



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

掘金疫后复苏，看好可选消费弹性

——商贸零售行业2023年春季投资策略

2023年2月28日

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

执业证书编号：S0930516050001

联系人：田然

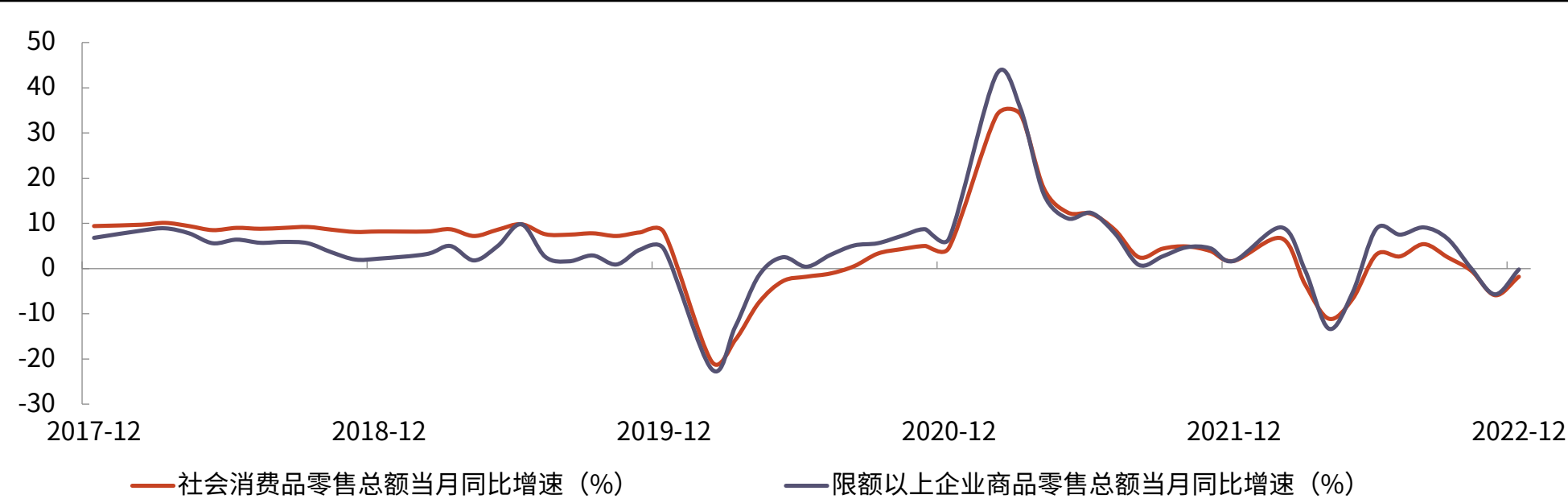


证券研究报告

2022年疫情影响社消增速，看好2023年消费复苏

整体而言，2022年社消增速受制于疫情冲击表现相对承压，2022年1-12月社会消费品零售总额为43.97万亿元，同比下降0.2%。单月份看，2022年3月起受疫情冲击社消增速持续为负，随疫情逐步受控，2022年6-9月社消增速转正，2022年10月后受疫情反复影响社消增速转负，2022年12月社会消费品零售总额为4.05万亿元，同比下降1.8%。疫情政策调整后，随线下客流逐步回暖，我们认为2023年线下消费将维持逐季改善、温和复苏的态势，尤其是弹性相对较大的可选消费。

图1：社会消费品零售总额当月同比增速（2017.12-2022.12）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

从短期维度看，零售行业建议投资者关注：1) 两会消费政策相关的主题性投资机会；2) 2022年年报业绩或超预期、低估值、高分红的个股。从长期维度看，我们整体看好2023年消费逐季改善趋势以及大众化消费场景相关标的。从细分赛道而言，最看好具有投资保值属性的黄金珠宝赛道。推荐个股：

- 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) 潮宏基（002345.SZ）：不断推进加盟转型，提高线上线下一体化程度；
- 3) 王府井（600859.SH）：全国百货龙头，竞争地位稳固；
- 4) 百联股份（600827.SH）：上海百货龙头，疫情冲击不改长期增长逻辑；
- 5) 重庆百货（600729.SH）：股权激励提升管理层动力，降本增效释放利润空间
- 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。

风险分析：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，消费信心和意愿恢复不及预期。

老凤祥：黄金饰品龙头，受益于黄金投资保值需求提升



- **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1：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	16	14	14	12	11
P/B	3.2	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2023-02-27

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) 公司产品设计贴回国潮风尚，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、K金及镶嵌景气度恢复不及预期。

表2：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	43	17	20	17	15
P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2023-02-27，EPS按最新股本摊薄计算

王府井：全国百货龙头，竞争地位稳固

- **业绩表现：**2022年公司预计实现归母净利润17,000万元至23,000万元，与2021年同期相比预计减少117,024万元至111,024万元，同比下降87%到83%；预计实现扣非归母净利润-3,000万元至3,000万元，与2021年同期相比预计减少97,259万元至91,259万元，同比下降103%到97%。
- **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，2023年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，2023年1月18日，公司旗下王府井国际免税港对外营业，公司不断完善有税+免税的双轮主业驱动的业务布局，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0.18/0.62/0.81元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**免税业务推进不达预期，线下购买力恢复进程不及预期。

表3：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	204	707	919
净利润增长率	-59.77%	246.55%	-84.74%	245.57%	30.10%
EPS（元）	0.34	1.18	0.18	0.62	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.36%	6.93%	1.07%	3.58%	4.51%
P/E	80	23	152	44	34
P/B	2.7	1.6	1.6	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2023-02-27，EPS按最新股本摊薄计算

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，市内免税预期有利于公司估值进一步修复；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：**线下购买力恢复进程不及预期，购物中心和百货改造后经营不达预期。

表4：百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	52	42
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2023-02-27

重庆百货：股权激励提升管理层动力，降本增效释放利润空间



- **业绩表现：** 1-3Q2022实现营业收入144.98亿元，同比减少11.36%，实现归母净利润8.40亿元，折合成全面摊薄EPS为2.07元，同比减少3.37%，实现扣非归母净利润7.25亿元，同比减少10.70%。 3Q2022实现营业收入46.02亿元，同比增长0.64%，实现归母净利润2.52亿元，折合成全面摊薄EPS为0.62元，同比增长7.87%，实现扣非归母净利润1.96亿元，同比减少9.46%。
- **推荐逻辑：** 1) 公司2023年1月9日发布2022 年限制性股票激励计划（草案），有利于提升管理层动力，进一步降本增效提升公司利润空间。 2) 公司在重庆地区具有较强区位性竞争优势，可以充分享受重庆疫后消费恢复利好。
- **盈利预测和评级：** 我们维持对公司2022/2023/2024年EPS的预测2.29/2.50/ 2.64元，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 互联网金融业务发展不达预期，重庆地区零售业态竞争加剧。

表5：重庆百货盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,077	21,124	18,989	19,964	20,740
营业收入增长率	-38.97%	0.22%	-10.11%	5.13%	3.89%
净利润（百万元）	1,034	980	929	1,015	1,073
净利润增长率	4.91%	-5.21%	-5.20%	9.22%	5.79%
EPS（元）	2.54	2.41	2.29	2.50	2.64
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.90%	16.90%	17.92%	17.17%	16.10%
P/E	10	11	11	10	10
P/B	1.5	1.8	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2023-02-27

红旗连锁：满足即时消费需求，主营业务业绩稳健



- **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，当地消费者对于红旗连锁品牌认可度较高，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6：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	16	14	14
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测；股价时间为2023-02-27

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2022年受疫情冲击影响较为严重，2023年有望展现较好的业绩弹性。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7：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

-  **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。
-  **消费者消费信心和消费意愿恢复不及预期。**疫情在一定程度上影响了居民对于未来收入的预期，消费意愿有所下滑，若消费信心恢复不及预期，将在一定程度上影响零售行业的整体销量增速。

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@ebcn.com

联系人：田然

 电话：021-52523799

 邮件：tianran@ebcn.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的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。