

商业贸易

2021年09月20日

阿里巴巴推出社区电商新品牌“淘菜菜”

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨妍（联系人）

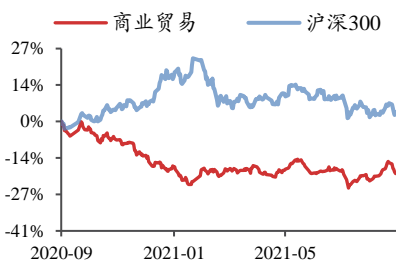
huangzepeng@kysec.cn

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790121010071

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-8月社零同比+2.5%，受疫情、汛情冲击影响，增速环比显著回落》-2021.9.15

《行业周报-8月国货化妆品龙头线上表现优异》-2021.9.12

《行业点评报告-医美化妆品8月月报：上市公司中报业绩优异》-2021.9.7

● 阿里巴巴整合社区电商事业群，推出新品牌“淘菜菜”

本周，阿里巴巴社区电商（MMC）事业群宣布整合“盒马集市”和“淘宝买菜”，新品牌命名为“淘菜菜”，目前已正式登陆淘宝 APP 首页。淘菜菜的商业模式为：前端依托阿里零售通积累的百万家社区小店孵化团点；后端依托阿里巴巴的诸多供给端口保障产品供应；在中间环节，通过重资产模式打造的仓储物流设施有效保障供应质量与效率。具体看：（1）供给端：淘菜菜完整对接了阿里巴巴积累的“五盘货”供给资源（商超百货、厂货日杂、生鲜农产、快消产品和进口商品），未来整体 SKU 的广度与深度有较强保障；（2）仓配端：坚持“做深”（运用数字化能力，挖掘传递用户需求、深挖仓配潜力）、“做重”（以重资产模式从产地到销地打造全链路覆盖的闭环供应链体系），链接田间到餐桌。（3）履约端：重构、强化社区小店贴地服务、维护客群和履约能力，挖掘终端流量潜力。ToB 模式下，小店作为团长/店长接收商品的终点，ToC 模式下则作为交付、履约的团点。整体来看，淘菜菜成立标志阿里巴巴社区电商业务步入新阶段。行业竞争格局也更加清晰：多多买菜、美团优选两强领跑，兴盛优选深耕区域，阿里系开始奋起直追。我们看好淘菜菜在阿里巴巴多方面资源支持下，在社区电商赛道的发展前景，但也不能忽视它所面临的组织协同考验以及和内外部相关业态的整合挑战问题。

● 行业关键词：微生态护肤、亲友团、淘菜菜、919 电商节、消费者洞察等

【微生态护肤】逸仙电商间接持股钛美生物，入局皮肤微生态护肤。

【亲友团】淘宝 APP 上线“亲友团”功能。

【淘菜菜】阿里巴巴整合“盒马集市”、“淘宝买菜”，升级为新品牌“淘菜菜”。

【919 电商节】第五届中国邮政“919 电商节”在京启动。

【消费者洞察】普华永道发布《2021 年全球消费者洞察调研中国报告》。

● 板块行情回顾

本周（9月13日-9月17日）零售板块（商业贸易指数）报收 3073.36 点，下跌 4.91%，跑输上证综指（本周下跌 2.41%）2.50 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 23 位。零售各细分板块中，本周贸易板块表现较好，2021 年年初至今贸易板块涨幅居首。个股方面，本周五矿发展（+5.1%）、*ST 大集（+4.9%）、国芳集团（+4.2%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块

投资主线一（颜值经济）：重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客、全产业链布局的华熙生物、敏感肌修护龙头贝泰妮和化妆品 ODM 龙头青松股份；

投资主线二（电商新零售）：重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和新兴业态（直播电商和社区团购），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：关注黄金珠宝和母婴零售板块，重点推荐周大生（推广省代模式）、爱婴室，受益标的潮宏基、孩子王（已通过创业板 IPO 注册）。

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 零售板块行情回顾	4
2、 零售观点：阿里巴巴推出社区电商新品牌“淘菜菜”	6
2.1、 行业动态：阿里巴巴整合社区电商事业群，推出新品牌“淘菜菜”	6
2.2、 投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块	9
2.2.1、 周大生：上半年业绩+85%，渠道、产品、品牌建设持续推进	10
2.2.2、 华熙生物：中报业绩同比+35%，终端业务高速增长	11
2.2.3、 青松股份：化妆品业务短期承压，中报业绩同比-20%	11
2.2.4、 老凤祥：受益黄金珠宝消费回暖，中报营收、业绩稳健增长	12
2.2.5、 家家悦：同期高基数叠加外部竞争影响，上半年业绩下滑 36%	12
2.2.6、 爱美客：中报业绩同比+188.9%超预期，嗨体保持高速增长	13
2.2.7、 豫园股份：上半年业绩实现高增长，打造家庭快乐消费产业集团	14
2.2.8、 吉宏股份：上半年业绩下滑，持续推进跨境电商 SaaS 平台建设	14
2.2.9、 爱婴室：疫情缓和经营恢复，上半年收入利润均小幅增长	15
2.2.10、 红旗连锁：上半年整体经营表现稳健，新门店拓展提速明显	16
2.2.11、 贝泰妮：中报业绩同比+65.3%超出预期，盈利能力持续优化	16
3、 零售行业动态追踪	17
3.1、 行业关键词：微生态护肤、亲友团、淘菜菜、919 电商节、消费者洞察等	17
3.2、 公司公告：家家悦收购控股子公司少数股东股权等	19
4、 风险提示	20

图表目录

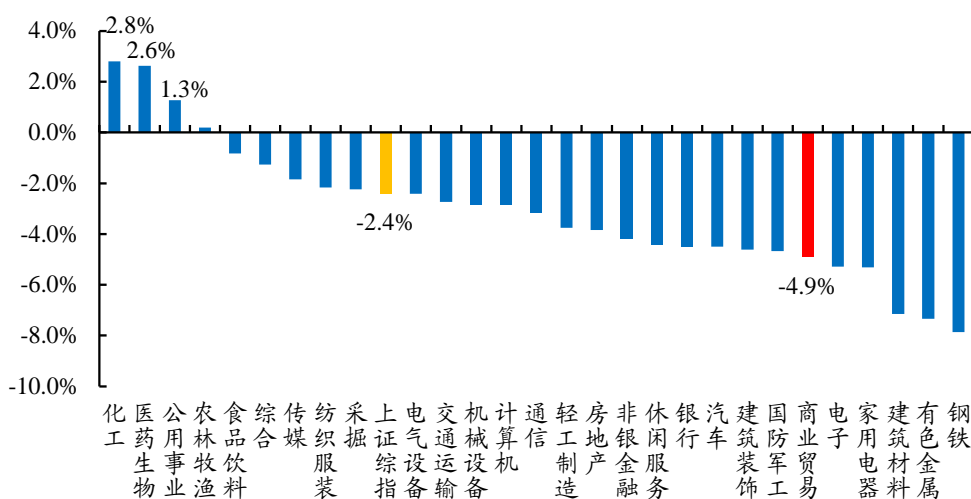
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 23 位	4
图 2： 本周零售（商业贸易）指数下跌 4.91%	4
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 4.96%	4
图 4： 本周贸易板块跌幅最小，周跌幅为 1.02%	5
图 5： 2021 年年初至今贸易板块涨幅最高，达 37.33%	5
图 6： 淘菜菜链接已出现在淘宝首页	6
图 7： 阿里巴巴社区电商业务进入发展新阶段	6
图 8： 淘菜菜前端服务百万社区小店，后端连接农产品基地和产业带	6
图 9： 阿里巴巴“五盘货”支撑淘菜菜平台供给端	7
图 10： 阿里巴巴发力数字农业保障生鲜农产供应	7
图 11： 淘菜菜致力于构建从田间到餐桌的全闭环链接	7
图 12： 淘菜菜平台部分团长的另一身份为宝妈	8
图 13： 淘菜菜小店具备直播间等功能	8
图 14： 淘菜菜平台出现补全阿里巴巴新消费版图	8
图 15： 阿里巴巴社区电商业务内外部布局仍有较多	8
表 1： 本周零售板块五矿发展、*ST 大集、国芳集团等涨幅靠前	5
表 2： 本周零售板块天音控股、新华百货、友好集团等跌幅靠前	5
表 3： 重点推荐爱美客、青松股份、周大生、吉宏股份等	9
表 4： 本周重点推荐个股青松股份表现较好	17
表 5： 零售公司大事提醒：关注贝泰妮、爱美客解禁等	20

表 6: 零售行业大事提醒: 关注第 28 届上海国际美容化妆品博览会等	20
--	----

1、零售板块行情回顾

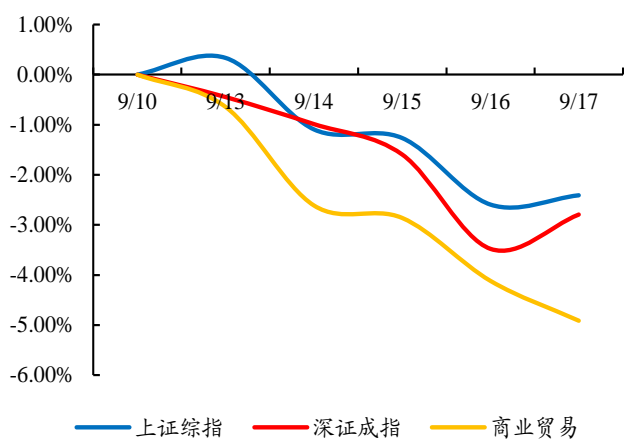
本周(9月13日-9月17日)A股下跌,零售板块下跌4.91%。上证综指报收3613.97点,全周累计下跌2.41%;深证成指报收14359.36点,周下跌2.79%;本周全部28个一级行业中,表现排名前三位的分别为化工、医药生物和公用事业。零售行业指数(参照商业贸易指数)本周报收3073.36点,周跌幅为4.91%,在所有一级行业中位列第23位。2021年年初至今,零售行业下跌4.96%,表现弱于大盘(2021年年初至今上证综指累计上涨4.06%)。

图1: 本周零售板块(商业贸易指数)表现位列第23位



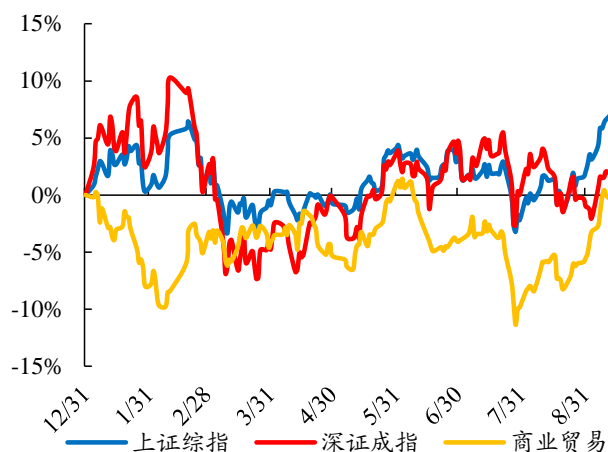
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周零售(商业贸易)指数下跌4.91%



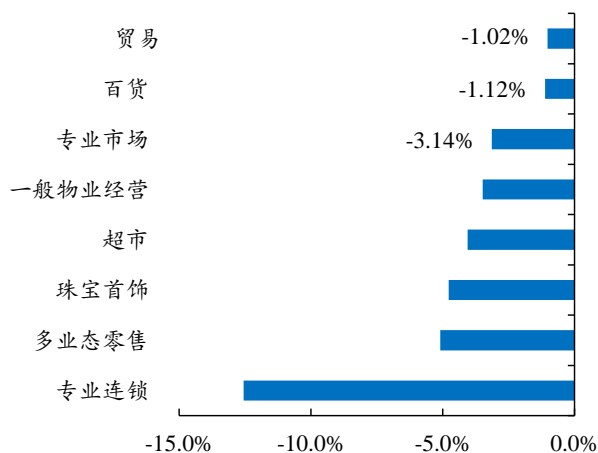
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2021年年初至今零售(商业贸易)指数下跌4.96%

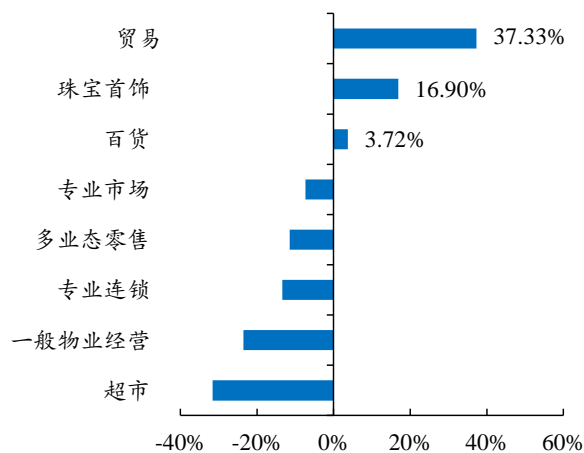


数据来源: Wind、开源证券研究所

零售各板块中,贸易板块本周跌幅最小;2021年年初至今,贸易板块涨幅领跑。各细分板块(我们依据二级行业分类,选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等8个细分板块)中,本周8个子行业下跌,其中贸易板块跌幅最小,周跌幅为1.02%;2021年全年来看,贸易板块年初至今累计涨幅为37.33%,在零售行业各细分板块中领跑。

图4: 本周贸易板块跌幅最小, 周跌幅为 1.02%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021年初至今贸易板块涨幅最高, 达 37.33%


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周五矿发展、*ST 大集、国芳集团涨幅靠前。本周零售板块主要 84 家上市公司(参照一级行业指数成分, 剔除少量主业已发生变化公司和 B 股公司)中, 合计有 11 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五矿发展、*ST 大集、国芳集团, 周涨幅分别为 5.1%、4.9%和 4.2%。本周跌幅靠前公司为天音控股、新华百货、友好集团等。

表1: 本周零售板块五矿发展、*ST 大集、国芳集团等涨幅靠前

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	600058.SH	五矿发展	11.73	5.1%	17.6%	60.0%	贸易III
2	000564.SZ	*ST 大集	3.21	4.9%	6.7%	23.9%	百货
3	601086.SH	国芳集团	4.50	4.2%	4.3%	9.1%	百货
4	600828.SH	茂业商业	3.82	3.5%	1.6%	5.2%	百货
5	300622.SZ	博士眼镜	20.55	3.4%	8.6%	49.2%	专业连锁
6	002264.SZ	新华都	4.33	3.1%	3.0%	0.7%	超市
7	002091.SZ	江苏国泰	15.46	2.8%	30.2%	121.7%	贸易III
8	600774.SH	汉商集团	15.86	2.7%	4.5%	15.8%	多业态零售
9	603214.SH	爱婴室	24.00	2.3%	13.7%	5.9%	专业连锁
10	300755.SZ	华致酒行	31.67	0.8%	36.5%	21.4%	专业连锁

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/09/17)

表2: 本周零售板块天音控股、新华百货、友好集团等跌幅靠前

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	000829.SZ	天音控股	16.20	-39.8%	30.9%	147.1%	专业连锁
2	600785.SH	新华百货	11.35	-15.2%	2.6%	-10.3%	多业态零售
3	600778.SH	友好集团	4.62	-14.0%	21.4%	15.8%	多业态零售
4	002127.SZ	南极电商	6.96	-12.6%	17.1%	-48.3%	专业连锁
5	600753.SH	东方银星	29.96	-12.3%	15.1%	93.9%	贸易III

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/09/17)

2、零售观点：阿里巴巴推出社区电商新品牌“淘菜菜”

2.1、行业动态：阿里巴巴整合社区电商事业群，推出新品牌“淘菜菜”

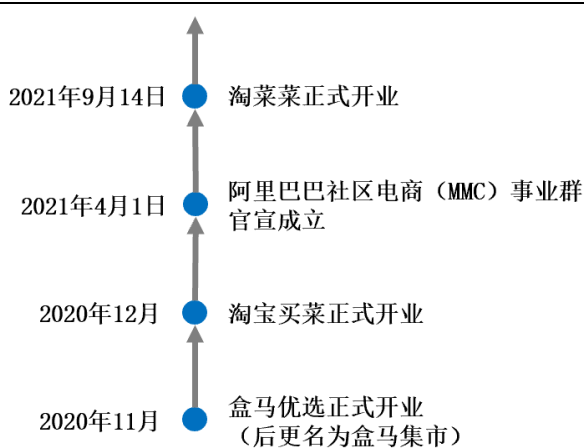
阿里巴巴整合社区电商事业群，推出新品牌“淘菜菜”。本周（9月14日），阿里巴巴社区电商（MMC）事业群宣布整合“盒马集市”和“淘宝买菜”，新品牌命名为“淘菜菜”。目前，只要消费者定位地区有淘菜菜小店，则其淘宝APP首页将自动显示跳转按钮。对阿里巴巴而言，淘菜菜推出标志着其社区电商赛道战略进一步厘清，未来将致力于打造一站式综合社区服务平台，在实现商品与服务输出同时获取新的流量。对社区电商行业而言，竞争格局也愈发清晰：多多买菜、美团优选两强领跑，兴盛优选深耕区域，阿里系在2021年开始奋起直追、势头迅猛；此外，阿里淘菜菜坚持“做深、做重”的打法，也有望给行业运营模式带来新的活力。

图6：淘菜菜链接已出现在淘宝首页



资料来源：淘宝APP、开源证券研究所

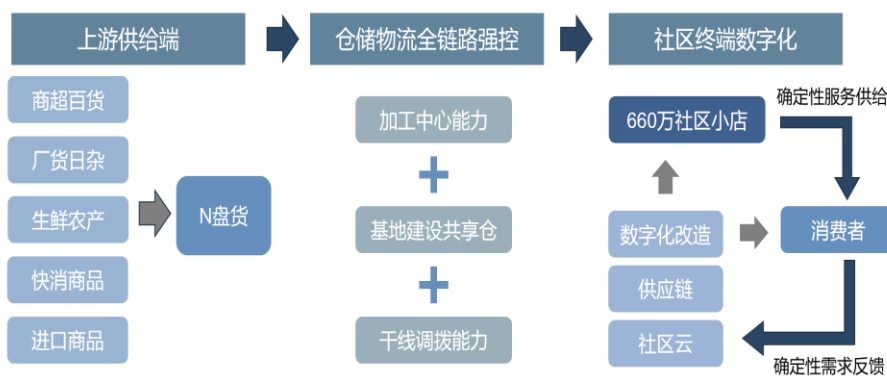
图7：阿里巴巴社区电商业务进入发展新阶段



资料来源：新零售财经、无冕财经、开源证券研究所

淘菜菜商业模式：前端服务百万社区小店，后端连接农产品基地和产业带。据阿里巴巴公司表述，淘菜菜已形成独特商业模式：在前端依托阿里零售通积累的660万家社区小店，向其提供针对性服务孵化困点；在后端依托阿里巴巴旗下从商超百货到进口商品等在内的多个供给端口，保障全品类产品供应；在中间环节，阿里巴巴重资产模式打造的仓储物流全链路设施有效保障供应质量与效率。整体看，阿里巴巴多年深耕零售业积淀的资源，有望多维赋能淘菜菜，实现产供销全链路一体化经营。

图8：淘菜菜前端服务百万社区小店，后端连接农产品基地和产业带



资料来源：淘菜菜官方微博、开源证券研究所

供给端：从“五盘货”到“N盘货”，着重挖掘本土生鲜农产供给。阿里巴巴经过多年深耕零售行业，已积累丰富供给资源（即“五盘货”：商超百货、厂货日杂、生鲜农产、快消产品和进口商品）。淘菜菜已实现对这套供给资源的完整对接，包括大润发、淘特 APP、盒马、阿里巴巴数字农业、阿里零售通、天猫国际等板块所分别连接的供应渠道。其中，阿里巴巴近年来在生鲜农产领域着重发力，深入一线产业带调研考察，在为自身挖掘广袤乡村优质农产品的同时，帮助农户打造标准化流程与品控标准。阿里巴巴供给端的资源禀赋有效保障了淘菜菜整体品类 SKU 的广度与深度，且作为一个开放性生态，未来有望吸纳更多供给渠道，向“N盘货”拓展。

图9：阿里巴巴“五盘货”支撑淘菜菜平台供给端



资料来源：阿里巴巴官网、开源证券研究所

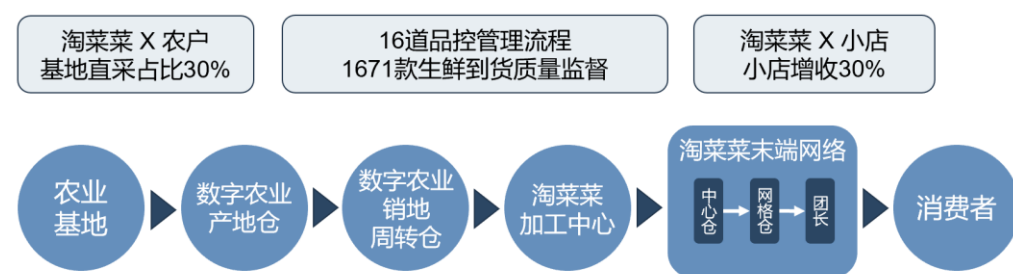
图10：阿里巴巴发力数字农业保障生鲜农产供应



资料来源：新华网

仓配端：坚持“做深、做重”，全闭环链接田间到餐桌。据阿里巴巴表述，公司将在仓配端“做深、做重”，完成从农业最先一公里到社区最后一公里的全闭环链接。“做深”指淘菜菜将运用数字化能力，一方面深挖用户需求，沿供应链向上传导至各供应渠道，实现产销对接，一方面深挖仓配潜力，建设更敏捷、更契合供应端作业模式的仓配体系。“做重”指平台将以重资产模式从产地到销地打造全面覆盖仓配、加工、分拣、履约的闭环供应链体系。以生鲜为例，阿里巴巴从种植端入手，筛选符合采购标准的产品进行预冷后收入产地仓，随后经周转仓至加工中心进行标准化处理，最终通过末端网络送达消费者，全程通过三温层冷链供应链运输，有效保障产品品质。

图11：淘菜菜致力于构建从田间到餐桌的全闭环链接



资料来源：淘菜菜官方微博、开源证券研究所

履约端：重构、强化社区小店职能，挖掘终端广大流量。淘菜菜小店主要来自阿里巴巴社区电商业群所对接的百万社区小店，针对这些小店，平台计划重构其职能，强化其贴地服务、维护客群和履约的能力，实现对终端流量的挖掘转化。**(1) 定位：**淘菜菜小店有两种定位，To B 模式下作为团长/店长接收商品的终点，To C 模式下作为完成交付、履约的团点；**(2) 功能：**淘菜菜小店基于社区小店开发出七大功能，分别是自提点、果蔬店、百货店、直播间、充值站、快递站、公益角，多功能复合充分发挥小店区位优势，利用有限面积为店主创收、为平台引流。淘菜菜对于小店的未来规划是：每位店长都是淘菜菜团长，每位淘菜菜团长也都能拥有自己的小店。

图12：淘菜菜平台部分团长的另一身份为宝妈



资料来源：淘菜菜官方微博

图13：淘菜菜小店具备直播间等功能



资料来源：21 世纪经济报道

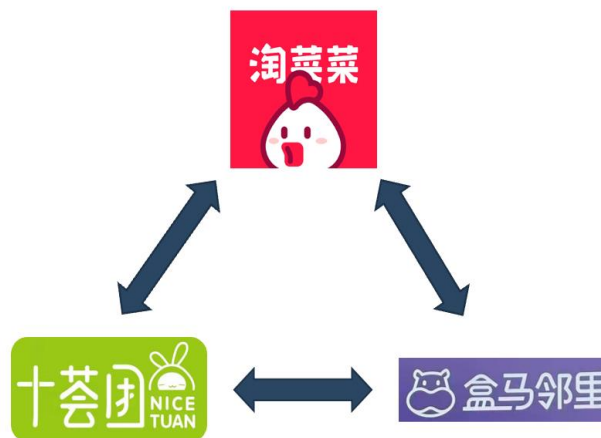
淘菜菜成立标志阿里巴巴社区电商业步入新阶段。淘菜菜成立后，阿里巴巴集团多年深耕零售行业积淀的资源有望在社区电商业群形成合力；但不可忽视的是，由于该业务运营横跨多事业群，因此也对阿里巴巴的组织协同能力提出较高要求。就阿里巴巴整体而言，先前对于社区电商赛道的其他内外部布局仍然存在：内部看，盒马事业群下的盒马邻里，与淘菜菜在定位与供应链体系上存在一定重叠；外部看，先前多次投资的行业独角兽十荟团，也面临在多个区域进行业务整合的问题。综上所述，我们看好淘菜菜在阿里巴巴各方面资源支持下，在社区电商赛道的发展前景；但考虑到行业目前各互联网巨头的竞争激烈格局，胜负前景仍有待进一步观察。

图14：淘菜菜平台出现补全阿里巴巴新消费版图



资料来源：淘菜菜官方微博

图15：阿里巴巴社区电商业内外部布局仍有较多



资料来源：十荟团 APP、新浪微博、开源证券研究所

2.2、投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块

投资主线 1：“颜值经济”时代，化妆品和医美消费持续高景气，关注细分赛道龙头。

(1) 化妆品：低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动化妆品行业高景气，国货美妆品牌凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势有望弯道超车。从板块上市公司中报看，整体呈现高景气，大单品和多渠道是持续得到验证的行业重要逻辑。化妆品行业投资建议关注皮肤学级和功效性护肤品及上游 ODM 龙头等细分赛道，重点推荐贝泰妮(国货敏感肌龙头)、青松股份(化妆品上游 ODM 龙头)，受益标的包括珀莱雅等。

(2) 医美：颜值经济时代，消费者变美需求驱动医美(“轻医美”)行业蓬勃发展；产业链中，医美产品生产厂商凭借技术、资质壁垒掌握核心环节。我们认为，未来医美行业逐步规范发展，显著利好具备合规 III 类医疗器械资质的产品和医美机构龙头。医美产品领域，我们重点看好透明质酸、肉毒素、再生类和光电射频四条细分赛道，重点推荐爱美客(玻尿酸产品龙头竞争壁垒深厚，新品濡白天使发布)和华熙生物(透明质酸全产业链龙头)，受益标的包括华东医药、四环医药、昊海生科、复锐医疗科技等。此外，下游医美机构领域受益标的包括奥园美谷、朗姿股份等。

投资主线 2：疫情驱动电商渗透率提升，重点关注两个洼地市场(下沉和跨境市场)、两个新兴业态(直播和社区电商)。投资建议：重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份(深度受益东南亚市场红利，跨境电商 SaaS 平台建设和产业链投资布局稳步推进)；新零售模式建议关注快速发展的直播电商(抖音品牌店铺自播)和社区电商(代表性模式社区团购，行业头部企业包括美团、拼多多、兴盛优选等)。

投资主线 3：疫情缓和、消费复苏，关注竞争力突出的线下零售细分赛道龙头(黄金珠宝、母婴)。黄金珠宝品类终端消费回暖(2021 年 1-7 月，金银珠宝类社零增速持续领跑各可选消费品类)，重点推荐周大生(线上抖音直播先发布局，线下“省代”模式稳步推进)和品牌力突出的老凤祥，受益标的周大福、潮宏基。此外，“三胎”放开带来母婴消费政策红利，其中母婴连锁零售赛道凭借对上游品牌方和下游消费者的突出渠道价值有望显著受益，重点推荐爱婴室，受益标的孩子王(母婴零售行业龙头，近期已通过创业板 IPO 注册)。

表 3：重点推荐爱美客、青松股份、周大生、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
688363.SH	华熙生物	化妆品	2021 年上半年实现营收 19.4 亿元(+104.4%)、归母净利润 3.6 亿元(+35.0%)。公司原料业务竞争优势突出，终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气已步入持续高成长阶段，叠加透明质酸作为食品原料获批，四轮驱动有望推动高速增长。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2021 年上半年实现营收 14.12 亿元(+49.9%)，归母净利润 2.65 亿元(+65.3%)。敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。贝泰妮作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。
300132.SZ	青松股份	化妆品	2021 年上半年实现营收 19.11 亿元(+6.5%)，归母净利润 1.81 亿元(-20.1%)。化妆品新规推动行业出清、利好上游 ODM 产业链龙头。诺斯贝尔作为行业龙头，在产能、研发和客户资源方面优势明显，未来新客户、新品类均将贡献增量，市占率有望持续提升。
300896.SZ	爱美客	医美	2021 年上半年实现营收 6.3 亿元(+161.9%)，归母净利润 4.25 亿元(+188.9%)。公司研发转化高效、推新能力突出，在产品技术、安全性和有效性等方面均已得到医美机构和消费者认可；“嗨体”等品牌影响力不断增强，新品“濡白天使”于 2021 年 7 月上市，未来有望共同推动高增长。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2021年上半年实现营收24.91亿元(+30.0%)，归母净利润1.82亿元(-29.7%)。公司跨境电商深度受益东南亚市场红利，短期虽受到海外疫情削弱消费者购买力影响，但长期看SaaS服务平台建设和产业链投资布局推进，将带来核心竞争力提升。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2021年上半年实现营收27.89亿元(+66.7%)，归母净利润6.10亿元(+84.5%)。黄金珠宝消费回暖，公司在时尚珠宝和电商直播领域先发布局优势突出。未来随着“省代”模式推广、产品矩阵完善和品牌力提升有望带动公司盈利能力继续增强。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2021年上半年实现营收315.9亿元(+19.3%)，归母净利润10.4亿元(+40.6%)。黄金珠宝行业终端消费需求持续回暖，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革推进带来经营效率优化，有望驱动公司持续稳健增长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2021年上半年实现营收11.42亿元(+4.2%)，归母净利润0.47亿元(+6.1%)。三胎政策下母婴行业显著受益，母婴连锁业态渠道价值突出；公司围绕“品牌+全渠道”布局，以自建+并购(贝贝熊)方式推进全国化扩张，竞争力持续提升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2021年上半年实现营收45.37亿元(+0.4%)，归母净利润2.21亿元(-15.2%)。公司主营便利店业态卡位社区流量，在川蜀地区已构筑区域竞争优势，未来提速展店叠加品类结构优化，有望实现持续增长。
603708.SH	家家悦	超市	2021年上半年实现营收88.00亿元(+2.5%)，归母净利润1.84亿元(-36.1%)。公司线上线下渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，费用投入虽影响短期业绩，但长期看门店逐步成熟、整合提效将推动公司核心竞争力提升。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、周大生：上半年业绩+85%，渠道、产品、品牌建设持续推进

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2021H1 营收、业绩实现高增长。公司经过 20 余年发展已成为全国门店数量最多的珠宝企业，成长能力优异。公司 2021H1 实现营收 27.89 亿元，相较于 2019/2020 年同期分别增长 16.7%/66.7%，归母净利润 6.10 亿元相较于 2019/2020 年同期分别增长 28.4%/84.5%。我们认为，黄金珠宝消费持续回暖，公司在时尚珠宝和电商渠道先发优势突出，未来随着产品矩阵完善、品牌力提升，盈利能力有望进一步增强。

经营恢复，各渠道、产品营收均有较大增长，电商盈利能力明显提升。疫情缓和，黄金珠宝消费需求持续回暖。分渠道看，2021H1 公司自营线下/自营线上(电商)/加盟业务分别实现收入 6.47/4.35/15.82 亿元，同比增速分别为+94.4%/+12.4%/+84.3%；其中电商方面天猫、京东、抖音三大平台分别实现营收 2.87/0.37/0.68 亿元，且电商盈利能力提升明显。分产品看，报告期内公司素金首饰/镶嵌首饰/其他首饰/加盟品牌使用费分别实现收入 12.19/9.08/0.97/3.43 亿元，同比增速分别为+85.5%/+67.3%/+18.3%/+59.9%。盈利能力方面，报告期内公司毛利率为 40.5% (-5.3pct)，下滑主要系金价波动及素金销售占比提高所致；净利率为 21.9% (+2.1pct) 提升明显。费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 10.6% (-5.8 pct) /1.8% (-1.4pct) /-0.5% (+0.1pct)，费用率整体稳中有降。

渠道稳步拓展，产品矩阵不断完善，品牌力持续提升。渠道方面：公司 2021H1 线下新开/净开门店 226 家/68 家，期末门店总数达到 4257 家；线上在巩固电商和直播先发优势基础上，以品牌店播形式重点发力抖音电商。产品方面：持续迭代优化情景风格系列钻石产品、开发特色 IP 类金饰产品，并针对电商直播特点差异化打造低价配饰类产品，产品矩阵不断完善。品牌方面：社交品牌 DC、子品牌 BLOVE、今生金饰等品牌建设均在有序推进，随着公司品牌力增强，入网费提升有望持续增厚利润。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生 (002867.SZ): 珠宝龙头拥抱直播电商, 新渠道新营销驱动新成长》与 2021 年 8 月 31 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ): 上半年业绩+85%, 渠道、产品、品牌建设持续推进》等。

2.2.2、华熙生物: 中报业绩同比+35%, 终端业务高速增长

华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 2021H1 营收、业绩增长亮眼。华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 已构建“原料+终端”的全产业链布局。公司 2021H1 实现营收 19.4 亿元 (+104.4%)、归母净利润 3.6 亿元 (+35.0%); 单 2021Q2 营收 11.6 亿元 (+100.2%)、归母净利润 2.1 亿元 (+30.9%), 终端业务高速增长。我们认为, 公司原料业务竞争优势突出, 终端医美和功能性护肤品业务受益赛道高景气已步入持续高成长阶段, 叠加透明质酸作为食品原料获批, 四轮驱动有望推动高速增长。

终端业务 (医疗终端+51%/护肤品+198%) 高增, 原料业务 (+25%) 稳健。分业务看, 2021H1 原料业务实现收入 4.15 亿元 (同比+25%, 毛利率 73%); 医疗终端业务 3.14 亿元 (+51%, 毛利率 82%), 其中医美类收入 2.2 亿元 (+58%); 功能性护肤品收入 12.0 亿元 (+198%, 毛利率 79%), 其中润百颜/夸迪分别实现收入 4.91 亿元 (+200%)/3.65 亿元 (+250%)。盈利能力方面, 2021H1 公司毛利率为 77.9%, 同比-1.8pct; 净利率为 18.6%, 同比-9.6pct, 主要系公司战略性布局加大营销投入塑造品牌形象, 此外公司 2021H1 确认股份支付费用 4351 万元。费用方面, 2021H1 公司期间费用率合计为 58.6%, 同比+8.5pct: 其中销售费用率为 46.3% (+6.7pct); 管理费用率为 6.6% (+0.3pct); 研发费用为 1.1 亿元 (研发费用率为 5.5%), 公司保持较高研发投入。

原料稳健, 终端医美、护肤品、功能性食品放量, 四轮驱动打开成长空间。(1) 原料业务: 公司玻尿酸产能全球领先, 未来有望稳健增长; 其他生物活性原料 2021H1 同比+106%, 未来也有望贡献增量。(2) 医疗终端业务: 2021 年公司医美战略升级, 产品方面打造大单品、组织架构方面构建“强中台”, 未来公司医美产品市占率有望不断提升。(3) 功能性护肤品: 紧抓“成分党”风口, 打造多品牌矩阵覆盖高景气优质细分赛道, 持续高速增长可期。(4) 功能性食品: 3 月推出水肌泉产品、6 月推出黑零, 随着消费者教育深入有望贡献增量。

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 2021 年 8 月 30 日信息更新报告《华熙生物 (688363.SH): 中报业绩同比+35%, 终端业务高速增长》等。

2.2.3、青松股份: 化妆品业务短期承压, 中报业绩同比-20%

青松股份是化妆品 ODM+林化工双主业龙头, 2021 年上半年业绩承压。公司在收购化妆品 ODM 龙头诺斯贝尔 (中国第一、全球第四) 后形成林化工+化妆品双主业驱动。2021H1 实现营收 19.11 亿元 (+6.45%)、归母净利润 1.81 亿元 (-20.08%); 单 2021Q2 实现营收 10.55 亿元 (-2.85%)、归母净利润 0.90 亿元 (-37.07%), 化妆品业务受员工薪酬增加、口罩业务减产、化妆品备案进度影响短期业绩承压。

化妆品业务受提前储备员工等因素影响毛利率下降, 松节油业务回暖。化妆品业务: 2021H1 诺斯贝尔实现营业收入 12.5 亿元 (+9.18%, 其中面膜+14.9%、护肤+20.5%、湿巾+32.4%、其他-52.1%), 净利润为 6544 万元 (-52.1%), 主要系毛利率下滑影响, 从 2020H1 的 24.51%下降 7.45pct 至 2021H1 的 17.06%。具体看影响毛利率的因素有: (1) 公司应对下半年化妆品生产旺季, 提前储备员工, 增加相关用工成本; (2)

上游原材料价格上涨。松节油深加工业务：2021H1 松节油深加工业务营业收入 6.56 亿元 (+1.57%，其中合成樟脑业务+11.65%)，毛利率为 30.2%，总体看上半年公司松节油业务在回暖。

管理机制理顺、化妆品 ODM 战略方向明确；新规长期利好产业链龙头。7 月底开始，诺斯贝尔创始人之一范展华先生代行青松股份董事长职责，管理机制理顺后，公司化妆品 ODM 战略发展方向更加明确。短期看，随着下半年化妆品生产旺季到来，公司已提前储备员工应对需求，有望充分释放化妆品业务潜力。长期看，化妆品新规对注册备案进度节奏影响在逐步减小，考虑到头部代工厂在功效宣称评价检测等方面能力更强，新规推动行业出清、利好 ODM 产业链龙头。总体而言，诺斯贝尔作为化妆品 ODM 行业龙头，在产能、研发和客户资源方面优势明显，未来新客户、新品类均将贡献增量，市占率有望持续提升。

详见开源零售 2021 年 6 月 27 日首次覆盖报告《青松股份(300132.SZ): 化妆品 ODM 龙头，产能、研发、客户构筑竞争优势》与 2021 年 8 月 28 日信息更新报告《青松股份(300132.SZ): 化妆品业务短期承压，中报业绩同比-20%》等。

2.2.4、老凤祥：受益黄金珠宝消费回暖，中报营收、业绩稳健增长

老凤祥为黄金珠宝行业龙头，2021 年上半年业绩稳健增长。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并多方位跨界延伸，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。2021H1 实现营收 315.9 亿元 (+19.3%)、归母净利润 10.4 亿元 (+40.6%)、扣非归母净利润 8.1 亿元 (+8.9%)；其中 2021Q2 单季营收 143.9 亿元 (+20.0%)、归母净利润 3.9 亿元 (+6.6%)。我们认为，黄金珠宝行业终端消费需求持续回暖，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革推进带来经营效率优化，有望驱动公司持续稳健增长。

黄金珠宝消费需求回暖，推动公司收入业绩增长，费用率小幅下降。2021 年上半年，受益于疫情缓和、婚庆需求逐步释放，黄金珠宝行业持续回暖：社零数据显示，2021 年 1-6 月金银珠宝类零售额累计同比增长 59.9%。受益于此，报告期内公司营收同比增长 19.3%，归母净利润同比大幅增长 40.6%，较 2019 年同期增长 12.4%。盈利能力方面，2021 年上半年公司毛利率为 7.82% (-0.56pct)，净利率为 4.23% (+0.60pct)，其中子公司动迁补偿收入增加带来资产处置收益增加 2.88 亿元。期间费用方面，报告期内公司销售/管理/财务费用率分别为 1.47% (-0.19pct) / 0.78% (-0.01pct) / 0.45% (-0.09pct)，均有一定程度下降。

多措并举拓市场、树品牌，“十四五”跨越式发展起航。报告期内，公司多措并举深挖市场潜力：参与上海“55 购物节”等主题活动、举办老凤祥高端翠钻珠宝 VIP 鉴赏会、通过老凤祥上海会员商城平台直播带货和深度参与“花博会”特许产品设计生产等。此外，公司举办第 30 届老凤祥上海首饰博览会，展示品牌多元化和年轻时尚化转变，开启品牌形象新篇章。未来，公司持续聚焦品牌、人才、技术和规模优势，以深化“双百行动”改革为契机，推进全方位核心竞争力提升，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 2021 年 8 月 28 日信息更新报告《老凤祥(600612.SH): 受益黄金珠宝消费回暖，中报营收、业绩稳健增长》等。

2.2.5、家家悦：同期高基数叠加外部竞争影响，上半年业绩下滑 36%

家家悦是胶东生鲜超市龙头，2021年上半年业绩下滑。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2021H1实现营收88.00亿元（+2.5%），归母净利润1.84亿元（-36.1%），业绩受新开店费用和外部竞争等影响承压。我们认为，公司线上线下渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，费用投入虽影响短期业绩，但长期看门店逐步成熟、整合提效将推动公司核心竞争力提升。

2021H1整体经营稳健，受同期高基数和外部竞争影响同店有所承压。2021年上半年公司整体经营稳健，收入端同比增长2.5%；但由于高基数与外部市场激烈竞争等影响，两年以上可比店同店下降13.7%；客流量方面一季度同比下降，二季度则同比增长3.4%。分区域看，山东烟威地区营收同比减少11.8%、其他地区基本持平，省外地区同比增长78.1%表现亮眼。盈利能力方面，报告期内公司主营业务毛利率18.6%（-1.2pct）略有下滑，整体毛利率24.2%（+1.1pct）小幅提升。费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为18.1%（+2.0pct）/2.0%（-0.1pct）/1.4%（+1.4pct），其中销售费用增长主要系新增店部、同期疫情社保减免所致，财务费用增长则主要系新租赁准则影响。

线上线下渠道拓展升级，供应链能力持续强化。2021年上半年，公司直营门店新开42家（大卖场18家、综合超市18家，其他业态6家）、并购26家，报告期末直营门店总数达942家，保持较快拓展速度。面对市场竞争环境变化，公司积极推进线上线下融合（到家、直播、团购）和数字化建设，线上销售同比增长258%。此外，公司持续强化供应链能力建设：济南莱芜、河北张家口生鲜加工项目先后投入使用，丰富物流基地功能、增强对门店的服务能力；2021年6月与山东金孚隆签订区域加盟战略合作协议，多方面进行赋能。长期看，供应链能力提升将为公司连锁业态拓展提供有力支撑。

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2021年8月27日信息更新报告《家家悦（603708.SH）：同期高基数叠加外部竞争影响，上半年业绩下滑36%》等。

2.2.6、爱美客：中报业绩同比+188.9%超预期，嗨体保持高速增长

爱美客是国产医美产品龙头，2021年上半年业绩超预期增长。公司是国产医美龙头，产品技术、安全性和有效性得到下游医美机构和终端消费者认可，“嗨体”、“爱芙莱”、“宝尼达”等品牌影响力突出。2021H1实现营收6.3亿元（+161.9%）、归母净利润4.25亿元（+188.9%）；单2021Q2实现营收3.74亿元（+129.9%）、归母净利润2.55亿元（+144.4%），业绩高增长。

明星产品嗨体保持高速增长，盈利能力持续优化。分产品看，2021H1以嗨体为代表的溶液类产品实现营收4.76亿元（+230.38%），高速增长；凝胶类产品实现营收1.48亿元（+57.39%），埋植线/化妆品实现收入240万元/643万元。盈利能力方面，2021H1/2021Q2毛利率分别为93.2%/93.8%，分别同比+3.03pct/+3.36pct；净利率分别为67.1%/69.3%，同比+7.62pct/+6.82pct，盈利能力显著提升。费用方面，2021H1公司期间费用率合计为16.6%，同比-7.7pct；其中销售费用率为9.7%基本持平；管理费用率为4.1%（-2.2pct）；研发费用为4413万元（研发费用率为7.0%，同比-1.6pct），保持较高研发投入。

医美龙头深筑竞争壁垒，核心产品高速增长、新品有望贡献增量。渠道端：未来公司通过完善销售网络、加强学术推广培训等方式增强终端黏性；产品端：明星产品嗨体

有望持续高增长，熊猫针继续放量；新品方面，态活泡泡针受益行业监管趋严，对原不合规水光产品有望逐步替代；此外，濡白天使于 7 月上市，我们看好终端需求旺盛的再生胶原类产品。在研产品：公司通过自主研发、合作研发、投资入股方式推动产品升级与新品研发，布局肉毒素、体重管理等高潜力赛道，未来均有望贡献增量。

详见开源零售 2020 年 10 月 28 日首次覆盖报告《**爱美客(300896.SZ): 推新能力深筑壁垒, 医美龙头蓝海先行**》和 2021 年 8 月 24 日信息更新报告《**爱美客(300896.SZ): 中报业绩同比+188.9%超预期, 嗨体保持高速增长**》等。

2.2.7、豫园股份：上半年业绩实现高增长，打造家庭快乐消费产业集团

豫园股份是家庭快乐消费龙头，2021 年上半年业绩实现高增长。公司通过产品结构优化、线下网点扩张巩固珠宝业务优势，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，地产业务则为新业务提供稳定现金流保障。2021H1 实现营收 227.24 亿元 (+12.68%)，归母净利润 14.09 亿元 (+31.10%)，营收、业绩均双位数增长。我们认为，公司珠宝板块受益终端需求回暖实现高增长，通过“产业运营+产业投资”双轮驱动，推进餐饮、食饮、美丽健康等新兴消费赛道布局，有望带来盈利和估值双升。

黄金珠宝消费市场回暖，公司珠宝时尚板块“内生外延+整合”成果斐然。随着国内疫情缓和，黄金珠宝消费市场显著回暖，2021H1 公司珠宝时尚业务实现营收 152.88 亿元 (+47.2%)，较 2019 年同期亦增长 51.4% 回归高增速轨道。报告期内公司净增珠宝门店 285 家，扩店速度明显回升，期末门店达到 3664 家，2021 年有望实现 600+ 开店。上半年，公司旗舰品牌老庙古韵金系列实现销售额约 16 亿元，多肉多福系列完成渠道铺货；此外，DJULA、Damiani 作为新晋优质品牌，亦先后在上海多个核心商圈开出新店；内生增长、整合扩张双管齐下。

“产业运营+产业投资”双轮驱动，打造全球一流家庭快乐消费产业集团。公司持续推进消费产业新兴赛道布局。(1) 文化餐饮板块：松鹤楼面馆拓展加速，报告期内签约店铺近 50 家；上半年集团餐饮业务实现营收 3.84 亿元 (+136.6%)，跻身中国餐饮业前 60 强。(2) 食品饮料板块：整合形成以“老城隍庙”品牌为核心的中华传统饮食文化产品矩阵，先后投资控股西北地区知名白酒品牌“金徽酒”以及持有舍得集团 70% 股权，上半年酒业实现营收 9.69 亿元。(3) 美丽健康板块：投资控股复星津美布局化妆品赛道，打造 1000 平米的科创中心，推进以色列国宝级品牌 AHAVA 和草本护肤品牌 WEI 在国内的推广和发展。未来，公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，构筑高品牌价值护城河。

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 2021 年 8 月 24 日信息更新报告《**豫园股份(600655.SH): 上半年业绩实现高增长, 打造家庭快乐消费产业集团**》等。

2.2.8、吉宏股份：上半年业绩下滑，持续推进跨境电商 SaaS 平台建设

吉宏股份是东南亚跨境电商龙头，2021 年上半年业绩下滑。公司 2017 年起进军互联网领域，设立厦门吉客印开展 ToC 端精准营销业务，通过跨境电商重点布局东南亚市场。2021H1 公司实现营业收入 24.91 亿元 (+29.97%)，归母净利润 1.82 亿元 (-29.66%)，营收增长但盈利能力有所下滑。我们认为，公司跨境电商业务深度受益东南亚市场红利，短期受到海外疫情削弱消费者购买力影响，但长期看公司 SaaS 服务平台建设和产业链投资布局，将带来核心竞争力提升。

跨境电商市场份额扩大但盈利能力受到疫情影响，包装业务保持良好增长。（1）跨境电商：2021H1 实现营收 13.90 亿元（+27.02%）、归母净利润 1.31 亿元（-14.16%）。海外疫情持续影响消费者购买力，公司调整营销策略积极应对，实现订单规模同比增长 60%、市场份额进一步扩大，但客单价下降叠加平台广告成本上升，也导致盈利水平有所下降。（2）包装：2021H1 实现营收 9.84 亿元（+55.34%）、归母净利润 0.55 亿元（+26.84%），显著受益禁塑令和产能释放。（3）广告：由于市场环境变化，公司战略调整缩减业务规模，营收业绩下降。此外，2020 年上半年公司存在防疫物资销售和长荣健康投资收益，2021 年同期则新增 SaaS 平台建设投入，以上因素共同造成公司上半年业绩同比下滑。

跨境电商竞争优势突出，积极推进 SaaS 平台建设和产业链投资布局。东南亚电商市场空间广阔，公司单页电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理等方面，已建立深厚竞争壁垒。公司深耕跨境电商主业之余，也在持续推进：（1）SaaS 服务平台“吉喵云”建设（5 月已内测），利用公司积累数据经验为海量国内中小卖家提供一站式跨境电商解决方案，从“掘金者”向“卖水人”升级；（2）整合供应链资源，通过独家运营、经销或投资并购酒厂等方式切入酱酒领域，推进自有品牌建设拓展国内新零售电商市场，打造新的利润增长点。

详见开源零售 2020 年 7 月 6 日首次覆盖报告《吉宏股份（002803.SZ）：移动互联网时代的精准营销“带货人”》和 2021 年 8 月 21 日信息更新报告《吉宏股份（002803.SZ）：上半年业绩下滑，持续推进跨境电商 SaaS 平台建设》等。

2.2.9、爱婴室：疫情缓和经营恢复，上半年收入利润均小幅增长

爱婴室是深耕华东市场的母婴零售龙头，2021 年上半年收入利润均小幅增长。公司深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户体验方面已树立品牌和口碑。2021 年上半年公司实现营收 11.42 亿元（+4.2%），实现归母净利润 0.47 亿元（+6.1%），营收、业绩均小幅增长。我们认为，三胎政策下母婴行业显著受益，母婴连锁业态渠道价值突出；公司围绕“品牌+全渠道”布局，以自建+并购（贝贝熊）方式推进全国化扩张，竞争力持续提升。

疫情缓和，线下门店经营恢复、电商保持较快发展，毛利率稳中有升。分渠道看，2021H1 门店销售收入 9.53 亿元（+0.24%）保持稳健；电商收入 0.80 亿元（+34.42%）延续较快增长，占比已达 7%；此外，婴儿抚触和其他业务收入分别+115.69%/+33.42%。分产品看，奶粉/用品/食品类分别实现营 5.62/2.40/0.87 亿元表现稳健；棉纺同比+15.16%明显修复。盈利能力方面，奶粉毛利率 20.72%（-3.04pct）有所下滑，但用品、棉纺及玩具类毛利率分别同比+3.19pct/+6.48pct/+9.59pct，推动公司整体毛利率提升至 31.19%（+1.04pct）。费用方面，2021H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 22.53%/3.88%/1.44%，同比+0.63pct/+0.23pct/+1.35pct，财务费用率同比提升较大主要系新租赁准则影响。

“品牌+全渠道”布局，渠道拓展、品牌建设、母婴服务升级多管齐下。公司围绕“品牌+全渠道”加码布局：（1）渠道拓展：上半年新开/闭门店 18/10 家，期末门店总数 298 家，另有已签约待开店 14 家；公告拟收购华中母婴零售龙头贝贝熊，推进全国化扩张；广泛布局综合电商平台、新兴社交平台 and 私域流量资源运营，深挖母婴消费群体价值；（2）建立品牌声量，优化商品结构和供应链，向上游商品端（玩具等）延伸；（3）布局母婴服务（托育早教等），深挖“她经济”价值。公司多年深耕母婴消费市场，品牌力和综合竞争力持续提升。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《爱婴室 (603214.SH): 母婴连锁零售龙头, 内练经营提效, 外展门店宏图》和 2021 年 8 月 20 日信息更新报告《爱婴室 (603214.SH): 疫情缓和经营恢复, 上半年收入利润均小幅增长》等。

2.2.10、红旗连锁: 上半年整体经营表现稳健, 新门店拓展提速明显

红旗连锁是川蜀便利店龙头, 2021 年上半年业绩表现稳健(剔除新租赁准则影响后)。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, 在经营上筑就了深厚壁垒。2021 年上半年公司实现营收 45.37 亿元 (+0.4%), 实现归母净利润 2.21 亿元 (-15.2%); 考虑新租赁准则影响, 还原至同口径后 2021 年上半年实现归母净利润 2.57 亿元 (-1.5%), 其中主营业务净利润 1.94 亿元 (-3.7%), 基本符合预期。我们认为, 公司在便利店行业已构筑区域竞争优势, 未来提速展店, 有望实现持续成长。

消费复苏, 公司经营恢复常态, 6 月同店销售增速已转正。2021 年上半年, 居民选择型消费需求逐渐复苏, 公司积极应对市场变化, 推进多渠道、多项目促销, 优化商品结构、增强门店运营能力, 收效显著。报告期内公司实现商品含税销售收入 50.73 亿元 (+1.5%)、增值业务收入 20.57 亿元; 尽管上半年公司客单价同比下降 6.8%, 但客流量同比上升 7.5%, 6 月同店销售已呈正增长趋势。单二季度公司实现营收 22.77 亿元 (+4.8%), 同比增速由负转正。盈利能力方面, 2021 年上半年公司毛利率为 29.75%, 同比-0.44pct 基本稳定; 期间费用方面, 公司销售/管理/财务费用率为 23.28%/1.66%/0.77%, 同比+0.22pct/+0.01pct/+0.64pct。销售费用率小幅提升主要系促销及新开店所致, 财务费用率提升主要受新租赁准则带来的租金利息费用增加影响。

深耕便利店行业构筑深厚竞争优势, 上半年门店扩张提速明显。公司深耕便利店行业, 依托区域规模优势、高效供应链和成熟门店运营管理能力构筑深厚竞争壁垒。2021 年上半年, 除持续深耕大成都地区外, 公司多线齐进在自贡、内江等地快速展店, 报告期内新开/净开店 264/254 家(2020 年同期 129/120 家), 展店速度提升明显, 截至报告期末门店总数已达 3590 家。除拓店外, 公司在选品、供应链和物流体系建设等方面多维发力, 推动竞争力提升。

详见开源零售 2020 年 2 月 28 日首次覆盖报告《红旗连锁 (002697.SZ): 川蜀便利店龙头, 扩品类+展门店打开成长空间》和 2021 年 8 月 16 日信息更新报告《红旗连锁 (002697.SZ): 上半年整体经营表现稳健, 新门店拓展提速明显》等。

2.2.11、贝泰妮: 中报业绩同比+65.3%超出预期, 盈利能力持续优化

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头, 2021 年中报业绩高增长超出预期。2021 年上半年公司实现营收 14.12 亿元 (+49.9%)、归母净利润 2.65 亿元 (+65.3%); 2021 年二季度实现营收 9.04 亿元 (+45.1%)、归母净利润 1.86 亿元 (+75.2%), 业绩高增长超预期。我们认为, 敏感肌修护是护肤品黄金赛道, 增速高、渗透低、空间大、黏性强。公司作为细分领域冠军, 已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势, 未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。

线上保持快速增长, 线下同比+91.5%高速增长, 盈利能力持续优化。上半年分渠道看, 线上同比+41.2% (其中自营同比+35.0%, 经销代销同比+58.3%; 阿里系同比+29.8%, 唯品会同比+37.1%); 线下同比+91.5%(2020H1/H2 分别同比-11.8%/+7.0%), 实现高速增长。盈利能力方面, 2021H1/2021Q2 毛利率分别为 77.2%/76.7% (若按可比口径还原后 2021H1 毛利率为 81.6%, 同比-0.34pct 基本持平); 2021H1/2021Q2 净

利率分别为 18.8%/20.6%，同比分别+1.8pct/+3.5pct，2021Q2 净利率提升主要得益于费用率优化明显。期间费用方面，2021H1 期间费用率合计为 53.7%，同比-7.5pct。其中销售费用率为 45.1%同比-5.3pct（渠道和广告宣传费用占营业收入比重为 33.4%同比基本持平，仓储物流费较 2020H1 下降 4352 万元）；管理费用率为 6.0%同比-2.1pct，规模效应显现；研发费用率 3.1%同比+0.4pct，公司保持了较高的研发投入。

渠道线上稳健，线下发力；产品大单品逻辑持续验证，新品也有望贡献增量。渠道方面，线上阿里系保持稳健，淘外自建平台私域模式（2021H1 收入 1.29 亿元同比+36.7%，注册用户 234.67 万）等持续贡献增量；线下 OTC 等渠道也在持续拓展。产品方面，公司大单品逻辑持续验证，先后推出双修赋活精华、高保湿修护面霜等新品。品牌方面，公司特护霜荣获 2021 年天猫金妆奖，天猫 618 购物节蝉联国货新锐 TOP1。公司品牌形象已深入人心，敏感肌龙头正扬帆起航。

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 2021 年 8 月 11 日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：中报业绩同比+65.3%超出预期，盈利能力持续优化》等。

表4：本周重点推荐个股青松股份表现较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688363.SH	华熙生物	买入	171.00	-2.39%	1.73	2.43	3.27	99	70	52
300957.SZ	贝泰妮	买入	180.99	-7.66%	1.88	2.63	3.55	96	69	51
603708.SH	家家悦	买入	15.00	-5.66%	0.79	0.95	1.14	19	16	13
603214.SH	爱婴室	买入	24.00	2.26%	1.00	1.32	1.71	24	18	14
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.78	-2.63%	0.45	0.52	0.61	11	9	8
600612.SH	老凤祥	买入	45.87	-4.28%	3.41	3.91	4.48	13	12	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	17.10	-5.05%	1.65	2.16	2.81	10	8	6
002867.SZ	周大生	买入	19.41	-5.64%	1.23	1.52	1.85	16	13	11
300896.SZ	爱美客	买入	557.65	2.70%	4.10	6.12	8.36	136	91	67
300132.SZ	青松股份	买入	15.51	3.54%	0.97	1.20	1.41	16	13	11

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/09/17）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：微生态护肤、亲友团、淘菜菜、919 电商节、消费者洞察等

【微生态护肤】逸仙电商间接持股钛美生物，入局皮肤微生态护肤

9 月 13 日消息，日前逸仙电商通过旗下全资子公司珠海逸扬电子商务有限公司间接持股了杭州钛美生物科技有限公司，这意味着逸仙电商布局皮肤微生态护肤，并在护肤板块再次加码。（来源：青眼）

【亲友团】淘宝 APP 上线“亲友团”功能

9 月 13 日消息，日前淘宝 APP 上线了一个名为“亲友团”的功能，目前该功能可以在淘宝 APP 首页的频道栏中显示，原名“亲友省钱购”，是一个帮助亲朋好友省钱的购物平台。（来源：Tech 星球）

【淘菜菜】阿里巴巴整合“盒马集市”、“淘宝买菜”，升级为新品牌“淘菜菜”

9月14日，阿里巴巴社区电商（MMC）宣布，已整合“盒马集市”与“淘宝买菜”，统一升级为新品牌“淘菜菜”。据了解，淘菜菜将联手社区小店，并打通阿里体系资源。（来源：联商头条）

【天猫双十一】天猫发布推广红包补贴等双十一商家扶持举措

9月14日，天猫发布双十一期间即将推出的多项商家扶持举措：阿里妈妈将升级“超级消耗返”活动，向商家补贴10亿元推广红包；淘宝联盟计划在预售期对淘宝客启动10亿元的额外佣金补贴，最高收益可达160%；商家可在双十一预售期消费者支付定金后提前收回货款，最快提前20天收款；在8-10月的商家备货期可获得网商银行最低6折的“提前备货”利息折扣等。（来源：亿邦动力）

【社零数据】我国8月社零同比增长2.5%，受疫情、汛情冲击影响低于预期

9月15日，国家统计局公布2021年8月社会消费品零售数据。我国8月社零总额为34395亿元，同比增长2.5%，受疫情、汛情冲击影响低于预期。（来源：国家统计局）

【完美日记】完美日记与达达集团达成合作，推动线下门店数字化转型

9月15日消息，日前达达集团与国潮美妆品牌完美日记达成战略合作。根据协议，达达集团旗下即时零售平台京东到家将基于提升流量和效率两大核心方向，与完美日记深入合作，并提供全渠道解决方案，携手推动线下门店数字化转型，达达快送将为其提供即时履约服务。（来源：亿邦动力）

【华熙生物】华熙生物将与中顺洁柔开展生物技术层面合作并推出相关产品

9月15日，中顺洁柔在投资者互动平台表示，华熙生物将与中顺洁柔开展生物技术层面合作并推出相关产品，推广透明质酸等生物活性物与纸品等产品在大消费品领域的应用。（来源：每日经济新闻）

【富域计划】抖音电商在浙江开展“富域计划”，助力当地水产卖向全国

9月16日消息，近日抖音电商在浙江舟山开展“富域计划”，通过原产地开播、带货培训等形式助力当地水产卖向全国。抖音商城官方直播间落地舟山国际水产城，邀请海鲜带货达人和当地返乡创业达人现场带货，向消费者介绍舟山各色海鲜和渔业文化。（来源：亿邦动力）

【消费者洞察】普华永道发布《2021年全球消费者洞察调研中国报告》

9月16日，普华永道发布《2021年全球消费者洞察调研中国报告》。报告指出，中国零售市场呈现5大消费趋势，包括零售店转型注重提供“融合”的体验式消费场景、品牌相关性和消费者的文化意识等。报告显示，37%的中国受访者表示，在其他条件相同情况下，与6个月前相比，他们现在更多或更倾向于购买国产品牌，比倾向于购买国外品牌的受访者多出13%。（来源：36氪）

【919电商节】第五届中国邮政“919电商节”在京启动

9月16日，第五届中国邮政“919电商节”在京启动，以“购物上邮乐，全家都欢乐”为主题，将推出零售B2C、平台批销B2B和增值业务三大活动，并有10亿元津贴大放送。邮政“919电商节”活动于2017年开始举办，目的是将农产品更好地推向城市市场。（来源：亿邦动力）

【天猫奢品】天猫奢品 Luxury Pavilion 频道正式升级改版

9月17日，天猫奢品 Luxury Pavilion 频道正式升级改版，整合为“真新”、“购物”、“云奢城”和“权益中心”四大版块。值得关注的是，频道首页上线新功能“日历表”，每日更新未来一周大牌上新动态。用户可选择感兴趣的事件设置“提醒”，第一时间获取新品推送。（来源：亿邦动力）

【京东双十一】京东双十一将于10月20日晚8点开始预售

9月17日，京东宣布双十一将于10月20日晚8点正式开始预售，10月31日晚8点全面放“价”，早于往年“0点开启”4小时，消费者无需熬夜，提前开抢。此外，10月31日至11月11日，京东APP每晚8点下“红包雨”，消费者每天可领取“每满200-30”头号京贴。（来源：未来消费APP）

3.2、公司公告：家家悦收购控股子公司少数股东股权等

青松股份：关于全资子公司取得实用新型专利的公告

根据公司9月14日公告，青松股份有限公司全资子公司诺斯贝尔近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》，该实用新型是一种冻干面膜布断桥式成型装置，可提高成品率。

美凯龙：关于控股股东股权质押的公告

根据公司9月16日公告，公司控股股东红星控股将所持部分公司股份质押，本次质押股份数量为1.10亿股。质押完成后，红星控股累计质押股份10.44亿股，占其所持股份总数的38.53%，占公司总股本的26.75%。

家家悦：关于收购控股子公司少数股东股权的公告

根据公司9月16日公告，家家悦以自有资金5,600万元收购控股子公司河北家家悦连锁超市有限公司28%股权。本次股权收购事项完成后，公司持有河北家家悦的股权比例由67%上升至95%。

奥园美谷：关于控股公司签署独家代理协议的公告

根据公司9月16日公告，奥园美谷全资控股公司上海奥悦婷医疗科技与韩国WONTECH、北京元泰美康于2021年9月16日签署《独家代理协议》。本次独家代理产品包括：Lavieen、Mercury等产品。

天虹股份：关于签订《股权转让意向协议》的公告

根据公司9月17日公告，为优化资源配置，聚焦重点战略的发展，公司与中国罗森签署了《股权转让意向协议》，转让全资子公司天虹微喔便利店(深圳)有限公司100%股权。

表5: 零售公司大事提醒: 关注贝泰妮、爱美客解禁等

日期	公司名称	重大事项
9月23日	首商股份	复牌
9月23日	王府井	复牌
9月27日	贝泰妮	解禁
9月27日	海印股份	股东大会召开
9月28日	爱美客	解禁
9月28日	美凯龙	股东大会召开
9月29日	天音控股	股东大会召开
9月30日	重庆百货	股东大会召开
10月8日	家家悦	股东大会召开
10月12日	老凤祥	股东大会召开

资料来源: Wind、开源证券研究所

表6: 零售行业大事提醒: 关注第28届上海国际美容化妆品博览会等

日期	主题	重大事项
9月22日	美容化妆品	2021第28届上海国际美容化妆品博览会
9月27日	未来零售	2021亿邦未来零售大会-新流量峰会
10月14日	跨境电商	2021亿邦跨境电商大会-品牌全球化峰会
10月16日	珠宝首饰	2021上海国际珠宝展览会
10月19日	母婴	2021年上海婴童用品展览会
10月21日	消费零售	2021第九届消费者体验创新大会
11月3日	智慧零售	2021深圳国际智慧零售及无人店展览会
11月18日	消费零售	第二十三届中国零售业博览会
12月2日	跨境电商	2021中国(深圳)国际电商选品采购交易会

资料来源: 亿邦动力网、活动家、联商网、开源证券研究所

4、风险提示

- (1) 宏观经济风险:** 社会消费与宏观经济密切相关, 若经济增长放缓, 消费者信心下滑, 零售行业经营也将承压;
- (2) 疫情反复:** 若疫情出现反复, 会对线下客流造成较大影响, 也会对行业公司门店扩张带来影响;
- (3) 行业竞争加剧:** 行业如果竞争加剧, 销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的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