

## 商业贸易

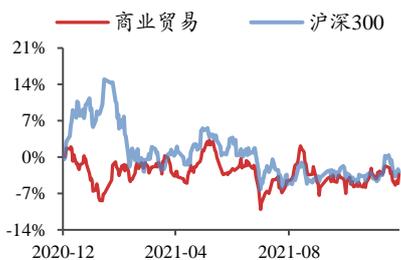
2021年12月26日

投资评级：看好（维持）

## 薇娅事件有望推动直播电商行业规范发展，长期利好化妆品品牌

——行业周报

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业周报-关注迪阿股份上市，珠宝定制模式蓬勃发展》-2021.12.19

《行业点评报告-11月社零同比+3.9%，社会消费增速小幅回落》-2021.12.15

《行业周报-Costco 苏州店开业，仓储会员店赛道持续火热》-2021.12.12

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

杨妍（联系人）

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790121010071

### ● 超头主播薇娅偷逃税被罚，有望推动直播电商行业规范发展

本周（12月20日），杭州市税务局稽查局就网络主播黄薇（网名：薇娅）偷逃税案件作出税务行政处罚处理决定，依法对其追缴税款、加收滞纳金并处罚款共计13.41亿元。本次事件反映出：（1）直播电商行业经历粗放野蛮生长后，已引起监管部门重视；（2）薇娅偷逃税数额巨大，侧面体现出超头主播的马太效应，而后者已带来渠道与品牌方的明显矛盾。长期看，本次事件对直播电商行业和化妆品品牌方均有深远影响：（1）对直播电商行业而言，超头主播受监管整治背景下，短期内中小主播将受益于流量释放和再分配，长期看监管入局也有助于直播电商行业规范健康发展。对于困扰行业的流量马太效应问题，我们认为依靠“内容”摆脱流量依赖是重要发展方向。（2）对化妆品品牌方而言，短期看销售业绩有影响但不大；长期看本次事件有望为解决超头主播与品牌方的矛盾提供突破口，一方面有助于品牌方夺回定价权，另一方面警醒品牌方注意自播团队建设。品牌自播具备多种优势，目前头部国货化妆品品牌方均已积极布局品牌自播。我们认为原超头流量释放后，具备强自播运营能力的化妆品品牌有望受益。

### ● 行业关键词：壹仓优品、艾尔建、丰e足食、潮品直营店、闪店仓等

【壹仓优品】服装电商“壹仓优品”宣布完成B轮过亿元人民币融资。

【艾尔建】艾尔建收购Soliton，补充旗下非侵入性身体塑形产品组合。

【丰e足食】顺丰旗下无人零售项目“丰e足食”完成A轮融资。

【潮品直营店】淘特上线官方直营“潮品直营店”，提供性价比潮流服饰穿搭。

【闪店仓】美团闪购加码闪店仓业务，预计三年内开出一万个“闪店仓”。

### ● 板块行情回顾

本周（12月20日-12月24日），商贸零售指数报收3079.78点，上涨1.31%，跑赢上证综指（本周下跌0.39%）1.70个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第4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，本周博士眼镜（+39.5%）、华致酒行（+15.6%）、三江股份（+12.5%）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）：重点推荐国货美妆龙头珀莱雅、医美产品龙头爱美客、全产业链布局的华熙生物、敏感肌修护龙头贝泰妮；

投资主线二（电商新零售）：下沉市场关注社区团购冬季发展，受益标的美团；跨境电商重点推荐吉宏股份；

投资主线三（黄金珠宝）：关注持续高景气的黄金珠宝板块，重点推荐周大生（省代模式多方面赋能），受益标的周大福、潮宏基。

● 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：薇娅事件规范行业发展，长期利好化妆品品牌 .....	5
2.1、 行业动态：超头主播薇娅偷逃税受罚，有望推动行业规范发展 .....	5
2.2、 投资建议：关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块 .....	7
2.2.1、 珀莱雅：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航 .....	8
2.2.2、 吉宏股份：三季度业绩明显下滑，关注跨境电商 SaaS 平台建设 .....	9
2.2.3、 周大生：黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间 .....	9
2.2.4、 家家悦：受疫情反复、新店培育等影响，三季度业绩下滑 .....	10
2.2.5、 老凤祥：三季度收入增速有所回落，多元发力巩固品牌优势 .....	11
2.2.6、 豫园股份：新兴消费产业布局多维发力，带动公司业绩增长 .....	11
2.2.7、 华熙生物：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长 .....	12
2.2.8、 贝泰妮：三季度业绩延续高增长，渠道产品品牌建设见成效 .....	12
2.2.9、 爱婴室：受疫情反复和费用投入影响，三季报业绩下滑 .....	13
2.2.10、 红旗连锁：营收季度环比持续改善，整体经营表现稳健 .....	14
2.2.11、 爱美客：单三季度业绩同比+98.0%，医美龙头持续高速增长 .....	14
3、 零售行业动态追踪 .....	15
3.1、 行业关键词：壹仓优品、艾尔建、丰e足食、潮品直营店、闪店仓等 .....	15
3.2、 公司公告：爱婴室董事辞职公告等 .....	17
4、 风险提示 .....	18

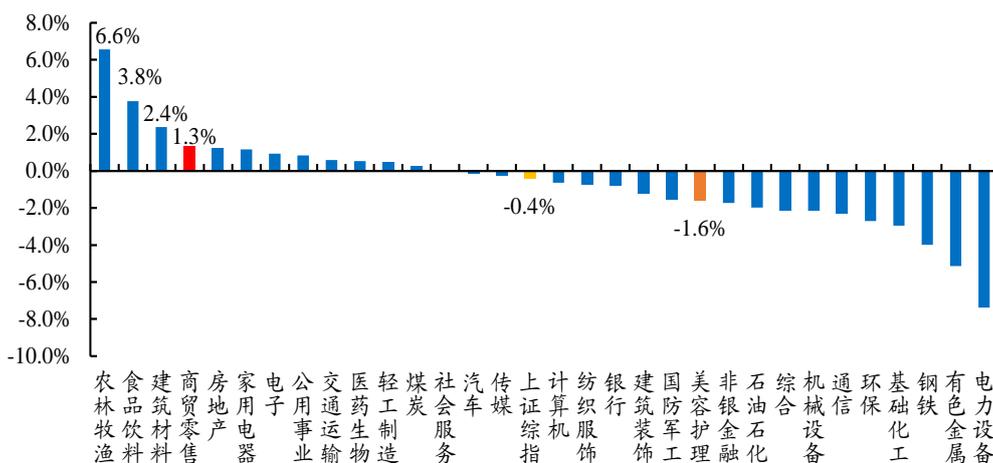
## 图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 4 位 .....	3
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数上涨 1.31% .....	3
图 3： 2021 年年初至今零售（商贸零售）指数下跌 4.76% .....	3
图 4： 本周专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为 4.70% .....	4
图 5： 2021 年年初至今贸易板块涨幅最高，达 29.88% .....	4
图 6： 杭州税务部门依法处理主播薇娅偷逃税案件 .....	5
图 7： 薇娅全平台账号均处于封禁状态 .....	5
图 8： 相较先前受罚主播，薇娅偷逃税款数额更大 .....	5
图 9： 李佳琦和薇娅两位超头主播带货额远超第三、四名 .....	5
图 10： 抖音“兴趣电商”模式重视内容 .....	6
图 11： 中央网信办开展打击流量造假活动 .....	6
图 12： 头部化妆品品牌方纷纷加码品牌自播 .....	6
图 13： 10 月抖音美妆旗舰店销售 TOP3 均为国货品牌 .....	6
表 1： 本周零售板块博士眼镜、华致酒行、三江购物等涨幅靠前 .....	4
表 2： 本周零售板块凯淳股份、若羽臣、*ST 大集等跌幅靠前 .....	4
表 3： 重点推荐珀莱雅、爱美客、贝泰妮、周大生等 .....	7
表 4： 本周重点推荐个股家家悦、红旗连锁、珀莱雅表现较好 .....	15
表 5： 零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等 .....	18
表 6： 零售行业大事提醒：关注 2021 第七届未来母婴大会等 .....	18

## 1、零售行情回顾

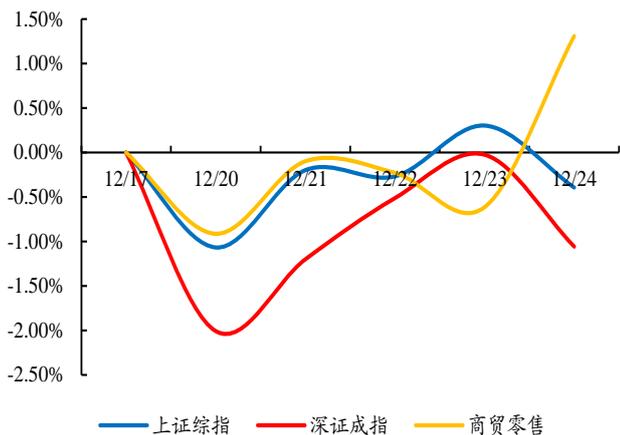
本周（12月20日-12月24日）A股下跌，零售行业指数上涨1.31%。上证综指报收3618.05点，周累计下跌0.39%；深证成指报收14710.33点，周下跌1.06%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为农林牧渔、食品饮料和建筑材料。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收3079.78点，周涨幅为1.31%，在所有一级行业中位列第4位。2021年年初至今，零售行业指数下跌4.76%，表现弱于大盘（2021年年初至今上证综指累计上涨4.17%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第4位



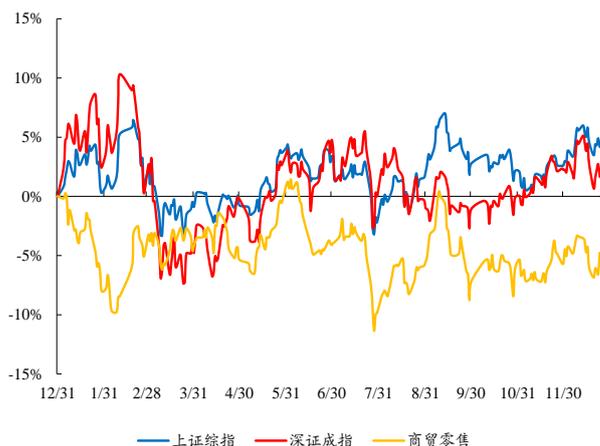
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨1.31%



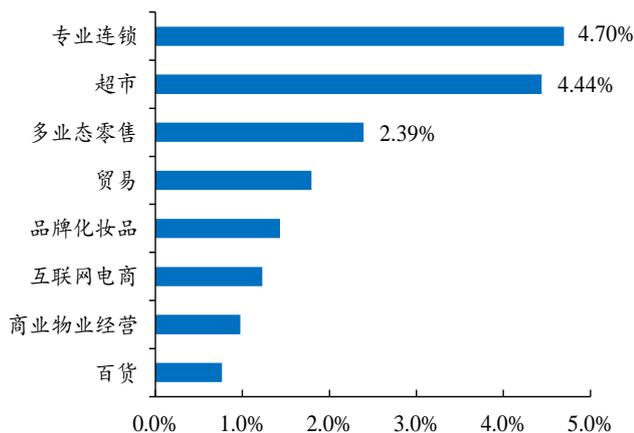
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021年年初至今零售（商贸零售）指数下跌4.76%

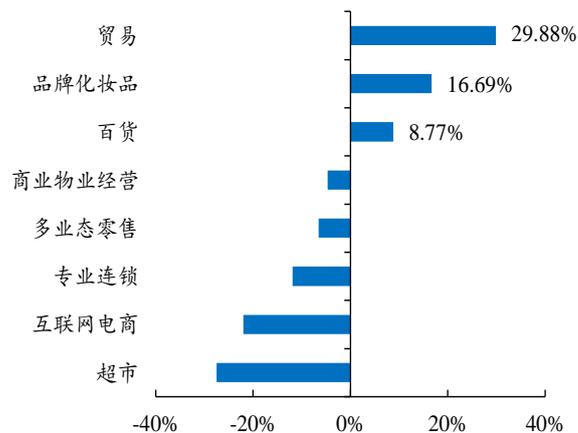


数据来源：Wind、开源证券研究所

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、商业物业经营、贸易、互联网电商和品牌化妆品等8个细分板块）中，本周全部子板块上涨，其中专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为4.70%；2021年全年来看，贸易板块年初至今累计涨幅为29.88%，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 4.70%**


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 29.88%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周博士眼镜、华致酒行、三江购物涨幅靠前。本周零售板块主要 90 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 64 家公司上涨、25 家公司下跌。其中, 本周个股涨幅排名前三位分别是博士眼镜、华致酒行、三江购物, 周涨幅分别为 39.5%、15.6%和 12.5%。本周跌幅靠前公司为凯淳股份、若羽臣、\*ST 大集。

**表1: 本周零售板块博士眼镜、华致酒行、三江购物等涨幅靠前**

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	300622.SZ	博士眼镜	28.65	39.5%	27.5%	108.0%	专业连锁III
2	300755.SZ	华致酒行	51.60	15.6%	19.2%	97.9%	专业连锁III
3	601116.SH	三江购物	9.30	12.5%	5.1%	-9.1%	超市
4	600122.SH	ST 宏图	2.30	12.2%	19.6%	115.0%	专业连锁III
5	600778.SH	友好集团	4.91	11.8%	12.0%	23.1%	多业态零售
6	600128.SH	弘业股份	7.98	10.7%	17.8%	25.1%	贸易III
7	600712.SH	南宁百货	4.18	10.0%	18.9%	-6.9%	百货
8	603708.SH	家家悦	15.83	9.1%	4.1%	-23.9%	超市
9	002697.SZ	红旗连锁	5.30	9.1%	8.2%	-17.6%	超市
10	600870.SH	*ST 厦华	4.74	9.0%	3.2%	65.2%	贸易III

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/12/24)

**表2: 本周零售板块凯淳股份、若羽臣、\*ST 大集等跌幅靠前**

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	301001.SZ	凯淳股份	31.20	-8.2%	22.2%	-48.6%	电商服务
2	003010.SZ	若羽臣	22.00	-7.2%	32.0%	-30.5%	电商服务
3	000564.SZ	*ST 大集	4.15	-6.7%	7.3%	60.2%	百货
4	000679.SZ	大连友谊	4.17	-6.5%	5.5%	48.9%	多业态零售
5	002803.SZ	吉宏股份	18.19	-6.3%	21.5%	-43.4%	跨境电商

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/12/24)

## 2、零售观点：薇娅事件规范行业发展，长期利好化妆品品牌

### 2.1、行业动态：超头主播薇娅偷逃税受罚，有望推动行业规范发展

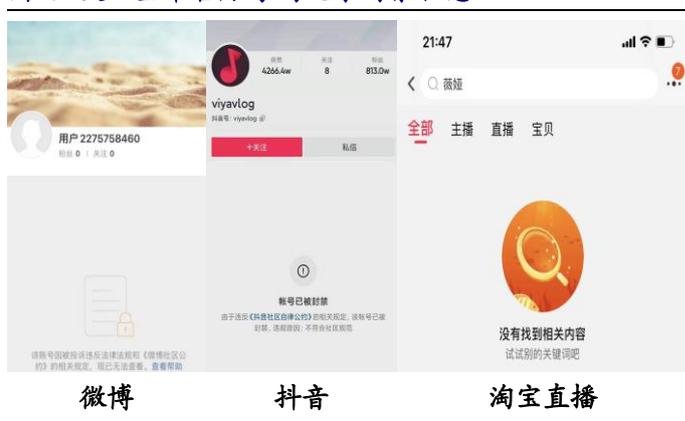
**超头主播薇娅偷逃税受罚，目前尚未恢复直播活动。**本周（12月20日），杭州市税务局稽查局就网络主播黄薇（网名：薇娅）偷逃税案件依法作出税务行政处理处罚决定。黄薇在2019年至2020年期间，通过隐匿个人收入、虚构业务转换收入性质虚假申报等方式偷逃税款6.43亿元、其他少缴税款0.6亿元，杭州市税务局稽查局依法对其追缴税款、加收滞纳金并处罚款共计13.41亿元。早前时候，淘宝主播雪梨与林珊珊同样因偷逃税款被依法追缴并处以罚款，截至12月24日，上述三位主播全平台账号仍处于封禁状态，尚未恢复直播活动。

图6：杭州税务部门依法处理主播薇娅偷逃税案件



资料来源：浙江省税务局官网

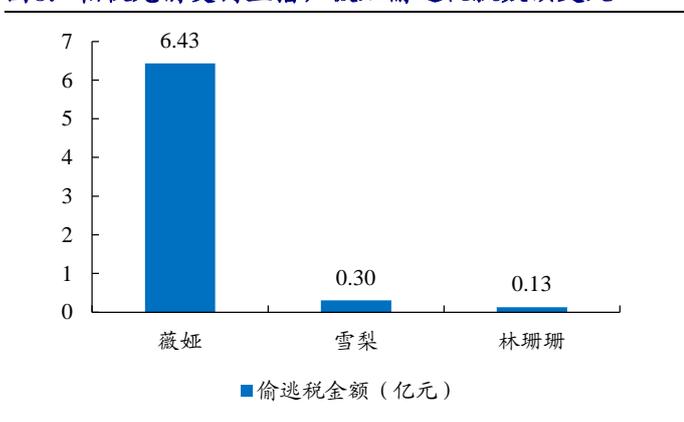
图7：薇娅全平台账号均处于封禁状态



资料来源：微博 APP、抖音 APP、淘宝 APP

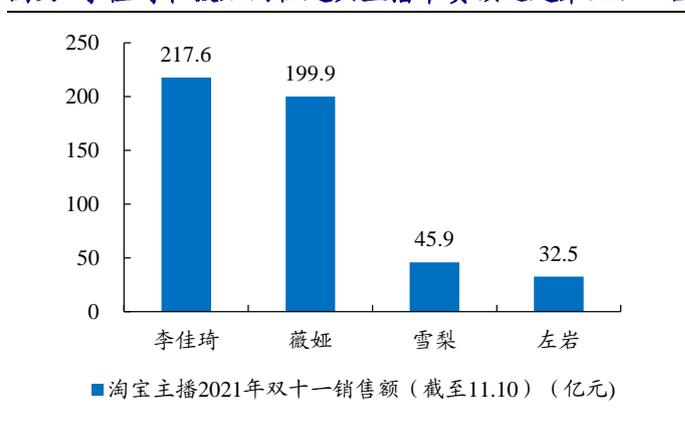
**监管出手规范直播电商经营，超头主播马太效应明显。**从《互联网营销师国家职业技能标准》落地再到头部主播受罚，可以看到直播电商行业在经历一段粗放式野蛮生长后，已逐渐引起监管部门重视。值得注意的是，相较于雪梨、林珊珊而言，本次薇娅偷逃税款数额较大，也侧面反映了行业内超头主播的强势地位。根据星图数据，2021年双十一期间李佳琦和薇娅两位超头主播带货额远超第三、四名。在“流量-议价权-更多流量-更大议价权”的增长路径下，超头主播的马太效应愈发凸显，一方面挤压中小主播生存空间，一方面也压缩了品牌方盈利空间。结合先前“欧莱雅双十一面膜差价”事件，可以看到超头主播的强势已带来渠道和品牌方的明显矛盾。

图8：相较先前受罚主播，薇娅偷逃税款数额更大



数据来源：浙江省税务局官网、开源证券研究所

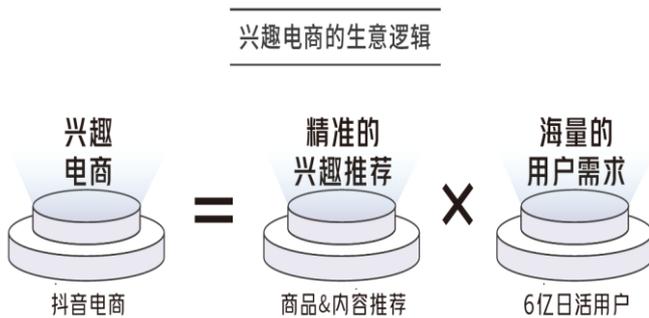
图9：李佳琦和薇娅两位超头主播带货额远超第三、四名



数据来源：星图数据、开源证券研究所

对直播电商行业而言，事件有望推动行业规范发展，未来或借“内容”摆脱流量依赖。超头主播受监管整治背景下，短期内中小主播将受益于流量释放和再分配，长期看监管入局也有助于直播电商行业规范健康发展，但如何破解行业流量马太效应仍是亟待解决的难题。我们认为，未来直播电商行业的一个重要发展方向，是依靠“内容”摆脱对“流量”的依赖。以抖音（“兴趣电商”）为例，目前在抖音渠道尚未出现绝对超头主播，相对多元化、去中心化的主播格局和优质的内容推荐，构成了抖音电商的发展特色。此外，12月22日，中央网信办决定部署开展为期2个月的“清朗·打击流量造假、黑公关、网络水军”专项行动，此举或加速直播电商行业的去流量化。

图10: 抖音“兴趣电商”模式重视内容



资料来源:《2021 抖音电商商家自播白皮书》

图11: 中央网信办开展打击流量造假活动



资料来源:中央网信办官网

对化妆品品牌方而言，事件短期影响可控，长期利好具备多渠道运营能力的品牌方。对于化妆品品牌方而言，超头主播不仅是渠道，也是营销手段之一，因此行业内部分高度依赖超头主播渠道的品牌，短期销量会受到影响。相较而言，头部品牌方本身具备较高知名度，且双十一大促等年内化妆品旺季已经结束，因此我们认为本次事件短期内对 A 股化妆品品牌方的销售业绩影响不大。长期来看，本次事件有望为解决超头主播与品牌方之间的矛盾提供突破口：超头主播受抑制背景下，一方面有助于品牌方夺回定价权，另一方面品牌方也会将注意力更多集中于建设自播运营团队。相较达人直播，品牌自播具备高曝光、高转化和高收益的优势，目前头部国货化妆品品牌方均已积极组建自播团队加码布局，通过自播构筑差异化优势实现弯道超车。因此，原超头流量释放后，我们认为具备强自播运营能力的化妆品品牌有望受益。

图12: 头部化妆品品牌方纷纷加码品牌自播



资料来源: 抖音 APP

图13: 10月抖音美妆旗舰店销售 TOP3 均为国货品牌

排行	小店	预估销售额	预估销量
01	花西子官方旗舰店 主营 美妆	12481.4w	81.7w
02	PROYA 珀莱雅旗舰店 主营 美妆	11201.6w	53.2w
03	CHANDO 自然堂旗舰店 主营 美妆	9949.4w	32.3w

资料来源: 飞瓜数据

## 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，医美、化妆品消费高景气，关注龙头公司竞争优势提升。**

**(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。从化妆品上市公司财报、终端渠道反馈看，大单品和多渠道是持续得到验证的重要逻辑。化妆品行业投资建议关注皮肤学级和功效性护肤品、国潮彩妆等细分赛道，重点推荐珀莱雅（大单品、多渠道优势突出的国货美妆龙头）和贝泰妮（国货敏感肌龙头），受益标的毛戈平等。

**(2) 医美：**颜值经济时代，消费者旺盛变美需求驱动医美行业蓬勃发展；产业链中，医美产品商凭借技术、资质壁垒掌握核心环节。我们认为，未来医美行业规范发展，将显著利好具备合规III类医疗器械资质的医美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，明星产品高增长、新品持续接力）和华熙生物（透明质酸全产业链布局），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、华韩整形等。

**投资主线 2：电商渗透率持续提升，重点关注下沉市场和新兴业态（抖音品牌自播和社区电商）。**投资建议：重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份（跨境电商 SaaS 服务平台建设稳步推进）；新零售模式建议关注快速发展的抖音电商（品牌店铺自播）和社区电商（代表模式社区团购，行业头部企业包括美团、拼多多、阿里淘菜菜等，关注秋冬旺季发展）。

**投资主线 3：关注景气度高、竞争力突出的线下零售细分赛道龙头（黄金珠宝等）。**黄金珠宝品类终端消费持续高景气（2021 年 1-11 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（“省代”模式稳步推进），受益标的周大福、潮宏基。

**表3：重点推荐珀莱雅、爱美客、贝泰妮、周大生等**

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2021 年前三季度实现营收 30.1 亿元（+31.5%），归母净利润 3.64 亿元（+27.8%）；单 2021Q3 实现营收 11.0 亿元（+20.7%）、归母净利润 1.4 亿元（+30.1%）。化妆品行业大单品和多渠道逻辑持续验证。公司发力大单品，未来有望持续贡献收入，提升盈利能力，抖音等新兴渠道先发布局也将带来重要增量。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 64.73 亿元（+93.3%），归母净利润 10.06 亿元（+41.2%）；单 2021Q3 实现营收 36.84 亿元（+119.9%）、归母净利润 3.96 亿元（+3.7%）。黄金珠宝行业呈现高景气，公司渠道端重点推广省代模式初见成效，叠加产品矩阵完善和品牌力提升，未来收入、利润有望高速增长。
603708.SH	家家悦	超市	2021 年前三季度实现营收 132.02 亿元（+3.3%）、归母净利润 1.92 亿元（-50.6%）；单 2021Q3 实现营收 44.02 亿元（+5.0%）、归母净利润 838 万元（-91.7%）。公司短期业绩受到疫情反复和新店培育等影响下滑，但长期看公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，未来随门店成熟、提效，公司盈利能力有望恢复。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 497.86 亿元（+13.5%）、归母净利润 14.98 亿元（+21.5%）；单 2021Q3 实现营收 181.96 亿元（+4.7%）、归母净利润 4.56 亿元（-7.2%）。公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，有望驱动持续增长。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 322.31 亿元（+10.9%）、归母净利润 18.00 亿元（+13.0%）；单 2021Q3 实现营收 95.06 亿元（+6.8%）、归母净利润 3.91 亿元（-24.4%）。公司珠宝板块持续高增长，“产业运营+产业投资”双轮驱动新兴消费赛道布局，有望带来盈利和估值双升。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
300132.SZ	青松股份	化妆品	2021年前三季度实现营收26.65亿元(-3.2%)、归母净利润1.19亿元(-66.9%); 单2021Q3实现营收7.54亿元(-21.3%)、归母净利润亏损0.62亿元(-147.0%)。化妆品业务受员工薪酬增加、海运价格上涨、消毒湿巾销量下滑等影响短期业绩承压。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2021年前三季度实现营收30.1亿元(+88.7%)、归母净利润5.55亿元(+26.9%); 单2021Q3实现营收10.8亿元(+65.7%)、归母净利润1.95亿元(+14.2%)。华熙生物作为全球透明质酸产业龙头,“原料+终端”全产业链布局优势突出,四轮驱动打开成长空间。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2021年前三季度实现营收21.1亿元(+49.1%)、归母净利润3.55亿元(+26.9%); 单2021Q3实现营收7.01亿元(+47.3%)、归母净利润0.90亿元(+64.3%)。公司是敏感肌护肤黄金赛道冠军,明星大单品逻辑持续印证,核心竞争优势突出,未来品牌、渠道、品类延伸还将带来新的增长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2021年前三季度实现营收16.54亿元(+2.7%)、归母净利润0.34亿元(-47.5%)。单2021Q3实现营收5.12亿元(-0.4%)、归母净利润-0.13亿元(-165.8%)。母婴连锁店业态受益三胎政策红利,公司围绕“品牌+全渠道”布局,稳步推进区域扩张,仍具备较强竞争力。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2021年前三季度实现营收70.0亿元(+2.8%)、归母净利润3.49亿元(-13.3%); 单2021Q3实现营收24.64亿元(+7.6%)、归母净利润1.28亿元(-9.9%)。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,2020年以来提速展店,有望推动持续成长。
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,新品推广后也快速贡献增量。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2021年前三季度实现营收38.47亿元(+19.6%)、归母净利润2.48亿元(-42.8%); 单2021Q3实现营收13.56亿元(+4.3%)、归母净利润0.66亿元(-62.1%)。公司跨境电商业务短期受海外疫情削弱消费者购买力等影响,高基数下利润承压;但长期看,公司SaaS平台建设和产业链投资布局,将持续提升竞争力。

资料来源: Wind、开源证券研究所

### 2.2.1、珀莱雅: 大单品、多渠道逻辑检验, 国货美妆龙头扬帆起航

**珀莱雅是国货化妆品龙头。**公司已形成了多品类、多品牌、全渠道的布局,近年来公司产品持续升级、渠道运营优秀,核心竞争力突出。2021Q1-Q3 公司实现营业收入30.1亿元(+31.5%)、归母净利润3.64亿元(+27.8%)。我们认为,公司贯彻大单品战略,未来有望持续贡献收入、提升盈利能力,抖音等新兴渠道放量也将带来增量。

**化妆品行业高景气, 大单品、多渠道逻辑重要性凸显。**Euromonitor 数据显示,2015-2020 年行业 CAGR=10.3%, 化妆品行业整体保持较高景气。渠道方面,线上占比持续提升,其中,原主流电商渠道淘系增速放缓,抖音等新兴渠道快速崛起放量,未来能够更好把握淘外流量红利的品牌方有望更加获益。另外,随着消费者护肤理性化、科学化,大单品重要性凸显,一方面帮助企业树立优质品牌形象,另一方面也能贡献稳定收入、提升盈利能力。我们认为,未来具备强渠道运营能力和优质大单品的品牌方,有望在行业竞争中脱颖而出,提升市场份额。

**大单品逻辑检验, 多渠道布局放量, 潜力品牌增长可期。**(1) 产品: 发力大单品。公司自2020年以来持续推行大单品策略,双抗系列和红宝石系列大单品销售额占比持

续提升，带动毛利率上升（2021Q3 单季公司毛利率已达 66.1%）。未来大单品策略有望持续提升公司主品牌形象和盈利能力。（2）渠道：淘系电商稳定增长，抖音等新兴渠道放量。公司渠道运营能力优秀，除天猫旗舰店保持较高增速（2018-2020 年 CAGR=65.3%）外，积极布局抖音等新兴渠道建立先发优势，2021 年连续多月位居抖音小店美妆品类销售额前三名。（3）品牌：主品牌升级，潜力品牌增长可期。公司主品牌珀莱雅年轻化升级，品牌形象更加深入人心；新品牌中，彩棠逐渐放量，悦芙媞、科瑞肤、印彩巴哈也有望贡献增量，未来整体增长可期。

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》

### 2.2.2、吉宏股份：三季度业绩明显下滑，关注跨境电商 SaaS 平台建设

吉宏股份是东南亚跨境电商龙头，2021 年前三季度业绩明显下滑。公司 2017 年起进军互联网领域，设立厦门吉客印重点布局东南亚跨境电商市场。公司 2021 年前三季度实现营收 38.47 亿元（+19.61%），归母净利润 2.48 亿元（-42.76%），营收保持增长但利润下滑。我们认为，公司跨境电商业务短期受海外疫情削弱消费者购买力等影响，高基数下利润承压；但长期看，公司 SaaS 平台建设和产业链投资布局，将持续提升竞争力。

跨境电商盈利能力受海外消费者购买力下降影响，研发投入增加。单 2021Q3 公司实现营收 13.56 亿元（+4.32%），归母净利润 0.66 亿元（-62.09%）。我们预计：（1）公司跨境电商业务三季度收入端表现稳定（单量保持小幅上升，但客单价受海外消费者购买力下降影响小幅下滑），利润端受海外广告成本上升等影响承压；（2）包装业务受益限塑令和产能释放预计稳定增长，但也面临原材料价格上涨压力；（3）广告业务预计继续收缩。盈利能力方面，2021 年前三季度公司综合毛利率为 40.05%（同比-3.67pct，为方便比较，已根据会计准则调整还原至同口径，下同）；费用方面：公司销售/管理/研发费用率分别为 27.72%/2.26%/1.95%，同比+4.15pct/-0.16pct/+0.39pct，销售费用提升主要系电商广告费支出增加。较 2020 年同期相比，公司防疫物资销售和长荣健康投资收益减少，同时 SaaS 平台研发费用增加 2400 万元，以上因素共同造成公司业绩同比下滑。

跨境电商业务竞争优势突出，SaaS 服务平台建设稳步推进。东南亚电商空间广阔，公司单页电商模式在供应链选品、精准投放和管理等方面已建立深厚竞争壁垒。除深耕跨境电商主业外，公司 SaaS 服务平台“吉喵云”建设稳步推进（5 月已内测，预计 12 月上线），利用公司积累数据经验为海量国内客户提供一站式跨境电商解决方案，实现从“掘金者”向“卖水人”升级。

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 10 月 31 日信息更新报告《吉宏股份（002803.SZ）：三季度业绩明显下滑，关注跨境电商 SaaS 平台建设》等。

### 2.2.3、周大生：黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2021 前三季度营收高增长，未来成长空间仍较大。公司 2021 年前三季度实现营收 64.73 亿元（+93.3%）、归母净利润 10.06 亿元（+41.2%）；单 2021Q3 实现营收 36.84 亿元（+119.9%）、归母净利润 3.96 亿元（+3.7%）。我们认为，黄金珠宝行业呈现高景气，公司渠道端重点推广省代模式初见成效，叠加产品矩阵完善和品牌力提升，未来收入、利润有望高增长。

**高基数下电商业务增速下滑，省代模式推动加盟渠道黄金批发收入增长。**分渠道看，2021年前三季度公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入9.17/7.39/46.44亿元，同比增速分别为+79.7%/+5.3%/+132.7%。电商业务增速环比回落主要由于2020年同期直播带货业务集中带来高基数所致；加盟业务增长显著主要由于引入省代模式以及在秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列，使得对加盟客户黄金产品批发销售收入同比大幅增长。盈利能力方面，报告期内公司毛利率为29.4%（-14.9pct）、净利率为15.5%（-5.7pct）；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为7.8%（-6.2pct）/1.0%（-1.3pct）/-0.3%（+0.1pct）；毛利率和费用率变化主要均系加盟渠道黄金批发销售带来收入端大幅增长所致。

**省代模式助力渠道拓展，产品矩阵不断完善，品牌力持续提升。**渠道方面：报告期内公司线下新开/净开门店436家/168家，期末门店总数达4357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拓展新空间。产品方面：持续迭代优化情景风格系列钻石、开发特色IP类金饰、推动大钻赋能项目，产品矩阵不断完善。品牌方面：子品牌DC、BLOVE、今生金饰等品牌建设均有序推进，随着公司品牌力持续增强，未来加盟渠道入网费的提升有望进一步增厚利润。

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10月30日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间》等。

#### 2.2.4. 家家悦：受疫情反复、新店培育等影响，三季度业绩下滑

**家家悦是胶东生鲜超市龙头，2021年单三季度业绩下滑。**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2021年前三季度实现营收132.02亿元（+3.3%）、归母净利润1.92亿元（-50.6%）；单2021Q3实现营收44.02亿元（+5.0%）、归母净利润839万元（-91.7%）。我们认为，公司短期业绩受到疫情反复和新店培育等影响下滑，但长期看公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，未来随门店成熟、提效，公司盈利能力有望恢复。

**新门店培育、疫情反复和外部市场竞争等因素导致三季报利润下滑。**分地区看，前三季度山东烟威/山东其他/省外地区主营收入分别为65.8亿元（-10.5%）/33.8亿元（+3.4%）/18.7亿元（+79.4%）。分业态看，大卖场/综合超市/百货/其他业态主营收入分别为65.0亿元（+11.6%）/52.0亿元（-8.9%）/0.1亿元（+4.4%）/1.2亿元（-1.2%）。盈利能力方面，2021Q3公司毛利率为23.2%，同比-0.7pct；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为19.0%/2.0%/1.6%，同比+0.6pct/+0.3pct/+1.3pct；受期间费用率上升影响，2021Q3公司净利率仅为0.2%，同比-2.2pct。整体看，较多新增门店培育期拉低毛利率、疫情及市场消费影响拉低可比店同店销售和新租赁准则影响等因素共同导致公司三季报利润下滑。

**线下线上渠道拓展升级，试水仓储店业态发展自有品牌。**2021年前三季度，公司直营门店新开64家（大卖场28家、综合超市29家，其他业态7家）、并购26家，报告期末直营门店总数达959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，同时在经营模式上创新探索，10月在山东潍坊开出首家仓储店（经营总面积6000+平方米、SKU数5000+），试水新业态。

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 10 月 30 日信息更新报告《家家悦 (603708.SH): 受疫情反复、新店培育等影响, 三季度业绩下滑》等。

### 2.2.5、老凤祥: 三季度收入增速有所回落, 多元发力巩固品牌优势

老凤祥是黄金珠宝龙头, 2021 年单三季度收入增速有所回落。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。公司 2021 年前三季度实现营收 497.86 亿元 (+13.5%)、归母净利润 14.98 亿元 (+21.5%); 单 2021Q3 实现营收 181.96 亿元 (+4.7%)、归母净利润 4.56 亿元 (-7.2%)。我们认为, 黄金珠宝行业持续高景气, 公司品牌积淀深厚, 渠道扩张叠加国企改革带来效率优化, 有望驱动持续增长。

单三季度营收增速环比回落, 毛利率小幅下降, 费用率基本稳定。2021 年黄金珠宝消费持续高景气, 1-9 月金银珠宝类社零销售额同比增长 42%。公司单 2021Q3 实现营业收入 181.96 亿元, 同比+4.7%, 增速环比 2021Q2 下降 15.3pct 有所回落。盈利能力方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 毛利率分别为 7.3%/6.5%, 分别同比-0.6pct/-0.7pct, 小幅下降; 净利率分别为 3.0%/2.5%, 同比+0.2pct/-0.3pct。费用方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 公司期间费用率合计分别为 2.4%/1.8%, 同比-0.2pct/-0.2pct; 其中单 2021Q3 销售/管理/财务费用率分别为 0.8%/0.9%/0.3%, 同比分别-0.2pct/+0.1pct/+0pct, 整体保持稳定。

外拓市场树品牌, 内修信息化系统, “十四五”跨越式发展起航。老凤祥品牌历史悠久, 在知名度、美誉度、忠诚度等多方面处于行业领先地位。报告期内, 公司对外发力深挖市场: 在上海国际首饰文化节上推出“凤祥喜事荟”, 以“国潮、国风、国韵”演绎其品牌文创新成果, 在中秋、国庆小长假期间积极推出品牌营销活动, 销售成绩斐然。公司对内将在“十四五”期间整合构建统一的信息化系统, 将各业务环节有机结合, 打造高效业务运营场景, 为企业战略决策提供数据依据和手段, 实现标准化、规范化、集约化的管理目标。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, 内外功兼修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 10 月 29 日信息更新报告《老凤祥 (600612.SH): 三季度收入增速有所回落, 多元发力巩固品牌优势》等。

### 2.2.6、豫园股份: 新兴消费产业布局多维发力, 带动公司业绩增长

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, 2021 年前三季度营收同比+10.9%。公司 2021 年前三季度实现营收 322.31 亿元 (+10.9%)、归母净利润 18.00 亿元 (+13.0%); 单 2021Q3 实现营收 95.06 亿元 (+6.8%)、归母净利润 3.91 亿元 (-24.4%)。我们认为, 公司珠宝板块持续高增长, “产业运营+产业投资”双轮驱动新兴消费赛道布局, 有望带来盈利和估值双升。

珠宝时尚业务保持较快增长, 推出“露璨”品牌试水培育钻石。2021 年前三季度公司珠宝时尚业务实现营收 218.61 亿元 (+34.2%), 增长良好; 业务毛利率 8.35%, 同比提升 0.97pct。报告期内公司净增珠宝门店 407 家, 延续较快展店节奏, 期末门店已达到 3786 家, 2021 年有望实现 600+开店。报告期内, 公司旗舰品牌老庙古韵金系列销售情况良好, DJULA、Damiani 等新品牌亦先后在上海多个核心商圈开出新店;

此外，公司自主孵化定位年轻、时尚的培育钻石品牌“LUSANT 露璨”，目前已上线天猫旗舰店开启试运营，积极探索培育钻石新市场。

**消费产业高增推升整体表现，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：松鹤楼面馆前三季度新开/已签约待开业门店各 28 家，截至期末拥有门店 49 家，全国布局稳步推进，板块实现营收 5.63 亿元(+80.5%)。(2)食品饮料板块：先后投资控股西北知名白酒品牌“金徽酒”及持有舍得集团 70%股权，板块实现营收 13.35 亿元(+47.4%)。(3)美丽健康板块：投资控股复星津美布局化妆品赛道，旗下以色列国宝级品牌 AHAVA 亮相三亚海旅免税城，拓展线下免税渠道，板块实现营收 3.23 亿元(+63.5%)。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 10 月 28 日信息更新报告《豫园股份(600655.SH)：新兴消费产业布局多维发力，带动公司业绩增长》等。

### 2.2.7、华熙生物：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长

**华熙生物是全球透明质酸产业龙头，2021 年前三季度收入同比+89%。**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 2021 年前三季度实现营收 30.1 亿元(+88.7%)、归母净利润 5.55 亿元(+26.9%)；单 2021Q3 营收 10.8 亿元(+65.7%)、归母净利润 1.95 亿元(+14.2%)，功能性护肤品高速增长。我们认为，公司“原料+终端”全产业链布局优势突出，四轮驱动打开未来成长空间。

**功能性护肤品高速增长，原料业务、医疗终端产品平稳增长。**分业务看，公司功能性护肤品收入同比高速增长，原料和医疗终端业务平稳增长。盈利能力方面，2021Q1-Q3 公司毛利率为 77.8% (同比-3.1pct)，单 2021Q3 看环比二季度基本持平(+0.2pct)。费用方面，2021Q3 公司期间费用率合计为 61.3%，同比+7.5pct，环比二季度-0.6pct 小幅下降：其中销售费用率为 46.5% (同比+5.0pct，环比-1.6pct)，公司终端业务处于品牌建设阶段，加大营销投入；管理费用率为 6.9% (同比+1.5pct，环比-0.4pct，公司确认股权激励相关费用)；研发费用率为 7.9% (同比+2.4pct，公司重视研发投入，在研项目数量增加、研发人员薪酬提升)。公司 2021Q3 净利率为 18.0%，同比-8.2pct，环比+0.1pct 基本持平。

**公司战略性布局加大营销投入，未来四轮驱动市场空间广阔。**(1)原料业务：公司玻尿酸产能全球领先，老客户关系稳固、新客户持续拓展，天津工厂投产产能逐步释放，未来有望保持稳健增长。(2)医疗终端业务：2021 年公司医美战略升级，推动成立“未来医美共生联盟”，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、6 月推出黑零、8 月推出休想角落，随着消费者教育深入，未来均有望贡献增量。

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 10 月 27 日信息更新报告《华熙生物(688363.SH)：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长》等。

### 2.2.8、贝泰妮：三季度业绩延续高增长，渠道产品品牌建设见成效

**贝泰妮是国货敏感肌修护龙头，2021 年三季度业绩延续高增长。**公司 2021 年前三季度实现营收 21.1 亿元(+49.1%)、归母净利润 3.55 亿元(+65.0%)；单 2021Q3 实现

营收 7.01 亿元 (+47.3%)、归母净利润 0.90 亿元 (+64.3%)，业绩持续高增长。我们认为，公司是敏感肌护肤黄金赛道冠军，明星大单品逻辑持续印证，核心竞争优势突出，未来品牌、渠道、品类延伸还将带来新的增长。

**毛利率保持较高水平，推广投入带来销售费用率提升。**公司 2021Q3 实现营业收入同比+47.3%，增速环比 2021Q2 继续提升。盈利能力方面，2021Q1-Q3/2021Q3 毛利率分别为 76.9%/76.3%，同比分别+0.1pct/+9.6pct。费用方面，2021Q3 公司期间费用率合计为 60.5%，同比+7.3pct。其中销售费用率为 48.6%同比+8.4pct（公司加大品牌形象推广宣传、人员费用和电商渠道精准投放，备战双十一）；管理费用率 8.5%基本持平；研发费用 2453 万元（同比+12%，研发费用率为 3.5%，同比下降 1.1pct），公司保持了较高的研发投入。

**新产品、新渠道贡献增量，品牌建设见成效，双十一预售阶段表现优异。**渠道方面，我们预计公司线上天猫自营渠道增速稳健，快手、抖音等新渠道则有快速增长；线下客流随着疫情影响减弱恢复，OTC 渠道持续拓展，并开设了线下体验中心。产品方面，公司在明星大单品舒敏保湿特护霜、清透防晒乳的基础上，拓展了高保湿修护霜等新品。品牌建设方面，公司品牌片《薇诺娜专注敏感肌肤》登陆 CCTV-1《大国品牌养成记》，并在社媒平台建立立体式营销矩阵。短期看，公司双十一预售阶段表现优异；长期看，新产品、新渠道贡献增量，薇诺娜宝贝、Beauty answers 等多品牌战略也在持续拓展，敏感肌龙头扬帆起航。

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 10 月 26 日信息更新报告《贝泰妮 (300957.SZ)：三季度业绩延续高增长，渠道产品品牌建设见成效》等。

### 2.2.9、爱婴室：受疫情反复和费用投入影响，三季报业绩下滑

**爱婴室是深耕华东市场的母婴零售龙头，2021 年三季报业绩下滑。**爱婴室深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户服务体验方面已树立品牌和口碑。公司 2021 年前三季度实现营收 16.54 亿元 (+2.71%)，归母净利润 0.34 亿元 (-47.51%)，业绩明显下滑。我们认为，母婴连锁店业态受益三胎政策红利，公司围绕“品牌+全渠道”布局，稳步推进区域扩张，仍具备较强竞争力。

**疫情反复，线下门店承压，电商实现较快增长，毛利率则有所下滑。**分渠道看，2021 年前三季度公司门店销售收入 13.81 亿元 (-1.49%)；电商业务重点发力，营收 1.21 亿元(+52.88%)实现高增长。分产品看，奶粉/用品/食品类分别实现营收 8.21/3.45/1.33 亿元，整体表现稳健。盈利能力方面，奶粉毛利率 20.58% (-2.64pct) 下滑，我们预计主要系促销力度加大所致；整体毛利率为 30.65% (-0.01pct)，同比基本持平。费用方面，2021 前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 23.77%/4.39%/1.64%，同比+1.31pct/+0.47pct/+1.50pct，我们预计主要系电商等新业务布局和人员投入带来费用增加所致，此外，公司财务费用率提升受新租赁准则影响。

**围绕“品牌+全渠道”布局，多管齐下提升综合竞争力。**围绕“品牌+全渠道”战略，公司多维加码布局：（1）建立品牌声量，优化商品结构、供应链，向上游商品端（玩具等）延伸；（2）渠道拓展：前三季度新开/闭门店 28/20 家，期末门店总数 298 家，另有已签约待开店 13 家；拟收购华中母婴零售龙头贝贝熊，全国化扩张稳步推进；广泛布局综合电商平台、新兴社交平台和私域流量资源运营；（3）布局托育早教等母婴服务，实现业态横向拓展。公司深耕母婴零售多年，多管齐下助力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 10 月 26 日信息更新报告《爱婴室 (603214.SH): 受疫情反复和费用投入影响, 三季报业绩下滑》等。

### 2.2.10、红旗连锁: 营收季度环比持续改善, 整体经营表现稳健

红旗连锁是川蜀便利店龙头, 2021 年营收季度环比持续改善。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。公司 2021 年前三季度实现营收 70.00 亿元 (+2.8%)、归母净利润 3.49 亿元 (-13.3%), 若扣除新租赁准则影响, 归母净利润同比仅下降 0.73%; 单 2021Q3 实现营收 24.64 亿元 (+7.6%)、归母净利润 1.28 亿元 (-9.9%), 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。

**营收环比持续改善, 利润受到新租赁准则和新门店培育影响。**2021Q3 实现营业收入 24.64 亿元, 同比+7.6%, 增速环比 2021Q2 提升 2.8pct, 边际持续改善。盈利能力方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 毛利率分别为 29.7%/29.7%, 分别同比-0.7pct/-1.2pct; 净利率分别为 5.0%/5.2%, 同比-0.9pct/-1.0pct。费用方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 公司期间费用率合计分别为 25.4%/24.8%, 同比+0.7pct/+0.3pct; 其中单 2021Q3 销售/管理/财务费用率分别为 22.3%/1.6%/0.9%, 同比分别-0.7pct /-0.1pct /+1.1pct, 盈利能力小幅下滑主要系新租赁准则及新开门店培育期影响所致。此外, 公司前三季度投资收益为 1.02 亿元 (+18.2%), 其中对联营和合营企业的投资收益为 0.97 亿元 (+21.4%), 主要来自对新网银行股权投资。

**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 年前三季度, 除持续深耕大成都地区外, 公司多线齐进在川内多地拓展门店, 报告期内新开/净开店 355/333 家 (新开店平均面积 124 平米), 截至报告期末门店总数已达 3669 家。除门店拓展外, 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 10 月 23 日信息更新报告《红旗连锁 (002697.SZ): 营收季度环比持续改善, 整体经营表现稳健》等。

### 2.2.11、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 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%), 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）。

**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，夸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。

**表4：本周重点推荐个股家家悦、红旗连锁、珀莱雅表现较好**

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	158.29	-4.54%	1.73	2.43	3.27	91	65	48
300957.SZ	贝泰妮	买入	199.85	-4.38%	1.97	2.70	3.66	101	74	55
603708.SH	家家悦	买入	15.83	9.10%	0.40	0.56	0.69	40	28	23
603214.SH	爱婴室	买入	20.88	-0.05%	0.62	0.81	1.02	34	26	20
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.30	9.05%	0.37	0.42	0.47	14	13	11
600612.SH	老凤祥	买入	44.77	-2.16%	3.41	3.91	4.48	13	11	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	18.19	-6.33%	0.99	1.42	1.85	18	13	10
002867.SZ	周大生	买入	17.49	-0.57%	1.23	1.52	1.85	14	11	9
300896.SZ	爱美客	买入	548.88	-3.68%	4.42	7.15	10.15	124	77	54
300132.SZ	青松股份	买入	10.67	-3.96%	0.43	0.88	1.05	25	12	10
603605.SH	珀莱雅	买入	214.24	7.66%	2.91	3.67	4.54	74	58	47
600655.SH	豫园股份	买入	10.08	0.30%	1.07	1.28	1.49	9	8	7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/12/24）

### 3、零售行业动态追踪

#### 3.1、行业关键词：壹仓优品、艾尔建、丰 e 足食、潮品直营店、闪店仓等

##### 【薇娅被罚】淘宝头部主播薇娅因偷逃税被罚 13.41 亿元

12 月 20 日，杭州市税务局稽查局依法对网络主播黄薇（网名：薇娅）作出税务行政处罚处理处罚决定。黄薇在 2019 年至 2020 年期间，偷逃税款 6.43 亿元、其他少缴税款 0.6 亿元，有关部门依法对其追缴税款、加收滞纳金并处罚款共计 13.41 亿元。目前薇娅淘宝直播账号已被冻结。（来源：未来消费 APP）

##### 【壹仓优品】服装电商“壹仓优品”宣布完成 B 轮过亿元人民币融资

12 月 20 日消息，日前服装电商“壹仓优品”宣布完成 B 轮过亿元人民币融资，由老股

东前海母基金和农开公司旗下河南省中小企业发展基金联合投资。本轮融资资金将用于壹仓优品 OLMiNi 奢侈品折扣店业务的渠道体系建设。(来源: 亿邦动力)

### 【江苏吴中】江苏吴中战略控股达透医疗, 瞄准韩国童颜针销售代理权

12月21日消息, 江苏吴中全资子公司江苏吴中美学与达策国际、达透医疗近日签署了《股权重组协议》。吴中美学通过增资加股权转让方式, 取得达透医疗51%的股权。达策国际享有韩国公司 Regen Biotech 产品 AestheFill (中文名: 爱塑美, 一种童颜针) 在中国大陆地区的独家销售代理权。(来源: 医与美产业笔记)

### 【艾尔建】艾尔建收购 Soliton, 补充旗下非侵入性身体塑形产品组合

12月21日消息, 日前艾伯维旗下艾尔建美学公司宣布成功完成对 Soliton 的收购, 收购金额约 5.5 亿美元。其补充了艾尔建美学旗下的非侵入性身体塑形治疗产品组合, 目前包括已获批的橘皮组织 (俗称脂肪团) 外观治疗医疗器械产品 Resonic。(来源: 医与美产业笔记)

### 【绿色直播间】浙江加强网络经济新业态监管, 全面启动“绿色直播间”建设

12月21日消息, 近来浙江省正加强直播等网络经济新业态监管, 尝试将标准化流程引入直播。浙江省“绿色直播间”建设针对平台、主播、MCN 机构三类主体提出相应的规范要求, 包括要求各直播电商平台应当依法履行信息公示、入驻核验、检查监控等电商平台的各项主体责任。(来源: 亿邦动力)

### 【名创优品】名创优品联手有赞新零售加速数字化转型, 助力私域运营

12月22日消息, 日前聚焦 Z 世代的美好生活小用品店名创优品宣布联手有赞新零售, 加速数字化转型, 并且借助有赞私域营销工具和强大的社交供应链能力, 助力私域经营。(来源: 亿邦动力)

### 【丰 e 足食】顺丰旗下无人零售项目“丰 e 足食”完成 A 轮融资

12月22日消息, 日前顺丰旗下无人零售项目“丰 e 足食”完成 A 轮融资, 软银、中金、深国资旗下深创投都成为其股东。丰 e 足食是顺丰旗下的办公室无人货架品牌, 依托物流仓配体系、供应链支持, 铺设智能零售终端, 使用大数据分析和云技术运营, 为多种线下消费场景, 提供智能零售服务。(来源: 亿邦动力)

### 【淘宝评价新规】淘宝网拟禁止卖家以好评返现方式引导买家进行“好评”

12月22日消息, 日前淘宝网宣布将对《淘宝网评价规范》的相关条款进行变更, 拟禁止卖家以好评返现方式引导买家进行“好评”以提升评价内容真实性, 此次规则变更将于 2021 年 12 月 28 日正式生效。(来源: 亿邦动力)

### 【潮品直营店】淘特上线官方直营“潮品直营店”, 提供性价比潮流服饰穿搭

12月23日消息, 日前淘特上线“潮品直营店”。淘特潮品直营店由淘特官方直营, 主要联合工厂、明星和 IP 开发上新, 为追求潮流时尚的年轻人群直供性价比潮流服饰穿搭。它也是淘特自大百货工厂直营店、生鲜食品直营店两个大类目后设置的第三个品类直营店。(来源: 亿邦动力)

### 【闪店仓】美团闪购加码闪店仓业务, 预计三年内开出一万个“闪店仓”

12月24日消息, 日前美团闪购闪店仓项目正式发布了加码“闪店仓”业务的下一步规

划。美团闪购会在未来三年内，通过不同商家生命全周期的定制化扶持，在 3 年内开出一万个“闪店仓”，并持续增加资金等方面的投入，扶持 200 个年营收过亿的商家。美团闪购是美团外卖拓展至新零售领域的重要业务平台。（来源：亿邦动力）

### 【云上专柜】有赞新零售推“云上专柜”助百购企业升级新零售

12 月 24 日消息，日前有赞新零售推出“云上专柜”行业插件，从组织数字化和业务数字化两个维度，帮助百购企业顺利实现新零售转型。通过云上专柜，百购企业可以实现商场管理、楼层管理、专柜管理；同时每个楼层和专柜可独立上架商品，产生订单后，可由每个专柜自行处理本专柜订单发货；并且可以通过数据报表、对账单能力，实现楼层级、专柜级的数据分析，业绩分析，对账更轻松。（来源：亿邦动力）

### 【盒马】盒马首条牛肉数字化生产线投产，助力品牌发展、提高零售效率

12 月 24 日消息，盒马首条牛肉数字化生产线投产。由纽澜地与盒马合作建设的数字农业牛肉产业集群，在山东淄博正式投产。盒马 CEO 侯毅向媒体表示，该项目投产后一方面可以支持盒马原有的牛肉品牌发展，另一方面可以更快速实现从生产养殖到加工的全流程，提高零售效率。（来源：零售圈）

### 【医美监管】国家药监局通报查处 7 起医疗美容医疗器械违法典型案例

12 月 24 日，国家药监局通报查处 7 起医疗美容医疗器械违法典型案例。涉案的包括使用未依法注册医疗器械、经营未取得注册证的第三类医疗器械、使用未依法注册医疗器械等。（来源：国家药监局）

## 3.2、公司公告：爱婴室董事辞职公告等

### 爱婴室：关于董事辞职的公告

根据公司 12 月 20 日公告，公司董事戚继伟先生因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事和公司副总裁职务，之后将不在公司继续担任任何职务。

### 华致酒行：关于对外投资设立合资公司的公告

根据公司 12 月 21 日公告，为进一步推动公司电子商务业务发展，公司拟与吴其融先生等人共同投资设立湖南华致数字营销服务有限公司，以开展短视频、直播相关业务，注册资本为人民币 1000 万元。公司拟认缴出资 510 万元人民币，占 51% 股权。

### 丽人丽妆：关于对募集资金投资项目部分实施内容进行调整的公告

根据公司 12 月 21 日公告，为顺应直播平台发展趋势，实现提升公司代理品牌销售收入等目的，公司对募集资金投资项目的部分实施内容进行调整，新增募投项目“社交媒体渠道建设和运营项目”（总投资额 1.2 亿元）。

### 家家悦：关于对外投资设立全资子公司的公告

根据公司 12 月 23 日公告，公司出于发展战略和经营规划需要，拟投资设立全资子公司山东联商融资租赁有限公司，注册资本为人民币 2000 万元，由公司自有资金出资，占 100% 股权。

**表5: 零售公司大事提醒: 关注多家公司股东大会召开等**

日期	公司名称	重大事项
12月27日	丽尚国潮	股东大会召开
12月28日	中兴商业	股东大会召开
12月28日	博士眼镜	股东大会召开
12月29日	天音控股	股东大会召开
12月29日	爱美客	股东大会召开
12月30日	苏美达	股东大会召开
12月30日	步步高	股东大会召开
12月30日	江苏国泰	股东大会召开
12月30日	朗姿股份	股东大会召开
12月30日	奥园美谷	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2021第七届未来母婴大会等**

日期	主题	重大事项
12月27日	消费	首届消费元宇宙大会
12月28日	零售	2021年度商业峰会
1月11日	母婴	2021第七届未来母婴大会
3月2日	零售	第十六届上海零售业大会暨中国零售创新峰会
3月10日	化妆品	2022第59届中国(广州)国际美博会
3月14日	跨境电商	2022第15届CCEE(深圳)全球跨境电商选品大会
3月24日	跨境电商	第六届全球跨境电商峰会
3月30日	母婴	第13届国际童车及母婴童用品(深圳)展览会
3月30日	跨境电商	跨境电商(出口)大会
4月14日	零售	2022中国零售数字化与营销创新峰会

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、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