

商业贸易

2021年10月17日

母婴连锁零售龙头孩子王登陆创业板

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨妍（联系人）

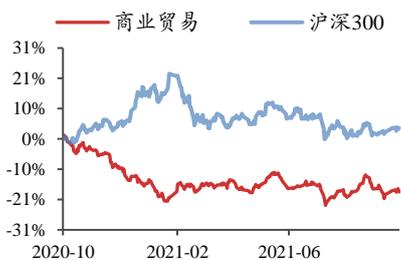
huangzepeng@kysec.cn

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-医美化妆品 9 月月报：板块回暖，看好颜值经济产业链投资机会》-2021.10.10

《行业周报-疫情影响国庆假期出行，消费数据有喜有忧》-2021.10.9

《行业周报-奥园美谷携手科医人，强化光电射频医美赛道布局》-2021.9.26

● 孩子王创业板敲钟，母婴连锁赛道龙头上市

本周（10月14日），孩子王儿童用品股份有限公司（以下简称“孩子王”）在深交所创业板上市，也是公司2018年新三板摘牌后再次登陆资本市场。孩子王是母婴连锁赛道龙头，业务聚焦为准妈妈及0-14岁儿童提供全渠道一站式商品解决方案、育儿成长及社交互动服务，截至10月14日在全国20个省（市）拥有500家大型全数字化智慧门店。行业层面看，母婴连锁店位于母婴产业链中游，凭借独特渠道价值在母婴消费中扮演重要角色：对下游消费者而言，母婴连锁店以“一站式+专业化”满足对母婴产品和服务的需求；对上游品牌商而言，母婴连锁店在推新、拉新方面的渠道价值难以替代。从模式上看，母婴连锁经营模式有直营、加盟两类，直营模式对产品、服务管控力强，加盟模式则易于快速扩张；从竞争格局上看，母婴连锁赛道市场分散，多数企业门店少、面积小，且呈现出显著的区域性特征。当下，低生育率是我国面临的重要现实问题，新生儿人口红利消退导致行业进入激烈存量竞争，叠加疫情影响，行业整体整合出清在加速，而头部公司依托品牌优势和资本加持下积极扩张，也有望改变行业格局。此外，近年来母婴连锁企业也多维度推进模式创新探索：一方面通过线上线下融合探索全渠道经营，另一方面通过托育、早教等横向业态布局，构建母婴消费生态圈。

● 行业关键词：双11种草机、净网清源、长辈模式、小时购、孩子王等

【双11种草机】天猫发布“双11种草机”帮助用户提前了解活动。

【净网清源】国家药监局开启化妆品“线上净网线下清源”专项活动。

【长辈模式】淘宝上线“长辈模式”便利老年群体购物。

【小时购】京东上线“小时购”业务。

【孩子王】孩子王10月14日在深圳证券交易所创业板上市。

● 板块行情回顾

本周（10月11日-10月15日）零售板块（商业贸易指数）报收3035.93点，下跌0.56%，跑输上证综指（本周下跌0.55%）0.01个百分点，板块表现在28个一级行业中位居第13位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块表现较好，2021年年初至今贸易板块涨幅居首。个股方面，本周华致酒行（+30.4%）、新华百货（+10.0%）、宁波中百（+8.8%）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）：重点推荐医美产品龙头爱美客（三季报高增长）、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），受益标的潮宏基、孩子王（母婴零售龙头登陆创业板）。

● 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	3
2、 零售观点：母婴连锁零售龙头孩子王登陆创业板	5
2.1、 行业动态：孩子王创业板敲钟，母婴连锁赛道龙头上市	5
2.2、 投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块	8
2.2.1、 爱美客：单三季度业绩同比+98.0%，医美龙头持续高速增长	9
2.2.2、 周大生：上半年业绩+85%，渠道、产品、品牌建设持续推进	10
2.2.3、 华熙生物：中报业绩同比+35%，终端业务高速增长	10
2.2.4、 青松股份：化妆品业务短期承压，中报业绩同比-20%	11
2.2.5、 老凤祥：受益黄金珠宝消费回暖，中报营收、业绩稳健增长	11
2.2.6、 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
2.2.7、 吉宏股份：上半年业绩下滑，持续推进跨境电商 SaaS 平台建设	13
2.2.8、 爱婴室：疫情缓和经营恢复，上半年收入利润均小幅增长	13
2.2.9、 红旗连锁：上半年整体经营表现稳健，新门店拓展提速明显	14
2.2.10、 贝泰妮：中报业绩同比+65.3%超出预期，盈利能力持续优化	15
3、 零售行业动态追踪	16
3.1、 行业关键词：双 11 种草机、净网清源、长辈模式、小时购、孩子王等	16
3.2、 公司公告：爱美客发布 2021 年前三季度报告等	17
4、 风险提示	20

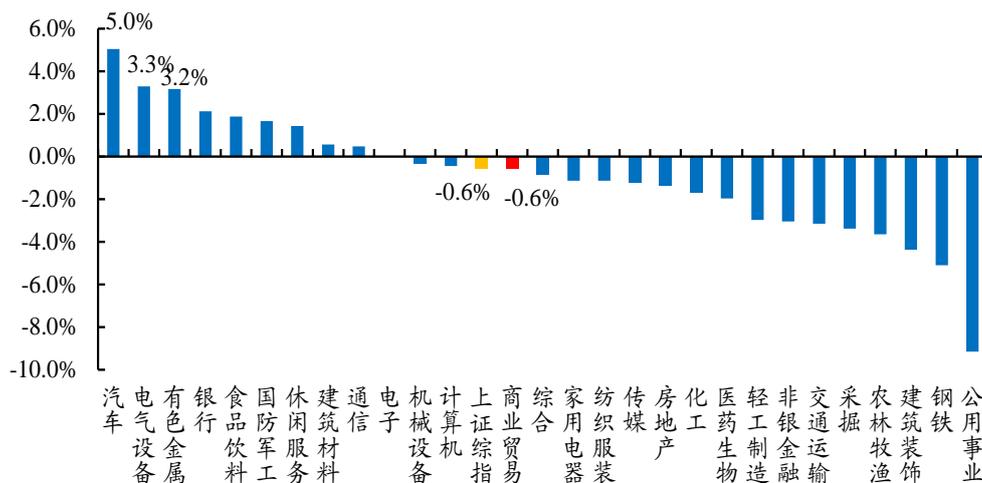
图表目录

图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 13 位	3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数下跌 0.56%	3
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 6.12%	3
图 4： 本周专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为 2.72%	4
图 5： 2021 年初至今贸易板块涨幅最高，达 24.14%	4
图 6： 10 月 14 日母婴连锁龙头孩子王登陆创业板	5
图 7： 孩子王旗下拥有 500 家大型全数字化智慧门店	5
图 8： 母婴连锁店位于产业链中游，上游为母婴产品品牌商、下游为母婴消费者	5
图 9： 我国人口年平均增长率持续下滑	7
图 10： 爱婴室拟收购华中母婴零售龙头贝贝熊	7
图 11： 孩子王构建线上线下全渠道经营网络	7
图 12： 爱婴室战略投资国际早教品牌想象乐	7
表 1： 本周零售板块华致酒行、新华百货、宁波中百等涨幅靠前	4
表 2： 本周零售板块国芳集团、苏美达、安德利等跌幅靠前	4
表 3： 母婴连锁赛道呈现明显区域性特征，头部企业均有各自优势区域，孩子王已实现全国性布局	6
表 4： 重点推荐爱美客、贝泰妮、青松股份、周大生、吉宏股份等	8
表 5： 本周重点推荐个股爱美客表现较好	15
表 6： 零售公司大事提醒：关注红旗连锁披露三季度报告等	19
表 7： 零售行业大事提醒：关注 2021 年上海婴童用品展览会等	19

1、零售板块行情回顾

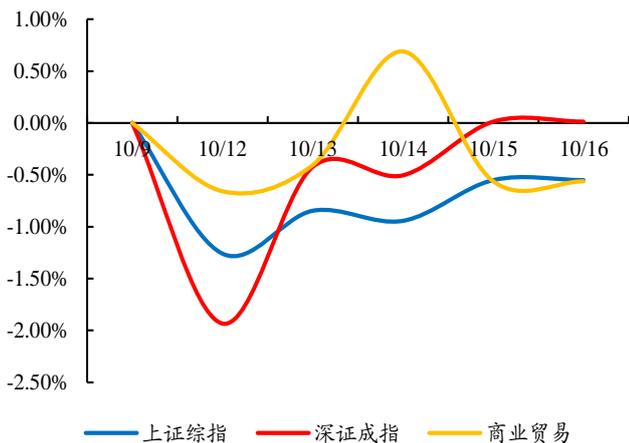
本周(10月11日-10月15日)A股下跌,零售板块下跌0.56%。上证综指报收3572.37点,周累计下跌0.55%;深证成指报收14415.99点,周上涨0.01%;本周全部28个一级行业中,表现排名前三位的分别为汽车、电气设备和有色金属。零售行业指数(参照商业贸易指数)本周报收3035.93点,周跌幅为0.56%,在所有一级行业中位列第13位。2021年年初至今,零售行业下跌6.12%,表现弱于大盘(2021年年初至今上证综指累计上涨2.86%)。

图1: 本周零售板块(商业贸易指数)表现位列第13位



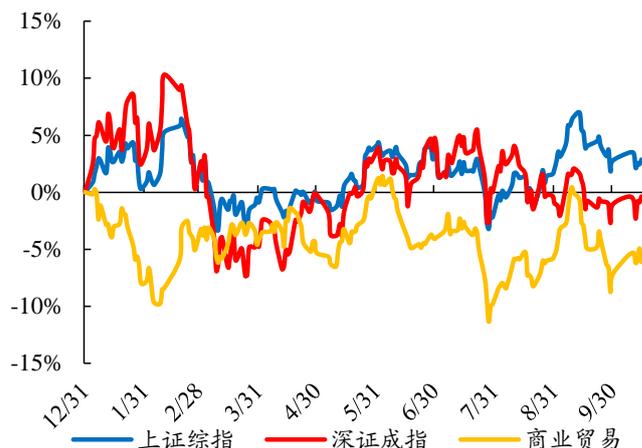
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 本周零售(商业贸易)指数下跌0.56%



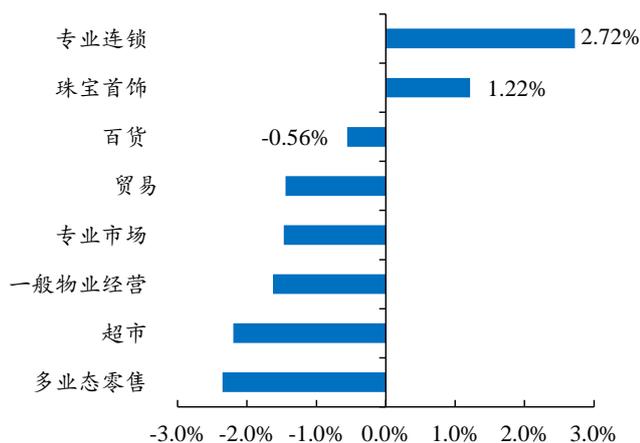
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2021年年初至今零售(商业贸易)指数下跌6.12%

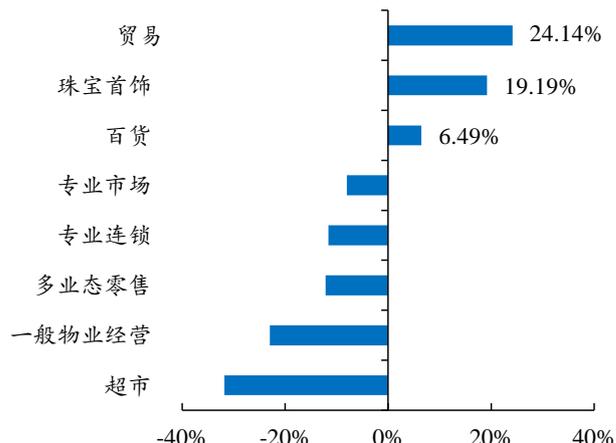


数据来源: Wind、开源证券研究所

零售各板块中,专业连锁板块本周涨幅最大;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2个子行业上涨,其中专业连锁板块涨幅最大,周涨幅为2.72%;2021年全年来看,贸易板块年初至今累计涨幅为24.14%,在零售行业各细分板块中领跑。

图4: 本周专业连锁板块涨幅最大, 周涨幅为 2.72%


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 24.14%


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周华致酒行、新华百货、宁波中百涨幅靠前。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 19 家公司上涨、61 家公司下跌。其中, 本周个股涨幅排名前三位分别是华致酒行、新华百货、宁波中百, 周涨幅分别为 30.4%、10.0%和 8.8%。本周跌幅靠前公司为国芳集团、苏美达、安德利等。

表1: 本周零售板块华致酒行、新华百货、宁波中百等涨幅靠前

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	300755.SZ	华致酒行	43.42	30.4%	88.1%	66.5%	专业连锁
2	600785.SH	新华百货	12.38	10.0%	2.3%	-2.2%	多业态零售
3	600857.SH	宁波中百	10.06	8.8%	17.6%	13.3%	百货
4	000829.SZ	天音控股	17.09	8.0%	22.1%	160.7%	专业连锁
5	000564.SZ	*ST 大集	3.94	7.9%	10.1%	52.1%	百货
6	002127.SZ	南极电商	7.22	6.6%	17.9%	-46.4%	专业连锁
7	002344.SZ	海宁皮城	4.45	6.2%	9.2%	9.3%	专业市场
8	600774.SH	汉商集团	17.95	4.7%	6.3%	31.0%	多业态零售
9	000061.SZ	农产品	6.52	3.5%	6.4%	-6.5%	专业市场
10	603900.SH	莱绅通灵	8.13	3.3%	5.8%	19.9%	专业连锁

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/10/15)

表2: 本周零售板块国芳集团、苏美达、安德利等跌幅靠前

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	601086.SH	国芳集团	3.58	-9.7%	5.9%	-1.9%	百货
2	600710.SH	苏美达	6.13	-8.5%	6.1%	13.6%	贸易III
3	603031.SH	安德利	35.38	-8.1%	5.5%	56.4%	超市
4	002024.SZ	苏宁易购	4.78	-7.0%	1.6%	-38.0%	专业连锁
5	600753.SH	东方银星	22.43	-6.5%	13.4%	45.2%	贸易III

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021/10/15)

2、零售观点：母婴连锁零售龙头孩子王登陆创业板

2.1、行业动态：孩子王创业板敲钟，母婴连锁赛道龙头上市

孩子王创业板敲钟，母婴连锁赛道龙头上市。本周（10月14日），母婴连锁龙头孩子王儿童用品股份有限公司（以下简称“孩子王”）在深交所创业板上市，本次上市是公司2018年新三板摘牌后再次登陆资本市场。孩子王是一家以数据驱动、基于用户关系经营的创新型新家庭服务商，专业为准妈妈及0-14岁儿童提供全渠道一站式商品解决方案、育儿成长及社交互动服务。截至10月14日，公司在全国20个省（市）共拥有500家大型全数字化智慧门店。

图6：10月14日母婴连锁龙头孩子王登陆创业板



资料来源：孩子王微报

图7：孩子王旗下拥有500家大型全数字化智慧门店

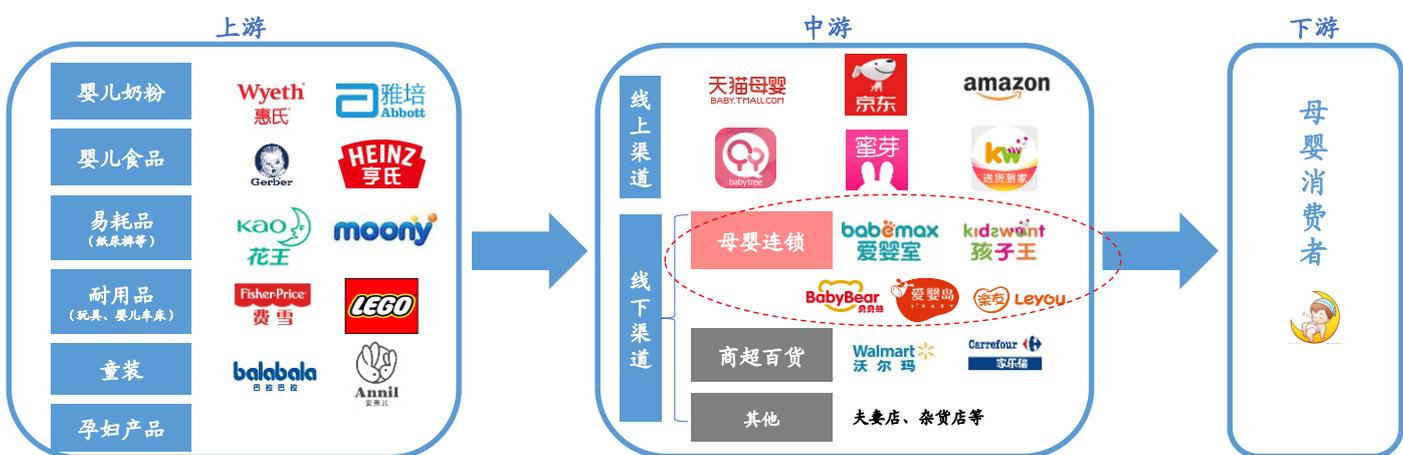


资料来源：孩子王官网

母婴连锁渠道价值突出：“一站式+专业化”满足消费者需求，推新拉新能力赋能上游品牌方。母婴连锁处于产业链中游，凭独特渠道价值在母婴消费中扮演重要角色：

（1）对下游消费者而言，母婴店提供专业知识交流解答，以及源自品牌、渠道双重背书的品质保障，“一站式+专业化”地满足消费者对母婴产品和服务的需求；（2）对上游品牌商而言，当下母婴行业存量竞争背景下，新客获取重要性显著提升，母婴连锁线下门店提供的品牌展示宣传渠道，在推新、拉新方面的渠道价值难以替代。

图8：母婴连锁店位于产业链中游，上游为母婴产品品牌商、下游为母婴消费者



资料来源：孩子王等公司官网、开源证券研究所

母婴连锁主要有直营、加盟两种经营模式。母婴连锁店主要分为加盟店和直营店两类，加盟店模式相对常见，但管理上较为松散、质量保障较弱；直营模对产品和服务的管控力较强，目前 A 股上市的爱婴室和孩子王均为直营店模式。

母婴连锁企业仍以中小规模连锁为主，市场相对分散。根据 CBME 调研数据，数量上看，门店数量在 5 家以下的母婴零售企业占比为 49.41%，门店数量超过 100 家的占比仅为 4.12%；面积上看，门店面积在 200 平米以下的占比为 63.53%，门店面积超过 500 平米的占比仅 6.47%。整体看，中小规模连锁店数量多，市场较为分散。

母婴连锁呈现显著区域性分布特征。一方面，不同地区消费者在产品偏好、消费水平、人口规模上存在差异；另一方面，母婴店自身做跨区域运作在供应链管理、人力资源等方面也存在挑战。行业早期企业在品牌优势尚未确立时进行异地扩张，往往容易出现“水土不服”情况，因此母婴连锁赛道呈现显著的区域性分布特征。

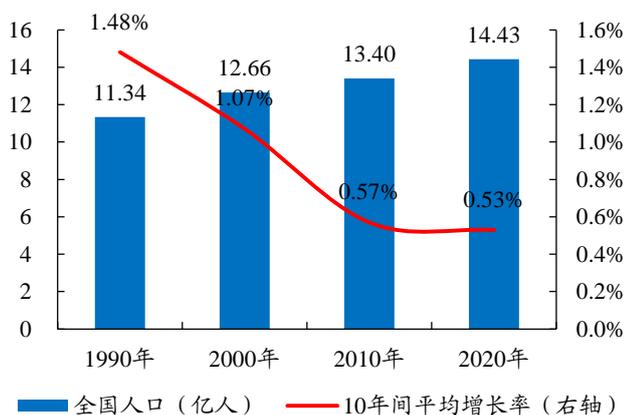
表3: 母婴连锁赛道呈现明显区域性特征，头部企业均有各自优势区域，孩子王已实现全国性布局

公司	模式	主要覆盖地域	经营概况
孩子王 301078.SZ	 直营	全国	孩子王创立于 2009 年，总部位于江苏省南京市，是一家以数据驱动、基于用户关系经营的创新型新家庭服务平台。 2020 年公司实现营业收入 83.55 亿元 (+1.37%)、归母净利润 3.91 亿元 (+3.61%)。截至 2021 年 10 月 14 日，公司旗下共有 500 家门店。
爱婴室 603214.SH	 直营	华东	爱婴室创立于 1997 年，总部位于上海市，是一家为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供母婴用品和相关服务的企业。 2020 年公司实现营业收入 22.56 亿元 (-8.3%)、归母净利润 1.17 亿元 (-24.4%)。截至 2021 年 6 月 30 日，公司旗下共有 298 家门店。
贝贝熊	 直营+联营	华中	贝贝熊创立于 2003 年，总部位于湖南省长沙市，是一家专注 0-3 岁、满足 3-6 岁的用户，提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业。 2020 年公司实现营业收入 8.86 亿元、净利润-0.18 亿元。截至 2020 年，公司旗下共有 240 余家门店。
爱婴岛	 直营+联营	华南	爱婴岛创立于 1998 年，总部位于广东省珠海市，是一家一站式提供满足 0-6 岁儿童及妈妈各项生活所需的零售企业。 截至 2020 年，公司旗下共有 1600 余家门店。
中亿孕婴	 直营+联营	西南	中亿孕婴创立于 2001 年，总部位于四川省成都市，公司主张高性价比的母婴一站式体验服务。 截至 2020 年，公司旗下共有 1200 余家门店。
乐友	 直营+联营	华北	乐友成创立于 1999 年，总部位于北京市，是一家为 0-6 岁家庭提供母婴用品、专业服务的企业。 截至 2019 年，公司旗下共有 700 余家门店。
小飞象	 直营+联营	西北	小飞象创立于 2006 年，总部位于陕西省西安市，是专注于孕妈妈、婴幼儿生活所需品的零售企业。 截至 2020 年，公司旗下共有 500 余家门店。
米氏孕婴	 直营+联营	东北、华北	米氏孕婴创立于 2001 年，目前总部位于北京市，是一家提供母婴商品、母婴服务的零售企业。 截至 2019 年，公司旗下共有 251 家门店。
丽家宝贝	 直营	京津冀	丽家宝贝创立于 2003 年，总部位于北京市，提供母婴产品、服务。 截至 2020 年，公司旗下共有 108 家门店。

资料来源：孩子王等各公司官网、Wind、开源证券研究所

人口红利消退，母婴行业存量激烈竞争叠加疫情影响，行业整合出清加速。根据第七次全国人口普查数据，2010-2020年间我国人口年平均增长率仅0.53%，2020年育龄妇女总和生育率仅为1.3，低生育率成为当下我国面临的重要现实问题。人口红利消退后，母婴行业进入激烈存量竞争，叠加疫情影响，行业的整合出清进程在加速。2021年8月，爱婴室公告拟收购华中区域龙头贝贝熊。可以看到，头部公司在品牌优势和资本加持下，积极推进对外整合并购扩张，已在悄然改变行业格局。

图9：我国人口年平均增长率持续下滑



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图10：爱婴室拟收购华中母婴零售龙头贝贝熊

证券代码：603214 证券简称：爱婴室 公告编号：2021-057

上海爱婴室商务服务股份有限公司

关于收购贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司100%股权的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示：

- 上海爱婴室商务服务股份有限公司拟以20,000万元人民币收购盈峰消费产业控股有限公司、伍学刚先生持有的贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司100%股权，并签订相关《股权购买协议书》。
- 本次股权收购不构成关联交易，也不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。
- 董事刘盛对本议案提出反对票，公司已进行解释与说明，详见公告正文，本次交易实施不存在重大法律障碍。
- 本次交易已经公司2021年8月9日召开的第四届董事会第八次会议审议通过。

资料来源：爱婴室公告

存量竞争下，母婴连锁企业多维度探索“全渠道经营+横向业态拓展”。面对激烈市场竞争，母婴连锁企业也积极思变、创新探索。(1)探索全渠道经营：以孩子王为例，在线上构建“自有+第三方”渠道矩阵网络，在线下则打造数字化智慧门店实现线上线下全渠道融合。(2)探索围绕母婴生态的横向业态拓展：以爱婴室为例，公司先后通过投资想象乐布局托育早教业务、战略入股母婴MCN机构蛙酷文化等横向拓展母婴生态，以此提高自身在母婴消费领域的品牌价值和竞争力。

图11：孩子王构建线上线下全渠道经营网络



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

图12：爱婴室战略投资国际早教品牌想象乐



资料来源：中国日报

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。从化妆品板块上市公司财报和渠道调研反馈看，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、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，三季报延续高增长)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 1-8 月，金银珠宝类社零增速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，10 月 14 日登陆创业板)。

表 4：重点推荐爱美客、贝泰妮、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 年前三季度实现营收 10.2 亿元(+120.3%)、归母净利润 7.1 亿元(+144.1%)；单 2021Q3 实现营收 3.9 亿元(+75.1%)、归母净利润 2.8 亿元(+98.0%)。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；明星产品增长势头强劲，叠加新品推广贡献增量，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、爱美客：单三季度业绩同比+98.0%，医美龙头持续高速增长

爱美客是国产医美产品龙头，2021年三季报业绩同比+144.1%，延续高增长。公司发布三季报：2021Q1-Q3实现营收10.2亿元(+120.3%)、归母净利润7.1亿元(+144.1%)；单2021Q3实现营收3.9亿元(+75.1%)、归母净利润2.8亿元(+98.0%)，业绩持续高增长。我们认为，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；明星产品增长势头强劲，叠加新品推广贡献增量，未来有望共同推动高增长。

明星产品保持高速增长，毛利率上升，盈利能力持续增强。公司2021Q3实现营业收入3.9亿元，同比+75.1%，增速环比2021Q2继续提升，创历史新高。分产品看，我们预计以嗨体为代表的溶液类产品得益于细分赛道领先地位和熊猫针放量保持较高增速。盈利能力方面，2021Q1-Q3/2021Q3毛利率分别为93.5%/94.0%，分别同比+2.0pct/+1.1pct；净利率分别为69.2%/72.8%，同比+7.7pct/+9.0pct，盈利能力显著提升。费用方面，2021Q3公司期间费用率合计为15.2%，同比-3.5pct；其中销售费用率为9.9%小幅上升+1.7pct，主要系公司销售人员成本增加；管理费用率为4.1%(-1.1pct)；研发费用为1753万元(研发费用率为4.5%，同比-1.0pct)。此外，公司前三季度公允价值变动损益4263万元，主要系公司被投资方博安生物和先为达估值变动。

医美龙头深筑竞争壁垒，核心产品高速增长、新品上市有望贡献增量。公司是国产医美龙头，研发转化高效、推新能力突出，产品技术、安全性和有效性等方面已得到医美机构和消费者认可。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，太活泡泡针受益行业监管趋严(对原不合规水光产品替代)；濡白天使7月上市后积极推进市场推广(2021Q3已贡献收入)，再生类产品空间广阔，未来有望不断贡献增量。在研产品：公司通过自主研发、合作、投资入股等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。

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 10 月 15 日信息更新报告《爱美客 (300896.SZ): 单三季度业绩同比+98.0%, 医美龙头持续高速增长》等。

2.2.2、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 2019/2020 年同期分别增长 16.7%/66.7%, 归母净利润 6.10 亿元相较 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。

2.2.3、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。

2.2.4、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。

2.2.5、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。

2.2.6、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）：股东生鲜超市龙头，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。

2.2.7、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。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。

2.2.8、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。

“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。

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。

2.2.9、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%。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。

2.2.10、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5：本周重点推荐个股爱美客表现较好

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	183.66	-5.98%	1.73	2.43	3.27	106	76	56
300957.SZ	贝泰妮	买入	221.80	7.76%	1.88	2.63	3.55	118	84	62
603708.SH	家家悦	买入	15.05	-3.09%	0.79	0.95	1.14	19	16	13
603214.SH	爱婴室	买入	22.19	-0.49%	1.00	1.32	1.71	22	17	13
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.85	-1.02%	0.45	0.52	0.61	11	9	8
600612.SH	老凤祥	买入	49.20	3.97%	3.41	3.91	4.48	14	13	11
002803.SZ	吉宏股份	买入	17.33	0.76%	1.65	2.16	2.81	11	8	6
002867.SZ	周大生	买入	20.84	1.86%	1.23	1.52	1.85	17	14	11
300896.SZ	爱美客	买入	659.20	10.05%	4.42	7.15	10.15	149	92	65
300132.SZ	青松股份	买入	13.68	-6.88%	0.97	1.20	1.41	14	11	10

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/10/15）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：双 11 种草机、净网清源、长辈模式、小时购、孩子王等

【双 11 种草机】天猫发布“双 11 种草机”帮助用户提前了解活动

10 月 11 日，天猫宣布发布双 11 种草机，用户可通过种草机提前了解双 11 商品和优惠信息，同时搭配搜同款、一键加购等功能。（来源：未来消费 APP）

【孝老爱老】京东联合多品牌开启孝老爱老购物节

10 月 11 日消息，京东于 10 月 11 日-16 日全面开启“孝老爱老购物节”。京东联合全友、恒源祥、松下、足力健、同仁堂、汤臣倍健、蒙牛、伊利、十月稻田等品牌，集中展示、销售超 1 亿元国内外优质老年用品。（来源：央广网）

【净网清源】国家药监局开启化妆品“线上净网线下清源”专项活动

10 月 11 日，国家药监局公告决定自 2021 年 10 月至 2022 年 10 月在全国范围内组织开展化妆品“线上净网线下清源”专项行动。（来源：中国食品药品网）

【长辈模式】淘宝上线“长辈模式”便利老年群体购物

10 月 12 日，淘宝在双 11 前最新版本中上线“长辈模式”，改造包括：信息简化、字体放大、上线语音助手。（来源：联商网）

【电商融资】网经社联合“电融宝”发布电商融资报告

10 月 12 日消息，近日网经社电子商务研究中心联合专业电商投融资服务平台“电融宝”发布《2021 年 9 月中国电子商务行业投融资数据报告》。报告显示 9 月电商行业的融资共 43 起，总金额超 125.4 亿元。（来源：亿邦动力网）

【小时购】京东上线“小时购”业务

10 月 12 日，京东和达达集团联合打造的京东“小时购”业务正式发布，这是零售业务面向消费者的统一品牌，对应“线上下单、门店发货、小时级乃至分钟级送达”的零售模式。（来源：中国财富网）

【珠宝造星】快手电商宣布启动“珠宝造星计划”

10 月 12 日，快手电商珠宝玉石行业联合商业化团队宣布启动“珠宝造星计划”，通过深入玉石重点产业带，与已入驻商家、将要入驻商家零距离接触，高效链接平台与商家。（来源：电商报）

【淘宝村】阿里研究院发布淘宝村相关数据

10 月 12 日，阿里研究院发布研究结果显示，2021 年淘宝村数量已达到 7023 个，连续第四年增量保持在 1000 个以上。（来源：阿里研究院）

【孩子王】孩子王于 10 月 14 日在深圳证券交易所创业板上市

10 月 14 日，孩子王在深圳证券交易所创业板上市。公司人民币普通股股份总数为 10.88 亿股，其中 7413.63 万股自上市之日起开始上市交易。（来源：亿邦动力网）

【银发经济】京东研究院公布银发族网购相关数据

10月14日，京东消费及产业发展研究院发布《银发经济崛起——2021老年用户线上消费报告》，报告指出银发族是消费市场的重要增长动力，2021年前三季度银发族网购销量同比增长4.8倍。（来源：亿邦动力网）

【微博双11】微博电商举行“双11”活动宣讲会

10月14日消息，近日微博电商举行“双11”活动宣讲会，其为“双11”打造的IP“超级购物节清单”即将正式启动。10月20日至11月11日，微博将开启超强带货模式。（来源：电商报）

【小鹿母婴】母婴直播电商公司小鹿母婴完成融资

10月14日消息，近日母婴直播电商公司小鹿母婴传媒完成500万人民币天使轮融资，投资方为高樟资本。（来源：亿邦动力网）

【永辉超市】永辉超市多家数字化标杆店实现周转天数突破

10月15日消息，近日永辉超市在福州奥体店、屏西店等数字化标杆店实现了店仓周转天数降低至16天的突破。（来源：金融界）

3.2、公司公告：爱美客发布2021年前三季度报告等

华致酒行：2021年前三季度业绩预告

根据公司10月12日公告，公司预计2021年前三季度归属于上市公司股东的净利润5.70亿元-5.91亿元，同比增长77.81%-84.48%。

天音控股：2021年前三季度业绩预告

根据公司10月12日公告，公司预计2021年前三季度归属于上市公司股东的净利润1.0亿元-1.1亿元，同比增长16.20%-27.82%。

青松股份：关于独立董事辞职的公告

根据公司10月12日公告，公司独立董事张乐忠先生因连任公司独立董事职务即将满六年，申请辞去公司第四届董事会独立董事及董事会提名委员会主任委员、战略委员会委员、审计委员会委员职务。辞去上述职务后，张乐忠先生不再担任公司其他任何职务。

丽尚国潮：关于终止重大资产重组事项的公告

根据公司10月12日公告，公司董事会决议终止在委托产权交易所以公开挂牌方式转让其持有的兰州红楼房地产开发有限公司100%股权。

红旗连锁：关于内部审计负责人辞职的公告

根据公司 10 月 13 日公告，公司内部审计负责人肖刚先生因个人原因向公司董事会申请辞去内部审计负责人职务，辞职后将不再担任公司任何职务。

奥园美谷：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 13 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 2.0 亿元-2.5 亿元，2020 年同期净利润为-0.96 亿元。

朗姿股份：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 13 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 1.47 亿元-1.65 亿元，同比增长 194.04%-230.04%。

潮宏基：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 14 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 2.82 亿元-2.92 亿元，同比增长 249.20%-261.58%。

爱美客：2021 年前三季度报告

根据公司 10 月 15 日公告，公司 2021 年前三季度实现营业收入 10.23 亿元，同比增长 120.29%；归属于上市公司股东的净利润 7.09 亿元，同比增加 139.05%；基本每股收益 1.31 元/股，同比增长 2.50%。

鄂武商 A：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 15 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 5.10 亿元-5.90 亿元，比上年同期增长 152.45%-192.05%。

中百集团：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 15 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为亏损 0.22 亿元-0.28 亿元，比上年同期下降 131.99%-140.91%。

天虹股份：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 15 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 2.43 亿元-2.63 亿元，比上年同期增长 91%-107%。

居然之家：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 15 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 16.70 亿元-17.50 亿元，比上年同期增长 82.59%-91.33%。

苏宁易购：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 15 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为亏损 73.52 亿元-77.52 亿元，上年同期盈利 5.47 亿元。

昊海生科：2021 年前三季度业绩预告

根据公司 10 月 16 日公告，公司预计 2021 年前三季度归属于上市公司股东的净利润约为 3.0 亿元-3.3 亿元，比上年同期增长 166.32%-192.95%。

美凯龙：关于出售控股子公司股权暨签订股权转让协议的公告

根据公司 10 月 16 日公告，公司股东近期与旭辉永升（海南）投资有限公司签署《股权转让协议》，约定公司以 6.96 亿元转让美凯龙物业 80% 的股权。

表6：零售公司大事提醒：关注红旗连锁披露三季度报告等

日期	公司名称	重大事项
10 月 18 日	合肥百货	股东大会召开
10 月 19 日	星徽股份	三季度预计披露日期
10 月 20 日	首商股份	三季度预计披露日期
10 月 22 日	华致酒行	三季度预计披露日期
10 月 22 日	红旗连锁	三季度预计披露日期
10 月 22 日	首商股份	退市
10 月 23 日	合肥百货	三季度预计披露日期
10 月 25 日	天音控股	三季度预计披露日期
10 月 26 日	豫园股份	股东大会召开
10 月 26 日	爱婴室	三季度预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：关注 2021 年上海婴童用品展览会等

日期	主题	重大事项
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
11 月 19 日	美容化妆品	第二届服饰美妆品牌营销论坛
11 月 25 日	美容化妆品	2021 第 38 届北京美博会(秋季)
11 月 25 日	消费零售	2021 海口国际生活精品消费展览会
12 月 2 日	消费零售	2021CGCA 中国消费品行业 CIO 年会
12 月 2 日	跨境电商	2021 中国（深圳）国际电商选品采购交易会
12 月 7 日	生鲜零售	2021 中国生鲜零售大会

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