商业贸易

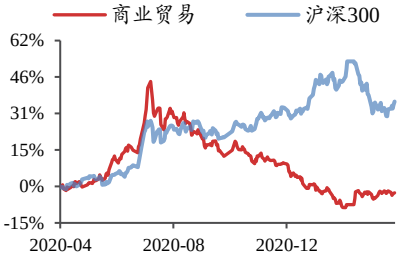
2021 年 04 月 04 日

十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注

——商贸零售行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-三月化妆品品牌新品看点多，新增重点推荐贝泰妮》-2021.3.28

《商贸零售行业周报-黄金珠宝等“悦己”消费升级类商品呈现高景气》-2021.3.20

《行业点评报告-1-2 月社零同比+33.8%，金银珠宝品类表现亮眼》-2021.3.16

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● 十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注

本周（3 月 31 日），社区团购头部创业平台十荟团完成 D 轮融资，融资金额达到 7.5 亿美元，领投方为阿里巴巴和 DST Global。十荟团成立于 2018 年 6 月，通过战略并购“你我您”、“好集乐”等区域性平台实现快速扩张，目前已覆盖全国 20 多个省、约 220 个城市。作为阿里巴巴在社区团购领域最重要的外部投资项目，已先后多次获得阿里投资加注。相较于行业内其他竞争对手，十荟团的竞争优势主要有两点：（1）通过生鲜源头直采能力、专业品控团队和高效仓配体系，降低履约成本、把控商品品质，达到“质价”俱优；（2）在供应链、运营、流量等方面获得阿里巴巴多方面赋能：阿里批发平台 1688、大润发等提供商品资源支持，菜鸟驿站、零售通等提供履约终端基础设施，“淘宝买菜”提供重要流量入口。目前，社区团购行业竞争日趋白热化，互联网巨头与独角兽们都在持续加码。美团优选、多多买菜、橙心优选等三大互联网玩家开城数均超过 300 城、日订单量均突破 1500 万单，其中美团峰值超过 2500 万单；商品 SKU 也都从生鲜扩展到米面粮油和日用消费品，从而满足家庭消费的多元需求。长期来看，我们认为行业的关键竞争要素还是供应链能力，一看仓配端，二看商品端。近期，随着温度逐渐升高，冷链物流的建设布局是各大玩家的发展重点。

● 行业关键词：欧莱雅、生鲜国潮、十荟团、润百颜、Costco 等

【欧莱雅】2020 年欧莱雅中国在线销售增长 56%。

【生鲜国潮】大润发发起“生鲜国潮”寻鲜计划。

【十荟团】社区电商十荟团完成 7.5 亿美元 D 轮融资。

【润百颜】润百颜刷新天猫小黑盒国货销售纪录。

【Costco】Costco 有望落户广州。

● 板块行情回顾

本周（3 月 29 日-4 月 2 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3120.39 点，下跌 0.83%，跑输上证综指（本周上涨 1.93%）2.76 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 26 位。各细分板块中，本周 3 个子行业上涨，2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅居首。个股方面，本周中成股份（+32.6%）、*ST 商城（+14.3%）、华致酒行（+12.2%）涨幅靠前。

● 投资建议：新增重点推荐贝泰妮

投资主线一（颜值经济）：医美板块重点推荐轻医美玻尿酸产品龙头爱美客；化妆品板块重点推荐敏感肌修护龙头贝泰妮；

投资主线二（新兴电商）：疫情驱动电商渗透率提升，关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和两个新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情缓和、线下消费复苏，关注终端需求回暖的黄金珠宝板块，重点推荐在时尚珠宝和线上电商均领先布局的周大生。

● 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 4
2、 零售观点：十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注 6
2.1、 行业动态：十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注 6
2.2、 投资建议：重点推荐贝泰妮 9
2.2.1、 爱婴室：疫情影响业绩下滑，核心品类奶粉毛利率仍在提升 10
2.2.2、 红旗连锁：收入实现快速增长，市场广阔提速展店增长可期 11
2.2.3、 周大生：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长 11
2.2.4、 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 12
2.2.5、 贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者 12
2.2.6、 爱美客：2020 年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长 13
2.2.7、 吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓 14
2.2.8、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化 14
2.2.9、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张 15
2.2.10、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著 15
2.2.11、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放 16
3、 零售行业动态追踪 17
3.1、 行业关键词：欧莱雅、生鲜国潮、十荟团、润百颜、Costco 等 17
3.2、 公司公告：华熙生物、爱婴室发布 2020 年年度报告等 18
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 26 位 4
图 2： 本周零售（商业贸易）指数下跌 0.83% 4
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 3.51% 4
图 4： 本周珠宝首饰板块涨幅最大 5
图 5： 2021 年初至今珠宝首饰板块涨幅最高，达 28.56% 5
图 6： 十荟团完成 D 融资，融资额达 7.5 亿美元 6
图 7： 十荟团是阿里巴巴的重要外部投资项目 6
图 8： 十荟团目标为打造家门口的生鲜超市 6
图 9： 多轮融资+战略并购，十荟团版图不断扩张 6
图 10： 传统供应链加价多，源头直采能降低采购成本 7
图 11： 十荟团品控团队检查商品质量 7
图 12： 十荟团与阿里巴巴多方面深入合作 7
图 13： 十荟团获得淘宝 APP 流量入口支持 7
图 14： 仓配供应链能力是长期竞争关键 8
图 15： 十荟团通过冷链运输保障冷鲜商品新鲜度 8

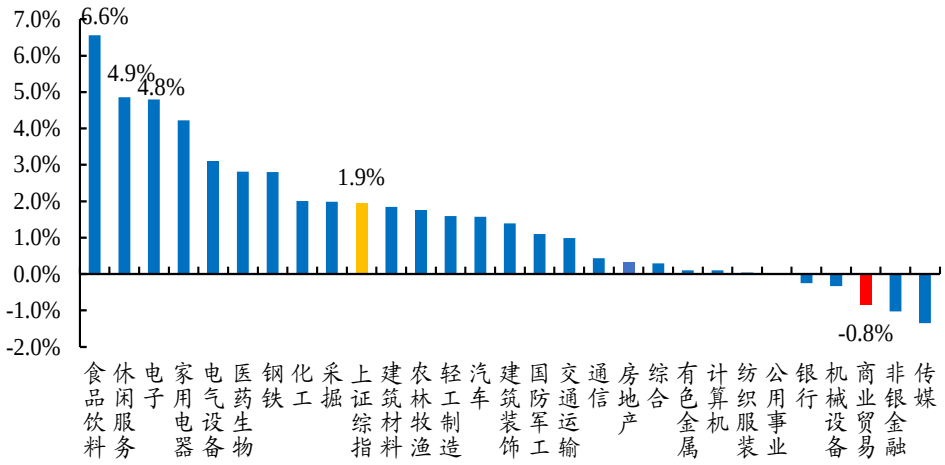
表 1： 本周零售板块中成股份、*ST 商城、华致酒行等涨幅居前 5
表 2： 本周零售板块友好集团、国芳集团、天虹股份等跌幅靠前 5
表 3： 社区团购竞争白热化，互联网巨头与独角兽均持续加码布局 8
表 4： 重点推荐贝泰妮、吉宏股份、周大生等 9
表 5： 本周重点推荐个股爱美客、周大生、老凤祥表现相对较好 17

表 6: 零售公司大事提醒：关注红旗连锁一季报披露等 20
表 7: 零售行业大事提醒：关注 2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会等 20

1、 零售板块行情回顾

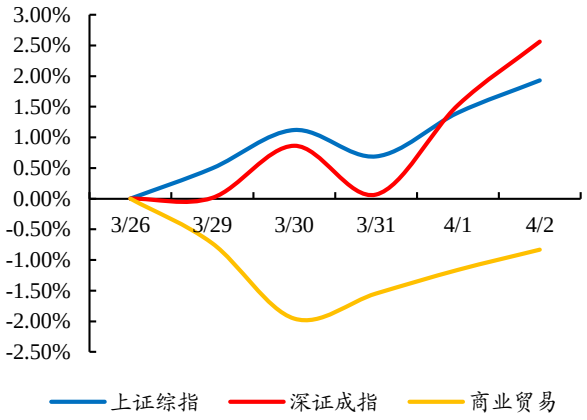
本周（3 月 29 日-4 月 2 日）A 股上涨，零售板块下跌 0.83%。上证综指报收 3484.39 点，全周累计上涨 1.93%；深证成指报收 14122.61 点，周上涨 2.56%；本周全部 28 个一级行业中，表现排名前三位的分别为食品饮料、休闲服务、电子。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3120.39 点，周跌幅为 0.83%，在所有一级行业中位列第 26 位。2021 年年初至今，零售行业下跌 3.51%，表现弱于大盘（2021 年年初至今上证综指累计上涨 0.33%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 26 位



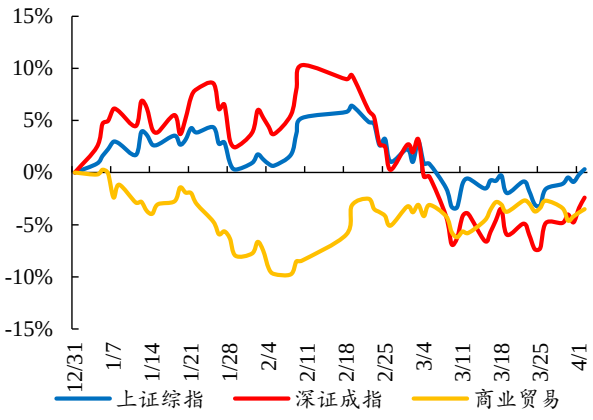
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数下跌 0.83%



数据来源：Wind、开源证券研究所

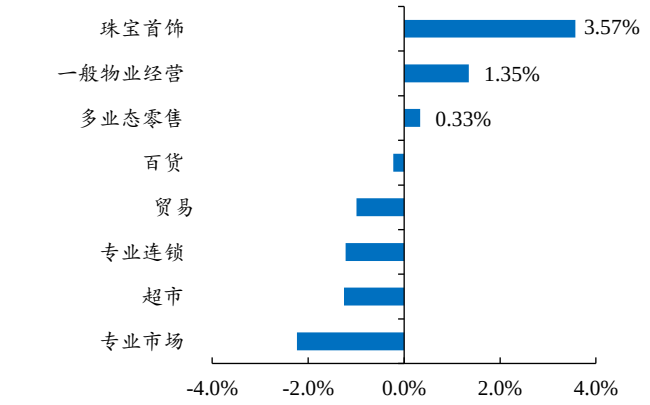
图3：2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 3.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

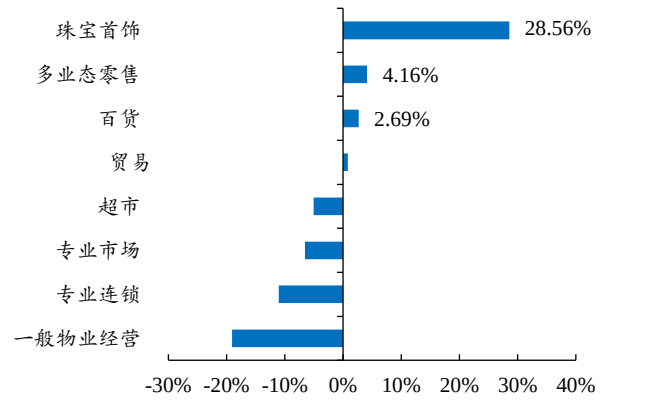
零售各细分板块中，珠宝首饰板块本周涨幅最大；2021 年年初至今，珠宝首饰板块涨幅排在首位。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个细分板块）中，本周 3 个子行业上涨，其中珠宝首饰涨幅最大，周涨幅 3.57%；2021 年全年来看，珠宝首饰板块年初至今累计涨幅为 28.56%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周珠宝首饰板块涨幅最大



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 28.56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周中成股份、*ST 商城、华致酒行涨幅靠前。本周零售板块主要 86 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 34 家公司上涨、49 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是中成股份、*ST 商城、华致酒行，涨幅分别为 32.6%、14.3%和 12.2%。本周跌幅靠前公司为友好集团、国芳集团、天虹股份等。

表1：本周零售板块中成股份、*ST 商城、华致酒行等涨幅居前

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	000151.SZ	中成股份	9.63	32.6%	49.5%	18.5%	贸易Ⅲ
2	600306.SH	*ST 商城	6.81	14.3%	4.0%	31.5%	百货
3	300755.SZ	华致酒行	25.29	12.2%	8.5%	-3.4%	专业连锁
4	600753.SH	东方银星	24.82	8.6%	7.2%	33.9%	贸易Ⅲ
5	000906.SZ	浙商中拓	7.78	7.3%	4.3%	16.5%	贸易Ⅲ
6	600858.SH	银座股份	6.97	6.1%	2.3%	6.4%	多业态零售
7	600859.SH	王府井	32.26	5.2%	7.6%	-1.0%	百货
8	603214.SH	爱婴室	23.07	5.1%	22.2%	0.6%	专业连锁
9	603900.SH	莱绅通灵	6.75	4.5%	6.2%	-4.4%	专业连锁
10	603123.SH	翠微股份	7.15	4.1%	1.8%	-1.2%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/04/02）

表2：本周零售板块友好集团、国芳集团、天虹股份等跌幅靠前

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	600778.SH	友好集团	3.55	-10.1%	28.0%	-11.0%	多业态零售
2	601086.SH	国芳集团	4.02	-10.1%	12.6%	-5.4%	百货
3	002419.SZ	天虹股份	8.52	-8.8%	5.3%	11.5%	百货
4	600870.SH	ST 厦华	3.16	-8.4%	4.2%	10.1%	贸易Ⅲ
5	600280.SH	*ST 中商	4.05	-7.1%	5.6%	70.2%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/04/02）

2、 零售观点：十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注

2.1、 行业动态：十荟团完成 D 轮融资，社区团购再获资本加注

社区团购平台十荟团完成 7.5 亿美元 D 轮融资，阿里巴巴领投加码布局社区团购。3 月 31 日，根据 36kr 报道，社区团购头部平台十荟团完成 D 轮融资，融资金额达 7.5 亿美元，领投方为阿里巴巴和 DST Global，跟投方包括 GGV 纪源资本、昆仑资本等。十荟团表示，本轮融资主要用于构建下沉市场的供应链基础设施，强化生鲜商品源头集采能力。领投方之一的阿里巴巴，此前通过外部投资和内部项目赛马多线并进布局社区团购，十荟团作为其重要外部投资项目，已多次获得阿里巴巴加注。

图6：十荟团完成 D 融资，融资额达 7.5 亿美元

日期	融资轮次	金额	交易对手
2021/3/31	D轮	7.5亿美元	**阿里巴巴**、DST Global领投，高鹄资本、时代资本跟投
2020/11/30	C++轮	1.96亿美元	中金资本、高鹄资本、**阿里巴巴**
2020/7/29	C+轮	8000万美元	鼎晖投资领投，民银国际、纪源资本跟投
2020/5/30	C轮	8140美元	高鹄资本、启明创投、纪源资本
2020/1/9	B轮	8830万美元	启明创投、**阿里巴巴**、华创资本、真格基金
2019/1/1	A轮	未知	**阿里巴巴**
2018/8/21	天使轮	1亿人民币	启明创投、真格基金

资料来源：企查查官网，开源证券研究所

图7：十荟团是阿里巴巴的重要外部投资项目



资料来源：阿里巴巴公众号、开源证券研究所

十荟团是社区团购赛道独角兽，通过并购实现快速扩张，目前已覆盖 220 多个城市。十荟团成立于 2018 年 6 月，创始人陈郢和王鹏均具备社区电商运营经验。公司定位为家门口的生鲜超市，从水果起家，拥有强大产地供应链资源和高效仓储物流体系。2019 年 8 月，十荟团并购社区团购平台“你我您”，借助其运营经验和生鲜产地直采能力优势，开启新十荟团运营；2020 年，并购“好集乐”等区域性社区团购平台，借助本地平台高黏性特点，将业务扩展到江浙等地区。目前十荟团业务覆盖全国 20 多个省、约 220 个城市，并计划 3 年内终端团点数做到 300 万个。销量方面，据新经销报道，十荟团单日订单量已突破 1500 万单，2021 年 GMV 目标为 500 亿元。

图8：十荟团目标为打造家门口的生鲜超市



资料来源：十荟团公众号

图9：多轮融资+战略并购，十荟团版图不断扩张



资料来源：十荟生活加盟服务公众号

十荟团已构筑生鲜源头直采能力、专业品控团队和高效仓配体系等竞争优势。供应端十荟团有三条采购链：（1）总部供应商团队进行全国统采；（2）“金牌买手”团队在全国各个果蔬产地寻找优质生鲜产品；（3）成立区域采购团队，做到“一城一味”。相比其他平台，除兴盛优选具备部分果蔬基地直采和向一批商采购能力外，其余平台大多向二批商采购。十荟团采用源头直采可以有效降低损耗、控制成本。产品品控方面，十荟团配备了专门的仓管、品控专员，从源头把控产品品质。再看履约端，十荟团采用“共享仓（果蔬加工中心）+城市仓（分拨中心仓）+服务站（网格仓）”三级仓储物流体系，在湖南、湖北等地区借助密集网格仓布局下沉到县域。通过以上措施，十荟团降低履约成本、把控商品品质，达到“质价”俱优。

图10：传统供应链加价多，源头直采能降低采购成本



资料来源：艾瑞咨询

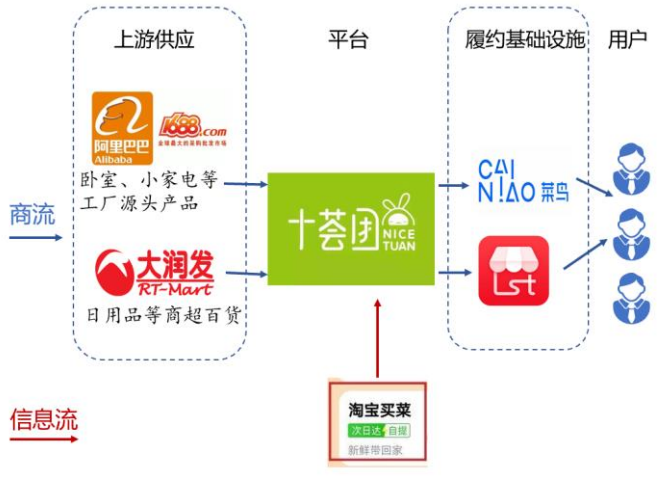
图11：十荟团品控团队检查商品质量



资料来源：十荟生活加盟服务公众号

阿里巴巴多次投资十荟团，并在供应链、运营、流量等多方面为后者持续赋能。阿里巴巴不仅在投融资层面多次加注十荟团，在业务层面也积极开展合作赋能。先看供应端，阿里巴巴旗下批发平台阿里 1688 精选源头工厂商品在十荟团上架，大润发也为十荟团提供商超日化类商品的供应链支持。其次履约端，2019 年菜鸟驿站和十荟团开展合作，依托驿站基础设施进行社区团购卖货和履约（也为驿站带来客流）；2020 年，阿里新零售平台零售通在合作区域内投入 1000+家零售通小店和十荟团合作开展社区团购业务。再看用户流量端，2020 年底开始，十荟团获得“淘宝买菜”流量入口支持，帮助团长引流拓客，从而极大增强了十荟团在互联网巨头激烈竞争夹缝中的流量能力，订单量和 GMV 获得快速增长。

图12：十荟团与阿里巴巴多方面深入合作



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

图13：十荟团获得淘宝 APP 流量入口支持



资料来源：淘宝 APP、开源证券研究所

互联网巨头与独角兽持续加码布局，主要玩家日订单量均超过 1000 万单。行业格局方面，目前社区团购主要玩家包括兴盛优选、十荟团为代表的创业公司独角兽和美团优选、多多买菜、橙心优选为代表的互联网巨头。相较而言，兴盛优选、十荟团等独角兽玩家进入行业较早，在先发区域内具备丰富运营经验和仓储供应链能力优势；而互联网巨头虽入场较晚，但凭借自身流量优势、供应链资源和补贴，在前端实现降维打击迅速提升单量，同时在后端学习业内优先玩家的仓配经验，也逐渐后来居上。目前，美团优选、多多买菜、橙心优选等三大玩家开城数均超过 300 城、日订单量均突破 1500 万单，其中美团峰值已超过 2500 万单。SKU 均从生鲜基本盘扩展到米面粮油、家居厨卫等扩展盘，满足家庭消费多元需求。

表3：社区团购竞争白热化，互联网巨头与独角兽均持续加码布局

平台	类型	开城数 2021.03	日订单量 2021.03	采购渠道	SKU 数量	优势区域
美团优选	互联网巨头	300+	超过 2500 万单	多为二批商 部分为一批商	约 1500	广东、湖北等，快速全国覆盖。
多多买菜	互联网巨头	300+	超过 2000 万单	多为二批商	近 1000 主打爆品	江西、广西、四川等，快速全国覆盖。
橙心优选	互联网巨头	300+	近 2000 万单	多为二批商	约 1000	成都、重庆等。
兴盛优选	创业独角兽	190+	1000-1500 万单	多为一批商 蔬菜基地直采	1000+	华中（湖南、湖北），深入农村； 湖南地区单量排名第一。
十荟团	创业独角兽	220+	峰值 1500 万单	全国统采+区域直采+生鲜基地直采	约 500	华中、华南等； 湖南地区单量排名第二。

资料来源：晚点 Latepost、未来消费 APP、十荟团官网、兴盛优选官网、开源证券研究所

长期来看，行业关键竞争要素是供应链能力，近期发展重点是冷链物流布局。我们认为，社区团购本质仍是零售生意，通过优化供应链实现商品的“多、快、好、省”是关键。供应链能力一看仓配端：中心仓（自建）、网格仓（加盟）等仓配体系合理建设布局和调度管理，保障履约效率；二看商品端：品类丰富、品牌提升、质量保障，都将显著影响消费者对平台的印象和粘性；商品扩充和调整也需要供应链能力支撑。此外，随着温度逐渐升高，即将到来的这个夏天，冷鲜商品的运输保障将成为影响行业竞争格局的重要挑战因素，因此，各大社区团购玩家，近期也已纷纷开启冷链领域的建设布局。

图14：仓配供应链能力是长期竞争关键



资料来源：开源证券研究所

图15：十荟团通过冷链运输保障冷鲜商品新鲜度



资料来源：十荟生活加盟服务公众号

2.2、 投资建议：重点推荐贝泰妮

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。（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，国货美妆有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起。2021 年 1-2 月社零数据显示，化妆品类同比增速达到 40.7%。皮肤学级护肤品赛道具有大空间、低渗透、高增长、强黏性等特点。我们认为，短期疫情催化抗敏舒缓需求，理性护肤成为趋势；长期看，国货品牌在产品和渠道上已构建差异化竞争优势，持续成长潜力突出。**重点推荐贝泰妮：**公司已经在优质产品研发、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。此外，建议关注护肤品优质细分赛道、彩妆和上游 ODM 龙头三条细分赛道，受益标的包括完美日记、珀莱雅、华熙生物和青松股份等。**（2）医美：**除化妆品外，颜值经济时代消费者旺盛“变美”需求，也驱动着医美（特别是非手术“轻医美”）行业蓬勃发展。产业链中，医美产品生产商凭借较高技术、资质壁垒和强议价权，掌握产业链核心环节。医美行业重点推荐深耕玻尿酸的国内龙头爱美客：公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建竞争壁垒，进一步布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。

投资主线 2：疫情驱动电商渗透率持续提升，重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）、两个新兴业态（直播和社交电商）。投资建议：跨境电商：天时地利人和齐具推动中国出口跨境电商行业快速发展，RCEP 协议签订再送政策东风；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，模式核心竞争力突出，未来区域新市场开拓和 SaaS 平台新模式升级有望帮助公司延续高增长、加深护城河）。

投资主线 3：疫情缓和、线下消费复苏，关注竞争力突出的线下零售细分赛道龙头。首推黄金珠宝板块：受益婚庆需求释放，黄金珠宝品类终端消费明显回暖（1-2 月金银珠宝社零增速超过 98%），时尚珠宝孕育潜在增量空间，重点推荐周大生（在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势，二股东减持等压制因素已基本消除，2021 年线下门店扩张重新提速）和老凤祥。

表4：重点推荐贝泰妮、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
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2020 年实现营收 26.92 亿元（+38.49%），归母净利润 5.44 亿元（+31.94%）。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（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）。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、推新能力突出，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 年公司预计实现归母净利润 5.55-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，延续高增长。公司深度受益东南亚市场红利，跨境电商模式核心竞争力突出，未来国内电商市场开拓和模式升级（SaaS 平台）有望帮助公司延续高增长、加深护城河。
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%）。婚庆需求释放带来黄金珠宝行业明显回暖，公司在时尚珠宝和线上电商直播领域先发布局优势明显，二股东减持等压制因素已基本消除。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年公司预计实现营收 517.2 亿元（+4.2%），归母净利润 15.9 亿元（+12.6%）。公司门店保持快速扩张，疫情趋缓下婚庆需求释放带动黄金珠宝消费明显回暖，有望推动公司同店持续恢复；公司积极推进国企改革，经营效率有望进一步提升。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2020 年实现营收 440.5 亿元（+0.27%），归母净利润 36.1 亿元（+12.82%）。公司珠宝门店疫情下逆势扩张，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，长期看有望为公司带来盈利与估值的双升。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2020 年实现营收 22.56 亿元(-8.29%)，归母净利润 1.17 亿元(-24.43%)。公司受疫情影响，恢复慢于预期。长期看公司专业连锁模式对母婴消费上下游具备重要渠道价值，未来围绕“品牌+全渠道”布局、整合供应链，竞争力依然突出。
002251.SZ	步步高	超市	公司战略回归超市主业，关闭亏损门店、聚焦优势区域经营，持续推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2020 年实现营收 90.53 亿元（+15.73%），归母净利润 5.05 亿元（-2.20%）。公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式探索异地扩张进一步打开成长想象空间。
601933.SH	永辉超市	超市	2020 年前三季度营收 726.7 亿元（+14.4%），归母净利润 20.3 亿元（+31.9%）。公司在生鲜经营上优势显著，近期通过整合到家业务及对 mini 店的优化调整减少创新业务亏损，盈利能力有望逐渐提升。
603708.SH	家家悦	超市	2020 年前三季度营收 137.6 亿元（+22.2%），归母净利润 3.9 亿元（+10.6%）。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：疫情影响业绩下滑，核心品类奶粉毛利率仍在提升

深耕线下零售的母婴消费专家，公司 2020 年业绩受疫情影响下滑。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 年公司公司实现营收 22.56 亿元(-8.29%)，归母净利润 1.17 亿元(-24.43%)，业绩受疫情影响下滑。但长期来看，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

疫情影响线下门店销售，刚性费用支出拖累净利率下滑。2020 年疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响。分渠道看，门店销售收入 19.64 亿元(-10.24%)；电商收入 1.17 亿元(+53.47%)。分产品看，需求偏刚性的奶粉/食品类相对稳健；但用品、棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，核心品类奶粉毛利率(+1.82pct)仍在提升，推动公司整体毛利率达到 31.53%(+0.31pct)。但另一方面，租金、人工等刚性经营费用支出导致公司销售费用率上升至 21.40%(+1.57pct)、管理费用率上升至 3.89%(+0.33pct)，拖累公司净利率下滑至 5.67%(-1.24pct)。

“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”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；主动优化门店结构和布局（2020 年累计开店 33 家、闭店 40 家，期末门店总数为 290 家）、推进门店数字化转型。此外，公司组建电商营销团队入驻第三方平台，同时积极探索新媒体营销方式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，一方面向上游拓展玩具等品类，一方面布局托育早教业务拓展母婴服务市场，有望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 4 月 1 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：疫情影响业绩下滑，核心品类奶粉毛利率仍在提升》**等。

2.2.2、 红旗连锁：收入实现快速增长，市场广阔提速展店增长可期

公司 2020 年收入保持较快增长，利润端受投资收益影响小幅下滑。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%）。受疫情等影响，新网银行投资收益下降拖累了整体增速；若排除此影响，公司主营业务 2020 年实现净利润 4 亿元，同比增速达到+15.55%，业绩符合预期。我们认为，公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式异地扩张进一步打开成长想象空间。

烟酒类收入大幅增长，会计准则变动导致 Q4 表观毛利率波动。分业务看，公司食品类收入增速相对稳健，烟酒类收入受益于茅台等产品销售带动，同比大幅增长 23%，日用百货和其他业务增速分别为+10.05%/-5.08%。盈利能力方面，2020 年公司综合毛利率 29.45%（同比-1.44pct），其中 Q4 毛利率下降主要系会计准则变动影响，公司在四季度将与收入相关促销费用（约 1.1 亿元）与收入相冲减。若将该部分数据还原，调整后综合毛利率为 29.91%，属正常水平。此外，公司销售/管理/财务费用率为 22.37%/1.63%/0.30%，同比-1.10pct/-0.39pct/+0.20pct，销售和管理费用率均有小幅下降，财务费用率则有小幅上行

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 家展现出较强韧性，截至报告期末门店数达到 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 1 日信息更新报告**《红旗连锁（002697.SZ）：收入实现快速增长，市场广阔提速展店增长可期》**等。

2.2.3、 周大生：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，公司发布 2020 年年报，业绩小幅增长展现较强韧性。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 2020Q3，公司门店数量达 4020 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%）。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。

自营线上（电商）收入同比增长 94%，全年毛利率显著提升。分渠道看：2020 年公司自营线下/自营线上/加盟分别实现收入 7.2 亿元（-34%）/9.7 亿元（+94%）/32.02 亿元（-12%），其中线上收入实现接近翻倍增长，收入占比达到 19%，公司在电商新零售领域先发布局成效显现。盈利能力方面，公司 2020 年毛利率为 41.0%（+5.0pct），毛利率提升主要与金价上涨及高毛利镶嵌产品销售增加有关；费用方面，2020 年公司销售/管理/财务费用率分别为 11.6%（+3.4pct）/1.4%（-0.9pct）/-0.4%（-0.7pct）。

婚庆需求释放驱动行业回暖，时尚珠宝和线上电商先发布局优势突出。2020 年公司新开/净开门店 633 家/178 家，其中 Q4 净开店 169 家重回较快展店节奏，报告期末门店总数达到 4189 家。随着疫情缓和、婚庆需求释放，2020Q3 以来黄金珠宝行业

持续呈现高景气。2021 年，公司一方面完善产品矩阵（黄金类产品）和品牌建设（发力时尚社交子品牌 DC 等），另一方面推进线上线下渠道升级：线下较快开店拓展区域布局，线上巩固电商渠道先发优势，以低单价高毛利高消费频率的时尚珠宝品类，配合直播电商等新兴营销方式，实现更加精准的下沉和消费者触达，珠宝龙头持续高成长在望。

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 3 月 30 日信息更新报告**《周大生（002867.SZ）：疫情下展现强韧性，线下持续恢复、线上高速增长》**等。

2.2.4、 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 2020 年业绩彰显韧性。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%）。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。从行业情况看，2020Q3 以来黄金珠宝终端消费回暖明显，1-2 月珠宝社零额同比+90%，公司珠宝业务 2021Q1 修复趋势较为确定。此外，公司 2020 年收购的法国时尚珠宝品牌 DJULA 旗舰店已先后落地北京、上海，未来合资品牌 DAMIANI 落地上海，结合老庙轻奢店、古韵店，珠宝板块布局将持续升级。

“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》**。

2.2.5、 贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头。公司 2019 年市占率位居全国皮肤学级护肤品第一名。我们认为，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。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。2020 年，贝泰妮营收为 26.9 亿元，同比增长 38.5%，营收 2017-2020 年三年 CAGR 达 50.0%；实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 31.9%，三年 CAGR 达 52.4%，公司在疫情背景下，业绩表现仍然亮眼。

敏感肌赛道增速高、渗透低、空间大、黏性强，国货品牌具备差异化优势。护肤品消费日趋理性，优质产品始终是品牌竞争基础核心；但由于行业竞争加剧，差异化品牌形象宣传也成为关键要义。考虑到直播、社媒营销占据风口，新生代消费群体接受KOL 种草、购买细分明星单品的消费习惯逐渐养成，打造大单品的关键性愈加凸显，成为品牌突围之道。敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强。（1）增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；（2）渗透低：行业渗透率仅 5.5%，相较海外处于较低水平；（3）空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）黏性强：更换产品的高风险带来了消费者的强黏性。敏感肌赛道内，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异于外资品牌的竞争优势。

贝泰妮：敏感肌赛道冠军品牌，大单品深入人心，品牌渠道拓展空间广阔。贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，医研赋能加专业背书打造冠军单品。细分赛道“冠军品牌”：薇诺娜在敏感肌修护领域市占率第一，已打造“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。护肤细分领域“明星单品”：舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，相对竞品优势明显，有望打造为长生命周期大单品。未来增长点：主品牌薇诺娜仍有充足发展空间；拓展 WINONA Baby 等新品牌打造品牌矩阵；直供客户渠道延伸带来新增量。

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》**。

2.2.6、 爱美客：2020 年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长

深耕玻尿酸产品市场的国内医美行业龙头，明星产品嗨体放量，推动持续高增长。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。2020 年公司实现营收 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）；其中 Q4 营收 2.45 亿元（+51.03%），归母净利润 1.49 亿元（+75.24%），业绩高增长。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。

明星产品嗨体放量驱动高增长，规模效应带动盈利能力提升。2020 年新冠疫情对医美行业客流造成较大影响，但公司凭借较强产品和品牌力仍逆势实现高增长。其中，以明星玻尿酸产品嗨体为核心的溶液类注射针剂表现亮眼，全年营收 4.47 亿元（+82.85%），占总营收比重达到 63%，构成公司增长主要驱动力；此外，凝胶类产品实现营收 2.52 亿（-19.21%），相对体量较小的埋线和化妆品类产品分别实现 21 倍/9 倍增长。盈利能力方面，公司整体毛利率继续稳定在 92%以上；同时，费用端的规模效应随营收增长逐步凸显，2020 年公司销售费用率（10.37%，-3.47pct）和管理费用率（6.13%，-2.49pct）均有明显改善，带动净利率进一步提升。

快速推新能力铸就医美龙头竞争壁垒，新品推出有望再享高成长红利。颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展；公司作为国产玻尿酸龙头，研发转化高效、推新能力突出，产品矩阵丰富且存在差异化，先发优势明显，嗨体等明星产品口碑已得到下游医疗机构和消费者认可。未来，公司有望快速推出首款合规童颜针产品，同时入局 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。随着新产品陆续贡献增量，公司医美龙头品牌力进一步提升。

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 2 月 9 日信息更新报告**《爱美客（300896.SZ）：明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长》**。

2.2.7、 吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓

东南亚跨境电商龙头，2020 年业绩预告延续高增长，单四季度业绩低于预期。公司前身为厦门正奇，主要从事创意设计及广告策划制作业务；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。公司已发布 2020 年业绩预告：预计实现归母净利润 5.55-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，跨境电商业务驱动全年业绩延续高增长。我们认为，公司跨境电商业务深度受益东南亚市场红利，核心竞争力突出，未来新市场开拓和模式升级（SaaS 平台）有望帮助公司延续高增长、加深护城河。

疫情驱动跨境电商业务大幅增长，四季度受居民购买力下降影响增速放缓。2020 年，海外疫情驱动消费者消费需求向线上转移，公司灵活应对环境变化、发挥模式优势，跨境电商业务订单和利润实现大幅增长，预计全年归母净利润同比增长 150%-165%。但单从四季度来看，疫情反复影响了海外消费者的购买力，公司因此对产品结构及价格主动调整，又由于电商板块营销和物流成本相对刚性，因此对电商利润带来一定负面影响，拖累四季度公司整体业绩环比下滑。但我们也注意到，公司电商战略的主动调整近期已逐步见效，跨境电商订单量逐步提升，2020 年底已突破历史新高（根据公司公众号数据）。

扬帆东南亚电商蓝海，加速由“掘金者”向“卖水人”升级。公司已成为东南亚跨境电商龙头。长期看，东南亚电商市场广阔，单页营销电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随经验和用户数据沉淀愈加深厚。在此基础上，公司进一步打造电商 SaaS 平台（2021 年上半年有望推出试用版本），为国内海量中小跨境电商企业提供系统服务支持。长期看，随着一带一路战略推进和 RCEP 协议落地，将有越来越多跨境电商卖家切入东南亚市场，潜在 SaaS 服务需求旺盛。公司通过布局 SaaS，在模式上加速从掘金者向卖水人转型升级，有望进一步提升跨境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 1 月 12 日信息更新报告**《吉宏股份（002803.SZ）：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓》**。

2.2.8、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化

以生鲜为特色的全国超市龙头，三季度收入同比下滑。公司深耕生鲜运营近 20 年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来，公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成全国布局，规模优势也开始显现。2020 年前三季度，公司实现营收 727 亿元（+14%），归母净利润 20 亿元（+32%），扣非净利润 15 亿元（+20%）；其中 Q3 营收 222 亿元（-1%），归母净利润 2.9 亿元（+16.6%），扣非净利润 1.0 亿元（-35.8%），收入增长放缓。

毛利率有所下滑，费用率整体保持稳定。Q3 单季度一区（闵、赣）/二区（京、津、辽、吉、黑）收入分别-6.3%/-8.2%，拖累整体收入增速，而七区（豫、晋、冀）收入同比+8.3%，表现好于整体。根据我们测算，Q3 单季度主营毛利率为 15.34%（-0.62pct），预计主要受促销增加及社区超市、团购等新业态导致行业竞争加剧有关。费用方面，2020Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.5%（+0.9pct）/2.5%（-0.8pct）/0.1%（-0.3pct），整体保持稳定。1-9 月经营净现金流为 60.7 亿元（+166%），改善明显。

展店速度逐渐恢复，mini 店继续优化调整。Q3 公司新开超市门店 27 家（Q1/Q2 分别新开 16/15 家），展店速度逐渐恢复，根据公司官网显示（截至 10 月 30 日）目前大卖场门店合计 970 家。mini 店方面，Q3 新开/关闭 8 家/61 家（H1 新开/关闭 mini 店 16 家/88 家），继续优化调整，截至 Q3 末共拥有 405 家 mini 店。Q3 到家业务收入 19.7 亿元（+97%），占主营收入比重 9.7%，环比 Q2 有所下滑（Q1/Q2 占比分别为 7.3%/13.5%），其中永辉生活 APP 占到家业务比重为 50.7%，环比 H1 基本持平（49.3%）。7 月底，公司收回云创 20%股权、整合到家业务，有望在增强到家服务体验同时逐渐优化内部费用控制，减少创新业态亏损。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告**《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》**和 2020 年 10 月 31 日信息更新报告**《永辉超市（601933.SH）：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化》。**

2.2.9、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张

胶东地区生鲜超市龙头，公司三季度收入增长平稳，业绩低于预期。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，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制也保障了新店的高效运营。前三季度实现营收 138 亿元（+22%），归母净利润 3.9 亿元（+11%）；其中 Q3 营收 45 亿元（+13%），归母净利润 1.0 亿元（-19%）。我们认为，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。

Q3 省外收入占比提升至 9.3%，销售费用增长拖累利润。分地区看，Q3 单季度山东省内/省外主营收入分别为 35.6 亿元（+9%）/3.7 亿元（+285%），省外收入占比已经提升至 9.3%（同比+6.5pct），主要原因为公司加快省外门店拓展（自建及并购）。Q3 单季度公司毛利率为 22.1%（+0.6pct），表现稳健。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 17.1%（+1.9pct）/1.6%（-0.4pct）/0.2%（+0.4pct），销售费用增长预计与开店较多有关，对利润造成较大拖累。

省外展店稳健，定增募资助力后续扩张。2020Q3 公司新开门店 33 家（H1 新增门店 67 家，含并购淮北真棒 31 家），其中大卖场/综合超市分别为 13/19 家；分地域来看，山东/河北/其他省份分别为 19 家/6 家/8 家，公司继续加快省外扩张步伐，截至 Q3 末公司共拥有门店 874 家。公司继续推进物流供应链建设，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用，也将为新店扩张提供保障。在公司强势供应链及运营优势下，前期并购标的的顺利整合为未来店铺选址提供更多操作可能，省外扩张空间广阔。此外，公司非公开发行股票募集资金获证监会受理，后续有望助力公司进一步扩张同时优化公司负债结构。

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 2020 年 10 月 31 日信息更新报告**《家家悦（603708.SH）：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张》**等。

2.2.10、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著

步步高为西南地区双业态零售龙头，三季度业绩改善明显。公司 1995 年成立于湖南湘潭，2005 年开始加速拓展省外业务，2008 年 6 月登陆深交所，目前已发展成为一

家深耕湖南，以超市和百货为主体，大卖场、家电专业店、城市生活广场等多业态齐头并进的综合性零售渠道商。在经营模式上，超市业务以自营为主、百货业务以联营为主。公司自成立以来，已逐步形成了立足中小城市发展、密集式开店网络布局、多业态组合等经营优势，同时不断推进数字化转型、加速线上线下融合，打造核心竞争力。公司前三季度实现营收 151 亿元（+2%），归母净利润 1.7 亿元（-27%）；其中 Q3 营收 47 亿元（-1%），归母净利润 0.03 亿元（2019 年同期为-0.11 亿元），业绩改善明显。我们认为，公司战略回归超市主业，关闭亏损门店并聚焦优势区域经营，持续推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。

Q3 毛利率年内首次增长，经营净现金流大幅改善。2020Q3 单季度公司毛利率为 24.5%（+0.9pct），年内首次出现同比增长，随着公司推进生鲜供应链变革、加大直采比重，主业毛利率有望持续提升。费用方面，Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.4%(+0.7pct)/1.9%(+0pct)/2.2%(+0.4pct)，整体保持平稳。经营活动净现金流为 3.4 亿元(+237%)，大幅改善。

战略重心回归超市板块，推进到家与数字化建设成效显著。公司战略重心回归超市板块：（1）百货业务方面未来主要专注于存量门店经营提效；（2）6 月退出亏损重庆市场，聚焦优势区域经营；（3）家电业务与五星电器合作后，将有更多精力专注超市主业。公司持续推进门店到家与数字化建设，截至 9 月 30 日，公司到家门店达到 356 家，拥有数字化会员 2297 万（环比 2020H1 增长 216 万），数字化会员贡献销售占比达 78%。2020H1/Q3 线上收入占比分别为 7%/17%，呈现持续提升趋势。线上线下全渠道运营，也将有助于公司实现精准服务、提升客户粘性，在聚客引流的同时实现经营效率的提升。

详见开源零售 2020 年 5 月 23 日首次覆盖报告**《步步高（002251.SZ）：西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航》**与 2020 年 10 月 29 日信息更新报告**《步步高（002251.SZ）：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著》**等。

2.2.11、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放

老凤祥为黄金珠宝行业龙头之一，公司 2020 年三季度业绩表现亮眼。公司下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。公司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，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地把控上游生产源头；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；下游渠道方面则以加盟经销为主，结合自营银楼建设，轻资产运营灵活扩张的同时严控品牌管理。2020 前三季度实现营收 439 亿元（+4%），归母净利润 12.3 亿元（+6%）。

黄金珠宝业务收入增速大幅改善，费用率整体优化。受疫情影响，公司前三季度黄金珠宝业务实现收入 321 亿元（-2%），其中 Q3 实现收入 141 亿元（+22%），增速环比大幅提升，主要原因为加盟商在中秋国庆订货会上拿货增加。Q3 单季度公司综合毛利率为 7.2%（-1.8pct），预计主要受促销活动、折扣增长影响。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 1.08%（-0.41pct）/0.54%（-0.39pct）/0.35%（-0.08pct），整体呈现优化趋势。2020 前三季度公司经营净现金流为 12 亿元（2019 年同期为-11 亿元），现金流大幅增长的主要原因为公司减少商品购买及劳务支付；截至 Q3 末应收账款 57 亿元（较 2020 年初增长 53 亿元），主要为国庆中秋双节订货会产生的应收账款尚未回笼所致。

线下门店快速扩张，婚庆需求释放有望带动行业回暖。2020 年前三季度公司新开/净开门店 327/231 家（2019 年同期净开 201 家），其中国内加盟店净开 229 家，门店总数达到 4124 家，疫情中仍保持快速扩张。社零数据显示自 7 月来黄金珠宝消费额已经连续 3 个月实现正增长，其中 8/9 月增速保持在双位数。随着疫情趋缓、婚庆需求集中释放，行业整体明显回暖，有望带动公司同店持续恢复。此外，公司选取了三家子公司于 2020 年起进行试点，落实“双百行动”，积极推广实施职业经理人制度、健全考核激励机制，经营效率有望进一步提升。

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 2020 年 10 月 29 日信息更新报告**《老凤祥（600612.SH）：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放》**等。

表5：本周重点推荐个股爱美客、周大生、老凤祥表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300957.SZ	贝泰妮	买入	176.51	0.31%	1.28	1.88	2.63	138	94	67
601933.SH	永辉超市	买入	6.77	-0.88%	0.26	0.33	0.42	26	20	16
603708.SH	家家悦	买入	21.53	0.05%	0.91	1.07	1.25	24	20	17
603214.SH	爱婴室	买入	23.07	5.05%	0.82	1.23	1.58	28	19	15
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.07	0.50%	0.37	0.45	0.52	16	13	12
002251.SZ	步步高	买入	7.81	-5.79%	0.26	0.33	0.45	31	23	17
600612.SH	老凤祥	买入	57.68	8.83%	2.83	3.30	3.79	20	17	15
002803.SZ	吉宏股份	买入	29.60	-3.83%	1.69	2.29	3.05	18	13	10
002867.SZ	周大生	买入	37.03	9.62%	1.39	1.85	2.29	27	20	16
300896.SZ	爱美客	买入	468	21.37%	2.03	3.24	4.85	231	144	96
600655.SH	豫园股份	买入	10.98	-1.52%	0.93	1.07	1.28	12	10	9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/04/02）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：欧莱雅、生鲜国潮、十荟团、润百颜、Costco 等

【欧莱雅】2020 年欧莱雅中国在线销售增长 56%

3 月 29 日，欧莱雅 CEO 表示，2020 年欧莱雅中国在线销售增长 56%，2020 年 60%销售都来自线上。欧莱雅集团通过数字和电子商务领域的实力弥补了其线下门店关闭的损失。（来源：亿邦动力网）

【生鲜国潮】大润发发起“生鲜国潮”寻鲜计划

3 月 29 日，大润发发起“生鲜国潮”寻鲜计划，其买手团队已深入芒果、蓝莓、荔枝的国内产地，寻觅更多质优价廉的国产水果，并在 3 月发放超千万元“生鲜国潮”消费券，让利消费者。（来源：未来消费 APP）

【苏宁零售云】苏宁零售云完成一季度 600 店布局目标

3 月 30 日，苏宁零售云宣布完成一季度 600 店开店目标，华中、西南、华东等地区下沉市场成为布局重点。（来源：亿邦动力网）

【十荟团】社区电商十荟团完成 7.5 亿美元 D 轮融资

3 月 31 日，社区电商头部企业十荟团完成 D 轮融资，融资金额为 7.50 亿美元，由阿里巴巴和 DSTGlobal 联合领投。（来源：联商网）

【医美】医疗美容投资连锁品牌联合丽格完成数亿人民币 D 轮融资

3 月 31 日，医疗美容投资连锁品牌联合丽格完成数亿人民币 D 轮融资，投资方为达晨创投。（来源：亿邦动力网）

【润百颜】润百颜刷新天猫小黑盒国货销售纪录

3 月 31 日，润百颜“修瓷大师”新品系列在天猫小黑盒正式首发，上线首日，润百颜天猫旗舰店 24 小时销售额超 4280 万元，刷新天猫小黑盒国货美妆单店单日纪录。（来源：化妆品观察公众号）

【电商】DHL 快递预计 2027 年全球 B2B 电商交易量预计达 20.9 万亿美元

4 月 1 日，电商网报道，日前，DHL 快递在德国发布名为《B2B 电子商务指南：传统已去，数字化已来》的白皮书，预测到 2027 年，全球 B2B 电子商务交易量预计将达到 20.9 万亿美元。（来源：电商报）

【有赞】有赞新增“旺小店”小程序：小店老板一分钟创建营销活动

4 月 1 日，有赞正式上线给小微门店店主使用的“旺小店”小程序，帮助小微门店低成本、快速提高客流量和销量。（来源：亿邦动力网）

【MCN】新世相投入 5000 万组建 MCN 机构

4 月 2 日，日前，新世相宣布首笔投入 5000 万元，在上海组建 MCN 机构千相文化。截至目前，千相文化旗下签约达人和账号已超过 200 个，粉丝总数已突破 3 亿。（来源：亿邦动力网）

【Costco】Costco 有望进军广州

4 月 2 日，在第七届中国广州国际投资年会上，广州荔湾区政府与开市客(中国)投资有限公司签署合作备忘录。这意味着，荔湾或将成为 Costco 进入广州市场的第一站。（来源：联商网）

3.2、 公司公告：华熙生物、爱婴室发布 2020 年年度报告等

品渥食品：首次公开发行网下配售限售股上市流通提示性公告

根据公司 3 月 29 日公告，本次上市的股份数量为 1,289,723 股，占发行后总股本的 1.29%，限售期为 6 个月。本次申请解除股份限售的股东数量为 5,282 户。

永辉超市：关于公司董事长增持进展的公告

根据公司 3 月 30 日公告，张轩松先生本次权益变动前持有公司股份 14.1 亿股，占公司总股本 14.79%；本次权益变动后已累计增持公司股份 0.7 亿股，占公司总股本 0.72%。

华熙生物：发布 2020 年年度报告

根据公司 3 月 30 日公告，公司实现营业收入 26.33 亿元，同比上升 39.63%；实现归母净利润 6.46 亿元，同比上升 10.29%。基本每股收益为 1.35 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.1 元（含税），现金分红占归母净利润的 30.47%。核心品牌润百颜、夸迪、米蓓尔及 BM 肌活营业收入同比增速分别为 65.29%、513.29%、136.32%及 45.71%。公司收入超千万的产品共计 31 款。

美凯龙：发布 2020 年年度报告

根据公司 3 月 30 日公告，2020 年公司实现营收 142.36 亿元，同比下降 13.56%；归母净利润 17.31 亿元，同比下降 61.37%；基本每股收益为 0.44 元。

永辉超市：关于股份回购进展情况的公告

根据公司 3 月 31 日公告，公司通过集中竞价交易方式累计回购股份数量为 2.7 亿股，占公司总股本的 2.84%，累计支付的总金额为人民币 20.1 亿元。

红旗连锁：发布 2020 年年度报告

根据公司 3 月 31 日公告，2020 年公司实现营业收入 90.5 亿元，同比增长 15.73%，归母净利润 5.0 亿元，同比减少 2.2%，基本每股收益为 0.37 元。公司以 13.6 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.84 元(含税)。

红旗连锁：关于召开 2020 年度业绩说明会的公告

根据公司 3 月 31 日公告，公司将于 2021 年 4 月 12 日（星期一）下午 15:00-17:00 在全景网举行 2020 年度业绩网上说明会，本次年度业绩说明会将采用网络远程的方式举行，投资者可登陆“全景网投资者关系互动平台参与。公司注册资本变更为人民币 6.08 亿元。

重庆百货：发布 2020 年年度报告

根据公司 4 月 1 日公告，公司 2020 年实现营业总收入 210.77 亿元，同比减少 38.97%；归母净利润 10.33 亿元，同比增加 4.91%；基本每股收益 2.54 元。

爱婴室：发布 2020 年年度报告

根据公司 4 月 1 日公告，公司 2020 年实现营业总收入 22.56 亿元，同比减少 8.29%；归母净利润 1.17 亿元，同比减少 24.43%；基本每股收益 0.83 元。

华熙生物：关于召开 2020 年度业绩说明会的公告

根据公司 4 月 2 日公告，公司定于 2021 年 4 月 12 日 14:00-16:00 在上证路演中心以网络形式召开 2020 年度业绩说明会。

表6：零售公司大事提醒：关注红旗连锁一季报披露等

日期	公司名称	重大事项
4 月 8 日	跨境通	股东大会召开
4 月 9 日	小商品城	股东大会召开
4 月 10 日	合肥百货	年报预计披露日期
4 月 12 日	红旗连锁	业绩发布会
4 月 14 日	新华都	股东大会召开
4 月 15 日	华联综超	股东大会召开
4 月 15 日	博士眼镜	年报预计披露日期
4 月 15 日	新世界	年报预计披露日期
4 月 15 日	天虹股份	一季报预计披露日期
4 月 16 日	红旗连锁	一季报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：关注 2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会等

日期	主题	重大事项
4 月 8 日	零售	2021 联商网大会
4 月 9 日	跨境电商	马蹄社×安克创新游学丨品牌出海
4 月 15 日	数字营销	2021 新数字新营销消费品行业峰会
4 月 21 日	消费零售	2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会
4 月 21 日	消费零售	CPG 2021 第六届中国消费品 CIO 峰会
4 月 22 日	DTC	2021 亿邦 DTC 品牌独立站峰会
4 月 25 日	美妆	2021 第三十七届北京国际美容化妆品博览会
4 月 26 日	数字营销	第十一届中国数字营销与电商创新峰会
4 月 29 日	跨境电商	新增量 跨境电商精准营销私享汇
5 月 13 日	快消品	2021 第二届亚洲快消品行业创新峰会（FMCG2021）

资料来源：亿邦动力网、活动家、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