

# 商业贸易行业

## 带上防御的思维迎接 618 的狂欢

行业评级

买入

前次评级

买入

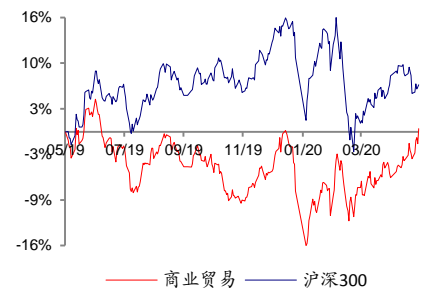
报告日期

2020-05-31

### 核心观点:

- 月度行情回顾与行业数据:** 5 月 SW 商业贸易指数上涨 5.80%，跑赢沪深 300 指数 7.04 个百分点。分板块来看，百货板块上涨 12.10%，超市板块上涨 8.11%，珠宝首饰板块上涨 9.67%，化妆品板块上涨 35.81%。2020 年 4 月我国社零总额 2.82 万亿元，同比下降 7.5%，降幅环比 3 月收窄 8.3pp。分品类，基础消费品增速保持靓丽，食品粮油 4 月增速为 18.2%，增速环比下降 1.0pp；日用品 4 月增速为 8.3%，增速环比上升 8.0pp。可选消费受疫情影响较大，但呈现显著复苏，金银珠宝 4 月增速为 -12.1%，增速环比上升 18pp；服装鞋帽 3 月增速为 -18.5%，增速环比上升 16.3pp；化妆品 4 月增速为 3.5%，增速环比上升 15.1pp。地产系整体增速回升趋势明显，家电和家具 4 月增速分别为 -8.5% 和 -5.4%，环比分别上升 21.2pp 和 17.3pp。消费电子类产品已恢复至疫情前水平，通讯器材 4 月增速为 12.2%，环比上升 5.7pp。汽车零售增速同比持平，4 月汽车增速为 0.0%，环比上升 18.1pp。
- 月度观点：带上防御的思维迎接 618 的狂欢。** 6 月份将迎来上半年、也是疫情以来最重要的 618 消费狂欢，由于前期新冠疫情的压制，抖音快手等新玩家的加入，京东回归香港 IPO 的催化，拼多多、京东等相继与国美战略合作等，都将助推这次 618 购物节走向高潮。但另一方面，年初至今内需+电商的投资主线超额收益明显，大多数品种的绝对估值处于历史高位。中长期来看，内需仍然是最为确定的板块，电商也是更为领先的业态，但短期我们建议多一些防御思维。我们对各板块的基本面判断为：必需消费品随着疫情缓和，经营数据大多环比下行；电商产业链的情绪在 618 或将达到高峰；受影响较大的线下可选消费，经营逐月改善趋势明确。基于此，我们建议关注：（1）估值相对较低，成长性确定，竞争壁垒有认知差的品种，如南极电商、青松股份等；（2）月度经营数据环比向好的直播电商赛道，在 618 的历练之后或更上一层楼，但我们强调这一赛道优选具备主播和品牌矩阵整合能力的公司，如星期六（遥望网络）；（3）低估值低预期的可选消费品种，随着疫情缓和，经营逐月向好趋势明确，如周大生、老凤祥和重庆百货。
- 重点推荐品种：** 南极电商，青松股份，星期六，周大生，老凤祥
- 风险提示。** 宏观经济下行影响终端消费需求；资金、人才技术等瓶颈制约传统企业的变革；电商持续分流线下；集中度提升线上竞争加剧。

### 相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 相关研究:

- 商业贸易行业:4 月社零降幅收窄，可选消费复苏明显 2020-05-15
- 全球观察之资生堂集团:疫情导致 1Q20 销售额下滑，中国区引领复苏 2020-05-14
- 全球观察之雅诗兰黛集团:护肤品类展现韧性，线上渠道实现双位数增长 2020-05-14

联系人:

贾雨朦 021-60750604

jiayumeng@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
阿里巴巴	BABA.N	USD	207.39	2020/5/25	买入	234.27	7.48	8.30	27.73	24.99	19.85	15.62	19.4	12.9
阿里巴巴-SW	09988.HK	HKD	194.30	2020/5/25	买入	227.13	7.25	8.04	26.81	24.16	19.85	15.62	19.4	12.9
京东	JD.O	USD	54.33	2020/5/17	买入	57.22	1.36	1.97	39.95	27.58	32.37	19.06	8.4	13.0
拼多多	PDD.O	USD	66.87	2020/5/26	买入	77.25	-0.77	-0.22	-	-	-	-	-61.3	-51.2
南极电商	002127.SZ	CNY	18.85	2020/5/19	买入	24.64	0.65	0.83	29.00	22.71	25.23	19.73	24.9	24.1
星期六	002291.SZ	CNY	24.27	2020/5/5	买入	27.02	0.29	0.82	83.69	29.60	47.22	33.57	6.0	14.5
华熙生物	688363.SH	CNY	112.76	2020/4/29	增持	94.20	1.57	2.16	71.82	52.20	61.33	46.31	14.5	16.4
珀莱雅	603605.SH	CNY	160.17	2020/4/23	买入	143.63	2.48	3.16	64.58	50.69	48.09	38.56	19.7	20.1
丸美股份	603983.SH	CNY	86.48	2020/4/22	增持	75.00	1.50	1.84	57.65	47.00	52.37	42.39	18.4	18.4
上海家化	600315.SH	CNY	38.58	2020/4/23	买入	32.54	0.89	1.00	43.35	38.58	27.08	31.14	8.8	8.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	8.77	2020/4/30	买入	11.97	0.24	0.38	36.54	23.08	585.44	84.07	2.5	3.9
永辉超市	601933.SH	CNY	9.32	2020/4/29	增持	12.60	0.31	0.39	30.06	23.90	21.52	17.33	11.8	13.7
家家悦	603708.SH	CNY	38.70	2020/4/22	增持	33.30	0.95	1.13	40.74	34.25	22.95	19.04	18.4	20.0
红旗连锁	002697.SZ	CNY	11.16	2020/4/27	买入	10.78	0.49	0.60	22.78	18.60	19.98	17.37	18.0	17.9
青松股份	300132.SZ	CNY	18.20	2020/5/13	买入	21.25	1.09	1.30	16.70	14.00	26.15	25.11	15.6	15.8
爱婴室	603214.SH	CNY	32.55	2020/4/23	买入	49.89	1.66	2.09	19.61	15.57	20.54	16.62	15.1	16.8
周大生	002867.SZ	CNY	20.35	2020/4/27	买入	24.20	1.56	1.90	13.04	10.71	10.84	8.55	20.1	20.9
老凤祥	600612.SH	CNY	46.62	2020/4/27	买入	53.13	2.95	3.50	15.80	13.32	6.98	5.89	18.0	17.6
天虹股份	002419.SZ	CNY	9.53	2020/4/29	买入	10.29	0.50	0.74	19.06	12.88	8.48	6.26	8.2	10.8
王府井	600859.SH	CNY	24.04	2020/4/29	买入	14.92	0.78	1.24	30.82	19.39	13.09	9.51	5.2	8.0
重庆百货	600729.SH	CNY	31.20	2020/4/30	买入	35.90	2.66	3.61	11.73	8.64	7.37	5.45	15.1	17.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 阿里巴巴 (BABA.N) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为美元/ADS (1ADS=8 股), 阿里巴巴-SW (09988.HK) 收盘价、合理价值、EPS 单位均为港元/股, EPS 采用 non-GAAP 口径计算; 京东 (JD.O)、拼多多 (PDD.O) 收盘价、合理价值、EPS 均为美元/ADS, EPS 采用 non-GAAP 口径计算。

## 目录索引

一、月度投资策略：带上防御的思维迎接 618 的狂欢 .....	5
二、月度行业数据 .....	7
三、月度聚焦 .....	11
（一）青松股份（300132.SZ）乘行业之风，实力引领化妆品前端产业 .....	11
（二）南极电商（002127.SZ）多维度重识南极，估值体系有望重构 .....	11
（三）星期六（002291.SZ）电商新势力，直播带货赛道的领跑者 .....	12
（四）珠宝终端加速复苏，关注龙头公司反弹 .....	12
四、风险提示 .....	13

## 图表索引

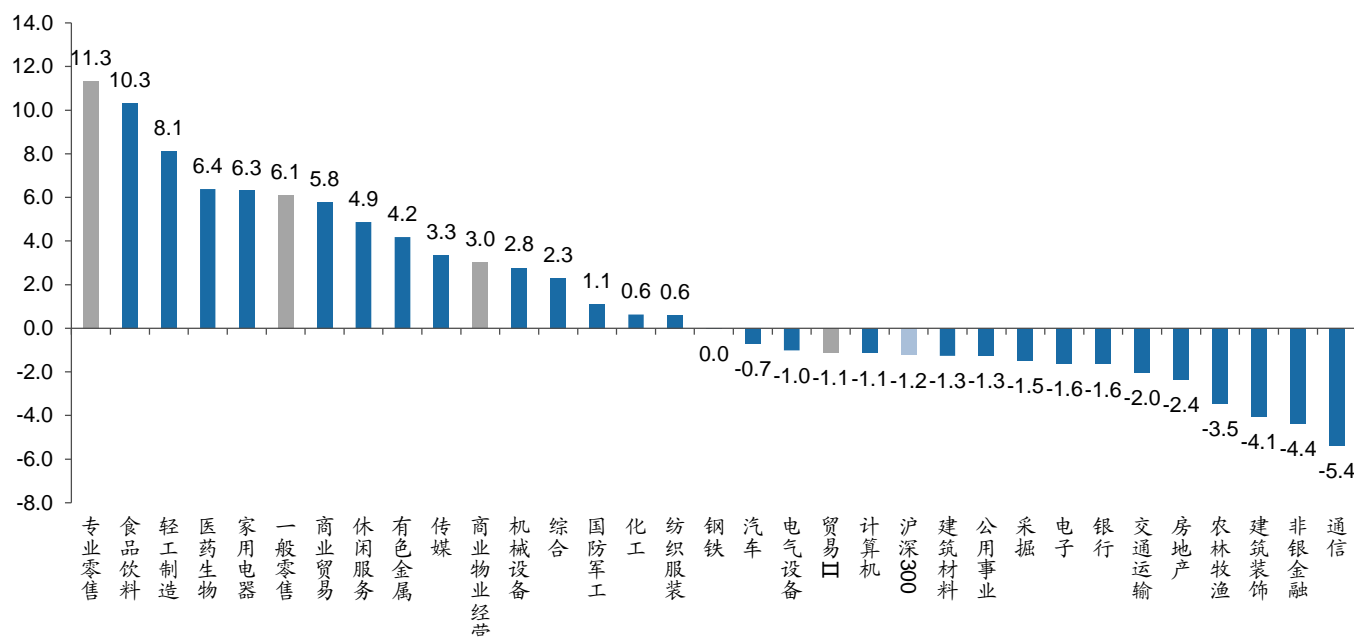
图 1: 各板块月涨幅 (%) .....	5
图 2: 按商业贸易主题子板块涨幅 (2020 年 5 月) .....	5
图 3: 按商业贸易市值子板块涨幅 (2020 年 5 月) .....	5
图 4: 主要电商公司月涨幅 (2020 年 5 月) .....	6
图 5: 申万行业估值横向对比 .....	7
图 6: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法) .....	7
图 7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速 .....	8
图 8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比 .....	8
图 9: 社零分地区: 城镇与农村同比增速 .....	9
图 10: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速 .....	9
图 11: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比 .....	9
图 12: 实物电商社零与累计同比情况 .....	10
图 13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况 .....	10
 表 1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%) .....	 10

## 一、月度投资策略：带上防御的思维迎接 618 的狂欢

5月大盘整体下跌，截至5月29日收盘，上证综指收于2852.35点，下跌0.27%；沪深300指数（总市值加权平均）下跌1.24%，其中商贸板块指数上涨5.80%。

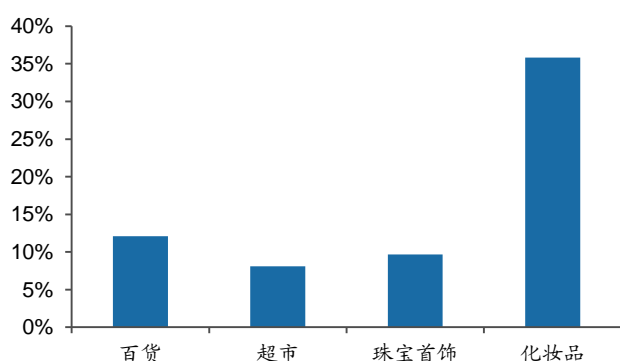
分主题来看，百货板块上涨12.10%，超市板块上涨8.11%，珠宝首饰板块上涨9.67%，化妆品板块上涨35.81%，大市值板块上涨3.35%，中市值板块上涨6.38%，小市值板块上涨15.50%。电商板块表现分化，南极电商(37.99%)、拼多多(27.23%)、京东(18.38%)、苏宁易购(4.16%)、唯品会(-1.00%)、阿里巴巴(-1.57%)。

图1：各板块月涨幅（%）



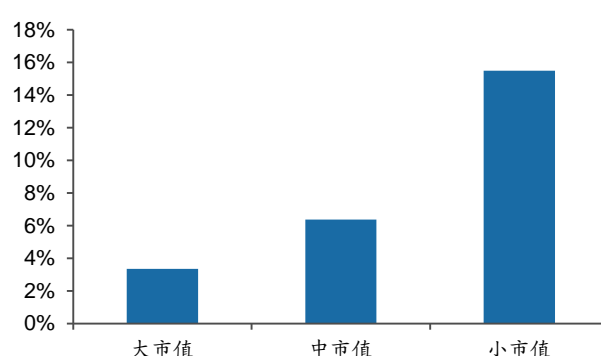
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：按商业贸易主题子板块涨幅（2020年5月）



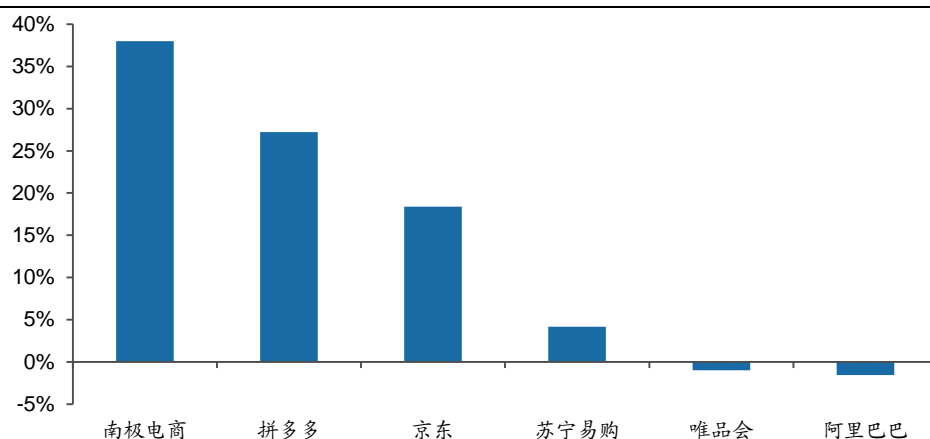
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：按商业贸易市值子板块涨幅（2020年5月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心（按市值划分依据为：50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值；涨跌幅以算术平均计算）

图4: 主要电商公司月涨幅 (2020年5月)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

6月份将迎来上半年、也是疫情以来最重要的618消费狂欢, 由于前期新冠疫情的压制, 抖音快手等新玩家的加入, 京东回归香港IPO的催化, 拼多多、京东等相继与国美战略合作等, 都将助推这次618购物节走向高潮。但另一方面, 年初至今内需+电商的投资主线超额收益明显, 大多数品种的绝对估值处于历史高位。中长期来看, 内需仍然是最为确定的板块, 电商也是更为领先的业态, 但短期我们建议多一些防御思维。

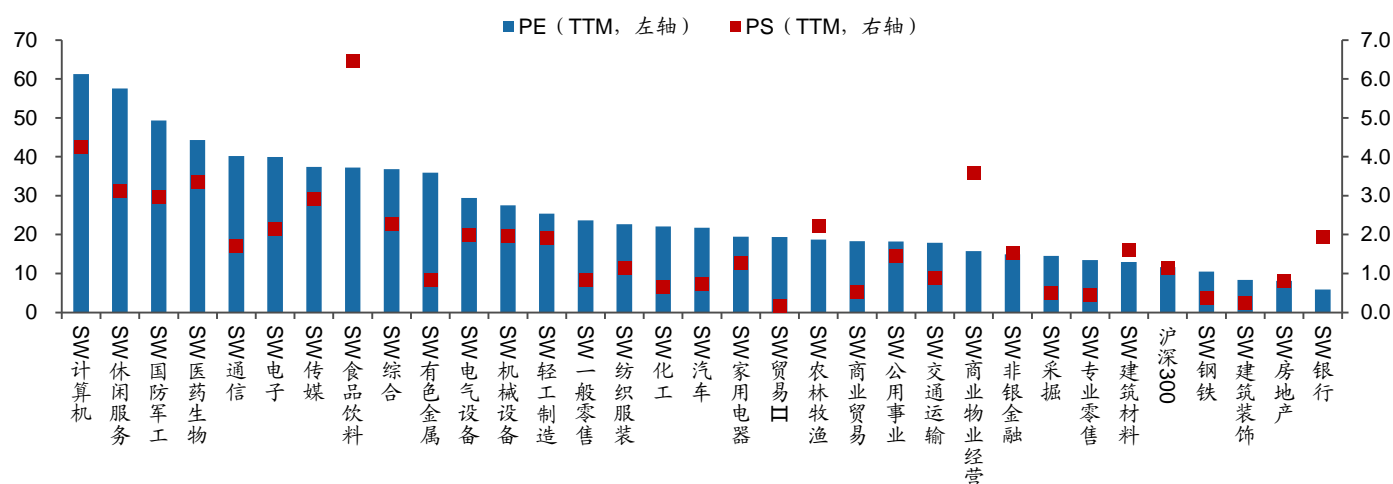
我们对各板块的基本面判断为: 必需消费品随着疫情缓和, 经营数据大多环比下行; 电商产业链的情绪在618或将达到高峰; 受影响较大的线下可选消费, 经营逐月改善趋势明确。基于此, 我们建议关注:

(1) 估值相对较低, 成长性确定, 竞争壁垒有认知差的品种, 如南极电商、青松股份等;

(2) 月度经营数据环比向好的直播电商赛道, 在618的历练之后或更上一层楼, 但我们强调这一赛道优选具备主播和品牌矩阵整合能力的公司, 如星期六(遥望网络);

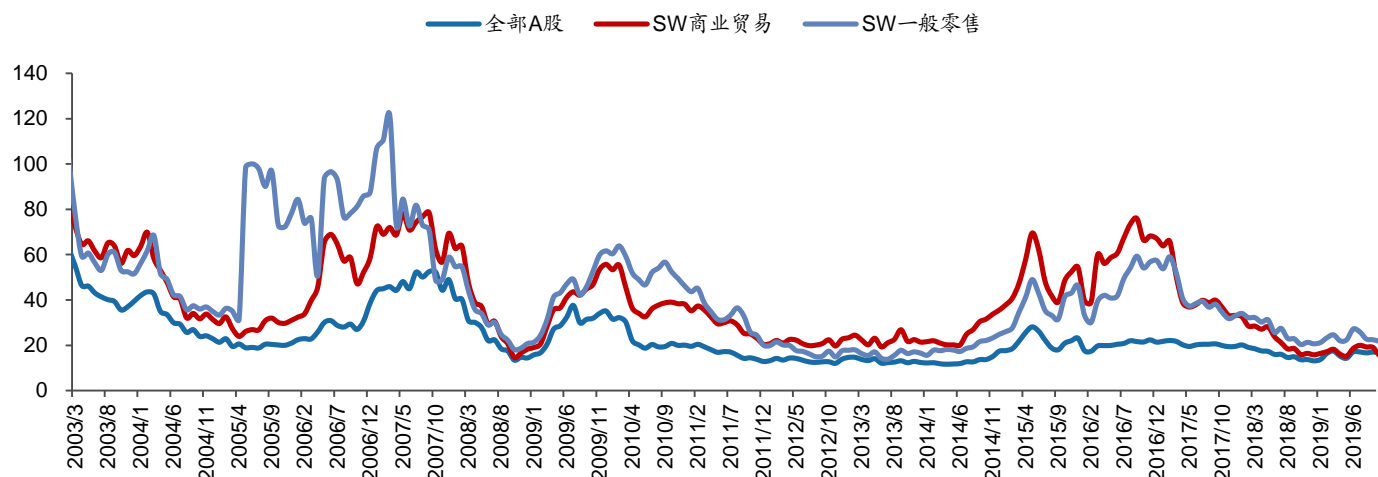
(3) 低估值低预期的可选消费品种, 随着疫情缓和, 经营逐月向好趋势明确, 如周大生、老凤祥和重庆百货。

图5: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 剔除负值, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母净利润或营业收入之和)

图6: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

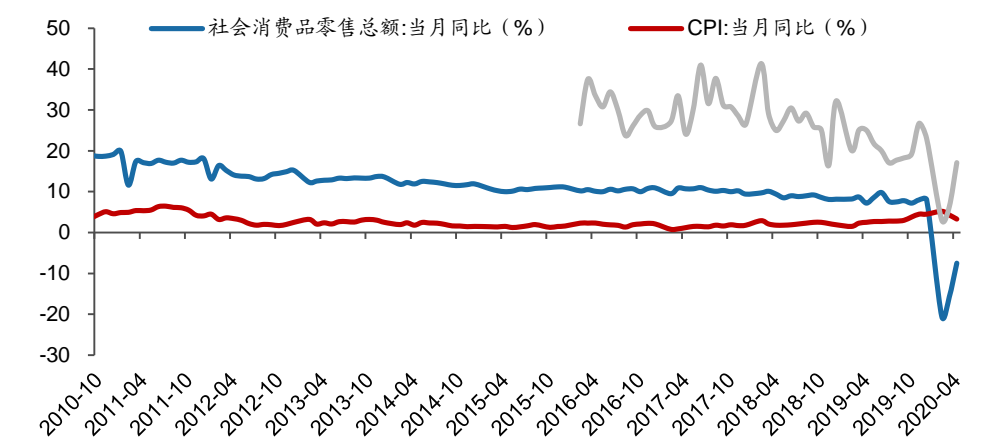
## 二、月度行业数据

**2020年4月社零同比下降7.5%，降幅明显收窄。**

据国家统计局数据, 2020年4月我国社零总额2.82万亿元, 同比下降7.5%, 降幅环比3月收窄8.3pp; 其中, 除汽车以外的消费品同比下降8.3%。若基于广发零售指数 (GFRI), 4月商品零售同比增速为3.5%, 增速较3月上升7.5pp。若扣除价格因素影响, 2020年4月的社零实际下降9.1%。

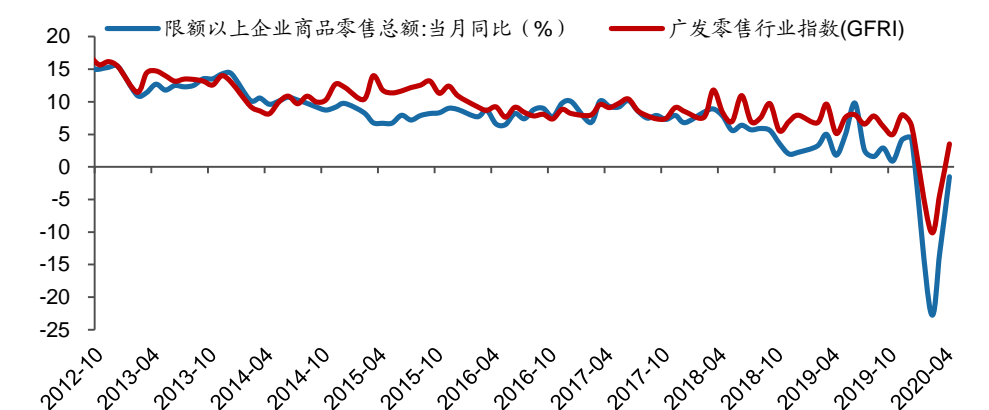


图7: 社零总额、社零电商与百家零售同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 广发零售行业指数、限额以上零售增速当月增速对比



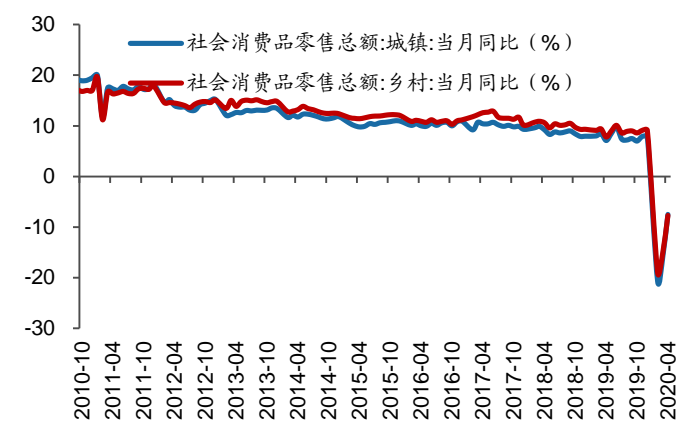
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分地区, 城镇降幅略低于农村。4月城镇消费品零售额2.46万亿元, 同比下降7.5%; 乡村消费品零售额3620亿元, 下降7.7%。分类型, 餐饮降幅仍高于商品零售, 但降幅明显收窄。4月餐饮收入2307亿元, 同比下降31.1%, 降幅比3月份收窄15.7pp; 商品零售2.59万亿元, 同比下降4.6%, 降幅比3月份收窄7.4pp。

分品类, 基础消费品增速保持靓丽, 食品粮油4月增速为18.2%, 增速环比下降1.0pp; 日用品4月增速为8.3%, 增速环比上升8.0pp。可选消费受疫情影响较大, 但呈现显著复苏, 金银珠宝4月增速为-12.1%, 增速环比上升18pp; 服装鞋帽3月增速为-18.5%, 增速环比上升16.3pp; 化妆品4月增速为3.5%, 增速环比上升15.1pp。地产系整体增速回升趋势明显, 家电和家具4月增速分别为-8.5%和-5.4%, 环比分别上升21.2pp和17.3pp。消费电子类产品已恢复至疫情前水平, 通讯器材4月增速为12.2%, 环比上升5.7pp。汽车零售增速同比持平, 4月汽车增速为0.0%, 环比上升18.1pp。

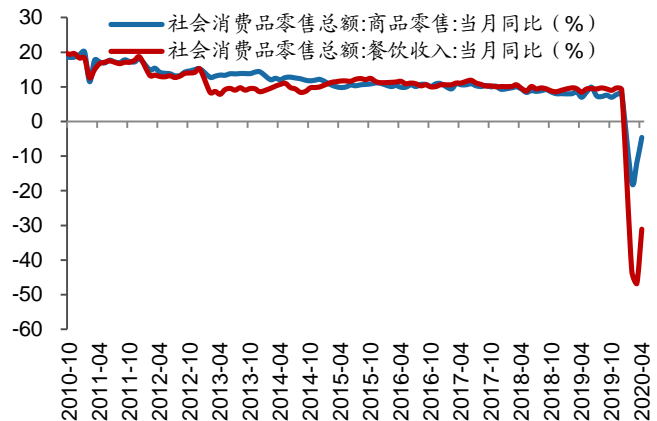


图9: 社零分地区: 城镇与农村同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

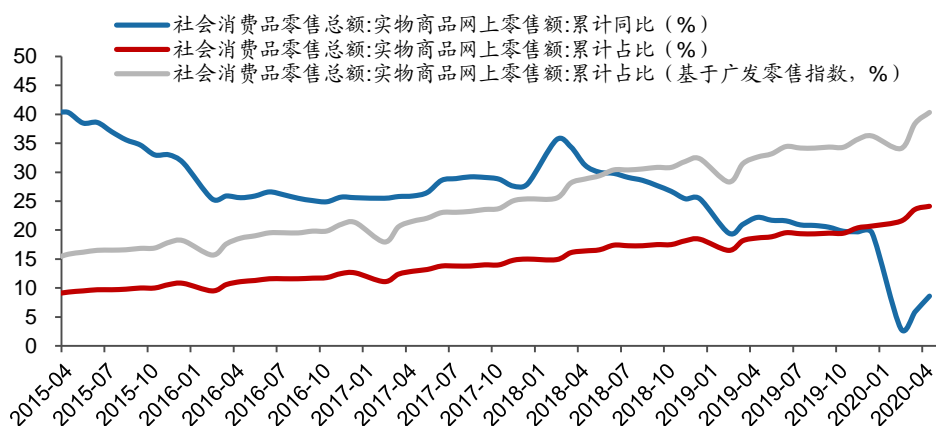
图10: 社零分类型: 商品零售与餐饮同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

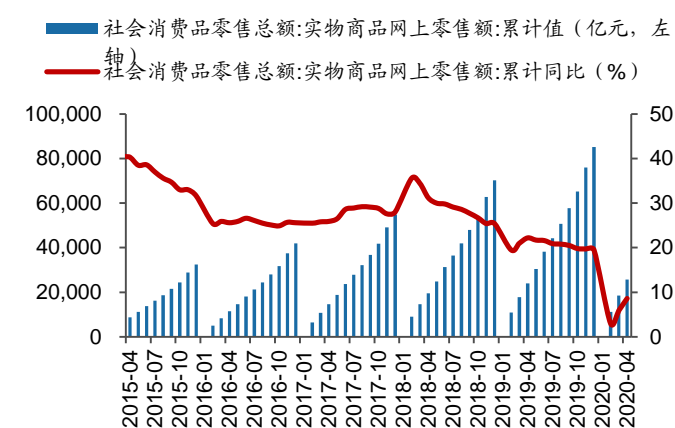
**4月电商增速环比提升, 渗透率提升0.5pp。**1-4月全国实物商品网上零售额为2.58万亿元, 同比增长8.6%; 4月单月增速恢复至17.1%, 环比提升10.8pp。电商渗透率上升0.5pp至24.1%, 若基于广发零售指数, 则4月电商渗透率达40.3%。分品类看, 2020年1-4月实物电商零售额中吃类和用类商品分别增长36.7%和12.4%, 穿类商品下降12.0%, 增速环比分别上升4.0pp、2.4pp、3.1pp。

图11: 电商累计同比增速、累计占比及基于广发零售指数的累计占比



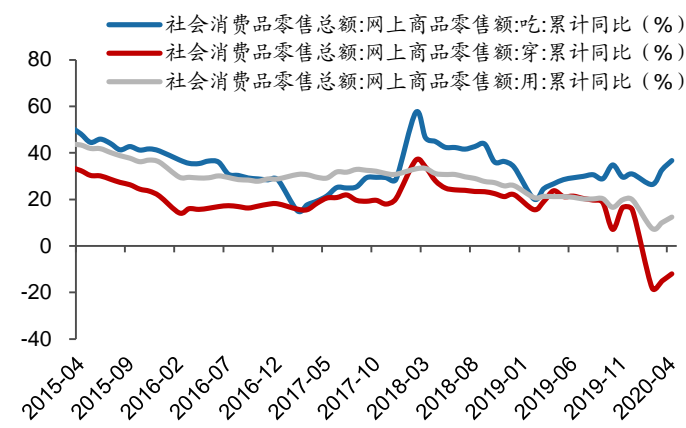
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 实物电商社零与累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 网购社零: 吃/穿/用累计同比情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表1: 各月社零分品类限额以上同比增速 (%)

		2019 年										2020 年	
		4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1-2 月	3 月	4 月
社零总额当月同比 (%)		7.2	8.6	9.8	7.6	7.5	7.8	7.2	8.0	8.0	(20.5)	(15.8)	(7.5)
限额以上当月同比 (%)		1.8	5.0	9.8	2.6	1.6	2.9	0.9	4.2	4.3	(23.4)	(15.0)	(3.2)
基础消费	食品粮油	9.3	11.4	9.8	9.9	12.5	10.4	9.0	8.9	9.7	9.7	19.2	18.2
	饮料	9.7	12.7	9.1	9.7	10.4	8.9	9.8	10.1	10.4	3.1	6.3	12.9
	烟酒	3.3	6.6	8.2	10.9	12.6	4.2	6.7	6.8	7.4	(15.7)	(9.4)	7.1
	服装鞋帽纺	(1.1)	4.1	5.2	2.9	5.2	3.6	(0.8)	4.6	1.9	(30.9)	(34.8)	(18.5)
	织品												
可选消费	日用品	12.6	11.4	12.3	13.0	13.0	12.0	12.0	17.5	13.9	(6.6)	0.3	8.3
可选消费	化妆品	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	(14.1)	(11.6)	3.5
可选消费	金银珠宝	0.4	4.7	7.8	(1.6)	(7.0)	(6.6)	(4.5)	(1.1)	3.7	(41.1)	(30.1)	(12.1)
可选消费	文化办公品	3.6	3.1	6.5	14.5	19.8	(0.2)	(3.4)	4.6	(11.5)	(8.9)	6.1	6.5
地产系	家用电器和音像器材	3.2	5.8	7.7	3.0	4.2	5.4	0.7	9.7	2.7	(30.0)	(29.7)	(8.5)
	建筑及装潢材料类	(0.3)	(1.1)	1.1	0.4	5.9	4.2	2.6	(0.3)	0.6	(30.5)	(13.9)	(5.8)
	家具类	4.2	6.1	8.3	6.3	5.7	6.3	1.8	6.5	1.8	(33.5)	(22.7)	(5.4)
消费电子	通讯器材	2.1	6.7	5.9	1.0	3.5	8.4	22.9	12.1	8.8	(8.8)	6.5	12.2
汽车销售	汽车类	(2.1)	2.1	17.2	(2.6)	(8.1)	(2.2)	(3.3)	(1.8)	1.8	(37.0)	(18.1)	0.0
实物电商累计同比 (%)		22.2	21.7	21.6	20.9	20.8	20.5	19.8	19.7	19.5	3.0	5.9	8.6
电商渗透率 (%)		18.6	18.9	19.6	19.4	19.4	19.5	19.5	20.4	20.7	21.5	23.6	24.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、月度聚焦

#### （一）青松股份（300132.SZ）乘行业之风，实力引领化妆品前端产业

**合成樟脑龙头企业，跨界进军化妆品领域。**公司是我国最大的松节油深加工企业及全球最大的合成樟脑及系列产品供应商，在原有业务的产业链上，公司收购了化妆品ODM龙头诺斯贝尔，“松节油深加工+化妆品”双主业并重，2019年公司实现营收29.1亿元，近五年复合增速30.7%，实现归母净利润4.5亿元，近五年复合增速54.2%。

**化妆品行业高速发展，ODM尽享产业链红利。**我国化妆品行业市场空间广阔，彭博数据显示2019年我国化妆品市场规模约4500亿，近五年复合增速8.6%，其中面膜品类增长水平显著高于化妆品行业整体水平，但市场渗透率仍有提升空间。化妆品行业的繁荣带动了化妆品代工行业的发展，随着国产新锐品牌的崛起，我国化妆品代工行业市场规模将进一步扩大，但行业格局分散，集中度有待提升。

**扩品类+扩品牌+扩产能，铸就竞争壁垒。**诺斯贝尔是全球第四、国内第一大化妆品ODM企业，集研发、设计、制造、培训、服务于一体，全产业链布局。深耕面膜品类，面膜产能世界第一，同时积极扩展彩妆和护肤领域，新切入轻医美护肤，品类不断丰富。公司合作品牌覆盖传统国产品牌、国际大牌、新锐品牌，品牌结构持续完善。未来公司将进一步推进化妆品研发和产能建设，随着产能释放规模效应将更加突出。

**盈利预测与投资建议：**预计公司20-22年归母净利润分别为5.6、6.7、7.9亿元，同比增长23.8%、20.1%、17.6%。公司两大主业并行，采用分部估值法，参考行业平均估值，给予20年松节油深加工业务10XPE，给予化妆品业务28XPE，两项业务估值加总得到公司合理价值21.25元/股，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示。**松节油价格大幅下滑；化妆品景气度下降致行业增速下滑；新品类、新品牌拓展不及预期。

#### （二）南极电商（002127.SZ）多维度重识南极，估值体系有望重构

电商仍然是最具红利的赛道，而南极人是过去5年成长速度最快的品牌之一。过去市场的诸多质疑，主要来自于对南极电商认知的偏差，实际上今天的南极人无论是品类，区域还是年龄层，都已经实现出圈。本篇报告将从五个方面重新探讨南极生态的特点和价值。

**再谈南极电商的商业模式及核心竞争力。**品牌授权服务结合电商，利用平台搭建的社会化数字化的管控体系，是更高效更低成本的商业模式。南极人的介入，提升了整合产业链的流量转化和资金周转效率，从而使得经销商、供应商和消费者实现共赢。南极人独有的特点：庞大的用户基数和活跃度；高性价比带来高复购率；平销为主保证工厂稳定持续经营；匹配平台流量规则持续享受红利。

**南极的品类扩张路径和大店化红利。**南极人已经成为年轻化、高性价比的国民家庭大品牌，全品类覆盖：（1）成熟品类享受马太效应，市占率持续提升；（2）成熟品类下积极渗透三级细分品类，实现更多细分搜索词的占领；（3）涉足新品

类，加强与头部伙伴合作，实现白牌品牌化。大店化是阿里现阶段的流量红利，其本质是持续的大爆款孵化能力叠加中长尾小爆款组合，对供应链的深度和宽度都有极高的要求。

**盈利预测与投资建议。**南极电商目前已经形成一套全流程、多层次的质控管理体系，不断提升商品颜值、品质和服务。我们认为历史上压制公司估值的因素正在逐步减弱，预计公司20-22年归母净利润分别为15.9亿、20.5亿和27.4亿，结合可比公司估值，我们采取分部估值法，给予20年核心主业40X PE，时间互联15X PE估值，对应合理价值24.64元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**高速扩张过程中的人才瓶颈；阿里流量的获取成本增加；多品牌、多渠道的扩张战略受阻；未能把握到新兴电商平台的崛起红利。

### （三）星期六（002291.SZ）电商新势力，直播带货赛道的领跑者

子公司遥望网络是快手抖音等内容平台的电商头部服务商，业务进入快速增长期。星期六原主营业务为时尚皮鞋的生产和销售；2017年收购时尚锋迅及北京时欣，切入新媒体营销；2019年收购遥望网络再丰富互联网营销业务。遥望网络在前端通过自主培养+外部签约形成主播矩阵，签约及孵化短视频平台IP合计205个、明星及主播数量96位，沉淀出精准电商粉丝，带货效率高。后端供应链积极与品牌合作，利用品牌好货塑造主播口碑、增强用户粘性，成立“摇篮基金”保障售后服务；搭建中国（杭州）直播电商产业基地（遥望直播电商产业园），帮助主播与品牌高效对接，同时提供设施、培训、各类供应链服务。

**直播电商增长迅猛，服务商大有发展空间。**直播电商是电商行业中红利确定性最强的赛道，平台资源倾斜、品牌方大举投入、用户心智建立，各方贡献均推动着赛道高速增长。对比传统电商平台，快手、抖音等内容平台的电商运营多了一层主播管理，商品与主播的匹配更为复杂，且行业快速发展的过程中，平台政策更新频繁，需要专业团队紧跟赛道动态、调整运营策略，服务商需求量巨大。随着行业模式逐步成熟，专业型服务商也将走向功能整合，为品牌提供品效合一的综合营销或成为大型的供应链组织者；在这一过程中，对前端流量有掌控力、同时有后端供应链管理能力的服务商将有更强的竞争力。

**盈利预测与投资建议：**我们预测星期六2020-2022年营业收入分别为23.8/36.8/52.5亿元，净利润分别为2.1/6.0/8.3亿元。采用分部估值法，加总女鞋、媒体业务、遥望网络三部分估值，测算星期六上市公司合理总市值约为200亿元，对应合理价值27.02元/股（暂未考虑定增摊薄因素），首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**女鞋业务持续下滑、存货减值风险；股东减持风险；直播销售快速增长引发供应链及商品质量问题；行业红利消失快于预期。

### （四）珠宝终端加速复苏，关注龙头公司反弹

黄金珠宝前期受疫情影响较大，终端复苏进度超预期。新冠疫情恰逢春节和情人节珠宝旺季，对珠宝终端销售产生不利影响。根据国家统计局，1-3月黄金珠宝社零同比下滑37.7%。四月以来伴随客流恢复、婚宴放开、购物节促销等因素珠宝

终端开始复苏。五月以来实体零售均加速回暖：根据商务部，“五一”假期期间，商务部重点监测零售企业日均销售额比清明假期增长32.1%，同比下降6.7%。我们判断目前珠宝零售已经恢复至往年同期8-9成，龙头品牌领先复苏。全国来看，三四线城市恢复好于一二线城市，中部和东部地区好于西南地区，街边店恢复好于商场店。

**上市公司二季度业绩预计改善，中长期利好品牌化进程。**新冠疫情产生的不利影响已经在上市公司一季度报表集中体现，并在股价中充分反映：周大生和老凤祥疫情以来累计下跌20%左右。伴随珠宝终端动销逐步恢复正常，加盟商由清库存转向补库存；黄金珠宝中一半以上为婚庆刚需，后续有望持续迎来弥补性消费，我们预计上市公司二季度起业绩将明显改善。中长期来看，龙头公司加盟商资金实力雄厚，抗风险能力较强；小品牌在疫情中加速出清，龙头公司出台加盟商扶持政策支持开店，利好行业集中度提升。

**龙头公司处于估值底部区间，重点关注周大生、老凤祥。**珠宝终端回暖有望带来上市公司业绩和估值改善，关注龙头公司底部反弹机会。**周大生：**一季报已经充分释放利空，当前股价对应20年仅12XPE，对应21年仅10XPE。公司是最具成长性的珠宝公司之一，当前正处在快速扩张阶段，直播电商等新销售模式带来新增量，同时产品模型搭建、数字化&精细化运营释放内生增长。**老凤祥：**公司品牌历史悠久，品类矩阵齐全，具有较强的抗风险能力，同时充分受益金价上涨。20年是双百行动最后一年，公司继续深化国企改革，包括解决子公司股权问题、推行职业经理人制度等。目前股价对应20年15XPE，处于历史较低位置，伴随终端复苏估值有望继续修复。

**风险提示。**疫情影响超预期，抑制可选消费的需求释放；市场竞争加剧，品牌加速开店抢夺市场；中小品牌出清速度低于预期。

## 四、风险提示

1. 宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
2. 资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
3. 人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
4. 电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
5. 资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩。



## 广发商贸零售行业研究小组

**洪涛：**首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名，2019年新财富批零和社会服务业第四名，2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名。

**嵇文欣：**资深分析师，硕士，毕业于南京大学。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。

**贾雨朦：**联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年 II China 纺织、服装和零售（大陆）第一名（团队），2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队），2019年上证报最佳批零和社会服务分析师第一名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

**买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

**持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

**卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

**买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

**增持：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

**持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

**卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。