

商贸零售

2023年04月09日

AI 赋能个性化护肤，有望引领新潮流

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

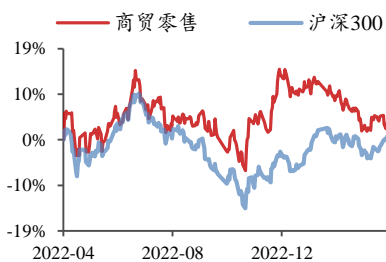
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

证书编号：S0790122040052

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《从品牌春季订货会，看黄金珠宝行业消费趋势—行业周报》-2023.4.2

《关注 AIGC 技术在电商领域的应用—行业周报》-2023.3.26

《1-2 月社零同比+3.5%，持续关注线下消费复苏—行业周报》-2023.3.19

● AI 赋能个性化护肤，有望引领新潮流

近日，上海家化牵头发布了国内首个《人工智能(AI)测肤数据分析法团体标准》，从皱纹、痘痘、肤色等8个维度，建立了国人肌肤衰老检测及定义的标准。随着消费者对护肤要求的提升，未来“千人千面”的个性化护肤有望成为行业潮流，而个性化护肤需要个性化肌肤数据作为支撑。我们认为，能够高效采集肌肤数据的AI技术将成为个性化护肤趋势重要助力，《标准》的发布有望推动这一进程规范化发展。具体来看，痤疮治疗是AI较好落地场景，贝泰妮旗下“贝芙汀”积极探索：根据严重程度，痤疮可划分为四个等级，不同等级需要不同解决方案，单纯依靠消费者自身知识积累或有限的医生资源，难以解决广大消费者对自身痤疮的认知问题，无法做到个性化治疗。为解决这一痛点，贝泰妮旗下“贝芙汀”品牌引入AI技术，通过AI图像识别检测并判断痤疮类型，然后结合医生线上问诊，最后给出“护肤品+药品+功能性食品”的个性化综合解决方案。我们认为，贝芙汀“AI+护肤”的积极尝试有望引领行业新潮流，也有望为贝泰妮公司带来新增长点。

● 行业关键词：Lanluma、AI 测肤团标、伊索、双抗精华 3.0、天图投资

【Lanluma】华东医药医美产品 Lanluma 斩获国际大奖。

【AI 测肤团标】上海家化牵头首个 AI 测肤团标发布。

【伊索】欧莱雅收购高端化妆品品牌伊索 (Aesop)。

【双抗精华 3.0】珀莱雅发布升级产品双抗精华 3.0。

【天图投资】美妆 VC 创投公司天图投资再度递交港股招股书。

● 板块行情回顾

本周(4月3日-4月7日)，商贸零售指数报收2679.52点，下跌1.50%，跑输上证综指(本周上涨1.67%)3.18个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第27位。零售各细分板块中，本周仅钟表珠宝板块上涨，2023年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周汇通能源(+11.0%)、中央商场(+10.1%)、农产品(+7.1%)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(化妆品)：国货化妆品龙头品牌强者恒强，重点推荐华熙生物、珀莱雅、鲁商发展、贝泰妮，受益标的巨子生物等；

投资主线二(医美)：行业具备较强成长性，重点推荐区域医美机构龙头朗姿股份、医美产品龙头爱美客；

投资主线三(线下消费)：疫后消费逐步复苏，关注线下消费赛道优质公司，珠宝钻石板块重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金。

投资主线四(跨境电商)：AIGC等新技术有望带来行业降本增效和生态变革，重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份，受益标的华凯易佰、焦点科技等

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 零售行情回顾	3
2、 零售观点：AI 赋能个性化护肤，有望引领新潮流	5
2.1、 行业动态：上海家化牵头发布首个 AI 测肤数据分析法团体标准	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、 爱婴室：2022 年增长稳健，“渠道+品牌+多产业”持续拓展	7
2.2.2、 朗姿股份：2022 年利润承压，关注 2023 年医美业务复苏	8
2.2.3、 华熙生物：2022 年功效护肤业务较快增长，降本增效成果显现	9
2.2.4、 鲁商发展：利润受地产业务拖累，未来剥离地产转型可期	9
2.2.5、 贝泰妮：疫情影响 2022 年增长，股权激励计划彰显长期信心	10
2.2.6、 豫园股份：珠宝时尚业务逆势扩张，多消费板块布局推动成长	10
2.2.7、 吉宏股份：东南亚跨境电商有望回暖，ChatGPT 赋能降本增效	11
2.2.8、 爱美客：2022 年增长稳健，拟推股权激励计划彰显成长信心	12
2.2.9、 老凤祥：经营业绩稳健，彰显龙头品牌强劲韧性	12
2.2.10、 中国黄金：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间	13
2.2.11、 家家悦：2022 年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压	13
2.2.12、 周大福：渠道端保持稳健拓店，期待新门店疫后恢复增长	14
2.2.13、 周大生：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善	15
2.2.14、 珀莱雅：2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高	15
2.2.15、 潮宏基：三季度经营业绩回归正增长，培育钻石布局进展顺利	16
2.2.16、 红旗连锁：2022Q3 营收表现亮眼，主营业务净利润增长良好	16
3、 零售行业动态追踪	18
3.1、 行业关键词：Lanluma、AI 测肤团标、伊索、双抗精华 3.0、天图投资等	18
3.2、 公司公告：朗姿股份发布 2023 年第一季度业绩预告等	19
4、 风险提示	20

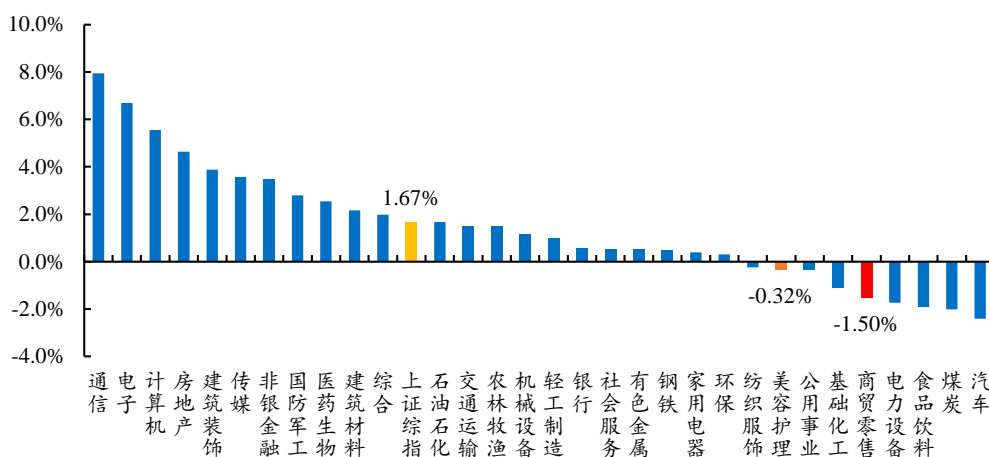
图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 27 位	3
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 1.50%	3
图 3： 2023 年年初至今（商贸零售）指数下跌 6.53%	3
图 4： 本周仅钟表珠宝板块上涨，周涨幅为 3.02%	4
图 5： 2023 年初至今钟表珠宝涨幅最大，年涨幅 10.94%	4
图 6： 上海家化牵头发布首个 AI 测肤团体标准	5
图 7： AI 肌肤检测有望助力个性化护肤潮流	5
图 8： 痤疮可分为四种不同等级，需要不同解决方案	5
图 9： 贝芙汀通过“AI+问诊”实现定制化祛痘解决方案	5
表 1： 本周零售行业汇通能源、中央商场、农产品等涨幅靠前	4
表 2： 本周零售行业吉宏股份、国芳集团、欧亚集团等跌幅靠前	4
表 3： 重点推荐潮宏基、老凤祥、华熙生物、珀莱雅、吉宏股份等	6
表 4： 本周重点推荐个股老凤祥、朗姿股份、潮宏基表现相对较好	17
表 5： 零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露等	20
表 6： 零售行业大事提醒：关注 2022CiE 美妆创新展等	20

1、零售行情回顾

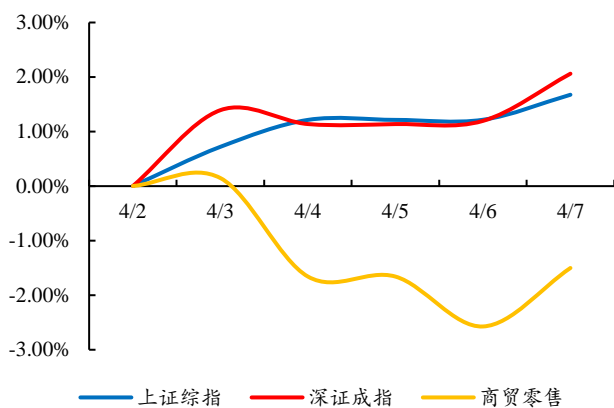
本周（4月3日-4月7日，除清明假期外共计4个交易日，下同）A股上涨，零售行业指数下跌1.50%。上证综指报收3327.65点，周累计上涨1.67%；深证成指报收11967.74点，周上涨2.06%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为通信、电子和计算机。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2679.52点，周跌幅为1.50%，在所有一级行业中位列第27位。2023年年初至今，零售行业指数下跌6.53%，表现弱于大盘（2023年年初至今上证综指累计上涨7.72%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第27位



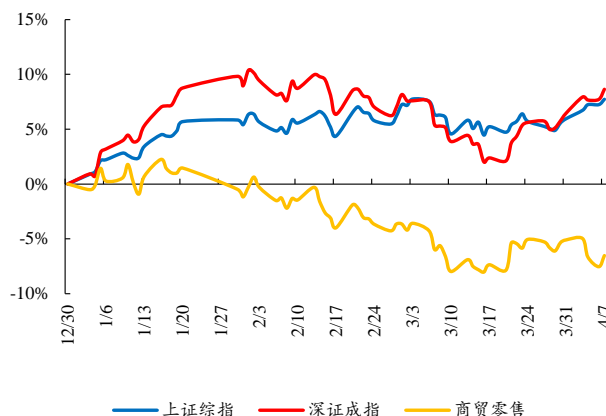
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌1.50%



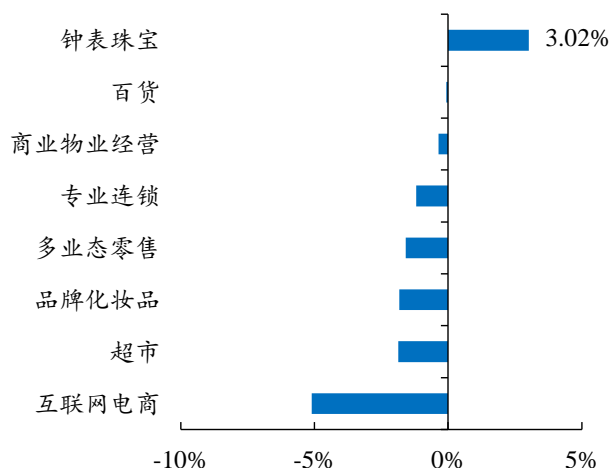
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023年年初至今（商贸零售）指数下跌6.53%

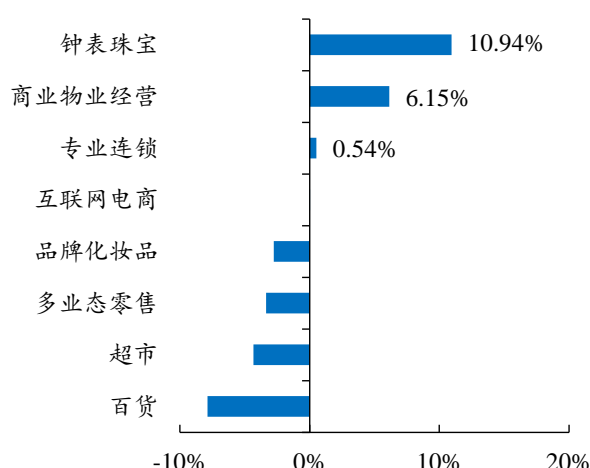


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，本周仅钟表珠宝板块上涨；2023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，本周仅钟表珠宝1个子板块上涨，周涨幅为3.02%；2023年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为10.94%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周仅钟表珠宝板块上涨，周涨幅为 3.02%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年初至今钟表珠宝涨幅最大，年涨幅 10.94%


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周汇通能源、中央商场、农产品涨幅靠前。本周零售行业主要 92 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 16 家公司上涨、70 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是汇通能源、中央商场、农产品，周涨幅分别为 11.0%、10.1%和 7.1%。本周跌幅靠前公司为吉宏股份、国芳集团、欧亚集团。

表1：本周零售行业汇通能源、中央商场、农产品等涨幅靠前

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	600605.SH	汇通能源	14.58	11.0%	24.7%	42.4%	商业物业经营
2	600280.SH	中央商场	4.80	10.1%	14.8%	46.8%	百货
3	000061.SZ	农产品	6.16	7.1%	3.6%	8.1%	商业物业经营
4	605136.SH	丽人丽妆	16.21	5.1%	34.8%	16.0%	电商服务
5	600859.SH	王府井	25.92	3.7%	5.8%	-7.9%	百货
6	603123.SH	翠微股份	11.89	3.7%	10.8%	-16.2%	百货
7	000151.SZ	中成股份	14.19	2.8%	26.0%	11.6%	贸易Ⅲ
8	600738.SH	丽尚国潮	7.69	2.8%	9.6%	6.8%	百货
9	000715.SZ	中兴商业	8.17	2.6%	15.5%	-8.4%	百货
10	600415.SH	小商品城	5.92	2.4%	8.1%	13.0%	商业物业经营

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/4/7）

表2：本周零售行业吉宏股份、国芳集团、欧亚集团等跌幅靠前

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	002803.SZ	吉宏股份	20.08	-10.7%	42.5%	28.7%	跨境电商
2	601086.SH	国芳集团	4.15	-7.8%	6.3%	-7.8%	百货
3	600697.SH	欧亚集团	12.17	-7.2%	6.1%	-12.9%	多业态零售
4	300755.SZ	华致酒行	28.80	-6.2%	2.6%	-6.7%	专业连锁Ⅲ
5	601116.SH	三江购物	14.23	-5.9%	40.1%	25.4%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/4/7）

2、零售观点：AI 赋能个性化护肤，有望引领新潮流

2.1、行业动态：上海家化牵头发布首个 AI 测肤数据分析法团体标准

首个 AI 测肤团体标准发布，有望引领个性化护肤新潮流。近日，上海家化牵头发布了国内首个《人工智能（AI）测肤数据分析法团体标准》（以下简称“《标准》”），从皱纹、痘痘、肤色等 8 个维度，建立了国人肌肤衰老检测及定义的标准。随着消费者对护肤要求的提升，未来“千人千面”的个性化护肤有望成为行业潮流，而个性化护肤需要个性化肌肤数据作为支撑。我们认为，能够高效采集肌肤数据的 AI 技术将成为个性化护肤趋势重要助力，《标准》的发布有望推动这一进程规范化发展。

图6：上海家化牵头发布首个 AI 测肤团体标准



资料来源：上海家化官方公众号

图7：AI 肌肤检测有望助力个性化护肤潮流



资料来源：上海家化官方公众号

痤疮治疗是 AI 较好落地场景，贝泰妮旗下“贝芙汀”积极探索。根据严重程度，痤疮可划分为四个等级，不同等级需要不同解决方案，单纯依靠消费者自身知识积累或有限的医生资源，难以解决广大消费者对自身痤疮的认知问题，无法做到个性化治疗。为解决这一痛点，贝泰妮旗下“贝芙汀”品牌引入 AI 技术，通过 AI 图像识别检测并判断痤疮类型，然后结合医生线上问诊，最后给出“护肤品+药品+功能性食品”的个性化综合解决方案。我们认为，痤疮治疗是“AI+护肤”较好落地场景，贝芙汀的积极尝试有望引领行业新潮流，也有望为贝泰妮公司带来新增长点。

图8：痤疮可分为四种不同等级，需要不同解决方案



资料来源：刀法研究所公众号

图9：贝芙汀通过“AI+问诊”实现定制化祛痘解决方案



资料来源：刀法研究所公众号

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：关注贯彻“大单品+多渠道+多品牌”战略的国货龙头化妆品品牌。行业短期承压增长略显疲态，但放眼中长期，成长依然无虞。竞争格局方面，龙头品牌“大单品+多渠道”逻辑持续验证，行业马太效应凸显；同时部分国货龙头品牌的多品牌战略也已逐步体现成效。我们看好贯彻“大单品+多渠道+多品牌”战略的国货龙头品牌方，重点推荐近期销售情况较好且长期成长逻辑清晰的标的，包括珀莱雅（主品牌表现良好，彩棠 2023 年有超预期可能）、华熙生物（品牌矩阵成型、布局重组胶原蛋白原料）、鲁商发展、贝泰妮等，受益标的包括巨子生物及化妆品上游科思股份、青松股份、嘉亨家化等。

投资主线 2：疫后医美消费有望恢复，关注区域医美机构龙头和医美产品龙头厂商。短期看，医美行业受益于防疫政策优化带来的线下消费场景恢复；长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度均有提升空间，严监管也利好具备合法合规资质的医美产品和机构龙头。下游医美机构方面，重点推荐朗姿股份（医美业务“内生+外延”双轮驱动）。此外，医美产品厂商方面，推荐爱美客（产品端龙头受益医美消费复苏），受益标的包括华东医药、四环医药、复锐医疗科技等。

投资主线 3：关注线下消费复苏主线下的高景气赛道优质公司。黄金珠宝行业关注疫后线下消费复苏，长期看头部集中仍是主旋律，龙头依托品牌、渠道优势持续扩张发展；此外，培育钻石赛道方兴未艾，率先布局品牌有望获得优势，重点推荐潮宏基（时尚珠宝品类具备差异化，加盟拓店弹性大）、中国黄金（战略性布局培育钻石赛道）、周大福、周大生和老凤祥等。

投资主线 4：关注先发布局 AIGC 新技术的跨境电商公司。AIGC 等技术突破未来在电商领域应用广泛，短中期看在运营环节首先带来降本提效，长期看则有望驱动电商行业生态变革。看好先发布局 AIGC 新技术的跨境电商公司，重点推荐吉宏股份（东南亚跨境电商主业回暖、AI 多维度赋能），受益标的包括华凯易佰、焦点科技等。

表3：重点推荐潮宏基、老凤祥、华熙生物、珀莱雅、吉宏股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
002697.SZ	红旗连锁	超市	2022 年实现营收 100.20 亿元 (+7.2%)、归母净利润 4.86 亿元 (+0.9%)； 单 2022Q4 实现营收 24.47 亿元 (+4.1%)、归母净利润 1.28 亿元 (-2.7%)。 公司便利店业态卡位社区流量，拓展新店与优化老店双管齐下，推动持续成长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2022 年实现营收 36.19 亿元 (+36.5%)、归母净利润 0.86 亿元 (+17.0%)； 单 2022Q4 实现营收 9.98 亿元 (-0.1%)、归母净利润 0.41 亿元 (+3.0%)。 公司“渠道+品牌+多产业”多维布局，在母婴消费领域的核心竞争力持续增强。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2022 年实现营收 38.78 亿元 (+1.2%)、归母净利润 1608 万元 (-90.7%)； 单 2022Q4 实现营收 12.14 亿元 (+2.7%)、归母净利润-145 万元。 公司医美业务“内生+外延”双轮驱动初现成效，未来依托品牌、资源、运营等优势，加速推进全国连锁扩张，有望持续增长。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2022 年实现营收 63.59 亿元 (+28.5%)、归母净利润 9.71 亿元 (+24.1%)； 单 2022Q4 实现营收 20.39 亿元 (+5.3%)、归母净利润 2.93 亿元 (+29.3%)。 公司作为全球透明质酸产业龙头，四轮驱动稳步成长，组织架构优化、数字化转型升级有望持续推动降本增效。
600223.SH	鲁商发展	化妆品	2022 年实现营收 129.51 亿元 (+4.8%)、归母净利润 4546 万元 (-87.4%)； 单 2022Q4 实现营收 44.22 亿元 (-26.5%)、归母净利润-1.08 亿元，亏损收窄。

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	公司于生物医药+生态健康双轮驱动布局，剥离地产业务后聚焦大健康转型可期。 2022 年实现营收 50.14 亿元 (+24.6%)、归母净利润 10.51 亿元 (+21.8%)； 单 2022Q4 实现营收 21.18 亿元 (+10.9%)、归母净利润 5.34 亿元 (+5.2%)。 公司是敏感肌护肤龙头，品牌矩阵持续完善，2023 年有望发挥线下优质资产优势。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2022 年实现营收 501.18 亿元 (-3.57%)、归母净利润 38.26 亿元 (+1.52%)； 单 2022Q4 实现营收 166.89 亿元 (-11.4%)、归母净利润 29.23 亿元 (+41.9%)。 公司珠宝板块持续增长，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略，推进新兴消费赛道深化布局。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2022 年前三季度实现营收 39.36 亿元 (+2.3%)、归母净利润 1.99 亿元 (-19.8%)； 公司深耕跨境电商赛道，2023 年东南亚市场复苏叠加 AI 新技术应用推动降本增效，有望带来公司业绩回暖和竞争力提升。
300896.SZ	爱美客	医美	2022 年实现营收 19.39 亿元 (+33.9%)、归母净利润 12.64 亿元 (+31.9%)； 单 2022Q4 实现营收 4.49 亿元 (+5.8%)、归母净利润 2.71 亿元 (+9.0%)。 公司作为国内医美产品龙头，产品、渠道、研发全方位发力持续深化长期竞争力。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2022 年预计实现营收 630.10 亿元 (+7.4%)、归母净利润 17.00 亿元 (-9.4%)； 单 2022Q4 预计实现营收 197.98 亿元 (+8.8%)、归母净利润 4.66 亿元 (+2.0%)。 公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，未来有望持续增长。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 356.90 亿元 (-3.3%)、归母净利润 6.14 亿元 (+10.0%)； 公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上构筑品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来进一步发力培育钻石赛道，有望打开新成长空间。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 33.81 亿元 (-2.0%)、归母净利润 2.35 亿元 (-17.6%)； 公司产品端以优质时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟门店提速扩张； 与力量钻石等成立合资公司发力布局培育钻石赛道，有望打开新成长曲线。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2023Q3 实现销售额同比下降 19.3%； FY2023Q3 中国内地销售额同比下降 22.4%，同店销售同比下降 33.1%。 公司已建立品牌、产品、渠道等多方位竞争优势，未来在深耕供应链持续打造优质产品基础上，发力加盟渗透高低线市场，打造科技型珠宝公司，有望持续成长。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 89.37 亿元 (+38.1%)、归母净利润 9.31 亿元 (-7.5%)； 公司渠道端推进省代模式，叠加产品矩阵完善，有望受益疫后珠宝消费回暖。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2022 年前三季度实现营收 39.62 亿元 (+31.5%)、归母净利润 4.95 亿元 (+36.0%)； 公司产品、品牌、渠道等方面竞争力全方位深化，持续巩固国货美妆龙头地位。
603708.SH	家家悦	超市	2022 年预计实现归母净利润 0.35-0.52 亿元(扭亏为盈,2021 年归母净亏损 2.93 亿元)； 单 2022Q4 预计实现归母净亏损 1.35-1.52 亿元(亏损额同比收窄 68.6%-72.1%)。 渠道拓展、物流供应链建设稳步推进，门店成熟、提效有望修复公司盈利能力。
301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 30.43 亿元 (-10.8%)、归母净利润 7.73 亿元 (-22.0%)； 公司绑定“真爱”价值观构筑竞争壁垒，自营扩张和定制化产品模式驱动成长。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、爱婴室：2022 年增长稳健，“渠道+品牌+多产业”持续拓展

爱婴室是华东母婴零售龙头，2022 年营收同比+36.5%、归母净利润同比+17.0%。2022 年公司实现营收 36.19 亿元 (+36.5%)、归母净利润 0.86 亿元 (+17.0%)；其中单 2022Q4 实现营收 9.98 亿元 (-0.1%)、归母净利润 0.41 亿元 (+3.0%)，疫情冲击下展现韧性。我们认为，公司“渠道+品牌+多产业”多维布局，在母婴消费领域的核心竞争力持续增强。

全渠道扩张营收较快增长，奶粉品类拖累整体毛利率下滑。分渠道看，门店、电商分别实现营收 25.85 亿元 (+24.3%) / 7.20 亿元 (+113.3%)，门店销售网络扩大亦助力线上 O2O 业务发展，2022 年 O2O 平台营收同比增长超 7 倍。分产品看，奶粉/棉纺/食品/用品/玩具及出行类营收同比分别+54.9%/-3.0%/+37.5%/+16.7%/-2.3%，疫情冲击下偏可选属性的棉纺、玩具及出行类表现较弱。盈利能力方面，2022 年公司综合毛利率为 28.5% (-1.7pct)，主要原因系毛利率较低的奶粉营收占比提升至 60.3% (+7.3pct) 且毛利率进一步下滑 (-1.5pct)。费用方面，2022 年公司销售/管理/财务费用率分别为 20.95%/3.41%/1.29%，同比分别-1.38pct/-0.20pct/-0.34pct，经营优化措施见效。

坚定“渠道+品牌+多产业”发展战略，核心竞争力持续增强。公司聚焦母婴市场，坚定“渠道+品牌+多产业”发展战略、多维度扩张布局，核心竞争力持续增强。(1) 渠道：一方面持续推进线上线下一体化，实现多维度全域销售，另一方面“爱婴室+贝贝熊”双渠道品牌运营不断拓展，截至 2022 年底公司门店数量共 471 家。(2) 品牌：通过战略合作、自研及收购等方式构筑差异化商品矩阵，品牌影响力持续深化。(3) 多产业：积极探索市场需求，拓展托育、早教等增值服务，构筑泛母婴生态，提升客户生命周期价值。

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 2023 年 4 月 8 日信息更新报告《爱婴室 (603214.SH)：2022 年增长稳健，“渠道+品牌+多产业”持续拓展》等。

2.2.2、朗姿股份：2022 年利润承压，关注 2023 年医美业务复苏

疫情扰动叠加次新机构亏损，2022 年归母净利润同比-90.7%。朗姿股份是高端时尚品牌，2022 年公司实现营收 38.78 亿元 (+1.2%)、归母净利润 1608 万元 (-90.7%)，疫情扰动叠加次新机构亏损导致利润承压。我们认为，公司已构建泛时尚生态圈，三大业务协同发展，2023 年医美业务有望较快恢复。

医美业务毛利率有所下滑，积极优化女装、婴童业务收效较好。医美：营收 14.06 亿元 (+9.3%)、毛利率 49.5% (-2.1pct)、净利率 0.15% (-1.3pct)，手术项目毛利率下滑叠加毛利率较低的非手术类项目占比提升，盈利能力下滑；分品牌看，米兰柏羽/晶肤/高一生/韩辰分别实现营收 7.82/2.94/1.34/1.95 亿元，同比分别+11.3%/+14.7%/-16.5%/+17.1%，毛利率分别-0.8pct/-4.4pct/-8.0pct/+1.8pct，高一生受疫情冲击较大，韩辰经调整后改善明显。女装：营收 15.35 亿元 (-9.3%)、毛利率 62.9% (+1.9pct)，报告期内公司关闭低效门店并发力电商，2022 年线上营收占比已达 33.1% (+13.3pct)；婴童：营收 8.78 亿元 (+7.6%)、毛利率 60.5% (+4.9pct)，调整货品结构、折扣及优化低效店铺等措施成效显著。费用方面，销售/管理/财务/研发费用率同比分别+2.0pct/+0.8pct/+0.7pct/+0.1pct。

2023 年医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏。2022 年公司新增 10 家合并主体中，除收购的昆明韩辰外，还包括新设的 1 家晶肤、5 家米兰柏羽，未来医美业务有望加速扩张；线下消费场景复苏将催化并购基金旗下医美标的成熟，从而进一步增加潜在可收并购数量、推进外延并购进程，2023 年公司医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏。此外，随着线下生产生活秩序正常化，消费力回升亦有望带动女装、婴童业务回暖。

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 2023 年 4 月 3 日信息更新报告《朗姿

股份(002612.SZ): 2022年利润承压, 关注2023年医美业务复苏》等。

2.2.3、华熙生物: 2022年功效护肤业务较快增长, 降本增效成果显现

华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 2022年收入63.59亿元(+28.5%), 归母净利润9.71亿元(+24.1%)。2022年公司实现营收63.59亿元(+28.5%)、归母净利润9.71亿元(+24.1%); 单2022Q4实现营收20.39亿元(+5.3%)、归母净利润2.93亿元(+29.3%)。我们认为, 公司四轮驱动稳步成长, 组织架构优化、数字化转型升级有望持续推动降本增效。

功能性护肤品业务维持较快成长, 精细化管理降本增效成果显现。分业务看, 功能性护肤品业务实现营收46.07亿元(+38.8%, 毛利率42.8%), 其中润百颜/夸迪/BM肌活/米蓓尔分别实现营收13.85亿元(+12.6%)/13.68亿元(+39.7%)/8.98亿元(+106.4%)/6.05亿元(+44.1%), 多品牌矩阵已然成型, 并出现首款年收入(含税)破4亿元单品“肌活糙米焕活精华水”; 原料业务实现营收9.80亿元(+8.3%, 毛利率71.5%); 医疗终端业务实现营收6.86亿元(-2.0%, 毛利率80.9%), 其中润致品牌同比约+38%, 具备差异化优势的微交联产品“润致娃娃针”贡献较多增量; 功能性食品业务实现营收0.75亿元(+358.2%)。盈利能力方面, 公司毛利率77.0%(-1.1pct), 期间费用率为59.5%(-1.6pct), 其中销售费用率为48.0%(-1.3pct), 降本增效成果初显。

四轮驱动稳步成长, 2023年关注医美业务变。功能性护肤品: 品牌矩阵已然成型, 未来将通过稳固大单品基本盘并辅以策略性推新, 维持公司较快增速。原料: 持续丰富生物活性物产品种类, 未来有望形成两大战略性生物活性物(透明质酸、胶原蛋白)+其他(麦角硫因等)的完备布局, 持续巩固领先地位。医疗终端: 公司在医美板块已探索出利用不同润致产品定制分层抗衰方案, 且直销占比、直销团队能力亦有提升, 2023年增量可期。功能性食品: 水肌泉、黑零、休想角落已完成品牌搭建, 未来有望持续贡献增量。

详见开源零售2021年4月9日首次覆盖报告《华熙生物(688363.SH): 透明质酸全产业链龙头, 四轮驱动打开新成长空间》和2023年4月2日信息更新报告《华熙生物(688363.SH): 2022年功效护肤业务较快增长, 降本增效成果显现》等。

2.2.4、鲁商发展: 利润受地产业务拖累, 未来剥离地产转型可期

公司转型聚焦大健康, 2022年营收129.51亿元(+4.8%), 归母净利润4546万元(-87.4%)。鲁商发展以地产业务起家, 后逐步切入医药、化妆品、原料等领域, 目前已形成生物医药+生态健康双轮驱动布局。2022年公司实现营收129.51亿元(+4.8%), 归母净利润4546万元(-87.4%), 受地产项目计提减值、毛利率下滑、利息费用化等因素综合影响较大。我们认为, 公司剥离地产业务、聚焦大健康转型可期。

化妆品业务较快增长, 医药、原料相对稳健, 地产业务拖累业绩。化妆品: 营收19.69亿元(+31.7%), 毛利率61.0%(-2.7pct), 分销占比、爆品占比及促销力度提升导致毛利率下滑; 其中, 颐莲营收7.1亿元(+10.3%)增长稳健, 瑷尔博士营收10.6亿元(+42.3%)实现较快增长并迈入“十亿美妆阵营”。医药: 营收5.11亿元(-5.4%), 受物流及集采政策影响下滑; 毛利率53.0%(-4.9pct), 毛利率下滑主要系终端产品价格调整及原材料、能源涨价所致。原料: 营收2.85亿元(+0.7%), 毛利率34.1%(-1.1pct), 受产品结构调整影响盈利能力下滑。整体看, 福瑞达医药集团(合并口

径) 实现营收 26.1 亿元 (+19.6%)、归母净利率 2.04 亿元 (+13.5%)。地产：营收 97.37 亿元 (+0.4%)，毛利率 14.7% (-2.6pct)，本期结算项目主要为毛利率较低的刚需或首期销售房源，此外公司对健康地产项目计提资产减值 2.61 亿元，拖累利润。

坚定化妆品“4+N”品牌战略，剥离地产、聚焦大健康业务转型可期。化妆品：坚定“4+N”品牌发展战略，专注科技护肤，通过原料优势构筑品牌、技术壁垒。医药：持续拓展线上、线下渠道，扩大功能性食品布局。原料：“商务+研发+市场”团队协作积极巩固透明质酸原料市场地位，布局胶原蛋白原料拓展能力圈。地产：公司已完成第一批次公司股权及债权交割，第二批次交割将于 2023 年 10 月 31 日前完成，交易完成后公司将不再从事房地产开发相关业务。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《鲁商发展(600223.SH)：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》和 2023 年 4 月 1 日信息更新报告《鲁商发展(600223.SH)：利润受地产业务拖累，未来剥离地产转型可期》等。

2.2.5、贝泰妮：疫情影响 2022 年增长，股权激励计划彰显长期信心

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头，2022 年营收 50.14 亿元(+24.6%)，归母净利润 10.51 亿元(+21.8%)。2022 年公司实现营收 50.14 亿元(+24.6%)、归母净利润 10.51 亿元(+21.8%)，主要由于疫情冲击影响增长。我们认为，公司品牌矩阵持续完善，2023 年有望发挥线下优质资产优势。

线上抖音渠道+86%增速亮眼，研发费用率达 5.1%创下历史新高。公司 2022Q4 实现收入 21.18 亿元，2022Q1-Q4 分别同比+59%/+37%/+21%/+11%；2022Q4 实现归母净利润 5.34 亿元，2022Q1-Q4 分别同比+86%/+34%/+35%/+5%，四季度受疫情影响较大。分渠道看，公司线上渠道营收同比+22.1%，专柜平台/阿里系/京东/抖音/唯品会营收分别同比+21.6%/+13.3%/+36.2%/+86.2%/+1.6%，抖音渠道增速亮眼；公司线下渠道营收同比+37.0%，其中直营/经代销分别实现营收 1184 万元(+628%)/9.6 亿元(+35.7%)。盈利能力方面，2022 年公司毛利率为 75.2%(-0.8pct)。费用端，2022 年公司期间费用率为 52.5%(+2.0pct)，其中研发费用率为 5.1%(+2.3pct)，创下历史新高，公司大力投入研发夯实竞争力。

敏感肌龙头多维夯实竞争力，拟推股权激励计划彰显公司信心。品牌：高端抗衰品牌 AOXMED 已于 2022 年问世，2023 年公司还将推出“医研结合+AI”的专业祛痘品牌“贝芙汀”，品牌矩阵日益丰富。渠道：2023 年，公司将重点发力 OTC、医院、免税等线下渠道，稳步探索线下直营店模式。此外，公司拟发布股权激励计划，本次激励对象含董事、高管、核心人员共 298 人，业绩考核目标为(以 2022 年为基数，每年收入/利润目标均需满足)：2023-2025 年营收、净利润增速不低于 28%/61%/100% (三年 CAGR 约 26%)，2023-2026 年分别摊销费用 1.41/1.17/0.57/0.11 亿元。

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》和 2023 年 3 月 30 日信息更新报告《贝泰妮(300957.SZ)：疫情影响 2022 年增长，股权激励计划彰显长期信心》等。

2.2.6、豫园股份：珠宝时尚业务逆势扩张，多消费板块布局推动成长

豫园股份是家庭快乐消费龙头，新兴消费产业布局多维发力，2022 年营收同比-3.57%，归母净利润同比+1.52%。公司 2022 年实现营收 501.18 亿元(-3.57%)、归母净利润 38.26 亿元(+1.52%)，经营表现稳定。我们认为，公司珠宝板块持续增长，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略，推进新兴消费赛道深化布局。

珠宝时尚业务实现逆势扩张，构建行业 C2M 生态系统服务于家庭用户。2022 年公司珠宝时尚业务实现营收 330.71 亿元 (+20.5%)，增长良好；业务毛利率 8.24% 同比下降 0.45pct。2022 年，公司净增“老庙”和“亚一”珠宝门店共 606 家，延续较快展店节奏，期末两大品牌门店合计已达 4565 家；此外，公司发力打造行业 C2M 生态系统，以家庭为单位描绘用户画像、构建消费场景，与上游供应链达成高效合作；而在产品方面，老庙推出的国潮婚嫁黄金首饰“有鹊婚嫁”系列销售破 2.4 亿元，充分执行“东方生活美学”战略，表现亮眼。

践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，采取投退平衡的财务策略。2022 年，公司持续构建“线上线下会员及服务平台+家庭快乐消费产业+城市产业地标”的“1+1+1”战略布局。(1) 餐饮板块：受疫情影响，板块营收 6.47 亿元 (-15.3%) 有所承压。(2) 食品饮料板块：2022 年公司转让金徽酒 13% 股权，交易总价款 18.2 亿元，后续仍将继续减持；此外，公司持有舍得集团 70% 股权，酒业营收 18.02 亿元 (+0.2%)。(3) 美丽健康板块：AHAVA 品牌培育出首个月销百万店铺，WEI 保持丝芙兰独家品牌第一地位，板块营收 4.23 亿元 (-13.3%)。未来，公司或采取投退平衡的财务策略，回笼现金、强化主业发展。长期看，公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动战略，多消费板块布局推动成长。

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 2023 年 3 月 25 日信息更新报告《**豫园股份 (600655.SH)：珠宝时尚业务逆势扩张，多消费板块布局推动成长**》等。

2.2.7、吉宏股份：东南亚跨境电商有望回暖，ChatGPT 赋能降本增效

公司是东南亚跨境电商龙头，针对深交所《关注函》关切问题发布回复公告。公司对深交所 3 月 21 日下发的《关注函》发布回复公告，在公告中针对 ChatGPT 等热点议题进行了详细解释说明。我们认为，公司在东南亚跨境电商领域壁垒深厚，2022 年四季度疫情对物流、供应链等的冲击对公司有所影响，但同时考虑到跨境电商市场复苏叠加新技术应用推动降本增效，公司未来发展可期。

接入 ChatGPT 赋能跨境电商业务，未来有望持续降本增效。公司跨境电商业务模式存在链条长、节点多、对数字化运营能力要求高等特点。为解决业务痛点，2017 年至今公司累计投入 1.34 亿元 IT 研发费用，在人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能翻译、智能客服回复等方面取得较好成效。2023 年 1 月，公司进一步通过接入 ChatGPT 优化上述环节，目前 ChatGPT 技术已累计帮助公司上新品 1W+、累计节省客服 1000 人次工时、生成新广告文案 7W+、处理图像素材 2W+。通过 ChatGPT 技术赋能，未来公司有望进一步提升数字化运营水平，实现降本增效。

出境游恢复助力东南亚居民消费力修复，公司跨境电商业务回暖在望。疫情进入新防控阶段以来我国出境游持续恢复，根据亚太旅游协会估计，3-4 月泰国有望迎来 50 万中国游客。我们认为东南亚旅游业修复，有望带动当地居民收入提升并进一步推动购买力修复和电商消费增加。近年来，公司通过管理团队、数字化运营体系和业务规模优势在东南亚构筑深厚壁垒，跨境电商业务有望显著受益区域经济回暖带来的消费力修复。此外，公司推出“吉喵云”跨境电商 SaaS 服务平台赋能中小跨境卖家，开发自有品牌产品，也通过品类、渠道、区域多维度拓展国内电商市场，持续优化产业链投资布局、提升综合竞争力。

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2023年3月24日信息更新报告《吉宏股份(002803.SZ): 东南亚跨境电商有望回暖, ChatGPT 赋能降本增效》等。

2.2.8、爱美客: 2022 年增长稳健, 拟推股权激励计划彰显成长信心

爱美客是国产医美产品龙头, 2022 年营收同比+33.9%, 归母净利润同比+31.9%。2022 年公司实现营收 19.39 亿元 (+33.9%)、归母净利润 12.64 亿元 (+31.9%); 单 2022Q4 营收 4.49 亿元 (+5.8%)、归母净利润 2.71 亿元 (+9.0%), 疫情冲击下仍维持正增长。我们认为, 公司作为国内医美产品龙头, 产品、渠道、研发全方位发力持续深化长期竞争力。

大单品嗨体增长稳健, 濡白天使等高毛利产品助力毛利率创下新高。分产品看, 2022 年公司溶液类注射产品实现营收 12.93 亿元 (同比+23.6%), 大单品嗨体增长稳健; 凝胶类产品实现营收 6.38 亿元 (同比+65.6%), 预计濡白天使推广顺利并贡献重要销售增量; 面部埋植线实现营收 538 万元 (同比+1.5%)。盈利能力方面, 2022 年公司毛利率为 94.8% (同比+1.2pct), 濡白天使等高毛利产品放量推动毛利率创下新高。费用端, 2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 8.4%/6.5%/8.9%, 同比分别-2.4pct/+2.0pct/+1.9pct。

持续拓宽管线矩阵布局, 拟推出股权激励计划彰显公司信心。销售团队: 截至 2022 年底销售团队已超 300 人, 持续强化渠道建设。现有管线: 预计 2023 年嗨体保持稳健, 濡白天使有望进一步放量。布局管线: (1) 公司重新规划去氧胆酸项目并与北京质肽签订司美格鲁肽独家合作协议, 强化减重领域布局; (2) 收购沛奇隆 100% 股权战略入股胶原蛋白。此外, 公司拟发布股权激励计划, 本次激励对象含董事、高管、骨干人员共 141 人, 业绩考核目标为 (以 2022 年为基数, 每年收入/利润目标满足其一): 2023-2025 年营收增速不低于 45%/103%/174% (三年 CAGR 约 40%), 净利润增速不低于 40%/89%/146% (三年 CAGR 约 35%), 2023-2026 年分别摊销费用 5364/4213/1959/383 万元。

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 2023 年 3 月 9 日信息更新报告《爱美客 (300896.SZ): 2022 年增长稳健, 拟推股权激励计划彰显成长信心》等。

2.2.9、老凤祥: 经营业绩稳健, 彰显龙头品牌强劲韧性

老凤祥是黄金珠宝龙头, 2022 年营收同比+7.4%、归母净利润同比-9.4%。公司是黄金珠宝行业龙头, 产品端构建珠宝首饰全品类矩阵, 渠道端以加盟经销为主, 轻资产运营灵活扩张同时严控品牌管理。2022 年预计实现营收 630.10 亿元 (+7.4%)、归母净利润 17.00 亿元 (-9.4%)、扣非归母净利润 17.27 亿元 (+8.7%); 单 2022Q4 营收 94.72 亿元 (+6.4%)、归母净利润 3.44 亿元 (-9.0%)。我们认为, 公司品牌积淀深厚, 渠道扩张叠加国企改革带来效率优化, 未来有望持续增长。

四季度黄金珠宝业务经营业绩持续增长, 跑赢行业整体表现。2022 年四季度, 疫情对我国黄金珠宝行业景气度造成显著影响, 从社零数据看, 单四季度金银珠宝类零售额同比下滑 7.4%, 而公司的黄金珠宝业务却在此期间实现了营业收入和净利润的持续增长。取得此番成绩主要得益于公司不断深化“双百行动”综合改革, 坚持以企业发展为核心理念, 坚持市场开拓力度, 持续推进下沉市场扩张、做精做细市场, 有效实现市场覆盖面和占有率的全面提升。

渠道端逆势增长亮眼, “双百行动”综合改革有望激活成长动能。老老凤祥品牌历史

悠久，在业内享有较高的知名度、美誉度、忠诚度。2022年，公司渠道端实现逆势扩张：截至2022年末，黄金珠宝核心板块共拥有营销网点5609个，全年净增加664家，表现亮眼。此外，老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心在2022年内建设完成并投产运营，未来将促进和提升老凤祥黄金珠宝产品的自主研发能力。“双百行动”综合改革方面，公司持续推进落实效果良好，有望激活成长动能。展望未来，公司持续聚焦老字号品牌这一核心资产，以深化“双百行动”改革为契机，从渠道、产品、品牌等全方位提升核心竞争力，有望在“十四五”期间实现跨越式发展。

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2023年3月5日信息更新报告《老凤祥（600612.SH）：2022年经营业绩表现稳健，渠道端逆势扩张》等。

2.2.10、中国黄金：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间

中国黄金是黄金珠宝行业唯一上市央企，品牌知名度高、产业积淀深厚。中国黄金是黄金珠宝行业唯一央企，在黄金产品领域积淀深厚。我们认为，公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上构筑品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来进一步发力培育钻石赛道，有望打开新成长空间。

疫后消费复苏推升黄金首饰需求，投资金亦有望保持稳健增长。我国是全球最大黄金消费国。黄金首饰受益未来疫情缓和、婚庆需求释放具备恢复弹性，同时黄金工艺创新和国潮兴起也将带来年轻客群和日常需求拓展。此外，投资金也有望在地缘政治、通胀等因素带动下，凸显保值属性价值稳健增长。

中国黄金：全产业链布局优势明显，国字头品牌打造黄金特色品类。公司是黄金珠宝国字头品牌，依托中国黄金集团丰厚资源和全产业链战略思维，构建多方面竞争优势。**（1）品牌：**央企背景加持，公司品牌影响力突出，投资金、金饰等产品深得消费者信赖。**（2）渠道：**直营旗舰店树立品牌标杆，发力加盟模式实现扩张发展，通过特色产业投资平台与加盟商深度绑定，未来疫情影响趋缓后，有望回归快速拓店节奏；此外，抖音电商等新兴渠道成功布局锦上添花。**（3）全产业链布局：**公司上下游产业资源丰富，集设计、批发、加工、零售、服务于一体，发展回购业务实现黄金产业链闭环布局，综合优势突出。

战略性切入培育钻石新赛道，贯彻全产业链思维，上下游布局多管齐下。“填补、替代、创造”，三驾马车驱动培育钻石消费需求增长；产业链中，下游品牌零售端既是未来教育消费者、打开国内市场的关键，也因为掌握产品定价权，有望成为产业链核心价值环节。公司拟布局培育钻石业务，有望贯彻全产业链思维在上下游多管齐下，并基于自身渠道规模大、品类结构“包袱轻”和国字头品牌等优势，实现新兴品类先发卡位占领消费者认知，打开新的增长曲线。

详见开源零售2023年2月9日首次覆盖报告《中国黄金（600916.SH）：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间》等。

2.2.11、家家悦：2022年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压

家家悦是胶东生鲜超市龙头，预计2022年归母净利润同比扭亏为盈。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过80%）、完善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牢固竞争壁垒。2022年预计实现归母净利润3500万元-5200万元（同比扭亏为盈，2021年归母净亏损2.93亿元），单2022Q4预计实现归母净亏损1.35-1.52亿元（亏损额同比收窄68.6%-72.1%），受

疫情冲击影响仍有所承压。我们认为，公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，未来随山东省内外新开门店成熟、提效，盈利能力有望恢复。

2022 年度业绩预计同比改善，门店质量提升实现降本增效。2022 年公司利润端有望实现扭亏为盈，预计实现扣非归母净利润 1200 万元至 1800 万元（2021 年扣非归母净利润亏损 3.42 亿元）。我们认为主要原因包括，**(1) 控制新开店：**主动控制扩张速度，审慎评估开店选择；**(2) 调整存量店：**主动关停低效门店，实现资源聚焦。尽管四季度同店销售收入增速受疫情影响环比下降，进而导致公司业绩出现亏损，但总的来看，2022 年公司经营效率持续提高，各项费用率有望同比下降，尤其是山东省外扩张的新区域，亏损情况有望得到改善。

非公开发行股票获批有望补充资金，供应链建设、渠道优化等助力长期成长。2023 年 1 月，公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批文，本次非公开发行的股票数量为 3893.42 万股，预计募集资金总额为 4.08 亿元（含发行费用），拟用于：**(1) 家家悦商河智慧产业园项目（一期），**募集资金投入 1.30 亿元；**(2) 羊亭购物广场项目，**募集资金投入 0.50 亿元；**(3) 偿还银行贷款，**募集资金投入 2.28 亿元。本次非公开发行股票有望充实公司资金储备，用于供应链建设、渠道优化等方面。长期看，公司在山东省内加密、省外扩张，有望稳步提升渗透率与影响力，向综合型、平台型、技术型零售服务商升级。

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 2023 年 2 月 1 日信息更新报告《**家家悦（603708.SH）：2022 年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压**》等。

2.2.12、周大福：渠道端保持稳健拓店，期待新门店疫后恢复增长

公司 2023 财年第三季度零售值同比-19.3%。周大福是港资珠宝龙头品牌，近期公司发布半年报：FY2023Q3 实现零售值同比-19.3%，期间受到疫情较大影响。我们认为，公司作为港资珠宝龙头品牌，已建立品牌、产品、渠道等多方位竞争优势，未来在深耕供应链持续打造优质产品基础上，通过发力加盟渠道渗透高低线市场，有望持续提升市占率。

中国内地零售值有所承压，主要系疫情下同店销售下滑。**(1) 中国内地：**FY2023Q3 零售值实现同比-20.4%，占集团零售值 86.6%（-2.2pct）；同店方面，FY2023Q3 同店销售额同比-33.1%，相较于 FY2023Q2 的同店增速+3.4%下滑明显，主要系疫情及防控政策等因素影响；同店销售额分产品看，FY2023Q3 珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品分别实现同比-31.8%/ -35.8%，黄金产品下滑较多主要系 FY2022 同期高基数及金价波动影响。**(2) 中国内地以外市场：**FY2023Q3 零售值实现同比-11.1%；同店方面，FY2023Q3 同店销售额同比-7.8%。但预计随着中国香港逐步与中国内地“通关”，公司中国内地以外市场的客流有望显著增长，进而带动主业恢复。

渠道端“新城镇+精致店”延续扩店势能，产品端“人生四美”系列持续推进。**(1) 渠道扩张：**公司精准把握下沉市场扩张机遇，有效激活加盟商开店积极性，持续推进“新城镇+精致店”策略延续扩店势能。在中国内地，FY2023Q3 周大福主品牌净增门店 448 家，期末门店总数达 7016 家，提前完成拓店目标，FY2023 预计净开店 1400-1500 家。除靓丽的拓店表现外，公司疫情期间的新开店亦有望在 2023 年线下消费复苏背景下带来较大同店增长。**(2) 新品推广：**公司结合“传承”古法金与“T Mark”钻石推出“人生四美”系列镶嵌产品，截至 FY2023Q3 已覆盖 2100 个零售网点，FY2024 计划推向 4000 家左右门店。

详见开源零售 2022 年 10 月 11 日首次覆盖报告《周大福 (1929.HK): 珠宝龙头品牌积淀深厚, 内地渠道扩张驱动成长》和 2023 年 1 月 17 日信息更新报告《周大福 (1929.HK): 渠道端保持稳健拓店, 期待新门店疫后恢复增长》等。

2.2.13、周大生: Q3 镶嵌出货受疫情影响, 黄金产品体系持续完善

周大生是全国性珠宝首饰龙头, 2022Q3 受疫情影响业绩承压。周大生是全国性布局的珠宝龙头品牌, 2022Q1-Q3 实现营收 89.37 亿元 (+38.1%)、归母净利润 9.31 亿元 (-7.5%); 单 2022Q3 营收 38.39 亿元 (+4.2%)、归母净利润 3.45 亿元 (-12.7%), 净利润承压主要系疫情影响公司线下门店经营及 9 月加盟商订货会 (镶嵌品类重要出货渠道)。我们认为, 公司积极推进省代模式保障渠道扩张, 发力打造黄金产品体系完善产品矩阵, 未来随品牌力提升, 有望持续增长。

电商业务稳健增长, 省代模式磨合向好, 带动加盟渠道黄金批发收入增长。分渠道看, 2022Q1-Q3 公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入 8.61/8.94/ 70.15 亿元, 同比增速分别为-6.1%/+21.0%/+51.1%, 电商业务稳健增长, 加盟业务提升主要系引入省代模式使加盟渠道黄金产品批发收入同比大幅增长。盈利能力方面, 2022Q1-Q3 公司毛利率为 20.3% (-9.1pct)、净利率为 10.4% (-5.1pct); 费用方面, 公司销售/管理/财务费用率分别为 5.7% (-2.1pct) /0.7% (-0.3pct) /-0.1% (+0.2pct); 毛利率、费用率变化均主要系加盟批发收入大幅增长所致。

省代模式赋能渠道、黄金产品体系持续优化, 深筑品牌力护城河。(1) 渠道: 2022Q1-Q3 公司线下新开/净开门店 415 家/71 家, 期末门店总数达 4573 家, 公司积极推广省代模式, 供应链运营和资金周转效率提升明显, 通过多方面资源赋能加盟商, 未来有望打开线下渠道进一步拓展空间。(2) 产品: 确立以黄金产品为主力的战略方向, 不断完善产品体系, 2022 年携手布达拉宫、普陀山等知名文化 IP 推出“非凡国潮”系列, 联合“国字号”国家宝藏打造非凡系列文创 IP。(3) 品牌: 连续 12 年蝉联世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”, 作为“深圳老字号”企业享有较高知名度和美誉度。

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 2022 年 10 月 28 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ): Q3 镶嵌出货受疫情影响, 黄金产品体系持续完善》等。

2.2.14、珀莱雅: 2022Q3 归母净利润增长亮眼, 毛利率创历史新高

珀莱雅是国货化妆品龙头, 2022Q3 归母净利润同比+43.5%实现亮眼增长。公司 2022Q1-Q3 实现营收 39.62 亿元 (+31.5%), 归母净利润 4.95 亿元 (+36.0%); 其中单 2022Q3 实现营收 13.36 亿元 (+22.1%), 归母净利润 1.98 亿元 (+43.5%), 行业淡季叠加超头缺失背景下仍增长亮眼。公司产品、品牌、渠道等方面竞争力全方位深化, 持续巩固国货美妆龙头地位。

三季度产品单价提升明显, 毛利率创下历史新高。分类别看, 三季度护肤、彩妆类产品分别实现营收 11.83 亿元/1.44 亿元, 同比分别+24.5%/+6.6%; 价格方面, 三季度护肤、彩妆类产品平均售价同比分别+27.7%/+91.4%, 受益大单品战略及售价较高的彩妆品牌彩棠占比提升, 产品单价提升明显。分渠道看, 预计三季度线上渠道维持较快增长, 线下渠道在疫情及调整优化背景下持续收缩。盈利能力方面, 三季度毛利率为 72.0% (同比+5.9pct), 创下历史新高, 预计主要系线上直营占比及大单品占比提升所致。费用方面, 三季度销售费用率为 43.7% (同比+2.1pct), 预计系筹备

双 11 投入较多宣传费用；管理费用率为 8.1%（同比+3.6pct）。

核心竞争力全方位深化，双十一预售表现亮眼。产品：预计双抗、红宝石、源力等系列占比稳步提升，源力精华 2.0 位列天猫修复精华双 11 预售榜单 TOP3（截至 10 月 27 日）；品牌：彩棠、悦芙媿、Off&Relax 等逐渐成熟，品牌矩阵已然成型，有望持续贡献增量；渠道：抖音二店发力大单品成效显著，预计抖音渠道占比进一步提升。双十一：预售首日主品牌在天猫渠道位列国货美妆品牌第 2 名；预售首日李佳琦直播间中，珀莱雅 8 款产品均迅速售罄，我们测算预售成交额超 4 亿元。此外，9 月公司引入魏晓岚女士任首席科学官，进一步发力研发。公司核心竞争力全方位深化，国货美妆领先地位稳固。

详见开源零售 2021 年 12 月 8 日首次覆盖报告《珀莱雅（603605.SH）：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和 2022 年 10 月 27 日信息更新报告《珀莱雅：2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高》等。

2.2.15、潮宏基：三季度经营业绩回归正增长，培育钻石布局进展顺利

潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，绑定都市年轻女性，定位国潮、轻奢。公司 2022Q1-Q3 实现营收 33.81 亿元（-2.0%）、归母净利润 2.35 亿元（-17.6%）；单 2022Q3 营收 12.07 亿元（+4.6%）、归母净利润 0.85 亿元（+1.7%）。我们认为，公司产品端时尚珠宝树立差异化品牌形象，渠道端加盟门店持续扩张，培育钻石赛道布局则有望打开公司新成长曲线。

单三季度营收利润回归正增长，费用率控制良好。2022 年以来黄金珠宝消费整体受到疫情明显影响，但公司 2022Q3 营业收入同比+4.6%、归母净利润同比+1.7%，回归正增长，体现出一定韧性。盈利能力方面，2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 30.8%/28.6%，分别同比-3.4pct/-4.7pct，下降主要系加盟渠道和低毛利黄金品类占比提升影响；净利率分别为 7.1%/7.1%，同比-1.3pct/-0.3pct。费用方面，2022Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 15.6%/1.9%/0.5%，同比分别-2.1pct/-0.1pct/-0.2pct，整体费用管控良好。

培育钻石新品牌建设稳步推进，东方时尚珠宝龙头持续成长。（1）渠道扩张：公司持续发力加盟扩张渠道，2022Q3 潮宏基珠宝净增加盟店数基本符合预期，部分门店开业因疫情有所推迟，2023 年有望恢复较快扩店速度。（2）培育钻石：公司与力量钻石等合资成立的生而闪耀科技已完成工商注册，合资公司新品牌打造、产品设计进程顺利，有望开拓新品类市场，打开成长曲线。（3）品牌提升：2022 年潮宏基珠宝全面升级改造终端形象，并继续携手品牌代言人唐艺昕，以东方时尚品牌系列为抓手扩大品牌影响力。长期看，公司围绕年轻女性消费者，打造东方时尚的差异化品牌形象，聚焦珠宝主业发力加盟渠道扩张、布局培育钻石，有望持续成长。

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 2022 年 10 月 27 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：三季度经营业绩回归正增长，培育钻石布局进展顺利》等。

2.2.16、红旗连锁：2022Q3 营收表现亮眼，主营业务净利润增长良好

红旗连锁是川蜀便利店龙头，2022 年前三季度归母净利润同比+2.3%。红旗连锁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，在经营上筑就深厚壁垒。2022Q1-Q3 实现营收 75.73 亿元（+8.2%）、归母净利润 3.57 亿元（+2.3%），若扣除投资收益影响，公司实现主

营业务净利润 2.94 亿元 (+16.7%); 单 2022Q3 实现营收 26.90 亿元 (+9.2%)、归母净利润 1.34 亿元 (+5.0%), 增长稳健, 主要系门店整合取得成效。我们认为, 公司在便利店领域已构筑区域竞争优势, 提速展店, 推动持续成长。

公司聚焦主业抓销售, 主营业务增长良好、新网银行投资收益有所下滑。公司 2022Q3 实现营业收入 26.90 亿元, 同比+9.2%, 增速环比 2022Q2 提升 1.9pct, 边际改善。盈利能力方面, 2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 29.3%/29.6%, 分别同比-0.4pct/-0.1pct; 净利率分别为 4.7%/5.0%, 同比-0.3pct/-0.2pct。费用方面, 2022Q1-Q3/2022Q3 公司期间费用率合计分别为 24.6%/24.6%, 同比-0.8pct/-0.2pct; 其中单 2022Q3 销售/管理/财务费用率分别为 22.6%/1.5%/0.6%, 同比分别-0.2pct /-0.1pct /-0.3pct。此外, 公司前三季度投资新网银行及甘肃红旗实现投资收益 6270.12 万元 (-35.25%)。

全方位深耕便利店行业构筑竞争优势, 秉持“商品+服务”差异化策略。公司深耕便利店行业, 已深筑渠道规模、供应链体系、品牌势能、人才储备等多方面竞争壁垒。公司一方面继续以成都为中心向周边地区辐射, 另一方面着手门店清理、优化, 整合成效显著, 未来仍计划持续拓店。除门店拓展外, 公司与上千家供货商建立良好商业合作关系, 是四川省及成都市“重要生活必需品应急保供重点联系企业”, 并在成都三季度疫情期间承担核心保供职能。长期看, 公司通过“商品+服务”的差异化竞争策略, 结合供应链体系等建设, 有望逐步发展为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁公司。

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 2022 年 10 月 19 日信息更新报告《红旗连锁 (002697.SZ): 2022Q3 营收表现亮眼, 主营业务净利润增长良好》等。

表4: 本周重点推荐个股老凤祥、朗姿股份、潮宏基表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688363.SH	华熙生物	买入	114.39	0.87%	2.02	2.59	3.32	57	44	34
300957.SZ	贝泰妮	买入	126.80	-1.12%	2.48	3.21	4.13	51	40	31
603214.SH	爱婴室	买入	18.33	0.88%	0.61	0.75	0.90	30	24	20
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.14	0.33%	0.36	0.40	0.44	17	15	14
600612.SH	老凤祥	买入	61.53	14.01%	3.25	3.74	4.26	19	16	14
002803.SZ	吉宏股份	买入	20.08	-10.72%	0.53	1.06	1.43	38	19	14
002867.SZ	周大生	买入	16.09	1.58%	1.14	1.37	1.61	14	12	10
300896.SZ	爱美客	买入	559.77	0.18%	5.84	8.21	11.12	96	68	50
603605.SH	珀莱雅	买入	176.66	-2.85%	2.62	3.33	4.15	67	53	43
600655.SH	豫园股份	买入	8.04	-1.11%	0.98	1.04	1.10	8	8	7
600223.SH	鲁商发展	买入	10.89	2.83%	0.04	0.38	0.49	272	29	22
002345.SZ	潮宏基	买入	8.33	5.71%	0.35	0.44	0.52	24	19	16
301177.SZ	迪阿股份	买入	50.76	-4.53%	2.81	3.55	4.28	18	14	12
601933.SH	永辉超市	买入	3.39	-1.45%	0.03	0.10	0.15	113	34	23
603708.SH	家家悦	买入	13.10	-2.60%	0.07	0.36	0.49	187	36	27
002612.SZ	朗姿股份	买入	27.34	11.59%	0.05	0.42	0.65	547	65	42
600916.SH	中国黄金	买入	12.67	3.18%	0.53	0.67	0.82	24	19	15

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2023/4/7)

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：Lanluma、AI 测肤团标、伊索、双抗精华 3.0、天图投资等

【Lanluma】华东医药医美产品 Lanluma 斩获国际大奖

4月3日消息，华东医药英国全资子公司 Sinclair 参加了 2023 摩纳哥世界美容抗衰老大会 (AMWC)，旗下聚左旋乳酸胶原蛋白刺激剂 Lanluma 获得主办方颁发的“最佳身体填充注射剂”奖。(来源：医美行业观察)

【化妆品备案】广州市市场监督管理局发布《普通化妆品备案问答》

4月3日，广州市市场监督管理局(知识产权局)发布《普通化妆品备案问答(三十五)》，据问答显示，用于育发、脱毛、美乳、健美、除臭的产品不再作为特殊化妆品管理。(来源：中国化妆品)

【AI 测肤团标】上海家化牵头首个 AI 测肤团标发布

4月4日消息，由上海家化牵头，联合上海日用化学品行业协会及多个行业专家，共同发布了国内首个人工智能(AI)测肤数据分析法团体标准。这份 AI 测肤标准中，共涵盖了 8 大肌肤维度，运用两种深度学习算法和传统视觉算法，建立了国人肌肤衰老(肤龄)检测及定义的标准。(来源：上海家化)

【H&M】H&M 开设首家美妆全球旗舰店

4月4日消息，瑞典快时尚 H&M 将于 5 月初在挪威奥斯陆开设首个美妆全球旗舰店，面积约为 300 平方米，为消费者提供 H&M Beauty、Huda Beauty 等 80 多个品牌的美妆产品，以及全新升级的购物体验。(来源：职业零售网)

【化妆品网络经营】首部化妆品网络经营法规出台

4月4日，为进一步强化化妆品网络经营监管工作，规范化妆品网络经营行为，国家药品监督管理局发布了《化妆品网络经营监督管理办法》，这是我国首部专门针对化妆品网络经营而设立的法规，旨在进一步细化、明确上位法相关规定，研究适用于化妆品网络经营监管的新方法、新手段。(来源：化妆品报)

【比音勒芬】比音勒芬收购两个奢侈品牌

4月4日，比音勒芬公告，公司持有 99.86% 份额的控制企业厚德载物近日向凯瑞特及盈丰泽润分别投资 5700 万欧元、3800 万欧元，并通过凯瑞特收购 Cerruti 新加坡 100% 股权和 Cerruti 法国 100% 股权，通过盈丰泽润收购 K&C 新加坡的 100% 股权，从而间接收购国际奢侈品牌“CERRUTI 1881”和“KENT&CURWEN”的全球商标所有权。(来源：联商网)

【伊索】欧莱雅收购高端化妆品品牌伊索 (Aesop)

4月4日，欧莱雅集团发布消息表示，其已与伊索母公司 Natura & Co 签署收购伊索品牌的协议，对该品牌的估值为 25.25 亿美元(约合人民币 173 亿元)，该收购预计将于 2023 年第三季度完成。这笔交易扩大了欧莱雅在奢侈品化妆品市场的影响力，同时也为 Natura & Co 公司减轻了利润萎缩和沉重债务的负担。(来源：中国化妆品)

【Le labo】雅诗兰黛旗下小众香氛品牌 Le labo 中国首店将开业

4月5日消息，雅诗兰黛集团旗下小众香氛品牌 Le Labo 官方发布消息“久闻，不如见面”，中国首店即将在上海开业，或落地上海前滩太古里商场。（来源：联商网）

【双抗精华 3.0】珀莱雅发布升级产品双抗精华 3.0

4月6日，珀莱雅发布双抗精华 3.0。珀莱雅联合第三方合作实验室，通过 54 项功效实验，为氧糖双抗 3.0 时代带来三重颠覆性变革。双抗精华 3.0 使用独家成分 Nox-Age，同时升级更高纯度的麦角硫因 Max，并在脱羧肽和 Collrepair 的基础上，新增欢树皮提取物，构成更科学、完善的抗糖化矩阵。（来源：珀莱雅 PROYA）

【天图投资】美妆 VC 创投公司天图投资再度递交港股招股书

4月6日消息，深圳市天图投资管理股份有限公司在港交所再度递交招股书，继续冲刺港股“美妆 VC 创投第一股”。据招股书最新数据，天图投资累计投资了 180 家消费领域公司，包括花知晓、气味图书馆、LAN 兰等美妆品牌。（来源：青眼）

【资生堂】资生堂中国完成换帅，梅津利信接任中国 CEO

4月7日消息，资生堂（中国）投资有限公司发生工商变更，梅津利信接替藤原宪太郎，成为资生堂中国法定代表人及新任董事长。2022 年 11 月，资生堂日本总部发布人事任命，前任中国 CEO 的藤原宪太郎升任资生堂社长、总裁兼首席运营官，中国 CEO 由资生堂集团首席策略官梅津利信接任。（来源：青眼号外）

【欧莱雅】阿里巴巴合作欧莱雅打造“美妆数字化循环经济模式”

4月6日，阿里巴巴集团与法国欧莱雅集团签署了战略合作协议，共同打造行业首个“美妆数字化循环经济模式”，聚焦绿色低碳新标准、新产品、新消费理念，打造可衡量、易实现的循环经济解决方案。（来源：中国化妆品）

3.2、公司公告：朗姿股份发布 2023 年第一季度业绩预告等

朗姿股份：公司发布 2023 年第一季度业绩预告

根据公司 4 月 5 日公告，2023 年第一季度公司预计实现归母净利润 3500 万元-5250 万元，同比增长 37737.84%-56656.76%；扣非归母净利润 3400 万元-5100 万元，同比增长 4438.17%-6707.26%。

爱婴室：公司发布 2022 年年度报告

根据公司 4 月 6 日公告，2022 年公司实现营收 36.19 亿元，同比增长 36.46%；归母净利润 8595 万元，同比增长 16.97%；基本每股收益 0.61 元/股。

红旗连锁：公司发布 2022 年年度报告

根据公司 4 月 7 日公告，2022 年公司实现营收 100.20 亿元，同比增长 7.15%；归母净利润 4.86 亿元，同比增长 0.90%；基本每股收益 0.36 元/股。

合肥百货：公司发布 2022 年年度报告

根据公司 4 月 7 日公告，2022 年公司实现营收 63.02 亿元，同比减少 0.57%；归母净利润 1.68 亿元，同比减少 7.32%；基本每股收益 0.21 元/股。

重庆百货：公司发布 2022 年年度报告

根据公司4月7日公告，2022年公司实现营收183.04亿元，同比减少13.40%；归母净利润8.83亿元，同比减少7.16%；基本每股收益2.23元/股。

表5：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露等

日期	公司名称	重大事项
4月10日	贝泰妮	业绩发布会
4月11日	中兵红箭	年报预计披露日期
4月11日	力量钻石	股东大会召开
4月12日	小商品城	年报、一季报预计披露日期
4月12日	吉宏股份	年报预计披露日期
4月12日	苏美达	年报预计披露日期
4月13日	欧亚集团	年报预计披露日期
4月14日	华东医药	年报预计披露日期
4月14日	天音控股	年报预计披露日期
4月15日	青木股份	年报、一季报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注2022CiE美妆创新展等

日期	主题	重大事项
4月13日	美妆	2022CiE美妆创新展
4月26日	美妆	2023中国（上海）国际化妆品原料展览会
5月11日	珠宝首饰	2023成都国际珠宝首饰展览会
5月15日	电商	ICIE中国（广州/深圳）国际网红直播电商交易博览会
5月18日	电商	2023第2届中国（重庆）国际跨境电商展览会
5月24日	美妆	2023苏州美博会
5月25日	珠宝首饰	第二届（2023年）中国国际培育钻石产业发展与创新大会
5月26日	珠宝首饰	2023杭州国际珠宝首饰展
5月29日	美妆	第18届昆明美博会
6月2日	电商	2023东北亚国际跨境电商交易博览会-沈阳展

资料来源：亿邦动力网、活动家、会展之窗等、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、消费需求受到抑制，零售行业经营也将承压；

(2) 疫情反复：若疫情出现反复，会对线下客流和门店销售造成较大影响，也会影响新店扩张、培育；

(3) 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；

(4) 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