

## 商业贸易

2021年06月06日

## “三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会

——商贸零售行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨妍（联系人）

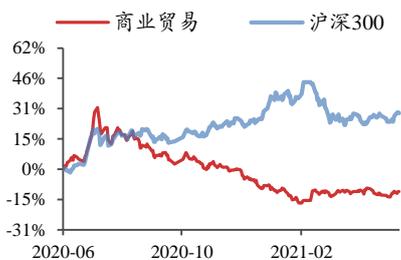
huangzepeng@kysec.cn

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790121010071

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业深度报告-医美行业深度专题

（一）产品篇：颜值经济时代医美需求风起，产品端龙头公司强者恒强》- 2021.5.31

《商贸零售行业周报-618 预售战幕拉开，新老平台入场玩法多样》- 2021.5.30

《商贸零售行业周报-爱美客态活泡泡针发布，卡位医美抗衰优质赛道》- 2021.5.23

### ● “三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会

本周（2021年5月31日）中共中央政治局召开会议，指出进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，有利于改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势。“七普”数据显示：我国人口结构存在老龄化加剧、出生率下降、劳动人口减少等问题，因此放开三胎、提振生育势在必行。我们认为，“三胎”政策放开及未来配套政策落地完善，有望带来新生儿数量增加，对零售消费领域中与生育消费场景相关细分行业将有明显促进。首先产品端，新生儿出生将提振母婴消费品的市场需求，涉及婴幼儿衣食住行的各类品牌商将显著受益，如奶粉、纸尿裤、童装领域，包括布局婴童洗护用品的部分化妆品公司（贝泰妮、上海家化）；其次渠道端，除电商外，增长最快的是线下的母婴连锁店业态；再看服务端，医疗服务（辅助生殖等）、母婴服务（月子中心、幼教托育）行业也将显著受益行业景气度整体提升。我们认为，“产品+服务”构筑母婴消费万亿市场，其中母婴连锁零售模式凭借对母婴消费上下游（品牌商、消费者）的渠道价值，核心竞争力突出；爱婴室、孩子王等头部企业目前均已开启全国扩张，品牌和规模优势将深筑护城河。

### ● 行业关键词：盒马 X 加速器、云蛙采采、百果园、天猫 618、京东 618 等

【盒马 X 加速器】盒马成立新品孵化中心“盒马 X 加速器”。

【云蛙采采】阿里巴巴推出社区团购小程序“云蛙采采”。

【百果园】百果园 5 月单月线上 GMV 突破 3 亿元。

【天猫 618】天猫 618 开场 1 小时淘宝直播成交超过 2020 年同期。

【京东 618】京东发布 618 首日战报：39 个品牌成交过亿。

### ● 板块行情回顾

本周（5月31日-6月4日）零售板块（商业贸易指数）报收 3253.71 点，上涨 1.16%，跑赢上证综指（本周下跌 0.25%）1.41 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 9 位。零售各细分板块中，本周贸易板块表现较好，2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅居首。个股方面，本周东方银星（+33.8%）、江苏国泰（+32.7%）、\*ST 跨境（+27.8%）涨幅靠前。

### ● 投资建议：颜值经济时代，关注竞争力突出的医美产品龙头

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

投资主线二（电商新零售）：重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和新兴业态（直播电商和社区团购），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情后消费复苏，线下零售重点关注黄金珠宝板块和受益“三胎”政策的母婴零售板块，重点推荐周大生、老凤祥和爱婴室。

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

## 目 录

1、 零售板块行情回顾.....	3
2、 零售观点：“三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会.....	5
2.1、 行业动态：“三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会.....	5
2.2、 投资建议：颜值经济时代，关注竞争力突出的医美产品龙头.....	8
2.2.1、 爱婴室：疫情缓和经营恢复，一季度收入利润均回归正增长.....	9
2.2.2、 周大生：终端需求回暖，渠道、产品、品牌多维发力布局.....	10
2.2.3、 华熙生物：终端业务（医美、化妆品）助推一季度收入、业绩高增.....	11
2.2.4、 贝泰妮：一季报超出业绩预告上限，敏感肌龙头扬帆起航.....	11
2.2.5、 爱美客：一季度业绩超预期，明星产品嗨体引领高增长.....	12
2.2.6、 家家悦：整体经营保持稳健，内生外延扩张有序推进.....	12
2.2.7、 老凤祥：年报一季报稳健增长，持续受益终端消费需求回暖.....	13
2.2.8、 吉宏股份：年报一季报高增长，“跨境电商+包装”双引擎成形.....	14
2.2.9、 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.....	14
2.2.10、 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.....	15
3、 零售行业动态追踪.....	16
3.1、 行业关键词：盒马 X 加速器、云蛙采采、百果园、天猫 618、京东 618 等.....	16
3.2、 公司公告：南极电商 2020 年年度权益分派实施等.....	17
4、 风险提示.....	20

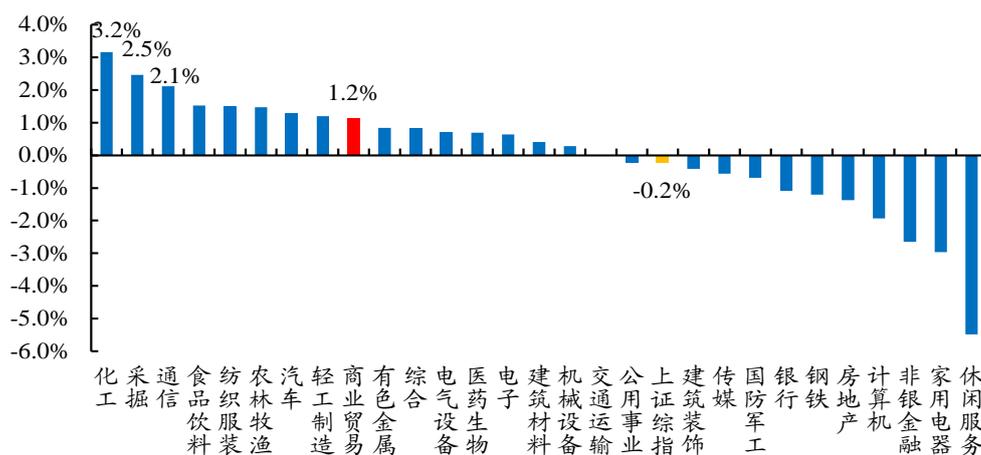
## 图表目录

图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 9 位.....	3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数上涨 1.16%.....	3
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数上涨 0.61%.....	3
图 4： 本周贸易板块涨幅最大，达 7.96%.....	4
图 5： 2021 年初至今珠宝首饰板块涨幅最高，达 20.18%.....	4
图 6： 2010 年以来我国人口政策不断放松.....	5
图 7： 我国劳动人口减少、老龄化加剧.....	6
图 8： 我国实际生育率水平显著低于育龄妇女生育意愿.....	6
图 9： 上海家化旗下母婴品牌“启初”.....	6
图 10： 贝泰妮旗下母婴品牌薇诺娜宝贝.....	6
图 11： “产品+服务”构成母婴消费万亿市场，母婴连锁店为中游重要渠道.....	7
图 12： 母婴店帮助品牌商做新品宣传和获客.....	7
图 13： 孩子王加速向全国扩张（2019 年）.....	7
表 1： 本周零售板块东方银星、江苏国泰、*ST 跨境等涨幅居前.....	4
表 2： 本周零售板块天音控股、居然之家、重庆百货等跌幅靠前.....	4
表 4： 重点推荐华熙生物、贝泰妮、爱美客、吉宏股份、周大生等.....	8
表 5： 本周重点推荐个股吉宏股份、周大生表现相对较好.....	16
表 6： 零售公司大事提醒：关注吉宏股份股东大会召开等.....	20
表 7： 零售行业大事提醒：关注中国国际电子商务博览会暨数字贸易博览会等.....	20

## 1、零售板块行情回顾

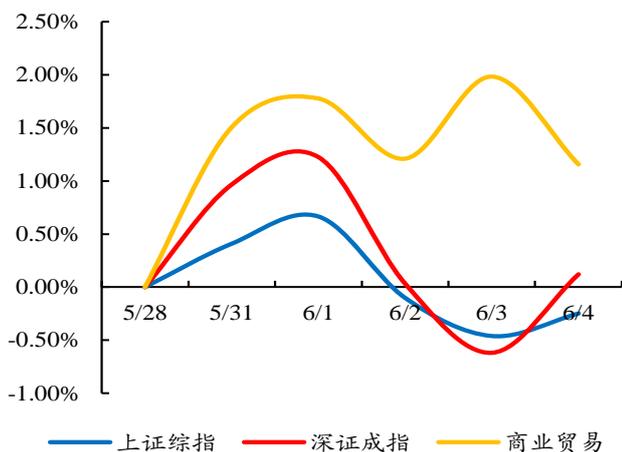
本周(5月31日-6月4日)A股下跌,零售板块上涨1.16%。上证综指报收3591.84点,全周累计下跌0.25%;深证成指报收14870.91点,周上涨0.12%;本周全部28个一级行业中,表现排名前三位的分别为化工、采掘和通信。零售行业指数(参照商业贸易指数)本周报收3253.71点,周涨幅为1.16%,在所有一级行业中位列第9位。2021年年初至今,零售行业上涨0.61%,表现弱于大盘(2021年年初至今上证综指累计上涨3.42%)。

图1: 本周零售板块(商业贸易指数)表现位列第9位



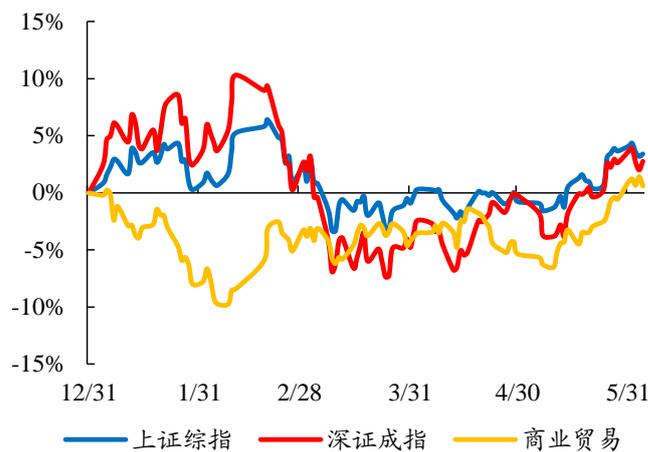
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周零售(商业贸易)指数上涨1.16%



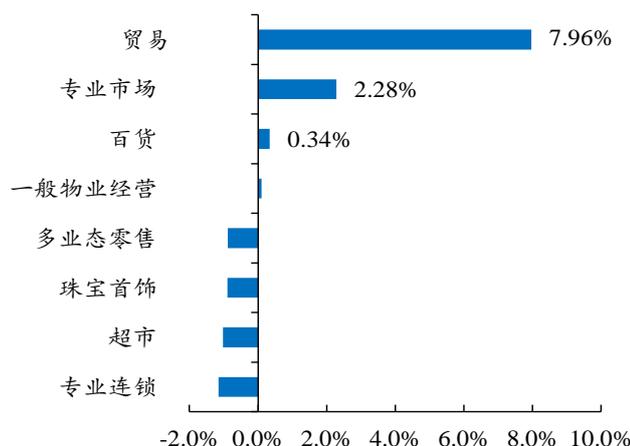
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2021年年初至今零售(商业贸易)指数上涨0.61%

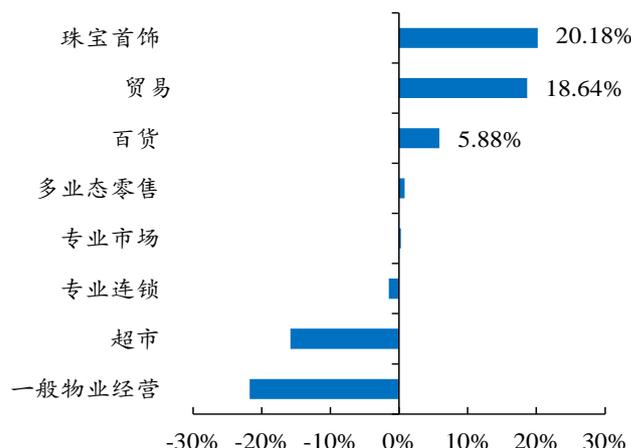


数据来源: Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中,贸易板块本周涨幅最大;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4个子行业上涨,其中贸易涨幅最大,周涨幅7.96%;2021年全年来看,珠宝首饰板块年初至今累计涨幅为20.18%,在零售行业各细分板块中领跑。

**图4: 本周贸易板块涨幅最大, 达 7.96%**


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 20.18%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周东方银星、江苏国泰、\*ST 跨境涨幅靠前。本周零售板块主要 85 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 37 家公司上涨、43 家公司下跌。其中, 本周个股涨幅排名前三位分别是东方银星、江苏国泰、\*ST 跨境, 周涨幅分别为 33.8%、32.7%和 27.8%。本周跌幅靠前公司为天音控股、居然之家、重庆百货等。

**表1: 本周零售板块东方银星、江苏国泰、\*ST 跨境等涨幅居前**

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	600753.SH	东方银星	48.80	33.8%	53.5%	163.2%	贸易III
2	002091.SZ	江苏国泰	9.30	32.7%	25.9%	33.4%	贸易III
3	002640.SZ	*ST 跨境	2.48	27.8%	20.7%	-51.8%	多业态零售
4	600306.SH	*ST 商城	7.92	27.7%	0.4%	52.9%	百货
5	600857.SH	宁波中百	12.96	14.8%	8.8%	45.9%	百货
6	000906.SZ	浙商中拓	12.33	12.9%	8.4%	84.6%	贸易III
7	000759.SZ	中百集团	5.77	10.3%	2.0%	-5.7%	超市
8	600738.SH	丽尚国潮	9.25	9.6%	34.3%	44.1%	专业市场
9	300755.SZ	华致酒行	46.90	8.7%	15.9%	79.8%	专业连锁
10	600755.SH	厦门国贸	7.69	7.0%	12.5%	15.1%	贸易III

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/06/04)

**表2: 本周零售板块天音控股、居然之家、重庆百货等跌幅靠前**

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价(元)	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	000829.SZ	天音控股	7.30	-12.7%	24.4%	10.6%	专业连锁
2	000785.SZ	居然之家	6.50	-11.0%	9.0%	-22.5%	多业态零售
3	600729.SH	重庆百货	26.88	-10.2%	6.7%	4.1%	多业态零售
4	600865.SH	百大集团	8.65	-9.0%	12.7%	21.0%	百货
5	600814.SH	杭州解百	7.45	-8.9%	20.3%	33.3%	百货

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/06/04)

## 2、零售观点：“三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会

### 2.1、行业动态：“三胎”政策放开，带来母婴消费行业发展机会

本周（2021年5月31日），中共中央政治局召开会议，审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》。会议指出，进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，有利于改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势。我们对2010年以来我国人口政策的变迁历程进行梳理，可以看到，从单独放开二胎到全面放开二胎再到逐步放开三胎，整体人口政策在不断放松。从二胎政策的实践经验来看，生育政策放松在短期内确实能促进新生儿数量的增长，但长期来看，造成新生儿下降问题的症结更多在于年轻群体的生育观念改变和经济压力，严重制约了政策的持续效果。因此，如何促进生育政策和配套经济社会政策的衔接，才是我国人口政策的重中之重。

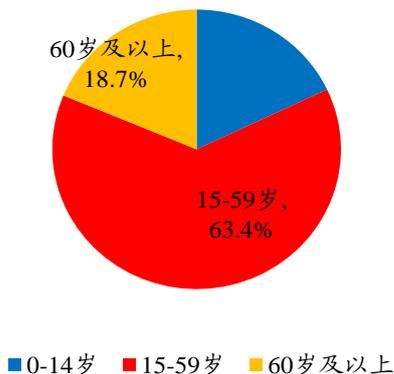
图6：2010年以来我国人口政策不断放松

	2010.01.06	2013.03.14	2013.12.28	2015.10.29	2021.05.31
政策发布者	国家人口计生委	国务院	第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议	十八届五中全会	中央政治局会议
政策名称	《国家人口发展“十二五”规划思路(征求意见稿)》	《第十二届全国人民代表大会第一次会议关于国务院机构改革和职能转变方案的决定(草案)》	《全国人民代表大会常务委员会关于调整完善生育政策的决议》	《中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报》	《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》
主要内容	稳妥开展实行“夫妻一方为独生子女的家庭可以生育第二个孩子”的政策试点工作。	组建国家卫生和计划生育委员会。主要职责是，统筹规划医疗卫生和计划生育服务资源配置，组织制定国家基本药物制度，拟订计划生育政策，监督管理公共卫生和医疗服务，负责计划生育管理和服务工作等。	在坚持计划生育的基本国策基础上，同意启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策。全国人民代表大会常务委员会和地方各级人民代表大会常务委员会要加强对人口与计划生育法和本决议实施情况的监督检查，使相关法律和本决议得到有效实施。	提出促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策，积极开展应对人口老龄化行动。	各级党委和政府要加强统筹规划、政策协调和工作落实，依法组织实施三孩生育政策，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，健全重大经济社会政策人口影响评估机制。要将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑。

资料来源：央视新闻、中国政府网、开源证券研究所

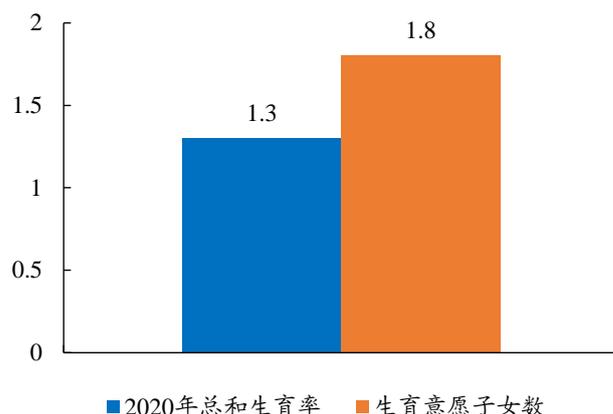
**“七普”数据显示：我国人口结构存在老龄化加剧、出生率下降、劳动人口减少等问题，因此放开三胎、提振生育势在必行。**根据第七次全国人口普查数据显示，我国60岁及以上人口占比已达到18.7%，同比2010年数据+5.4pct，显示我国人口老龄化进程加剧、人口红利退却等问题。值得注意的是，受育龄妇女数量持续减少和“二孩”效应逐步减弱影响，2020年我国育龄妇女总和生育率仅为1.3，低生育率也是我国面临的重要现实问题。但根据国家统计局调查数据，我国育龄妇女的生育意愿子女数为1.8，显著大于现实的总和生育率水平，因此我们认为仍存在较大的生育潜力。结合目前人口现状，改善我国人口结构、落实积极应对人口老龄化国家战略、保持我国人力资源禀赋优势刻不容缓，因此放开三胎、提振生育势在必行。

图7: 我国劳动人口减少、老龄化加剧



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图8: 我国实际生育率水平显著低于育龄妇女生育意愿



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

**“三胎”政策放开，对零售消费行业带来发展机会。**“三胎”政策放开及未来配套政策落地完善，有望带来新生儿数量增加，对零售消费领域中与生育消费场景相关的细分行业将有明显促进。首先产品端，新生儿出生将提振母婴消费品的市场需求，涉及婴幼儿衣食住行的各类品牌商将显著受益，如奶粉（飞鹤、澳优、贝因美）、纸尿裤和童装领域相关公司等；值得注意的是，部分化妆品公司旗下品牌，如上海家化的母婴品牌启初、贝泰妮子品牌 Winona Baby 等，在婴童洗护用品方面也有所布局。其次渠道端，母婴连锁店（爱婴室、孩子王）等渠道，已展示出对母婴消费上下游较强的渠道价值和竞争力。再看服务端，医疗服务行业的辅助生殖、产前检测板块，母婴服务行业的月子中心（爱帝宫）、幼教托育机构等，也将受益行业景气度整体提升。

图9: 上海家化旗下母婴品牌“启初”



资料来源: 上海家化官网

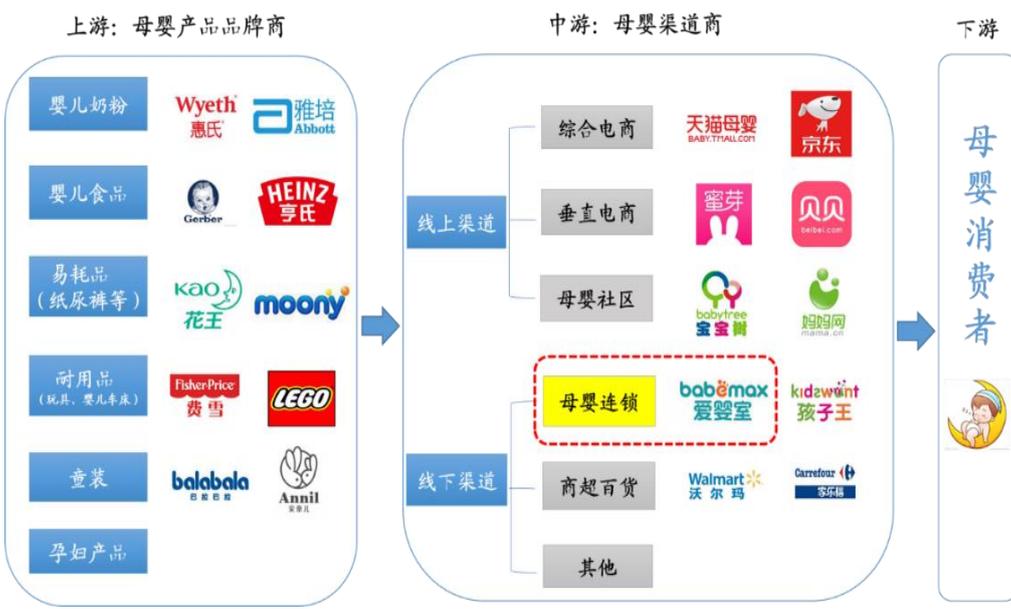
图10: 贝泰妮旗下母婴品牌薇诺娜宝贝



资料来源: 薇诺娜官网

**母婴消费是“三胎”政策最直接受益行业，“产品+服务”构筑万亿市场。**根据罗兰贝格咨询分类，母婴行业可分为“产品+服务”两大板块，其中产品包括婴儿奶粉、婴儿食品、易耗品（纸尿裤、奶瓶奶嘴等用品）、耐用品（玩具、婴儿车床）和童装、孕妇产品等；服务则涵盖婴幼儿教育、娱乐、医疗保健等方面。消费升级驱动母婴行业蓬勃发展，根据罗兰贝格预测，2020年市场规模超过3万亿元。具体从产业链来看，母婴行业上游为各类母婴产品品牌商，下游为终端母婴消费者，中游为以线下母婴连锁店、线上电商等为代表的各类母婴零售渠道；此外，还有以月子中心、托育和早教机构为代表的各类母婴服务商。

图11: “产品+服务”构成母婴消费万亿市场，母婴连锁店为中游重要渠道



资料来源：罗兰贝格、爱婴室等各公司官网、开源证券研究所

我们看好母婴连锁零售模式，对母婴消费上下游（品牌方和消费者）渠道价值突出。对下游消费者来说，母婴连锁店由品牌、渠道的双重背书构成产品品质保障，一站式购物满足便利需求，价格上也具备较强竞争力。对上游品牌方来说，行业竞争日趋激烈，新品迭代加快、新客获取重要性提升，线下门店提供了品牌展示宣传的最佳渠道和暖心交流空间，在推新、拉新方面的渠道价值不可替代。

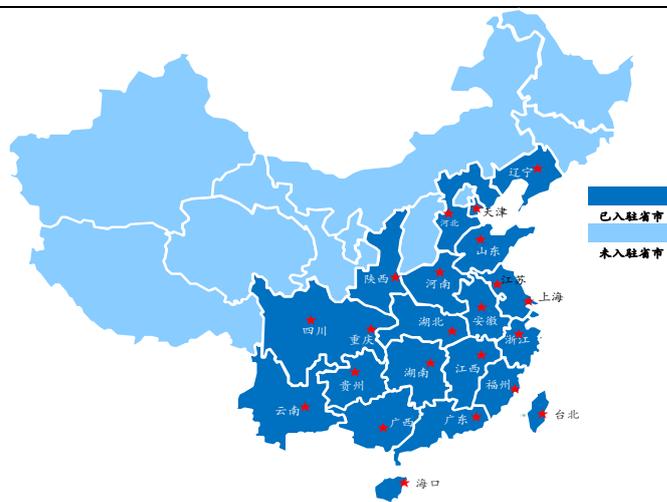
母婴连锁头部企业加速全国扩张和资本化，孩子王即将登陆 A 股。近年来，孩子王、爱婴室等行业头部公司受益资本加持逐步建立了品牌和规模优势，并开启对外整合并购和全国化扩张：(1)爱婴室立足华东，积极向西南、华南地区拓展，目前(2021Q1)拥有门店 290 家，另有已签约待开业门店 17 家；未来公司以“品牌+全渠道”多维加码布局，拓展母婴服务市场，提升长期竞争力。(2)孩子王从华东、华中向外扩张，截至 2020 年底，已在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省（市）、131 个城市开设了 434 家直营门店；2021 年，公司即将登陆 A 股市场。

图12: 母婴店帮助品牌商做新品宣传和获客



资料来源：开源证券研究所

图13: 孩子王加速向全国扩张（2019 年）



资料来源：孩子王官网、开源证券研究所

## 2.2、投资建议：颜值经济时代，关注竞争力突出的医美产品龙头

**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，国货美妆品牌有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势弯道超车。2021 年一季度，化妆品公司整体经营业绩表现优异，同时各类新产品也在持续推向市场。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（国货敏感肌龙头），受益标的包括完美日记、珀莱雅和青松股份等。

**(2) 医美：**颜值经济时代，消费者旺盛变美需求驱动医美（“轻医美”）行业蓬勃发展。产业链中，医美产品生产商凭借技术、资质壁垒掌握产业链核心环节。在医美产品领域，我们重点看好透明质酸、肉毒素、再生类和光电射频四条有望长期高景气的细分赛道，重点推荐爱美客（玻尿酸产品龙头，已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等明星产品矩阵，壁垒深厚、新品可期）和华熙生物（透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间），受益标的包括华东医药、四环医药、昊海生科、复锐医疗科技等。（详见开源零售 2021 年 5 月 31 日深度研究报告《医美行业深度专题（一）产品篇：颜值经济时代医美需求风起，产品端龙头公司强者恒强》）。

**投资主线 2：疫情驱动电商渗透率提升，重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）、两个新兴业态（直播电商和社区电商）。**投资建议：天时地利人和齐具推动中国出口跨境电商行业快速发展，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、精细化运营竞争优势突出，发力 SaaS 平台建设并借品牌拓展国内新零售电商，近期推出股权激励计划，绑定核心业务电商团队人才）；新零售模式建议关注快速发展的直播电商（品牌店铺自播）和社区电商（代表性模式为社区团购，行业头部企业包括美团、拼多多、兴盛优选等，未来有望发展为深耕下沉市场的社区电商）。

**投资主线 3：疫情缓和、消费复苏，关注竞争力突出的线下零售细分赛道龙头（黄金珠宝、母婴零售）。**受益婚庆需求释放，黄金珠宝品类终端消费明显回暖（2021 年 1-4 月金银珠宝社零增速持续领跑各可选消费品类），重点推荐周大生（在时尚珠宝和线上电商直播领域先发布局）和品牌力突出的老凤祥，受益标的周大福。此外，“三胎”放开，母婴消费有望迎来政策红利，其中母婴连锁零售赛道凭借对上游品牌方和下游消费者的突出渠道价值，有望显著受益，重点推荐爱婴室、受益标的孩子王。

**表4：重点推荐华熙生物、贝泰妮、爱美客、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 年实现营收 26.3 亿元（+39.6%），归母净利润 6.5 亿元（+10.3%）； 2021 年一季度实现营收 7.77 亿元（+111.1%），归母净利润 1.52 亿元（+41.1%）。 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 26.36 亿元（+35.6%），归母净利润 5.44 亿元（+31.9%）； 2021 年一季度实现营收 5.07 亿元（+59.3%），归母净利润 0.79 亿元（+45.8%）。 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（+27.2%），归母净利润 4.4 亿元（+43.9%）； 2021 年一季度实现营收 2.59 亿元（+227.5%），归母净利润 1.71 亿元（+296.5%）。 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

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			头，研发、推新能力突出，新近推出杰活泡泡针新品，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 年实现营收 44.10 亿元 (+46.56%)，归母净利润 5.59 亿元 (+71.25%)； 2021 年一季度实现营收 11.78 亿元 (+81.48%)，归母净利润 0.92 亿元 (+24.59%)。 公司跨境电商深度受益东南亚市场红利，精细化运营核心竞争力突出；未来公司发力 SaaS 服务平台建设并借品牌拓展国内新零售电商，有望带来新的成长。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2020 年实现营收 50.84 亿元 (-6.5%)，归母净利润 10.13 亿元 (+2%)； 2021 年一季度实现营收 11.6 亿元 (+71%)，归母净利润 2.4 亿元 (同比+134%)； 黄金珠宝行业终端需求显著回暖，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，新品牌有望贡献新的增量。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年实现营收 517 亿元 (+4%)，归母净利润 16 亿元 (+13%)； 2021 年一季度实现营收 172 亿元 (+19%)，归母净利润 6 亿元 (+74%)。 黄金珠宝行业消费需求持续回暖，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来的经营效率优化，有望共同推动公司持续稳健增长。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2020 年实现营收 440.51 亿元 (+0.3%)，归母净利润 36.10 亿元 (+12.8%)； 2021 年一季度实现营收 108.6 亿元 (+4.5%)，归母净利润 5.8 亿元 (+77.9%)。 疫情下公司珠宝板块逆势扩张，同时通过“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。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2020 年实现营收 22.56 亿元 (-8.3%)，归母净利润 1.17 亿元 (-24.4%)； 2021 年一季度实现营收 5.4 亿元 (+4.6%)，归母净利润 0.11 亿元 (+25.9%)。 疫情影响消退，公司经营持续恢复。“三胎”放开有望带来持续政策红利，长期看，母婴连锁店业态仍具备重要渠道价值，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。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2020 年实现营收 90.53 亿元 (+15.7%)，归母净利润 5.05 亿元 (-2.2%)； 2021 年一季度实现营收 22.60 亿元 (-3.6%)，归母净利润 1.24 亿元 (-13.3%)。 公司主营便利店业态卡位社区流量，在川蜀地区已构筑区域竞争优势，未来提速展店叠加品类结构优化，有望实现持续成长。
603708.SH	家家悦	超市	2020 年实现营收 166.78 亿元 (+9.3%)，归母净利润 4.28 亿元 (-6.5%)； 2021 年一季度实现营收 47.15 亿元 (-4.1%)，归母净利润 1.28 亿元 (-27.2%)。 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、爱婴室：疫情缓和经营恢复，一季度收入利润均回归正增长

**深耕线下零售的母婴消费专家，公司 2021 年一季度收入业绩恢复正增长。**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 年公司业绩受疫情影响下滑；2021Q1 实现营业收入 5.43 亿元 (+4.64%)，归母净利润 0.11 亿元 (+25.89%)，随着疫情影响消除，公司经营持续恢复。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。

**疫情缓和，线下门店经营逐步恢复，综合毛利率仍在提升。**随着疫情缓和，公司经营稳步恢复。分渠道看，2021Q1 门店销售收入 4.67 亿元 (+3.29%)，电商收入 0.26 亿

元 (-8.58%)，此外，婴儿抚触和其他业务收入分别+211.67%/+47.97%。分产品看，奶粉/用品/食品类分别实现营收 2.67/1.20/0.41 亿元，同比基本持平表现稳健；棉纺、车床等品类则在低基数下明显修复，同比+32.50%/+53.60%。盈利能力方面，奶粉毛利率 19.35% (-2.15pct) 有所下滑，但是用品类、棉纺类及玩具类毛利率分别同比+2.33pct/+1.64pct/+7.54pct，推动公司整体毛利率达到 28.94%(+1.30pct)，仍在提升。费用方面，2021Q1 公司销售/管理/财务费用率为 23.18%/3.55%/1.41%，同比-0.54pct/+0.29pct/+1.37pct，其中财务费用率同比提升幅度较大主要系新租赁准则影响。

**“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”方向多维加码布局：持续优化商品结构，丰富自有品牌矩阵，提升毛利率；继续优化门店结构（2021Q1 新开/关闭门店 6/6 家，期末门店总数 290 家，此外另有已签约待开店 17 家）并积极推进门店陈列和数字化升级。公司组建电商营销团队入驻第三方平台，积极探索新媒体营销方式，借助社交媒体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，既向上游拓展玩具等品类，也布局托育早教业务拓展母婴服务市场，有望进一步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 5 月 6 日信息更新报告《**爱婴室 (603214.SH): 疫情缓和经营恢复，一季度收入利润均回归正增长**》等。

### 2.2.2、周大生：终端需求回暖，渠道、产品、品牌多维发力布局

**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 年一季度实现营收 11.57 亿元 (+70.7%)，归母净利润 2.35 亿元 (同比+133.9%，相较 2019 年同期增长 21.3%)，低基数下实现高增长符合预期。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。

**疫情缓和，线下渠道经营显著恢复，费用率回归正常水平。**随着疫情缓和，黄金珠宝行业终端消费需求持续回暖（2021 年 1-3 月金银珠宝类社零销售额累计同比大幅增长 93.4%），周大生作为行业头部品牌显著受益。分渠道看，2021Q1 公司自营线下/互联网线上/加盟业务分别实现收入 3.44/1.47/6.27 亿元，同比增速分别为+96.6%/-23.1%/+122.4%，线下渠道整体恢复较好，电商渠道小幅下降主要系高基数影响。盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率为 40.4% (-2.9pct)，销售/管理/财务费用率分别为 11.6% (-8.3pct) /1.8% (-1.4pct) /-0.4% (+0.1pct)，公司经营恢复常态后，各项费用率回归正常水平。

**黄金珠宝行业持续回暖，公司在时尚珠宝和线上线下渠道多元发力布局。**黄金珠宝行业持续高景气，公司也在渠道、产品和品牌建设等多方面发力布局。渠道方面：2021 年一季度，公司线下新开/净开门店 75 家/2 家，截止报告期末门店总数达到 4191 家，2021 年预计重回开店快车道，区域上将重点加强一二线城市核心商圈卡位布局；线上继续巩固电商和直播渠道先发优势，实现更精准有效的消费者触达。产品方面：公司继续完善产品矩阵，推进“一口价”黄金产品销售，增加品牌使用费收入。品牌方面：公司发力时尚社交珠宝子品牌 DC，同时收购婚戒定制品牌 BLOVE、运营台湾品牌今生金饰，品牌矩阵不断完善，有望进一步提升公司品牌力和竞争力。

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 4 月 30 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ): 终端需求回暖, 渠道、产品、品牌多维发力布局》等。

### 2.2.3、华熙生物: 终端业务 (医美、化妆品) 助推一季度收入、业绩高增

华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 公司 2021 年一季度收入、利润均实现高增长。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。公司 2021Q1 实现营收 7.77 亿元 (+111.12%)、归母净利润 1.52 亿元 (+41.05%)、扣非归母净利润 1.39 亿元 (+48.27%), 低基数下实现高增长。我们认为, 华熙生物作为全球透明质酸产业龙头, 构建“原料+终端”全产业链布局核心竞争优势突出, 未来四轮驱动有望打开新的成长空间。

**功能性护肤品保持高增长, 疫情对医美业务影响逐渐消除。**公司 2021Q1 收入大幅增长。分业务看, 我们预计功能性护肤品业务保持高增长 (根据我们跟踪的线上电商数据, 2021Q1 公司夸迪、润百颜天猫旗舰店分别同比+396%/+135%); 而随着疫情对医美机构影响逐渐消除, 公司医疗器械业务也显著恢复 (我们预计娃娃针等表现较好)。再看盈利能力: 2021Q1 公司毛利率为 78.7%, 同比提升 1.60pct、环比 Q4 降低 3.53pct, 我们预计与产品结构变化有关; 费用方面, 2021Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 43.6%/5.4%/5.0%, 期间费用率合计为 53.7%, 同比提升 11.9pct, 主要系公司发力终端业务带来较高营销费用影响。2021Q1 净利率为 19.6%, 环比 Q4 基本持平。

**原料稳健, 叠加终端化妆品、医美、功能性食品, 四轮驱动打开成长空间。**(1) 原料业务: 作为公司基石业务, 产能释放带来进一步成长。(2) 医疗器械: 润致 Aqua 娃娃针放量, 此外公司推出全球首款专研针对静态纹的御龄双子针产品组合, 医美业务战略升级;(3) 功能性护肤品: 紧抓“成分党”风口, 打造多品牌矩阵覆盖高景气优质赛道: 润百颜品牌联合天猫小黑盒推出首个新锐国货超级新品计划, 夸迪作为四大国货代表品牌之一入选李佳琦《爆款中国》系列, 品牌力持续提升, 未来有望持续高增长;(4) 功能性食品: 公司 3 月发布国内首款透明质酸饮用水“水肌泉”, 近期推出国内首个透明质酸品牌“黑零”, 四轮驱动形成有望打开新的成长空间。

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》和 2021 年 4 月 29 日信息更新报告《华熙生物 (688363.SH): 终端业务 (医美、化妆品) 助推一季度收入、业绩高增》。

### 2.2.4、贝泰妮: 一季报超出业绩预告上限, 敏感肌龙头扬帆起航

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头, 公司 2020 年业绩高速增长, 2021Q1 利润超出预告上限。公司 2020 年实现营收 26.36 亿元 (+35.64%)、归母净利润 5.44 亿元 (+31.94%); 2021Q1 实现营收 5.07 亿元 (+59.32%)、归母净利润 0.79 亿元 (+45.83%), 超出业绩预告上限。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。

**线上渠道高速增长, 注重研发投入加深护城河。**分渠道看, 线上渠道同比+46.4% (其中自营同比+54.3%, 经销代销同比+25.6%; 阿里系同比+60.0%, 薇诺娜专柜服务平台同比+19.8%), 实现高速增长, 占总收入比重已达 82.9%; 线下渠道同比-0.4% (2020H1、H2 分别同比-11.8%、+7.0%), 疫情后明显恢复。分品类看, 护肤、彩妆、医疗器械品类同比+40.5%/+2.6%/+2.4%。盈利能力方面, 2020/2021Q1 毛利率分别为

76.25%/78.14% (若剔除新收入准则调整影响, 还原后 2020 年毛利率为 80.46%), 保持高水平。费用方面, 2020/2021Q1 期间费用率分别合计 50.8%/58.2%, 同比分别-2.5pct/-1.0pct, 规模效应已经逐渐体现, 但销售费用和研发费用仍保持较高投入。

**线上+线下双重发力, 新品牌、新品类、新产品有望持续贡献增量。**渠道方面, 未来公司直供客户 (OTC、屈臣氏) 渠道不断延伸。营销方面, 公司主办敏感肌高峰论坛, 旗下品牌薇诺娜作为第一个受邀国货品牌入驻天猫品牌日, 2021 年 3 月官宣舒淇为品牌代言人。产品方面, 公司在夯实核心舒敏产品线的同时, 打造了销量黑马“冻干面膜”, 并在近期推出了主打抗初老的新品双修赋活精华液, 销售额 4 月位居旗舰店第一。我们认为, 公司作为敏感肌细分领域龙头, 品牌形象深入人心, 未来, 随着 WINONA Baby 等新品牌孵化、彩妆等新品类拓展, 公司有望保持较高速增长。

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》和 2021 年 4 月 29 日信息更新报告《贝泰妮 (300957.SZ): 一季报超出业绩预告上限, 敏感肌龙头扬帆起航》。

### 2.2.5、爱美客: 一季度业绩超预期, 明星产品嗨体引领高增长

**深耕玻尿酸产品市场的国内医美行业龙头, 2021 年一季度收入、利润均实现高增长。**公司 2021Q1 实现营收 2.59 亿元 (+227.52%)、归母净利润 1.71 亿元 (+296.50%), 高增长超预期。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。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。

**疫情对医美消费影响逐渐消除, 公司差异化布局和明星产品优势显现。**随着疫情对医疗美容消费影响逐渐消除, 叠加公司差异化布局和明星产品品牌力优势显现, 2021Q1 公司收入端同比+227.52%大幅增长, 环比 Q4 也增长 5.92%。具体来看, 我们预计公司明星产品嗨体销售快速增长, 其中熊猫针终端出货情况也有较大提升。再看盈利能力方面, 2021Q1 公司毛利率为 92.5%, 同比提升 2.67pct, 预计与产品结构变化有关 (高毛利率嗨体、熊猫针等产品销售占比提升); 费用方面, 2021Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 10.7%/4.5%/9.0%, 期间费用率合计 19.6% (同比降低 12.7pct, 环比 Q4 降低 6.6pct), 规模效应显现。2021Q1 公司净利率为 63.9%, 同比提升 10.6pct, 盈利能力保持在较高水平。

**颜值经济时代, 医美龙头深筑竞争壁垒, 新品推出有望贡献增量。**颜值经济时代, “变美” 需求驱动轻医美赛道蓬勃发展; 公司是国产医美龙头, 产品技术、安全性和有效性已得到下游医美机构和终端消费者认可, “嗨体”、“爱芙莱”、“宝尼达” 等品牌影响力也不断增强。未来, 公司在渠道端通过完善营销网络、加强学术推广培训等方式深度参与机构运营, 增强终端黏性; 产品端通过自主研发、合作研发、投资入股等方式推动产品升级与新品研发, 深筑竞争壁垒。此外, 公司童颜针产品有望年内获批, 叠加入局 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, 未来均有望为公司不断贡献增量。

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 4 月 27 日信息更新报告《爱美客 (300896.SZ): 一季度业绩超预期, 明星产品嗨体引领高增长》。

### 2.2.6、家家悦: 整体经营保持稳健, 内生外延扩张有序推进

**胶东地区生鲜超市龙头, 公司 2020 年年报稳健增长、2021 年一季报受高基数影响小**

幅下滑。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。公司 2020 年实现营收 166.78 亿元（+9.3%），归母净利润 4.28 亿元（-6.5%）；2021Q1 营收 47.15 亿元（-4.1%），归母净利润 1.28 亿元（-27.2%），整体符合预期。我们认为，物流供应链优势保障了公司的省内外扩张能力，尽管短期业绩受开店费用等影响，但未来随着门店成熟，公司盈利能力有望迎来修复。

**2020 年受疫情影响同店增速前高后低，主营业务毛利率稳步提升。**2020 年公司整体经营稳健，收入端（剔除新会计准则影响后）同比增速达到 17.9%，两年以上可比店同店增速为 2.5%。分品类看，可比口径下公司 2020 年生鲜/食品/百货类收入增速分别为 +22.9%/+13.9%/+9.9%。此外，2020 年公司自有品牌销售占比已达到 13.7%（+3.4pct），主营业务毛利率提升至 19.2%（+1.6pct）。费用方面，2020 年公司销售/管理/财务费用率分别为 17.7%（+1.9pct）/2.0%（-0.1pct）/0.1%（+0.1pct），2021Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.6%（+3.1pct）/2.0%（-0.4pct）/1.3%（+1.4pct），销售费用增长主要与开店提速有关。

**自建+并购持续推进省内外布局，物流供应链优势为连锁扩张提供有力保障。**公司 2020 年新增门店 132 家（大卖场 47 家、综合超市 78 家）并初步探索加盟店 20 家，2021Q1 新增门店 49 家（新开店 23 家、并表内蒙古维乐惠超市 26 家），全年计划新开店 100 家，保持较快拓展速度。公司也持续优化供应链体系：淮北物流中心投入使用、生鲜加工模式异地复制，物流供应链能力提升将为公司连锁业态拓展提供有力支撑。此外，面对环境变化和互联网新业态竞争，公司积极推进线上线下融合（到家、直播、团购）和数字化建设，提升长期核心竞争力。

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 2021 年 4 月 29 日信息更新报告《家家悦（603708.SH）：整体经营保持稳健，内生外延扩张有序推进》等。

### 2.2.7、老凤祥：年报一季报稳健增长，持续受益终端消费需求回暖

**老凤祥为黄金珠宝行业龙头。**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，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。公司 2020 年实现营收 517 亿元（+4%），归母净利润 16 亿元（+13%）；其中 2020Q4 单季营收 79 亿元（+5%），归母净利润 4 亿元（+46%）；2021Q1 单季营收 172 亿元（+19%），归母净利润 6 亿元（+74%），环比持续恢复。

**疫情下展现强韧性，全国订货会帮助批发业务 2020 年实现正增长。**2020 年，公司积极应对疫情挑战，通过疫情后两场全国订货会等方式，帮助批发收入全年实现+4%增长，展现较强韧性。2021Q1 公司营收延续增长势头，归母净利润大幅增长主要系资产处置收益所致。盈利能力方面，2020 年公司毛利率为 8.18%（-0.29pct），销售/管理/财务费用率分别为 1.33%（-0.17pct）/0.83%（-0.16pct）/0.56%（+0.05pct）。2021Q1 毛利率为 7.64%（-0.53pct），销售/管理/财务费用率分别为 1.60%（-0.34pct）/0.65%（+0.01pct）/0.49%（-0.03pct）。

**行业持续回暖、公司渠道稳步扩张，“十四五”跨越式发展起航。**受益于疫情缓和、婚庆需求释放，2020 年三季度以来黄金珠宝行业持续回暖：社零数据显示，2021 年

1-3 月金银珠宝类零售额累计同比大幅增长 93.4%。公司以品牌为引领，稳步推进渠道扩张，截至 2020 年末公司营销网点总数达到 4450 家（含海外银楼 19 家），其中自营银楼 180 家、连锁加盟店 4270 家，全年实现营销网点净增长 557 家（2019 年全年净增长为 372 家），疫情下逆势扩张展现较强韧性。未来，公司聚焦品牌、人才、技术和规模优势，发力拓展新兴区域市场，推进全方位的核心竞争力提升，有望在“十四五”期间实现跨越式发展。

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 2021 年 4 月 27 日信息更新报告《**老凤祥 (600612.SH): 年报一季报稳健增长, 持续受益终端消费需求回暖**》等。

### 2.2.8、吉宏股份: 年报一季报高增长, “跨境电商+包装”双引擎成形

**东南亚跨境电商龙头, 2020 年业绩延续高增长, 2021Q1 收入增长提速。**公司前身为厦门正奇, 2017 年起进军互联网领域, 设立厦门吉客印开展 To C 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。2020 年公司实现营业收入 44.1 亿元 (+46.56%), 归母净利润 5.59 亿元 (+71.25%); 2021Q1 公司实现营收 11.78 亿元 (+81.48%), 归母净利润 0.92 亿元 (+24.59%), 跨境电商驱动持续高增长。我们认为, 公司跨境电商深度受益东南亚市场红利, 精细化运营核心竞争力突出; 未来公司发力 SaaS 服务平台建设并借品牌拓展国内新零售电商, 有望带来新的成长。

**“跨境电商+包装”双增长引擎成形, 精准营销广告业务进行战略调整。**2020 年, 公司跨境电商/包装/广告业务分别实现营收 25.51 (+114.3%)/15.08 (+11.35%)/3.20 (-31.15%) 亿元, 归母净利润分别为 3.67 (+157.6%)/1.09 (+73.3%)/0.75 (-38.3%) 亿元。其中, 跨境电商 (海外疫情驱动消费需求向线上转移) 和包装 (受益限塑令推进) 业务已构成公司“双增长引擎”, 而广告业务受市场环境变化影响处于战略调整状态。2021Q1, 公司跨境电商/包装/广告业务分别实现营收 6.35 (+135.08%)/4.92 (+77.78%)/0.40 (-60.47%) 亿元, 归母净利润分别为 0.61 (+83.80%)/0.25 (+111.28%)/0.10 (-65.71%) 亿元。盈利能力方面, 毛利率波动主要系会计准则调整 (运费包装费计入营业成本) 影响。

**海外跨境电商向“卖水人”升级, 国内电商市场借力品牌资源开拓。**公司是东南亚跨境电商龙头, 目标市场空间广阔, 而公司单页电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理等方面已建立起基于海量数据经验的深厚竞争壁垒。未来, 公司一方面逐步推进产品品牌化、营销精细化, 另一方面打造电商 SaaS 服务平台, 为海量国内中小卖家提供一站式解决方案, 从掘金者向卖水人升级。此外, 2021 年公司开始借助品牌资源 (贵州遵义白酒等) 和流量运营开拓国内电商市场, 也有望进一步提升公司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 4 月 23 日信息更新报告《**吉宏股份 (002803.SZ): 年报一季报高增长, “跨境电商+包装”双引擎成形**》。

### 2.2.9、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，有望实现持续增长。

**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。

#### 2.2.10、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 公司实现营收 108.6 亿元 (+4.5%)，归母净利润 5.8 亿元 (+77.9%)。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、食饮、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。

**“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**》。

**表5: 本周重点推荐个股吉宏股份、周大生表现相对较好**

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688363.SH	华熙生物	买入	245.00	-2.53%	1.65	2.26	2.93	148	109	84
300957.SZ	贝泰妮	买入	254.64	-5.12%	1.88	2.63	3.55	135	97	72
603708.SH	家家悦	买入	19.38	-1.42%	0.79	0.95	1.14	25	20	17
603214.SH	爱婴室	买入	25.90	-0.04%	1.23	1.58	1.97	21	16	13
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.88	-1.84%	0.45	0.52	0.61	13	11	10
600612.SH	老凤祥	买入	58.28	-0.51%	3.41	3.91	4.48	17	15	13
002803.SZ	吉宏股份	买入	26.65	6.69%	2.00	2.65	3.45	13	10	8
002867.SZ	周大生	买入	29.28	3.79%	1.85	2.29	2.77	16	13	11
300896.SZ	爱美客	买入	647.61	-1.28%	3.24	4.85	6.93	200	133	93
600655.SH	豫园股份	买入	13.73	-2.62%	1.07	1.28	1.49	13	11	9

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/06/04)

### 3、零售行业动态追踪

#### 3.1、行业关键词: 盒马 X 加速器、云蛙采采、百果园、天猫 618、京东 618 等

##### 【盒马 X 加速器】盒马成立新品孵化中心“盒马 X 加速器”

5月31日,盒马宣布成立新品孵化中心“盒马 X 加速器”,计划面向合作伙伴推出“五个0”举措:即0启动资金、0合作门槛、0渠道费用、0退货成本、0元营销大礼包。(来源:亿邦动力网)

##### 【叮咚买菜】叮咚买菜宣布进驻厦门

5月31日,生鲜电商叮咚买菜宣布进驻厦门,首批开设近30家前置仓,为各仓周边3公里范围内的用户提供最快29分钟送达的生鲜到家服务。(来源:亿邦动力网)

##### 【云蛙采采】阿里巴巴推出社区团购小程序“云蛙采采”

6月1日,阿里巴巴在微信端上线了一款名为“云蛙采采”的小程序。据介绍,云蛙采采是一个新零售社区电商服务平台,通过赋能社区便利店,解决社区消费者对高性价比商品和服务需求,同时依托社区实体便利店,为社区用户构筑半小时的社区生活服务圈。(来源:未来消费 APP)

##### 【百果园】百果园5月单月线上 GMV 突破3亿元

6月1日,百果园单月(5月1日-5月31日)线上 GMV 突破3亿元,创下历史新高。近期百果园用户体验持续升级,用户线上下单,最快29分钟达。(来源:亿邦动力网)

##### 【快手本地生活】快手在微信端上线本地生活小程序

6月1日,快手在微信端上线一款可以团购的微信小程序,名为“吃喝玩乐在快手”。该小程序是一个纯粹的团购平台,并没有加入短视频的属性。仅支持微信登录,交易也只能在微信端完成。(来源:未来消费 APP)

**【天猫 618】天猫 618 开场 1 小时淘宝直播成交超过 2020 年同期**

6月1日，天猫公布618开门红数据。6月1日开场仅1小时，淘宝直播成交就超过2020年同期全天。其中，品牌店铺自播表现优异，自播成交同比增长超100%。天猫国际开售8小时超过2020年同期全天成交，半天成交额同比猛增61%。（来源：亿邦动力网）

**【苏宁超市】苏宁超市 6.1 宝宝节 18 小时销售增长 125%**

6月1日，苏宁超市6.1宝宝节开售18小时，销售额同比增长125%，买家数同比增长154%，迎618以来首个销售高峰。（来源：亿邦动力网）

**【京东 618】京东发布 618 首日战报：39 个品牌成交过亿**

6月2日，京东发布618首日战报。数据显示，京东618首日39个品牌下单金额过亿，4800个品牌成交额同比增幅超5倍，超六成核心三方店铺增长翻番。京东美妆的彩妆礼盒成交额同比增长288%，高端美妆成交额同比增长131%。（来源：亿邦动力网）

**【永辉超市】永辉超市 5 月份新增 8 家门店**

6月2日，5月份永辉迎来2021年度首个开店“加速期”。整个5月，永辉新开8家门店，截止至2021年6月1日，永辉超市在全国已开业门店数量达1028家。（来源：亿邦动力网）

**【华联综超】华联综超入局仓储式会员店**

6月2日，北京华联综超首家仓储式会员店进驻兰州杉杉奥特莱斯广场，预计6月底开业。主打生鲜及进口产品，精选国内、国际头部品牌。这是仓储会员店模式首次进入二线城市。（来源：未来消费APP）

**【居然之家】居然之家上线本地化零售 APP**

6月3日，由居然之家打造的“玳瑁”APP在iOS和安卓系统上线，该APP定位于“本地化家装家居零售平台”，目前已覆盖北京居然之家十里河、金源两店，6月底将覆盖北京全部8店，年内覆盖全国5-8城。（来源：亿邦动力网）

**【快手 616】快手发布 616 品质购物节战报：5 月总 GMV 增长 233%**

6月4日，快手电商发布616品质购物节阶段战报。数据显示，616品质购物节5月阶段总GMV同比增长达233%，活动期间下单10次以上用户数同比增长192%。（来源：亿邦动力网）

### 3.2、公司公告：南极电商 2020 年年度权益分派实施等

**\*ST 跨境：关于股份回购方案公告**

根据公司5月31日公告，公司拟回购不低于4168万股（占公司当前总股本的2.68%），不超过8336万股（占公司当前总股本的5.35%），拟回购的价格不高于2.88元/股。按回购价格上限测算，回购资金总额不低于1.20亿元，不超过2.40亿元。

**南极电商：2020 年年度权益分派实施公告**

根据公司 5 月 31 日公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 23.62 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.66 元（含税），共计派发现金 3.92 亿元。

**家家悦：关于“家悦转债”2021 年付息的公告**

根据公司 5 月 31 日公告，公司将于 2021 年 6 月 7 日开始支付“家悦转债”自 2020 年 6 月 5 日至 2021 年 6 月 4 日期间的利息。

**居然之家：关于非公开发行限售股份上市流通公告**

根据公司 5 月 31 日公告，本次非公开发行限售股上市流通数量为 5.09 亿股，占公司总股本的 7.80%。上市流通日期为 2021 年 6 月 2 日。

**中百集团：关于投资设立全资子公司的公告**

根据公司 6 月 1 日公告，公司拟以自有资金 10,000 万元人民币投资设立全资子公司武汉中百数智科技有限公司（暂定名）。

**南极电商：关于股份回购实施进展的公告**

根据公司 6 月 1 日公告，截至 2021 年 5 月 31 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份，已回购公司股份数量 1639 万股，占公司目前总股本 0.67%，成交金额 1.50 亿元。

**合肥百货：关于持股 5%以上股东减持股份达到 1%的公告**

根据公司 6 月 1 日公告，公司近日收到持股 5%以上股东前海人寿的通知，前海人寿于 2021 年 5 月 27 日至 2021 年 5 月 31 日期间通过证券交易所的集中交易方式减持本公司股份 779.9 万股，占本公司总股份的 1%。

**壹网壹创：关于实际控制人、董事长增持股份计划实施进展的公告**

根据公司 6 月 1 日公告，公司实际控制人、董事长林振宇先生通过集中竞价和大宗交易方式共计增持公司股份 28.22 万股，增持金额共计 1958 万元。本次增持后林振宇先生持有股份占总股本比例达到 10.95%。

**品渥食品：2020 年年度权益分派实施公告**

根据公司 6 月 2 日公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 2.7 元（含税），共计派发现金 2700 万元。

**珀莱雅：关于持股 5%以上股东减持超过 1%的提示性公告**

根据公司 6 月 2 日公告，公司收到持股 5%以上股东方玉友先生的通知，方玉友先生自 2021 年 1 月 22 日至 2021 年 6 月 1 日期间，通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持公司股份 236.9 万股，占公司总股本的 1.18%。

#### 永辉超市：关于公司董事长增持计划完成的公告

根据公司 6 月 2 日公告，公司董事长张轩松先生及其一致行动人已通过二级市场竞价累计增持公司股份 1.5 亿股，占公司总股本的 1.58%。

#### 重庆百货：关于股份回购实施进展的公告

根据公司 6 月 2 日公告，截至 2021 年 5 月底，公司以集中竞价交易方式累计回购股份 670 万股，占公司总股本的比例为 1.65%。购买的最高价为 29.25 元/股、最低价为 26.26 元/股，支付的总金额为 1.88 亿元。

#### 高鑫零售：2020/2021 年年度报告

根据公司 6 月 3 日公告，截至 2021 年 3 月 31 日止 15 个月，公司收入 1243.34 亿元，较 2019 年增长 30.4%；毛利 310.87 亿元，较 2019 年增长 20.8%；经营溢利 57.57 亿元，较 2019 年增长 17.7%；公司股东应占溢利 35.72 亿元，同比增长 26%。

#### 青松股份：2020 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 3 日公告，本次利润分配以方案实施前的公司总股本 5.17 亿股为基数，向全体股东每 10 股派 1.8 元（含税），共计派发现金 9298.46 万元。

#### 大商股份：关于股份回购实施进展的公告

根据公司 6 月 3 日公告，截至 2021 年 6 月 3 日，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购股份 884.44 万股，占公司总股本的比例为 3.01%，回购成交最高价为 22.80 元/股，最低价为 20.71 元/股，支付的资金总额为人民币 1.94 亿元。

#### 王府井：关于持股 5%以上股东集中竞价减持股份结果公告

根据公司 6 月 4 日公告，公司收到持股 5%以上股东信升创卓的通知，信升创卓于 2021 年 5 月 25 日至 2021 年 6 月 4 日共减持公司 776.25 万股，占公司总股本的 1%。

#### 朗姿股份：关于股东股份减持计划预披露公告

根据公司 6 月 4 日公告，公司股东申炳云先生拟通过集中竞价交易或大宗交易等方式减持其持有的公司股份不超过 1987.69 万股，占公司总股本的 4.49%。

**表6: 零售公司大事提醒: 关注吉宏股份股东大会召开等**

日期	公司名称	重大事项
6月7日	南极电商	分红
6月7日	腾讯控股	分红
6月8日	周大福	年报预计披露日期
6月10日	小米集团	股东大会召开
6月10日	天音控股	股东大会召开
6月11日	吴海生科	股东大会召开
6月11日	青松股份	分红
6月11日	天音控股	分红
6月11日	上海家化	股东大会召开
6月11日	吉宏股份	股东大会召开

资料来源: Wind、开源证券研究所

**表7: 零售行业大事提醒: 关注中国国际电子商务博览会暨数字贸易博览会等**

日期	主题	重大事项
6月23日	电子商务	第11届中国(义乌)国际电子商务博览会暨数字贸易博览会
6月25日	未来零售	腾讯智慧零售数字化增长智享会
7月1日	零售	第四届全球零售+消费品供应链中国年会2020
7月15日	零售	2021年长三角(常熟)产业数字化创新峰会
7月16日	电商	2021成都网红直播电商博览会
7月21日	未来零售	第十五届中国零售商大会暨内外贸融合(西安)交易会
8月8日	新零售	第14届杭州新零售博览会暨社群团购与直播供应链展览会
8月18日	智慧零售	2021第六届国际智慧零售博览会
9月1日	跨境电商	2021深圳国际跨境电商交易博览会
11月18日	消费零售	第二十三届中国零售业博览会

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