

商贸零售

2025年04月13日

关税冲击持续，关注内需优质渠道和产品龙头

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

陈思（联系人）

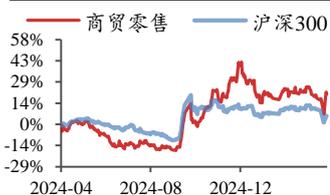
huangzepeng@kysec.cn

chensi@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790124070031

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《关注老铺黄金、毛戈平等高端消费国潮品牌—行业周报》-2025.4.6

《业绩密集披露，关注高增持续兑现及结构优化的标的—行业周报》-2025.3.30

《潮宏基订货会火热举办，高端新品受到加盟商欢迎—行业周报》-2025.3.23

● 关税冲击持续，关注聚焦内需市场的优质零售渠道和差异化消费品牌

“对等关税”冲击之下，建议关注内需优质渠道和产品龙头。**(1) 优质渠道：**永辉超市助力出口转内销，公开向出口受阻的中国制造企业开通“绿色通道”。结合中国零售业从传统KA大卖场时代迈向以用户和产品为中心的品质零售时代，永辉超市作为传统零售业态龙头锐意变革的代表，后续调改进度、策略思路和对“人货场”关系的深度重塑，值得持续关注。**(2) 优质产品：**锦波生物首个胶原蛋白填充类三类械注册获批，此为国内首款针对中面部容量缺失及轮廓缺陷的重组胶原蛋白注射剂。锦波通过胶原蛋白的自组装、自交联能力，创新出既能提供即时填充效果，又能通过持续刺激自身胶原再生的产品，实现填充修复双重功效，同时也意味着重组胶原蛋白开始具备替代动物源胶原蛋白的能力。锦波生物在重组胶原蛋白医美领域具备较强的先发优势，此款创新产品获批进一步稳固其重组胶原蛋白医美龙头地位。我们认为，在外需受关税等政策影响存在不确定性背景下，提振内需消费、国货品牌崛起将为必然趋势，建议关注聚焦内需市场的优质零售渠道和差异化消费品牌。

● 行业关键词：永辉超市、TEMU、胶原蛋白、PRADA、京东母婴等

【永辉超市】永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》。

【TEMU】TEMU正式进军马尔代夫市场。

【胶原蛋白】全球首个注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶获批。

【PRADA】PRADA将以13.75亿美元收购Versace。

【京东母婴】京东母婴业务2024年全年订单量增长近20%。

● 板块行情回顾

本周（4月7日-4月11日），商贸零售指数报收2120.54点，上涨2.88%，跑赢上证综指（本周下跌3.11%）5.99个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第2位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周国芳集团（+61.1%）、欧亚集团（+26.3%）、南宁百货（+22.4%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、润本股份、丸美生物、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物等。

● **风险提示：**消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目录

1、零售行情回顾	3
2、零售观点：关税冲击持续，关注内需优质渠道和产品龙头	5
2.1、行业动态：关税冲击下关注内需优质零售渠道和差异化消费品牌	5
2.2、关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司	6
2.2.1、吉宏股份：2024年主营业务有所承压，AI赋能+海外拓展打开成长空间	8
2.2.2、爱婴室：2024年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线	8
2.2.3、老铺黄金：2024年归母净利润同比+253.9%，高端中式黄金龙头扬帆出海	9
2.2.4、毛戈平：2024年收入利润增长超30%，高端品牌势能持续向上	9
2.2.5、巨子生物：2024年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证	10
2.2.6、科笛-B：2024年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动	10
2.2.7、豫园股份：2024年归母净利润同比下滑93.8%，积极调整应对挑战	11
2.2.8、福瑞达：2024年归母净利润同比下滑19.7%，剔除地产业绩表现稳健	12
2.2.9、上美股份：2024年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花	12
2.2.10、爱美客：2024年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长	13
2.2.11、永辉超市：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速	13
2.2.12、周大生：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能	14
2.2.13、潮宏基：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店	15
2.2.14、丸美生物：2024Q3归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化	15
2.2.15、朗姿股份：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张	16
2.2.16、润本股份：2024Q3归母净利润同增32%，婴童护理表现良好	16
3、零售行业动态追踪	18
3.1、行业关键词：永辉超市、TEMU、胶原蛋白、PRADA、京东母婴等	18
3.2、大事提醒：关注多家公司年报披露等	19
4、风险提示	20

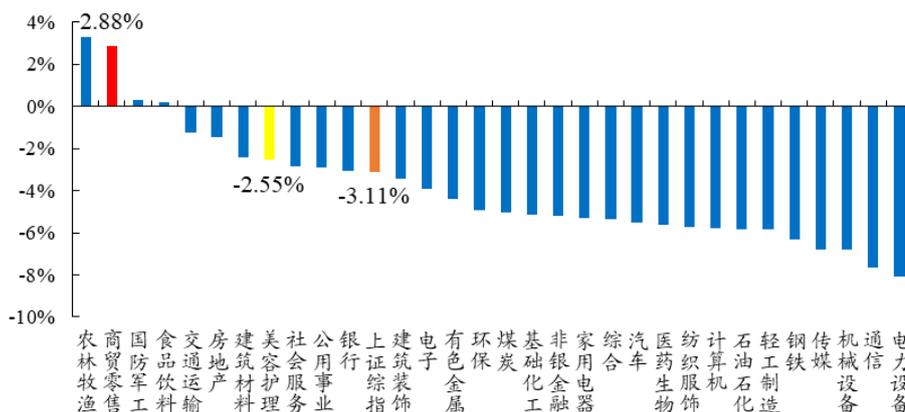
图表目录

图1：本周零售行业（商贸零售）指数上涨2.88%	3
图2：2025年年初至今（商贸零售）指数下跌5.29%	3
图3：本周超市板块涨幅最大，为13.54%	4
图4：2025年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为2.54%	4
图5：永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》	5
图6：永辉超市自调改以来客流量显著增长	5
图7：锦波生物拥有国内仅有三张重组胶原医美三类证	5
图8：锦波生物重组III型胶原蛋白凝胶具备多重优势	5
表1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第2	3
表2：本周零售行业国芳集团、欧亚集团、南宁百货等涨幅靠前	4
表3：本周零售行业*ST东方、苏豪弘业、壹网壹创等跌幅靠前	4
表4：重点推荐毛戈平、老铺黄金、潮宏基、润本股份、丸美生物、上美股份等	6
表5：本周永辉超市、爱婴室、家家悦表现相对较好	17
表6：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露日期等	19
表7：零售行业大事提醒：2025中国国际珠宝首饰展览会等	19

1、零售行情回顾

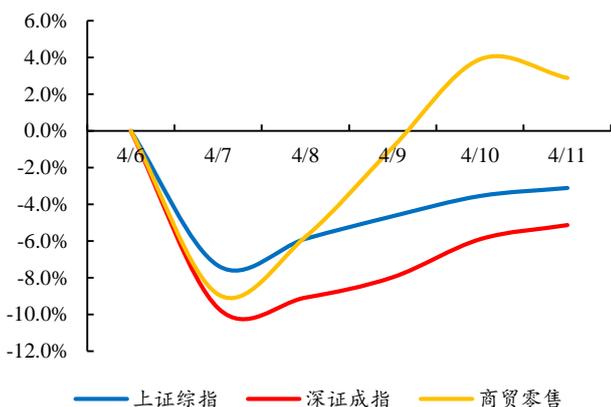
本周(4月7日-4月11日)A股下跌,零售行业指数上涨**2.88%**。上证综指报收3238.23点,周累计下跌3.11%;深证成指报收9834.44点,周下跌5.13%;本周全部31个一级行业中,表现排名前三位的分别为农林牧渔、商贸零售和国防军工。零售行业指数(参照商贸零售指数)本周报收2120.54点,周涨幅为2.88%,在所有一级行业中位列第2位。2025年年初至今,零售行业指数下跌5.29%,表现弱于大盘(2025年年初至今上证综指累计下跌3.39%)。

表1: 本周零售行业(商贸零售指数)表现位列第2



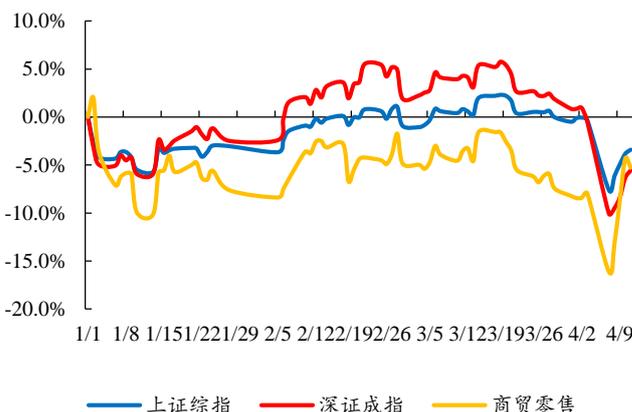
数据来源: Wind、开源证券研究所

图1: 本周零售行业(商贸零售)指数上涨2.88%



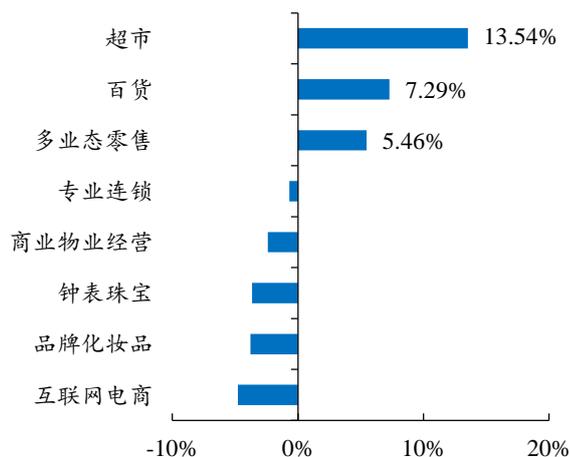
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2025年年初至今(商贸零售)指数下跌5.29%



数据来源: Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中,超市板块本周涨幅最大;2025年年初至今,钟表珠宝板块涨幅最大。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、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块)中,本周3个子板块上涨,其中超市板块涨幅最大,周涨幅为13.54%;2025年全年来看,钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为2.54%,在零售行业各细分板块中领跑。

图3：本周超市板块涨幅最大，为 13.54%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 2.54%


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周国芳集团、欧亚集团、南宁百货涨幅靠前。本周零售行业主要 88 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）中，合计有 47 家公司上涨、41 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是国芳集团、欧亚集团、南宁百货，周涨幅分别为 61.1%、26.3%和 22.4%。本周跌幅靠前公司为*ST 东方、苏豪弘业、壹网壹创。

表2：本周零售行业国芳集团、欧亚集团、南宁百货等涨幅靠前

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	601086.SH	国芳集团	8.44	61.1%	16.1%	43.8%	百货
2	600697.SH	欧亚集团	14.11	26.3%	44.9%	9.8%	多业态零售
3	600712.SH	南宁百货	6.45	22.4%	33.7%	-10.8%	百货
4	000759.SZ	中百集团	9.30	21.3%	105.1%	-28.9%	超市
5	601933.SH	永辉超市	6.03	18.2%	50.6%	-4.9%	超市
6	002640.SZ	跨境通	3.51	18.2%	44.8%	-8.6%	跨境电商
7	600859.SH	王府井	16.11	17.8%	35.8%	4.5%	百货
8	002187.SZ	广百股份	7.88	15.7%	72.2%	11.3%	百货
9	600693.SH	东百集团	7.09	15.3%	71.7%	1.3%	百货
10	603214.SH	爱婴室	23.68	13.8%	59.9%	5.0%	专业连锁III

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/4/11）

表3：本周零售行业*ST 东方、苏豪弘业、壹网壹创等跌幅靠前

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	600811.SH	*ST 东方	0.37	-21.3%	4.5%	-82.3%	贸易III
2	600128.SH	苏豪弘业	9.05	-15.8%	47.1%	11.5%	贸易III
3	300792.SZ	壹网壹创	22.48	-14.6%	24.5%	-6.3%	电商服务
4	301381.SZ	赛维时代	19.40	-12.6%	13.2%	-14.8%	跨境电商
5	002091.SZ	江苏国泰	6.84	-12.2%	8.1%	-6.6%	贸易III

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/4/11）

2、零售观点：关税冲击持续，关注内需优质渠道和产品龙头

2.1、行业动态：关税冲击下关注内需优质零售渠道和差异化消费品牌

永辉超市助力出口转内销，关税冲击下关注内需优质渠道龙头。面对国际经济格局振荡和贸易形势变化，永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》，公开向出口受阻的中国制造企业开通“绿色通道”。截至4月9日，永辉超市已收到超100封来自果蔬、水产、肉禽、酒水、熟食烘焙、干货杂粮休闲零食、家居百货等十余类优质制造企业合作诉求。结合中国零售业从传统KA大卖场时代迈向以用户和产品为中心的品质零售时代，永辉超市作为传统零售业态龙头锐意变革的代表，后续调改进度、策略思路和对“人货场”关系的深度重塑，值得持续关注。

图5：永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》



资料来源：永辉同道公众号

图6：永辉超市自调改以来客流量显著增长



资料来源：永辉同道公众号

锦波生物首个胶原蛋白填充类三类械注册获批，胶原医美龙头空间广阔。锦波生物发布公告称4月9日获药监局颁发的“注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶”三类械注册证，此为国内首款针对中面部容量缺失及轮廓缺陷的重组胶原蛋白注射剂。锦波通过胶原蛋白的自组装、自交联能力，创新出既能提供即时填充效果，又能通过持续刺激自身胶原再生的产品，实现填充修复双重功效，同时也意味着重组胶原蛋白开始具备替代动物源胶原蛋白的能力。锦波生物在重组胶原蛋白医美领域具备较强的先发优势，此款创新产品获批进一步稳固其重组胶原医美龙头地位。我们认为，在外需受关税等政策影响存在不确定性背景下，提振内需消费、国货品牌崛起将为必然趋势，建议关注聚焦内需市场的优质零售渠道和差异化消费品牌。

图7：锦波生物拥有国内仅有三张重组胶原医美三类证



资料来源：聚美丽公众号

图8：锦波生物重组III型胶原蛋白凝胶具备多重优势

- 1 高生物安全性¹**
消除了免疫原性，具有良好的生物安全性；
- 2 创新“胶原”自组装技术²**
首次采用“胶原”自组装、自交联技术，消除了交联剂的毒性，避免不良反应；
- 3 胶原直补³**
直击衰老根源，直接补充“蜂巢样”胶原组织，促进“新生的”细胞外基质，达到面部增容；
- 4 长效支撑⁴**
通过“直接补充胶原蛋白”和改善细胞外环境，促进“新生的”细胞外基质再生（各种类型的胶原蛋白、弹力蛋白等）的双重创新机制，达到即刻物理填充效果，实现长期稳定的物理支撑及组织容量修复。

资料来源：锦波生物公众号

2.2、关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线 1：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头。线上电商竞争内卷叠加年轻消费者决策偏好变化，为线下渠道带来攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、专业连锁等）而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下、实现困境反转。重点推荐爱婴室、永辉超市、家家悦等，受益标的重庆百货等。

投资主线 2：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察能力的黄金珠宝龙头品牌。长期看黄金珠宝“消费+投资”逻辑未变，但竞争格局已悄然变化：传统渠道型品牌面临产品同质化困境和关店压力，而具备差异化产品力和消费者理解洞察力的部分产品型品牌则快速崛起；此外，随着年报季临近，“高股息”属性验证亦有望形成催化。重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等，受益标的曼卡龙等。

投资主线 3：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌。化妆品行业进入存量竞争时代，国货美妆积极寻求多元成长曲线，主品牌推出含自研“中国成分”的强化品牌心智，子品牌布局防晒/头皮洗护/婴童护理/彩妆等细分高潜赛道贡献收入增量。建议关注能够兼顾价盘&投放效率基础上，实现销售持续增长、份额提升的美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美生物等。

投资主线 4：关注盈利能力具备确定性的上游差异化医美产品厂商。短期医美消费承压，但重组胶原蛋白等差异化品类仍表现优异；长期看，我国医美行业“渗透率+国产化率+合规化”多重提升逻辑未变，期待消费回暖带动行业恢复。关注布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物。

表4：重点推荐毛戈平、老铺黄金、潮宏基、润本股份、丸美生物、上美股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2024 实现营收 85.06 亿元 (+167.5%)、归母净利润 14.73 亿元 (+253.9%)。古法手工金器专业第一品牌，“品牌破圈+客群扩张”有望带动店数和业绩持续高增。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2024 年实现营收 55.29 亿元 (-17.4%)、归母净利润 1.82 亿元 (-47.3%)。单 2024Q4 实现营收 16.32 亿元 (-7.5%)、归母净利润 0.47 亿元 (+93.8%)。跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2024 年实现营收 34.67 亿元 (+4.1%)、归母净利润 1.06 亿元 (+1.6%)。单 2024Q4 实现营收 9.99 亿元 (+9.7%)、归母净利润 0.59 亿元 (+1.3%)。主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2024 年实现营收 56.91 亿元 (-0.2%)、归母净利润 2.57 亿元 (+1.4%)。单 2024Q4 实现营收 15.13 亿元 (-4.6%)、归母净利润 0.48 亿元 (+42.1%)。“内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2024 实现营收 67.93 亿元 (+61.2%)、归母净利润 7.81 亿元 (+69.4%)。主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花。
300896.SZ	爱美客	医美	FY2024 实现营收 30.26 亿元 (+5.5%)、归母净利润 19.58 亿元 (+5.3%)。单 2024Q4 实现营收 6.50 亿元 (-7.0%)、归母净利润 3.72 亿元 (-15.5%)。产品、渠道、研发全方位发力深化长期竞争力，全球化布局进程加速。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2024 年实现营收 39.83 亿元 (-13.0%)、归母净利润 2.44 亿元 (-19.7%)。单 2024Q4 实现营收 11.80 亿元 (-0.3%)、归母净利润 0.72 亿元 (+10.7%)。公司聚焦核心业务，化妆品战略升级高质量发展可期，有望成为医药健康领军企业。

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	2024 年实现营收 469.24 亿元 (-19.3%)、归母净利润 1.25 亿元 (-93.8%)。 单 2024Q4 实现营收 108.24 亿元 (-41.8%)、归母净利润-10.34 亿元 (-390.3%)。 珠宝板块延续承压，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2024 实现营收 38.85 亿元 (+34.6%)、归母净利润 8.81 亿元 (+33.0%)。 稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。
2411.HK	百果园集团	专业连锁	FY2024 实现营收 102.73 亿元 (-9.8%)、归母净利润-3.86 亿元。 水果零售龙头，加盟连锁门店贡献稳定增长，ToB 业务有望打开新的增长空间。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2024 实现营收 55.39 亿元 (+57.1%)、归母净利润 20.64 亿元 (+42.1%)。 重组胶原蛋白专业护肤龙头，多维度发力，强化核心竞争力实现长期增长。
2487.HK	科笛-B	医美	FY2024 实现营收 2.80 亿元 (+101.0%)、归母净利润-4.43 亿元 (减亏)。 泛皮肤病领域新星，管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2024 年预计实现营收 567.93 亿元 (-20.5%)、归母净利润 19.50 亿元 (+12.0%)。 2024 年前三季度实现营收 525.82 亿元 (-15.3%)、归母净利润 17.76 亿元 (-9.6%)。 公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革，《三年行动计划》有望推动成长提速
603193.SH	润本股份	化妆品	2024 年预计实现归母净利润 3.0-3.1 亿元 (+33%~+37%)； 2024 年前三季度实现营收 10.38 亿元 (+25.98%)、归母净利润 2.61 亿元 (+44.35%)。 公司坚持“研产销一体化”战略，持续开发差异化的创新性新品提供溢价打开利润空间。
601933.SH	永辉超市	超市	2024 年预计归母净利润亏损 14.0 亿元 (-5.3%)。 2024 年前三季度实现营收 545.49 亿元 (-12.1%)、归母净利润-0.78 亿元。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2025Q3 实现零售值同比-14.2%，中国内地零售值同比下滑 13.0%。 宏观经济外部因素及黄金价格高企持续影响消费意愿。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 465.75 亿元 (+12.7%)、归母净利润 7.46 亿元 (+0.6%)。 单 2024Q3 实现营收 114.19 亿元 (-2.8%)、归母净利润 1.51 亿元 (-25.7%)。 公司是黄金珠宝行业核心央企，通过全产业链布局深筑黄金品类优势。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 48.59 亿元 (+8.0%)、归母净利润 3.16 亿元 (+1.0%)。 单 2024Q3 实现营收 14.28 亿元 (-4.4%)、归母净利润 0.86 亿元 (-17.2%)。 时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2024 年前三季度实现营收 77.67 亿元 (+1.7%)、归母净利润 3.90 亿元 (-4.2%)。 单 2024Q3 实现营收 25.81 亿元 (-2.2%)，归母净利润 1.23 亿元 (-17.9%)。 超市主业经营稳健，国资入主后有望实现全方位资源赋能，进一步激发增长动能。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 108.09 亿元 (-13.5%)、归母净利润 8.55 亿元 (-22.0%)。 单 2024Q3 实现营收 26.12 亿元 (-40.9%)、归母净利润 2.53 亿元 (-28.7%)。 新品牌与主品牌优势互补有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动成长。
603708.SH	家家悦	超市	2024 年前三季度实现营收 141.27 亿元 (+1.8%)、归母净利润 1.88 亿元 (-12.0%)。 单 2024Q3 实现营收 47.65 亿元 (-0.5%)、归母净利润 0.18 亿元 (-33.7%)。 公司股权激励计划有望激发内部成长动能，零食连锁与折扣超市布局值得关注。
301381.SZ	赛维时代	跨境电商	2024 年前三季度实现营收 68.02 亿元 (+55.5%)、归母净利润 1.95 亿元 (-12.2%)。 单 2024Q3 实现营收 26.24 亿元 (+63.9%)、归母净利润-0.40 亿元。 公司未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持高增。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2024 年前三季度实现营收 19.52 亿元 (+27.1%)、归母净利润 2.39 亿元 (+37.4%)。 单 2024Q3 实现营收 6.00 亿元 (+25.8%)、归母净利润 0.62 亿元 (+44.3%)。 “人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，未来高质量增长可期。

资料来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

7 / 22

2.2.1、吉宏股份：2024 年主营业务有所承压，AI 赋能+海外拓展打开成长空间

跨境电商龙头主营业务有所承压。公司发布年报：2024 年实现营收 55.29 亿元（同比-17.4%，下同）、归母净利润 1.82 亿元（-47.3%），单 2024Q4 实现营收 16.32 亿元（-7.5%）、归母净利润 0.47 亿元（+93.8%）。

2024 年跨境社交电商业务有所承压，包装业务表现相对稳健。分业务看，**(1) 跨境社交电商：**2024 年实现营收 33.66 亿元（-20.9%）、毛利率 60.8%（-2.5pct），承压明显主要系公司主动控制了汇率波动较大的日韩区域营销投放导致营收下降，同时加大欧洲、东南亚等区域品牌建设投入，但下半年通过积极调整广告投放区域、规模及客单价，实现订单快速修复。**(2) 包装：**2024 年实现营收 20.99 亿元（+0.1%）、毛利率 17.9%（-1.4pct），增速放缓主要系下游需求减弱叠加原料降价调价，后续通过持续开拓市场领域和客户群体有望维持稳健。盈利能力方面，2024 年公司综合毛利率 43.9%（-2.7pct）、净利率 3.3%（-1.6pct）。费用方面，2024 年销售/管理/研发费用率同比分别-1.5pct/+1.1pct/+0.1pct，股份支付摊销金额 1733 万元（同比减少 905 万元）。

“跨境电商+包装”双轮驱动，“AI+品牌建设+国际化布局”打开成长空间。**跨境电商：**(1) 持续加大人工智能投入，接入国内外主流模型如 ChatGPT、LlamaAI、豆包等，实现全链路数字化、智能化管理；(2) 加强品牌建设，目前已打造包括 SenadaBikes 电动自行车、Veimia 内衣、Konciwa 遮阳伞及 PETTENA 宠物用品等自有品牌。**包装：**积极践行“走出去”发展战略，致力于中东、非洲等海外市场深度拓展，持续提升市场影响力和综合竞争力。

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 2025 年 4 月 10 日信息更新报告《吉宏股份（002803.SZ）：主营业务有所承压，AI 赋能+海外拓展打开成长空间》等。

2.2.2、爱婴室：2024 年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线

2024 年公司归母净利润+1.6%，母婴主业表现稳健。公司发布年报：2024 年实现营收 34.67 亿元（同比+4.1%，下同）、归母净利润 1.06 亿元（+1.6%），实现扣非归母净利润 7209 万元（+9.8%）；单 2024Q4 实现营收 9.99 亿元（+9.7%）、归母净利润 5852 万元（+1.3%）。公司是母婴零售龙头，主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间。

毛利率受品类结构影响有所下滑，经营提效驱动费用率略降。2024 年分渠道看，公司门店/电商/母婴服务/供应商服务分别实现营收 24.84/7.20/35.6/2.23 亿元，同比分别+2.1%/+16.6%/+52.0%/-0.9%，电商业务较好。分产品看，奶粉类/食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 20.97/3.12/5.04/2.23/0.70 亿元，同比分别+9.5%/+0.4%/-2.8%/-6.9%/-11.3%；公司旗下产品销售额+8%，其中营养食品、纸尿裤、玩具、棉纺品拉动作用明显。盈利能力方面，毛利率为 26.9%（-1.5pct）。费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 19.5%/3.1%/0.8%，同比分别-1.3pct/-0.2pct/-0.2pct，经营效率稳步提升。

母婴主业持续推进线上线下融合，万代 IP 授权创造第二增长曲线。**(1) 线下：**2024 年在购物中心内累计新开 62 家母婴门店（同比增加 21 家），在高线市场头部商圈占据重要份额；现有门店采取“一店一策”调改，2024 年共调改 35 家。**(2) 线上：**通过多平台拓展和多品牌入驻，并通过“直播+达人”提升品牌影响力，2024 年线上销

售达 7.20 亿元 (+17%)。(3) **万代合作**：2024 年 12 月首家高达基地落地苏州，成功进军 IP 零售市场；2025 年 3 月 29 日万代官方拼装模型店在苏州开业，通贩店 IP 更全、开店空间更大。公司母婴主业稳中向好，万代合作具备稀缺性，未来新店拓展叠加经营效率提升，驱动持续成长。

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 2025 年 4 月 9 日信息更新报告《**爱婴室(603214.SH)：2024 年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线**》等。

2.2.3、老铺黄金：2024 年归母净利润同比+253.9%，高端中式黄金龙头扬帆出海

品牌破圈和渠道升级驱动业绩高增长。公司发布业绩公告：2024 年营收 85.06 亿元（同比+167.5%，下同）、归母净利润 14.73 亿元（+253.9%）；单 2024H2 营收 49.85 亿元（+182.9%）、归母净利润 8.84 亿元（+302.7%）。此外拟每股派息 6.35 元。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动公司同店收入高增长。**品牌端**：老铺黄金品牌持续扩圈，凭借在工艺、审美、文化主题方面的长期积累，以及对核心消费群体偏好的深度理解，实现会员人数快速增长，截至 2024 年底忠诚会员数达 35 万人。**产品端**：重视研发创新，董事长亲自担任研发总监，推动产品持续优化、推新、迭代，截至 2024 年底公司已创作出近 2000 项原创设计。**渠道端**：2024 年公司线上业务快速成长，实现收入 10.55 亿元，同比增长 192.2%；线下方面，截至 2024 年底公司门店总数 36 家（新增 7 家、优化扩容 4 家）、入驻高端商场 26 个，平均单个商场收入 3.28 亿元，实现在中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中排名第一。受益品牌影响力增强和高端商圈拓展、门店面积扩大，2024 年公司同店收入同比增长 121%。

国内店效提升+海外市场拓展，老铺黄金致力打造“世界黄金第一品牌”。公司在持续优化国内店效同时，也坚定追求品牌国际化和市场全球化，致力于将老铺黄金打造为具备强市场竞争力的“世界黄金第一品牌”。**国内**：通过店铺扩容、区位优势及 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。**海外**：从新加坡等地顶级商圈起步，采取先华人市场、后西方市场策略，以金器等产品为特色，在海外消费群体中建立老铺黄金全品类高端黄金品牌的形象。

详见开源零售 2025 年 1 月 9 日首次覆盖报告《**老铺黄金(6181.HK)：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”**》和 2025 年 4 月 6 日信息更新报告《**老铺黄金(6181.HK)：品牌破圈、渠道升级，高端中式黄金龙头扬帆出海**》等。

2.2.4、毛戈平：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上

2024 年公司收入利润增长均超 30%，高端品牌势能持续向上。公司发布业绩公告：2024 年的营业收入 38.85 亿元（同比+34.6%，下同）、归母净利润 8.81 亿元（+32.8%），经调整年内利润 9.24 亿元（+39.2%），业绩符合预期，护肤线与彩妆协同发展。

加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率基本保持平稳。分业务看，2024 年彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 23.04/14.29/1.52 亿元，同比分别+42.0%/+23.2%/+45.8%，分别占比 59.3%/36.8%/3.9%。**分渠道看**，线上/线下渠道实现营收 17.84/19.49 亿元，同比分别+51.2%/+21.6%。**盈利能力方面**，2024 年公司毛利率 84.4%（-0.4pct），其中彩妆/护肤/化妆艺术培训业务毛利率分别为 83.6%/87.2%/69.0%；销售/管理/研发费用率为 49.0%/6.9%/0.6%，同比分别+0.1pct/+0.2pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳。

彩妆护肤协同发展，发力高端渠道利好同店，高端品牌形象持续深化。彩妆端，公司以彩妆为基本盘，均价持续提升（+6.4%），2024年光感无痕粉膏系列销售超4亿元（占彩妆近20%），鱼子气垫、皮肤衣、空气唇釉仍有较大发展潜力，此外“气蕴东方”香水系列上新，另储备有多款香水待上市。护肤端，鱼子面膜零售额超8亿元（占护肤近60%），鱼子系列其他产品如鱼子安瓶精华、鱼子菁华水亦有放量空间，2025年初上新身体系列布局新品类。线下端，2024年自营及经销专柜分别为378/31个，线下复购率达34.9%（+2.1pct），持续开拓武汉SKP、成都SKP等超高端渠道，强化高端国妆定位并助于同店提升。线上端，2025年38大促毛戈平首次进入天猫美妆TOP20榜单，并登顶抖音彩妆香水榜单，线上通过加强营销活动持续拓新客，老客线上复购率也持续增加，未来线上有望维持较快增速。

详见开源零售2025年2月19日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》和2025年4月1日信息更新报告《毛戈平（1318.HK）：2024年收入利润增长超30%，高端品牌势能持续向上》等。

2.2.5、巨子生物：2024年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证

公司2024年归母净利润同比+42.1%，重组胶原蛋白龙头一路高歌。公司发布业绩公告：2024年实现营收55.39亿元（同比+57.2%，下同）、归母净利润20.62亿元（+42.1%），经调整利润21.52亿元（+46.5%），业绩增长强劲。

胶原棒势能持续释放，第二梯队焦点和胶卷系列起势迅速。分品类来看，2024年护肤品/敷料/保健食品实现营收43.02/12.18/0.18亿元，同比分别+62.5%/+41.5%/+15.0%。分品牌看，可复美实现营收45.42亿元（+62.9%），高增主要系明星单品胶原棒的稳健增长以及新品焦点面霜的成功推出，根据蝉妈妈和炼丹炉数据，2024年胶原棒GMV近24亿元，销售量529万件，焦点面霜推出9个月实现线上2.77亿元GMV；可丽金实现营收8.41亿元（+36.3%），胶卷系列登上天猫、抖音多个榜单前列。分渠道看，直销/经销实现营收41.34/14.05亿元，同比分别+70.8%/+27.3%。盈利能力方面，2024年公司毛利率为82.1%（-1.5pct），主要受产品成本上升和品类结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为36.3%/2.7%/1.9%，同比分别+3.2pct/持平/-0.2pct。

产品渠道研发多点发力，全渠道布局成效显著。产品端：可复美形成一大医疗器械系列+四大功效护肤系列，明星单品胶原棒及焦点系列等新品表现优异，2024年618和双11大促销售分别+60%/+80%；可丽金强化抗老心智，大膜王、嘭嘭次抛放量，胶卷系列提速显著，2024年618和双11大促销售分别+100%/+150%。渠道端：公司以线上+线下、专业+大众的思路进行全渠道布局。线下产品进入约1700家公立医院、3000家私立医院和诊所；线上根据平台特性匹配差异化运营策略，实现全域渠道增长。研发端：推进III类医疗器械产品研发，获骨修复材料注册证及重组胶原蛋白填充剂优先审批。

详见开源零售2023年6月28日首次覆盖报告《巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和2025年3月28日信息更新报告《巨子生物（2367.HK）：2024年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证》等。

2.2.6、科笛-B：2024年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动

2024年营收同增103%，多管线为业绩扭亏注入动能。公司发布业绩公告：2024年实现营收2.80亿元（同比+103.2%，下同）、归母净利润-4.34亿元（亏损收窄）、经

调净利润-3.65 亿元（亏损扩大 3.7%），经营层面亏损占收入的比例进一步收窄。

毛发及护肤产品表现突出，盈利能力保持稳定。 **毛发：**公司在毛发疾病及护理领域取得显著进展，相关产品收益占比持续提升。核心产品 CUP-MNDE（米诺地尔喷雾剂）表现突出，稳居天猫跨境米诺地尔品类销量榜首，整体复购率和客服询单转化率持续高于行业平均水平。 **护肤：**欧玛油橄榄系列表现亮眼，贡献超过 70% 的皮肤护理销量。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 51.3%，较 2023 年-0.3pct，维持稳定。

商业化能力持续验证，2025 年有望迎来业绩新增长点。 **现有产品：**公司毛发疾病及护理产品和皮肤护理产品持续放量，2024 年 618 和双 11 大促分别实现 5600 万元和 1.1 亿元的 GMV；CU-10201（外用米诺环素）于 2024 年 11 月获批，适用于 9 岁以上青少年及成人重度痤疮，产品优势突出。 **在研管线：**公司多个在研管线有望陆续落地，（1）CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）有望尽快获得在国内进行商业化的监管批准，其是全球首个获批用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品；（2）CU-30101（利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理；（3）CU-20401（重组突变胶原酶）于 2024 年 12 月完成治疗额下脂肪堆积的 II 期临床试验，展现出良好疗效和安全性。公司已形成覆盖毛发疾病、皮肤护理和医美领域的多元化产品布局，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

详见开源零售 2024 年 3 月 6 日首次覆盖报告《科笛-B (2487.HK)：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台》和 2025 年 3 月 27 日信息更新报告《科笛-B (2487.HK)：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动》等。

2.2.7、豫园股份：2024 年归母净利润同比下滑 93.8%，积极调整应对挑战

公司 2024 年营收同比-19.3%，归母净利润同比-93.8%，降幅较大。公司发布年报：2024 年实现营收 469.24 亿元（同比-19.3%，下同）、归母净利润 1.25 亿元（-93.8%）；2024Q4 营收 108.24 亿元（-41.8%）、归母净利润-10.34 亿元；利润下滑主要原因系内需疲软导致收入端承压，叠加房地产项目计提减值同比增加；此外拟每 10 股派发现金红利 1.90 元。

珠宝时尚业务继续承压，积极调整业务布局适应市场变化。2024 年公司珠宝时尚业务实现营收 299.77 亿元（-18.4%），因金价高位波动等因素影响终端动销有所下滑；业务毛利率为 8.25%，同比提升 0.57pct。渠道端，2024 年末公司“老庙”和“亚一”两大品牌门店数合计为 4615 家，较 2023 年末净关店 379 家；公司积极推进渠道结构调整，加速老庙新模式门店落地，截至 2024 年末，老庙新模式智选门店已突破 800 家。产品端，古韵金产品销售达 75 亿元（-15.7%），新品方面老庙贯彻“好运文化”基因，上新适配年轻消费者的“一串好运” 2.0 新品，提升计件类产品销售占比，向高毛利销售升级转型。

公司“产业运营+产业投资”双轮驱动，积极推动新兴消费赛道布局。2024 年公司持续优化各消费产业，“产业运营+产业投资”战略持续推进：（1）餐饮管理与服务板块实现营收 11.61 亿元（-18.3%）；（2）食品百货板块实现营收 10.60 亿元（-31.2%）；（3）化妆品板块实现营收 2.98 亿元（-34.0%）；（4）时尚表业板块实现营收 6.91 亿元（-4.2%）。（5）度假村板块实现营收 8.64 亿元（-8.4%）。面对经济周期性压力与消费市场波动，公司展现高度市场敏锐度和应变能力，积极寻求多形式外延发展机会，不断深化新兴消费赛道布局。

详见开源零售 2020 年 9 月 21 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 2025 年 3 月 26 日信息更新报告《豫园股份 (600655.SH): 珠宝时尚业务继续承压, 积极调整应对挑战》等。

2.2.8、福瑞达: 2024 年归母净利润同比下滑 19.7%, 剔除地产业绩表现稳健

2024 年公司归母净利润同比下滑 19.7%, 剔除地产业绩表现稳健。公司发布年报: 2024 年实现营收 39.83 亿元 (同比-13.0%, 下同)、归母净利润 2.44 亿元 (-19.7%), 实现扣非归母净利润 2.15 亿元 (+54.5%), 剔除地产影响全年表现稳健, 此外 2024 年合计分红比例达 45.92%。

颐莲增势较好, 医药业务调整后下半年企稳回升, 盈利能力持续改善。2024 年分业务来看, 化妆品: 营收 24.75 亿元 (+2.5%)、毛利率 62.6% (+0.4pct), 颐莲、瑗尔博士营收分别为 9.63 亿元(+12.4%)/13.01 亿元(-3.5%)。医药: 营收 5.12 亿元(-1.4%)、毛利率 52.3% (-1.1pct), 主要受医药行业政策变动的影 响, 公司业务调整后下半年已实现企稳回升。原料: 营收 3.43 亿元 (-2.4%)、毛利率 35.9% (+3.6pct), 聚焦高端产品改善盈利能力。此外, 2024 年公司综合毛利率为 52.7% (+6.2pct), 产品结构升级带动毛利率上升; 销售/管理/研发费用率分别为 36.7%/4.6%/4.2%, 同比分别 +5.1pct/-0.3pct/+0.8pct, 品牌费用投放力度加大推动销售费用率提升。

期待 2025 年全年化妆品稳中向好, 原料业务加快高端化转型化妆品。颐莲喷雾线打造 IP 联名产品, 喷雾 2.0 实现销售同比+35%, 膨润产品线实施“亿元面霜”计划, 膨润霜销售同比+18%; 瑗尔博士益生菌系列面膜和水乳销售分别突破 5 亿元和 1.7 亿元, 闪充产品线销售同比+9%; 珂溢胶原次抛大单品双 11 首场大促销售额突破 2000 万元; 渠道端, 线上持续精细化运营, 线下颐莲、瑗尔博士 2024 年累计销售近 3 亿元。医药: 黄精原浆植物饮料等多款药食同源功能性食品上市, 通宣理肺胶囊销量同比+37%。原料: 加快高端化转型, 扩大食品级、化妆品级产品定制化服务; 玻璃酸钠原料药获出口欧盟原料药证书。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《福瑞达 (600223.SH): 生物医药+生态健康双轮驱动, 打造大健康生态链》和 2025 年 3 月 26 日信息更新报告《福瑞达 (600223.SH): 剔除地产业绩表现稳健, 期待化妆品业务稳中有升》等。

2.2.9、上美股份: 2024 年归母净利润+69.4%, 国货美妆龙头多面开花

2024 年归母净利润+69.4%, 公司多渠道、多品牌全面开花。公司发布业绩公告: 2024 年实现营收 67.93 亿元 (同比+62.1%, 下同)、归母净利润 7.81 亿元 (+69.4%), 符合市场预期。

2024 年主品牌韩束增势较强, 多渠道扩张推动销售费用率提升。分品牌看, 主品牌韩束实现营收 55.91 亿元 (+80.9%), 线上 GMV 位列国货美妆第二, 增速位列头部美妆第一, X 肽面霜 2024 年双十一期间销售 4000 万元; Newpage 一页/红色小象/一叶子分别实现收入 3.76 亿元 (+146.3%)/3.76 亿元 (+0.1%)/2.29 亿元 (-35.7%)。分渠道看, 线上/线下渠道收入分别为 61.50 (+71.4%)/5.78 亿元 (+7.1%), 线上货架和兴趣电商协同发展, 线下稳健。盈利能力方面, 2024 年公司毛利率 75.2% (+3.2pct), 系产品结构变化带动韩束毛利率提升所致; 销售/管理/研发费用率分别为 58.1%/3.6%/2.6%, 同比分别+4.7pct/-1.4pct/-0.4pct, 线上竞争加剧叠加渠道扩张推动销售费用率提升。

韩束 6 大 BU 协同发展, Newpage 一页势头较猛, 新品牌预计尽快面世。韩束: 主品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型, 建立 6 大 BU 协同发展, 爆品蛮腰套盒势能

延续，抖音端自播和商品卡发力，预计有助于改善利润；天猫端推出 X 肽、次抛等新品攻克大单品打法，此外男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，目前新品均起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。**Newpage 一页**：聚焦大单品策略，以安心霜为切入点拓展中大童以及青少年线，目标成为婴童全年龄功效护肤品牌，低基数下空间较大。**其他品牌**：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，红色小象通过“美+护”战略扭亏向好；此外，公司计划尽快推出婴童护理品牌面包超人以及与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty。

详见开源零售 2024 年 10 月 6 日首次覆盖报告《上美股份 (2145.HK)：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和 2025 年 3 月 25 日信息更新报告《上美股份 (2145.HK)：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花》等。

2.2.10、爱美客：2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长

公司 2024 年营收同比+5.5%，归母净利润同比+5.3%。公司发布年报：2024 年实现营收 30.26 亿元（同比+5.5%，下同）、归母净利润 19.58 亿元（同比+5.3%），表现稳健；单 Q4 实现营收 6.50 亿元（同比-7.0%）、归母净利润 3.72 亿元（同比-15.5%）。

大单品嗨体保持韧性，凝胶类高毛利产品占比提升带动盈利能力上行。分产品来看，2024 年公司溶液类产品实现营收 17.44 亿元同比（同比+4.4%），毛利率 93.8%（同比-0.7pct），核心单品嗨体继续保持市场领先地位；凝胶类产品实现营收 12.16 亿元（同比+5.0%），毛利率 98.0%（同比+0.5pct），预计主要系高毛利产品占比提升所致；面部埋植线实现营收 680 万元（同比+14.9%）。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 94.6%（同比-0.5pct），主要受行业竞争加剧和成本上升的影响，但仍保持在行业领先水平；净利率为 64.7%（同比持平）。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 9.2%/4.1%/10.0%，同比分别+0.1pct/-1.0pct/+1.3pct。

产品、渠道、研发多管齐下，巩固核心竞争力助力未来持续增长。产品端：预计 2025 年嗨体维持稳健增长，濡白天使凭借再生材料技术优势巩固市场地位，如生天使加速临床应用场景渗透。研发端：目前公司已获得 11 张 III 类医疗器械注册证，其中医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶已于 2024 年 10 月获批，重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得药监局临床试验批件，米诺地尔搽剂、利多卡因丁卡因乳膏等已进入注册申报阶段，管线陆续落地支撑中长期增长动能。渠道端：公司通过收购韩国 REGEN Biotech 开启全球化布局新篇章，发挥双方在产品+渠道+生产端的多维协同效应。

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 2025 年 3 月 24 日信息更新报告《爱美客 (300896.SZ)：2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长》等。

2.2.11、永辉超市：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速

公司 2024 年前三季度营收同比-12.1%，利润端承压明显。公司 2024Q1-Q3 实现营收 545.49 亿元（同比-12.1%，下同）、归母净利润-0.78 亿元（2023 年同期为 0.52 亿元）；2024Q3 实现营收 167.70 亿元（-16.4%），归母净利润-3.53 亿元（2023 年同期为-3.21 亿元）。我们认为，公司加快转型步伐，学习胖东来深化门店调改，有望迈过拐点再出发。

公司前三季度主营业务收入有所承压，盈利能力下滑公司主营收入。分地区来看，2024Q1-Q3 东南/华北/华东/华西/西南/华南/华中地区分别实现营收

87.03/54.82/115.27/101.65/88.14/23.46/42.15 亿元，同比分别-12.0%/-10.3%/-15.2%/-10.8%/-5.9%/-12.3%/-11.5%，承压主要系一方面消费环境相对低迷，另一方面则是公司进行门店调优，门店总数较2023年同期减少所致。盈利能力方面，2024Q3公司实现综合毛利率19.2%（-1.7pct）；费用方面，2024Q3销售/管理/财务费用率分别为19.1%/2.9%/1.6%，同比分别持平/+0.5pct/-0.1pct。

学习胖东来深化门店调改，改革供应链发力选品、自有品牌建设等。自2024年6月起，永辉超市启动学习胖东来门店调改，截至10月底，调改门店总数达到10家。从完成调改的门店样本看，均实现了客流及日销的亮眼增长，整体已能达到较高标准化水平，体现出相对成熟的方法论，涵盖商品、门店布局、人员等多方面。供应链方面进步尤其明显，2024Q3推出自有品牌SKU共23支，通过小红书官方种草、抖音内容宣发，提升产品市场曝光度和销售潜力。其中，精粮啤酒系列商品9支，从5月上市月均销售额520万元，德式小麦啤酒月均210万元。此外，调改组也正着手拟定调改白皮书，帮助后续调改标准化铺开，接下来永辉超市门店调改即将进入加速阶段。

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，“到店到家”巩固主业护城河》和2024年11月2日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速》等。

2.2.12、周大生：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能

公司2024年前三季度营收同比-13.5%，归母净利润同比-21.9%，持续承压。公司2024Q1-Q3实现营收108.09亿元（同比-13.5%，下同）、归母净利润8.55亿元（-21.9%）；2024Q3实现营收26.12亿元（-40.9%）、归母净利润2.53亿元（-28.7%）。我们认为，公司渠道稳步扩张提高市占率，推进黄金品类体系化建设，待金价趋稳，有望恢复增长弹性。

金价高位波动抑制动销，加盟商备货信心受到明显冲击影响加盟业务。分产品看，2024Q1-Q3公司镶嵌类/素金类产品分别实现营收5.85/88.96亿元，分别同比-22.5%/-15.0%；分渠道看，2024Q1-Q3公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入13.54/16.53/76.60亿元，分别同比+9.8%/+5.9%/-19.8%，加盟业务下滑主要系金价高位波动抑制动销，加盟商出于备货成本、资金周转等考虑，会更大幅度减少进货。盈利能力方面，2024Q3公司毛利率为27.5%（+9.7pct）、净利率为9.7%（+1.6pct），盈利能力提升或主要受益于金价上涨，但由于黄金租赁工具的使用，大部分会与公允价值变动、投资收益等相抵消；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为11.3%/0.9%/0.3%，同比分别+6.3pct/+0.4pct/+0.3pct，销售费用率提升明显主要因为直营渠道扩张，带来相关费用增长。

渠道规模逆势扩张，把握“国风国潮”趋势推动自主黄金产品研发。（1）渠道：2024Q1-Q3公司线下新开/净开门店474家/129家，期末门店总数达5235家，其中加盟/自营分别净开111/18家，双管齐下有望进一步打开市场空间。（2）产品：公司精准把握“国潮国风”消费趋势，丰富产品矩阵，并迭代优化黄金产品体系，推出了国家宝藏×周大生IP联名新品，以国宝文物为针，黄金珠宝为线，在形与神、意与境的和谐交融中，让东方美学再度焕发新生。

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》和2024年11月1日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能》等。

2.2.13、潮宏基：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店

公司 2024 年前三季度营收同比+8.0%，归母净利润同比+1.0%，表现稳健。公司 2024Q1-Q3 实现营收 48.59 亿元(同比+8.0%，下同)、归母净利润 3.16 亿元(+1.0%)；2024Q3 实现营收 14.28 亿元 (-4.4%)、归母净利润 0.86 亿元 (-17.2%)。我们认为，公司以时尚珠宝打造差异化特色，一口价黄金产品契合消费趋势，渠道扩张叠加品牌力提升驱动持续成长。

三季度营收表现优于行业，费用率稳中有降、净利率止跌企稳。2024 年 7-9 月金银珠宝社零数据分别同比-10.4%/-12.0%/-7.8%，而公司 2024Q3 营收同比-4.4%，优于行业大盘。盈利能力方面，2024Q1-Q3/2024Q3 毛利率分别为 24.2%/24.2%，分别同比 -2.6pct/-2.3pct，环比来看，2024 年以来单季度毛利率已趋于稳定；2024Q1-Q3/2024Q3 净利率分别为 6.5%/6.0%，分别同比-0.5pct/-1.0pct。期间费用方面，2024Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 12.2%/2.2%/0.4%，同比分别 -0.3pct/-0.2pct/-0.1pct，费用率有所下降。

发力加盟渠道逆势扩张，巩固产品核心竞争力强化品牌势能。(1) 渠道扩张：公司持续发力加盟模式开拓市场，2024Q1-Q3 潮宏基珠宝净增加盟店 126 家，2024Q3 总珠宝门店净增 40 家，期末总门店数已达到 1491 家，在行业整体承压环境下，公司仍保持逆势扩张，彰显强劲品牌势能与差异化优势。(2) 产品迭代：公司持续迭代品牌印记型产品，与国际著名艺术家/设计师联名设计的“花丝·如意”、“花丝·圆满”系列，以及“臻金·梵华”等系列新品均广受好评。公司加大优势黄金品类产品线研发，优化 IP 系列布局，成效显著。(3) 品牌出海：2024 年 8 月，公司在马来西亚吉隆坡的头部商圈 IOI Citymall 开设品牌首家海外门店，将品牌特色东方时尚珠宝呈现给海外消费者，稳步推进全球战略布局，进一步提升品牌在国际市场的曝光度及行业影响力。

详见开源零售 2022 年 3 月 7 日首次覆盖报告《潮宏基 (002345.SZ)：东方时尚珠宝龙头品牌，发力加盟扩张驱动高成长》和 2024 年 10 月 31 日信息更新报告《潮宏基 (002345.SZ)：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店》等。

2.2.14、丸美生物：2024Q3 归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化

2024Q3 归母净利润同比增长 44.32%，业绩表现亮眼。公司 2024Q1-Q3 实现营收 19.52 亿元 (+27.1%)、归母净利润 2.39 亿元 (+37.4%)，其中 2024Q3 实现营收 6.00 亿元 (+25.8%)、归母净利润 0.62 亿元 (+44.3%)，业绩表现亮眼。

眼部类和美容类表现亮眼，产品结构持续优化带动盈利能力提升。分品类看，2024Q3 眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 1.24 亿元(+22.3%)/2.16 亿元(+15.1%)/0.55 亿元 (+12.2%) /2.02 亿元 (+54.1%)，小红笔眼霜、底妆系列大单品表现较好带动眼部、美容品类增长；平均售价方面，2024Q3 眼部类+9.49%、护肤类+43.07%，洁肤类+11.22%，美容类-16.55%，护肤品类售价上升主要系售价较高的重组胶原系列产品收入占比提升。分品牌看，预计主品牌丸美表现稳健，第二梯队品牌恋火增长较快。盈利能力方面，公司 2024Q3 毛利率和净利率分别为 74.5% (+2.1pct) /10.4% (+1.3pct)，产品结构不断优化、高客单大单品占比提升带动盈利能力持续改善。费用方面，2024Q3 公司销售/管理/研发费用率分别为 58.9%/4.1%/3.1%，同比分别 -0.2pct/-1.3pct/-0.1pct，费用下降主要系公司持续降本增效、运营效率优化所致。

主品牌丸美+第二曲线品牌恋火品牌矩阵稳固，未来高质量增长可期。产品：公司持

续优化产品结构，核心大单品集中度提升，小金针等重组胶原蛋白产品表现突出。品牌：公司主品牌+第二曲线品牌矩阵较为稳固，丸美夯实眼部护理专家+抗衰老大师心智，恋火通过“看不见”/“蹭不掉”系列强化底妆心智，双十一首次上架李佳琦直播间表现亮眼。渠道：主打分渠推品，线下以晶致系列、多肽系列等为主；线上主推小红笔、小金针等大单品系列，多平台深化精细化运营表现良好。此外，公司拟每10股派发现金红利2.50元（含税），分红率41.98%。

详见开源零售2024年5月29日首次覆盖报告《丸美生物（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期》和2024年10月28日信息更新报告《丸美生物（603983.SH）：2024Q3归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化》等。

2.2.15、朗姿股份：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张

医美连锁机构龙头三季度经营略承压。公司2024Q1-Q3实现营收41.78亿元（同比+1.45%，下同）、归母净利润2.09亿元（-4.87%）、扣非归母净利润1.80亿元（+11.29%）；其中2024Q3实现营收12.65亿元（-6.80%）、归母净利润0.42亿元（-17.21%）、扣非归母净利润0.40亿元（+10.60%），预计系居民消费意愿低迷导致承压。

医美业务版图进一步扩张，前三季度毛利率稳中有升。医美业务方面，北京丽都、湖南雅美于三季度纳入公司合并报表，截至2024Q3公司已有40家医美机构（米兰柏羽4家、晶肤医美29家、韩辰医美2家、高一生1家、武汉五洲1家、郑州集美1家、北京丽都1家、湖南雅美1家），分布于成都、西安、深圳、北京等城市。盈利能力方面，2024Q1-Q3公司综合毛利率为58.9%（+1.6pct）稳中有升。期间费用方面，2024Q1-Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为39.8%/8.7%/1.9%/1.7%，同比分别-0.4pct/+0.7pct/+0.3pct/持平，整体相对稳定。

外延扩张+纵向深化+异业拓展，全方位加码泛美业布局。除了通过收并购医美机构外延扩张以外，公司也通过其他方式持续加码泛美业布局，（1）纵向延展深化：公司9月发布公告，拟参股“朗曦姿颜”正式进军医美上游产品领域，以期及时掌握医美上游产品的研发创新和技术迭代信息，同时提高供应链稳定性、集团采购议价能力；（2）横向异业拓展：另外公司旗下晶肤医美推出更加社区化、生活化的生活美容子品牌“晶肤美瑟”，未来有望在“医美+生美”的双美模式上进一步探索。我们认为，公司已建立从“衣美”到“医美”的时尚业务方阵，医美业务全国化布局已现雏形，并进一步通过“外延扩张+纵向深化+异业拓展”加码泛美业布局，未来有望持续打开成长空间。

详见开源零售2022年12月16日首次覆盖报告《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》和2024年10月28日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张》等。

2.2.16、润本股份：2024Q3归母净利润同增32%，婴童护理表现良好

2024Q3归母净利润同比增长32.0%表现亮眼。公司2024Q1-Q3实现营收10.38亿元（+32.0%）、归母净利润2.61亿元（+44.3%），其中2024Q3实现营收2.93亿元（+20.1%）、归母净利润0.81亿元（+32.0%）。公司是“驱蚊+婴童护理”细分龙头，平价消费顺应消费趋势，组织灵活+高度自产构筑底层优势，推新品有望持续成长。

秋冬旺季来临带动婴童护理业务增长提速，利息收入提升带动净利率提高。分品类看，2024Q3公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收0.89/1.50/0.46亿元，同比分别+16.2%/+26.7%/+15.3%，换季气温变化影响下，驱蚊业务降速，婴童护理业务增

长较好；此外，2024Q3 驱蚊类产品平均售价同比+2.2%、婴童护理类+2.2%、精油类+14.1%，产品升级战略背景下定价维持稳中向好态势。分渠道看，根据久谦数据测算，2024Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别+55.3%/+11.0/+7.4%。盈利能力方面，2024Q3 毛利率和净利率分别为 57.6% (+0.1pct) /27.6% (+2.5pct)。费用方面，2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/2.5%/3.4%/-3.2%，同比分别+1.4pct/-0.1pct/+0.8pct/-3.0pct，闲置募集资金贡献利息收入导致财务费用下滑。

新品蛋黄油面霜表现亮眼，拟建智能工厂拓展产能天花板。渠道端，品效合一的抖音渠道快速增长有望带动品牌势能外溢，继而驱动线上线下全渠道增长。产品端，新品蛋黄油特护精华霜跻身抖音宝宝面霜爆款榜 TOP3(截至 10 月 22 日)表现亮眼，持续验证公司爆品打造能力。生产端，公司于 9 月 23 日发布公告，拟投资 7 亿元建设“润本智能智造未来工厂”，预计在 4 年内投产运营，投产后 1 年内达产，智能工厂建成有利于巩固提升公司产品创新实力、进一步拓展产能，并满足消费者不断增长的多样化需求。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《润本股份 (603193.SH)：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌》和 2024 年 10 月 23 日信息更新报告《润本股份 (603193.SH)：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好》等。

表5：本周永辉超市、爱婴室、家家悦表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
002345.SZ	潮宏基	买入	8.86	0.57%	0.43	0.52	0.61	21	17	15
600612.SH	老凤祥	买入	48.84	-5.18%	3.73	4.17	4.56	13	12	11
002867.SZ	周大生	买入	13.08	-2.24%	0.99	1.14	1.30	13	11	10
600916.SH	中国黄金	买入	8.67	-1.25%	0.58	0.70	0.81	15	12	11
600655.SH	豫园股份	买入	5.53	-2.30%	0.03	0.32	0.38	184	17	15
603193.SH	润本股份	买入	34.00	-5.19%	0.78	0.96	1.18	44	35	29
603983.SH	丸美生物	买入	37.55	1.46%	0.94	1.21	1.51	40	31	25
300957.SZ	贝泰妮	买入	42.09	-4.82%	1.97	2.44	2.99	21	17	14
688363.SH	华熙生物	买入	48.00	-3.56%	0.36	1.50	1.87	133	32	26
600223.SH	福瑞达	买入	7.51	-5.06%	0.24	0.29	0.33	31	26	23
300740.SZ	水羊股份	买入	11.43	-5.15%	0.50	0.75	0.95	23	15	12
300896.SZ	爱美客	买入	183.08	1.05%	6.47	7.31	8.25	28	25	22
002612.SZ	朗姿股份	买入	15.50	-4.20%	0.58	0.88	1.05	27	18	15
300592.SZ	华凯易佰	买入	11.52	-5.65%	0.95	1.26	1.52	12	9	8
002803.SZ	吉宏股份	买入	12.94	2.45%	0.47	0.63	0.81	28	21	16
301381.SZ	赛维时代	买入	19.40	-12.61%	1.14	1.51	1.94	17	13	10
603214.SH	爱婴室	买入	23.68	13.85%	0.77	1.01	1.22	31	23	19
601933.SH	永辉超市	买入	6.03	18.24%	-0.04	0.03	0.09	-151	201	67
603708.SH	家家悦	买入	10.97	6.71%	0.34	0.40	0.47	32	27	23
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.64	5.22%	0.42	0.44	0.46	13	13	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/4/11）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：永辉超市、TEMU、胶原蛋白、PRADA、京东母婴等

【千亿扶持】拼多多宣布投 1000 亿扶持商家

4月7日消息，拼多多“商家权益保护委员会”宣布，平台将推出重磅惠商计划——“千亿扶持”，未来三年内拟投入资金、流量等资源超过 1000 亿元，加码高质量电商生态建设。（来源：亿邦动力公众号）

【永辉超市】永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》

4月7日消息，面对国际经济格局振荡和贸易形势变化，永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》，公开向出口受阻的中国制造企业开通“绿色通道”，并通过“品质计划”提供推广扶持，同时永辉超市化身“市场助手”，与工厂共同研发新品，协助优质供应链企业实现产品升级。（来源：永辉同道公众号）

【TEMU】TEMU 正式进军马尔代夫市场

4月9日消息，TEMU 宣布进军马尔代夫市场，为当地消费者提供跨境网购服务。同时，TEMU 与马尔代夫邮政有限公司达成战略合作，将依托后者完善的物流网络，为马尔代夫全国提供多种配送服务。（来源：亿邦动力公众号）

【胶原蛋白】全球首个注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶获批

4月9日，由山西锦波生物医药股份有限公司自主研发生产的全球首个“注射用重组III型人源化胶原蛋白凝胶”正式获批。这是锦波生物自主研发生产的第三个采用生物新型材料——重组人源化胶原蛋白制备的 III 类植入医疗器械，标志着生物材料领域的又一次重大技术突破。（来源：锦波生物公众号）

【华润万家】华润万家推行四大举措，助力外贸企业转内销

4月9日消息，华润万家正式推出四大举措助力外贸企业开拓内销市场，有望打破传统外贸转内销的“信息壁垒”与“渠道梗阻”，实现从“产品输出”到“生态共建”的转型升级。（来源：职业零售网公众号）

【PRADA】PRADA 将以 13.75 亿美元收购 Versace

4月10日消息，意大利奢侈品巨头 PRADA 在港交所发布公告，计划以 13.75 亿美元的价格收购意大利时尚品牌 Versace。交易完成后，Versace 将成为 PRADA 全资附属公司，保留原有品牌创意团队，但供应链、渠道资源将全面整合至 PRADA 体系。（来源：亿邦动力公众号）

【京东母婴】京东母婴业务 2024 年全年订单量增长近 20%

4月10日消息，2024 年关注京东母婴的用户近 2.5 亿，母婴商品全年购买用户数突破 6000 万，全年用户量同比增长 12.5%、销售额同比增长 14%、订单量同比增长近 20%，均远超行业水平。（来源：职业零售网公众号）

【珀莱雅】珀莱雅官宣国际化研发天团

4月10日消息，珀莱雅官宣 4 位研发负责人，4 位研发负责人均有国际美妆的丰富从业经历。珀莱雅将通过吸纳 4 位研发负责人，完善从原料端到成品端所有关键环节的研发

布局。(来源：化妆品观察公众号)

【盒马生鲜】盒马将面向外贸企业开放入驻

4月11日消息，盒马即日起面向外贸企业正式开放24小时绿色入驻通道，匹配高效的物流供应链支撑、联合开发自有品牌创新商品，助力中国优质的外贸企业开拓国内市场。(来源：职业零售网公众号)

【美团小象】小象超市湖南首店正式落地长沙

4月11日消息，长沙市2025年消费促进系列活动暨美团小象超市长沙开城启动仪式日前举行，美团宣布小象超市湖南首店正式落地长沙，并计划投放2000万元消费券。(来源：亿邦动力公众号)

3.2、大事提醒：关注多家公司年报披露等

表6：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露日期等

日期	公司名称	重大事项
4月15日	百联股份	年报预计披露日期
4月18日	华致酒行	年报预计披露日期
4月19日	重庆百货	年报预计披露日期
4月19日	华韩股份	年报预计披露日期
4月22日	锦波生物	年报预计披露日期
4月22日	登康口腔	年报预计披露日期
4月22日	百亚股份	年报预计披露日期
4月23日	华凯易佰	年报预计披露日期
4月23日	科思股份	年报预计披露日期
4月23日	敷尔佳	年报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：2025中国国际珠宝首饰展览会等

日期	主题	重大事项
4月17日	美妆	2025CCBE 成都美博会
4月17日	珠宝首饰	2025中国国际珠宝首饰展览会
4月23日	美妆	ICIC 2025 国际化妆品创新大会
4月23日	美妆	2025第13届山东济南国际美容化妆品行业博览会
5月8日	电商	2025长江流域跨境电商及新电商博览会
5月9日	零售	第二十五届中国零售业博览会(2025CHINASHOP)
5月13日	电商	ICBE 2025 国际跨境电商交易博览会
5月16日	零售	RDMS 2025 中国零售数字化与营销创新峰会
5月23日	潮玩	2025第二届义乌国际玩具与婴童用品博览会
5月28日	电商	2025中国(宁波)出口跨境电商博览会

资料来源：亿邦动力网、活动家、第一展会网等、开源证券研究所

4、风险提示

- (1) **消费复苏不及预期：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) **竞争加剧：**若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (3) **政策风险：**反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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3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9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