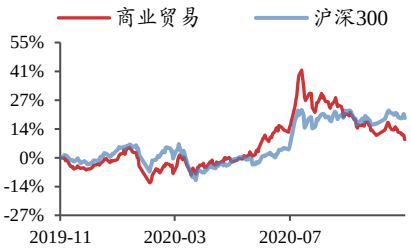
商业贸易

2020 年 11 月 02 日

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

《商贸零售行业周报-各大平台双十一预售火爆开启，直播占据 C 位》-2020.10.25

《行业点评报告-9 月社零同比+3.3%，增速略超预期，餐饮消费复苏明显》-2020.10.19

《商贸零售行业周报-盒马总部落户上海，商超线下线上融合趋势明显》-2020.10.18

零售行业 2020 年三季报综述：超市收入承压，化妆品和黄金珠宝复苏强劲

——行业深度报告

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

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

● **三季度国民经济与社会消费稳步复苏，零售企业利润端增速回正**

2020 年三季度，随着疫情缓和，国民经济与社会消费稳步恢复：三季度单季 GDP+4.9%，8 月社零增速年内首次转正（+0.5%），9 月增速进一步提升至+3.3%，消费复苏势头明显。分品类看，必选消费品增速有所回落，而黄金珠宝、化妆品等可选消费品类恢复亮眼。随着上市公司三季报全部披露完毕，我们选取 37 家零售行业公司作为样本，对行业整体经营表现进行梳理分析：2020Q3 行业整体实现营收 1083 亿元（-12%），增速环比+8pct，收入端改善明显；实现扣非归母净利润 31.8 亿元（+7%），增速环比+24pct，单季度利润端实现正增长。

● **板块分化明显：超市收入承压，黄金珠宝板块业绩增速大幅改善**

超市：2020Q3 营收同比-3.3%，增速环比 Q2 回落 4.4pct，受 CPI 回落及农贸市场、商场餐饮分流影响，收入端明显承压，龙头公司利润增速也出现回落。此外，互联网巨头加速布局社区团购，低价补贴策略可能对超市企业构成较大竞争。

百货：2020Q3 营收同比-31.3%，单季度实现扣非归母净利润 10.1 亿元，同比下滑 18%，但增速环比 Q2 大幅改善 18pct。行业收入端依旧承压，但疫情缓和后商场客流恢复帮助利润端大幅回暖，长期看免税等新业务还将贡献新的增量。

黄金珠宝：2020Q3 营收同比+20.5%，扣非归母净利润同比 32%，增速环比 Q2 分别提升 31.1pct/42.2pct，行业龙头老凤祥、周大生业绩表现尤为亮眼。社零数据显示，8/9 月黄金珠宝消费额增速已连续实现双位数增长，四季度婚庆需求持续释放叠加电商直播等新渠道发力，有望推动龙头公司经营业绩进一步提升。

化妆品：2020Q3 营收同比+10.8%，扣非归母净利润 6.0 亿元（+9%），增速环比 Q2 提升 6.5pct，三季度板块总体表现优异。盈利能力方面，三季度板块毛利率为 57.7%（环比 Q2+1.7pct，同比+1.4pct），扣非归母净利率为 10.5%（环比 Q2+0.8pct），也在持续改善。考虑到四季度是化妆品传统销售旺季，在中秋、国庆双节及电商双十一购物节共同推动下，化妆品龙头公司有望持续受益。

● **投资建议：化妆品、黄金珠宝和跨境电商，重点推荐吉宏股份**

展望四季度，疫情缓和背景下，线下客流恢复与线上电商购物节共同驱动的消费复苏，仍是零售行业主旋律。建议关注三条投资主线：1）受益线下客流恢复和线上电商购物节驱动的化妆品板块（受益标的珀莱雅、御家汇和青松股份等）和黄金珠宝板块（重点推荐品牌龙头老凤祥和线上电商直播布局领先的周大生）；2）海外疫情驱动消费渠道向线上转移，重点推荐跨境社交电商龙头吉宏股份；3）颜值经济时代医美需求高速增长，重点推荐核心竞争壁垒深厚的国内玻尿酸龙头爱美客。

● **风险提示：**宏观经济风险，中小企业经营压力增大，展店速度不及预期。

目 录

1、 三季度经济稳步复苏，可选消费数据亮眼 4
1.1、 三季度经济稳步复苏，可选消费数据亮眼 4
1.2、 三季度零售行业收入持续承压，盈利环比改善 6
2、 超市收入承压，黄金珠宝板块业绩增速大幅改善 6
2.1、 超市：收入承压，龙头公司利润增速回落 7
2.2、 百货：利润扭亏为盈，消费复苏仍在进行时 8
2.3、 黄金珠宝：业绩增速大幅改善，持续受益婚庆需求释放 10
2.4、 化妆品：淡季表现优异，盈利能力持续改善 12
3、 投资建议：关注化妆品、黄金珠宝和跨境电商板块 13
3.1、 周大生：婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长 14
3.2、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放 15
3.3、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩 15
3.4、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化 16
3.5、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张 17
3.6、 吉宏股份：三季度跨境电商淡季不淡，四季度延续高增长可期 17
4、 风险提示 18

图表目录

图 1： 疫情缓和，2020Q3 GDP 累计同比增速已转正 4
图 2： 2020Q3 整体/食品类 CPI 增速持续回落 4
图 3： 2020 年 9 月社零同比+3.3%，超预期 4
图 4： 2020Q3 限额以上商品零售总额增速持续正增长 4
图 5： 线上渗透率保持较高水平 5
图 6： 餐饮收入复苏明显 5
图 7： 三季度必选消费品类社零增速有所回落，化妆品类、黄金珠宝表现亮眼 5
图 8： 2020Q3 零售行业收入端改善明显 6
图 9： 2020Q3 零售行业盈利端同比增速转正 6
图 10： 三季度各细分板块收入端持续复苏 6
图 11： 三季度黄金珠宝板块扣非归母净利润表现亮眼 6
图 12： 2020Q3 超市板块收入同比小幅下滑 3.3% 7
图 13： 2020Q3 超市板块整体毛利率保持稳定 7
图 14： 2020Q3 超市板块销售费用率同比有所提升 8
图 15： 2020Q3 超市扣非净利率同比改善 8
图 16： 2020Q3 百货板块营收继续改善 9
图 17： 2020Q3 百货板块经营净现金流持续改善 9
图 18： 2020Q3 百货板块毛利率持平 9
图 19： 2020Q3 百货板块销售和管理费用率小幅提升 9
图 20： 2020Q3 黄金珠宝板块收入同比增长 20.5% 10
图 21： 2020Q3 黄金珠宝板块扣非净利润同比增长 32% 10
图 22： 2020Q3 黄金珠宝板块毛利率小幅下滑 11
图 23： 2020Q3 黄金珠宝板块费用率明显改善 11

图 24: 2020Q3 化妆品板块营收增速环比小幅回落 12
图 25: 2020Q3 化妆品板块扣非归母净利润继续改善 12
图 26: 2020Q3 化妆品板块毛利率、净利率持续提升 12
图 27: 2020Q3 化妆品板块销售费用率继续保持高位 12

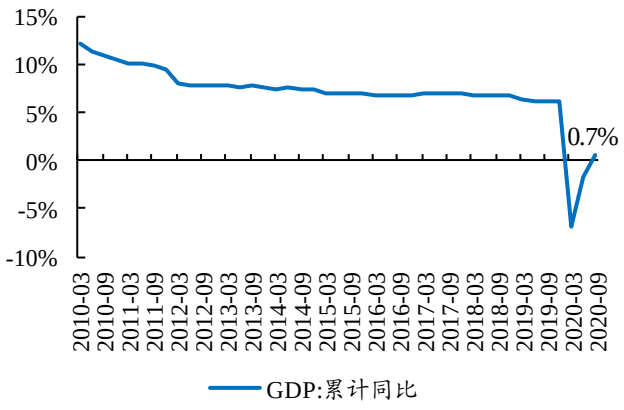
表 1: 2020Q3 超市收入承压，线下可选持续复苏，黄金珠宝表现最为亮眼 7
表 2: 超市板块重点公司 2020Q3 财务指标：收入增速环比回落明显 8
表 3: 百货板块重点公司 2020Q3 财务指标：百货公司业绩持续承压 10
表 4: 黄金珠宝板块重点公司 2020Q3 财务指标：龙头公司受益婚庆需求释放表现亮眼 11
表 5: 化妆品板块重点公司 2020Q3 财务指标：盈利能力持续改善 13
表 6: 投资建议：重点推荐吉宏股份、周大生 18

1、 三季度经济稳步复苏，可选消费数据亮眼

1.1、 三季度经济稳步复苏，可选消费数据亮眼

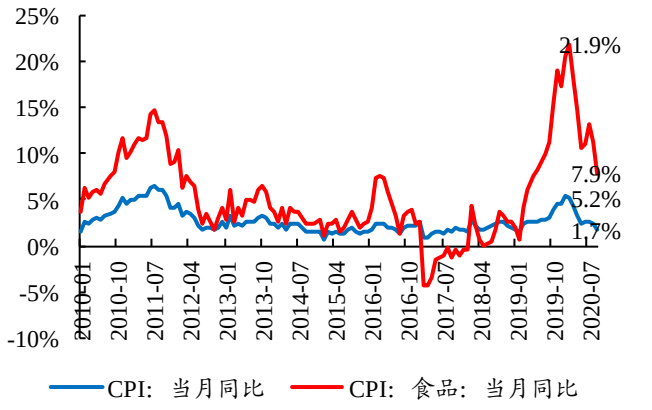
三季度 GDP 累计同比增速转正，CPI 增速大幅回落。2020 年上半年，新冠疫情对社会生产生活冲击显著，GDP 同比大幅下滑；而在猪价及食品供应短缺推动下，CPI 则大幅上升，2 月 CPI 增速达到+5.2%、食品类 CPI 增速达到+21.9%。随着疫情缓和，社会生产生活恢复，三季度 GDP 累计同比增速已转正（+0.7%），单季度同比+4.9%，稳步复苏；食品类 CPI 增速则持续回落，2020 年 9 月整体/食品类 CPI 同比增速分别为+1.7%/+7.9%，较 2 月高点已回落 3.5pct/14.0pct。

图1：疫情缓和，2020Q3 GDP 累计同比增速已转正



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

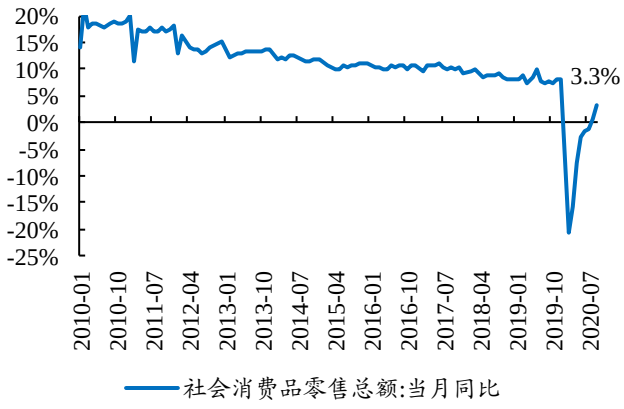
图2：2020Q3 整体/食品类 CPI 增速持续回落



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

三季度社会消费稳步复苏，8 月社零同比年初至今首次转正，9 月数据超预期。根据国家统计局发布的社会消费品零售总额数据（下简称“社零”数据），2020 年前三季度，社零总额为 27.33 万亿元，累计同比-7.2%，其中一季度同比-19%，二季度同比-4%，三季度同比+1%，整体复苏较为明显；2020 年 8 月，社零增速首次转正（+0.5%），9 月同比+3.3%，略超预期。此外，2020 年 9 月限额以上企业商品零售额为 12541 亿元，同比+5.6%，自 5 月同比转正后持续实现正增长。

图3：2020 年 9 月社零同比+3.3%，超预期



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

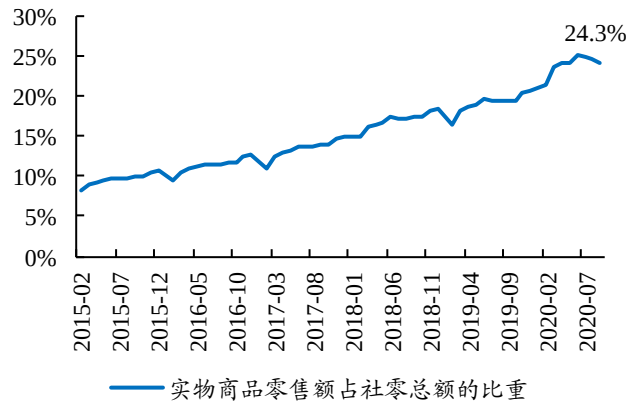
图4：2020Q3 限额以上商品零售总额增速持续正增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

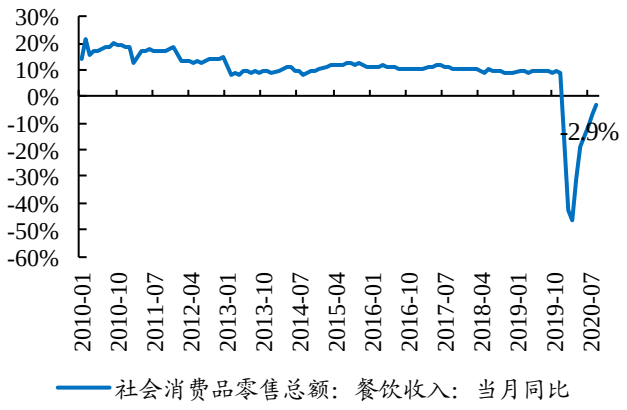
线上渠道渗透率保持较高水平，餐饮消费收入复苏明显。分渠道看，1-9 月实物商品网上零售额 66477 亿元（同比+15.3%），占社零比重达 24.3%，始终保持较高水平。除此之外，受疫情影响较为严重的餐饮收入三季度以来持续恢复，9 月餐饮消费零售额达 3715 亿元，同比-2.9%，降幅环比 8 月（-7.0%）收窄明显，复苏势头强劲。

图5：线上渗透率保持较高水平



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

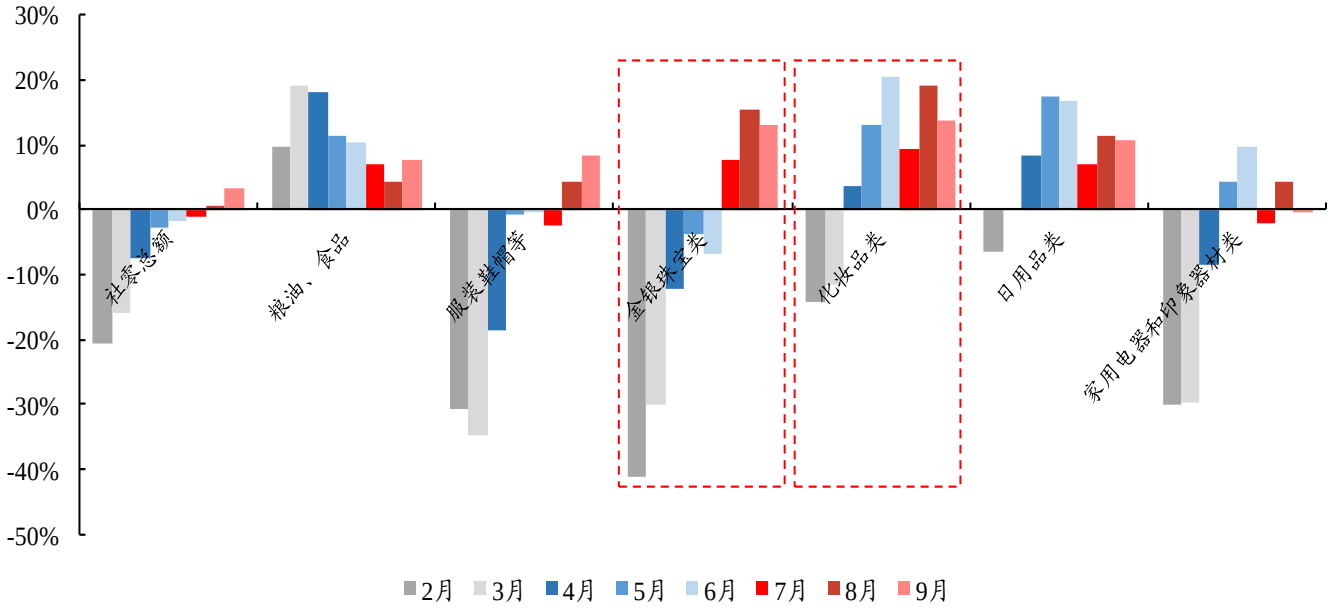
图6：餐饮收入复苏明显



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看，三季度必选消费品类增速明显回落，而以黄金珠宝、化妆品为代表的可选消费品表现亮眼。疫情期间，必选消费表现出较强韧性；随着疫情缓和，粮油食品等必选消费品类增速明显回落。反观可选消费品类，三季度持续呈现强劲复苏势头：其中化妆品类 7-9 月分别同比+9.2%/+19.0%/+13.7%，增速始终保持在较高水平；黄金珠宝类受益于婚庆需求释放，表现亮眼，7-9 月分别同比+7.5%/+15.3%/13.1%，自 7 月增速首次转正后，8、9 月连续实现双位数高增长；此外，服装鞋帽类自 8 月同比增速转正后，也在持续复苏。

图7：三季度必选消费品类社零增速有所回落，化妆品类、黄金珠宝表现亮眼



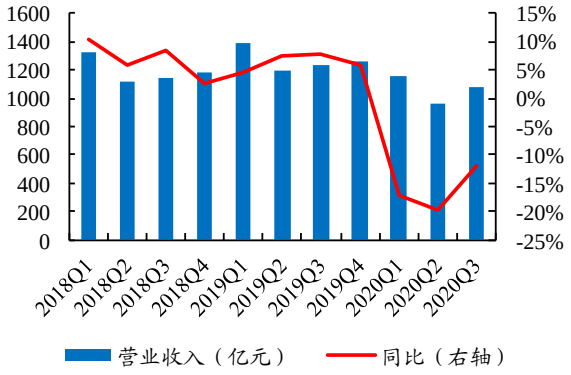
数据来源：统计局、开源证券研究所

1.2、 三季度零售行业收入持续承压，盈利环比改善

截至 2020 年 10 月 31 日，零售行业上市公司三季报已全部披露完毕，我们选取 8 家超市、15 家百货、7 家化妆品、5 家黄金珠宝、2 家专业连锁合计 37 家代表性上市公司作为样本（以下简称“行业整体”），使用整体法（指将行业内公司某一指标先求和，再进行计算分析）计算相关数据指标，对零售行业整体经营表现进行梳理分析。

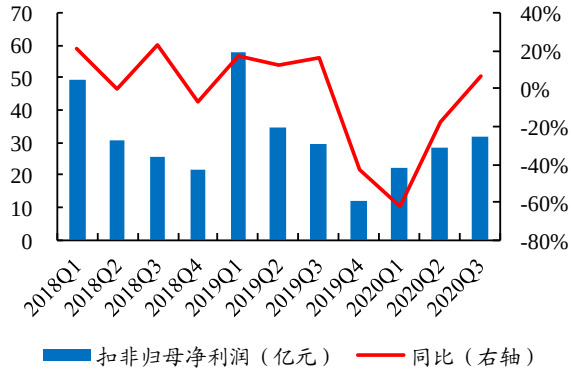
三季度零售行业收入改善明显，扣非归母净利润同比增速转正。2020Q3 零售行业整体实现营业收入 1083 亿元（-12%），增速环比+8pct，收入端改善明显。而在利润端，2020Q3 行业整体实现扣非归母净利润 31.8 亿元（+7%），单季度增速年内首次实现转正，增速环比二季度+24pct，总体恢复较好。

图8：2020Q3 零售行业收入端改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020Q3 零售行业盈利端同比增速转正

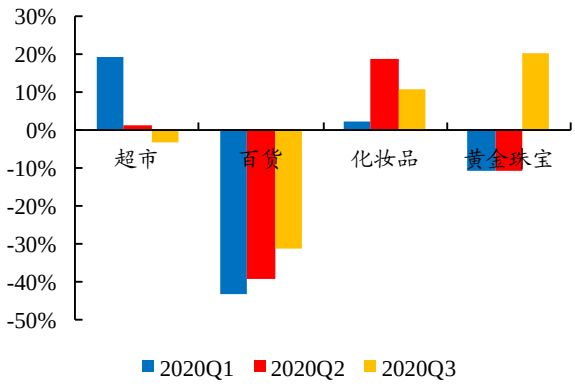


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 超市收入承压，黄金珠宝板块业绩增速大幅改善

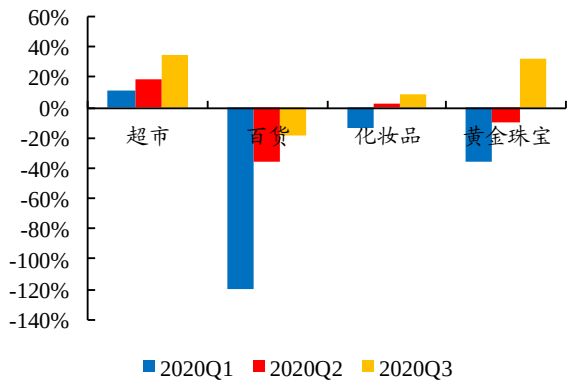
三季度超市相对稳健，线下可选持续复苏，黄金珠宝表现最为亮眼。零售行业各细分板块三季度复苏明显：1）主营必选消费的超市板块收入承压，2020Q3 营收/扣非归母净利润分别-3.3%/+35.4%；2）百货板块受疫情冲击最大，叠加会计准则变动影响，三季度营收端持续承压，但利润端受益于客流回暖，下降幅度已大幅收窄；3）化妆品板块三季度收入增速环比小幅回落，2020Q3 营收/扣非归母净利润分别同比增长 10.8%/9.4%，环比-8.2pct/6.5pct；4）黄金珠宝板块受益于婚庆需求释放，2020Q3 营收同比+20.5%，扣非归母净利润同比+32.2%，复苏势头最为强劲。

图10：三季度各细分板块收入端持续复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：三季度黄金珠宝板块扣非归母净利润表现亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020Q3 超市收入承压，线下可选持续复苏，黄金珠宝表现最为亮眼

细分板块	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
超市	410.2	6.3	5.1	-3.3%	55.0%	35.4%	23.3%	21.5%
百货	387.6	13.0	10.1	-31.3%	-8.0%	-18.0%	27.7%	23.2%
化妆品	57.1	6.8	6.0	10.8%	24.4%	9.4%	57.7%	42.6%
黄金珠宝	210.2	9.8	9.4	20.5%	26.7%	32.2%	12.3%	4.8%
专业连锁	18.3	1.3	1.2	20.3%	10.3%	3.2%	24.3%	15.7%

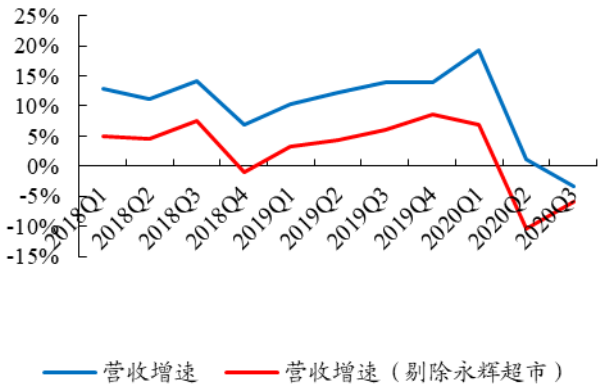
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、 超市：收入承压，龙头公司利润增速回落

我们以重点关注的 8 家超市企业永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高等作为代表性研究样本，观察超市板块的整体经营情况。

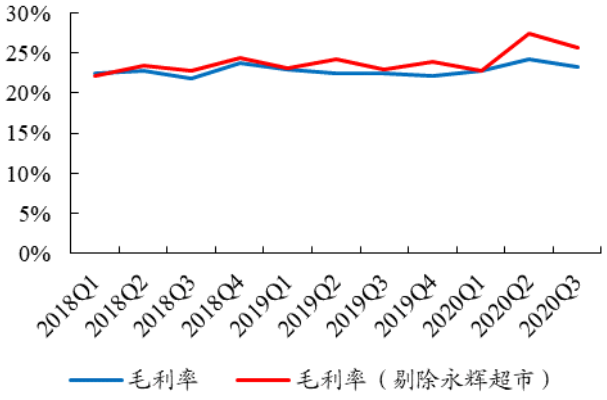
2020Q3 超市板块收入同比小幅下滑，毛利率环比回落。从 2020Q3 数据来看，超市板块整体收入同比下滑 3.3%（2020Q2 为+1.1%，增速环比下滑 4.4pct）；考虑到永辉超市单个公司经营情况波动对板块指标有较大影响，若扣除永辉超市（2020Q3 收入-1.0 %）后，板块整体收入同比增长为-5.9%（2020Q2 为-10.4%，环比提升 4.5pct），收入仍旧承压但环比有所好转。随着疫情缓和，农贸市场、餐饮等基本恢复正常营业造成客流分流，叠加 CPI 回落因素影响，三季度超市同店增长受到一定冲击。而在毛利率方面，2020Q3 板块整体毛利率为 23.3%（剔除永辉超市后为 25.6%），近年来整体保持稳定。

图12：2020Q3 超市板块收入同比小幅下滑 3.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

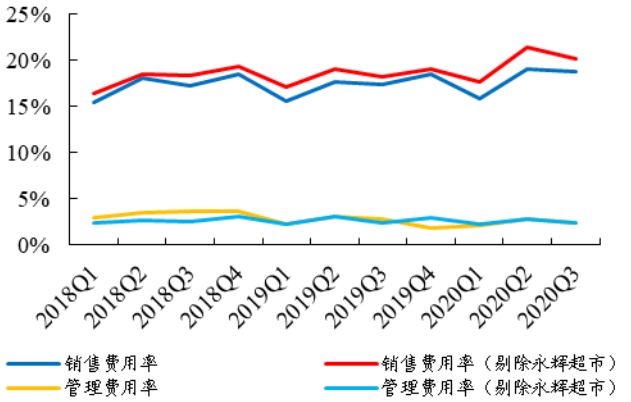
图13：2020Q3 超市板块整体毛利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

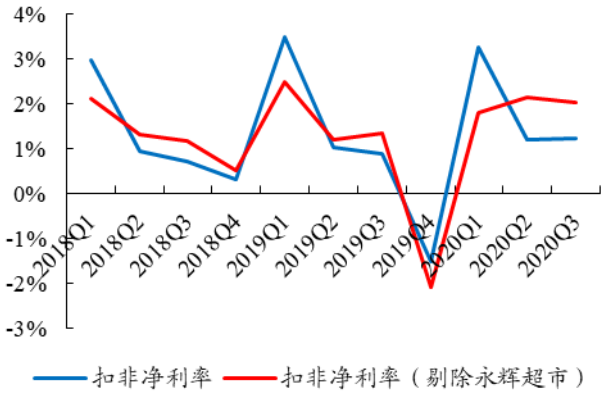
2020Q3 超市板块整体销售费用率有所增长，扣非净利率继续改善。2020Q3 超市板块整体销售/管理费用率分别为 18.7%/2.5%，同比+1.3pct/-0.4pct，扣除永辉超市后整体销售/管理费用率分别为 20.1%/2.4% 同比+1.9pct/+0pct。2020Q3 超市板块整体扣非净利率为 1.2%，同比+0.4pct，扣除永辉超市后板块整体扣非净利率 2.0%，同比+0.7pct。永辉超市 2020Q2 扣非净利率为 0.6%，同比+0.1pct，受 mini 店、到家等创新业务亏损拖累，永辉超市净利率明显低于超市行业整体。

图14：2020Q3 超市板块销售费用率同比有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020Q3 超市扣非净利率同比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q3 超市板块公司收入增速环比明显回落，客流分流和竞争业态冲击带来挑战。9 月 CPI 同比上涨 1.7%、食品类 CPI 同比上涨 7.9%，增速环比上半年均有明显回落。此外，随着疫情进一步恢复，居民囤货动力减少，同时农贸市场、餐饮基本恢复营业分散超市客流，导致超市同店增长承压。超市 Q3 收入增速较前两个季度环比明显回落，永辉超市、家家悦、红旗连锁 2020Q3 收入同比分别增长-1.0%、+12.9%、+11.3%，增速环比 Q2 分别下滑 13.2pct/1.5pct/0.9pct。近年来，线下超市凭借生鲜聚客引流抵御线上冲击，生鲜供应链能力已成为行业竞争制胜关键。值得注意的是，疫情中消费者的到家消费习惯得到培育，且在疫情后进一步留存，随着年轻消费群体壮大，对购物便捷有着更大需求，发展到家业务逐渐成为行业趋势。而在竞争业态方面，由于客单价天花板限制，疫情期间火热的前置仓生鲜电商模式盈利模型尚未跑通；但社区团购模式，由于采用预购及自提方式，在减少生鲜损耗同时也降低了配送成本，在互联网巨头资本加持下发展迅速，通过补贴的低价策略，未来可能会对超市企业造成较大的竞争。

表2：超市板块重点公司 2020Q3 财务指标：收入增速环比回落明显

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	221.5	1.7	1.2	-1.0%	3.4%	18.1%	21.3%	20.1%
步步高	47.3	0.0	0.0	0.0%	127.3%	107.0%	24.5%	24.4%
家家悦	45.2	1.0	0.9	12.9%	-19.0%	-22.7%	22.1%	18.9%
红旗连锁	22.9	1.4	1.4	11.3%	-16.2%	-16.1%	30.9%	24.5%
中百集团	31.6	1.4	1.1	-16.6%	12467.8%	49262.1%	25.6%	21.8%
华联综超	20.0	0.3	0.1	-37.3%	413.1%	96.3%	31.0%	30.1%
新华都	11.4	0.1	0.1	-12.9%	117.1%	135.5%	25.1%	23.5%
三江购物	10.3	0.2	0.2	5.0%	-8.5%	-21.9%	24.9%	22.3%

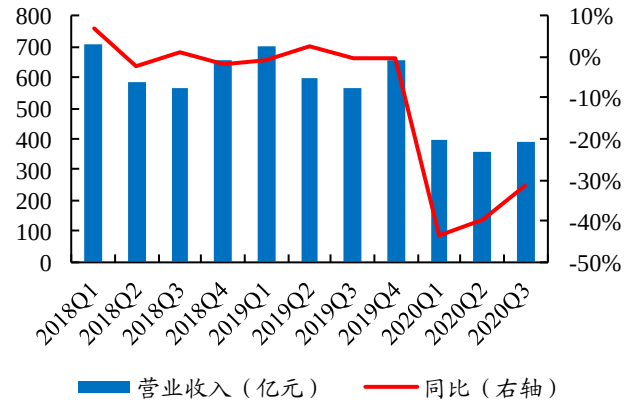
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 百货：利润扭亏为盈，消费复苏仍在进行时

我们以重点关注的 15 家百货企业天虹股份、王府井、鄂武商 A、重庆百货、百联股份等作为代表性研究样本，观察百货板块的整体经营情况。

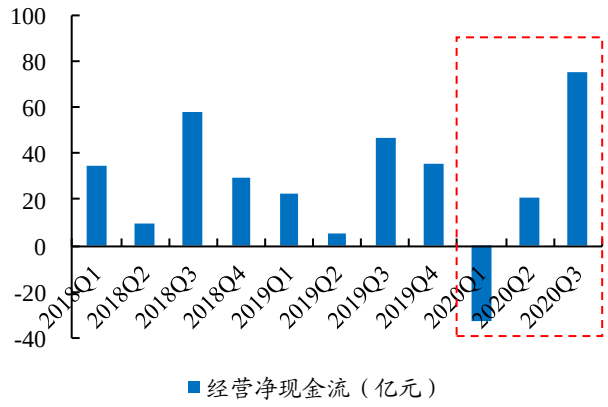
2020Q3 百货板块受负面影响减弱，业绩环比改善。随着国内疫情缓和，百货线下客流持续回暖，但尚未恢复至疫情前水平。2020 年三季度，百货板块实现营收 388 亿元，同比下滑 31.3%，增速环比+8.1pct；实现扣非归母净利润 10.1 亿元，同比下滑 18.0%，增速环比+18.3pct，收入端和利润端增速环比二季度均明显改善。展望四季度，国庆、中秋双节期间客流继续回暖（根据汇客云数据，十一客流回暖率为 82.1%，环比五一提升 23pct），消费需求驱动终端客流恢复，有望持续改善百货企业业绩。

图16：2020Q3 百货板块营收继续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

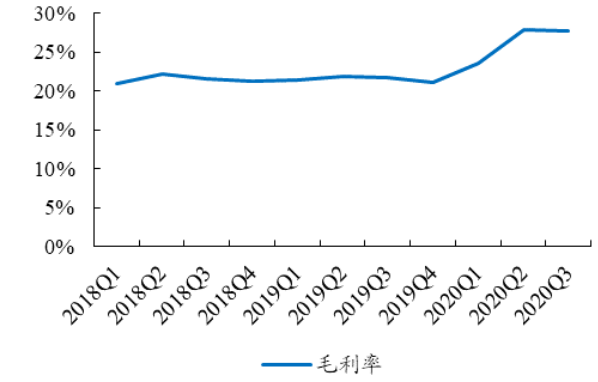
图17：2020Q3 百货板块经营净现金流持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

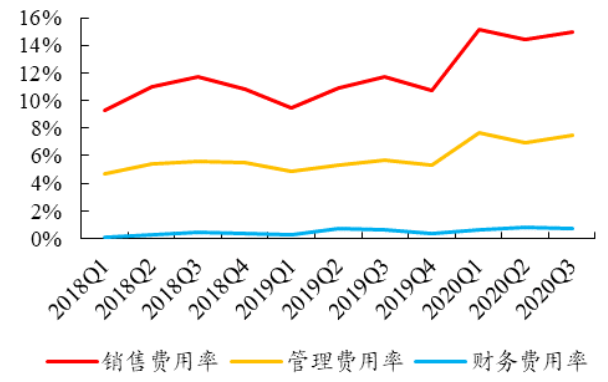
2020Q3 百货板块毛利率持平，销售和管理费用率小幅提升。2020 年三季度百货板块毛利率为 27.7%，环比二季度持平；销售/管理/财务费用率分别为 15.0%/7.5%/0.7%，环比二季度分别+0.6/+0.6/-0.1pct，销售和管理费用率小幅提升。销售费用率提升系部分公司加大促销力度，其中王府井三季度销售费用率环比二季度提升 2.7pct；管理费用率提升系大商股份和百联股份管理费用增长较多，拉高板块整体费用率。

图18：2020Q3 百货板块毛利率持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2020Q3 百货板块销售和管理费用率小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

剔除收入准则影响后，百货公司业绩恢复较好。1）王府井：2020Q3 实现营收/扣非归母净利润 22.1/2.0 亿元，同比-63.1%/-3.8%；剔除收入准则影响后，三季度营收同比增长 4.8%，9 月份在集团促销的带动下，同店销售同比增长 10%。**2）重庆百货：**2020Q3 实现营收/扣非归母净利润 72.0/1.9 亿元，同比-2.5%/-13.1%，其中百货和超市业态收入同比下滑 6.4%和 1.3%；2020 年 9 月公司持股 31%的马上金融上市获批，公司有望受益。**3）天虹股份：**2020Q3 实现营收/扣非归母净利润 29.6/0.4 亿元，同比-32.7%/-61.8%；剔除收入准则影响后，前三季度营收同比增长 4.4%。

表3：百货板块重点公司 2020Q3 财务指标：百货公司业绩持续承压

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
鄂武商 A	17.6	2.4	2.0	-56.0%	12.0%	-0.6%	47.5%	29.4%
大商股份	20.2	1.6	1.5	-59.5%	-20.1%	7.0%	49.4%	35.5%
王府井	22.1	2.1	2.0	-63.1%	40.4%	-3.8%	37.6%	22.4%
欧亚集团	18.3	0.6	0.0	-53.0%	-11.6%	-92.8%	43.8%	37.4%
首商股份	7.9	0.1	-0.1	-64.3%	-92.3%	-109.8%	28.9%	28.8%
大东方	21.9	0.3	0.1	0.4%	-29.1%	11.4%	10.7%	9.1%
重庆百货	72.0	2.0	1.9	-2.5%	-10.9%	-13.1%	17.7%	14.9%
友阿股份	14.4	0.9	0.8	8.0%	12.1%	10.8%	19.5%	20.0%
天虹股份	29.6	0.9	0.4	-32.7%	-38.4%	-61.8%	43.5%	40.0%
合肥百货	23.2	0.3	0.2	-4.0%	27.0%	236.9%	18.5%	16.1%
翠微股份	3.5	0.0	-0.2	-68.8%	-99.0%	-167.1%	49.6%	50.9%
百联股份	91.1	1.7	1.6	-19.1%	60.8%	68.7%	26.0%	23.1%
新华百货	17.9	-0.2	-0.2	1.7%	-463.6%	-800.0%	20.5%	21.4%
中兴商业	2.2	0.3	0.3	-65.4%	-1.5%	0.8%	53.6%	32.8%
银座股份	25.7	-0.1	-0.2	-8.6%	72.9%	13.8%	19.7%	19.1%

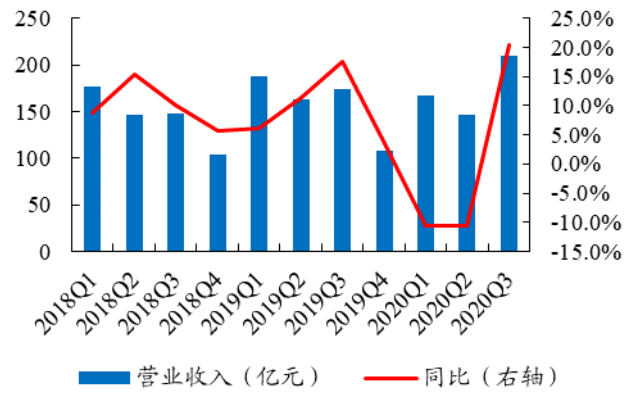
数据来源： Wind、开源证券研究所

2.3、 黄金珠宝：业绩增速大幅改善，持续受益婚庆需求释放

我们以重点关注的 5 家黄金珠宝企业老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基及莱绅通灵作为代表性研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况。

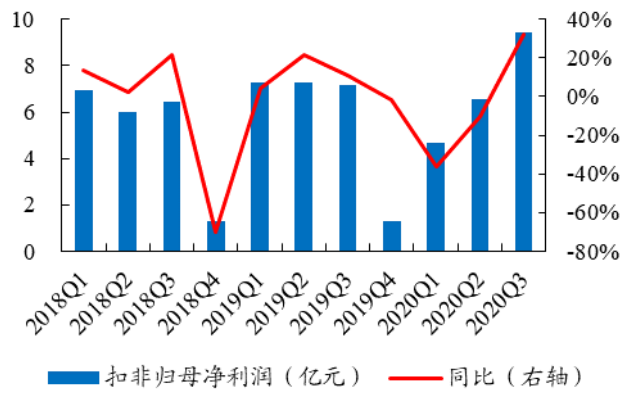
2020Q3 黄金珠宝板块收入、利润环比大幅改善。从 2020Q3 数据来看，黄金珠宝板块整体收入同比增长 20.5%，增速环比 2020Q2 提升 31.1pct；利润方面，2020Q3 黄金珠宝板块扣非净利润同比增长 32%，增速环比 2020Q2 提升 42.2pct。三季度受益于金价上涨和婚庆需求逐步释放，黄金珠宝行业收入、利润均大幅改善，其中龙头企业老凤祥/周大生扣非净利润分别增长 21.3%/45.6%，增速环比 2020Q2 分别提升 24.7pct/62.1pct，业绩表现更为亮眼。

图20：2020Q3 黄金珠宝板块收入同比增长 20.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

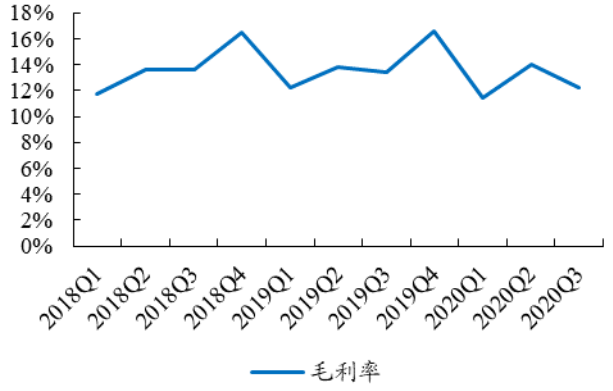
图21：2020Q3 黄金珠宝板块扣非净利润同比增长 32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

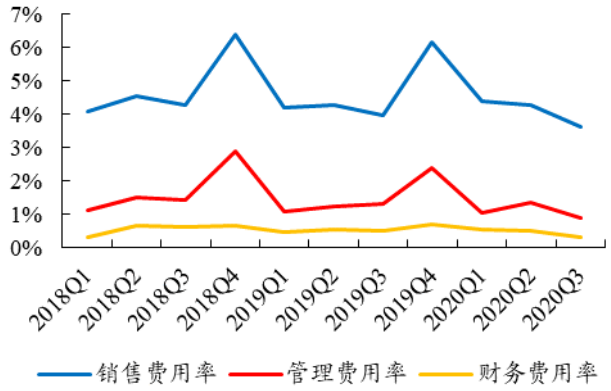
2020Q3 黄金珠宝板块毛利率小幅下滑，费用率整体改善明显。2020Q3 黄金珠宝板块整体毛利率为 12.3%（同比-1.1pct），主要受老凤祥毛利率下滑拖累影响。2020Q3 老凤祥 7.2%（同比-1.8pct），主要受低毛利率批发业务占比提升及促销增长导致。周大生 2020Q3 毛利率为 42.9%（+7.8pct），改善幅度较大，主要原因预计与高毛利率银饰品类销售增长有关。费用方面，2020Q3 黄金珠宝板块销售/管理/财务费用率分别为 3.6%（-1.0pct）/0.9%（-0.2pct）/0.3%（-0.2pct），整体改善明显。

图22：2020Q3 黄金珠宝板块毛利率小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2020Q3 黄金珠宝板块费用率明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

龙头珠宝公司业绩增长强劲，婚庆需求释放有望继续推动行业增长。1）**老凤祥**：2020 前三季度实现营收 439 亿元（+4%），归母净利润 12.3 亿元（+6%）；其中 Q3 营收 174 亿元（+24%），归母净利润 4.9 亿元（+15%）。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。2020 前三季度公司新开/净开门店 327/231 家（2019 年同期净开 201 家），门店总数达到 4124 家，疫情中仍保持快速扩张。2）**周大生**：前三季度实现营收 33.5 亿元（-12%），归母净利润 7.1 亿元（-2%）；其中 Q3 营收 16.8 亿元（+18%），归母净利润 3.8 亿元（+51%），前三季度线上收入 7 亿元，占收入比重已达到 21%。公司较早布局电商渠道，线上产品以低单价时尚珠宝为主，消费频率高，配合“双 11”等电商购物节和直播电商等新兴营销方式驱动，公司线上业务有望继续高速增长。整体来看，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，行业龙头公司同店有望持续恢复。

表4：黄金珠宝板块重点公司 2020Q3 财务指标：龙头公司受益婚庆需求释放表现亮眼

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	173.8	4.9	4.9	23.9%	15.3%	21.3%	7.2%	2.0%
周大生	16.8	3.8	3.6	17.9%	51.3%	45.6%	42.9%	12.7%
明牌珠宝	7.2	0.2	0.1	-11.8%	-16.2%	305.6%	12.4%	9.7%
潮宏基	9.1	0.7	0.6	0.3%	10.3%	9.3%	36.1%	24.9%
菜绅通灵	3.4	0.3	0.2	21.1%	50.9%	73.0%	57.7%	45.1%

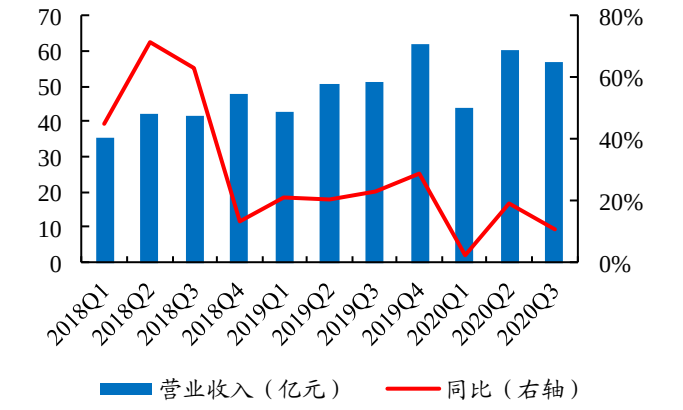
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 化妆品：淡季表现优异，盈利能力持续改善

我们以重点关注的 7 家化妆品企业珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份、青松股份、华熙生物及拉芳家化作为代表性研究样本，观察化妆品板块的整体经营情况。

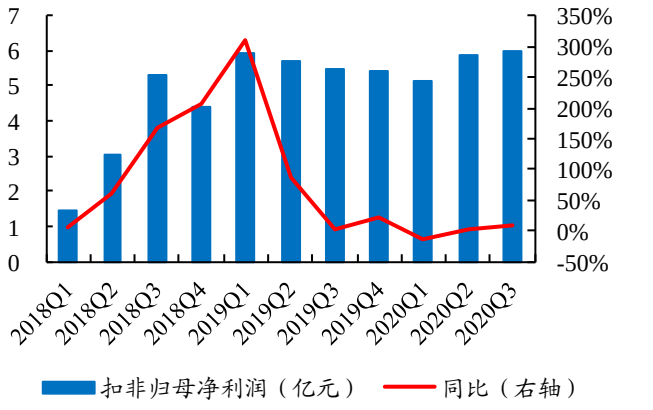
2020Q3 化妆品板块营收增速环比小幅回落，扣非归母净利润增速继续改善。收入端，2020Q3 化妆品板块实现营收 57 亿元（+10.8%），增速环比小幅回落；而在利润端，2020Q3 板块扣非归母净利润 6.0 亿元（+9%），增速环比 Q2+6.5pct，在淡季板块总体表现仍然优异。考虑到四季度是化妆品销售旺季，在中秋、国庆双节以及双十一电商购物节带动下，化妆品龙头公司有望持续受益，经营业绩保持较高增速。

图24：2020Q3 化妆品板块营收增速环比小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

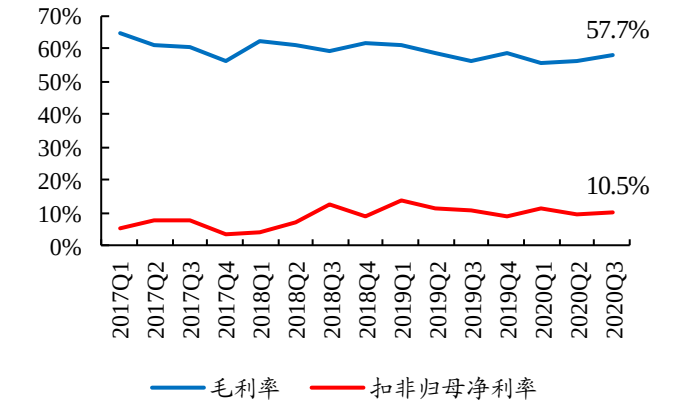
图25：2020Q3 化妆品板块扣非归母净利润继续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

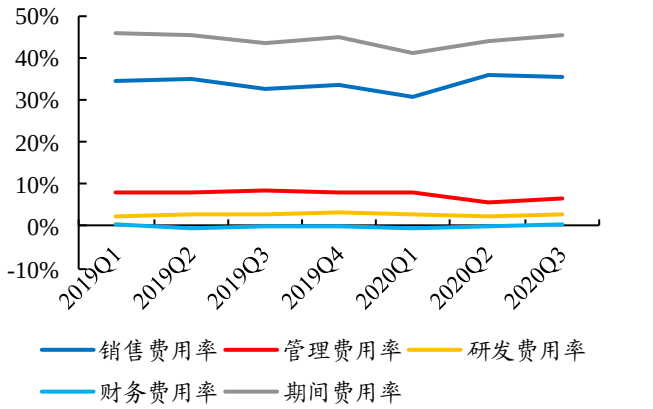
2020Q3 化妆品上市公司毛利率、净利率环比改善。毛利率方面，三季度化妆品公司毛利率为 57.7%（环比 Q2+1.7pct，同比+1.4pct），以珀莱雅、御家汇为代表的化妆品上市公司对品类方面进行优化，带来了毛利率改善。净利率方面，三季度化妆品上市公司扣非归母净利率 10.5%（环比 Q2+0.8pct，同比-0.1pct）。费用方面，化妆品行业三季度销售费用率为 35.5%，环比 Q2 小幅-0.5pct，主要是由于头部化妆品公司优化了直播投入，在一定程度上带来了销售费用率下降。

图26：2020Q3 化妆品板块毛利率、净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2020Q3 化妆品板块销售费用率继续保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

化妆品板块龙头企业三季度淡季表现优异。1）珀莱雅：2020 年第三季度公司实现营收/归母净利润 9.07/1.06 亿元，同比+20.53%/59.43%，在 2019 年同期泡泡面膜高基数的背景下实现高增长，公司表现非常亮眼。毛利率方面，公司 2020Q3 毛利率为 64.5%，同比+4.0pct，受公司多品类驱动综合驱动改善明显。产品方面，2020 年公司双抗精华等明星大单品实现了口碑销量双丰收；品牌方面，彩棠、印彩巴哈等彩妆品牌表现优异，未来多品牌、多品类有望不断为公司贡献增量。**2）上海家化：**2020 年第三季度公司实现营收/归母净利润 16.78/1.29 亿元，同比-7.45%/+33.4%，公司营业收入同比下降主要是由于会计准则变化以及公司三季度对直播策略进行了调整。公司新帅上任后围绕“一个中心、两个基本点、三个助推器”经营方针，运营思路清晰，近期公司限制性股票激励计划落地，彰显管理层信心。**3）华熙生物：**2020 年第三季度公司实现营收/归母净利润 6.49/1.71 亿元，同比+35.7%/+12.8%，根据我们对线上数据的跟踪，公司功能性护肤品前三季度实现超过 100%的增长。毛利率方面，华熙生物 2020Q3 毛利率为 82.5%，同比+4.6pct，保持高位。随着公司加大营销投入，采取线上、线下相结合方式加大品牌宣传力度，公司润百颜、夸迪、肌活等功能性护肤品品牌的高速增长可期；与此同时，医美机构恢复营业、线下持续客流恢复，也帮助公司医美业务在快速复苏。**4）青松股份：**2020 年第三季度公司实现营收/归母净利润 9.58/1.32 亿元，同比+10.1%/+11.6%。毛利率方面，青松股份 2020Q3 毛利率为 27.5%，与 2019 年同期基本持平。公司作为化妆品 ODM 龙头，强研发和高产能构建公司竞争壁垒，有望持续享受行业增长红利。

表5：化妆品板块重点公司 2020Q3 财务指标：盈利能力持续改善

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	扣非归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速	扣非归母净利润增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	9.1	1.1	1.1	20.5%	59.4%	57.2%	64.5%	44.1%
上海家化	16.8	1.3	1.1	-7.5%	33.4%	-5.5%	60.8%	55.3%
御家汇	9.3	0.4	0.4	53.6%	2398.2%	1615.0%	57.7%	50.9%
丸美股份	3.4	0.7	0.5	-13.4%	-32.0%	-40.3%	67.2%	42.3%
华熙生物	6.5	1.7	1.4	35.7%	12.8%	-5.7%	82.5%	48.2%
青松股份	9.6	1.3	1.2	10.1%	11.6%	0.0%	27.5%	10.7%
拉芳家化	2.5	0.3	0.3	4.5%	240.4%	315.9%	50.5%	30.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 投资建议：关注化妆品、黄金珠宝和跨境电商板块

投资主线 1：消费复苏进行时、电商购物节火爆，建议关注化妆品和黄金珠宝板块。随着疫情缓和，消费复苏稳步推进。化妆品领域，线下百货、商超客流持续恢复，线上双十一预售开启，化妆品类表现优异，国货美妆有望持续受益于国内大循环；黄金珠宝方面受益于下半年婚庆需求持续恢复带动，终端销售情况明显改善，相关公司三季度业绩均超预期。消费复苏主线建议关注：1）化妆品板块：低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动行业保持高景气，国货美妆凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起，受益标的珀莱雅、御家汇、华熙生物和青松股份等；2）黄金珠宝板块：重点推荐周大生、老凤祥；3）母婴零售板块：重点推荐爱婴室。

投资主线 2：海外疫情驱动需求增长，建议关注跨境电商板块，重点推荐吉宏股份。我国出口跨境电商兼具天时地利人和优势，近年来蓬勃发展，2019 年市场规模已超过 8 万亿元。2020 年以来新冠疫情在海外蔓延扩散，进一步加速了海外消费者生活购物行为从线下向线上的转变。而部分优秀跨境电商企业，结合国内制造业和供应链优势，顺势实现快速发展。跨境电商板块重点推荐东南亚社交单页电商龙头吉宏股份：公司采用社交网站单页广告投放的创新模式完成商品销售，模式轻、低库存、盈利质量高，先发布局带来的海量用户数据沉淀，进一步构筑电商业务深厚护城河。

投资主线 3：医美市场快速增长，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客。颜值经济时代，“变美”需求驱动医美行业蓬勃发展，预计 2023 年市场规模有望达到 3115 亿元。从产业链来看，中游医美产品生产商相比于上游原材料厂商与下游医美机构，具有技术、资质壁垒高、产品标准易规模化等优势，强议价权保障了 90%以上的高毛利率水平。在国内应用较成熟的医美产品--玻尿酸注射液领域，主要市场份额仍然被进口产品占据，但长期来看，受益于下游医美机构引导推荐和消费者接受程度提升，国产品牌正在加速崛起。医美板块重点推荐深耕玻尿酸市场的国内龙头爱美客：公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建深厚竞争壁垒，未来进一步布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。

3.1、 周大生：婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，公司三季报业绩超预期。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。前三季度实现营收 33.5 亿元（-12%），归母净利润 7.1 亿元（-2%）；其中 Q3 营收 16.8 亿元（+18%），归母净利润 3.8 亿元（+51%），业绩超预期。我们认为，婚庆需求集中释放带来行业明显回暖，“双 11”电商购物节叠加直播等新渠道，有望推动公司线上业务进一步快速增长。

Q3 自营线上收入同比大增 160%，毛利率持续提升。分渠道看：Q3 单季度自营线下/自营线上/加盟分别实现收入 1.8 亿元(-18%)/3.2 亿元(+160%)/11.4 亿元(+10%)，线上收入大幅增长主要系公司加大直播带货尝试，前三季度线上收入占比已达 21%。Q3 单季度毛利率为 42.9%(+7.8pct)，预计主要与年内金价上涨及公司高毛利银饰销售增多有关。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 11.6%(+3.4pct)/1.4%(-0.9pct)/-0.4%(-0.7pct)，销售费用率增长较多主要因为直播营销费用增大。前三季度公司经营净现金流 12 亿元(+128%)，主要与公司控制存货额度、减少采购支出有关。

婚庆需求集中释放驱动行业回暖，电商购物节有望推动线上业务继续快速增长。2020 年前三季度公司新开/净开门店 348 家/9 家（2019 年同期为 618 家/412 家），受疫情影响门店拓展放缓、撤店有所增加，报告期末门店总数为 4020 家。随着疫情缓和、婚庆需求逐步释放，三季度黄金珠宝行业整体回暖明显，8、9 月品类社零增速都在双位数。此外公司较早布局电商渠道，线上产品以低单价时尚珠宝为主，消费频率高，配合直播电商等新兴营销方式，实现了更加精准的下沉和消费者触达。“双 11”等电商购物节，更有望推动公司线上业务进一步快速增长。

详见开源零售 2020 年 10 月 30 日信息更新报告**《周大生（002867.SZ）：三季报业绩超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长》**等。

3.2、 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 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 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。**

3.3、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩

深耕线下零售的母婴消费专家，前三季度业绩受疫情影响出现下滑。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。上市以来，公司一方面内练经营提效，围绕“品牌+全渠道”多维加码布局。2020 年前三季度公司实现营收 16.10 亿元(-7.54%)，归母净利润 0.64 亿元(-26.53%)，扣非后归母净利润 0.39 亿元(-46.40%)，业绩受疫情影响出现下滑。

前三季度疫情持续影响线下门店销售，销售管理刚性费用拖累业绩。2020 年前三季度，疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响，持续情况超出预期。分渠道看，门店销售收入 14.02 亿元(-9.29%)；电商收入 0.79 亿元(+63.17%)。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类分别实现营收 7.96/1.31/3.60 亿元，表现相对稳健；但可选消费属性较强的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构持续优化，核心品类奶粉(+0.77pct)/用品类(+3.16pct)推动公司整体毛利率提升至 30.66%(+1.11pct)。但另一方面，经营费用并未随收入下滑而同步减少，前三季度租金、折旧、人工等刚性支出及股权激励费用计提导致公司销售费用率上

升至 22.46%(+2.47pct)、管理费用率上升至 3.93%(+0.68pct)，拖累公司净利率下滑至 4.18%(-1.23pct)。

“品牌+全渠道”多维加码布局，提升长期核心竞争力。公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响，公司主动优化门店布局，前三季度累计开店 17 家、闭店 32 家，目前门店总数为 282 家，另有已签约待开业门店 15 家。此外，公司继续积极探索新媒体营销方式，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体，线上渠道建设不断完善。未来，全渠道营销系统建设完善有望显著提升公司核心竞争力。

详见开源零售 2020 年 10 月 22 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩》**等。

3.4、 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。而在传统卖场主业之外，面对社区生鲜等新兴业态竞争挑战，公司以永辉 mini 业态下沉社区并承载到家业务开展，精准卡位社区零售赛道，将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。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。我们认为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。

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%，表现明显好于整体。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》。**

3.5、 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%），业绩低于预期。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；财务费用率增加主要系存款收益减少及部分现金管理计入投资收益所致。

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。

3.6、 吉宏股份：三季度跨境电商淡季不淡，四季度延续高增长可期

以精准营销为核心，三季报业绩延续高增长，符合预期。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；切入国内 To B 端精准营销，以效果广告服务为主要业务落地。2020 年前三季度实现营收 32.16 亿元(+48.75%)，归母净利润 4.33 亿元(+86.95%)，扣非后为 4.17 亿元(+77.42%)，业绩持续高增长。公司跨境电商业务持续受益东南亚市场红利，单页模式在选品、精准投放和运营方面核心竞争力突出，三季度淡季不淡，四季度旺季增长可期。

三季度淡季不淡，电商业务环比逆势增长，成为公司成长核心发动机。2020 年前三季度，公司在疫情冲击下灵活应对，扬长避短实现收入业绩高增长。具体数据来看，营收方面，公司跨境电商业务单三季度贡献营收 7.86 亿元（+144.50%）；前三季度累计贡献营收 18.80 亿元(+114.15%)，增速较上半年（+96.62%）进一步提速。利润方面，跨境电商业务单三季度贡献归母净利润 1.30 亿元（+203.90%），环比二季度（1.19 亿元）逆势实现小幅增长。考虑到电商三季度为传统淡季，2020 年实现淡季不淡，

意味着海外消费者线上购物习惯留存程度超过预期。四季度旺季到来，公司电商业务表现更加值得期待。而在盈利能力方面，公司前三季度毛利率为 55.89%，持续提升；受电商业务占比提高影响，销售费用率提升至 38.03%；净利率为 13.45%，盈利能力保持在较高水准。

扬帆东南亚电商蓝海，商业模式不断迭代，从“掘金者”向“卖水人”升级。公司现已成为东南亚跨境电商单页营销模式龙头，基于社交营销思维的单页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，且竞争壁垒将随着经验和数据沉淀越做越深。长期看，东南亚市场仍存在较长电商红利，未来随着越来越多国内跨境卖家切入，电商 SaaS 服务需求突出。公司不断自我创新迭代，通过设立吉喵云搭建 SaaS 平台，从“掘金者”向“卖水人”转型升级，有望进一步提升公司跨境电商业务竞争力和成长性，期待下一步“惊喜”。

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 2020 年 10 月 26 日信息更新报告**《吉宏股份（002803.SZ）：三季度跨境电商淡季不淡，四季度延续高增长可期》**。

表6：投资建议：重点推荐吉宏股份、周大生

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	7.75	-0.77%	0.26	0.33	0.42	29	23	19
603708.SH	家家悦	买入	27.93	-2.62%	0.91	1.07	1.25	31	26	22
603214.SH	爱婴室	买入	29.30	-2.40%	0.92	1.40	1.81	32	21	16
600612.SH	老凤祥	买入	46.88	1.96%	2.83	3.30	3.79	17	14	12
002803.SZ	吉宏股份	买入	36.90	-1.84%	1.69	2.29	3.05	22	16	12
002867.SZ	周大生	买入	27.13	10.02%	1.43	1.78	2.11	19	15	13

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/11/02）

4、 风险提示

社零消费与宏观经济密切相关，若经济增速放缓，零售行业整体也将承压；

部分中小企业现金流压力较大，带来经营风险；

受疫情影响，行业中部分公司门店扩张节奏放缓风险。

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