光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

——商贸零售行业2023年投资策略

2022年12月14日

作者：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM 田然

证券研究报告

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

社会消费品零售总额同比增速回正，零售板块维持弱复苏态势

2022年1-9月，社会消费品累计零售总额32.03万亿元，同比增长0.7%，3-5月受疫情影响，社会消费品当月零售总额分别同比下降3.5%/11.1%/6.7%，6月起边际回暖，6-9月同比增长3.1%/2.7%/5.4%/2.5%。1-3Q2022零售行业主要的52家上市公司营业收入同比下降0.54%，归母净利润同比下滑29.93%。细分行业看，1-3Q2022收入端除专业市场和连锁及黄金珠宝外，其他业态同比均出现下滑；净利润端，零售所有业态同比均有下滑。2022年以来截至11月4日，商贸零售（中信）指数的涨幅为-16.2%，跑赢深证成指。

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

疫情反复期间线下门店经营受阻，线上物流受限，居民消费场景有限，通常优先满足必选品消费，而可选消费需求则相对受到抑制。随疫情逐步受控，我们认为可选品消费将保持温和复苏态势。同时，在共同富裕与反铺张浪费的导向下，消费者的消费观念将更加理性，注重性价比。随中等收入人群占比提升以及理性消费理念逐渐深入人心，我们相信大众消费场景的受关注度将持续提升。

疫情影响边际减弱，黄金饰品景气度稳健上行

黄金珠宝行业：黄金饰品受益于投资保值属性，看好婚庆后置需求的逐步释放；**百货行业**：1-3Q2022线下门店受疫情影响较大，看好恢复正常经营后的业绩复苏弹性；**超市行业**：必选品需求表现相对稳健，超市到家等线上业务打开发展增量空间；**酒类经销**：消费场景受限，静待疫情受控需求释放；**电商行业**：降本增效、回归主站平台发展成为主旋律。

核心观点

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

推荐标的：关注低估值百货和黄金龙头个股，关注大众化消费场景消费

我们围绕大众化消费场景，从低估值百货、黄金龙头个股入手，推荐：1）**老凤祥**：黄金饰品龙头，受益于黄金投资保值需求提升；2）**周大福**：百年老品牌，品牌力和市占率突出；3）**潮宏基**：不断推进加盟转型，提高线上线下一体化程度；4）**王府井**：全国百货龙头，竞争地位稳固；5）**百联股份**：上海百货龙头，疫情冲击不改长期增长逻辑；6）**红旗连锁**：满足即时消费需求，主营业务业绩稳健；7）**美团-W**：本地生活电商龙头，核心竞争壁垒稳固。

风险提示：宏观经济增速和居民收入增速未达预期，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，疫情受控进程不及预期。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600612.SH	老凤祥	42.49	3.59	3.52	4.08	12	12	10	买入
002345.SZ	潮宏基	4.75	0.39	0.34	0.4	12	14	12	买入
600827.SH	百联股份	12.16	0.42	-0.12	0.23	29	NA	53	买入
600859.SH	王府井	28.85	1.18	0.53	0.8	24	54	36	买入
002697.SZ	红旗连锁	5.66	0.35	0.37	0.39	16	15	15	买入
1929.HK	周大福	15.32港元	0.60港元	0.67港元	0.64港元	26	23	24	买入
3690.HK	美团-W	179.0港元	-3.84	-0.92	-0.15	NA	NA	NA	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-12-13；汇率按1HKD=0.93CNY换算；其中周大福EPS及PE对应财年为FY22/FY23/FY24；如不标注港元，本文元均指人民币

目 录

社消增速回正，零售板块弱复苏

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

看好可选复苏逻辑，看好黄金珠宝龙头

关注低估值百货和黄金龙头个股，关注大众化消费场景消费

风险分析

消费恢复进程边际放缓，疫情影响持续

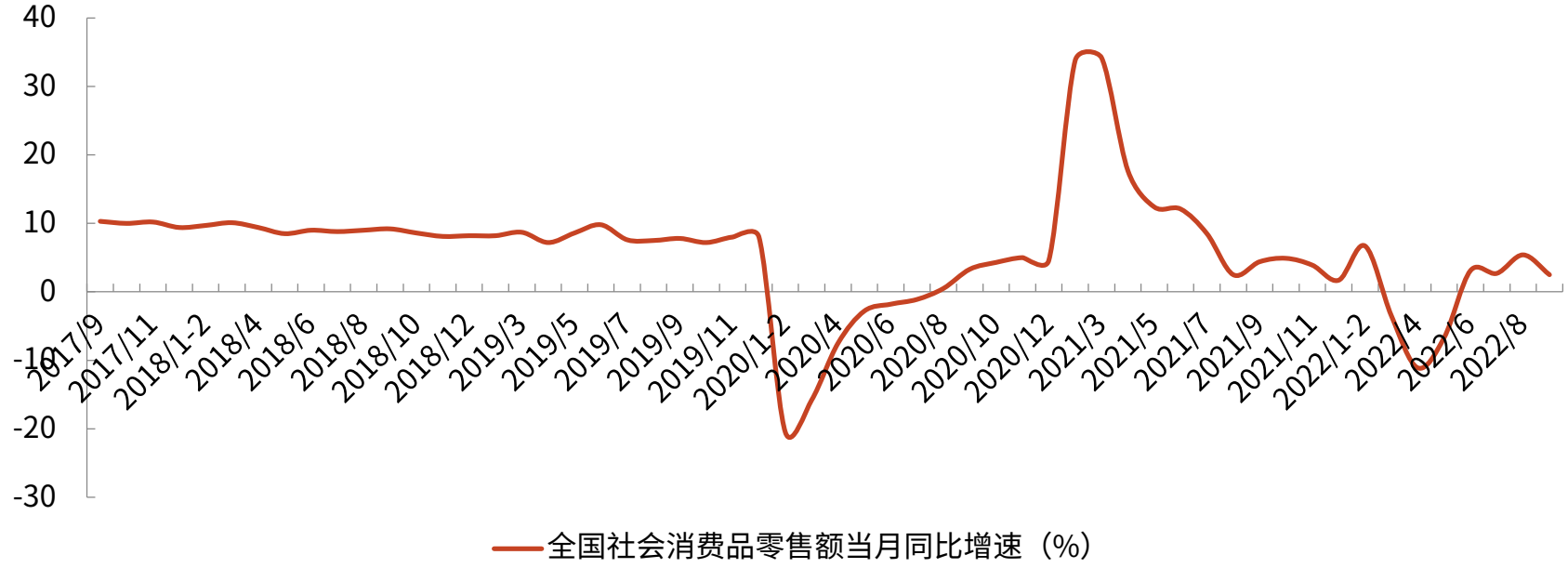
光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

3-5月受疫情影响较大，6月起社消增速回正

2022年3-5月社消零售总额均出现了同比下滑的情况，主要是由于各地疫情反复，导致线下门店、物流、服务开展受阻所致。2022年3/4/5月的社会消费品当月零售总额为3.42万亿元/2.95万亿元/3.35万亿元，同比下降3.5%/11.1%/ 6.7%。

2022年6-9月，全国社消零售总额同比增速由负转正，主要受益于随着各地疫情逐渐受控，线下经营活动秩序恢复。2022年6/7/8/9月的社会消费品当月零售总额为3.87万亿元/3.59万亿元/3.63万亿元/3.77万亿元，同比增长3.1%/2.7%/5.4%/2.5%。

图1：社会消费品零售总额当月同比增速（2017.09--2022.09）



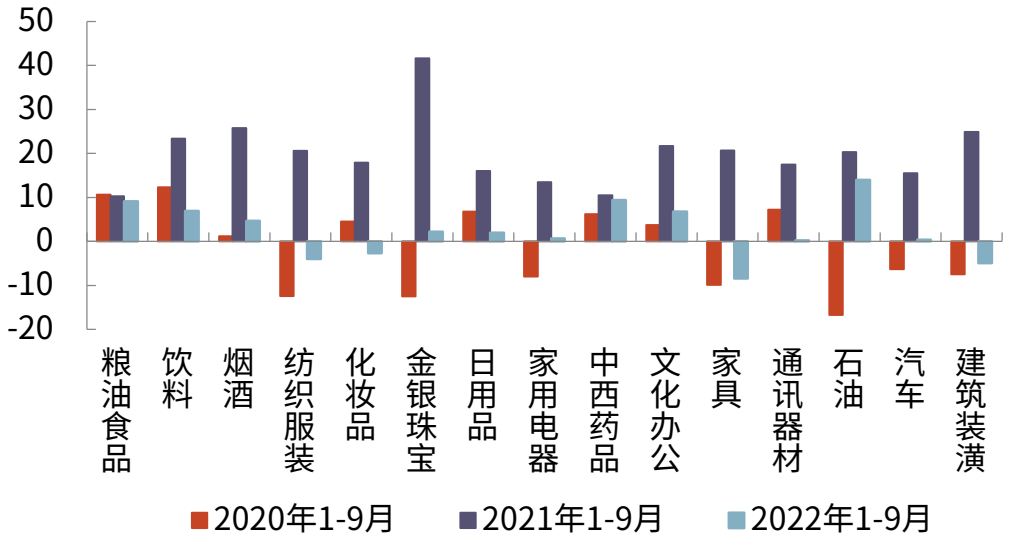
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

消费恢复进程边际放缓，疫情影响持续

从细分品类看，2022年1-9月社消各品类中药品、饮料食品等必选品表现相对稳健，疫情期间可选品表现欠佳。

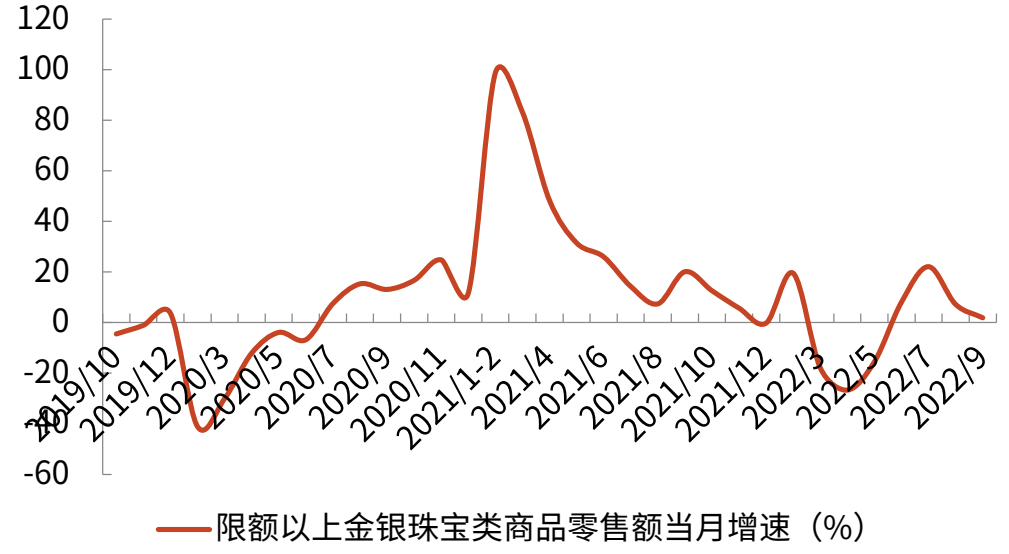
2022年1-9月，零售子行业（不包括石油品类）中，累计零售额同比增速位列前三的行业为：中西药品类/粮油食品类/饮料类（对应增速9.4%/9.1%/6.9%）。可选消费品普遍受疫情冲击影响较大，作为可选品代表，金银珠宝在疫情期间受影响较大，但随着疫情受控表现出较好的复苏弹性。2022年3-5月，金银珠宝零售额同比均有大幅下滑，分别下降17.9%/26.7%/15.5%，但随着6月起上海等地逐步恢复经营正常，金银珠宝零售额6-8月同比恢复正增长，同比增速分别达到8.1%/22.1%/7.2%，而9月则受疫情反复影响增速下降至1.9%。

图2：限额以上分品类社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图3：全国限额以上金银珠宝类商品零售额当月同比增速（%）



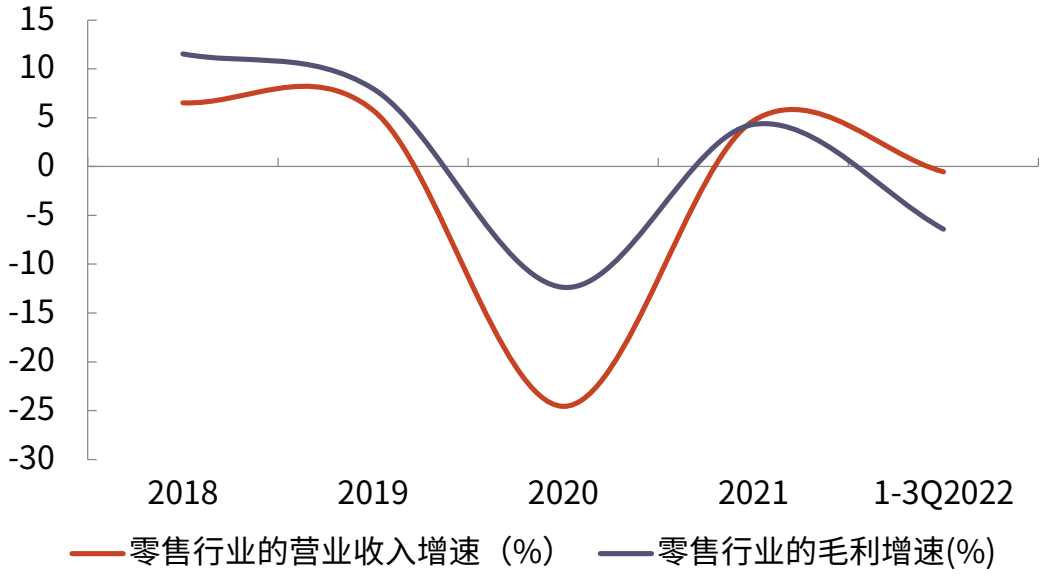
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3Q2022营收同减0.54%，归母净利润同减37.14%

1-3Q2022零售业态相对承压。由于零售业态对线下渠道的依赖程度较高，疫情导致的部分线下门店经营停止和物流等服务提供的中断对零售行业公司的收入和利润均造成较大影响。

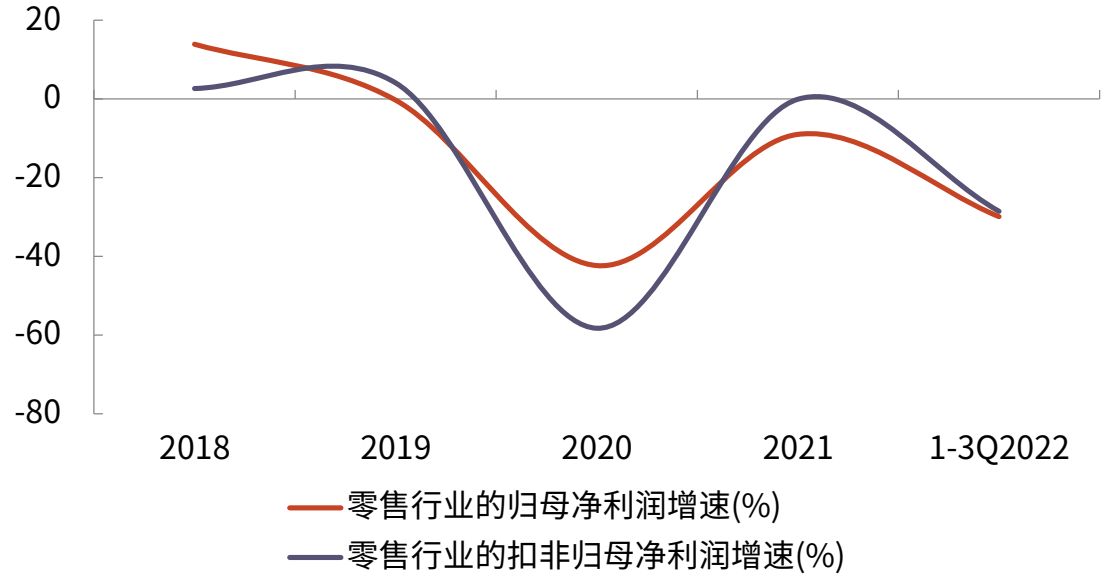
1-3Q2022零售行业主要的52家上市公司收入同比下降0.54%，增速同比1-3Q2021下降8.4pct；归母净利润同比下降29.93%，增速同比1-3Q2021下降24.82pct。各地疫情反复导致行业经营压力较大，但随着疫情受控，线下经营状况有所好转，期待后续零售行业公司温和复苏。

图4：零售行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图5：零售行业主要上市公司(扣非)归母净利润同比增速（2018-1-3Q2022）



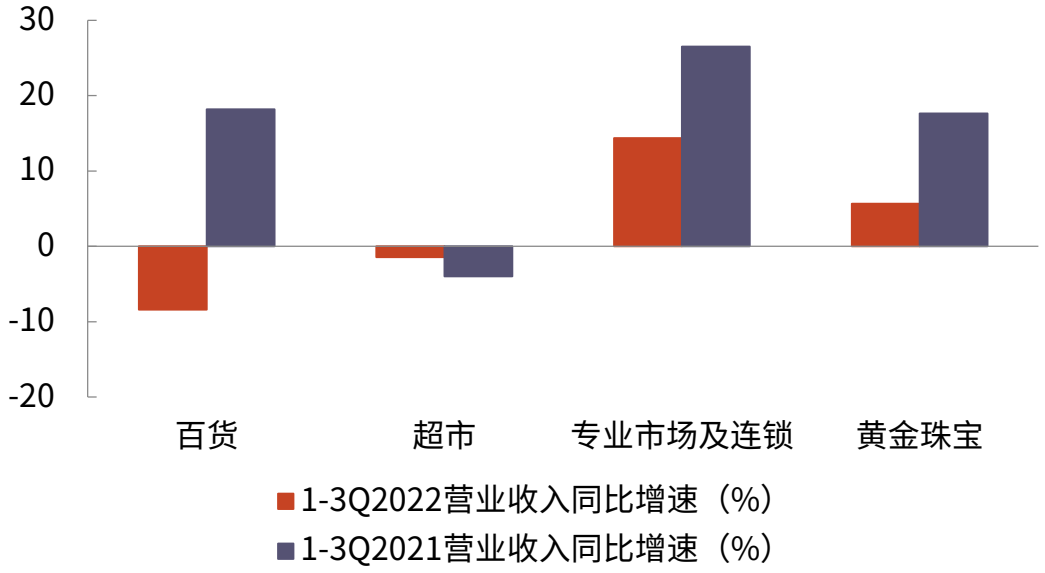
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3Q2022营收同减0.54%，归母净利润同减37.14%

从细分行业看，在1-3Q2022，收入端除专业市场和连锁及黄金珠宝外，其他业态同比均出现下滑；净利润端，除超市亏损有所收窄外，其他业态同比均有下滑。

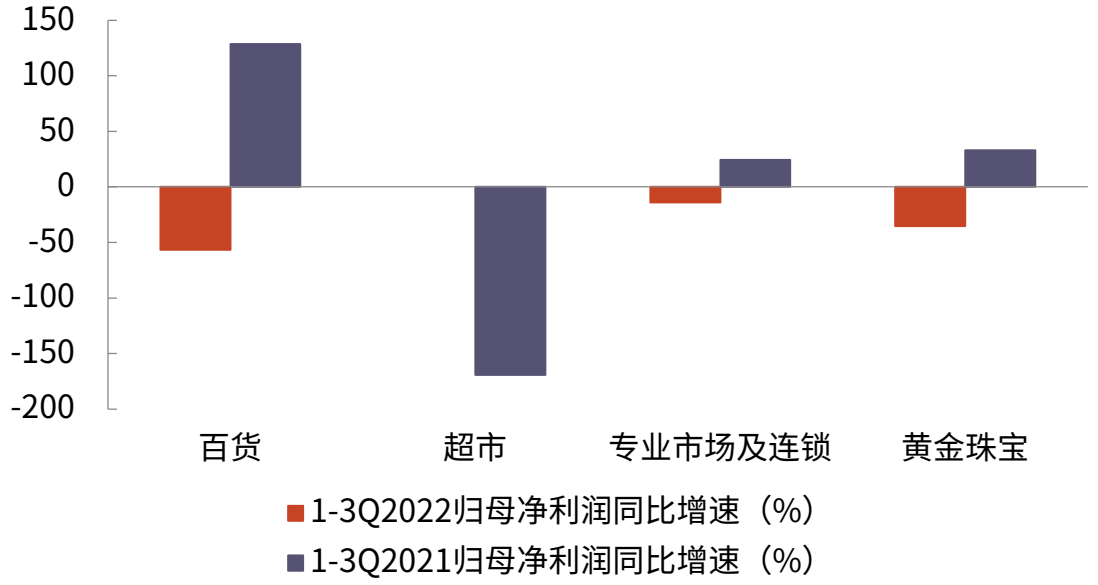
1-3Q2022，零售行业的主要细分行业中，1）黄金珠宝行业营收平均增速为5.68%（整体法，下同），归母净利润增速为-35.24%。2）百货行业营收增速为-8.38%，归母净利润增速为-56.54%。3）超市行业营收增速为-1.44%，归母净亏损收窄15.96亿元。4）专业市场及连锁行业的收入增速为14.39%，归母净利润增速为-13.94%。

图6：1-3Q2022零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7：1-3Q2022零售行业主要子行业归母净利润同比增速



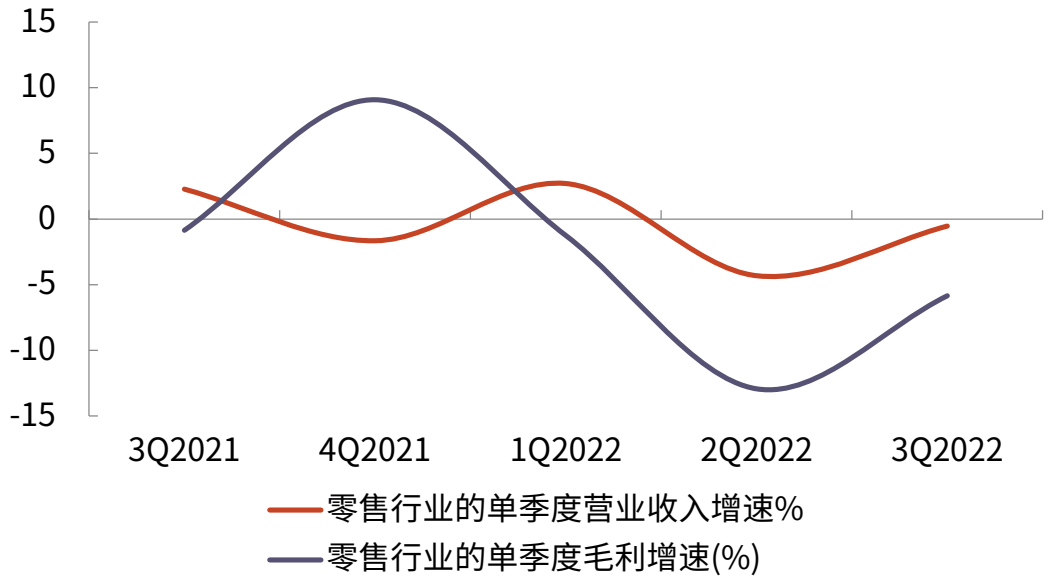
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3Q2022营收同减0.54%，归母净利润同减37.14%

从单季度角度看，3Q2022零售行业营收和归母净利润同比下降程度环比2Q2022均有所收窄，主要是由于3Q2022疫情逐步受控，公司经营得到改善所致。

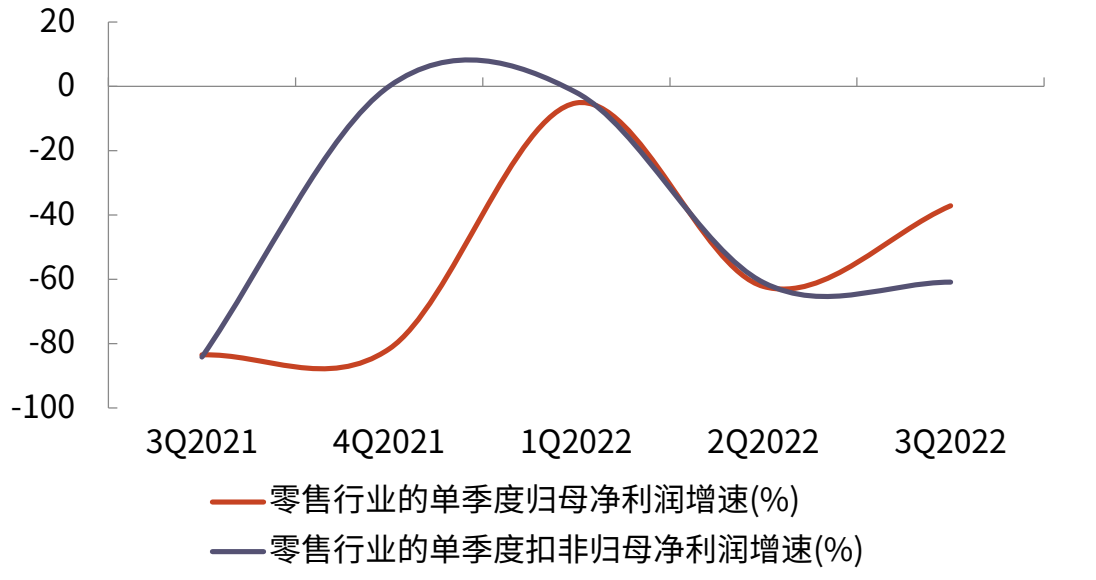
零售行业主要的52家上市公司3Q2022实现营业收入1249.85亿元，同比下降0.54%，增速较2Q2022上升3.78pct；实现归母净利润13.03亿元，同比减少37.14%，增速较2Q2022上升25.08pct。。

图8：零售行业主要上市公司单季度收入及毛利同比增速（3Q2021-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图9：零售行业主要上市公司单季度（扣非）归母净利润同比增速（3Q2021-3Q2022）

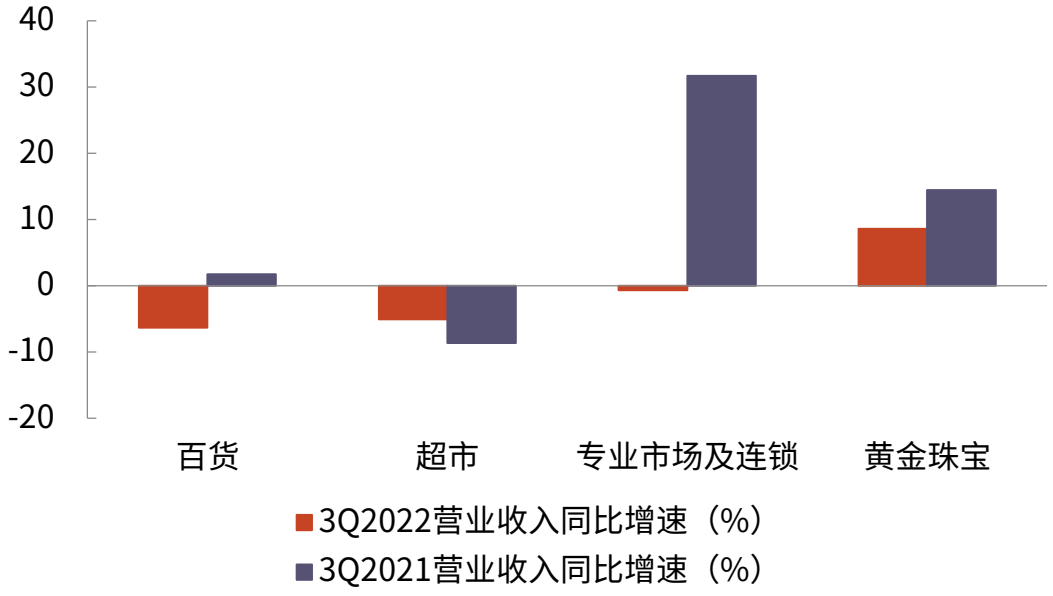


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

3Q2022营收同减0.54%，归母净利润同减37.14%

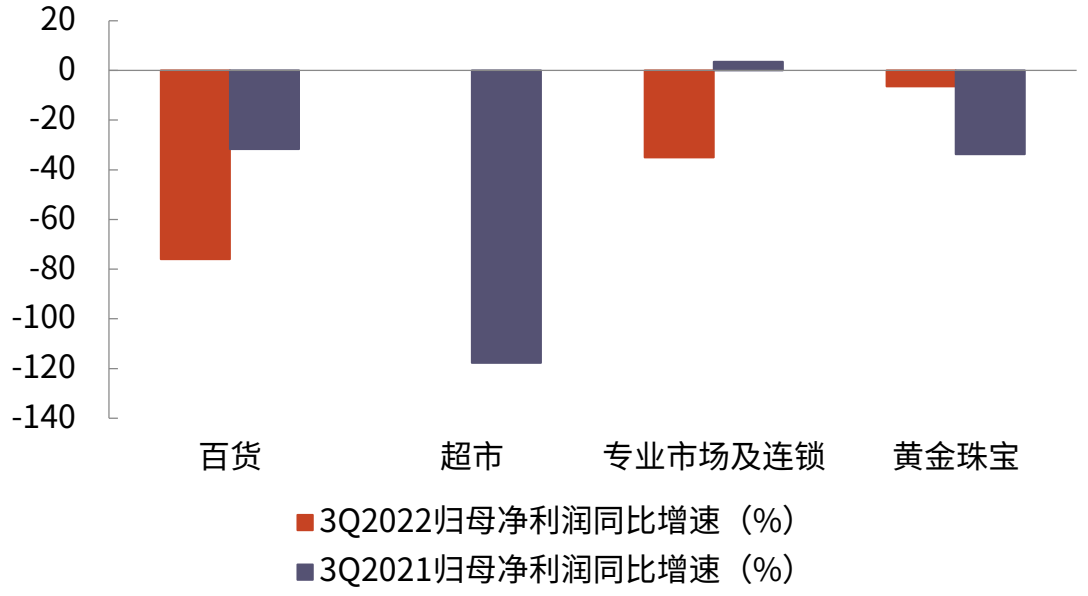
从细分行业看，3Q2022零售行业的主要细分行业中，除珠宝外，其余业态的营业收入均同比下滑，且除超市业态归母净亏损收窄外，其他业态归母净利润均同比有所下滑。1）黄金珠宝行业营收平均增速为8.59%，归母净利润增速为-6.44%。2）百货行业营收增速为-6.35%，归母净利润增速为-75.94%。3）超市行业营收增速为-5.09%，归母净亏损同比缩窄5.61亿元。4）专业市场及连锁行业的收入平均增速为-0.7%，归母净利润增速为-35.02%。

图10：3Q2022零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11：3Q2022零售行业主要细分行业归母净利润增速



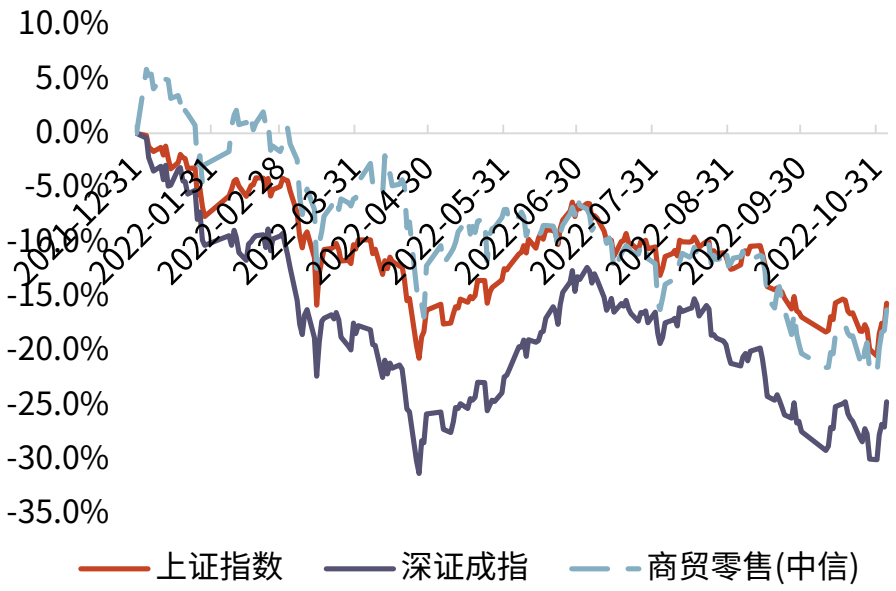
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，其中4Q2021黄金珠宝归母净利润同比增速因基值为负无法计算

2022年至今A股零售板块市场表现接近大盘

2022年以来截至11月4日（203个交易日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为-15.6%和-24.7%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-16.2%，跑赢深证成指，跑输上证综指。

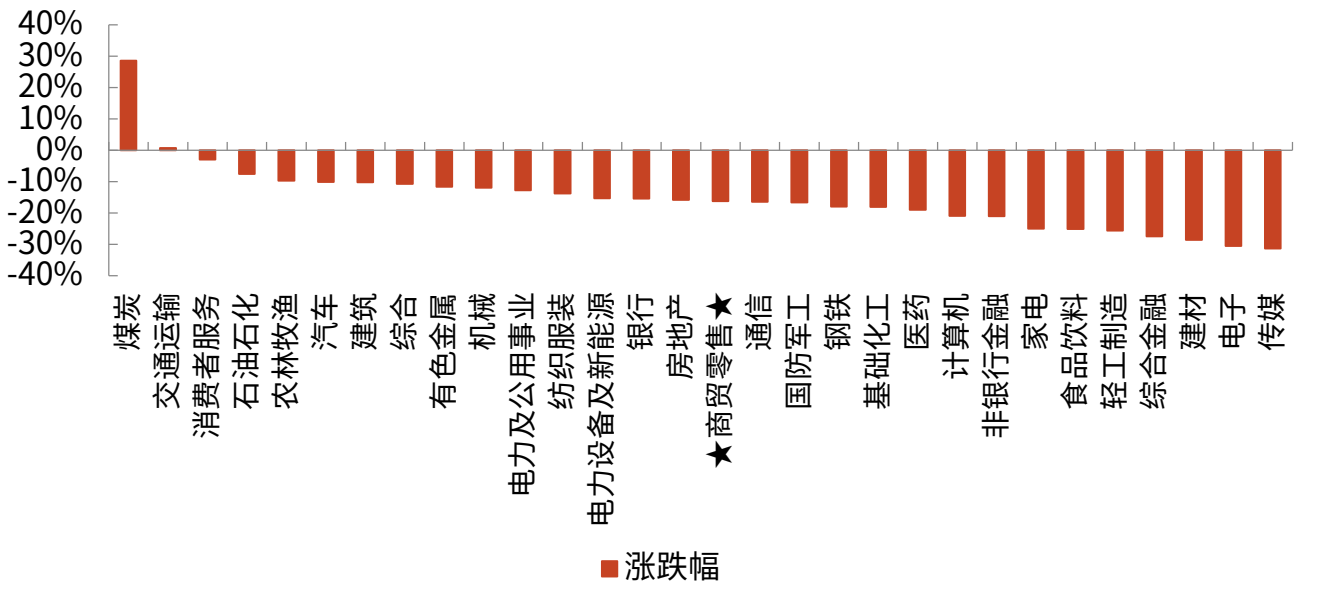
2022年以来截至11月4日，商贸零售行业涨幅为-16.2%，位列30个中信一级行业涨幅榜第16位；中信一级行业涨幅最大的前三位是煤炭、交通运输、消费者服务，分别为28.6%、0.7%和-3.0%；跌幅最大的前三位行业分别是传媒、电子和建材，分别为-31.3%、-30.5%和-28.6%。

图12：2022年以来零售板块表现情况（截至2022/11/04）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图13：2022年以来30个中信一级行业的涨幅（截至2022/11/04）

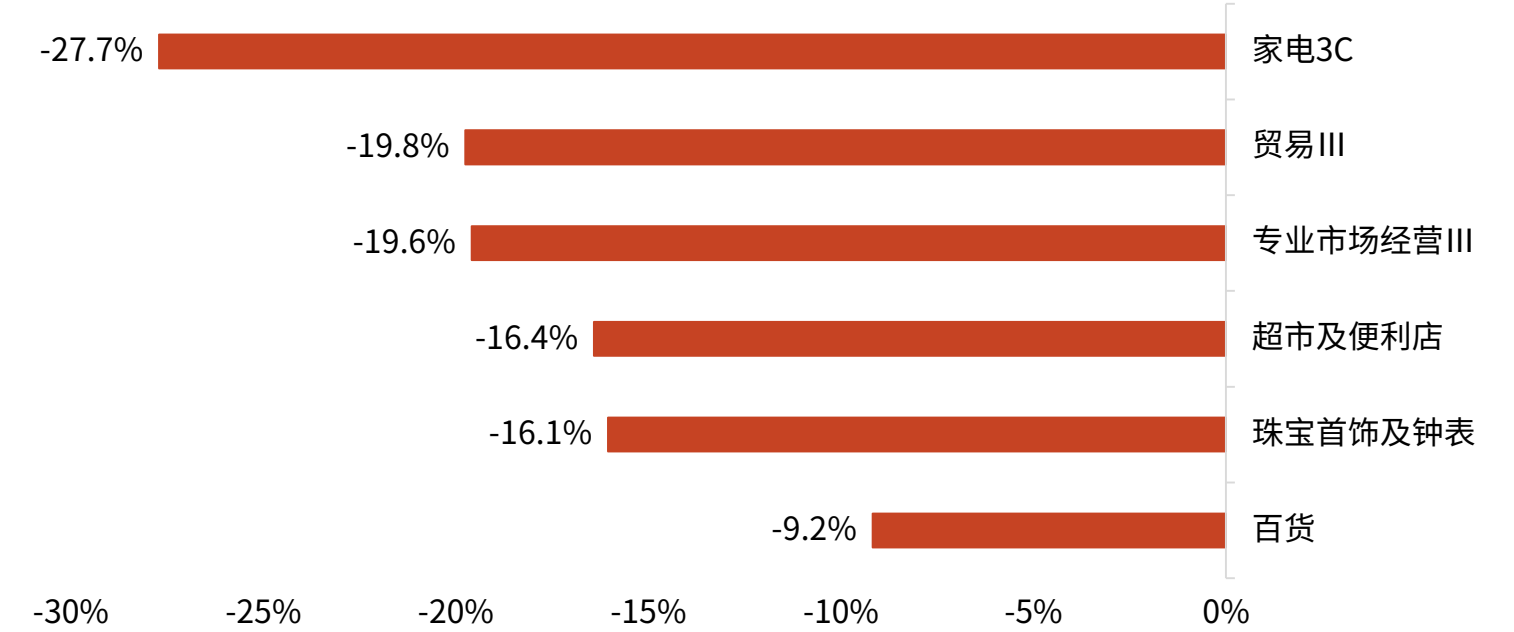


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2022年至今A股零售板块市场表现接近大盘

零售分子板块来看，2022年以来截至11月4日，零售板块子行业中，涨幅排名前三位的子行业分别是百货、珠宝首饰及钟表和超市及便利店，涨幅分别为-9.2%、-16.1%和-16.4%。

图14：2022年以来零售子板块表现情况（截至2022/11/04）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

目 录

社消增速回正，零售板块弱复苏

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

看好可选复苏逻辑，看好黄金珠宝龙头

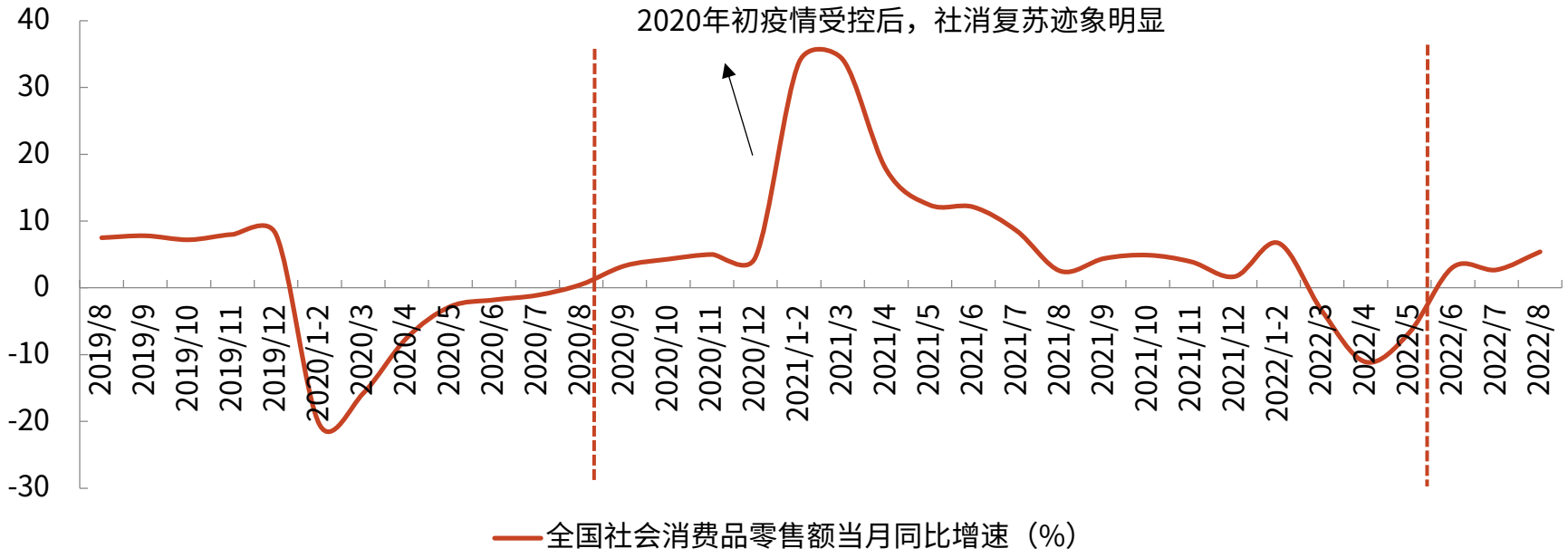
关注低估值百货和黄金龙头个股，关注大众化消费场景消费

风险分析

疫情期间必选品表现稳健，期待可选品需求释放

社消零售总额同比增速呈现弱复苏的态势，期待疫情受控后消费需求进一步释放。回顾2020年数据，社消增速复苏迹象明显，社消零售总额同比增速于2020年8月转正，且2021年上半年受益于低基数，社消增速维持相对高位；反观2022年，随上海等地疫情逐步得到控制，企业线下经营的持续恢复，居民消费需求得到一定程度的释放，2022年6-8月的社消零售总额增速转正，9月由于疫情局部反复增速有所下降。我们相信随着疫情进一步好转，零售业态将持续温和复苏。

图15：2020年初疫情逐步受控后，社消复苏迹象明显

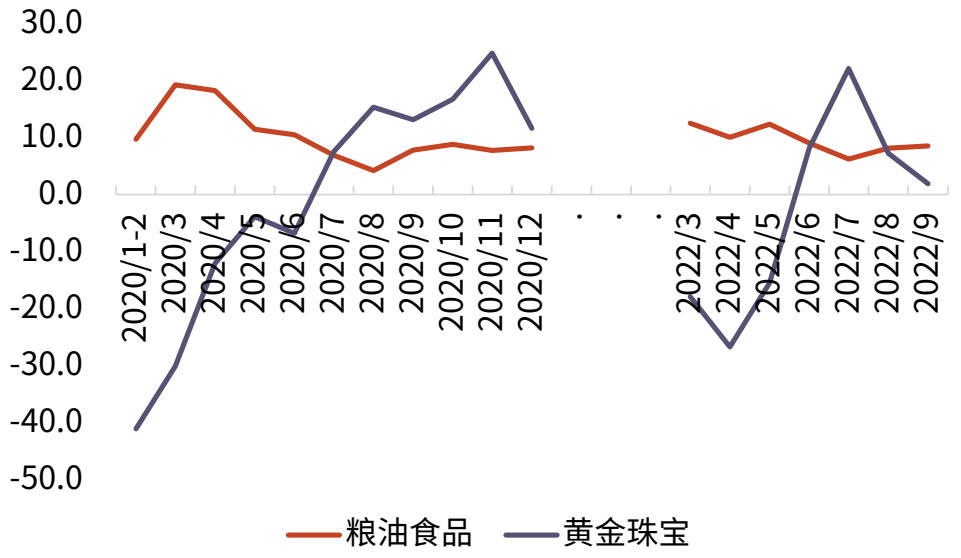


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

疫情期间必选品表现稳健，期待可选品需求释放

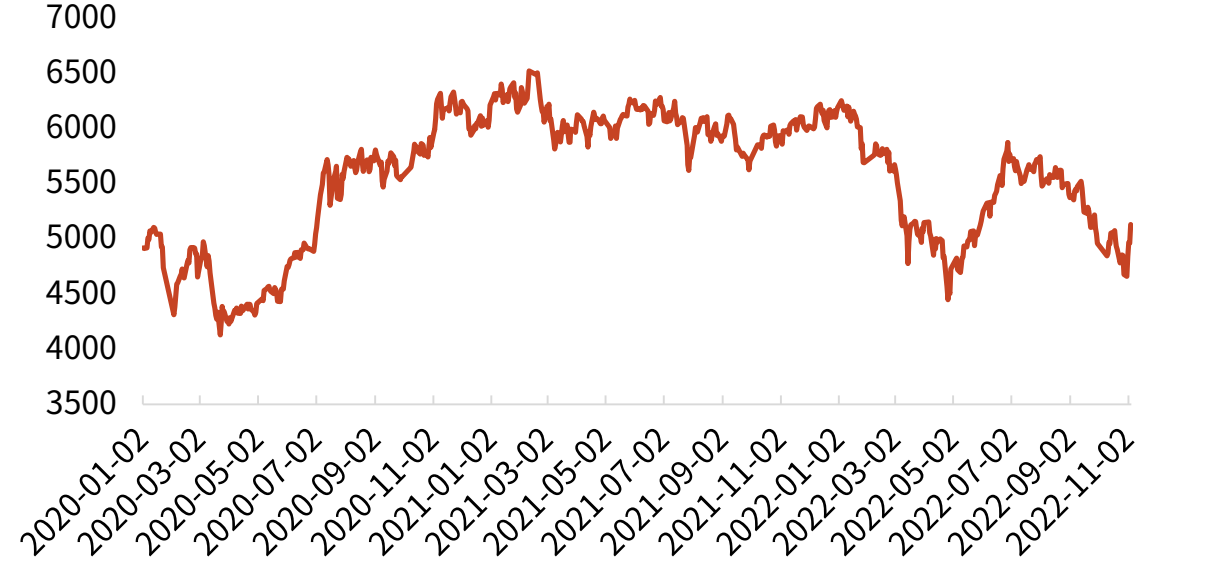
从细分品类看，疫情期间必选消费相对稳健，可选消费弹性相对较大。疫情期间消费需求更多集中于生活必需品，因此必选品零售额表现相对稳健，而随着疫情受控，必选品零售额增速逐步回落趋稳。例如，2020年1-4月，限额以上粮油食品零售额同比增速达到9.7%（1-2月）/19.2%/18.2%，随后下降至常态增速；2022年3-5月增速为12.5%/10%/12.3%；而后续则调整至10%以下，表现稳定。可选品表现则相反。以可选品代表金银珠宝为例，2020年1-4月，限额以上金银珠宝零售额同比增速分别为-41.1%（1-2月）/-30.1%/-12.1%，而在疫情受控后当年增速最高达到11月的24.8%；2022年3-5月同比增速为-17.9%/-26.7%/-15.5%，后续在6-8月则快速反弹至8.1%/22.1%/7.2%，9月由于疫情局部反复有所下降至1.9%。

图16：必选消费相对稳健，可选消费弹性相对较大



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理，统计指标：部分消费品品类零售额月度同比增速（%）

图17：可选消费指数表现出较好的复苏弹性

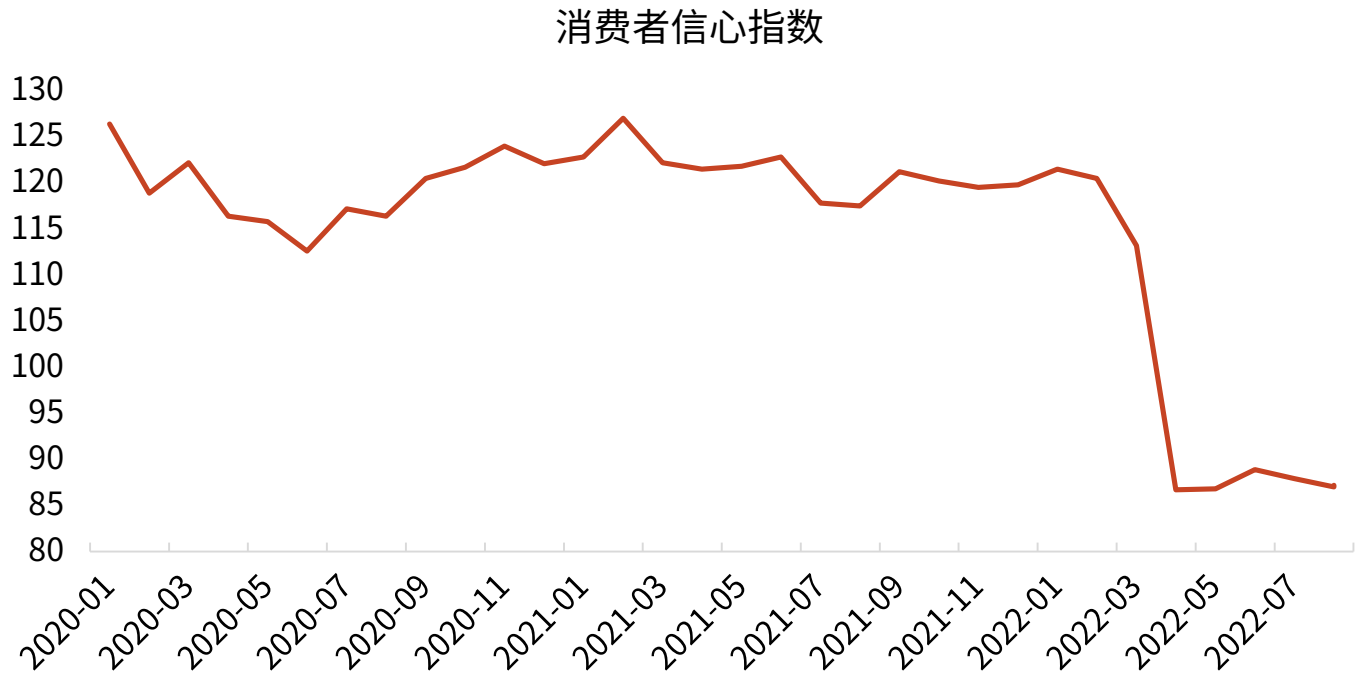


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

疫情期间必选品表现稳健，期待可选品需求释放

消费者信心仍位于低位，但边际有所好转。根据国家统计局数据，我国消费者信心指数在2022年4月达到2020年以来最低位86.7，相比2020年初的126.4大幅下降31.4%。随着线下消费活动逐渐恢复，消费者信心指数边际有所提升，在2022年9月增至87，但相比往年疫情前水平仍有较大差距。目前疫情稳步得到控制，消费者信心有望进一步提振。

图18：2022年4月消费者信心处于历史低位（2020.01-2022.09）

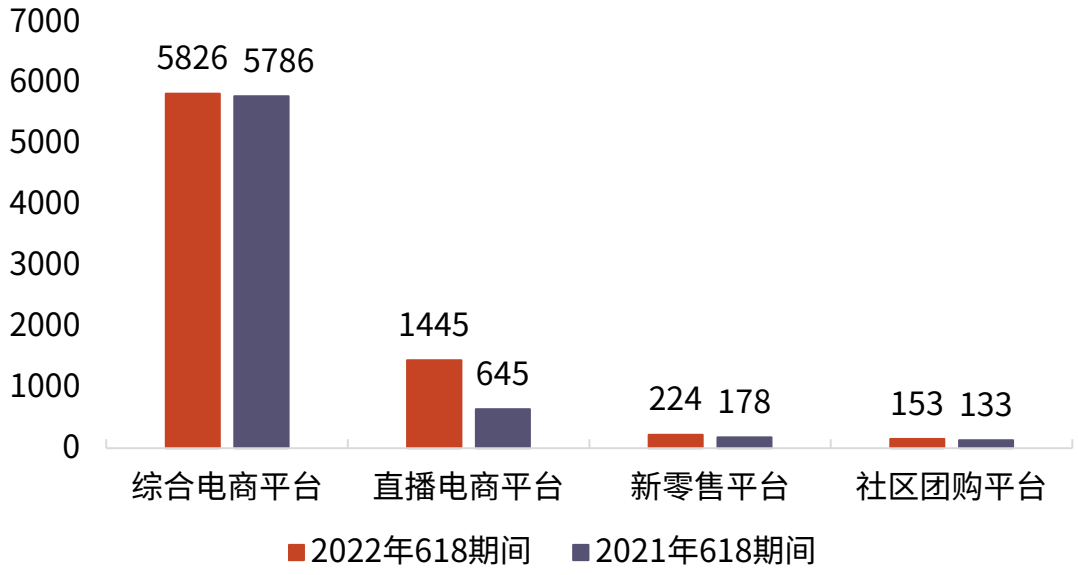


资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

疫情期间必选品表现稳健，期待可选品需求释放

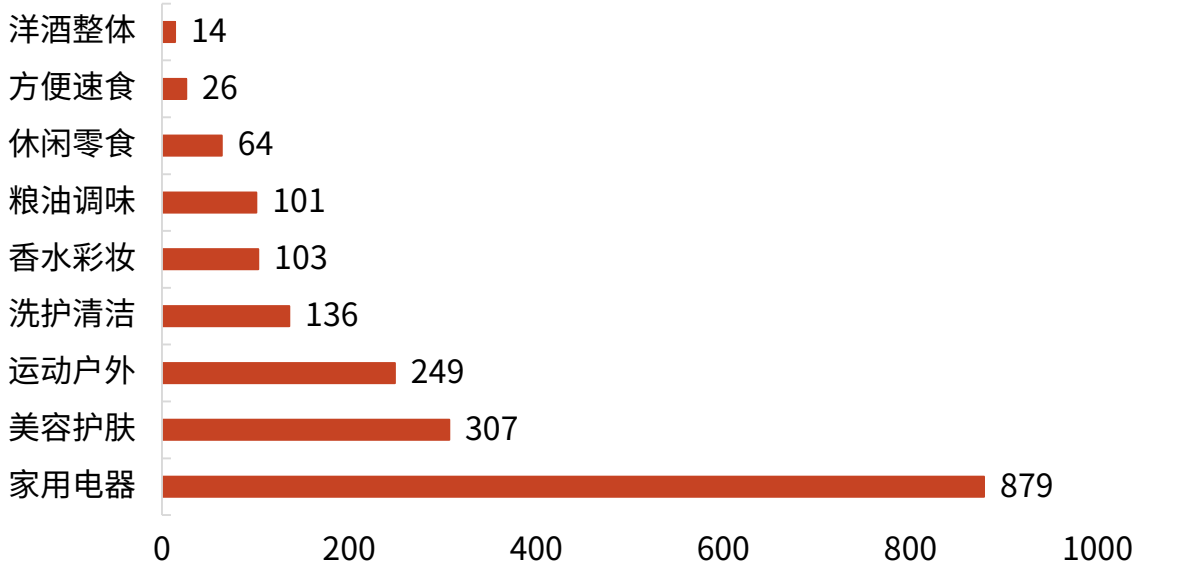
618大促弱复苏，双十一进行中，有望进一步促进消费恢复。2022年618期间，疫情对物流和商家经营的影响尚未完全恢复，但618期间电商平台销售额仍然实现了同比增长。星图数据显示，2022年618期间（2022年5月31日20:00-2022年6月18日24:00），全网GMV达到6959亿元，其中综合电商平台GMV为5826亿元，同比小幅增长0.7%；直播电商平台取得较大增长，2022年618期间销售额达1445亿元，同比增长124.1%。分品类看，可选品销售仍然占据主要地位，618期间全网销售额排名前三的品类为家用电器、美容护肤、运动户外。

图19：2022年618综合电商平台销售额同比微增



资料来源：星图数据，光大证券研究所，统计指标为销售额（亿元）

图20：可选品类占据618销售主要内容



资料来源：星图数据，光大证券研究所，统计指标为销售额（亿元）

疫情期间必选品表现稳健，期待可选品需求释放

双十一活动时间与往年类似，整体表现稳健。天猫规则于9月更新了2022年天猫双十一的招商规则，其第一波预售时间为10月24日至11月3日，整体双十一持续时间与往年类似；抖音则于10月31日开启活动，相比2021年10月15日开启有所延后；京东则与2021年类似，于10月20日开启预售活动。天猫2022年双十一交易规模与去年持平，直播观看用户超过3亿人，京东则在全渠道业务表现亮眼，成交额同比增长250%，超市业务同比增长超200%。

表1：部分平台2022年双十一活动时间表

	京东	天猫	抖音
10-20	预售期开始		
10-24		预售预热，定金支付开始	
10-28	现货预热	活动预热开始	
10-31	预售期结束，开门红开始	活动预热结束，现货开始	活动开启
11-01			Big Day
11-03	开门红结束，场景期开始	尾款支付结束，现货结束	
11-05		第二波活动预热	
11-10	场景期结束，高峰期开始	第二波活动预热结束，现货开始	
11-11	高峰期结束	现货结束	Big Day，活动结束
11-12	返场期开始		
11-13	返场期结束		

资料来源：京东规则，天猫规则，抖音，光大证券研究所整理

居民整体消费水平上升，大众消费关注度或将提升

多样化政策提高居民整体消费水平。在2020年发布的《第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》中提出，全体人民共同富裕在2035年要取得更为明显的实质性进展，进一步提倡了共同富裕的理念。此后，中央和各地也发布一系列文件来推动共同富裕的发展。共同富裕政策的发力，有利于优化收入分配结构，扩大中等收入群体，从而扩大居民消费。此外，各地政府亦通过消费券的形式为居民提供福利，刺激消费需求。例如，上海市政府于2022年8月至11月发放总额10亿元的“爱购上海”消费券，助力释放消费者在餐饮、文旅、零售等多个方向的消费需求。

表2：部分共同富裕相关政策

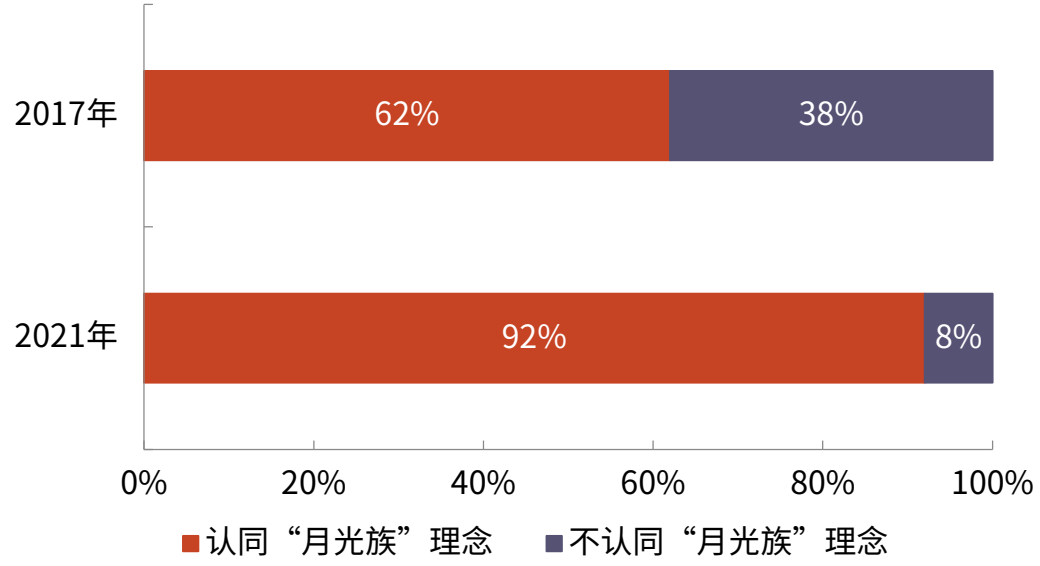
颁布时间	会议/文件名称	相关内容
2021年8月	中央财经委员会第十次会议	共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕。
2021年6月	《关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》	赋予浙江重要示范改革任务，先行先试、作出示范，为全国推动共同富裕提供省域范例。意见紧扣推动共同富裕和促进人的全面发展等，围绕构建有利于共同富裕的体制机制和政策体系，提出6方面、20条重大举措。
2021年4月	中共中央政治局会议	制定促进共同富裕行动纲领，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。
2021年3月	《第十四个五年规划和2035年远景目标》	“十四五”时期经济社会发展主要目标包括：逐步优化收入分配结构，全体人民共同富裕迈出坚实步伐。
2021年3月	十三届全国人大四次会议《政府工作报告》	“十四五”时期主要目标任务之一为持续增进民生福祉，扎实推动共同富裕，坚持尽力而为，量力而行，加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，制定促进共同富裕行动纲领，让发展成果更多更公平惠及全体人民。
2020年12月	中央经济工作会议	扩大消费最根本就是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。
2020年10月	《第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》	到2035年远景目标实现社会主义现代化远景目标：人民生活更加美好，人的全面发展、全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展。坚持共同富裕是“十四五”时期经济发展必须遵循的原则。

资料来源：中华人民共和国政府网，国务院，新华社，新华网，光大证券研究所整理

居民整体消费水平上升，大众消费关注度或将提升

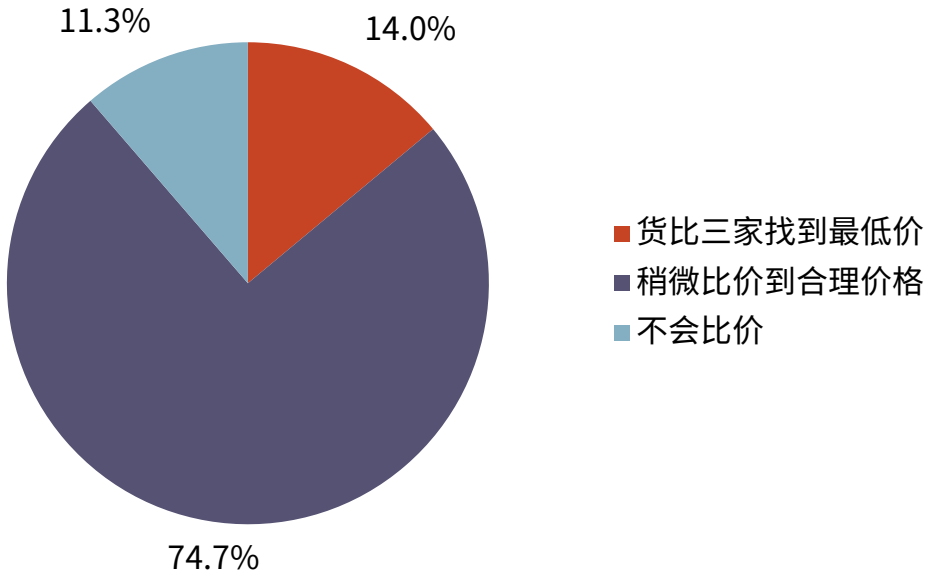
消费者观念理性化，看好大众化消费场景。在共同富裕与反铺张浪费风向的倡导下，消费者更加注重商品的性价比，结合自身需求选择合适的商品。埃森哲2021年的调查显示，92%的受访者认为做“月光族”是不好的，相对2017年的62%大幅上升30pct；同时，在2021年不想参与618购物节的受访者中，有61%表示原因是不想冲动消费，展现出消费者观念更加理性。《2019-2020中国青年消费报告》数据也显示，年轻人群（26-35岁）中，88.7%的受访者表示购买时会进行比价。随中等收入人群占比提升以及理性消费理念逐步深入人心，我们相信大众消费场景受关注度将提升。

图21：消费者观念更加理性



资料来源：埃森哲，光大证券研究所，统计指标为选择该项受访者的比例

图22：年轻人群热衷比价购物



资料来源：2019-2020中国青年消费报告，极光，光大证券研究所，统计指标为选择该项受访者的比例

目 录

社消增速回正，零售板块弱复苏

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

看好可选复苏逻辑，看好黄金珠宝龙头

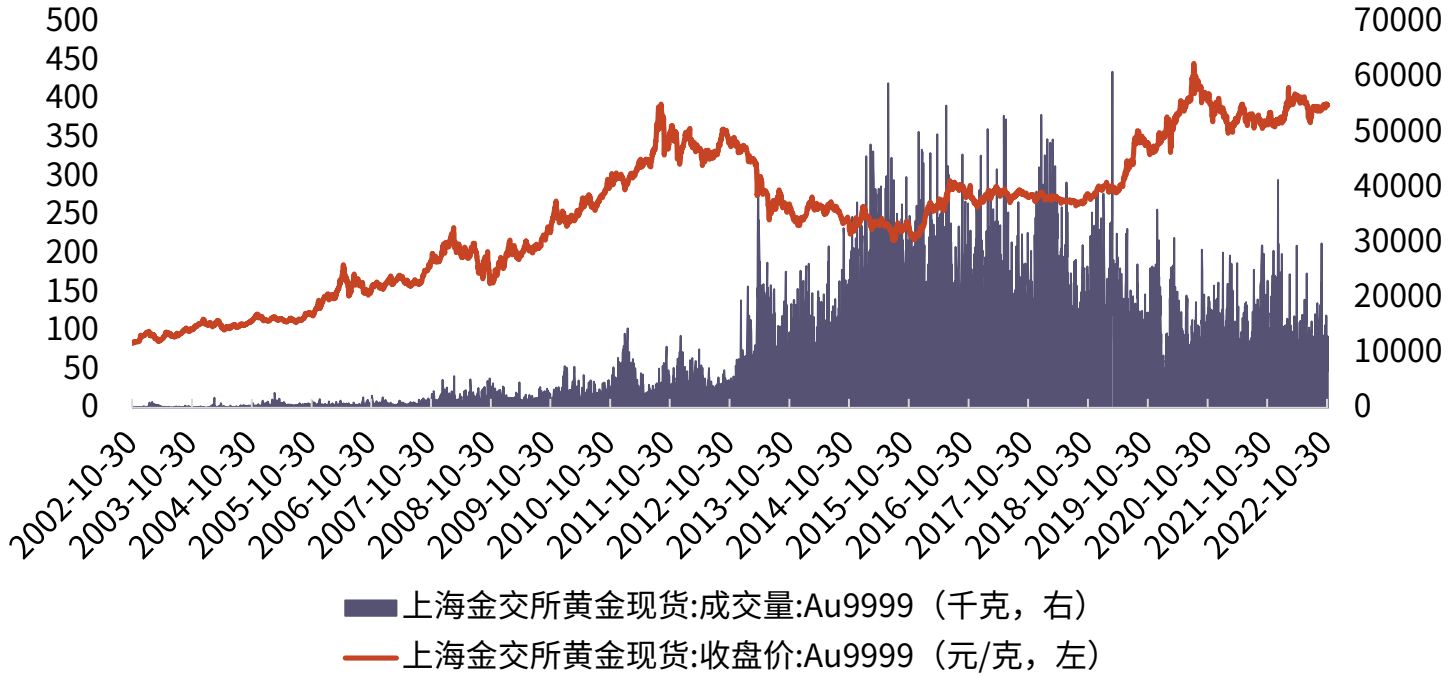
关注低估值百货和黄金龙头个股，关注大众化消费场景消费

风险分析

黄金保值属性凸显，头部品牌门店下沉步伐提速

金价维持相对高位，看好黄金投资保值需求。黄金价格自2015年上涨至2020年8月的最高价445.99元/克后小幅回调，截至2022年11月4日，上海金交所9999黄金收盘价为392.7元/克，处于2019年以来金价前30%分位，维持相对高位，黄金饰品的投资保值价值凸显。

图23：黄金价格持续走高（截至2022年11月4日）

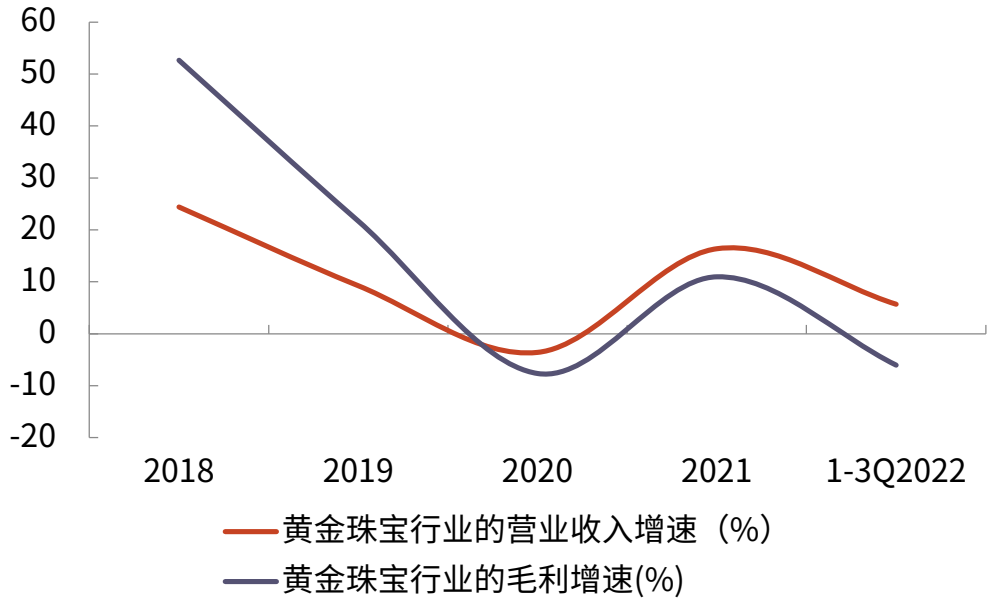


资料来源：wind，光大证券研究所整理

黄金保值属性凸显，头部品牌门店下沉步伐提速

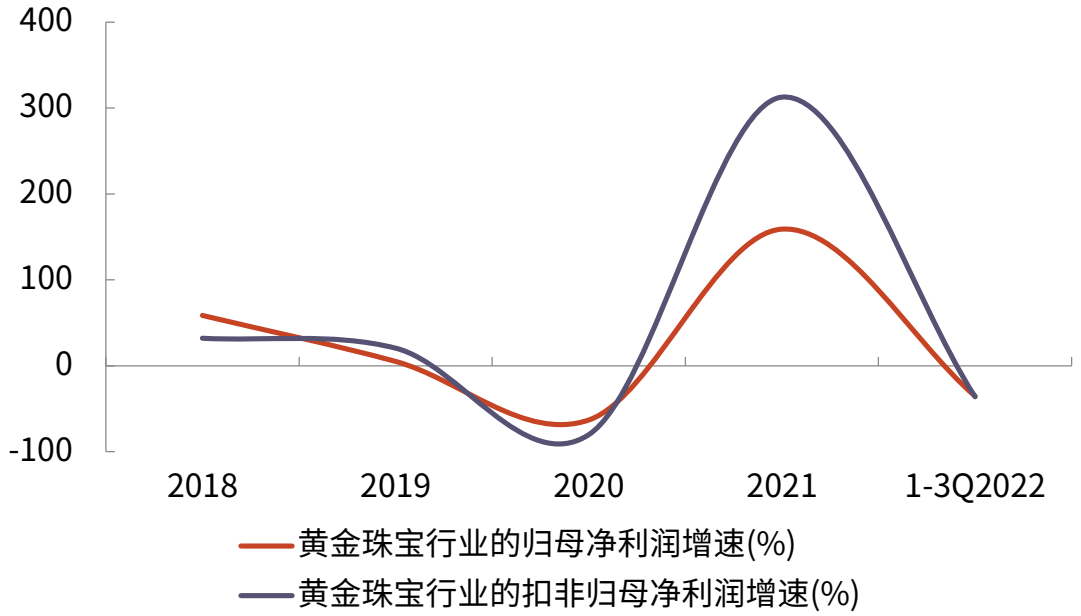
线下门店经营受限，行业利润同比下降。在1-3Q2022，疫情在全国多地反复，导致各个品牌的线下门店均有不同程度的闭店，经营也受到影响。1-3Q2022黄金珠宝行业主要上市公司营业收入同比微增5.68%，但毛利同比下降6.05%，扣非归母净利润同比下降36.0%。

图24：黄金珠宝行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图25：黄金珠宝行业主要上市公司（扣非）归母净利润同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

黄金保值属性凸显，头部品牌门店下沉步伐提速

民族自信提高，国风设计受追捧。随着国家经济实力的不断增强以及人民群众消费能力的不断提升，消费者愈发希望能看到具有设计感的同时又能结合中华文化的产品出现。由此，各大黄金珠宝品牌均注重结合中国传统文化进行新品设计，推出了一系列国潮风格的黄金珠宝。例如，老凤祥的“绣风华”、“青绿国色”等系列、周大福的传承系列、潮宏基的花丝风雨桥系列均受到广泛欢迎。

头部品牌逆势扩张，下沉市场地位上升。尽管上半年疫情影响了黄金珠宝品牌的经营，但头部品牌上半年仍然延续了门店扩张的趋势，且周大福仍然保持高门店增速。截至2022年6月30日，周大福共有零售点6214个，相比2021年末净增568个零售点；老凤祥共有5055个门店，净增110个门店；潮宏基共有1098个门店，净增22个门店。

图26：各大品牌推出国潮系列黄金珠宝



老凤祥藏宝金



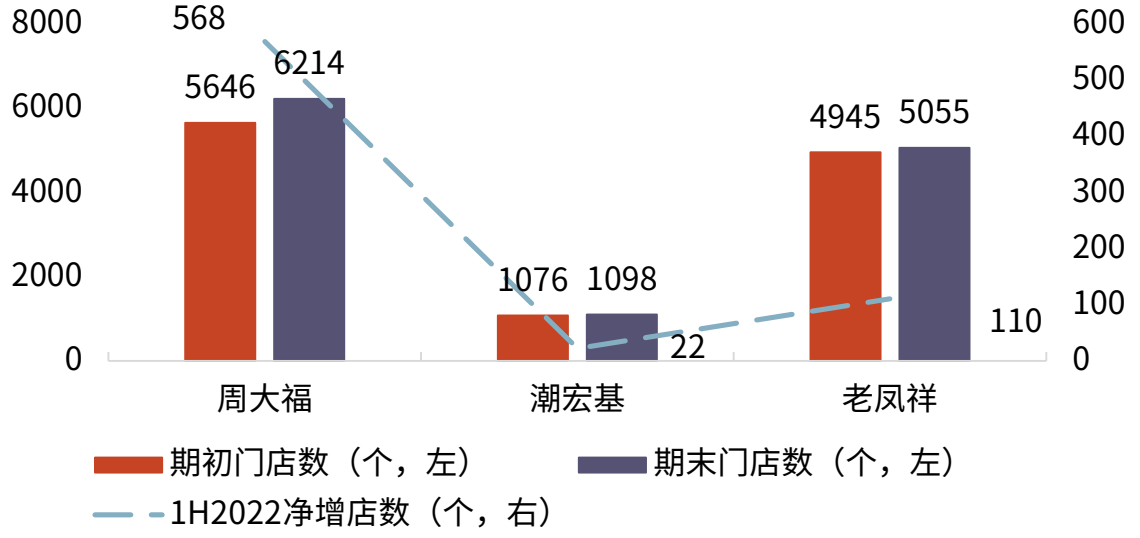
周大福传承系列



潮宏基花丝风雨桥系列

资料来源：老凤祥官网，周大福官网，淘宝，光大证券研究所

图27：头部黄金珠宝品牌持续扩店



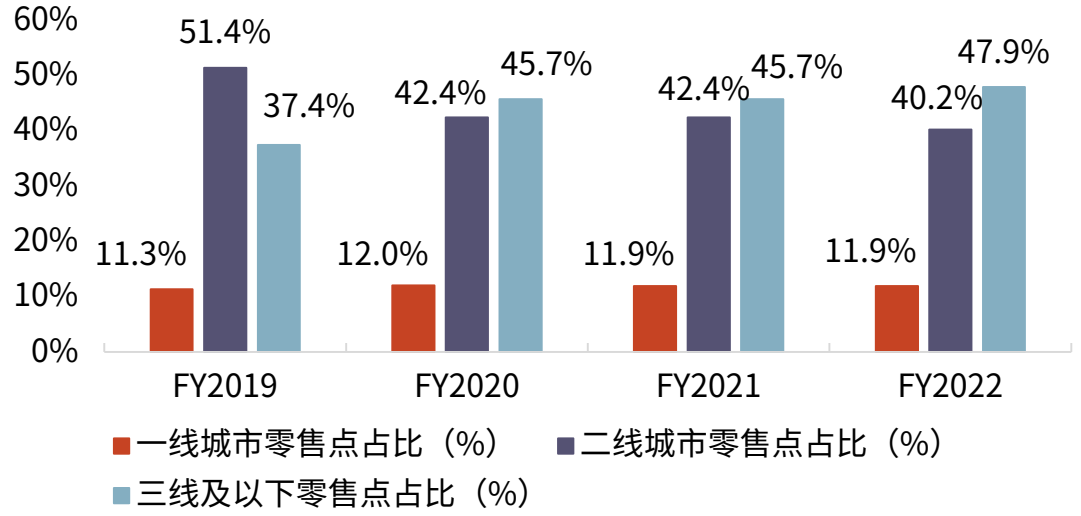
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

黄金保值属性凸显，头部品牌门店下沉步伐提速

随着我国低收入群体收入持续提升，中等收入群体规模逐渐扩大，下沉市场的潜力逐渐被挖掘，各大品牌纷纷将下沉市场的扩张作为战略重点。例如，在FY2022，周大福在三线及以下城市净增零售点与零售值增速均高于一线/二线城市。

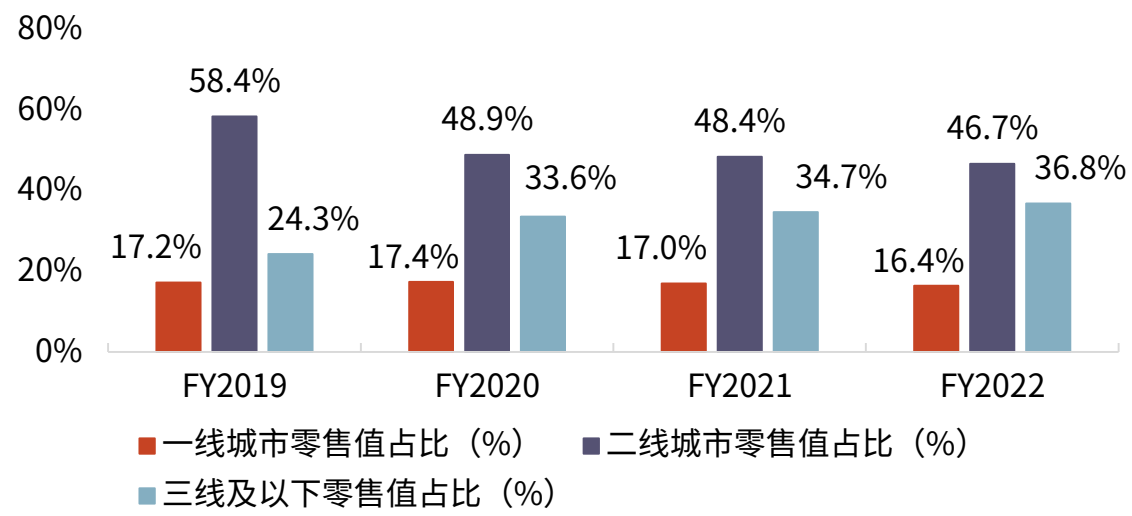
从2020年与2022年相关社消数据角度看，黄金珠宝作为可选消费品的代表品类，在疫情有所缓和后均能很快释放出较大弹性。同时，黄金饰品的投资保值需求不断凸显，头部公司门店下沉拓张，市场集中度不断提升。我们看好黄金珠宝，尤其以黄金类产品为主的龙头公司，推荐老凤祥（600612.SH）、周大福（1929.HK）、潮宏基（002345.SZ）。

图28：周大福三线及以下城市零售点占比稳中有升



资料来源：公司公告，光大证券研究所，周大福财年截至同年份3.31，如FY2022对应2021.4.1-2022.3.31

图29：周大福三线及以下城市零售值占比持续提升



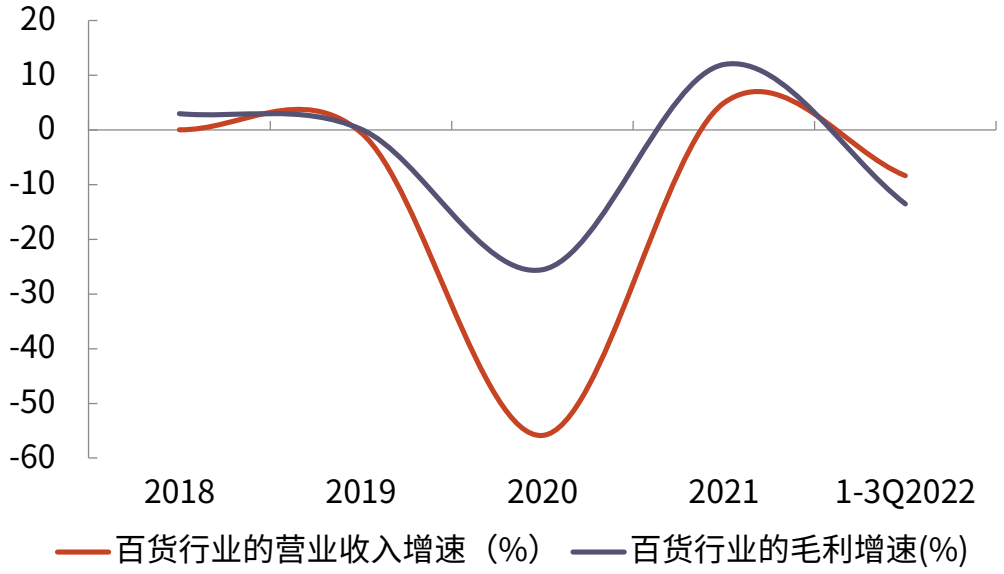
资料来源：公司公告，光大证券研究所

疫情下百货企业积极应对，修炼内功静待复苏

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

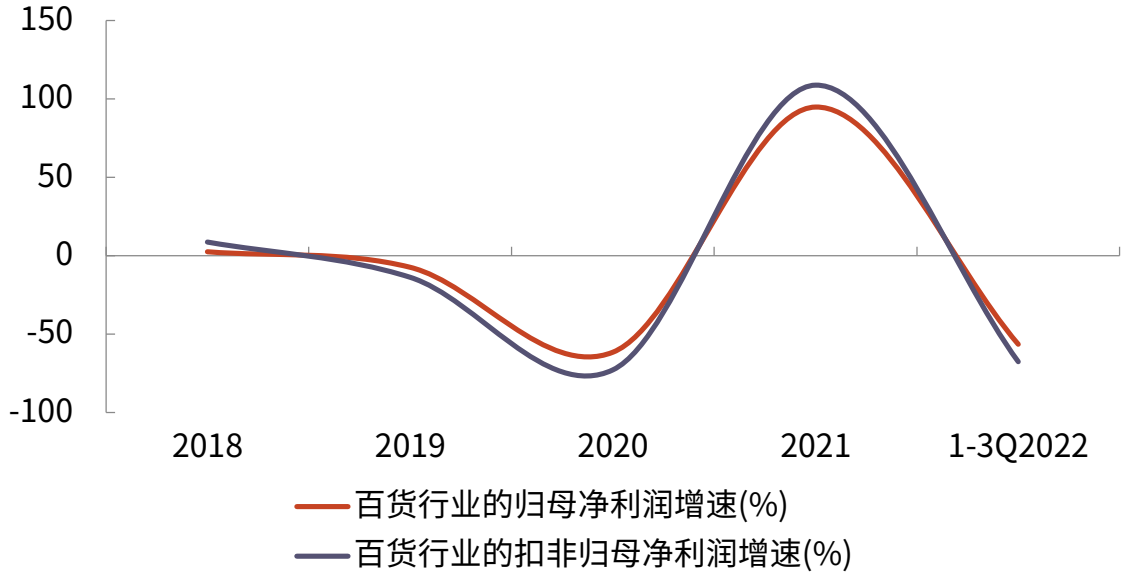
疫情影响百货业务开展，企业积极应对开展线上业务。在1-3Q2022，部分地区疫情反复，导致部分百货门店无法正常经营，百货行业业绩承压。1-3Q2022，百货行业主要上市公司营业收入663.8亿元，同比下降8.38%，而2021年同期同比增长18.20%；毛利率38.50%，同比下降2.29pct；1-3Q2022归母净利润18.96亿元，同比下降56.54%，而2021年同期为同比增长128.67%。

图30：百货行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图31：百货行业主要上市公司（扣非）归母净利润同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

疫情下百货企业积极应对，修炼内功静待复苏

积极应对挑战，承担社会责任，维护客群与合作商户。一方面，百货公司帮助其门店租户渡过难关，例如王府井为相关门店停业期间的租户和供应商减免租金和保底，并对经营困难的合作伙伴减租让利，已落实超过1亿元；另一方面，百货公司抓住线上渠道机会，最大限度恢复经营，强化用户心智。例如在1H2022，天虹线上商品销售及数字化服务收入GMV达到29亿元，APP和小程序月活会员达到426万人。此外，疫情期间，百货公司亦积极参与民生保供，履行社会责任，提高品牌形象，例如百联公司打造B2B2C线上团购进行社区保供。

百货作为可选消费代表，涵盖品类和品牌多样化，较为依赖线下客流，疫情对其业绩影响较大，例如王府井在上半年受疫情影响关闭10-30家店不等。但对商户与合作伙伴的减免，以及通过线上渠道、社区保供等多种方式进行的客群运营为百货行业在疫情受控后重新展业打下良好的基础，推荐王府井（600859.SH）、百联股份（600827.SH）。

图32：线上社交渠道助力营销



资料来源：微信视频号，光大证券研究所

图33：天虹APP提供线上销售渠道

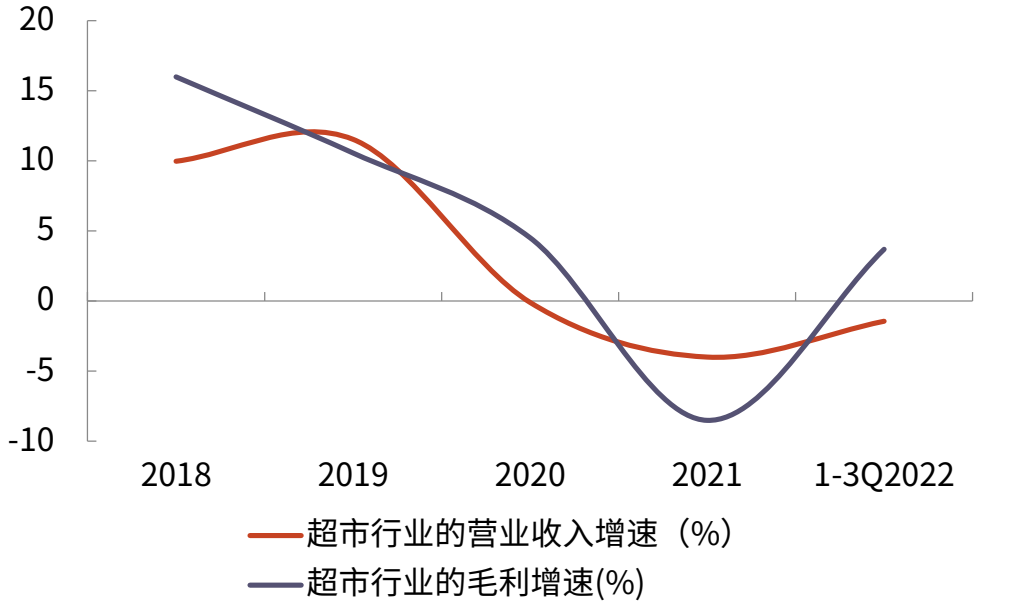


资料来源：天虹APP，光大证券研究所

必选品需求相对稳健，线上业务打开发展增量空间

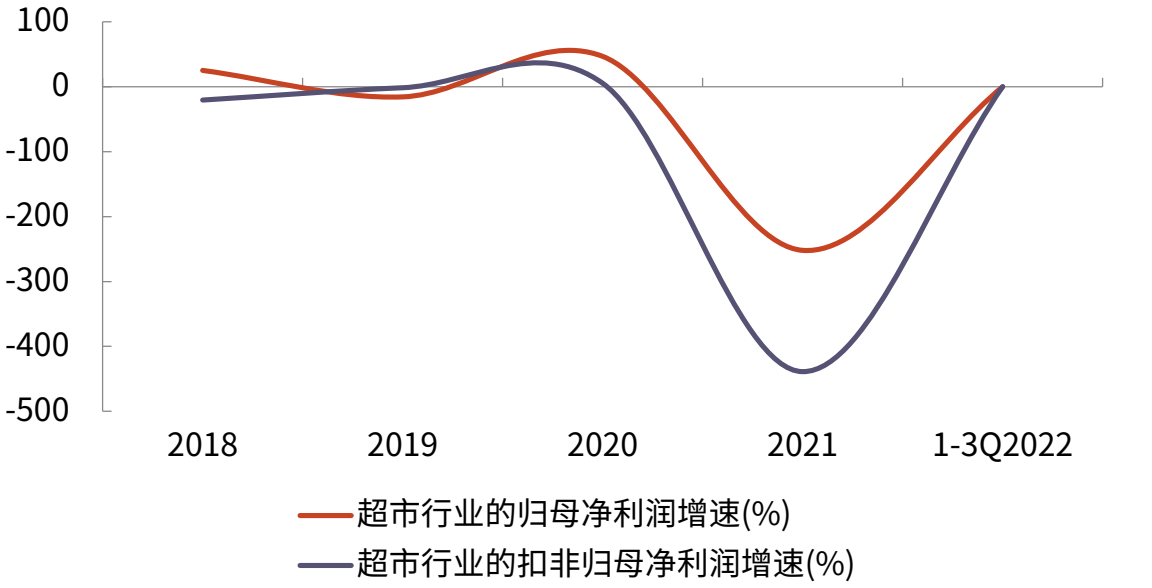
必选品需求相对稳健，提振超市业绩表现。疫情期间，居民可选品消费需求得到抑制，必选品则韧性较强。作为离消费者最近的零售终端之一，超市在疫情期间承担起保障民生的任务，满足居民大部分的必选品需求，从而带动了1-3Q2022的业绩表现。在1-3Q2022，超市行业的主要上市公司营业收入1260.89亿元，同比微降1.44%，而2021年同期为同比下降3.99%；毛利率23.58%，同比上升1.17pct；归母亏损5.84亿元，相比2021年同期亏损21.80亿元有所收窄。

图34：超市行业主要上市公司收入及毛利同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图35：超市行业主要上市公司（扣非）归母净利润同比增速（2018-1-3Q2022）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

必选品需求相对稳健，线上业务打开发展增量空间

同时超市也不断提升自身以积极应对同业竞争，包括自身数字化转型建设、接入第三方线上平台或搭建自身线上销售平台等等。例如家家悦加大与美团、饿了么以及京东到家等第三方平台合作，1H2022线上销售增长超过2倍，线上业务覆盖50多个市县的门店；永辉线上业务营收占比15.7%，自营到家业务覆盖992家永辉生活门店。

表3：部分超市企业数字化转型措施

公司名称	公司代码	数字化措施
中百集团	000759.SZ	全面完成数据中心、智能供应链等一期项目的收尾检视优化，实现全业态驾驶舱销售数据接入，完成仓储超市大小业态融合信息系统切换，智能供应链项目已上线45家仓储门店。财务共享中心、人力资源管控中心、线上用户端等二期项目按进度推进。
家家悦	603708.SH	2021年公司通过组织变革成立了科技创新中心，加快推进公司数字化转型，实施了数字化供应链、大数据平台、全渠道会员升级等项目，通过项目实施及系统升级巩固供应链优势、深度赋能门店、提升对市场及消费者洞察和营销能力；其中数字化供应链项目以打造空间管理和智能补货系统构建供应链数字大脑，实现从门店、物流、供应商全链条智能补货，提高补货效率，优化生产力，助力门店员工以顾客为中心的服务转型，自2021年12月开始已在部分门店上线；大数据平台汇集企业多维数据，统一处理挖掘数据中隐含价值，进行事前预警、事中控制、事后分析，赋能一线并持续驱动业务改善，提升数字化能力和数据洞察能力。
红旗连锁	002697.SZ	公司以“红旗云”为中心，加大与线上平台的业务合作，同时优化红旗到家业务，提升线上服务，将互联网技术与顾客需求不断融合，实现了商品从入库到销售的全面数字化管理。线上线下联动互补，为消费者提供不同的消费方式，满足消费者不同需求。

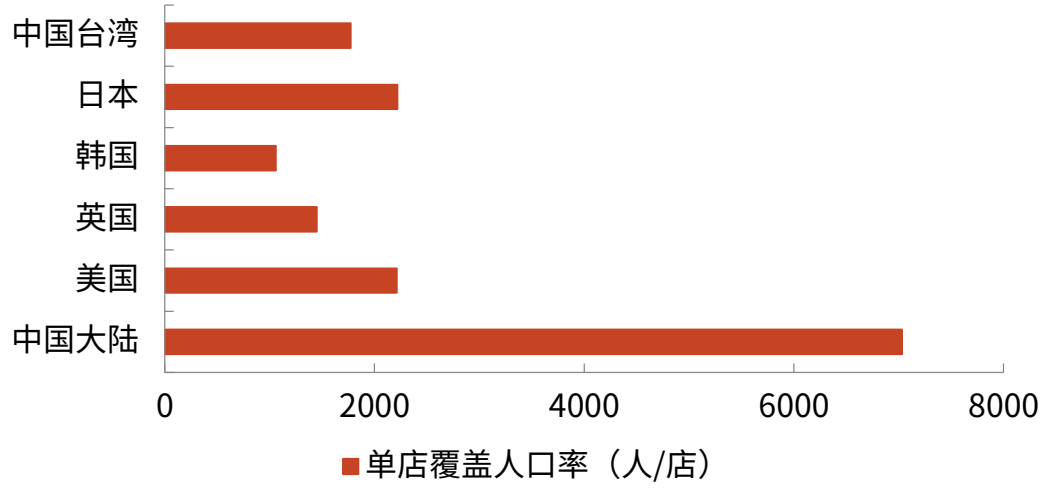
资料来源：各公司公告，光大证券研究所

必选品需求相对稳健，线上业务打开发展增量空间

便利店业态空间广阔，红旗连锁门店整合提效明显。便利店作为距离居民最近的零售业态之一，承载着消费者大量的必选消费需求，经营具有较强的韧性。而相比日本、韩国等国家，大陆便利店单店覆盖人口仍较高，具有较大的扩张空间。作为A股首家便利店上市企业，红旗连锁2021年以来持续进行门店整合，积极推动旧店改造，并加大与线上平台合作，优化到家业务。

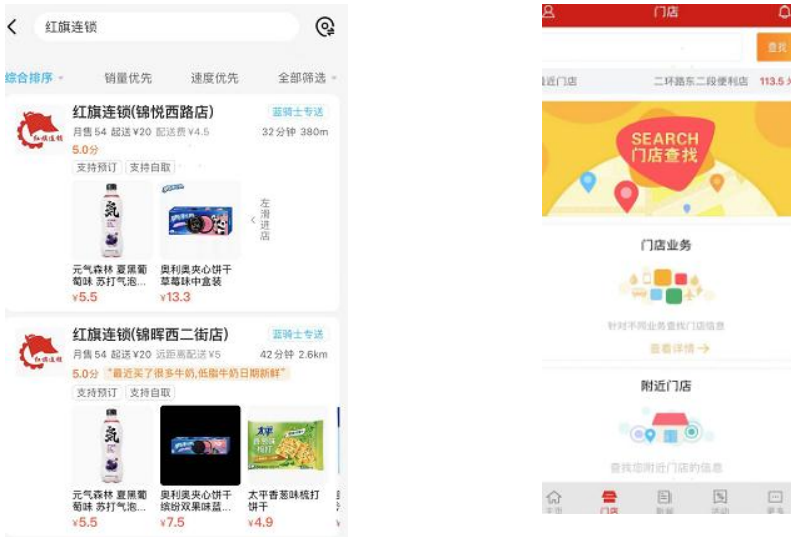
超市作为主要的必选品渠道，2022年业绩表现相对稳健。同时，2021年下半年开始面对社区团购等新业态的冲击，超市龙头积极应对，不断调整优化门店，提高经营效率，提升线上化程度，推进线上线下一体化进程。推荐以便利店业务为主的红旗连锁（002697.SZ）。

图36：大陆便利店单店覆盖人口仍较高



资料来源：KPMG，光大证券研究所

图37：红旗连锁积极发展线上业务

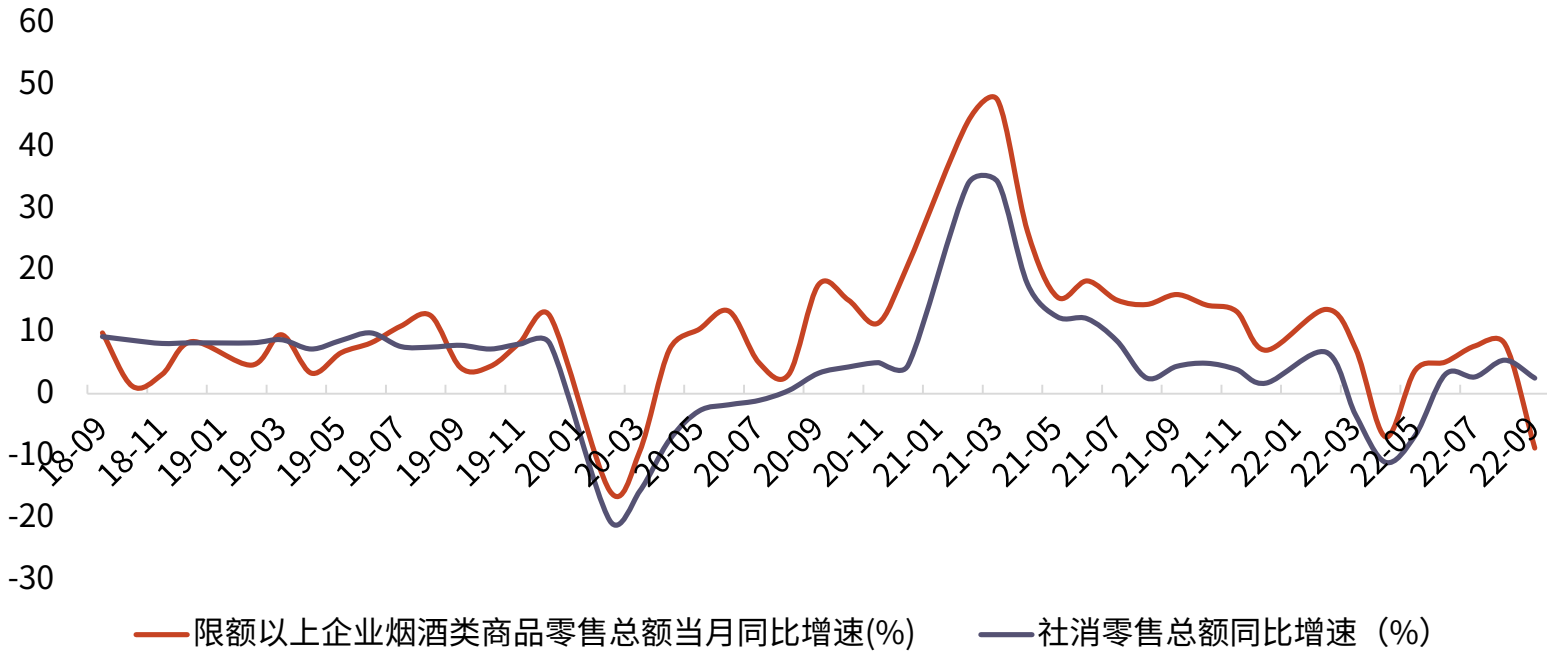


资料来源：饿了么，红旗连锁APP，光大证券研究所

酒类零售表现稳健，高端白酒价值持续提升

2022年1-9月酒类零售表现稳健。得益于2020年疫情逐步受控，2021年烟酒类零售额同比实现21.2%的增长。而2022年以来，多地疫情反复，酒类消费场景受到一定影响，酒类零售额增速有所放缓，但仍实现同比增长。2022年1-9月烟酒类零售额同比增长4.7%。随着疫情受控，期待消费需求的释放推动酒类零售额进一步提升。

图38：全国限额以上企业烟酒类商品零售总额当月同比增速（2018.9--2022.09）

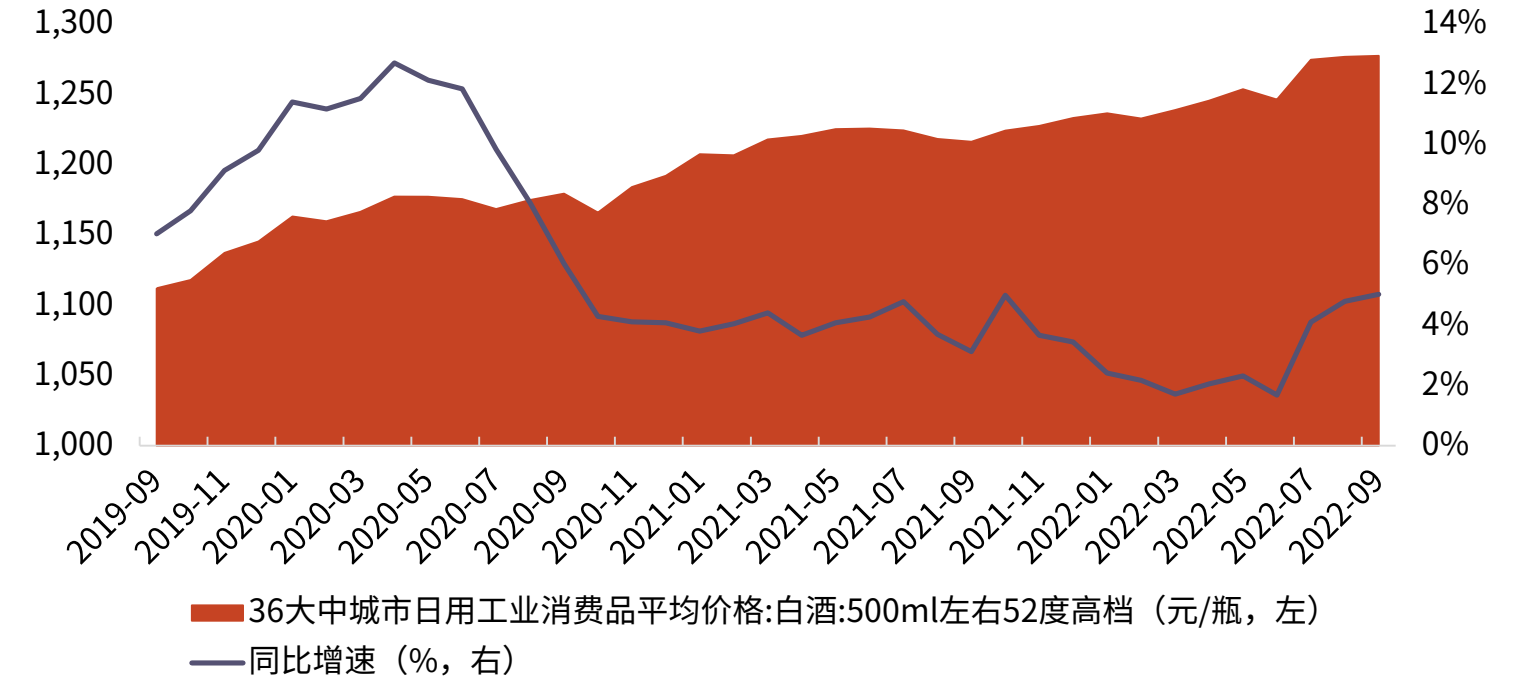


资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

酒类零售表现稳健，高端白酒价值持续提升

高端白酒价值持续提升，疫情催化白酒市场集中度提升。Wind数据显示，2022年9月36城高端白酒500ml左右52度平均价为1277.28元/瓶，同比增长5.0%。高端白酒兼具饮用、收藏和社交价值，具有较好的保值功能，推动高端白酒平均价近3年持续保持同比正增长的趋势。随着白酒消费向商务消费、大众消费转型，消费者的消费意识愈发理性，对品牌和品质的要求持续提升，导致白酒品牌分化凸显，市场份额向高端白酒集中，进一步推动高端白酒的价值增长。

图39：36城500ml左右52度高档白酒价格持续增长



资料来源：wind，光大证券研究所整理，统计时间截至2022年9月

酒类零售表现稳健，高端白酒价值持续提升

上游酒企合作关系稳固，“700项目”完善零售网点布局。作为酒类经销商代表，华致酒行面对复杂的市场环境，一方面维持和茅台、五粮液等高端白酒品牌的稳定合作关系，另一方面与荷花酒、习酒等品牌深度合作，推出多样化定制酒，完善产品矩阵。例如，公司与荷花酒联合推出的金蕊天荷酒与飞天茅台同获第23届布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛大金奖。同时，公司持续扩大营销网络覆盖范围，推出“700项目”，在全国范围内筛选700个具有中高端酒水消费能力的区域，发展零售网点并培育连锁门店客户。广覆盖的零售网点结合公司与多家酒企的战略合作构建了华致酒行稳固的业务护城河。

图40：华致酒行与多个酒类品牌建立合作关系

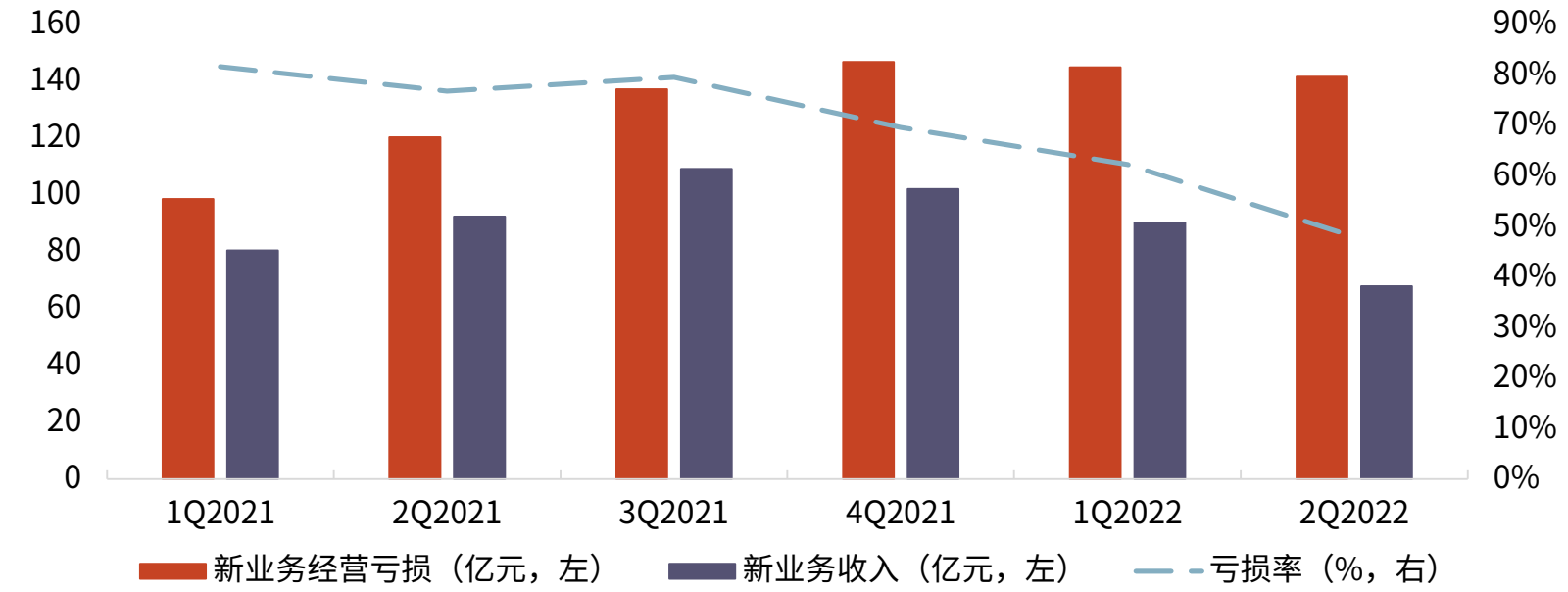


资料来源：华致酒行官网，光大证券研究所整理

降本增效成为主旋律，电商平台积极承担社会责任

降本增效成为电商平台主旋律。例如京东集团的京喜拼拼业务一度扩张到20多个省份，但随着京东不断收缩其业务范围，到2022年6月，京喜拼拼的自提业务仅在北京、廊坊、郑州提供，美团也对新业务的资源使用效率有所调整优化，其新业务亏损率自3Q2021以来持续下降至2Q2022的48%；拼多多的成本管控效果也有所显现，其2Q2022的营销费用率36.1%，同比下降9pct，环比下降11.1pct；阿里巴巴则借由其降本增效举措，使得其1QFY2023（对应自然年2Q2022）经调整EBITA利润率环比提升9pct，其中中国商业经调整EBITA利润率上升9pct，本地生活服务经调整EBITA利润率上升23pct，创新业务经调整EBITA利润率上升243pct。

图41：美团新业务亏损率持续下降



资料来源：公司公告，光大证券研究所

降本增效成为主旋律，电商平台积极承担社会责任

同时，电商平台更加专注于主站平台的发展。应对2022年双十一活动，淘宝出台了一系列商家支持措施。流量方面，淘宝为双十一期间直播的达人和商家提供流量激励，并将公域流量导入达人商家直播；运营上，淘宝为商家免费提供“达摩盘”、生意参谋等免费智能分析工具；经营成本减免上，淘宝为商家提供贷款折扣、服务费减免、补贴、返点等一系列福利。在平台间竞争日益激烈的当下，对商家的支持有助于平台提高商家留存，维持平台核心竞争力。

表4：淘宝在双十一提供商家支持措施

方向	具体措施
流量扶持	双十一超级播，为直播商家和达人提供流量激励 提供APP公域频道流量给达人和商家直播 举办“星光1000”打榜赛，向优质创作者提供奖励
运营工具支持	双十一周期“达摩盘”0门槛开放 生意参谋推出客服绩效、数据预警等免费智能分析工具 推出异常识别及全链路协同处置能力
减少经营成本	提前备货信用贷提供最低8折优惠 双十一期间享受回款服务费减免优惠 淘宝转送服务订单快递费减免，送货上门免服务费，入驻天猫优仓费用不涨价 阿里妈妈提供“超级消耗返计划” “超级联盟合伙人计划”双十一周期补贴100亿元，叠加佣金补贴 “暖航计划”向中小商家提供小额红包、营销体验券

资料来源：淘宝公众号、光大证券研究所整理

降本增效成为主旋律，电商平台积极承担社会责任

助力农业，积极探索发展新增量。淘宝、京东、拼多多等电商平台均在助农上用力着墨，例如淘宝9月开启“丰收购物节”，通过多种途径促进农产品消费，包括发放消费券，直播推广时令产品，启动产地直采计划等等；京东也在9月开启了“京东农特产购物节”，发放“助农券”帮助农民增收。拼多多的助农行动则由来已久，在2Q2021，拼多多设立100亿农研专项，推出原产地直发、对农产品进行直播扶持、人才培育、供应链优化等多种举措，履行社会责任。

疫情期间助力商户，持续改善骑手待遇。作为连接消费者和商户的平台方，美团在疫情期间积极承担社会责任，协助商户渡过难关，例如对经营困难的中小商户提供佣金优惠、免费提供外卖管家服务和智能运营设备。同时，美团持续改善骑手待遇，优化骑手规则，例如2022年5月，美团出台一系列骑手劳动安全保障措施，优化骑手接单全流程。

图42：拼多多为时令水果及生鲜提供补贴优惠



资料来源：拼多多，光大证券研究所

图43：美团持续优化骑手工作体验



资料来源：美团公众号，光大证券研究所

目 录

社消增速回正，零售板块弱复苏

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

看好可选复苏逻辑，看好黄金珠宝龙头

关注低估值百货和黄金龙头个股，关注大众化消费场景消费

风险分析

关注低估值高股息率的百货个股及具有疫后修复逻辑的可选消费

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

我们围绕大众化消费场景，从低估值百货、黄金龙头个股入手，推荐：

1）**老凤祥（600612.SH）**：黄金饰品龙头，受益于黄金投资保值需求提升；

2）**周大福（1929.HK）**：百年老品牌，品牌力和市占率突出；

3）**潮宏基（002345.SZ）**：不断推进加盟转型，提高线上线下一体化程度；

4）**王府井（600859.SH）**：全国百货龙头，竞争地位稳固；

5）**百联股份（600827.SH）**：上海百货龙头，疫情冲击不改长期增长逻辑；

6）**红旗连锁（002697.SZ）**：满足即时消费需求，主营业务业绩稳健；

7）**美团-W（3690.HK）**：本地生活电商龙头，核心竞争壁垒稳固。

老凤祥：黄金饰品龙头，受益于黄金投资保值需求提升

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **业绩表现**：1-3Q2022老凤祥实现营业收入535.38亿元，同比增长7.54%，实现归母净利润13.56亿元，折合成全面摊薄EPS为2.59元，同比减少9.49%。3Q2022老凤祥实现营业收入197.98亿元，同比增长8.80%，实现归母净利润4.66亿元，折合成全面摊薄EPS为0.89元，同比增长2.04%，实现扣非归母净利润4.79亿元，同比增长5.95%。
- **推荐逻辑**：1）公司是黄金饰品龙头，产品以黄金首饰为主，受益于黄金投资保值需求的提升；2）公司不断拓展门店数量，2022年1-6月净增加110家，公司市占率不断提升；3）2022年上海疫情对于老凤祥线下门店的正常经营产生一定的冲击，随疫情逐渐受控，以及后置的结婚刚需等释放，公司将展现出较好的业绩弹性。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测3.52/4.08/ 4.61元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

表5：老凤祥盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	51,722	58,691	63,179	72,744	81,803
营业收入增长率	4.22%	13.47%	7.65%	15.14%	12.45%
净利润（百万元）	1,586	1,876	1,843	2,133	2,410
净利润增长率	12.64%	18.30%	-1.75%	15.72%	12.96%
EPS（元）	3.03	3.59	3.52	4.08	4.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.91%	20.41%	17.94%	18.29%	18.21%
P/E	14	12	12	10	9
P/B	2.8	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13

周大福：百年老品牌，市占率和品牌力突出

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **业绩表现**：1HFY2023营业收入465.4亿港元，同增5.3%，归属本公司股东的年度溢利33.4亿港元，同降6.9%。
- **推荐逻辑**：1）公司旗下周大福品牌是黄金珠宝龙头品牌，品牌力突出，市占率和门店数居首；2）公司门店快速扩展，2022财年公司集团门店净增1311家，中国内地门店净增1312家（其中过半位于三、四线及以下城市），随公司门店进一步下沉，周大福品牌在下沉市场的认知度和接受度将进一步提升；3）公司“传承”系列等古法金产品作为公司的拳头产品受益于国潮概念，随国民自豪感不断提升，有利于进一步拉升公司业绩。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司FY2023/FY2024/FY2025年EPS的预测至0.64/0.76/0.85港元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：金价及人民币汇率波动大于预期，渠道拓展速度低于预期。

表6：周大福盈利预测与估值简表

指标	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024E	FY2025E
营业收入（百万港元）	70,164	98,938	104,757	118,963	132,160
营业收入增长率	23.63%	41.01%	5.88%	13.56%	11.09%
净利润（百万港元）	6,026	6,712	6,365	7,615	8,542
净利润增长率	107.74%	11.38%	-5.18%	19.64%	12.18%
EPS（港元）	0.60	0.67	0.64	0.76	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.59%	19.97%	17.21%	18.57%	18.76%
P/E	25	23	24	20	18
P/B	5.0	4.6	4.2	3.7	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，周大福财年截至日期为每年3月31日，股价时间为2022-12-13

潮宏基：不断推进加盟转型，提高线上线下一体化程度

- **业绩表现**：1-3Q2022营业收入33.81亿元，同比减少1.98%，归母净利润2.35亿元，全面摊薄EPS0.26元，同比减少17.64%，扣非归母净利润2.29亿元，同比减少16.93%。3Q2022营业收入12.07亿元，同增4.64%，归母净利润0.85亿元，全面摊薄EPS0.10元，同增1.75%，扣非归母净利润0.83亿元，同比增长3.38%。
- **推荐逻辑**：1）公司不断推进加盟业态转型，经营效率和ROE不断改善；2）公司产品设计贴合国潮风尚，目标客群主要为都市白领女性，价格定位相对大众，受益于女性“悦己”需求的提升；3）公司不断加强会员体系运营，提高线上线下一体化程度，会员复购率和品牌粘性相对较好。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测0.34/0.40/0.46元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：加盟扩张效果不及预期、疫情受控进程不及预期。

表7：潮宏基盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,215	4,636	4,664	5,392	6,049
营业收入增长率	-9.24%	44.20%	0.59%	15.60%	12.19%
净利润（百万元）	140	351	302	358	413
净利润增长率	72.05%	151.03%	-13.85%	18.52%	15.36%
EPS（元）	0.16	0.39	0.34	0.40	0.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.07%	9.96%	8.29%	9.31%	10.13%
P/E	30	12	14	12	10
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13；公司于2022年3月回购后股本由9.05亿股变为8.89亿股

王府井：全国百货龙头，竞争地位稳固

- **业绩表现**：1-3Q2022营业收入84.66亿元，同比减少11.65%，归母净利润4.15亿元，全面摊薄EPS0.37元，同比减少45.47%，扣非归母净利润2.41亿元，同比减少57.07%。3Q2022营业收入27.22亿元，同比减少9.48%，归母净利润0.35亿元，全面摊薄EPS为0.03元，同比减少82.21%，扣非归母净利润0.80亿元，同比减少21.71%。
- **推荐逻辑**：1）公司是全国性百货龙头，竞争实力较强，竞争地位稳固；2）2022年受疫情冲击影响较大，随疫情逐渐受控后，公司业绩有望展现较大的修复弹性。3）2020年公司被授予免税品经营资质，公司万宁王府井国际免税港项目预计于2023年1月开业，公司将打造有税+免税的双轮主业驱动的业务模式，不断提升综合竞争能力。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测0.53/0.80/0.97元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：免税业务推进不达预期，门店整合不达预期，疫情受控进程低于预期。

表8：王府井盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,223	12,753	11,449	13,548	14,933
营业收入增长率	-69.30%	55.08%	-10.23%	18.34%	10.22%
净利润（百万元）	387	1,340	605	907	1,096
净利润增长率	-59.77%	246.55%	-54.85%	49.95%	20.76%
EPS（元）	0.34	1.18	0.53	0.80	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.36%	6.93%	3.10%	4.49%	5.22%
P/E	85	24	54	36	30
P/B	2.8	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13；公司股本由2020年的7.76亿股增至2021年的11.33 亿股，后于2022年6月22日增至11.35亿股

百联股份：上海百货龙头，疫情冲击不改长期增长逻辑

- **业绩表现**：1-3Q2022营业收入251.06亿元，同比减少5.30%，归母净利润-1.90亿元，全面摊薄EPS-0.11元，扣非归母净利润-2.25亿元。3Q2022营业收入79.97亿元，同比减少1.30%，归母净利润-0.74亿元，全面摊薄EPS-0.04元，扣非归母净利润-0.96亿元。
- **推荐逻辑**：1）公司是上海百货龙头，历史业绩表现稳健，短期疫情冲击不改长期增长逻辑；2）2022年业绩受上海疫情冲击较大，公司积极采取应对举措，不断提升线上线下一体化程度，有利于提升公司经营效率；3）随疫情逐步受控，公司积极开展各类营销活动，有利于客流及销售额回暖。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测-0.12/0.23/0.28元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：疫情受控进程低于预期，购物中心改造后经营不达预期。

表9：百联股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	35,209	34,650	33,414	34,985	36,309
营业收入增长率	-30.22%	-1.59%	-3.57%	4.70%	3.78%
净利润（百万元）	797	753	-205	411	508
净利润增长率	-16.82%	-5.58%	-127.28%	NA	23.45%
EPS（元）	0.45	0.42	-0.12	0.23	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.36%	4.20%	-1.18%	2.31%	2.79%
P/E	27	29	NA	53	43
P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13

红旗连锁：满足即时消费需求，主营业务业绩稳健

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **业绩表现**：1-3Q2022营业收入75.73亿元，同比增长8.18%，归母净利润3.57亿元，全面摊薄EPS0.26元，同比增长2.27%。3Q2022营业收入26.90亿元，同比增长9.18%，归母净利润1.34亿元，全面摊薄EPS0.10元，同比增长5.04%，扣非归母净利润1.31亿元，同比增长5.03%。

- **推荐逻辑**：1）公司主营业务为便利店业态，主要满足消费者即时消费需求，受社区团购以及线上电商冲击较小，业绩表现相对稳健。2）公司不断调整优化门店，线下门店经营效率不断改善。3）公司在成都地区具有一定竞争实力，估值处于历史底部位置，有一定修复空间。

- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测0.37/0.39/0.41元，维持“买入”评级。

- **风险提示**：部分门店租约到期无法续租，疫情影响超预期。

表10：红旗连锁盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,053	9,351	10,184	10,777	11,292
营业收入增长率	15.73%	3.29%	8.91%	5.83%	4.78%
净利润（百万元）	505	481	497	536	556
净利润增长率	-2.20%	-4.66%	3.24%	7.91%	3.70%
EPS（元）	0.37	0.35	0.37	0.39	0.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.66%	13.07%	11.94%	11.46%	10.67%
P/E	15	16	15	14	14
P/B	2	2	2	2	1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13

美团-W：本地生活电商龙头，核心竞争壁垒稳固

- **业绩表现**：1-3Q2022营业收入1598.3亿元，同比增长23.3%，GAAP归母净利润-56亿元，全面摊薄EPS-0.91元，经调整净利润19.98亿元。3Q2022营业收入626.2亿元，同比增长28.2%，GAAP归母净利润12.2亿元，全面摊薄EPS为0.2元，经调整净利润35.3亿元。
- **推荐逻辑**：1）公司是本地生活服务龙头电商，核心业务竞争壁垒稳固。2）公司到店及酒旅受疫情冲击影响较为严重，疫情逐步受控后有望展现一定的业绩弹性。3）公司2022年致力于降本增效，新业务投入节奏相对合理，有利于公司尽快实现盈利。
- **盈利预测和评级**：我们维持对公司2022/2023/2024年GAAP归母净利润的预测-56.8/-9.6/ 58.5亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：业内竞争加剧，社区团购前期投入过高，直播电商冲击，监管风险。

表11：美团-W盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	114,794	179,128	217,097	271,695	332,196
营业收入增长率(%)	18%	56%	21%	25%	22%
GAAP归母净利润（百万）	4,708	-23,538	-5,680	-958	5,845
经调整净利润（百万）	3,120	-15,572	2,454	7,176	13,779
GAAP EPS（元人民币）	0.82	-3.84	-0.92	-0.15	0.94
经调整EPS（元人民币）	0.54	-2.54	0.40	1.16	2.23

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2022-12-13

目 录

社消增速回正，零售板块弱复苏

可选消费温和复苏，看好大众化消费场景

看好可选复苏逻辑，看好黄金珠宝龙头

关注低估值高股息率的百货个股及具有疫后修复逻辑的可选消费

风险分析

风险提示

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

- **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。

- **地产后周期影响部分细分行业收入增速。**家电、家居用品等消费品的销售额与地产周期关系较大，如果地产销售显著下行，与家电、家居用品销售密切相关的家电专业连锁、专业市场经营行业可能受较大负面影响。

- **渠道变革大势对现有商业模式冲击高于预期。**线上线下渠道变革的逐步推广对现有商业模式将造成一定冲击，转型或提出应对举措较慢的公司，在这一变革周期中的经营情况也能会受到负面影响。

- **疫情受控进程不及预期。**线下渠道是零售行业的重要销售渠道，若疫情受控进程不及预期，将会影响零售企业线下销售业绩，进而影响公司整体经营状况。

衷心感谢

光大证券研究所

商贸零售研究团队

分析师：唐佳睿 CFA FCPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

执业证书编号： S0930516050001

电话：021-52523866

邮件：tangjiarui@ebscn.com

联系人：田然

电话：021-52523799

邮件：tianran@ebscn.com

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曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

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。

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。