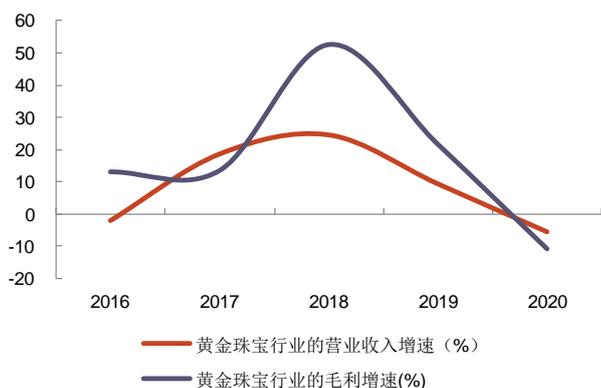
4、黄金珠宝行业：2020 年疫情压力明显，1Q2021 强劲复苏

4.1、2020 营收同减 6%，归母净利润同减 63%

2020 年黄金珠宝行业的营收和归母净利润均出现下滑。黄金珠宝行业线下消费比例较高，疫情对零售端冲击明显。黄金珠宝行业主要的 9 家上市公司 2020 年实现营业收入 1153.29 亿元，同比减少 5.61%，而 2019 年同比增长 10.16%。实现毛利 202.66 亿元，同比减少 10.77%，而 2019 年同比增长 24.60%。实现归母净利润 20.95 亿元，同比减少 63.19%，而 2019 年同比增长 5.02%。实现扣非归母净利润 9.43 亿元，同比减少 80.36%，而 2019 年同比增长 20.35%。

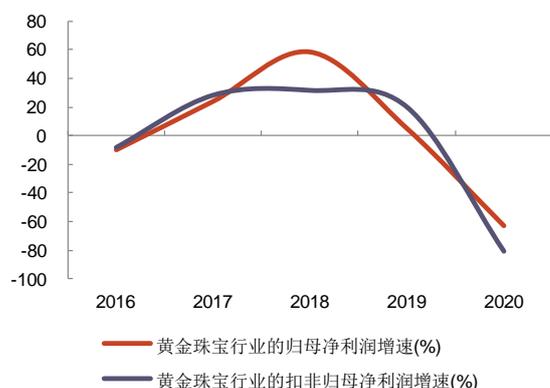
黄金珠宝行业 2020 年的毛利率为 17.57%，较 2019 年下降 1.02 个百分点，期间费用率为 9.23%，较 2019 年上升 0.43 个百分点。

图 17：黄金珠宝行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 18：黄金珠宝行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 5：2020 黄金珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	600612.SH	老凤祥	517.22	15.86	15.14	4.22	12.64	15.17	8.18	2.75
2	600655.SH	豫园股份	440.51	36.10	24.68	0.27	12.82	-9.51	24.50	11.98
3	002721.SZ	金一文化	38.96	-25.60	-26.09	-63.52	-4231.30	-8293.88	8.95	24.57
4	002867.SZ	周大生	50.84	10.13	9.46	-6.53	2.21	3.50	41.03	14.87
5	002574.SZ	明牌珠宝	25.10	-2.57	-3.10	-26.82	-544.94	NA	13.07	10.38
6	002345.SZ	潮宏基	32.15	1.40	1.34	-9.24	72.05	111.18	35.83	29.39
7	002731.SZ	萃华珠宝	21.09	0.29	0.26	-7.22	NA	NA	14.40	10.78
8	002740.SZ	爱迪尔	15.14	-15.71	-13.11	-21.99	NA	NA	20.27	16.57
9	603900.SH	莱绅通灵	12.27	1.04	0.84	-6.95	-31.56	-17.59	58.25	44.70

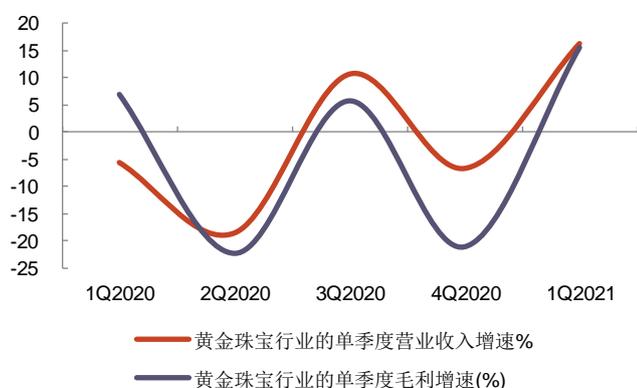
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA 表示因基值为负无法计算

4.2、1Q2021 营收同增 16%，归母净利润同增 105%

1Q2021 黄金珠宝行业的营收和归母净利润增速环比大幅提升，主要受益于 1Q2020 低基数效应及婚庆市场递延需求带来的景气度上升。从单季度情况来看，黄金珠宝行业主要的 9 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 337.67 亿元，同比增长 16.26%，而 4Q2020 同比减少 6.63%。实现毛利 51.92 亿元，同比增长 15.50%，而 4Q2020 同比减少 20.97%。实现归母净利润 15.66 亿元，同比增长 104.85%，而 4Q2020 同比减少 162.62%。实现扣非归母净利润 12.62 亿元，同比增长 59.66%，而 4Q2020 同比减少 251.37%。

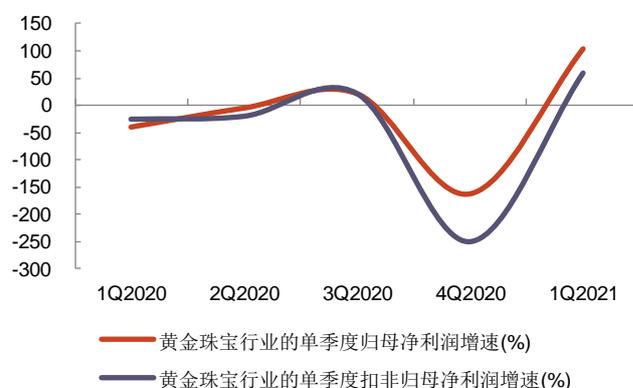
黄金珠宝行业 1Q2021 的毛利率为 15.38%，较 4Q2020 下降 5.62 个百分点，期间费用率为 8.90%，较 4Q2020 下降 1.84 个百分点。

图 19：黄金珠宝行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 20：黄金珠宝行业主要上市公司单季度（扣非）归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 6：1Q2021 黄金珠宝行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速(%)	归母净利润增速(%)	扣非归母净利润增速(%)	毛利率 (%)	期间费用率(%)
1	600612.SH	老凤祥	171.98	6.48	4.34	18.70	74.46	12.97	7.64	4.61
2	600655.SH	豫园股份	108.58	5.78	5.16	4.52	77.88	41.87	21.96	12.90
3	002721.SZ	金一文化	11.18	-1.17	-1.18	10.24	NA	NA	12.56	5.96
4	002867.SZ	周大生	11.57	2.35	2.23	70.68	133.85	150.91	40.42	30.48
5	002574.SZ	明牌珠宝	10.57	0.27	0.25	37.91	230.64	270.64	11.67	8.58
6	002345.SZ	潮宏基	11.20	1.05	1.01	82.60	NA	NA	35.96	28.13
7	002731.SZ	萃华珠宝	5.88	0.13	0.11	-11.01	-41.20	-49.58	11.39	8.69
8	002740.SZ	爱迪尔	2.33	0.14	0.13	8.43	22.97	30.90	18.59	14.48
9	603900.SH	莱绅通灵	4.39	0.62	0.57	98.20	421.83	577.88	56.65	39.66

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，NA 表示因基数为负无法计算

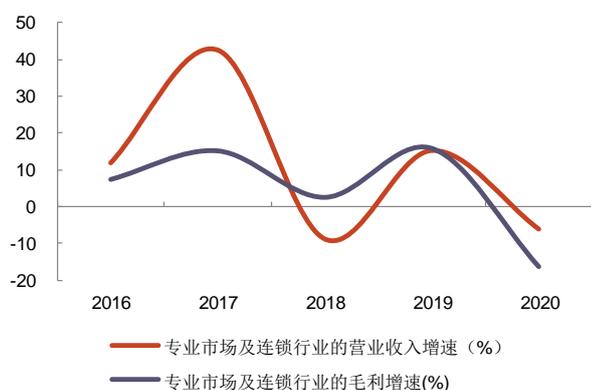
5、专业市场及连锁行业：部分细分赛道 2020 保持坚挺，1Q2021 普遍向好

5.1、2020 营收同减 6%，归母净利润同减 44%

2020 年专业市场及连锁行业营收及归母净利润增速均出现较大下滑。因线下可选消费受疫情冲击较为严重，专业市场及连锁行业主要的 6 家上市公司 2020 年实现营业收入 279.13 亿元，同比减少 6.15%，而 2019 年同比增长 15.22%。实现毛利 137.85 亿元，同比减少 16.30%，而 2019 年同比增长 15.96%。实现归母净利润 41.15 亿元，同比减少 43.55%，而 2019 年同比增长 4.07%。实现扣非归母净利润 29.21 亿元，同比减少 41.29%，而 2019 年同比增长 16.99%

专业市场及连锁行业 2020 年的毛利率为 49.39%，较 2019 年下降 5.99 个百分点，期间费用率为 28.82%，较 2019 年上升 0.98 个百分点。

图 21：专业市场及连锁行业主要上市公司收入及毛利同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 22：专业市场及连锁行业主要上市公司 (扣非) 归母净利润同比增速 (2016-2020)



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 7：2020 专业市场及连锁行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601828.SH	美凯龙	142.36	17.31	11.62	-13.56	-61.37	-55.53	61.51	41.27
2	600415.SH	小商品城	37.26	9.27	5.17	-7.84	-26.18	-44.42	51.39	22.01
3	300755.SZ	华致酒行	49.41	3.73	3.42	32.20	16.82	15.81	19.07	9.99
4	603214.SH	爱婴室	22.56	1.17	0.83	-8.29	-24.43	-33.71	31.53	25.48
5	002344.SZ	海宁皮城	14.25	1.95	1.55	0.88	-30.35	-39.54	39.52	15.67
6	002818.SZ	富森美	13.28	7.73	6.62	-18.02	-3.47	-12.36	67.55	4.27

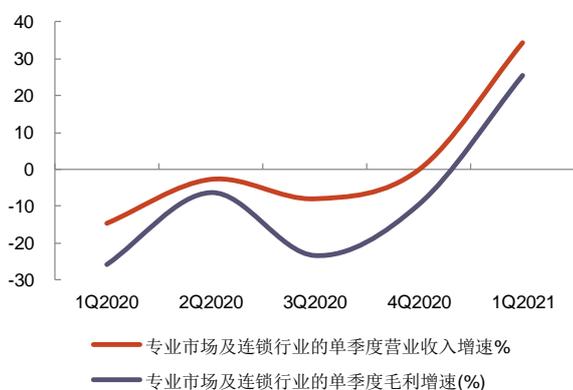
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

5.2、1Q2021 营收同增 34%，归母净利润同增 58%

1Q2020 专业市场及连锁行业的营收和归母净利润增速环比大幅提升。从单季度情况来看，专业市场及连锁行业主要的 6 家上市公司 1Q2021 实现营业收入 76.55 亿元，同比增长 34.35%，而 4Q2020 同比减少 0.24%。实现毛利 35.36 亿元，同比增长 25.34%，而 4Q2020 同比减少 9.74%。实现归母净利润 15.69 亿元，同比增长 57.92%，而 4Q2020 同比减少 82.11%。实现扣非归母净利润 12.24 亿元，同比增长 70.78%，而 4Q2020 同比减少 74.31%。

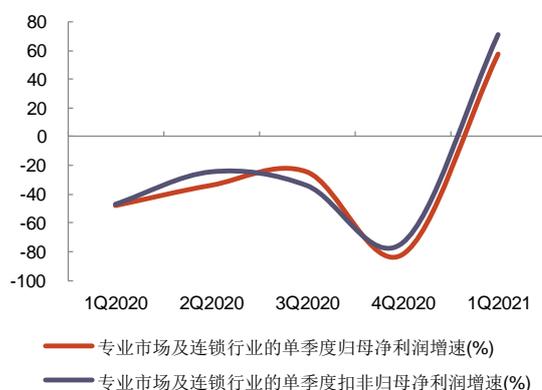
专业市场及连锁行业 1Q2021 的毛利率为 46.19%，较 4Q2020 上升 0.09 个百分点，期间费用率为 25.10%，较 4Q2020 下降 4.62 个百分点。

图 23: 专业市场及连锁行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 24: 专业市场及连锁行业主要上市公司单季度 (扣非) 归母净利润同比增速 (1Q2020-1Q2021)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 8: 1Q2021 专业市场及连锁行业主要 A 股上市公司经营情况

	证券代码	公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入增速 (%)	归母净利润增速 (%)	扣非归母净利润增速 (%)	毛利率 (%)	期间费用率 (%)
1	601828.SH	美凯龙	33.41	7.22	4.13	30.70	83.79	101.45	62.51	40.31
2	600415.SH	小商品城	7.73	3.77	3.47	2.35	40.98	67.52	54.92	54.32
3	300755.SZ	华致酒行	23.53	1.91	1.91	81.74	95.22	95.72	20.62	16.26
4	603214.SH	爱婴室	5.43	0.11	0.02	4.64	25.89	NA	28.94	25.04
5	002344.SZ	海宁皮城	3.00	0.97	0.70	12.35	46.91	16.62	41.54	29.63
6	002818.SZ	富森美	3.45	1.69	2.01	12.84	6.12	36.13	74.25	58.24

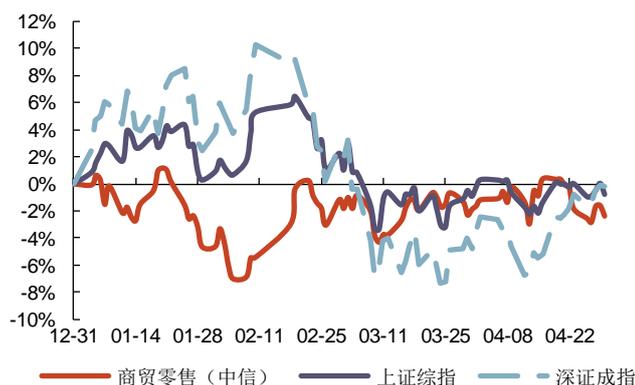
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, NA 表示因基数为负无法计算

6、1Q2021 A 股零售板块表现

6.1、从整体上看，零售行业市场表现不及大盘

2021 年以来（79 个交易日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为-0.75%和-0.22%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-2.36%，跑输上证综指和深证成指。2021 年 4 月 30 日，商贸零售行业的动态市盈率较上年最后一个交易日下降 21.3X，而同期上证综指下降 2.2X，深圳成指下降 3.7X。

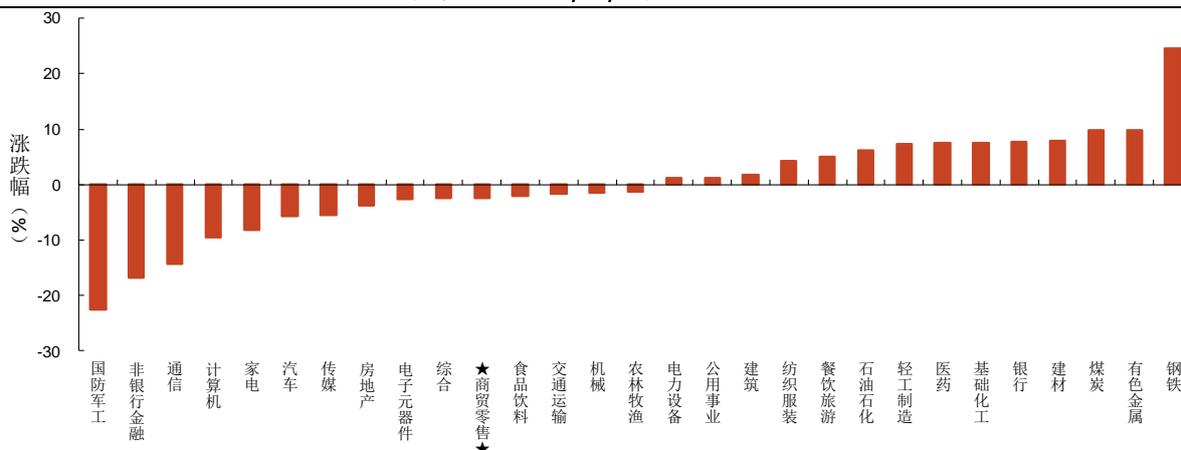
图 25：2021 年以来 A 股零售板块表现（截至 2020/04/30）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2021 年以来，商贸零售行业涨幅为-2.36%，位列 29 个中信一级行业的第 19 位。2021 年以来，29 个中信一级行业中 14 个行业上涨，涨幅排名前三位的行业分别是钢铁、有色金属和煤炭，涨幅分别为 24.62%、9.91%和 9.91%。2021 年以来，涨幅排名后三位的行业分别是国防军工、非银行金融和通信，涨幅分别为-22.51%、-16.75%和-14.27%。

图 26：2021 年以来 29 个中信一级行业的涨幅（%，截至 2020/04/30）

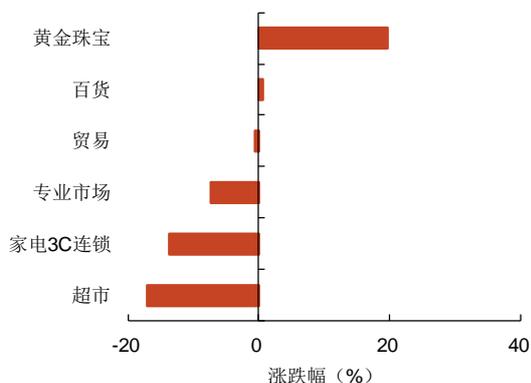


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6.2、细分行业中，黄金珠宝和百货表现较好

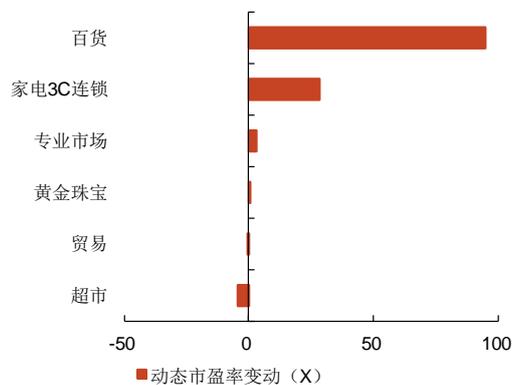
2021 年以来，零售板块子行业中，涨幅排名前三位的子行业分别是黄金珠宝、百货和贸易，涨幅分别为 19.63%、0.54%和-0.66%。

图 27：2021 年以来 A 股零售板块细分行业表现（截至 2020/04/30）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 28：A 股零售板块细分行业的动态市盈率变动（截至 2021/04/30）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

6.3、从个股来看，百货行业增幅靠前

2021 年以来，零售行业主要的 97 家上市公司（不含 2021 年首发上市公司）中，37 家公司上涨，58 家公司下跌，2 家公司停牌。2021 年以来，涨幅排名前三位的公司分别是中央商场、金洲慈航和商业城，涨幅分别为 72.27%、59.05%和 58.88%。

表 9：2021 年以来零售行业涨幅前五个个股（截至 2021/04/30）

证券代码	证券简称	收盘价(元)	涨幅(%)	动态市盈率	成交额(亿元/天)
600280.SH	中央商场	4.1	72.27	27.76	0.36
000587.SZ	金洲慈航	1.67	59.05	13.17	0.08
600306.SH	商业城	8.23	58.88	NA	0.06
600827.SH	百联股份	22.98	57.40	39.31	6.75
000026.SZ	飞亚达 A	16.66	45.76	17.06	0.90

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

7、投资策略

整体而言，可选消费子行业公司在 1Q2020 的基础上均有较好的业绩复苏表现，展望二季度末及下半年，预计 2Q2021 可选消费品收入和利润将持续复苏，维持同比增长态势。2021 年下半年虽有同期高基数压力，但经济复苏大趋势明朗，外加零售板块相对估值较低，有一定反弹优势，因此预计可选消费品龙头企业在 2021 年下半年依然有较好表现。此外，新租赁准则实施后，租赁物业占比较高的公司表观利润会有较大程度的下滑，而自有物业占比较高的公司受准则影响较小，尤其部分自有物业占比较高的百货目前市净率在 0.7-1，处于较低位置，从长期价值投资角度看已经步入可投资区间。

我们建议关注可选品，看好黄金珠宝股和百货个股的表现。建议关注：百联股份，天虹股份，老凤祥，潮宏基，王府井，华致酒行。

8、风险提示

- 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到较大影响。
- 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会受到负面影响。

表 10：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)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
600612.SH	老凤祥	55.23	60.00	3.03	3.63	3.98	18	15	14	3.6	3.1	2.7	买入	维持
600827.SH	百联股份	22.98	20.00	0.45	0.55	0.60	51	42	38	2.2	2.2	2.1	买入	维持
600859.SH	王府井	33.39	45.00	0.50	1.13	1.33	67	29	25	2.3	2.1	2.0	买入	维持
002345.SZ	潮宏基	4.93	5.00	0.15	0.33	0.41	32	15	12	1.3	1.3	1.2	买入	维持
002419.SZ	天虹股份	6.92	12.09	0.21	0.19	0.23	33	36	29	1.2	1.2	1.2	买入	维持
300755.SZ	华致酒行	37.29	27.86	0.90	1.60	2.09	42	23	18	5.5	4.6	3.7	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30

附录

表 11: 纳入统计的零售行业 A 股上市公司 (百货类)

	光大证券 分类	证券代码	公司简称	所属申万 三级行业	所属中信 三级行业
1	百货	000417.SZ	合肥百货	百货	百货
2	百货	000419.SZ	通程控股	多业态零售	百货
3	百货	000501.SZ	鄂武商 A	百货	百货
4	百货	000715.SZ	中兴商业	百货	百货
5	百货	002187.SZ	广百股份	百货	百货
6	百货	002277.SZ	友阿股份	百货	百货
7	百货	002419.SZ	天虹股份	百货	百货
8	百货	002561.SZ	徐家汇	百货	百货
9	百货	600280.SH	中央商场	百货	百货
10	百货	600628.SH	新世界	百货	百货
11	百货	600694.SH	大商股份	多业态零售	百货
12	百货	600697.SH	欧亚集团	多业态零售	百货
13	百货	600712.SH	南宁百货	百货	百货
14	百货	600723.SH	首商股份	百货	百货
15	百货	600778.SH	*ST 友好	多业态零售	百货
16	百货	600814.SH	杭州解百	百货	百货
17	百货	600828.SH	茂业商业	百货	百货
18	百货	600858.SH	银座股份	多业态零售	百货
19	百货	600859.SH	王府井	百货	百货
20	百货	600861.SH	北京城乡	多业态零售	超市
21	百货	601010.SH	文峰股份	多业态零售	百货
22	百货	601086.SH	国芳集团	百货	连锁
23	百货	603101.SH	汇嘉时代	多业态零售	百货
24	百货	603123.SH	翠微股份	百货	百货

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

表 12: 纳入统计的零售行业 A 股上市公司 (非百货类)

	光大证券 分类	证券代码	公司简称	所属申万 三级行业	所属中信 三级行业
25	多业态零售	600729.SH	重庆百货	多业态零售	百货
26	多业态零售	600785.SH	新华百货	多业态零售	百货
27	多业态零售	600827.SH	百联股份	多业态零售	超市
28	多业态零售	601366.SH	利群股份	多业态零售	连锁
29	超市	000759.SZ	中百集团	超市	超市
30	超市	002251.SZ	步步高	超市	超市
31	超市	002264.SZ	新华都	超市	超市
32	超市	002336.SZ	*ST 人乐	超市	超市
33	超市	002697.SZ	红旗连锁	超市	超市
34	超市	600361.SH	华联综超	超市	超市
35	超市	601116.SH	三江购物	超市	连锁
36	超市	601933.SH	永辉超市	超市	超市
37	超市	603031.SH	安德利	超市	超市
38	超市	603708.SH	家家悦	超市	超市
39	专业市场及连锁	300755.SZ	华致酒行	专业连锁	连锁
40	专业市场及连锁	002344.SZ	海宁皮城	专业市场	贸易 III
41	专业市场及连锁	002818.SZ	富森美	专业市场	贸易 III
42	专业市场及连锁	600415.SH	小商品城	专业市场	贸易 III
43	专业市场及连锁	601828.SH	美凯龙	专业市场	连锁
44	专业市场及连锁	603214.SH	爱婴室	专业连锁	连锁
45	黄金珠宝	600655.SH	豫园股份	专业连锁	百货
46	黄金珠宝	002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	连锁
47	黄金珠宝	002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰	连锁
48	黄金珠宝	002721.SZ	金一文化	珠宝首饰	连锁
49	黄金珠宝	002731.SZ	萃华珠宝	珠宝首饰	连锁
50	黄金珠宝	002740.SZ	爱迪尔	珠宝首饰	高端及奢侈品
51	黄金珠宝	002867.SZ	周大生	珠宝首饰	高端及奢侈品
52	黄金珠宝	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	连锁
53	黄金珠宝	603900.SH	莱绅通灵	专业连锁	连锁

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE