

➤ **商贸零售总览：至暗时刻已过，静待复苏到来。**2021 年，商贸零售板块营收与归母净利分别同比-22.09%、-203.22%，几乎为近五年以来最差表现。2022 年以来又受到全国多地散发疫情影响，收入同比-34.80%，但归母净利同比+5.17%重回正增长。我们认为，后续随疫情逐步得到控制，商贸零售板块触底回升值得期待。

➤ **培育钻石：成长潜力兑现，盈利能力稳步提升。**2021 年，培育钻石板块营收与归母净利分别同比+22.04%、+333.68%；2022Q1 板块营收与归母净利分别同比+13.57%、+120.16%。随着高毛利率培育钻石收入占比提升，叠加工业金刚石持续涨价，行业盈利能力持续上行。未来随行业主要上市公司的新建产能逐步落地，营收与归母净利层面有望展现更大弹性。

➤ **商超百货：多维度破局探索，重回正增长轨道。**2021 年，商超百货板块营收与归母净利分别同比-0.72%、-77.09%，主要受龙头公司亏损影响；2022Q1，板块营收与归母净利分别同比-1.18%、+4.40%。我们预计随社区团购退潮带来竞争格局缓和，叠加龙头公司持续探索供应链与数字化建设、试水仓储会员店以及拓展到家业务等，后续有望逐步迎来经营拐点。

➤ **黄金珠宝：抗风险与国潮崛起叠加，景气高增。**2021 年，黄金珠宝板块营收与归母净利分别同比+73.26%、+31052.55%；2022Q1，板块营收与归母净利分别同比+19.40%、+10.40%。考虑到当前国际局势与新冠疫情仍存在较大不确定性，预计黄金的抗风险属性仍将受到消费者青睐；同时，近年来国潮崛起背景下，古法金普及将有望推动行业需求实现量价齐升。

➤ **母婴行业：三孩政策催化下，长期空间更可期。**2021 年，母婴行业营收与归母净利分别同比+11.56%、+9.60%；2022Q1，板块营收与归母净利分别同比+9.06%、+5.37%。我们认为，三孩政策预计对我国生育率起到正向拉动作用，叠加消费升级大趋势，母婴行业的中长期空间值得期待。

➤ **投资建议：**培育钻石板块延续高景气增长，推荐**中兵红箭、力量钻石**；商超百货板块有望迎来经营拐点，建议关注**永辉超市、家家悦、红旗连锁**；黄金珠宝板块持续受益于抗风险需求与国潮崛起，建议关注**周大福、周大生、潮宏基**；母婴板块在三胎政策催化之下长期空间逐步打开，建议关注**孩子王、爱婴室**。

➤ **风险提示：**疫情影响超出预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争格局恶化等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
000519.SZ	中兵红箭	20.85	0.35	0.74	1.01	60	28	21	推荐
301071.SZ	力量钻石	262.00	3.97	7.96	12.13	66	33	22	推荐
601933.SH	永辉超市	4.43	-0.43	0.04	0.13	/	111	34	/
603708.SH	家家悦	12.17	-0.49	0.40	0.63	/	30	19	/
002697.SZ	红旗连锁	4.96	0.35	0.38	0.42	14	13	12	/
1929.HK	周大福	13.02	0.60	0.71	0.84	22	18	16	/
002867.SZ	周大生	12.58	1.12	1.36	1.62	11	9	8	/
002345.SZ	潮宏基	4.28	0.39	0.47	0.56	11	9	8	/
301078.SZ	孩子王	13.63	0.20	0.37	0.54	68	37	25	/
603214.SH	爱婴室	15.52	0.52	0.61	0.78	30	25	20	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022.04.29 收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期)

推荐

维持评级



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

相关研究

1. 商贸零售 2022Q1 基金持仓分析：培育钻石板块增持，美护板块市值占比提升
2. 零售周观点：部分高奢 2022Q1 业绩高增，培育钻高景气延续
3. 零售周观点：黄河旋风定增加码培育钻石，美妆零售保持稳定增长
4. 零售周观点：抖音美妆 Q1 销售高增，行业高景气持续
5. 零售周观点：珀莱雅 Q1 业绩预增，力量钻石拟定增强业务布局

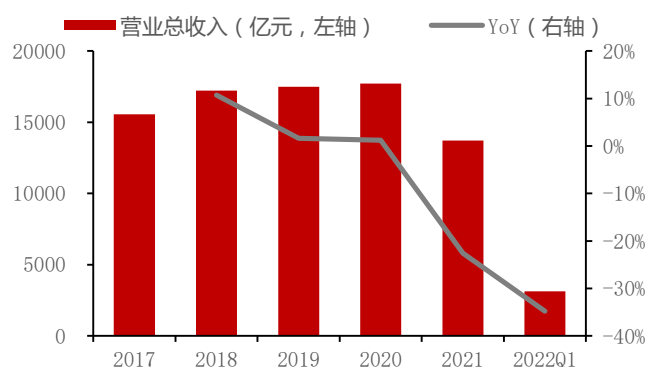
目 录

1 商贸零售总览：至暗时刻已过，静待复苏到来.....	3
2 培育钻石：成长潜力兑现，盈利能力稳步提升.....	4
3 商超百货：多维度破局探索，重回正增长轨道.....	8
4 黄金珠宝：抗风险与国潮崛起叠加，景气高增.....	11
5 母婴行业：三孩政策催化下，长期空间更可期.....	14
6 投资建议	17
7 风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

1 商贸零售总览：至暗时刻已过，静待复苏到来

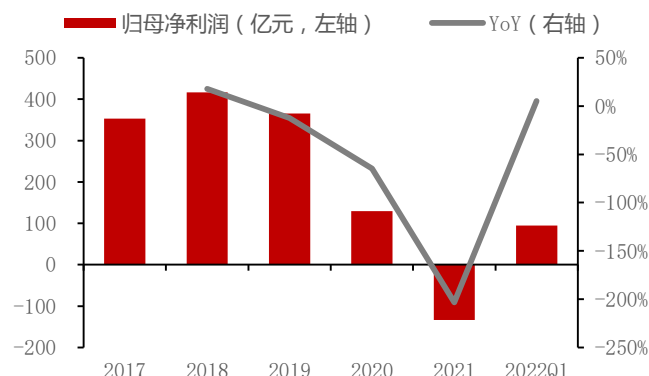
2021 年商贸零售板块营收与归母净利双降，2022Q2 复苏态势明显。据 Wind 数据，按照申万分类，2021 年商贸零售板块实现营业总收入 13714.24 亿元，同比-22.59%；实现归母净利润-133.43 亿元，同比-203.22%。仅从数据来看，2021 年几乎可以称为商贸零售板块的“至暗时刻”。2022Q1，在全国各地散发疫情影响下，收入端依旧负增长，但归母净利润已重回正增长轨道。

图 1：商贸零售板块营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

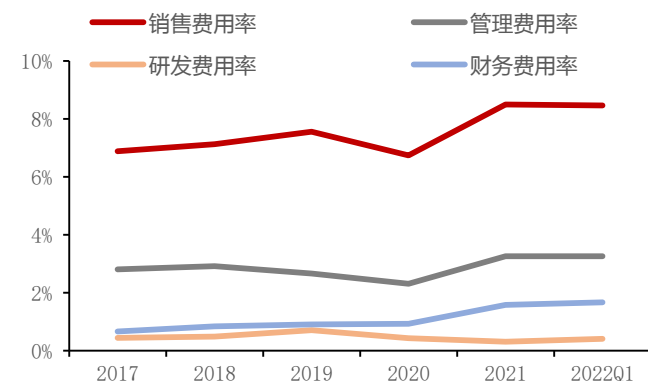
图 2：商贸零售板块归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

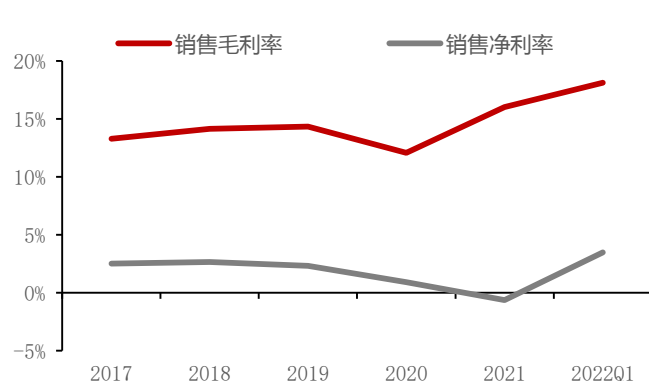
2021 年以来期间费用率被动抬升，2022Q1 盈利能力有所恢复。据 Wind 数据，2021 年板块期间费用率达到了 13.64%，同比+3.22 PCT，尽管期间费用额可能并未有大幅增长，但收入的下降仍然导致了费用率的被动抬升。不过，2021 年以来随着龙头公司持续进行产品与渠道结构的优化探索，销售毛利率较 2020 年提升 3.95 PCT 至 16.03%，2022Q1 进一步增长至 18.12%，净利率也在这一过程中实现回暖，2022Q1 达到 3.47%。我们认为，后续随疫情逐步得到控制，居民生活恢复常态，商贸零售板块实现触底回升是值得期待的。

图 3：商贸零售板块期间费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：商贸零售板块销售毛利率及净利率

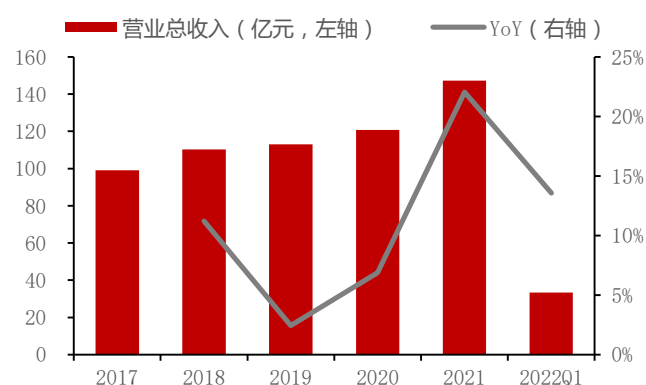


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 培育钻石：成长潜力兑现，盈利能力稳步提升

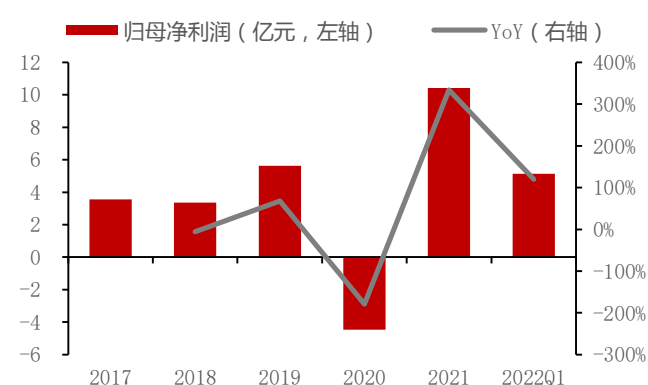
2021 年培育钻石行业营收与归母净利润均实现快速增长, 2022Q1 延续这一趋势。我们选取中兵红箭、力量钻石、黄河旋风、沃尔德、四方达以及国机精工等从事培育钻石毛坯生产的上市公司作为培育钻石行业的成分股（曼卡龙、潮宏基等具备培育钻石概念的零售企业则归入下文的黄金珠宝板块）。据 Wind 数据，2021 年培育钻石行业实现营收 147.35 亿元，同比+22.04%；实现归母净利润 10.42 亿元，同比+333.68%（2020 年行业整体亏损主要受到黄河旋风大额减值影响）。2022 年 Q1 行业实现营业总收入 33.29 亿元，同比+13.57%；实现归母净利润 5.13 亿元，同比+120.16%，继续保持快速增长态势。分季度来看，培育钻石行业营收与利润呈现出一定程度的周期性，历年四季度均表现欠佳，主要原因在于核心成分股中兵红箭特种装备业务收入占比较高且主要在四季度进行结算。时间维度纵向来看，培育钻石行业受益于渗透率的稳步提升，产业趋势整体呈现出持续向上态势，随着相关企业培育钻石业务收入占比提升，行业整体的周期属性将逐步弱化，而成长属性则将进一步在营收和归母净利润等财务数据上表现出来。

图 5：培育钻石行业营业总收入及同比增速



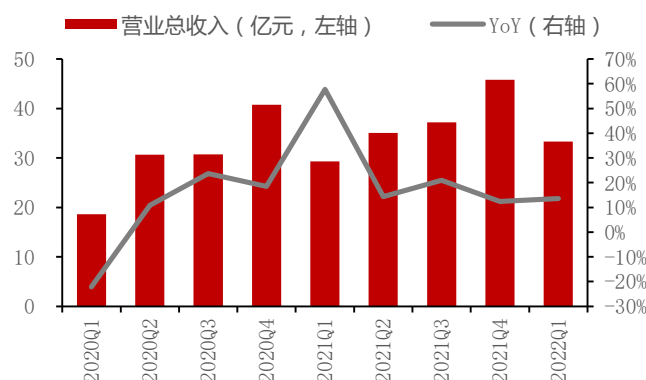
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：培育钻石行业归母净利润及同比增速



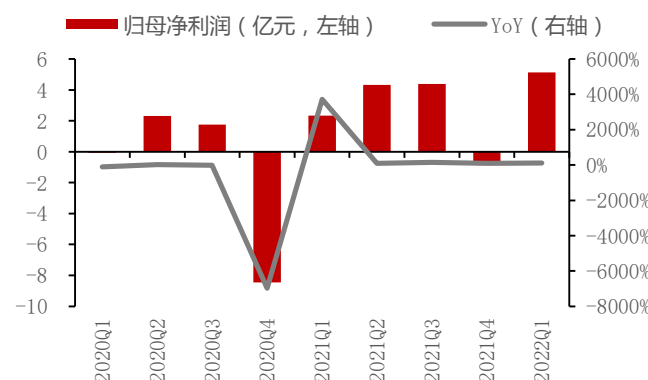
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：培育钻石行业分季度营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：培育钻石行业分季度归母净利润及同比增速

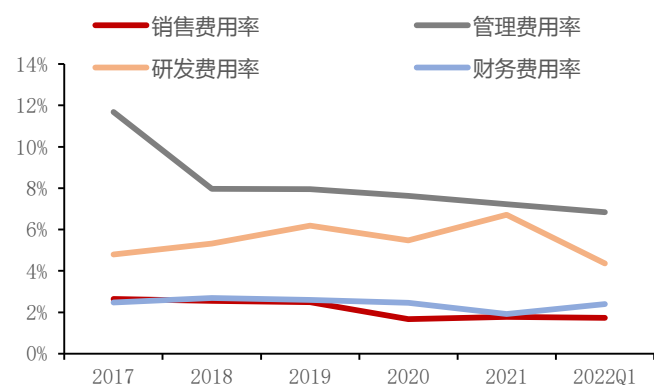


资料来源：Wind，民生证券研究院

期间费用率整体波动下行，但仍存在进一步优化空间。据 Wind 数据，培育钻石行业的整体期间费用率保持波动下行，2021 年为 17.63%，较 2020 年略有上行，但 2022Q1 则进一步下降至 15.30%。一方面，核心成分股中兵红箭由于子公司较多，且分布于国内不同地区，因此造成行业整体管理费用率偏高，2017 年以来随整合逐步到位，管理费用率逐渐下降；另一方面，行业的整体财务费用率在仍在 2% 左右，主要原因则是核心成分股黄河旋风目前有息负债仍然较高，2021 年利息费用 3.39 亿元，2022Q1 利息费用 0.94 亿元，后续随公司跨过盈亏平衡点，并采取诸如债务置换等方式降低财务费用，行业整体的财务费用率有望下行；最后，由于培育钻石价格与品级高度相关，因此行业内主要上市公司均高度重视研发，2021 年行业研发费用率达到了 6.72%，同比+1.25 PCT，为近年来新水平。

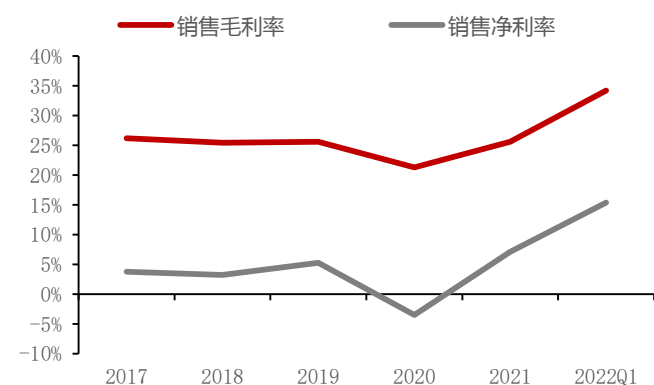
受益培育钻石+工业金刚石持续提价，行业整体盈利能力大幅提升。据 Wind 数据，2021 年行业销售毛利率达到 25.61%，同比+4.33 PCT，2022Q1 则进一步提升至 34.18%。销售毛利率的提升主要由两方面因素驱动：1) 高毛利率培育钻石业务营收占比提升；2) 工业金刚石在供不应求背景下价格持续提升。叠加整体波动下行的期间费用率，行业整体盈利能力较此前年度大幅提升，2021 年销售净利率达到 7.10%，同比+10.59 PCT，2022 年 Q1 则进一步提升至 15.38%。

图 9：培育钻石行业期间费用率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：培育钻石行业销售毛利率及净利率

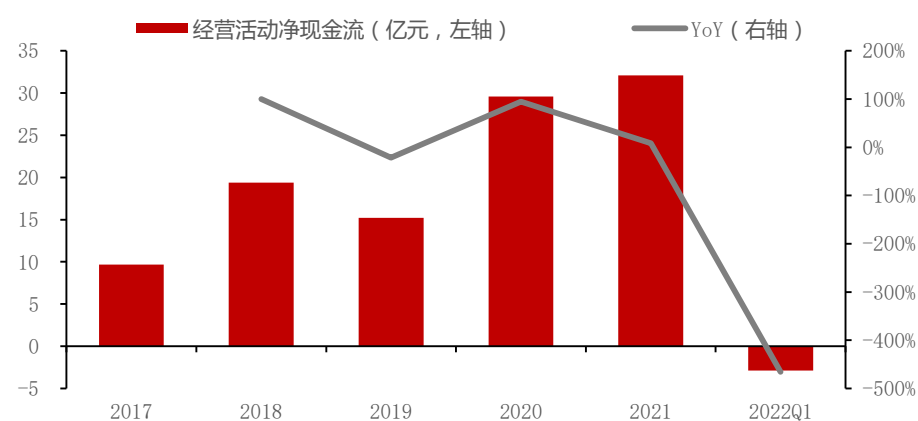


资料来源：Wind，民生证券研究院

经营活动现金流保持稳定增长，季度之间存在一定程度波动。据 Wind 数据，2021 年行业经营活动净现金流达到 32.10 亿元，同比+8.44%，保持稳定增长。我们认为，在培育钻石行业目前供不应求的背景下，由于“先款后货”或“包销”是比较主流的销售模式，目前仍是比较典型的“卖方市场”，因此培育钻石业务已逐渐成为企业的重要现金来源之一。不过，由于行业内主要上市公司其他业务亦贡献较大比例收入，而以特种装备等为代表的业务并不具备较好的现金属性，因此行业经营活动净现金流增速慢于营收与归母净利增速。此外，我们推测中兵红箭特种装备的订单下达和结算也具有一定周期性，因此季度层面的经营活动净现

金流表现出一定程度波动，2022Q1 行业经营活动净现金流-2.87 亿元，属于正常波动范围。

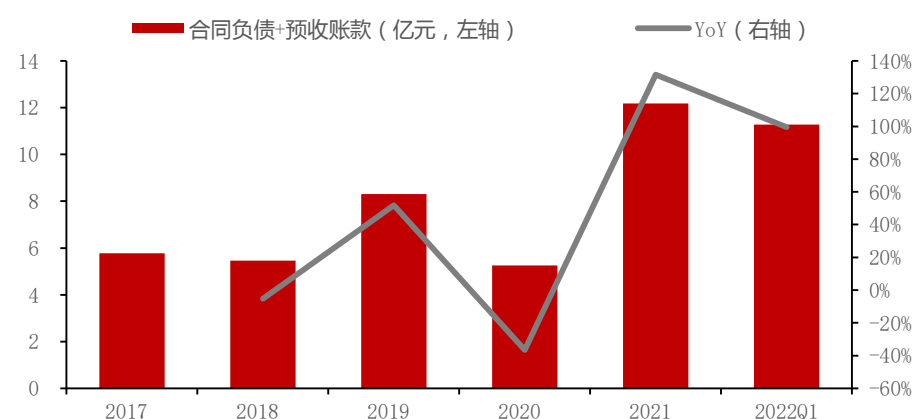
图 11：培育钻石行业经营活动净现金流及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

合同负债+营收账款保持高增，收入与归母净利增长潜力依旧突出。据 Wind 数据，2021 年培育钻石行业合同负债+营收账款高达 12.18 亿元，同比+131.54%；2022Q1 依旧高达 11.28 亿元，同比+99.54%。我们认为，这体现出在培育钻石行业供不应求的背景之下，中游经销商、贸易商旺盛的采购需求，进一步验证行业的高景气度。

图 12：培育钻石行业合同负债+预收账款及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

受益于行业高景气，培育钻石行业核心上市公司均实现亮眼归母净利增长。据 Wind 数据，2021 年中兵红箭、力量钻石、黄河旋风、沃尔德、四方达与国机精工归母净利润分别同比+76.77%、+228.17%、+104.39%、+10.02%、+22.23%与+104.55%；2022Q1，上述公司归母净利润分别同比+191.03%、+147.81%、

+179.05%、-55.56%、+82.55%与+14.06%。

表 1：培育钻石行业核心个股归母净利润及同比增速情况

	2021 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YoY	2022Q1 归母净利润 (亿元)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	YoY
中兵红箭	4.85	2.75	76.77%	2.81	0.97	191.03%
力量钻石	2.40	0.73	228.17%	1.01	0.41	147.81%
黄河旋风	0.43	-9.80	104.39%	0.29	0.10	179.05%
沃尔德	0.54	0.49	10.02%	0.07	0.16	-55.56%
四方达	0.92	0.75	22.23%	0.41	0.23	82.55%
国机精工	1.27	0.62	104.55%	0.53	0.46	14.06%

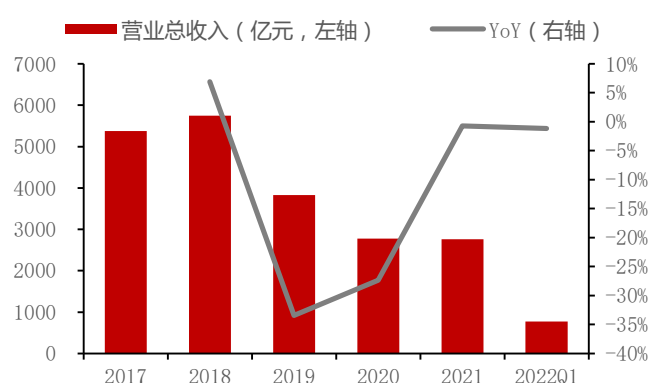
资料来源：Wind，民生证券研究院

进入 2022 年，培育钻石有望继续实现加速渗透，继续看好中兵红箭与力量钻石，建议关注黄河旋风、沃尔德、四方达与国机精工。2022 年以来，包括曼卡龙、周生生等终端零售珠宝品牌陆续加入培育钻石零售行业，加上之前已经有所布局的 LightMark 小白光、Anndia、露璨 Lusant 以及 VRAI 等品牌，培育钻石行业的消费者教育有望持续推进，随消费者认知度与认可度的不断提升，行业有望进入加速渗透阶段，上游的毛坯生产商有望在这一过程中充分受益。同时，由于培育钻石挤占工业金刚石产能，造成供给有所下降，而工业金刚石的下游需求如油气开采、建筑建材等较为刚性，同时又受到光伏用微粉等高景气领域的间接拉动，因此供不应求导致价格持续上涨。中兵红箭、力量钻石在培育钻石、工业金刚石均有布局，随新建产能的稳步落地，归母净利弹性将有望充分受益。

3 商超百货：多维度破局探索，重回正增长轨道

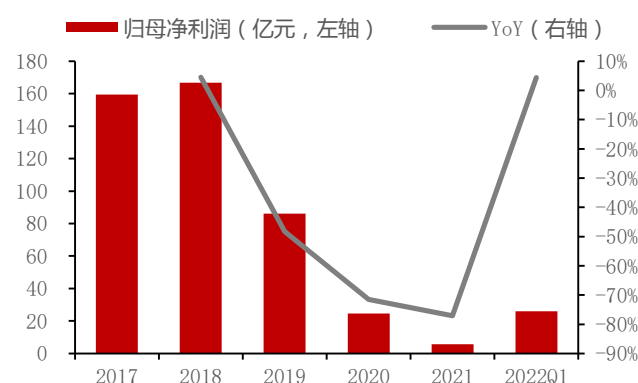
2021 年商超百货行业营收同比基本持平，归母净利润大幅下行，2022 年以来重回增长轨道。据 Wind 数据，2021 年商超+百货行业实现营业总收入 2758.83 亿元，同比-0.72%，与 2020 年基本同比持平；实现归母净利润 5.63 亿元，同比-77.09%，主要受到龙头公司永辉亏损影响。进入 2022 年以来，行业开始实现温和复苏，2022Q1 行业实现营业总收入 771.10 亿元，同比-1.18%；实现归母净利润 26.09 亿元，同比+4.40%，重回正增长通道。

图 13：商超百货行业营业总收入及同比增速



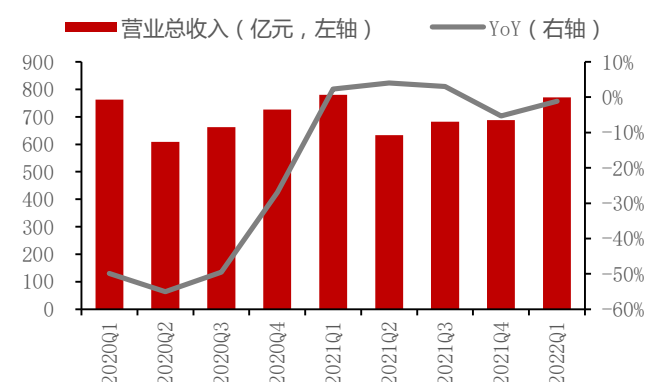
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：商超百货行业归母净利润及同比增速



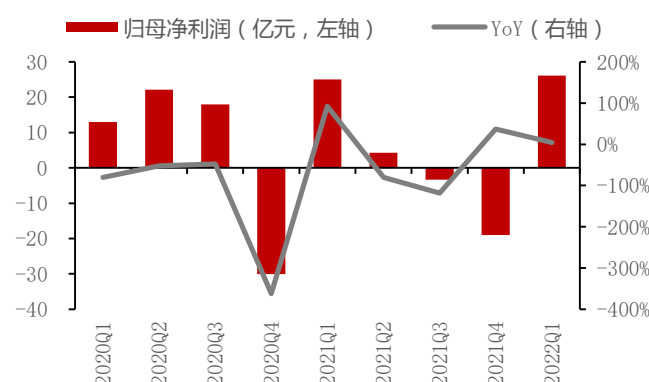
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：商超百货行业分季度营业总收入及同比增速



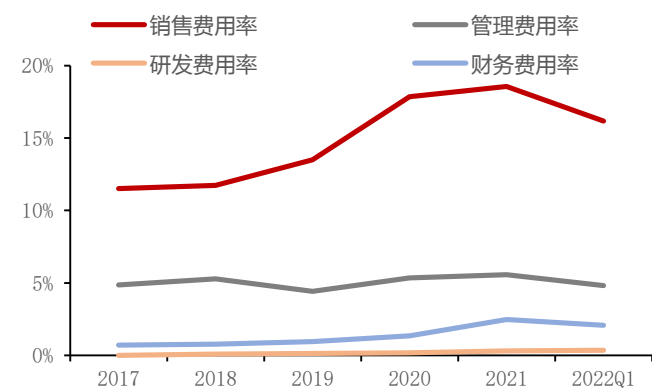
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：商超百货行业分季度归母净利润及同比增速

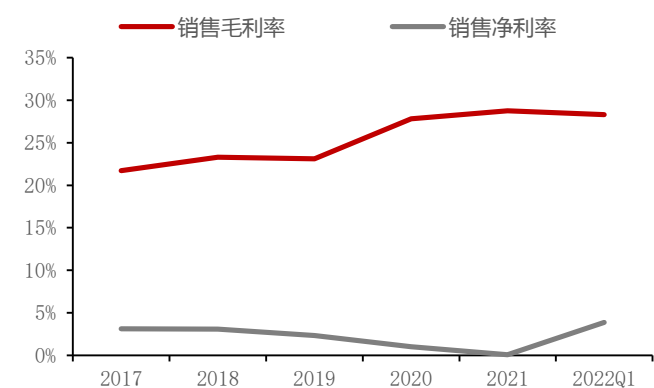


资料来源：Wind，民生证券研究院

受益于竞争格局缓和，叠加多维度破局探索，行业盈利能力有所恢复。据 Wind 数据，2020 年以来受到社区团购等新业态导致的激烈竞争影响，行业销售费用率有所上升，2021 年下半年以来随竞争格局缓和，叠加商超板块企业持续探索供应链与数字化建设、试水仓储会员店以及拓展到家业务等初见成效，整体经营效率有所提升，销售毛利率、净利率均较 2021 年实现明显改善。

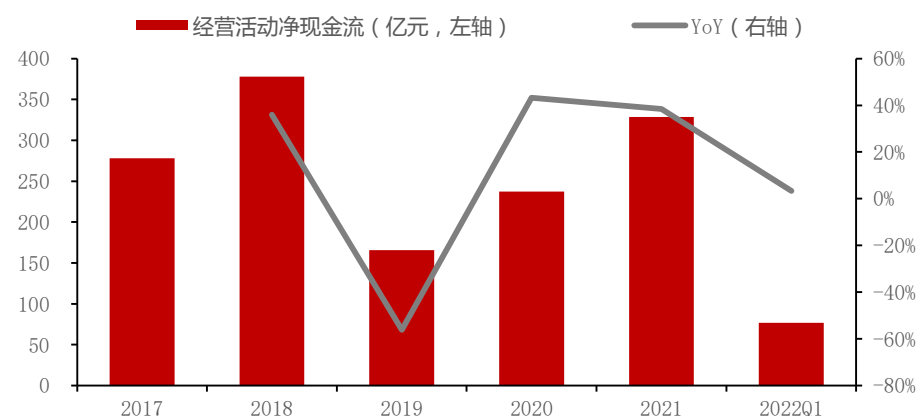
图 17：商超百货行业期间费用率


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：商超百货行业销售毛利率及净利率


资料来源：Wind，民生证券研究院

经营活动净现金流保持稳定增长，彰显经营的确定性改善趋势。2021 年商超百货板块实现经营活动净现金流 328.71 亿元，同比+38.46%，较 2020 年实现大幅改善；2022Q1 实现经营活动净现金流 76.75 亿元，同比+3.37%。目前，商超板块经营活动净现金流水平已基本恢复至 2017-2018 年左右水平，进一步说明竞争格局改善的确定性趋势，后续的持续性改善值得期待。

图 19：商超百货行业经营活动净现金流及同比增速


资料来源：Wind，民生证券研究院

核心标的 2021 年经营有所承压，2022 年以来有所改善。商超百货板块的核心标的中，2021 年仅王府井归母净利同比+246.55%至 13.40 亿元，而红旗连锁、百联股份、永辉超市和家家悦等均有不同程度下滑，其中永辉超市亏损 39.44 亿元，是拖累板块整体表现的主要原因。2022 年以来，王府井延续了高增态势，归母净利润同比+43.23%至 3.77 亿元；永辉超市整体经营复苏明显，盈利 5.02 亿元，同比+2053.54%；家家悦重拾增长，归母净利润同比+1.92%至 1.31 亿元；红旗连锁归母净利下降复苏也有所收窄，同比-1.58%至 1.22 亿元。

表 2：商超百货行业核心个股归母净利润及同比增速情况

	2021 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YoY	2022Q1 归母净利润 (亿元)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	YoY
王府井	13.40	3.87	246.55%	3.77	2.63	43.23%
红旗连锁	4.81	5.05	-4.66%	1.22	1.24	-1.58%
百联股份	7.53	7.97	-5.58%	1.55	2.73	-43.00%
永辉超市	-39.44	17.94	-319.78%	5.02	0.23	2053.54%
家家悦	-2.93	4.28	-168.61%	1.31	1.28	1.92%

资料来源：Wind，民生证券研究院

进入 2022 年，商超百货板块有望迎来经营拐点，建议关注永辉超市、家家悦红旗连锁以及王府井。一方面，社区团购等新零售业态自 2021 年下半年以来有所退潮，受益于竞争格局的缓和，传统商超零售行业有望重拾市场份额，同时盈利能力也将有所恢复；另一方面，2022 年以来全国各地疫情呈散发态势，居民“囤货”需求有所增长，这也对部分生活必需品、生鲜商品的供应链提出了更高要求，而以永辉超市等为代表的企业在长期经营中锤炼了成熟高效的供应链体系，并且进一步通过数字化建设提升经营效率，竞争力有望持续提升。

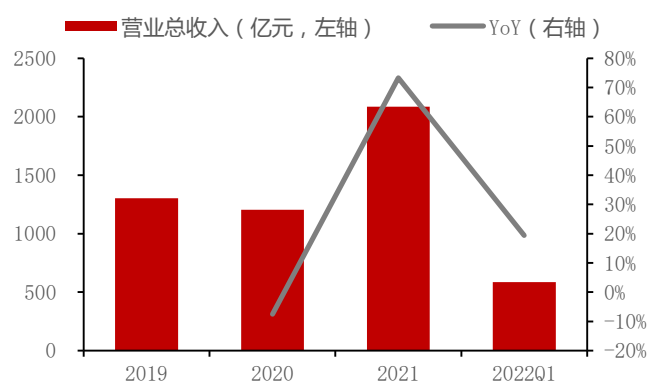
4 黄金珠宝：抗风险与国潮崛起叠加，景气高增

2021 年以来黄金珠宝行业展现出高景气度，营收与归母净利均实现快速增长。

据 Wind 数据，2021 年黄金珠宝板块实现营业总收入 2086.39 亿元，同比 +73.26%；实现归母净利润 77.54 亿元，同比 +31052.55%，均实现较高增速。

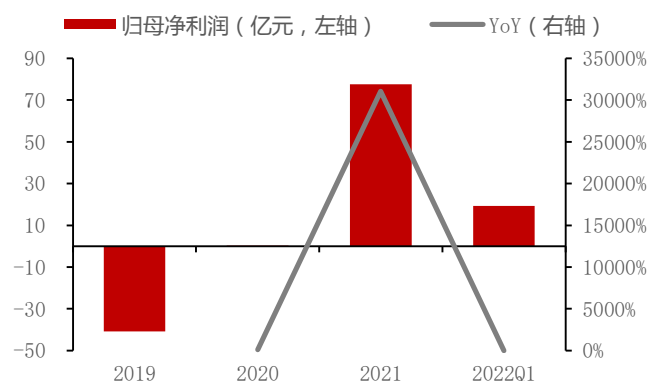
2022Q1，黄金珠宝板块实现营业总收入 584.42 亿元，同比 +19.40%；实现归母净利润 19.24 亿元，同比 +10.40%。我们认为，一方面 2021 年以来在全球通胀上行的背景下，黄金由于具备优秀的抗通胀属性而受到消费者广泛关注，叠加 2022 年初以来俄乌冲突导致的全球局势不确定性增加，黄金的抗风险属性也进一步凸显；另一方面，以周大福、周大生等品牌通过推出国潮风格的古法金进行产品线革新，同时通过加盟商体系持续下沉，从而驱动行业整体营收与归母净利的亮眼增长。此外，2022 年 1-2 月行业仍然实现了高景气增长，但 3 月份以来受到华南、华东等地区疫情冲击，线下客流有所减少，从而导致增速有所下行。

图 20：黄金珠宝行业营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：黄金珠宝行业归母净利润及同比增速



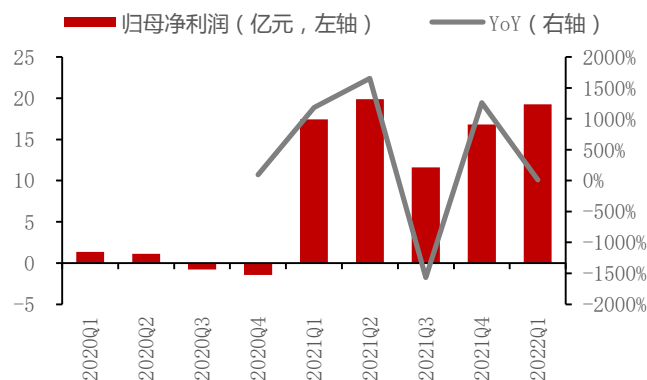
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：黄金珠宝行业分季度营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

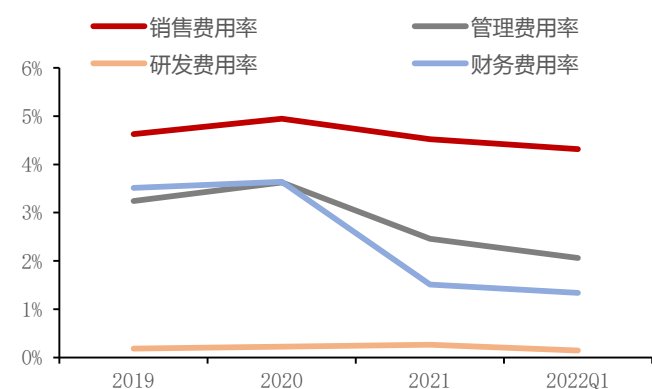
图 23：黄金珠宝行业分季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

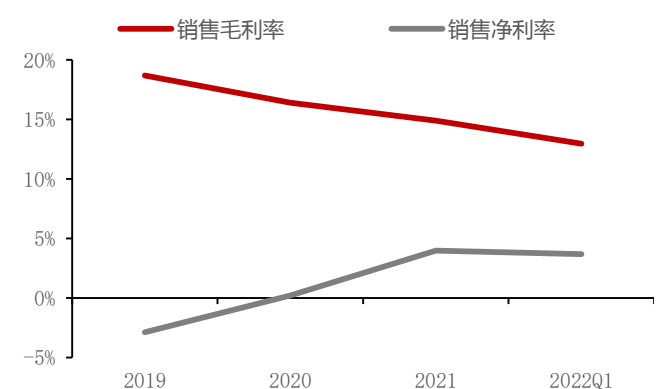
费用率逐步下行，表观盈利能力受产品结构影响有所下行。随着行业主要龙头公司开始拥抱加盟模式，销售费用率逐步下降，2021年下降至4.52%，同比-0.42 PCT，2022Q1进一步下降至4.32%。整体来看，2021年行业期间费用率为8.76%，同比大幅下降-3.68 PCT，2022Q1进一步下降至7.86%。盈利能力方面，由于黄金产品销售额占比上升，而黄金类产品毛利率一般情况下明显低于镶嵌类产品，因此表观毛利率有所下滑。不过，受益于逐步下行的费用率，行业的销售净利率逐步提升，2021年达到3.97%，2022Q1基本维持稳定，为3.67%。此外，行业现金流也实现稳步改善，2022年Q1实现经营活动净现金流62.49亿元，同比+181.19%。

图 24：黄金珠宝行业期间费用率



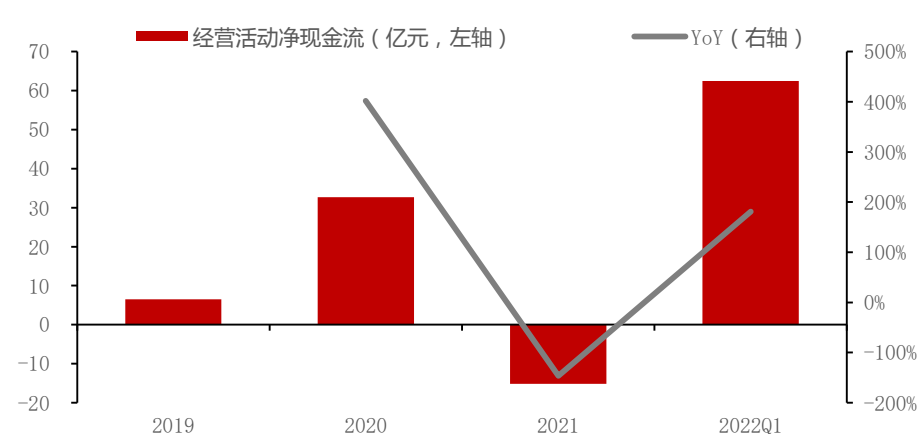
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：黄金珠宝行业销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：黄金珠宝行业经营活动净现金流及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

2021年行业内主要上市公司归母净利均有亮眼表现，2022Q1受疫情影响增长略有放缓。2021年，迪阿股份、潮宏基等均实现翻倍以上增长，周大生、老凤祥等继续保持稳健增速。2022年以来，受华东、华南等地区疫情影响，部分公司增速有所回落，迪阿股份、周大生和中国黄金等仍实现15%-20%以上同比增速。

表 3：黄金珠宝行业核心个股归母净利润及同比增速情况

	2021 归母净利润 (亿元)	2020 归母净利润 (亿元)	YoY	2022Q1 归母净利润 (亿元)	2021Q1 归母净利润 (亿元)	YoY
豫园股份	38.61	36.10	6.93%	3.34	5.78	-42.18%
老凤祥	18.76	15.86	18.30%	4.07	6.48	-37.30%
迪阿股份	13.02	5.63	131.09%	3.76	3.22	16.77%
周大生	12.25	10.13	20.85%	2.90	2.35	23.26%
中国黄金	7.94	5.00	58.84%	2.52	2.06	22.06%
潮宏基	3.51	1.40	151.03%	0.95	1.05	-9.41%
曼卡龙	0.70	0.64	10.43%	0.21	0.23	-11.96%

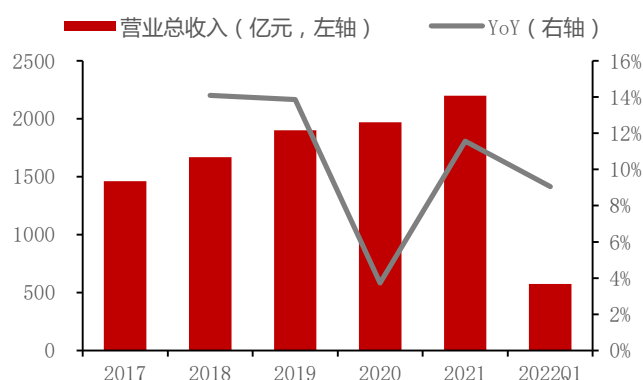
资料来源：Wind，民生证券研究院

展望 2022 年，黄金受益抗风险属性需求有望持续高增，同时随国潮崛起珠宝行业有望迎来量价齐升，建议关注周大福、周大生及潮宏基。尽管市场担心后续随美联储加息等措施落地，通胀下行可能不利于黄金需求，但我们认为美联储加息预期自 2021 年下半年已开始逐步为市场所消化，因此后续的加息操作或并不能对黄金价格造成明显影响。相比之下，俄乌冲突导致的国际局势不确定性增长，以及新冠病毒变异导致的全球疫情反复，仍将继续强化黄金的抗风险属性，从而进一步推升抗风险需求；此外，尽管目前古法金已经经过三年左右推广，但其在黄金产品销售中的占比仍然不高，在国潮崛起的背景下，其需求空间有望持续打开，叠加古法金单克价值量高于传统普货黄金，因此黄金消费有望迎来量价齐升。

5 母婴行业：三孩政策催化下，长期空间更可期

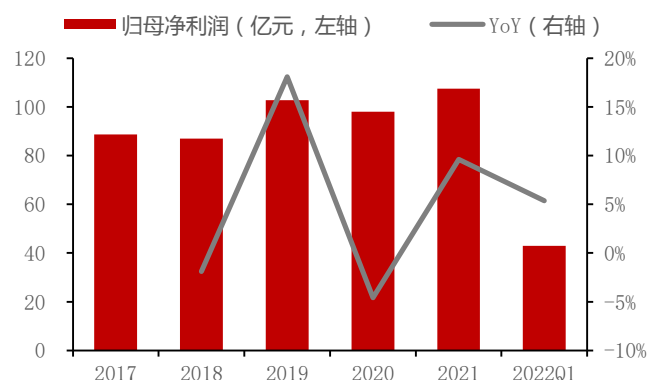
2021 年母婴行业实现稳健增长，2021Q1 受疫情影响增速略有回落。我们以 Wind 三胎概念指数中的成分股作为母婴行业的代表性分类，据 Wind 数据，2021 年母婴行业实现营业总收入 2198.01 亿元，同比+11.56%；实现归母净利润 107.42 亿元，同比+9.60%，增速较 2020 年有所提升。2022Q1，母婴行业实现营业总收入 574.83 亿元，同比+9.06%，实现归母净利润 42.91 亿元，同比+5.37%，整体增速环比 2021 年略有回落，主要受到全国各地散发疫情影响。

图 27：母婴行业营业总收入及同比增速



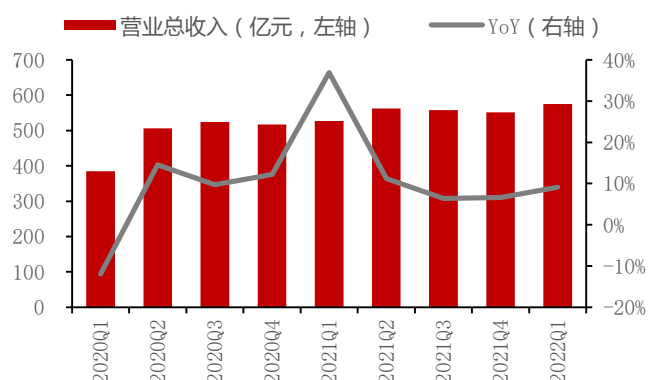
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 28：母婴行业归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 29：母婴行业分季度营业总收入及同比增速



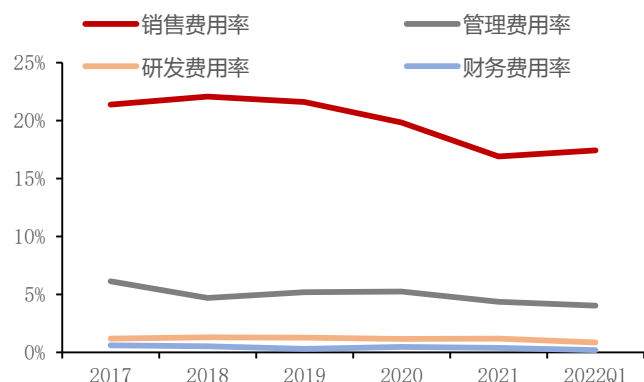
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：母婴行业分季度归母净利润及同比增速

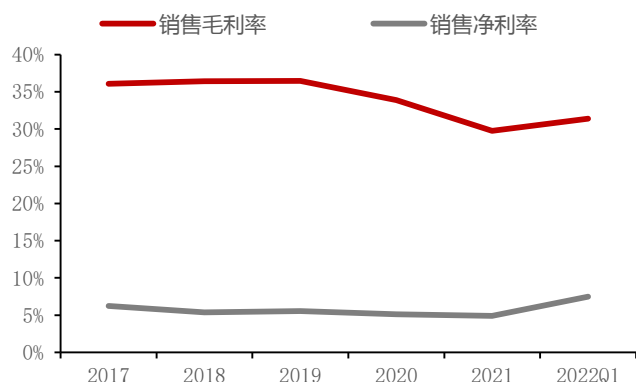


资料来源：Wind，民生证券研究院

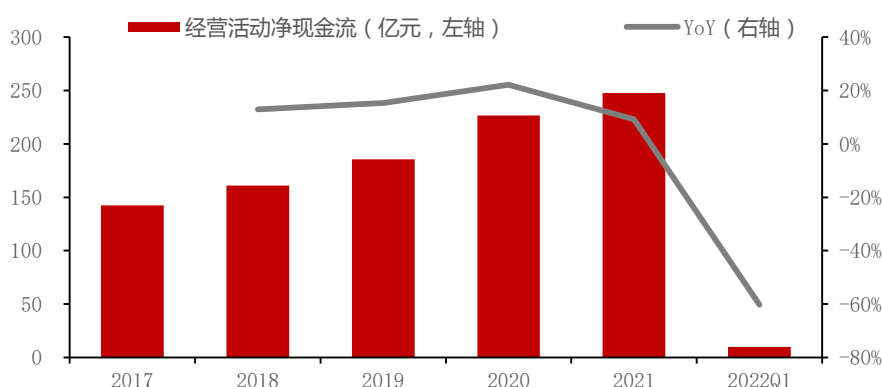
期间费用率稳步下行，2022 年以来盈利能力有所改善。据 Wind 数据，行业整体费用率有所下行，2021 年期间费用率同比-3.86 PCT 至 22.84%，2022Q1 进一步降低至 22.51%。盈利能力方面，2021 年销售毛利率受产品结构和渠道结构等影响略有下降，同比-4.13 PCT 至 29.75%，但净利率受益于费用率下行基本保持稳定。此外，2021 年行业现金流也基本延续了此前的稳健表现。

图 31：母婴行业期间费用率


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 32：母婴行业销售毛利率及净利率


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 33：母婴行业经营活动净现金流及同比增速


资料来源：Wind，民生证券研究院

核心标的表现略有承压，期待疫情趋缓后实现复苏。2021 年贝因美、美吉姆、爱婴室和孩子王归母净利润分别同比+122.61%、+58.56%、-36.97%和-48.44%；2022Q1 归母净利润分别同比+38.45%、-253.83%、-210.40%与-179.88%。我们认为，母婴龙头在华东、华南地区门店布局较多，因此受一季度疫情影响较大，后续随疫情缓和有望重回增长轨道。

表 4：母婴行业核心个股归母净利润及同比增速情况

	2021	2020		2022Q1	2021Q1	
	归母净利润	归母净利润	YoY	归母净利润	归母净利润	YoY
	(亿元)	(亿元)		(亿元)	(亿元)	
贝因美	0.73	-3.24	122.61%	0.20	0.15	38.45%
美吉姆	-1.98	-4.78	58.56%	-0.12	0.08	-253.83%
爱婴室	0.73	1.17	-36.97%	-0.12	0.11	-210.40%
孩子王	2.02	3.91	-48.44%	-0.32	0.41	-179.88%

资料来源：Wind，民生证券研究院

三孩政策叠加消费升级大趋势，母婴行业中长期空间值得期待，建议关注孩子王、爱婴室。

短期维度上，“三孩”政策的实施或许并不会带来普遍预期的“婴儿潮”。一般而言，1.5‰是生育警戒线，欧美国家在生育率达到这一水平之前即开始实施鼓励生育的政策，并且鼓励力度相对较大。我国之前实施过较为严格的计划生育政策，并且相较于欧美国家，实施鼓励政策的时点较晚。根据七普数据，我国 2020 年生育率已经跌破生育警戒线，考虑到生育观念短期扭转较为困难，因此可能会对政策的短期效果形成一定压制。此外，我国目前一孩生育率处于下行状态，因此放开三孩带来的增量可能会被下降的一孩生育率所抵消，因此短期效果可能会比预期的打折扣。

中长期维度上，“三孩”政策仍将对我国生育率带来积极正面的拉动作用。今年的两会政府工作报告指出，完善三孩生育政策配套措施，将 3 岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，发展普惠托育服务，减轻家庭养育负担。首先，为生育人群提供税收优惠，虽然其更主要的意义可能是提升政策的完备性，但是对高收入人群来说，其能享受的税收抵扣仍然较大，这一优惠仍有望提升其生育意愿；同时，发展普惠托育服务，将有望逐步解决婴幼儿的托育难题，解除年轻家庭生育子女的后顾之忧，因此从中长期维度上看，政策仍将有其深远影响。

6 投资建议

培育钻石板块延续高景气增长，推荐**中兵红箭**、**力量钻石**；商超百货板块有望迎来经营拐点，建议关注**永辉超市**、**家家悦**、**红旗连锁**；黄金珠宝板块持续受益于抗风险需求与国潮崛起，建议关注**周大福**、**周大生**、**潮宏基**；母婴板块在三胎政策催化之下长期空间逐步打开，建议关注**孩子王**、**爱婴室**。

表 5：商贸零售板块重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
000519.SZ	中兵红箭	20.85	0.35	0.74	1.01	60	28	21	推荐
301071.SZ	力量钻石	262.00	3.97	7.96	12.13	66	33	22	推荐
601933.SH	永辉超市	4.43	-0.43	0.04	0.13	/	111	34	/
603708.SH	家家悦	12.17	-0.49	0.40	0.63	/	30	19	/
002697.SZ	红旗连锁	4.96	0.35	0.38	0.42	14	13	12	/
1929.HK	周大福	13.02	0.60	0.71	0.84	22	18	16	/
002867.SZ	周大生	12.58	1.12	1.36	1.62	11	9	8	/
002345.SZ	潮宏基	4.28	0.39	0.47	0.56	11	9	8	/
301078.SZ	孩子王	13.63	0.20	0.37	0.54	68	37	25	/
603214.SH	爱婴室	15.52	0.52	0.61	0.78	30	25	20	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

（注：股价为 2022.04.29 收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期）

7 风险提示

1) 疫情影响超出预期。目前新冠疫情仍然表现出较大的不确定性，特别是今年 3 月份以来全国多地出现散发疫情，若后续疫情影响超出预期，将对消费品行业产生不利影响，并逐步传导至上市公司的营收与归母净利层面。

2) 原材料价格大幅上涨。培育钻石、黄金珠宝等行业原材料成本占比较高，若价格出现大幅上涨，而企业未采取一定对冲举措，将对盈利能力造成不利影响。

3) 行业竞争格局恶化。部分消费品行业利润率水平较高，若外部资本大量进入，可能会导致竞争格局整体恶化，进而影响上市公司的经营成果。

插图目录

图 1：商贸零售板块营业总收入及同比增速	3
图 2：商贸零售板块归母净利润及同比增速	3
图 3：商贸零售板块期间费用率	3
图 4：商贸零售板块销售毛利率及净利率	3
图 5：培育钻石行业营业总收入及同比增速	4
图 6：培育钻石行业归母净利润及同比增速	4
图 7：培育钻石行业分季度营业总收入及同比增速	4
图 8：培育钻石行业分季度归母净利润及同比增速	4
图 9：培育钻石行业期间费用率	5
图 10：培育钻石行业销售毛利率及净利率	5
图 11：培育钻石行业经营活动净现金流及同比增速	6
图 12：培育钻石行业合同负债+预收账款及同比增速	6
图 13：商超百货行业营业总收入及同比增速	8
图 14：商超百货行业归母净利润及同比增速	8
图 15：商超百货行业分季度营业总收入及同比增速	8
图 16：商超百货行业分季度归母净利润及同比增速	8
图 17：商超百货行业期间费用率	9
图 18：商超百货行业销售毛利率及净利率	9
图 19：商超百货行业经营活动净现金流及同比增速	9
图 20：黄金珠宝行业营业总收入及同比增速	11
图 21：黄金珠宝行业归母净利润及同比增速	11
图 22：黄金珠宝行业分季度营业总收入及同比增速	11
图 23：黄金珠宝行业分季度归母净利润及同比增速	11
图 24：黄金珠宝行业期间费用率	12
图 25：黄金珠宝行业销售毛利率及净利率	12
图 26：黄金珠宝行业经营活动净现金流及同比增速	12
图 27：母婴行业营业总收入及同比增速	14
图 28：母婴行业归母净利润及同比增速	14
图 29：母婴行业分季度营业总收入及同比增速	14
图 30：母婴行业分季度归母净利润及同比增速	14
图 31：母婴行业期间费用率	15
图 32：母婴行业销售毛利率及净利率	15
图 33：母婴行业经营活动净现金流及同比增速	15

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：培育钻石行业核心个股归母净利润及同比增速情况	7
表 2：商超百货行业核心个股归母净利润及同比增速情况	10
表 3：黄金珠宝行业核心个股归母净利润及同比增速情况	13
表 4：母婴行业核心个股归母净利润及同比增速情况	15
表 5：商贸零售板块重点公司盈利预测、估值与评级	17

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001