

疫情复苏变数众多，关注高端可选品

——商贸零售行业2021年中期投资策略

2021年06月17日



作者：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA CAIA FRM



证券研究报告

后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

2021年1-5月，社零同比增长 25.7%，增速比上年同期上升 39.2 个百分点。国内疫苗接种比例持续上升，疫情逐步受控，国内经济上行情况下线下消费和客流将进一步放开。鉴于低基数红利期将过，预计可选品社消增速在2H2021将有趋于温和复苏的表现。

K型消费模式下把握高端消费和线上线下一体化机会

疫情带来不同人群收入和财富分化，K型消费来临。我们预计疫后经济复苏周期利好高奢品类消费，黄金珠宝和奢侈品等品类预计在2H2021将有相对较好的表现。我们同样看好高性价比产品在2H2021的线上表现。电商巨头均发力社区团购业务，相关渠道商有望受益。

推荐标的：关注珠宝复苏、龙头百货、高景气专业渠道三大主线

我们推荐：1) 百联股份 (600827.SH)：门店升级增强体验感，自有物业价值高。2) 天虹股份 (002419.SZ)：数字化程度高，管理效率不断提升。3) 老凤祥 (600612.SH)：黄金景气度上行，国企改革有序推进。4) 潮宏基 (002345.SZ)：通过加盟提升线下渠道布局，核心产品K金打造品牌差异化。5) 华致酒行 (300755.SZ)：全国渠道网格布局，供应商优势显著。

风险提示：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。

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

不同群体财富差异化程度加剧，消费进入K型复苏

推荐标的：关注黄金珠宝、龙头百货、高景气专业渠道三大主线

风险提示

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

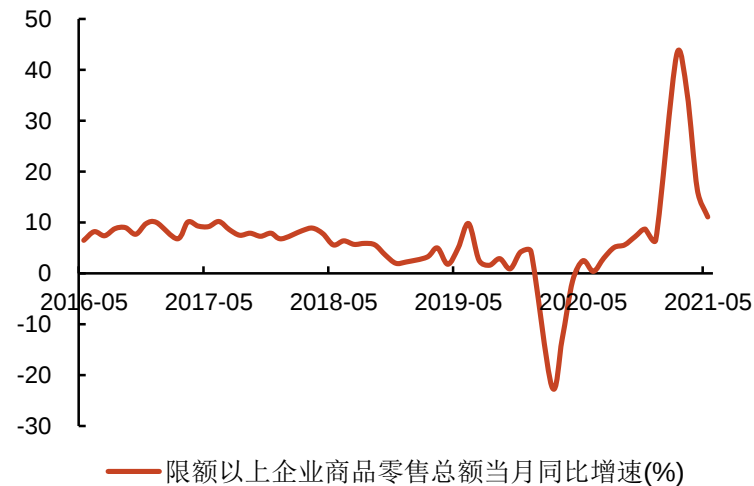
- 2021年至今，零售行业的复苏迹象明显，尤其2021年第一季度可选品类同比增速亮眼。
- 2020年，社会消费品零售总额同比下降3.9%。限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长3.1%，增速较上年同期下降0.8个百分点。
- 1-5月，社会消费品零售总额为17.43万亿元，同比增长25.7%，增速比上年同期上升39.2个百分点。

图1：全国社会消费品零售总额增速（2016/5-2021/5）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图2：全国百家重点零售企业零售额增速（2016/5-2021/5）

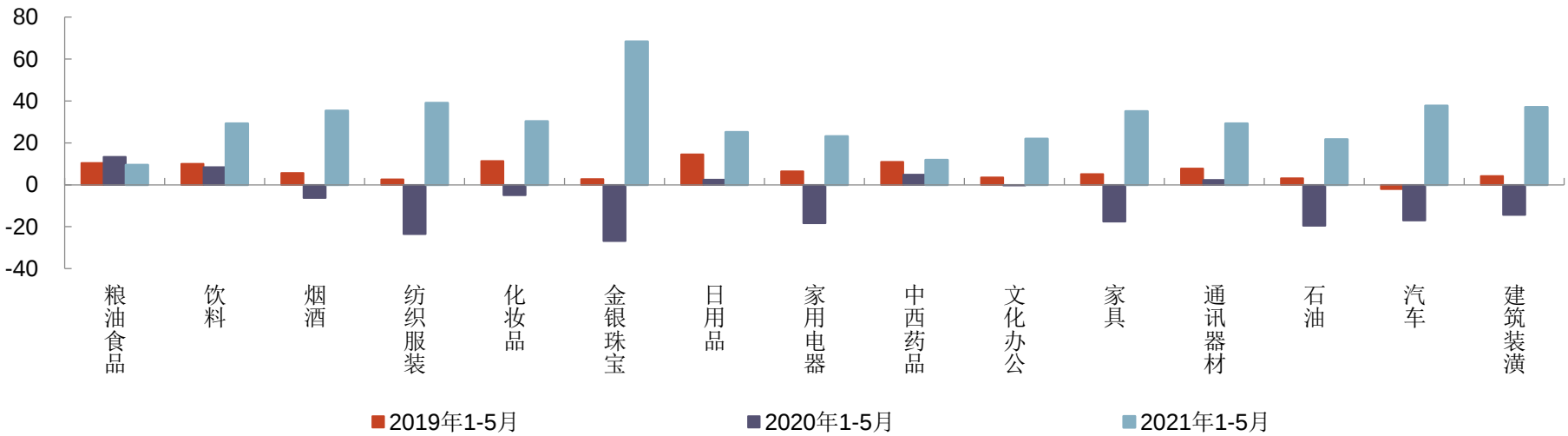


资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

- 2021年以来社消各品类表现分化明显：可选品类增长喜人，必选品表现相对平淡。
- 可选品类2021年1-5月零售额同比增速受益于疫情低基数效应，各品类均远高于2019年及2020年同期同比增速，其中金银珠宝同比增长68.4%、纺织服装同比增长39.1%、化妆品同比增长30.3%。必选品涨幅相对较弱，其中粮油食品2021年1-5月同比增长9.5%、饮料同比增速29.2%、日用品类零售额同比增长 25.2%。
- 虽2021年初以来国内疫情仍有小范围波动，但随疫苗接种比例持续上升，疫情逐步受控，预计2H2021线下消费和客流将进一步放开。鉴于低基数红利期将过，预计可选品零售额增速在2H2021将有趋于温和复苏的表现。

图3：2021年1-5月限额以上分品类社会消费品零售总额增速（%）



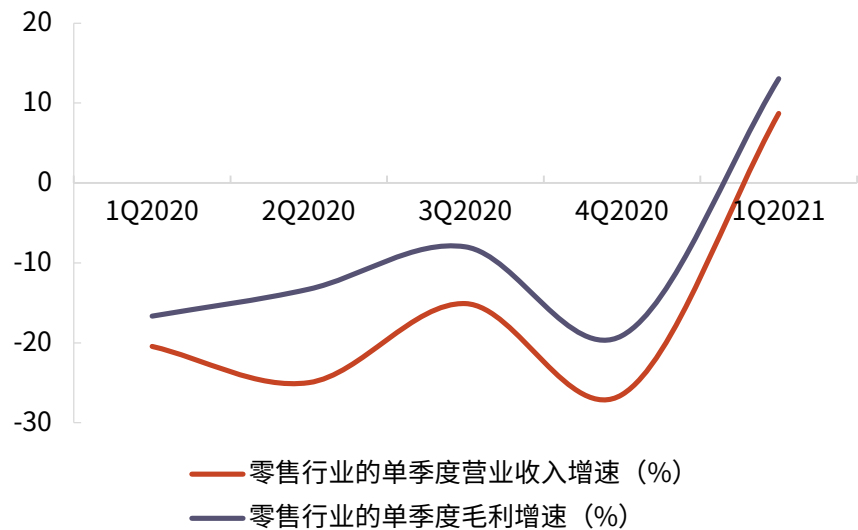
资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快



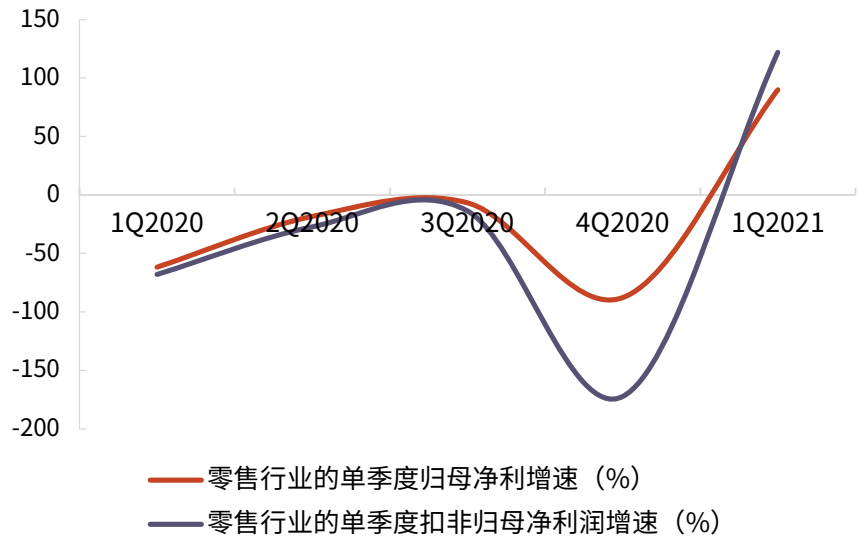
- 受益于疫情影响减弱、1Q2021春节传统需求旺季和2020年低基数的影响，1Q2021零售行业主要的53家上市公司营收、毛利及归母净利润同比均实现跳跃式正增长：实现营业收入1367.60亿元，同比增长8.7%，较4Q2020提升35.18个百分点；实现归母净利润63.46亿元，同比增长89.96%，较4Q2020提升177.79个百分点；实现扣非归母净利润54.17亿元，同比增长121.97%，较4Q2020提升294.37个百分点。

图4：零售行业收入和毛利同比增速（1Q2020-1Q2021）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图5：零售行业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

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

- 2021年以来（截至6月16日），上证综合指数、深证成份指数涨幅分别为1.3%和-1.21%，商贸零售（中信）指数的涨幅为-1.72%，跑输上证综指和深证成指。涨幅在29个中信一级行业中位列第21位，行业PE受百货店免税预期影响，处于近十年高位。

图6：商贸零售行业（中信）近十年PE-Band（截至2021/6/16）



零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

不同群体财富差异化程度加剧，消费进入K型复苏

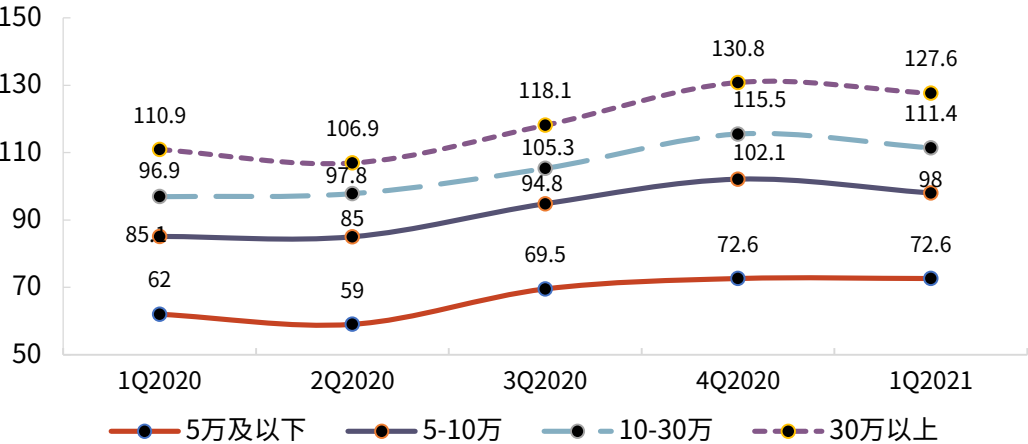
推荐标的：关注黄金珠宝、龙头百货、高景气专业渠道三大主线

风险提示

不同群体收入差异化程度加剧，消费进入K型复苏

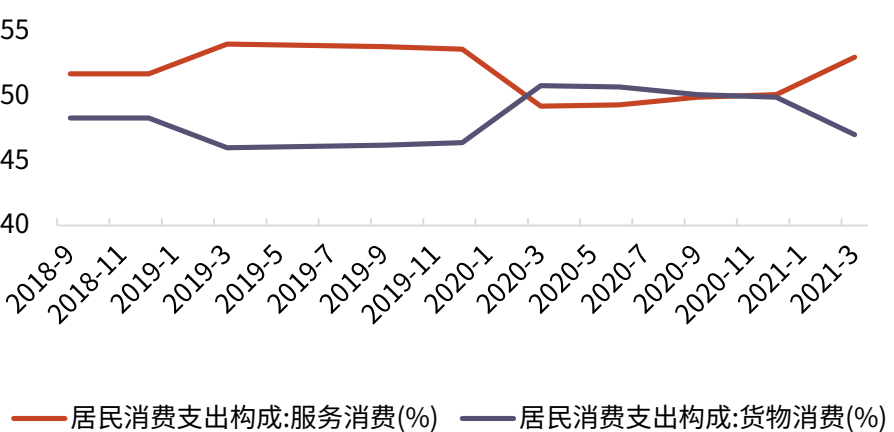
- 疫情对不同收入家庭的分化影响不断加剧。纵观1Q2020~1Q2021，收入水平越高的家庭收入指数上升幅度越大，家庭年收入30万以上家庭收入指数增加了16.7，而家庭年收入5万及以下家庭收入指数仅增加了10.6。
- 消费拉动作用减弱：2020疫情发生以来居民货物消费支出增速收窄，服务消费支出增速扩张。1Q2021服务消费支出增速虽已恢复到53%，但仍不及疫情前水平，而货物消费支出增速在疫情缓和后仍继续下降。

图7：1Q2021中国家庭收入指数（按2019年收入分组）



资料来源：西南财经大学，蚂蚁集团研究院，光大证券研究所整理

图8：居民服务消费支出基于货物消费支出（3Q2018—1Q2021）

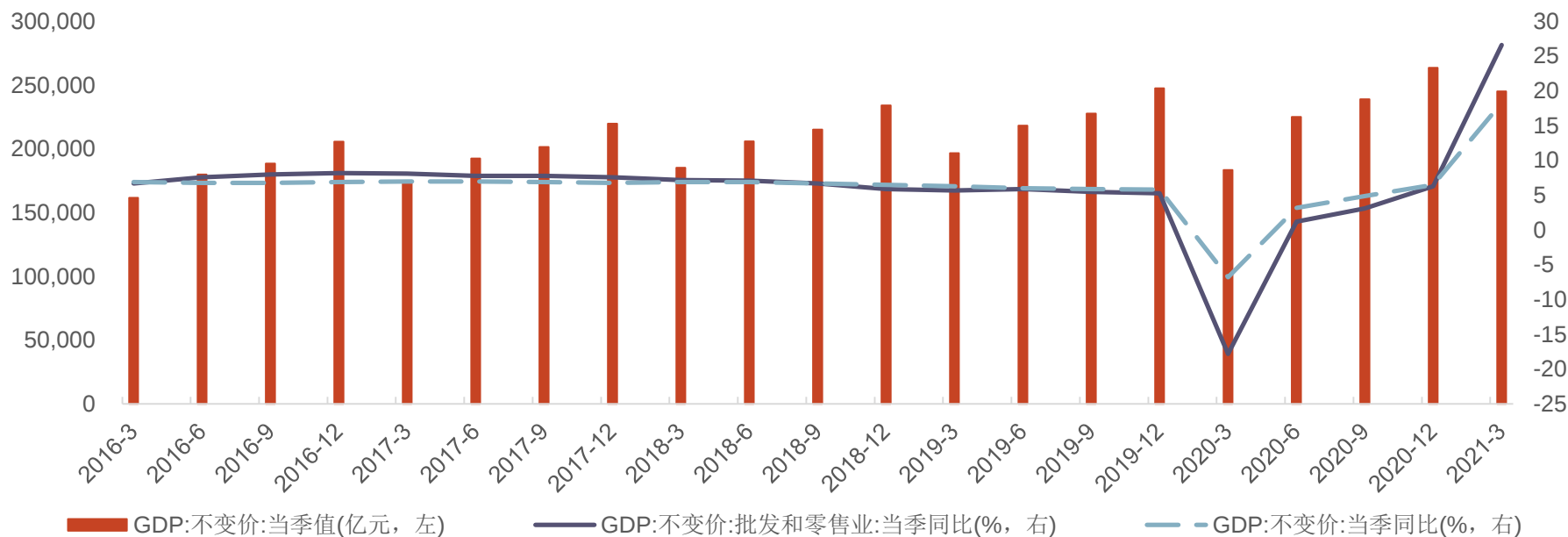


资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

不同群体收入差异化程度加剧，消费进入K型复苏

- 消费分化加剧，奢侈品销售上行：随着疫情影响逐步减弱，中国经济发展率先复苏，1Q2021GDP同比增速创近5年来新高。同时，2020年中国奢侈品市场领先全球平均水平，提前进入正增长阶段，2020年中国奢侈品市场消费额同比增长近50%，占全球奢侈品市场的份额增长了9个百分点至20%。

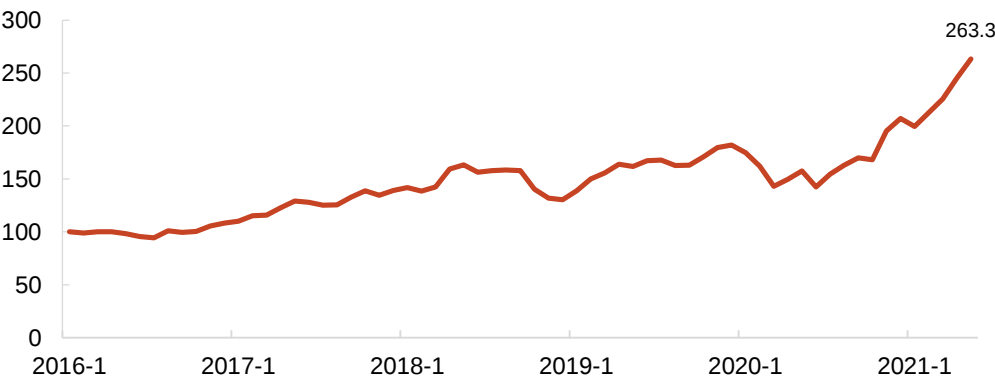
图9：中国GDP同比增速新高（1Q2016-1Q2021）



不同群体收入差异化程度加剧，消费进入K型复苏

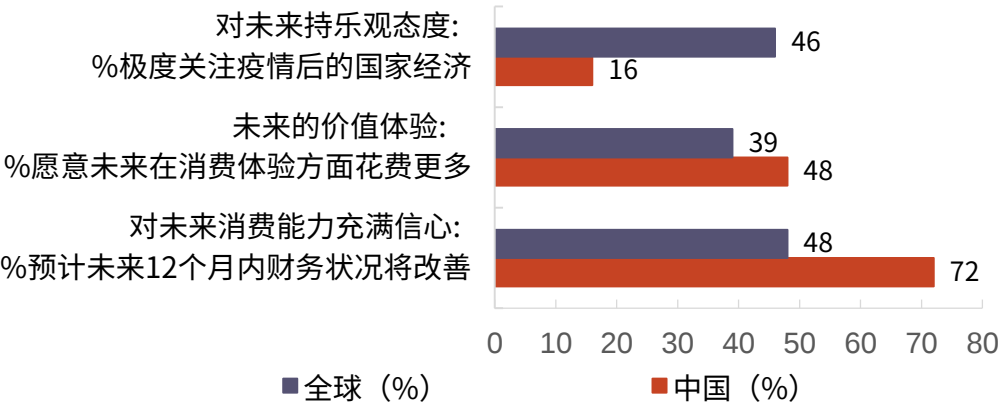
- 随着疫情对全球经济影响的逐步减弱，奢侈品行业迎来新一轮复苏。2021年以来奢侈品行业股票指数激增至5月的263.3，创下历年新高。受益于：1) 国内免税行业向好；2) 出境游及境外消费管控，中国本地消费者奢侈品消费占据上风。
- 奢侈品消费主力年轻化：奢侈品消费人群中85后、95后占比不断上升，消费者开始逐渐更偏好于体验式消费。从2020年天猫奢侈品时装与生活方式品类的消费数据来看，85后占总消费人数和GMV的比例均约70%，95后消费人数同比增长超过100%，相应GMV同比增长突破150%。

图10：华立志奢侈品行业股票指数



资料来源：华立志，光大证券研究所整理，统计时间截止至2021年5月底

图11：中国消费者对未来的消费预期

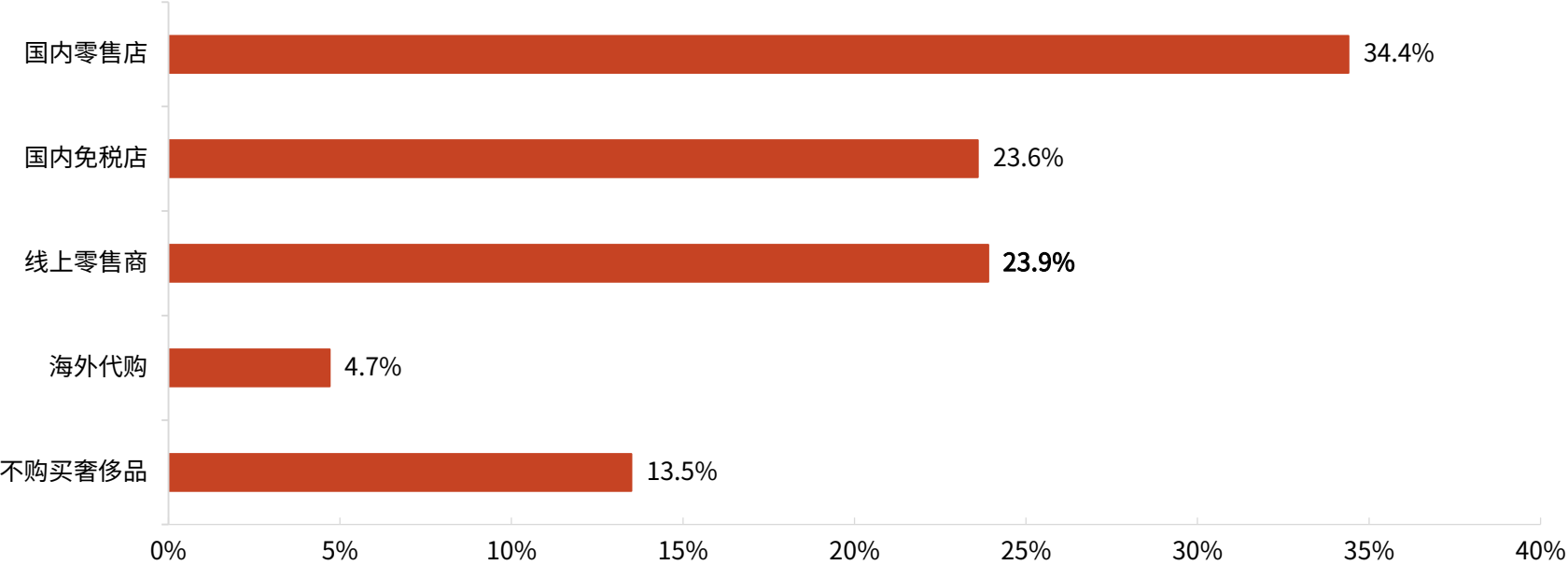


资料来源：安永消费者指数，光大证券研究所整理
统计时间为2020.4-2021.5

注：安永消费者指数 (FCI) 受访对象为全球和中国1000多名消费者

- 奢侈品数字化消费趋势：受数字化科技及国内电商业务发展的推动，奢侈品消费逐渐趋于线上化。2020年中国的奢侈品销售额线上渗透率增长了10个pct至23%，其中约5pct的增长是受境内线上免税业态崛起驱动，在2020年4月起开始的安永消费者指数调查中，有近四分之一的受访者表示会选择在线上零售商店购买奢侈品。

图12：近25%的消费者选择线上购买奢侈品

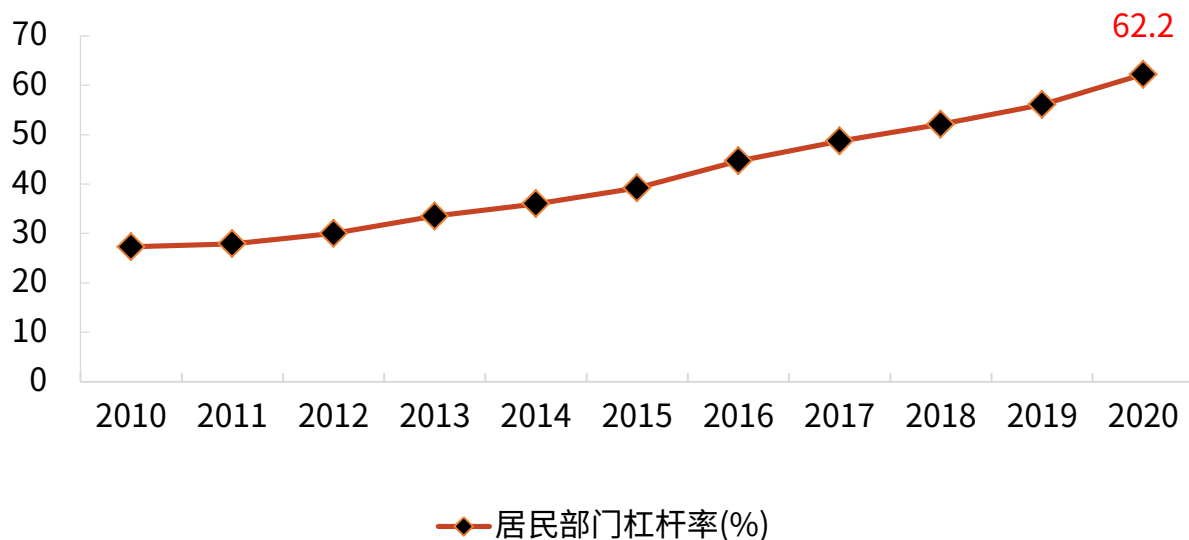


资料来源：安永消费者指数，统计时间为2020.4-2021.5，光大证券研究所整理

注：安永消费者指数（FCI）受访对象为全球和中国1000多名消费者

- 从债务角度看，居民杠杆率（居民部门债务/GDP）持续提升对中产阶层消费能力有压制作用。截至2020年末，居民杠杆率持续攀升至62.2%，1Q2021居民杠杆率稳定在62.1%。中端消费品尤其中端可选品的销售增长预计将继续遭受压制。

图13：2010-2020年居民部门杠杆率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

- 流量平台联动高性价比品牌打造少数单品爆款。以美妆产品为例，创立于2016年的逸仙电商旗下推出平价国货彩妆品牌完美日记和小奥汀，并联合小红书、直播大咖等流量渠道方打造了动物眼影盘和名片唇釉等美妆爆款。从2018年至2020年，逸仙电商完成了营业收入从6.35亿到30.31亿到52.33亿人民币的飞跃，并于2020年底上市。

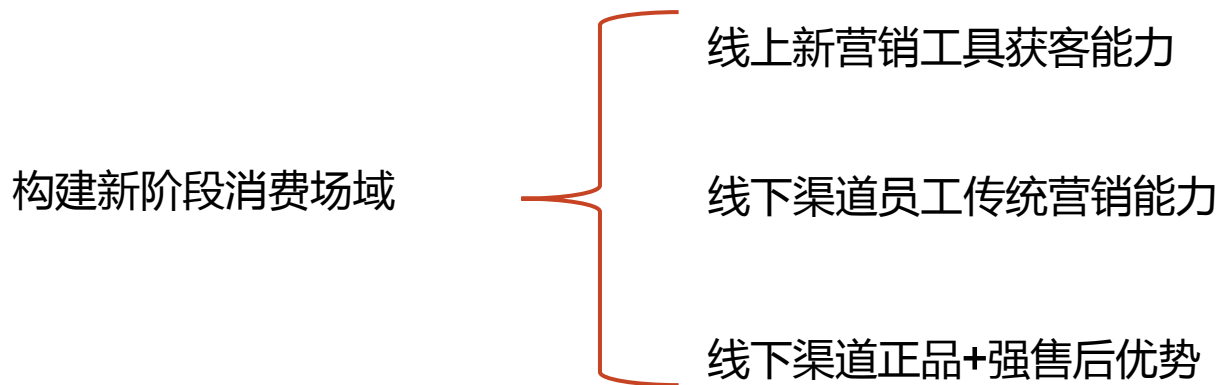
表1：2020年淘系平台彩妆类成交额前20名中低端国货品牌旗舰店排名及对应成交额

排名	品牌名称	类型	2020年成交额（亿元）	SKU	价格集中区（元）	爆款产品
1	花西子	新锐国货	27.54	76	70-200	空气蜜粉、极细三角眉笔
2	完美日记	新锐国货	24.28	180	25-100	小细跟口红、名片唇釉
10	colorkey	新锐国货	7.55	57	50-120	空气唇釉、小黑镜唇釉
12	小奥汀	新锐国货	7.27	34	60-110	眼线液笔、双头极细眉笔
15	滋色	传统国货	5.19	92	40-100	埃及蜜粉饼、隔离霜
16	橘朵	新锐国货	16	99	25-100	单色腮红、七巧板玩趣眼影盘
17	稚优泉	传统国货	4.78	98	10-90	三合一卸妆液、睫毛膏
18	红地球	新锐国货	4.59	48	40-140	养肤粉底液、草本卸妆水
19	纽西之谜	新锐国货	4.16	159	80-230	隔离霜、睡眠面膜
20	卡姿兰	传统国货	3.55	133	50-200	甜吻唇釉、小奶猫粉底液

资料来源：第三方数据库抓取的淘宝、天猫等平台公开数据，光大证券研究所整理

- 我们认为品牌商、渠道商通过直播对市场的广泛触达还只是渠道变革的初级阶段，在20年年度策略中我们曾提出：更适合渠道的战略选择是立足本地生活，将线上新营销工具作为新时代渠道变革的途径，以提供优质便利服务为目的，将线上新营销工具视为与品牌方联动的销售宣传活动，在消费者心中建立线下渠道=高质优价消费场域的形象，把握场景分化趋势下的机遇。

图14：新阶段消费场域的三个核心竞争力

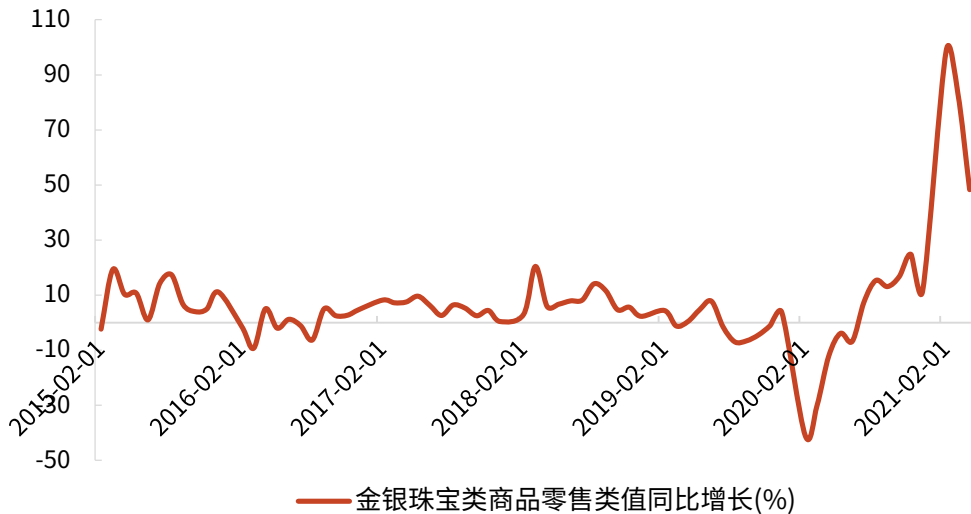


资料来源：光大证券研究所

黄金珠宝线上零售驱动扩张，关注渠道下沉及加盟化盈利能力

- 黄金珠宝销售火爆，逐步走出疫情阴影。按统计局口径，限上企业黄金珠宝销售额在2021年1-2月同比增加98.7%，同比增速为近六年来峰值，虽3/4/5月同比增速回落至83.2%/48.3%/31.5%，但增速绝对值目前仍处于近年来的高位。
- 自2020年疫情发生以来，美元汇率整体走低、国际边缘政治事件频发、油价黑天鹅导致消费者信心低迷，市场买金避险需求升高，驱动金价上涨。后疫情时代全球复工复产步伐加快，市场情绪逐步稳定，金价虽短期波动，但黄金投资热情仍在，预计未来将保持温和增长。

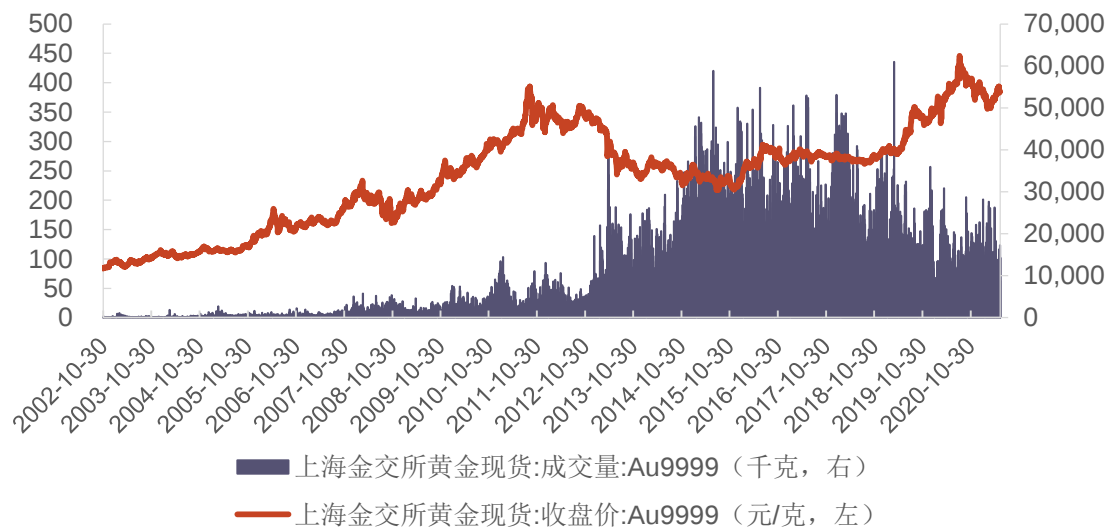
图15：社消口径的黄金珠宝零售2021年始涨势喜人



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理，统计时间截止至2021年4月底

请务必参阅正文之后的重要声明

图16：上海金交所黄金AU9999现货收盘价（元/克）及成交量（千克）

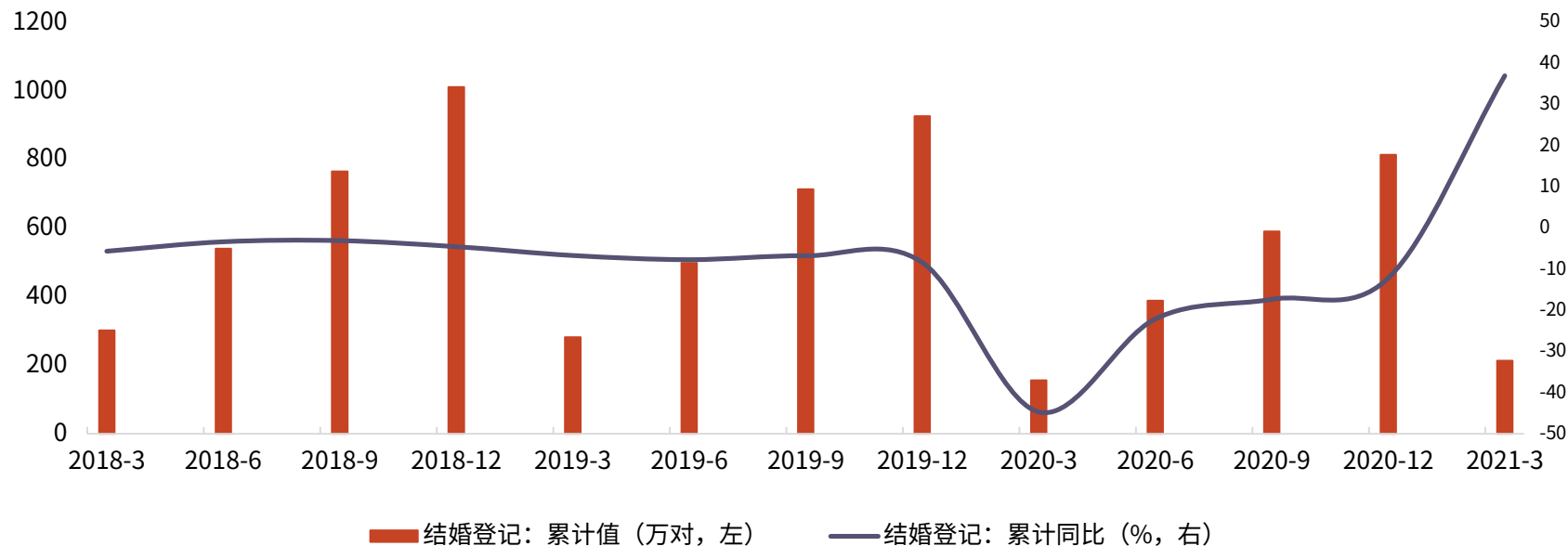


资料来源：上海黄金交易所，统计时间截止至2021年6月10日

黄金珠宝线上零售驱动扩张，关注渠道下沉及加盟化盈利能力

- 婚庆需求：婚庆相关需求存在递延，从1Q2021数据中，1Q2021结婚登记累计同比近三年来首次回正，从累计值看仍不及疫情前水平，预计2021年下半年同比增速仍有上升空间，黄金珠宝销售将继续受益于递延婚庆需求。
- 线下客流继续放开：截至2021年5月，绝大部分龙头零售企业客流同比大幅提升，基本恢复至2019年同期九成水平以上。随疫苗接种率不断提升，客流预计将持续改善，2H2021中秋以及十一假期前后黄金珠宝龙头公司的订货会销量将受益于客流恢复。

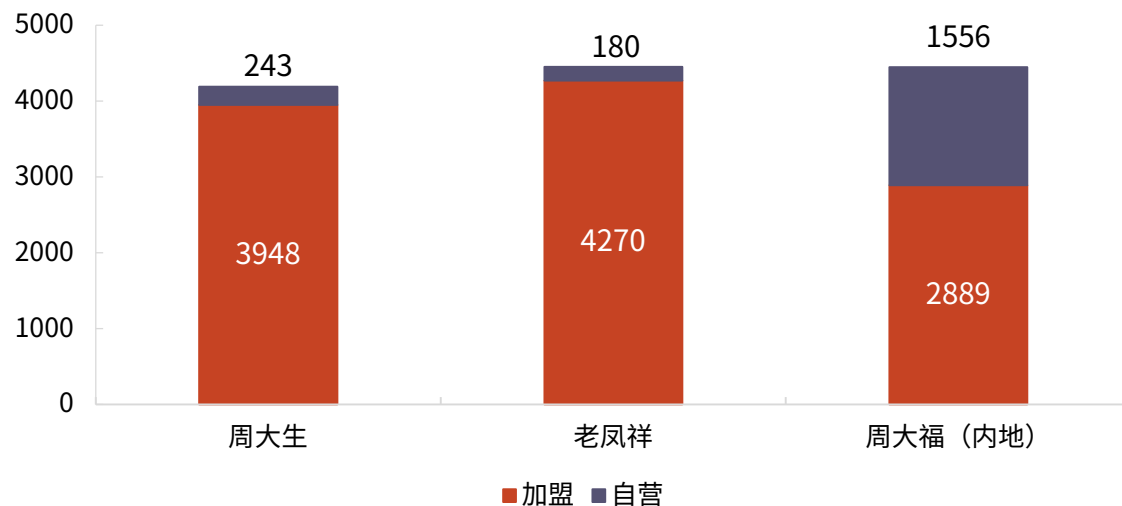
图17：我国结婚登记对数（1Q2018-1Q2021）



资料来源：民政部，光大证券研究所整理

- 线上营销助力品牌知名度扩张：龙头公司疫情期间加大力度布局线上业务，利用头部平台名气主播引流，打造差异化品牌价值，扩大品牌认知，强化消费者品牌忠诚度，进而实现线上线下“双轮”驱动业绩增长。
- 扩张主下沉，新店主加盟：2020年黄金珠宝龙头老凤祥、周大福、周大生等开店数陆续突破4000大关。在扩张进程中港资龙头周大福瞄准三、四线下沉市场机会，加快提高加盟门店占比。周大福FY2021于内地净开669家新店，新开门店全部采用加盟模式；截止2020年底，周大生合计门店数4191家，94%为加盟门店。

图18：2020财年三大珠宝龙头不同类型门店数



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理
周大福财年末时间为2021年3月31日

一线龙头百货业务引进多元化，数字化转型成新风口

- 王府井5月28日宣布完成和首商的换股合并计划，成功解决了同业竞争隐患，加快了国资改革的进程。在吸收了首商股份的优质商业物业后，王府井在华北一带的商贸零售布局优势得到进一步加强，后续免税业务落地将进一步加快多元业务的引入计划。
- 北京环球影城预计将于2021年7月正式开园。届时，在疫情逐步缓和，国际国内客流逐步恢复的情况下，看好王府井首都机场及北京市内免税业务加速落成。同时，王府井与海南农垦的合作或可加速“海南免税业务三步走”战略的完成，实现免税有税并步走。

图19：王府井正在北京地区包括环球影城周边寻求商业项目开发机会

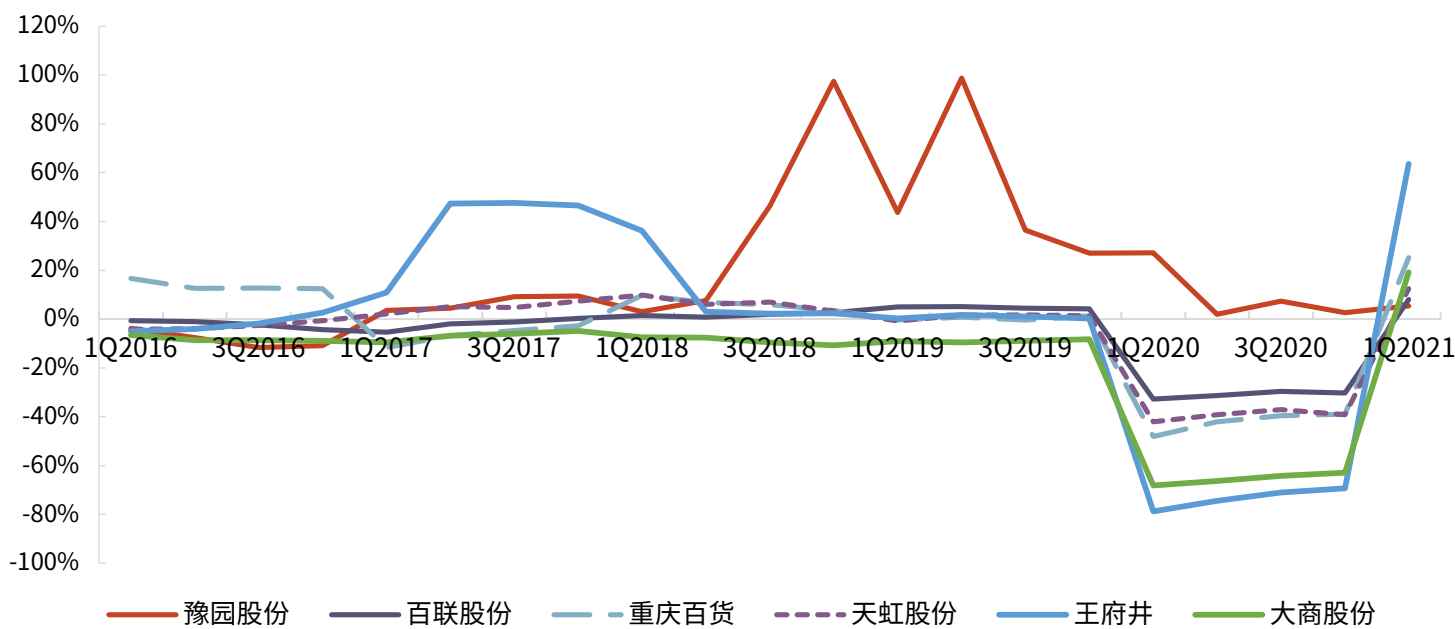


资料来源：北京环球影城官网，光大证券研究所

一线龙头百货业务引进多元化，数字化转型成新风口

- 新冠疫情对国内主要百货零售企业的影响逐渐分化，百货零售企业均在积极寻求变革之路，2021年第一季度受上年同期低基数水平影响，百货行业主要公司总营收同比增长恢复明显，景气度稍有回升，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%，但线下百货零售仍受多种线上新零售业态威胁，2H2021业绩预期需结合2Q2021进行判断。

图20：国内主要百货零售龙头公司疫情前后总营收增速（%）分化



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

一线龙头百货业务引进多元化，数字化转型成新风口

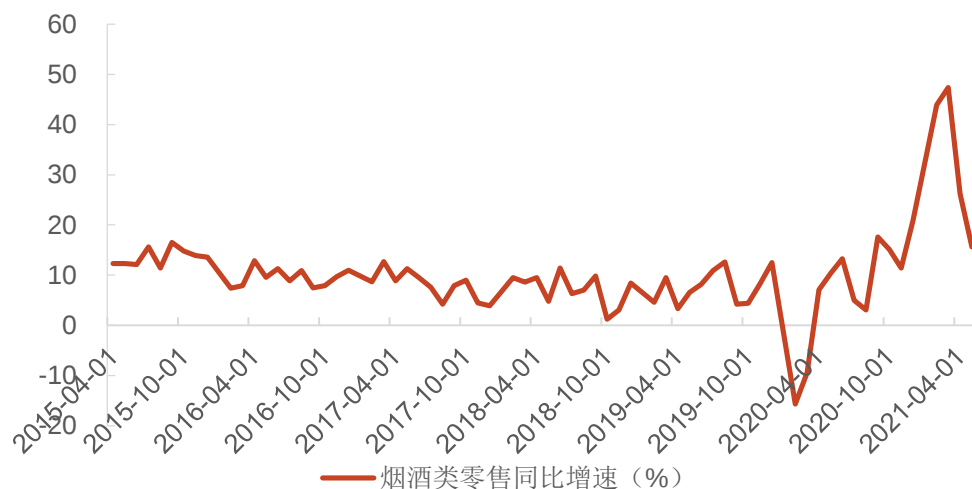


光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

- 数字化应用是2021年百货公司战略转型中的重心。1Q2021百联股份尝试开设了第一八佰伴数字化标杆门店1.0版本，完成了百联曲阳云库存对接项目。同时，专柜直送、云店开拓、小程序直播、社群扩张和会员运营等项目齐头并进。
- 天虹股份自2020年6月更名为“天虹数科商业股份有限公司”以来数字化效果显著。1Q2021线上平台销售额同比增速112%，整体数字化会员人数增至3273万人，线上销售和数字化服务收入GMV超过15.7亿元。此外，天虹股份专注推进公域私域流量的高效转化和全国门店商品供应链的共享搭建。截止1Q2021天虹数字化平台已覆盖线下2.6万个专柜，百货专柜到家销售额同比增长3倍。
- 重庆百货截止2021年6月3日累计回购股票670.04万股，已完成最低回购数量的65.88%。国改有利于释放公司内部活力，2020年收购的步步高和物美科技均具有丰富的数字化转型经验，重庆百货利用数字化科技加快构建生鲜冷链、不断完善多点OS系统子系统，不断提高物流供应链直流占比，提升运输效率。
- 我们预计，2021年下半年数字化科技的转型仍是各百货公司的重点建设目标，中长期利于公司的业绩增收和运营效率提升，建议关注数字化转型程度较高的龙头公司。

- 自2021疫情步入缓和期以来，白酒上游原材料成本居高不下，高端白酒在淡季依然保持较高的出厂价和零售价。五一假期进一步释放了白酒消费需求，行业基本面向好。同时，高端奢侈品行业迎来较高景气度，我们中长期看好高端白酒的上涨盘面，并认为随着消费放开，社会和经济活动增加，次高端白酒或可受益于高端白酒高批价的引高效应。
- 白酒仍在景气周期：从社消口径看，与白酒相关的烟酒类零售额与餐饮收入同比增速在1Q2021内连月上升，虽随后烟酒类零售额与餐饮收入同比增速环比一直下降，但从绝对值角度看，同比增速仍保持在历史相对较高位置。

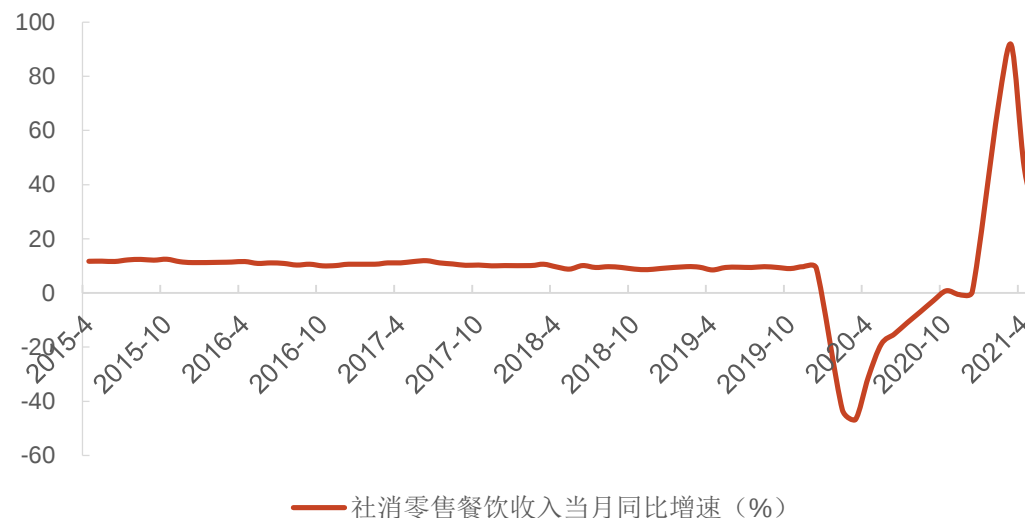
图21：限额以上烟酒类零售额同比增速（2015/4-2021/5）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

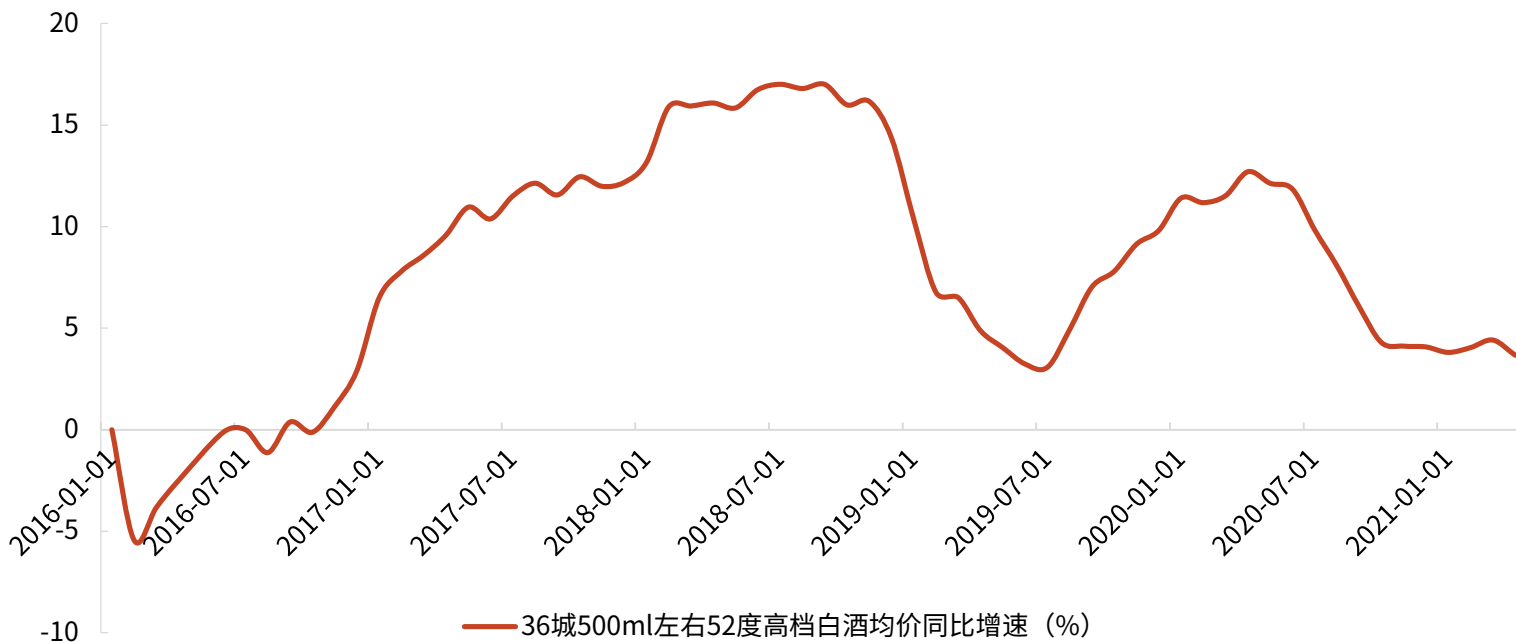
图22：餐饮收入当月同比增速（2015/4-2021/5）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

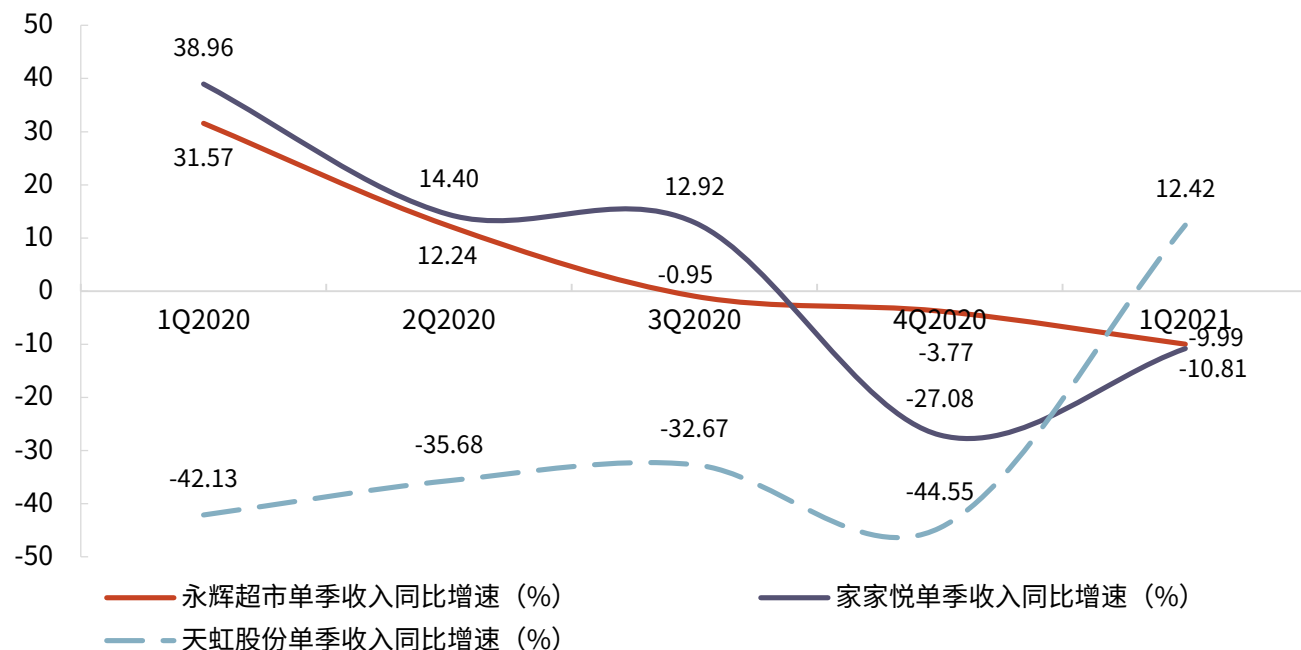
- 2016年11月以来，36城高端白酒500ml左右52度高档白酒均价维持同比正增长。虽增速有所波动，但整体而言，高端白酒酒价始终维持稳健增长，充分彰显其高确定性。
- 专业渠道受益于白酒高景气度：酒类专业渠道通常与上游酒企具有良好的长期合作关系，能够向消费者提供保真优价产品，尤其受高端酒类消费者青睐。在高端白酒景气度维持高位的情况下，酒类专业渠道有望受益。

图23：36城500ml左右52度高档白酒均价同比增速



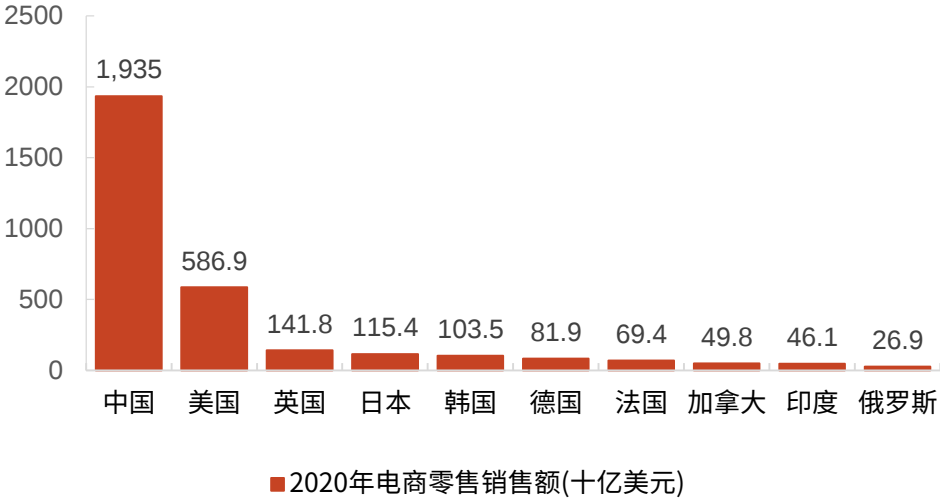
- 必选品增速不达预期：2021年1月以来，社零15品类消费品同比增速因受益于春节红利普遍在2月达到顶峰，后逐渐回落，从绝对值角度看，除粮油食品类增速下降至低于疫情前水平之外，各品类增速仍显著优于往年。从品类角度看，2021年初以来必需品涨势整体低迷，随疫情逐渐可控，居民囤货需求也逐步消弭，预计2021年下半年必选品或维持低增状态，超市公司的业绩增长或因此承压。

图24：超市龙头永辉超市、家家悦、天虹股份季度收入增速（1Q2020-1Q2021）



- 疫情催生消费新需求：新冠疫情的发生带动了诸如居家消费、卫生健康等业态的需求，相较全球消费者而言，中国的消费者在后疫情时代对网络购物的消费需求更甚。
- 零售新业态崛起：直播带货和社区团购等电商业务受疫情红利影响于2020年迅猛发展。安永消费者指数调查显示42.5%的中国受访者曾通过直播进行购物，65.6%的消费者曾通过CGB（社区团购）模式购物，预计2021年中国CGB销售额将达1.5万亿元，而部分线下超市销售业态或将逐步被淘汰。

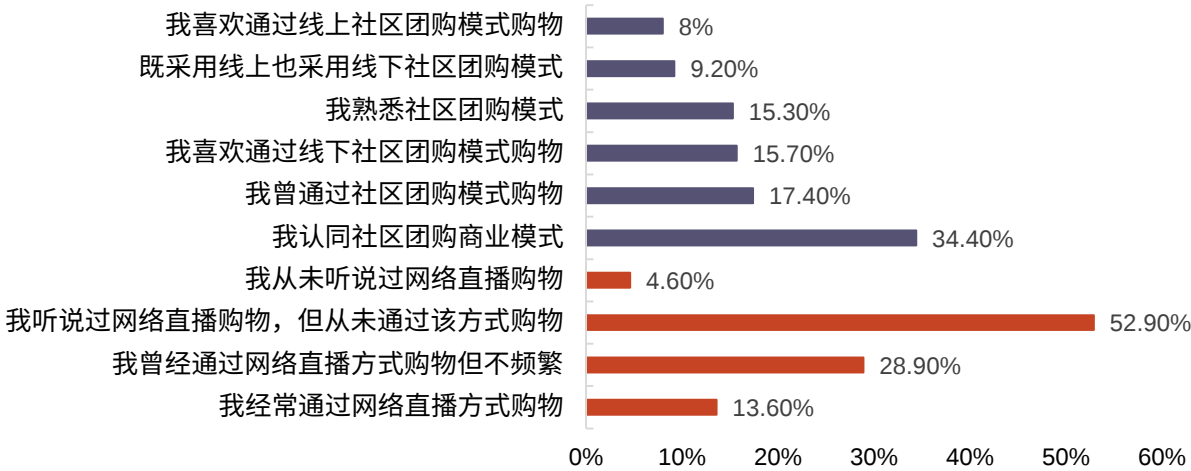
图25：2020年中国电商销售额居全球首位



资料来源：eMarketer，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图26：中国受访者通过社区团购模式和直播购物模式购物的比例（%）

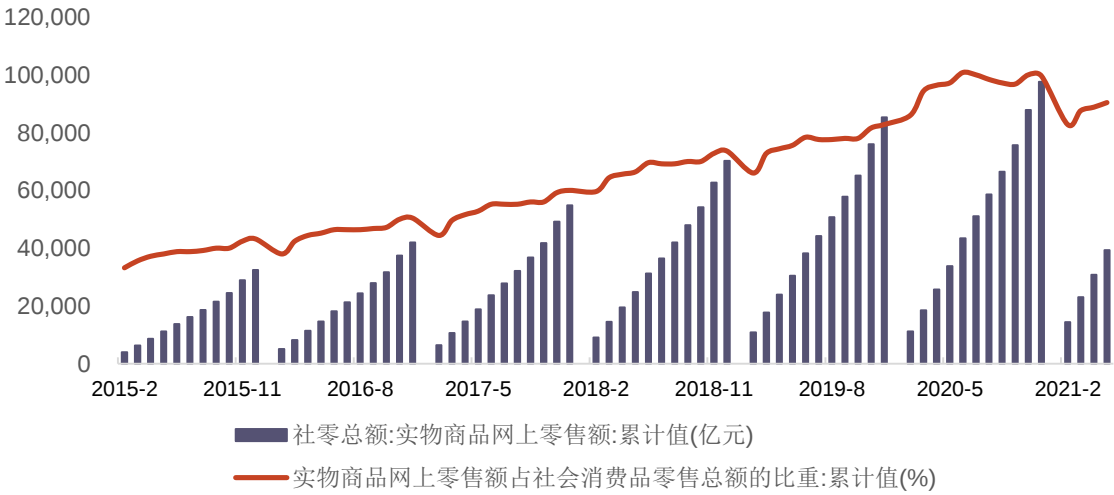


资料来源：安永消费者指数，光大证券研究所整理，统计时间为2020.4-2021.5
注：安永消费者指数（FCI）受访对象为全球和中国1000多名消费者
社区团购模式和网络直播购物模式受访者累计比例各为100%

超市低迷期或持续，关注龙头线上线下业务整合

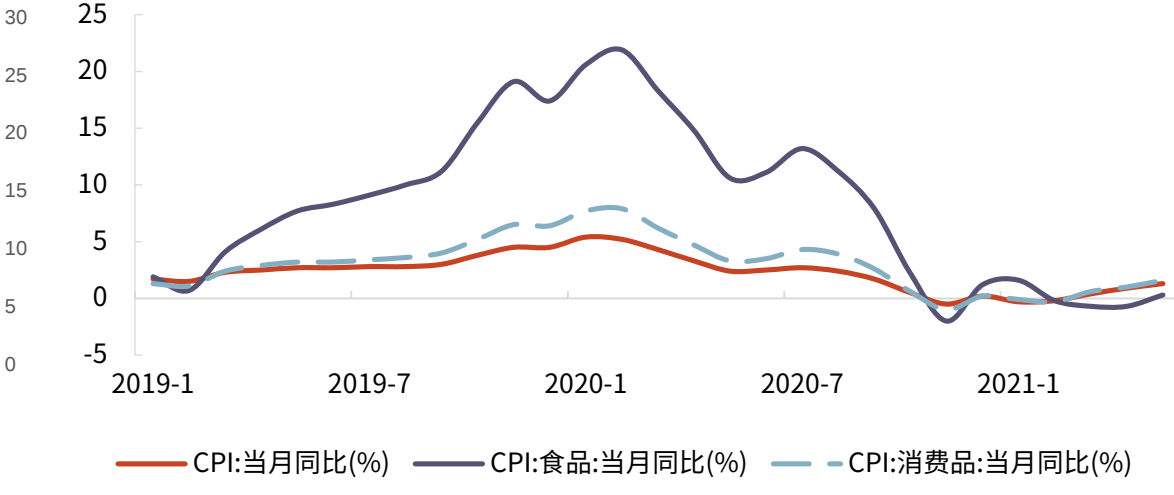
- **CPI预期回弹：**CPI同比增速在2021年1、2月份再次出现负增长（-0.3%/-0.2%），随后在3、4月份缓升至0.4%/0.9%，颇有回弹趋势。考虑到CPI增速和超市收入相关性较高，微增的CPI预期或可给超市收入端的恢复和增长带来一线生机。
- **传统超市业务预期不佳：**超市业态在2019-2020年间经历了疫情消退、CPI下行、新业态冲击，进入了阶段性低迷期，超市行业龙头积极推进收购兼并活动、线上线下业务一体化及整合供应链资源等战略。但直播和团购等新业态对传统超市的负面影响仍在继续。

图27：网络零售总额及占社零总额占比逐年上升（2015/2-2021/5）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

图28：CPI及食品CPI增速20年整体呈下滑趋势（2019/1-2021/5）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

不同群体财富差异化程度加剧，消费进入K型复苏

推荐标的：关注黄金珠宝、龙头百货、高景气专业渠道三大主线

风险提示

百联股份（600827.SH）：门店升级增强体验感，自有物业价值高

- 推荐逻辑：1) 公司加速重点门店升级，开展数字化门店试点，推进品牌调整，提升消费体验，将更加贴合高端消费人群消费需求。2) 公司具备大量位于一线城市核心地段的自有物业，PB水平较低，较长期处于低估，具备较强安全边际。3) 公司作为上海市国有零售公司代表，不排除未来争取到免税经营牌照，从而带来新业绩增长点的可能。
- 我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测0.55/0.60/0.65元，维持“买入”评级。
- 风险提示：免税执照申请进度低于预期，购物中心改造后经营不达预期。

表2：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	50,459	35,209	40,209	43,149	45,739
营业收入增长率	4.20%	-30.22%	14.20%	7.31%	6.00%
净利润（百万元）	958	797	984	1,074	1,167
净利润增长率	9.87%	-16.82%	23.40%	9.21%	8.64%
EPS（元）	0.54	0.45	0.55	0.60	0.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.24%	4.36%	5.18%	5.41%	5.61%
P/E	40	48	39	36	33
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年6月13日

天虹股份（002419.SZ）：数字化程度高，管理效率不断提升

- 推荐逻辑：1) 数字化程度高，公司1Q2021线上平台销售额同比增长112%，截至1Q2021，公司整体数字化会员人数约3273万，数字化会员销售额占比达82%。线上商品销售及数字化服务收入GMV逾15.7亿元。2) 创新能力强，在全国上线“SCRM系统”，平均营销转化率提升了4倍以上；在全国上线智慧用工管理系统，提高用工效率；全国门店实现商品供应链共享，完成客服“一键找天虹”入口的整合。
- 我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测0.19/0.23/0.28元，维持“买入”评级。
- 风险提示：部分门店租约到期无法续租，新业态和新店拓展速度不达预期。

表3：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	19,393	11,800	14,846	16,188	17,172
营业收入增长率	1.33%	-39.15%	25.82%	9.04%	6.08%
净利润（百万元）	859	253	229	282	331
净利润增长率	-4.98%	-70.51%	-9.66%	23.15%	17.52%
EPS（元）	0.72	0.21	0.19	0.23	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.36%	3.79%	3.43%	4.12%	4.71%
P/E	9	31	35	28	24
P/B	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年6月13日

老凤祥（600612.SH）：黄金景气度上行，国企改革有序推进

- 推荐逻辑：1) 龙头地位稳固，黄金产品占比高，受益于避险需求的增长。金价上行趋势下，经销商囤货意愿强，业绩存在确定性。 2) 国企改革有序推进。核心子公司上海老凤祥有限股权问题已经顺利解决。截至2020年底，公司已完成7项“双百行动”改革任务，启动推进2项。未来或进一步推动管理层聘任、薪酬市场化。
- 我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测3.63/3.98 / 4.34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4：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	49,629	51,722	58,848	63,096	67,663
营业收入增长率	13.35%	4.22%	13.78%	7.22%	7.24%
净利润（百万元）	1,408	1,586	1,898	2,081	2,272
净利润增长率	16.89%	12.64%	19.68%	9.64%	9.19%
EPS（元）	2.69	3.03	3.63	3.98	4.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.06%	19.91%	20.62%	19.35%	18.27%
P/E	21	19	16	14	13
P/B	4.3	3.8	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年6月13日

潮宏基（002345.SZ）：加盟加速线下渠道布局，K金打造品牌差异化

- 推荐逻辑： 1)开展加盟制下沉低线市场，公司调整渠道策略，加大加盟店比例，提升线下渠道扩展速度，布局下沉市场。2) 核心产品K金打造品牌差异化，公司时尚珠宝大类以K金为主，不同于龙头公司素金/钻石为主的产品结构，存在一定差异化。3) 受益于金价上行预期下的景气度提升，公司素金产品销量占比稳步提升，受益于今年以来的金价上升预期。
- 我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测0.33/0.41 / 0.48元，维持“买入”评级。
- 风险提示：时尚产业布局不达预期，K金饰品市场认可度不达预期。

表5：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,542.78	3,215.26	3,752.94	4,370.47	4,931.66
营业收入增长率	9.07%	-9.24%	16.72%	16.45%	12.84%
净利润（百万元）	81.19	139.69	302.68	366.86	431.22
净利润增长率	14.28%	72.05%	116.67%	21.20%	17.54%
EPS（元）	0.09	0.15	0.33	0.41	0.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.40%	4.07%	8.51%	9.61%	10.52%
P/E	56	32	15	12	10
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年6月13日

华致酒行（300755.SZ）：全国渠道网格布局，供应商优势显著

- 推荐逻辑：1) 公司不断推进全国华致品牌连锁门店的网络布局，以省区为单元，在省会城市以及经济发达的地级和县级市积极推动优质零售网点客户转型成为华致品牌连锁门店，逐步升级打造华致酒行的3.0版品牌门店。2) 公司与茅台、五粮液等知名酿酒企业及大型酒类渠道商建立了长期、稳定的合作关系，并与其合作开发了“贵州茅台酒（金）”、“五粮液年份酒”等多款优质酒品，是这些合作产品的全国总经销。2020年公司与拉菲罗斯柴尔德集团建立合作关系，进一步优化和完善产品结构。
- 我们维持对公司2021/2022/2023年EPS的预测1.60/2.09/2.71元，维持“买入”评级。
- 风险提示：与上游酒企合作关系未能维持，渠道拓展未达预期。

表6：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,737.89	4,941.44	7,947.63	10,518.87	14,160.31
营业收入增长率	37.38%	32.20%	60.84%	32.35%	34.62%
净利润（百万元）	319.44	373.17	667.77	871.32	1,129.03
净利润增长率	42.06%	16.82%	78.95%	30.48%	29.58%
EPS（元）	0.77	0.90	1.60	2.09	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.74%	13.25%	19.59%	21.02%	22.14%
P/E	56	48	27	20	16
P/B	7.1	6.3	5.2	4.3	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021年6月13日

零售行业：后疫情时代可选品超车表现，2021年1~5月整体增速加快

不同群体财富差异化程度加剧，消费进入K型复苏

推荐标的：关注黄金珠宝、龙头百货、高景气专业渠道三大主线

风险提示

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。

通胀水平未达预期

通货膨胀水平对居民消费有较大影响。温和通胀，有利于刺激居民消费。较低的通胀水平，对整个零售行业，特别是销售必须消费品的超市行业带来负面影响。

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。

衷心 感谢

光大证券研究所



商贸零售研究团队

唐佳睿 CFA CPA(Aust.) ACCA CAIA FRM

 执业证书编号: S0930516050001

 电话: 021-52523866

 邮件: tangjiarui@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。