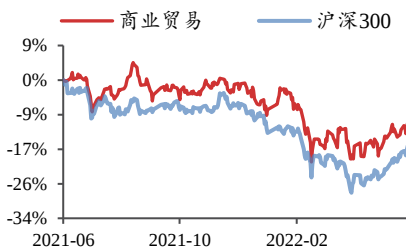


商业贸易

2022 年 06 月 26 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-618 大促展现消费韧性，国货美妆品牌强者恒强》
-2022.6.22

《行业周报-5 月社零降幅收窄，疫情缓和、消费逐步恢复》-2022.6.19

《行业点评报告-5 月社零同比-6.7%，疫情影响减小、消费逐步恢复》
-2022.6.15

618 大促美妆行业强者恒强，黄金珠宝头部品牌活跃

——行业周报

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

骆峥（联系人）

luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790122040015

杨柏炜（联系人）

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790122040052

● 618 大促整体增速稳健，美妆行业马太效应凸显、黄金珠宝品牌活跃

本周（6 月 20 日），618 大促正式落下帷幕，星图数据显示 2022 年 618 大促期间全网 GMV 合计 6959 亿元，我们测算同比实现双位数稳健增长。分平台看，综合电商平台整体承压，直播电商则实现高增长、渗透率提升对综合电商分流明显。大促期间，直播电商各自特色亦得到强化，抖音“全域兴趣电商”逻辑得到印证，“快手实在购物节”亦将“实在”贯彻到底。分品类看，（1）**美妆**：综合 618 各渠道美妆品类表现看，天猫美妆大盘预计受部分超头停播影响承压，抖音渠道则增长较快，美妆企业多渠道运营能力的重要性凸显，另外我们认为“鸡蛋分篮”也是面对外生冲击风险时的较优选择。行业整体承压背景下，内部马太效应加剧，珀莱雅、贝泰妮等国货龙头品牌表现优异，背后是其不断提升的品牌力和多渠道运营能力，持续推出畅销大单品也映衬出其产品力。在行业监管趋严、超头格局变化带来流量/渠道变迁和一级市场降温等背景下，国货龙头公司有望凭借更强的产品力、品牌力和多渠道运营能力实现“强者恒强”，市占率得到进一步提升。

（2）**黄金珠宝**：天猫黄金珠宝类销售额同比+142%、抖音平台珠宝文玩类销售额同比+70%，各大头部品牌也纷纷积极参与：618 期间，周大生通过智慧云店系统线上线下联动；中国黄金则多渠道、立体式矩阵布局 618，大促期间累计直播场次 7442 场，头部企业积极参与有望推动线上渠道成为行业重要增量。

● 行业关键词：自有品牌节、杭州消费券、万家 LIFE、美宜佳、抽检新规等

【自有品牌节】永辉超市自有品牌节于 6 月 22 日正式开启。

【杭州消费券】杭州市发放二期 1.85 亿元数字消费券。

【万家 LIFE】华润万家旗下新品牌万家 LIFE 在杭州 3 店同开。

【美宜佳】便利店品牌美宜佳全国有效门店突破 28000 家。

【抽检新规】国家药监局公开《化妆品抽样检验管理办法（征求意见稿）》。

● 板块行情回顾

本周（6 月 20 日-6 月 24 日），商贸零售指数报收 2784.52 点，上涨 2.04%，跑赢上证综指（本周上涨 0.99%）1.05 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 14 位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块表现较好，2022 年年初至今品牌化妆品板块涨幅领跑。个股方面，本周大连友谊（15.2%）、天音控股（9.6%）、汉商集团（8.4%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注化妆品医美、黄金珠宝和超市龙头公司

投资主线一（化妆品）：618 电商大促落幕，化妆品大单品+多渠道逻辑持续验证，重点推荐国货美妆龙头贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展，受益标的科思股份等；

投资主线二（医美）：重点推荐医美产品龙头爱美客、华熙生物；

投资主线三（线下零售）：疫情缓和、黄金珠宝线下消费复苏，重点推荐潮宏基、周大生、迪阿股份；关注超市基本面持续改善，重点推荐永辉超市等。

● **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	4
2、零售观点：618 大促美妆持续分化，头部品牌强者恒强	6
2.1、行业动态：618 整体增速稳健，国货美妆头部品牌表现优秀	6
2.2、投资建议：关注化妆品医美、黄金珠宝和超市龙头	8
2.2.1、家家悦：新店培育、商誉减值等影响业绩，2022Q1 轻舟待发	9
2.2.2、周大生：黄金产品体系化表现亮眼，品牌升级造就“硬核力量”	10
2.2.3、永辉超市：外部竞争环境改善，2022Q1 超市龙头重回增长轨道	11
2.2.4、潮宏基：2021 年业绩亮眼，发力加盟渠道扩张驱动持续成长	11
2.2.5、鲁商发展：地产业务拖累一季度业绩，化妆品业务保持高增长	12
2.2.6、老凤祥：整体经营增长稳健，深筑品牌壁垒、渠道持续扩张	12
2.2.7、豫园股份：一季度珠宝时尚业务增长亮眼，消费赛道布局推进	13
2.2.8、贝泰妮：一季度业绩高增长，持续巩固敏感赛道龙头地位	14
2.2.9、爱婴室：2022Q1 营收较快增长，受华东疫情影响业绩承压	14
2.2.10、爱美客：一季度业绩延续高增长，盈利能力迈上新台阶	15
2.2.11、华熙生物：护肤品带动一季度营收高增长，四轮驱动成长可期	15
2.2.12、迪阿股份：2021 年经营增长亮眼，一季度受到疫情一定影响	16
2.2.13、珀莱雅：大单品逻辑持续检验，2022Q1 业绩增长亮眼	17
2.2.14、红旗连锁：一季度主营业务表现良好，门店整合调整体现成效	17
3、零售行业动态追踪	18
3.1、行业关键词：自有品牌节、杭州消费券、万家 LIFE、美宜佳、抽检新规等	18
3.2、公司公告：科思股份、迪阿股份年度权益分派实施公告等	20
4、风险提示	21

图表目录

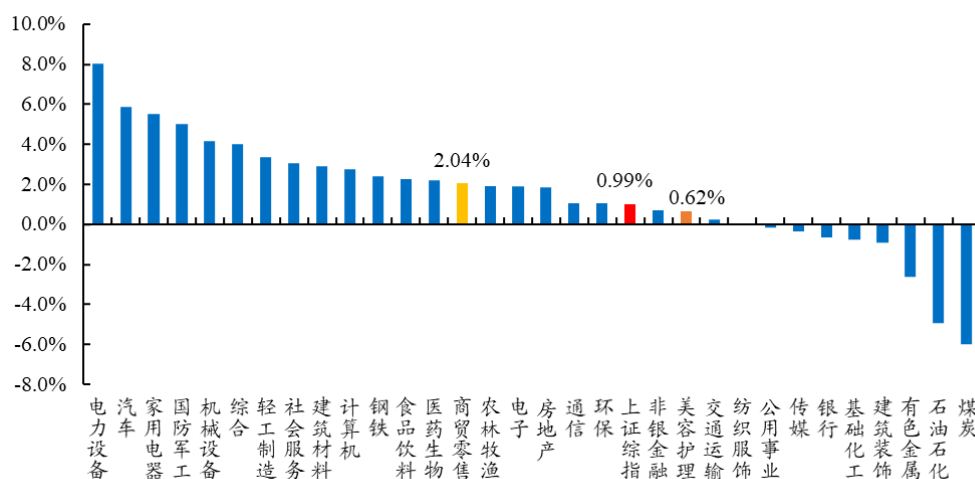
图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 14 位	4
图 2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨 2.04%	4
图 3：2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 9.74%	4
图 4：本周专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为 4.44%	5
图 5：年初至今品牌化妆品板块涨幅领跑，为 2.26%	5
图 6：618 大促综合电商平台略承压、直播电商快速增长	6
图 7：全域兴趣电商具备“人找货”+“货找人”双链条	6
图 8：2022 年 618 天猫美妆大盘增速承压	6
图 9：抖音平台销售额前三类目同比均录得较快增长	6
图 10：618 期间珀莱雅“早 C 晚 A”组合颇受欢迎	7
图 11：薇诺娜及薇诺娜宝贝 618 大促均表现亮眼	7
图 12：中国黄金多渠道、立体式矩阵备战 618	7
图 13：周大生、中国黄金、周大福等品牌 618 表现亮眼	7
表 1：本周零售行业大连友谊、天音控股、汉商集团涨幅靠前	5
表 2：本周零售行业中成股份、壹网壹创、ST 宏图等跌幅靠前	5
表 3：重点推荐永辉超市、潮宏基、周大生、珀莱雅、贝泰妮、爱美客等	8
表 4：本周重点推荐个股潮宏基、周大生、爱美客表现较好	18

表 5：零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等.....	21
表 6：零售行业大事提醒：关注第 22 届 CBME 孕婴童展等	21

1、零售行情回顾

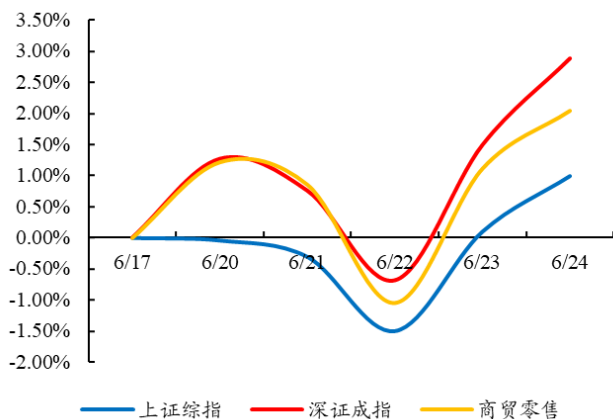
本周（6月20日-6月24日）A股上涨，零售行业指数上涨2.04%。上证综指报收3349.75点，周累计上涨0.99%；深证成指报收12686.03点，周上涨2.88%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为电力设备、汽车和家用电器。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2784.52点，周涨幅为2.04%，在所有一级行业中位列第14位。2022年年初至今，零售行业指数下跌9.74%，表现弱于大盘（2022年年初至今上证综指累计下跌7.97%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第14位



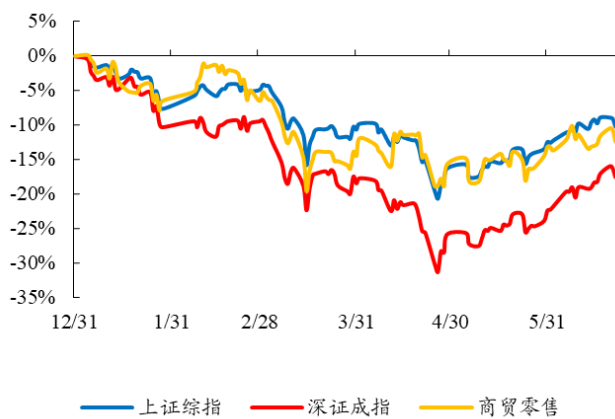
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨2.04%



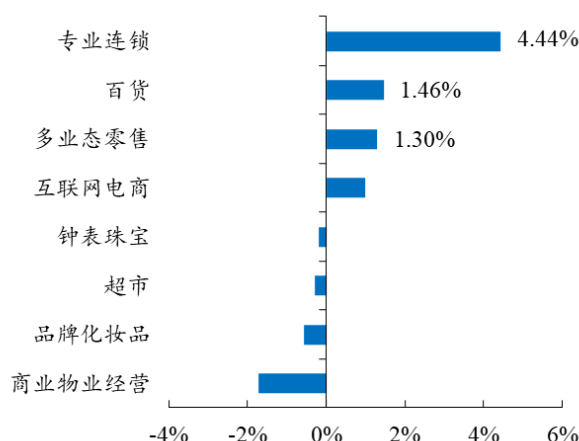
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022年年初至今（商贸零售）指数下跌9.74%

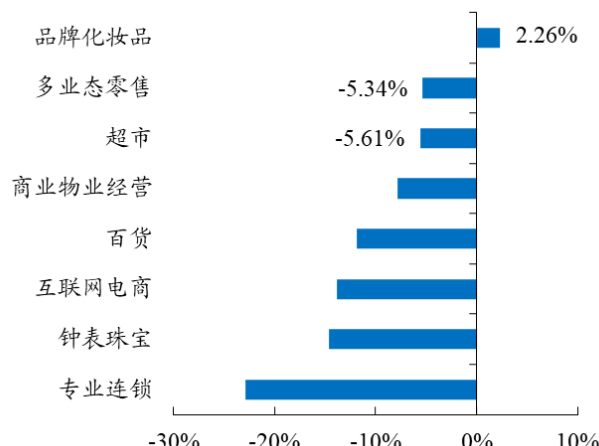


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中专业连锁板块本周涨幅最大；2022年年初至今，品牌化妆品板块领跑。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4个子板块上涨，其中专业连锁板块涨幅最大，周涨幅为4.44%；2022年全年来看，品牌化妆品板块年初至今累计涨幅为2.26%，在各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 4.44%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今品牌化妆品板块涨幅领跑，为 2.26%


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周大连友谊、天音控股、汉商集团涨幅靠前。本周零售行业主要 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或即将退市公司）中，合计有 43 家公司上涨、44 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是大连友谊、天音控股、汉商集团，周涨幅分别为 15.2%、9.6%和 8.4%。本周跌幅靠前公司为中成股份、壹网壹创、ST 宏图。

表1：本周零售行业大连友谊、天音控股、汉商集团涨幅靠前

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	000679.SZ	大连友谊	4.56	15.2%	20.2%	5.6%	多业态零售
2	000829.SZ	天音控股	11.73	9.6%	27.1%	-36.0%	专业连锁Ⅲ
3	600774.SH	汉商集团	12.43	8.4%	6.0%	-24.7%	多业态零售
4	000564.SZ	ST 大集	1.06	8.2%	5.2%	-38.0%	百货
5	002336.SZ	人人乐	5.90	7.1%	7.6%	17.8%	超市
6	002416.SZ	爱施德	9.16	5.9%	4.7%	-14.1%	专业连锁Ⅲ
7	601888.SH	中国中免	201.12	5.6%	3.7%	-8.3%	旅游零售Ⅲ
8	601113.SH	ST 华鼎	4.60	4.8%	6.1%	13.6%	跨境电商
9	600827.SH	百联股份	12.93	4.8%	5.8%	-3.0%	多业态零售
10	000882.SZ	华联股份	1.88	4.4%	6.3%	-1.6%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/6/24）

表2：本周零售行业中成股份、壹网壹创、ST 宏图等跌幅靠前

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	000151.SZ	中成股份	14.28	-8.8%	75.0%	67.8%	贸易Ⅲ
2	300792.SZ	壹网壹创	31.90	-6.6%	17.0%	-34.4%	电商服务
3	600122.SH	ST 宏图	1.92	-5.9%	12.2%	-11.5%	专业连锁Ⅲ
4	600655.SH	豫园股份	8.90	-5.3%	1.6%	-10.4%	商业物业经营
5	002187.SZ	广百股份	8.40	-5.3%	11.1%	0.6%	百货

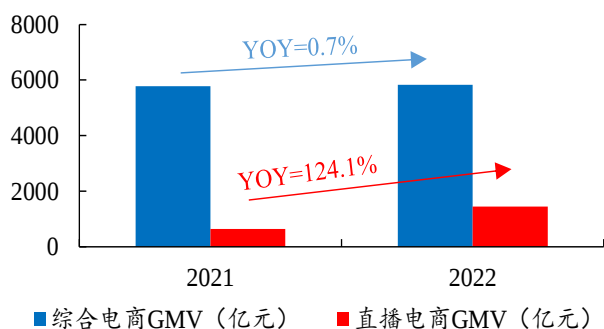
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/6/24）

2、零售观点：618 大促美妆持续分化，头部品牌强者恒强

2.1、行业动态：618 整体增速稳健，国货美妆头部品牌表现优秀

618 电商大促全网录得稳健增长，其中综合电商平台略承压、直播电商蓬勃发展。本周（6 月 20 日），618 大促正式落下帷幕，星图数据显示 2022 年 618 大促期间（5 月 31 日 20 时-6 月 18 日 24 时）全网 GMV 合计 6959 亿元，我们测算同比实现双位数稳健增长（2021 年活动同期 GMV 为 5785 亿元，但由于存在口径调整影响，因此数据不完全可比）。分平台看，综合电商 GMV 同比仅+0.7%整体承压；直播电商则实现 GMV 同比+124.1%，按 GMV 比例统计的直播电商渗透率已达 20.8%（同比提升约 10pct），对综合电商分流明显。此外，大促期间直播电商各自特色得到强化：抖音商城场景、搜索场景分别带动销量同比+514%/+293%，“全域兴趣电商”逻辑得到印证；“快手实在购物节”将“实在”贯彻到底，信任购业务覆盖订单量超过 4 亿、超 52 万主播为消费者提供信任购服务、超 7400 万消费者受信任购保护。

图6：618 大促综合电商平台略承压、直播电商快速增长



数据来源：星图数据、开源证券研究所

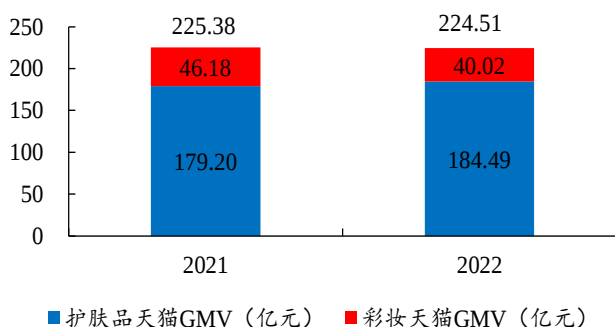
图7：全域兴趣电商具备“人找货”+“货找人”双链条



资料来源：抖音电商第二届生态大会

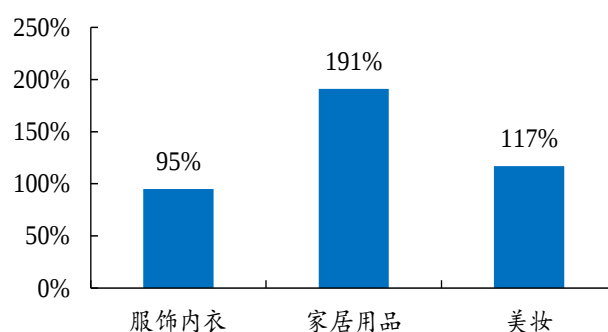
天猫美妆大盘增速承压，美妆企业多渠道运营能力重要性凸显。根据魔镜数据，本次 618 天猫美妆品类实现销售额 224.5 亿元（-0.4%）整体略有承压，其中护肤品、彩妆分别同比+3.0%/-13.3%，我们预计主要受部分超头停播影响；欧特欧咨询数据显示，京东 618 美妆品类销售额同比增长 1.2%；而根据果集数据，抖音 618 活动期内美妆类目销售额同比增长 117%，约占抖音整体销售额 10%；此外拼多多战报显示平台美妆产品拼单量同比增长 122%。从本次 618 各渠道表现看，美妆企业多渠道运营能力的重要性再次得到印证，“鸡蛋分篮”也是面对外生冲击风险时的较优选择。

图8：2022 年 618 天猫美妆大盘增速承压



数据来源：魔镜数据、开源证券研究所

图9：抖音平台销售额前三类目同比均录得较快增长



数据来源：果集数据、开源证券研究所

美妆企业表现持续分化，国货头部品牌强者恒强。本次 618 行业表现平淡背景下，我们观察到国货美妆龙头品牌仍表现亮眼。（1）**珀莱雅**：主品牌珀莱雅在天猫（美容护肤榜第五）、抖音（美妆榜第五）、拼多多（美妆榜第一）等渠道均录得亮眼增速，“早 C 晚 A”组合销售超 10 万件，双抗精华、红宝石精华等大单品魅力不减；另外旗下彩妆品牌彩棠首次跻身天猫彩妆榜前十。（2）**贝泰妮**：主品牌薇诺娜在天猫、京东均位居国货美妆榜第二，舒敏保湿特护霜全网销售破亿；子品牌薇诺娜宝贝也跻身天猫婴童护肤榜第五。（3）**华熙生物**：旗下夸迪、润百颜、米蓓尔、肌活各品牌本次 618 在天猫、抖音等多个渠道上均有亮眼表现。我们认为，国货龙头品牌优秀表现体现出其不断增强的品牌力和强大多渠道运营能力，大单品热销也映衬出产品力。在行业监管趋严、超头格局变化带来流量/渠道变迁以及一级市场降温等背景下，国货龙头公司有望凭借更强产品力、品牌力和渠道运营能力“强者恒强”。

图10：618 期间珀莱雅“早 C 晚 A”组合颇受欢迎



资料来源：珀莱雅天猫官方旗舰店

图11：薇诺娜及薇诺娜宝贝 618 大促均表现亮眼



资料来源：贝泰妮官方公众号

黄金珠宝 618 成绩亮眼，头部品牌积极参与。黄金珠宝行业 618 期间亦表现较好，天猫黄金珠宝类销售额同比+142%、抖音平台珠宝文玩类销售额同比+70%。具体看，（1）周大生通过智慧云店系统，与 4500 多家线下门店形成联动，构建线上、线下一体化的销售平台，推出诸多优惠举措让利消费者；（2）中国黄金多渠道、立体式矩阵备战 618，各平台近 60 家线上店铺全线发力，大促期间累计直播场次 7442 场，还与天猫联名推出“珍如金”投资金条并在达播、自播中推广种草。我们认为，黄金珠宝头部品牌积极参与电商大促，线上渠道有望成为行业增长重要增量。

图12：中国黄金多渠道、立体式矩阵备战 618



资料来源：中国黄金官方公众号

图13：周大生、中国黄金、周大福等品牌 618 表现亮眼



资料来源：天下网商公众号、亿邦动力公众号

2.2、投资建议：关注化妆品医美、黄金珠宝和超市龙头

投资主线 1：618 电商大促落幕，关注国货化妆品龙头品牌表现优秀、强者恒强。近年来，国货美妆品牌蓬勃发展，从上市公司财报数据和终端渠道反馈看，大单品和多渠道是持续得到验证的重要行业逻辑。本周 618 电商大促落幕，化妆品头部国货品牌方销售表现优秀，行业马太效应凸显、强者恒强。化妆品行业投资建议关注皮肤学级、功效性护肤品和上游原料商、代工厂等细分赛道，重点推荐长期成长逻辑清晰的标的，包括珀莱雅（大单品推动高增长）、贝泰妮（淘外渠道发力）、鲁商发展等，受益标的包括化妆品上游科思股份、嘉亨家化等。

投资主线 2：严监管规范行业发展，关注优质赛道竞争壁垒深厚的医美产品端龙头。短期看，医美需求具备高粘性特征，疫后复苏确定性较强；长期看，“轻医美+低线渗透+消费者结构优化”将推动行业持续增长。我们认为，严监管趋势未变，行业规范发展长期利好具备合规III类医疗器械资质的医美产品和医美机构龙头。产业链中，我们相对看好具备较高技术、资质壁垒的国产医美产品龙头厂商，重点推荐爱美客（玻尿酸产品龙头竞争壁垒深厚）和华熙生物，受益标的包括四环医药、复锐医疗科技等。此外，下游医美机构领域受益标的包括朗姿股份、华韩股份等。

投资主线 3：关注竞争力突出的线下零售细分赛道（黄金珠宝、超市等）龙头公司。

（1）黄金珠宝行业短期关注疫情缓和、线下消费复苏，长期看头部集中仍是主旋律，龙头公司依托品牌和渠道优势，持续扩张发展，表现有望长期优于行业整体，重点推荐潮宏基（时尚珠宝龙头发力加盟扩张）、周大生（“省代”模式推进、黄金产品体系化）和迪阿股份，受益标的周大福。（2）关注超市企业经营情况边际改善：一方面，部分线上竞争业态受监管和经营导向调整减缓了超市外部竞争压力；另一方面，疫情下居民短期囤货需求和长期通胀因素也均利好超市同店销售增长，重点推荐生鲜供应链优势突出的行业龙头永辉超市、家家悦和红旗连锁。

表3：重点推荐永辉超市、潮宏基、周大生、珀莱雅、贝泰妮、爱美客等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
601933.SH	永辉超市	超市	2021 年实现营收 910.62 亿元（-2.3%）、归母净利润-39.44 亿元（-319.8%）； 2022Q1 营收 272.43 亿元（+3.5%），归母净利润 5.02 亿元（+2053.5%）。 公司是超市行业龙头，外部市场竞争环境已明显改善，叠加自身供应链、数字化建设凸显成效，有望迈过拐点再出发。
603708.SH	家家悦	超市	2021 年实现营收 174.33 亿元（+4.5%）、归母净利润-2.93 亿元（-168.6%）； 2022Q1 实现营收 51.08 亿元（+8.3%），归母净利润 1.31 亿元（-1.92%）。 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。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2021 年实现营收 46.36 亿元（+44.2%）、归母净利润 3.51 亿元（+151.0%）； 2022Q1 实现营收 12.53 亿元（+11.9%），归母净利润 0.95 亿元（-9.4%）。 公司顺应黄金珠宝行业变化趋势，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，有望持续高成长。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2021 年实现营收 91.55 亿元（+80.1%）、归母净利润 12.25 亿元（+20.9%）； 2022Q1 实现营收 27.54 亿元（+138.1%），归母净利润 2.90 亿元（+23.3%）。 黄金珠宝行业龙头集中趋势明显，公司渠道端稳步推进省代模式，叠加黄金产品体系化完善和品牌力提升，有望推动收入、利润稳健增长。
600223.SH	鲁商发展	化妆品	2021 年实现营收 123.6 亿元（-9.2%），归母净利润 3.6 亿元（-43.3%）； 2022Q1 实现营收 14.82 亿元（-13.1%）、归母净利润 0.66 亿元（-22.7%）。 生物医药+生态健康双轮驱动布局，优质大单品、战投赋能打开化妆品业务成长空间。

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 年实现营收 46.33 亿元 (+23.5%)、归母净利润 5.76 亿元 (+21.0%); 2022Q1 实现营收 12.54 亿元 (+38.5%)、归母净利润 1.58 亿元 (+44.2%) 公司作为国货化妆品龙头品牌,大单品、多渠道逻辑持续检验,核心竞争力突出。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2021 年实现营收 586.91 亿元 (+13.5%)、归母净利润 18.76 亿元 (+18.3%); 2022Q1 实现营收 184.42 亿元 (+7.2%), 归母净利润 4.07 亿元 (-37.3%)。 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 年实现营收 510.63 亿元 (+12.2%)、归母净利润 38.61 亿元 (+6.9%); 2022Q1 实现营收 122.38 亿元 (+12.0%)、归母净利润 3.34 亿元 (-42.2%)。 公司珠宝板块持续稳定增长,“产业运营+产业投资”双轮驱动推进新兴消费赛道布局。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2021 年实现营收 49.48 亿元 (+87.9%)、归母净利润 7.82 亿元 (+21.1%); 2022Q1 实现营收 12.55 亿元 (+61.6%)、归母净利润 2.00 亿元 (+31.1%)。 华熙生物是全球透明质酸产业龙头,“原料+终端”布局优势突出,四轮驱动持续成长。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2021 年实现营收 40.2 亿元 (+52.6%), 归母净利润 8.6 亿元 (+58.8%); 2022Q1 实现营收 8.09 亿元 (+59.3%)、归母净利润 1.46 亿元 (+85.7%)。 公司作为敏感肌领域龙头,大单品逻辑持续印证,品牌升级,渠道、品类延伸,在皮肤大健康领域持续拓展将带来新增长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2021 年实现营收 26.52 亿元 (+17.6%)、归母净利润 0.73 亿元 (-37.0%); 2022Q1 实现营收 8.55 亿元 (+57.4%), 归母净利润-0.12 亿元 (-210.4%)。 公司深度受益三孩政策红利,围绕“品牌+全渠道”多维布局,叠加外延并购拓展,在母婴消费领域构筑较强竞争力。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2021 年实现营收 93.51 亿元 (+3.3%)、归母净利润 4.81 亿元 (-4.7%); 2022Q1 实现营收 24.41 亿元 (+8.0%)、归母净利润 1.22 亿元 (-1.6%)。 公司便利店业态卡位社区流量,在川蜀已构筑区域竞争优势,提速展店驱动持续增长。
300896.SZ	爱美客	医美	2021 年实现营收 14.48 亿元 (+104.1%)、归母净利润 9.58 亿元 (+117.8%); 2022Q1 实现营收 4.31 亿元 (+66.1%), 归母净利润 2.80 亿元 (+64.0%)。 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;明星产品有望延续高增长,新品推广后也将持续放量。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2021 年实现营收 51.78 亿元 (+17.4%), 归母净利润 2.27 亿元 (-59.3%); 2022Q1 实现营收 12.03 亿元 (+2.08%), 归母净利润 0.43 亿元 (-53.6%)。 公司跨境电商业务短期受疫情长期持续和市场竞争等影响,客单价和盈利能力下滑;但长期看,跨境电商 SaaS 平台建设和产业链投资布局,将持续提升公司竞争力。
301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰	2021 年实现营收 46.23 亿元 (+87.6%)、归母净利润 13.02 亿元 (+131.1%); 2022Q1 营收 12.21 亿元 (+12.6%), 归母净利润 3.76 亿元 (+16.8%)。 公司锁定“真爱”主题构筑竞争壁垒,定制化产品模式和轻资产扩张驱动持续成长。

资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2.1、家家悦: 新店培育、商誉减值等影响业绩, 2022Q1 轻舟待发

家家悦是胶东生鲜超市龙头, 2021 年营收小幅增长、归母净利润下滑较大, 2022Q1 已有明显改善。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 年实现营收 174.33 亿元 (+4.5%)、归母净利润-2.93 亿元 (-168.6%); 2022Q1 营收 51.08 亿元 (+8.3%), 归母净利润 1.31 亿元 (+1.9%)。我们认为, 超市行业外部竞争环境已出现改善, 受益于渠道拓展、物流供应链建设稳步推进, 未来门店成熟、提效有望修复公司盈利能力。

2021 年归母净利润受新店培育、减值计提和新租赁准则等影响下滑。分品类看，2021 年公司生鲜/食品化洗/百货类分别实现营收 71.39/82.24/6.52 亿元，同比 -3.6%/+11.7%/+6.6%；分区域看，烟威/山东其他/省外地区分别实现营收 88.5/47.6/24.1 亿元，同比 -7.5%/+7.7%/+72.5%，省外地区新店扩张叠加供应链社会化服务带动营收增长。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 23.3% (-0.2pct)，销售/管理/财务费用率分别为 19.4%/2.0%/1.5%，费用率小幅增加。整体来看，2021 年消费转弱、渠道分流等影响公司同店销售；较多新门店培育、商誉减值计提和新租赁准则影响共同导致公司利润下滑。2022Q1，公司综合毛利率为 24.0% (-0.6pct)，销售/管理/财务费用率分别为 17.0%/1.7%/1.4%。

跨区域、多渠道稳健扩张，数字化与供应链建设促进高质量发展。2021 年，公司新开、并购直营门店 117 家（山东省内 68 家、省外 49 家），期末直营门店总数达到 971 家，形成跨区域、一体两翼发展格局。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、供应链建设，加强生鲜深加工能力，强化自有品牌发展（2021 年占公司营收 13.4%）。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 2022 年 5 月 2 日信息更新报告《**家家悦 (603708.SH)：新店培育、商誉减值等影响业绩，2022Q1 轻舟待发**》等。

2.2.2、周大生：黄金产品体系化表现亮眼，品牌升级造就“硬核力量”

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2022Q1 延续高增长势头。公司发布 2021 年报及 2022 年一季报：2021 年实现营收 91.55 亿元 (+80.1%)、归母净利润 12.25 亿元 (+20.9%)；2022Q1 营收 27.54 亿元 (+138.1%)，归母净利润 2.90 亿元 (+23.3%)。我们认为，黄金珠宝行业头部集中趋势明显，公司作为龙头品牌，渠道端稳步推进省代模式，叠加产品矩阵完善和品牌力提升，综合竞争力不断增强。

省代展销叠加自有黄金产品发力，带动黄金品类收入大幅增长。分模式看，2021 年公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 12.6/11.5/65.2 亿元，同比 +75.0%/+18.2%/+103.7%；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 55.7/22.3/6.9 亿元，同比 +232.2%/+0.9%/+25.4%，素金首饰大幅增长主要受益于引入省级服务中心展销方式向加盟商批发供货，同时公司自有黄金产品矩阵构建体现成效。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 27.3% (-13.7pct)，销售/管理/财务费用率分别为 7.6%/1.1%/-0.2%，同比分别 -5.5pct/-0.9pct/+0.2pct，毛利率和费用率波动均主要系省代展销新模式带来黄金收入占比提升影响。

稳步推进渠道拓展、打造黄金产品体系，品牌升级提升综合竞争力。渠道：2021 年公司净增门店 313 家，期末门店总数达 4502 家；稳步推进省代模式，提升供应链运营和资金周转效率，高线城市成功打造样板店有力辐射周边。**产品：**钻石镶嵌方面持续完善情景风格珠宝体系、打造配货模型赋能加盟门店；黄金方面开发“非凡古法金系列”、打造“一童二花三生”六大黄金产品线，通过体系化提升竞争力，并通过省区展销等模式创新供应链。**品牌：**官宣全新品牌代言人任嘉伦，构建立体式品牌营销传播体系，持续强化品牌势能。

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 5 月 1 日信息更新报告《**周大生 (002867.SZ)：黄金产品体系化表现亮眼，品牌升级造就“硬核力量”**》等。

2.2.3、永辉超市：外部竞争环境改善，2022Q1 超市龙头重回增长轨道

公司是全国超市龙头，2022Q1 重回增长轨道。公司 2021 年实现营收 910.62 亿元（-2.3%）、归母净利润-39.44 亿元（-319.8%）；2022Q1 营收 272.43 亿元（+3.5%），归母净利润 5.02 亿元（+2053.5%），回归增长轨道。我们认为，公司外部市场竞争环境已明显改善，叠加自身供应链、数字化建设凸显成效，有望迈过拐点再出发。

公司主动采取调结构、降库存、保市场策略，影响 2021 年盈利表现。分行业看，2021 年公司零售业/服务业分别实现营收 849.6/61.0 亿元，同比分别-2.1%/-4.8%；分产品看，生鲜及加工/食品用品（含服装）分别实现营收 408.3/441.3 亿元，同比分别-1.6%/-2.6%。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 18.7%（-2.7pct），销售/管理/财务费用率分别为 18.3%/2.4%/1.7%，盈利能力下滑主要系公司为应对市场竞争等外部环境挑战，主动调结构、降库存、保市场，叠加新会计准则和多项大额减值计提影响。2022Q1 公司综合毛利率为 21.3%（+1.1pct）有所恢复，销售/管理/财务费用率分别为 14.7%/1.7%/1.5%。

外部竞争环境明显改善，公司自身渠道、供应链及数字化建设稳步推进。（1）外部环境改善：社区团购等竞争业态受监管趋严，资本退潮影响下互联网平台放缓扩张与低价补贴，公司所面临市场环境明显改善。（2）渠道发展：线下 2021 年新开 Bravo 门店 75 家、新签约门店 47 家，截至 2021 年底已有超市门店 1057 家，仓储会员店开业 53 家，录得可比同店 33%增长；线上“永辉生活”自营到家业务已覆盖 1000 家门店，实现销售额 71 亿元（+21%）；（3）数字化建设：自主研发全链路零售数字化系统“YHDOS”已规模性投入使用，有望降本提效；（4）供应链建设：生鲜板块组织垂直管理助力全链路优化和自有品牌建设。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头，“到店到家”巩固主业护城河》和 2022 年 5 月 1 日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：外部竞争环境改善，2022Q1 超市龙头重回增长轨道》等。

2.2.4、潮宏基：2021 年业绩亮眼，发力加盟渠道扩张驱动持续成长

潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，2021 年经营业绩实现高增长，2022Q1 受疫情影响小幅下滑。潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，铆定都市年轻女性，定位国潮、轻奢。公司 2021 年实现营收 46.36 亿元（+44.2%）、归母净利润 3.51 亿元（+151.0%）；2022Q1 营收 12.53 亿元（+11.9%），归母净利润 0.95 亿元（-9.4%）。我们认为，公司产品端以时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟店提速扩张，有望持续成长。

黄金珠宝、皮具（女包）业务均实现高增长，加盟代理渠道贡献突出。分产品看，2021 年公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 27.8/12.8/4.5 亿元，同比+25.5%/+97.2%/+65.9%；分渠道看，2021 年公司自营/代理/其他业务分别实现营收 31.1/13.4/1.0 亿元，同比+30.7%/+84.8%/+66.1%，加盟代理渠道高增长。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 33.4%（-2.4pct），销售/管理/财务费用率分别为 18.4%/2.1%/0.8%，同比分别-4.3pct/-1.2pct/-0.9pct，费用率管控良好。2022 年一季度，受华东地区疫情影响，公司业绩相对 2021 年高基数小幅下滑；2022Q1 综合毛利率为 31.3%（-4.7pct），同比下滑主要系加盟渠道占比增加影响，销售/管理/财务费用率分别为 16.1%/1.8%/0.7%，盈利能力基本稳定。

渠道扩张、品牌提升、数字化建设多维发力，打造东方时尚珠宝龙头。（1）渠道扩

张：公司通过加盟模式有效加快渠道布局，2021 年潮宏基珠宝净增加盟店 159 家，期末加盟店总数达 711 家，2022 年计划新开加盟店 200 家以上；**(2) 品牌提升：**邀请唐艺昕、乔欣等明星帮助品牌传播，也与特仑苏、花西子等跨界合作，突显“国潮”品牌风格，配合优质产品矩阵强化东方文化品牌印记；**(3) 数字化建设：**加速智慧云店升级迭代，以用户价值最大化为核心，数字化赋能提升单店业绩。长期看，公司围绕都市白领女性消费者，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，有望持续高成长。

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 4 月 30 日信息更新报告《**潮宏基 (002345.SZ)：2021 年业绩亮眼，发力加盟渠道扩张驱动持续成长**》等。

2.2.5、鲁商发展：地产业务拖累一季度业绩，化妆品业务保持高增长

生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链。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。2022Q1 公司实现营收 14.82 亿元 (-13.1%)、归母净利润 0.66 亿元 (-22.7%)，公司战略转型及房地产市场下行导致地产业务收入减少、拖累整体经营业绩下滑，但化妆品业务仍延续了快速增长态势。我们认为，公司生物医药板块药品和原料业务竞争力突出，化妆品业务深耕多年厚积薄发，优质大单品带动高增长，引入战投赋能，未来有望打开进一步成长空间。

化妆品业务延续较快增长，原料业务稳健，医药、地产业务有所下滑。**化妆品：**营收 4.19 亿元 (+95.3%) 延续较快增长，毛利率为 61.56%；其中颐莲、瑗尔博士品牌分别实现收入 1.62 亿元/2.25 亿元，闪充精华、玻尿酸喷雾 2.0 等新品表现亮眼。**医药：**营收 0.90 亿元 (-25.7%)，毛利率为 55.46%，受疫情影响营收有所下滑，但报告期内完成 2 个国家重点研发计划课题并获批 2 个市重点实验室，研发能力得到加强。**原料：**实现营收 0.77 亿元 (+4.0%)，毛利率为 34.6%，增长稳健。整体来看，福瑞达医药集团（合并口径）2022Q1 实现营收 5.41 亿元 (+49.3%)、归母净利润 0.32 亿元 (+0.2%)。近年来公司聚力轻资产业务发展，推进产业链纵深转型，非地产业务占比稳步提升。公司 2022Q1 综合毛利率为 41.1% (+8.4pct)，盈利能力逐步增强。

生态健康板块积极转型，生物医药板块高增长可期。**化妆品：**聚焦“4+N”品牌发展战略，颐莲、瑗尔博士、善颜入选首批“好品山东”公用品牌目录；2022 年瑗尔博士线下重点发力皮肤颜究院，颐莲深挖“玻尿酸+”概念，均有望保持较快增长。**医药：**围绕“创新、提高”持续推进组织变革，疫情缓和后有望回归增长轨道。**原料：**加快“百阜”等高端原料品牌建设，通过“玻尿酸+衍生物”提高产品附加值、提升原料业务毛利率。

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 2022 年 4 月 30 日信息更新报告《**鲁商发展 (600223.SH)：地产业务拖累一季度业绩，化妆品业务保持高增长**》等。

2.2.6、老凤祥：整体经营增长稳健，深筑品牌壁垒、渠道持续扩张

老凤祥是黄金珠宝龙头，2021 年年报稳步增长，2022Q1 受疫情影响增速放缓。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。公司 2021 年实现营收 586.91 亿元 (+13.5%)、归母净利润 18.76 亿元 (+18.3%)；2022Q1 营收 184.42 亿元 (+7.2%)，归母净利润

4.07 亿元 (-37.3%)，扣非归母净利润 4.66 亿元 (+7.5%)。我们认为，黄金珠宝行业龙头集中度提升趋势明显，老凤祥品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，有望稳定增长。

多措并举开拓市场，珠宝首饰主业带动增长，费用控制良好。2021 年公司珠宝首饰业务实现营收 468.6 亿元，同比增长 23.1%。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 7.8% (-0.4pct)，销售/管理/财务费用率分别为 1.4%/0.7%/0.5%，同比分别 +0pct/-0.1pct/-0.1pct，费用控制良好。2022 年一季度，受华东、华南等地疫情影响，公司营收增速有所放缓，2022Q1 综合毛利率为 7.9% (+0.2pct)，销售/管理/财务费用率分别为 1.5%/0.6%/0.5%，盈利能力基本保持稳定。

多渠道、多元化扩张发展，铆定“十四五”全方位激发内生动力。老凤祥作为我国珠宝首饰“百年金字招牌”，在知名度、美誉度、忠诚度等多方面行业领先。渠道方面，截至 2021 年末公司门店总数达到 4945 家(包括自营 186 家、连锁加盟 4759 家)，全年净增 495 家，2022 年计划新开店 300 家以上；在海南自由贸易港设立公司，整合资源助力境内外业务打通；线上方面积极推进网络直播、会员商城等新销售方式。品牌方面，签约艺人陈数展示品牌新形象，品牌影响力持续提升。

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 2022 年 4 月 29 日信息更新报告《老凤祥 (600612.SH)：整体经营增长稳健，深筑品牌壁垒、渠道持续扩张》等。

2.2.7、豫园股份：一季度珠宝时尚业务增长亮眼，消费赛道布局推进

豫园股份是家庭快乐消费龙头，2022Q1 营收+12.0%，归母净利润-42.2%。公司发布一季报：2022Q1 实现营收 122.38 亿元(+12.0%)、归母净利润 3.34 亿元(-42.2%)，营收增长稳健，利润受汇兑损失和产发业务结算周期等因素影响下滑。我们认为，公司珠宝板块稳定增长，“产业运营+产业投资”双轮驱动叠加“东方生活美学”置顶，有望推进新兴消费赛道深化布局。

珠宝时尚业务增长亮眼，净利率受汇率、疫情等多因素影响下滑。2022Q1 公司珠宝时尚业务实现营收 89.41 亿元(+27.3%)，增长良好；毛利率 8.35%，同比提升 0.14pct。报告期内公司净增珠宝门店 140 家，延续了较快展店节奏，期末门店已达到 4121 家。盈利能力方面，2022Q1 公司综合毛利率为 16.5% (-2.1pct)；费用方面，2022Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 6.1%/6.2%/3.8%，同比分别+1.1pct /-0.1pct /+0.7pct。2022Q1 公司销售净利率为 3.3% (-2.3pct)，盈利能力出现波动，我们认为主要系下列因素影响：(1) 公司日本星野度假村资产因日币单边贬值产生汇兑损失；(2) 物业开发与销售业务受结算周期影响略有下滑；(3) 疫情防控产生了额外成本和费用。

产业投资、运营双轮驱动，家庭快乐消费产业集团建设稳步推进。公司持续推进消费新兴赛道布局：(1) 文化餐饮板块营收 2.17 亿元 (+19.1%)，公司立足连锁餐饮业态积极拓店；(2) 食品饮料板块营收 7.06 亿元 (+39.4%)，“金徽酒”产品结构持续升级带动销售业绩高增长；(3) 美丽健康(化妆品)板块营收 1.02 亿元 (+5.3%)，WEI 推出全新萃凝采系列，科创中心稳定输出高质量新品，彰显产品研发机制优势。公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，构筑消费领域的高品牌价值护城河。

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 2022 年 4 月 28 日信息更新报告《豫园股份 (600655.SH)：一季度珠宝时尚业务增长亮眼，消费赛道布局推进》等。

2.2.8、贝泰妮：一季度业绩高增长，持续巩固敏感赛道龙头地位

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头，2022Q1 营收同比+59.3%，归母净利润同比+85.7%。公司发布 2022 年一季报：2022Q1 公司实现营收 8.09 亿元（+59.3%）、归母净利润 1.46 亿元（+85.7%）。我们认为，公司是敏感肌护肤黄金赛道冠军，品牌矩阵完善，渠道、品类升级，在皮肤大健康领域构筑较强竞争壁垒。

预计线上、线下渠道均保持较快增长，盈利能力实现稳步提升。分渠道看，我们预计公司线上渠道中，京东和抖音渠道（飞瓜数据显示 2022Q1 公司主品牌薇诺娜在抖音渠道销售额+258%）录得较快增长，淘系渠道保持稳健；线下渠道中，OTC 渠道快速增长，老店销售增量贡献显著。分产品看，我们预计特护霜、舒敏保湿精华液、冻干精华等大单品持续放量贡献增长。盈利能力方面，2022Q1 公司毛利率为 77.8%（-0.3pct），稳定在较高水平。费用方面，2022Q1 公司期间费用率合计为 59.0%（同比+0.8pct）基本持平，其中销售/管理/研发费用率分别为 48.0%/7.6%/3.8%，同比分别+2.1pct/-0.4pct/-0.7pct，销售费用率提升主要系公司持续投入品牌形象推广宣传及营销团队建设所致。整体看，公司费用控制良好、盈利能力稳步提升。

渠道、产品、品牌多维发力，持续巩固敏感肌赛道优势品牌力与核心竞争力。（1）渠道方面，预计淘系仍是公司主要线上销售渠道，抖音等新兴渠道有望快速起量贡献增长；疫情缓和后，预计线下渠道有望较快恢复，OTC 有望成为 2022 年重要增量。**（2）产品方面**，“38”期间清透防晒乳引领防晒品类较快增长，公司 3 月推出新品“轻颜瓶”抗初老精华，丰富抗衰品类。**（3）品牌建设方面**，公司持续丰富品牌矩阵，2022 年将推出高端抗衰新品牌 AOXMED，预计面世后有望开辟公司第二增长曲线。整体来看，公司渠道、产品、品牌多维发力，持续巩固在敏感肌赛道的优势品牌力与核心竞争力。

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 2022 年 4 月 28 日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：一季度业绩高增长，持续巩固敏感赛道龙头地位》等。

2.2.9、爱婴室：2022Q1 营收较快增长，受华东疫情影响业绩承压

爱婴室是华东母婴零售龙头，2022Q1 营收增长较快，疫情影响业绩承压。爱婴室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。公司发布 2022 年一季报：2022Q1 实现营业收入 8.55 亿元（+57.4%），归母净利润-0.12 亿元（-210.4%），收入高增长、业绩受疫情影响承压。我们认为，公司深度受益三孩政策红利，围绕“品牌+全渠道”多维布局叠加外延并购拓展，在母婴消费领域构筑了较强竞争力。

贝贝熊并表及电商新业务拓展推动营收高增长，疫情影响盈利能力下滑。分渠道看，2022Q1 公司门店销售/线上业务分别实现营收 6.30 亿元（+35.0%）/1.58 亿元（+500.0%），贝贝熊并表及电商新业务推动公司线上线下均实现较快增长。分产品看，2022Q1 公司奶粉/用品/食品/棉纺等主要品类同比分别+88.4%/+20.9%/+46.8%/+32.4%，奶粉品类增长最快。盈利能力方面，2022Q1 公司综合毛利率为 25.26%（-3.68pct），除用品外多数品类均有一定下滑，预计受线上业务毛利率较低影响。费用方面，2022Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 22.0%/3.1%/1.5%，同比分别-1.2pct/-0.4pct/+0.1pct，费用端存在刚性。综合看，一季度公司销售净利率为-1.2%（-3.2pct），疫情影响导致盈利能力下滑。

并购贝贝熊实现渠道深度拓展，切入母婴服务市场，综合竞争力持续提升。公司聚焦“品牌+全渠道”战略，多方位拓展布局：（1）持续优化商品结构、供应链，深化上游品牌合作，放大品牌声量；（2）渠道拓展：线下通过并购贝贝熊推进全国扩张，进军湖南、湖北、四川等新市场，2022Q1 新开门店 4 家，期末总门店数量达到 508 家，另有已签约待开店门店 7 家；线上“公域平台+私域社群”双管齐下，O2O 即时零售拓宽门店服务边界；（3）延伸布局托育、早教等母婴服务，横向拓展打造差异化竞争力。整体看，公司持续拓展区域布局、构建全域会员管理体系、丰富自有品牌矩阵，多维发力提升品牌综合竞争力。

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 2022 年 4 月 28 日信息更新报告《爱婴室（603214.SH）：2022Q1 营收较快增长，受华东疫情影响业绩承压》等。

2.2.10、爱美客：一季度业绩延续高增长，盈利能力迈上新台阶

爱美客是国产医美产品龙头，季度营收同比+66.1%，归母净利润同比+64.0%。公司发布一季报：2022Q1 实现营收 4.31 亿元(+66.1%)，归母净利润 2.80 亿元(+64.0%)，延续亮眼增长。我们认为，公司产品竞争力、品牌影响力持续加强，核心竞争力突出。

2022Q1 明星产品保持较快增长，毛利率达到 94.5%创下新高。分产品看，我们预计明星产品嗨体系列（颈纹产品、嗨体熊猫针等）保持高增长，新品濡白天使贡献部分增量。盈利能力方面，公司 2022Q1 毛利率达到 94.5%，同比 2021Q1+2.0pct、环比 2021Q4+0.4pct，预计主要受部分高毛利品类拉动，公司盈利能力进一步提升。费用方面，公司 2022Q1 期间费用率为 21.4%（同比+1.8pct），其中销售费用率 12.5%（+1.8pct），我们预计与公司加大渠道开拓和新品宣传力度、增加销售团队规模有关；此外，管理/研发/财务费用率分别为 5.1%（+0.5pct）/6.7%（-2.3pct）/-2.9%（+1.7pct）。综上影响，公司 2022Q1 净利率达到 65.0%（+1.1pct），整体维持在较高水平。

产品矩阵丰富，新品研发巩固核心竞争力、渠道建设奠定增长基础。公司是国内医美龙头，产品矩阵丰富升级，品牌影响力持续增强。产品端：近期《医疗器械分类目录》调整，行业对水光产品监管趋严，公司嗨体 2.5、冬活泡泡针等合规产品均将受益，嗨体系列 2022 年整体有望延续较快增长；新品濡白天使上市后终端反馈良好，随着市场推广力度加大也将逐步放量，长期看再生类产品市场广阔。研发端：公司加大研发投入、持续丰富产品矩阵，已广泛布局肉毒素、利拉鲁肽（慢性体重管理）、去氧胆酸注射液（“溶脂针”）等细分赛道，持续构筑差异化竞争力。渠道端：公司 2022 年持续扩充销售团队、强化销售渠道建设，将为长期增长奠定坚实基础。

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 2022 年 4 月 27 日信息更新报告《爱美客（300896.SZ）：一季度业绩延续高增长，盈利能力迈上新台阶》等。

2.2.11、华熙生物：护肤品带动一季度营收高增长，四轮驱动成长可期

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，2022 年一季度营收、归母净利润均实现较快增长。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 2022Q1 实现营收 12.55 亿元（+61.6%）、归母净利润 2.00 亿元（+31.1%），增长亮眼。我们认为，华熙生物作为全球透明质酸产业龙头，“原料+终端”布局优势突出，四轮驱动持续成长。

功能性护肤品带动公司营收高增长，加大研发投入巩固核心竞争力。分业务看，一季度公司功能性护肤品销售收入大幅增长，带动营收较快增长，我们预计主要受益于公司抖音渠道布局贡献。盈利能力方面，2022Q1 公司综合毛利率为 77.1%（同比-1.6pct），环比 2021Q4 下滑 1.4pct。费用方面，2022Q1 公司期间费用率合计为 57.6%（同比+3.9pct），其中销售费用率为 45.1%（同比+1.6pct），公司加大营销投入、强化品牌建设；管理费用率为 6.3%（同比+0.8pct）；研发费用率为 6.5%（同比+1.5pct），研发投入及研发团队薪酬、股权激励费用增加推动研发费用大幅增加。

四轮驱动打开成长空间，收购益而康股权，竞争力持续提升。（1）**原料业务：**公司“水解透明质酸锌”产品已通过化妆品原料备案，未来有望贡献增量；此外天津工厂投产后，产能也将进一步释放。（2）**医疗终端业务：**公司医美战略升级延续，持续深化“面部年轻化”产品体系构建，打造“微交联”产品差异化优势。（3）**功能性护肤品：**构筑多品牌矩阵覆盖优质细分赛道：润百颜推出 HACE 抗老次抛精华，米蓓尔推出全新“乳液面膜”系列，公司品牌力持续提升，有望延续高增长。（4）**功能性食品：**聚焦美容、关节健康和改善睡眠的功能性食品领域布局，四轮驱动成长可期。此外，公司成功收购益而康 51%股权进军胶原蛋白产业，在丰富现有产品管线同时，业务协同发展也有望进一步增强公司核心竞争力。

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 2022 年 4 月 25 日信息更新报告《华熙生物（688363.SH）：护肤品带动一季度营收高增长，四轮驱动成长可期》等。

2.2.12、迪阿股份：2021 年经营增长亮眼，一季度受到疫情一定影响

迪阿股份是主打定制婚恋首饰的新兴珠宝品牌，2022Q1 业绩同比+16.8%。公司 2021 年实现营收 46.23 亿元（+87.6%）、归母净利润 13.02 亿元（+131.1%）；2022Q1 营收 12.21 亿元（+12.6%），归母净利润 3.76 亿元（+16.8%）。我们认为，公司绑定“真爱”主题构筑竞争壁垒，定制化产品模式和轻资产扩张有望驱动持续成长。

渠道扩张驱动高成长，费用控制优化、盈利能力显著提升。渠道方面，2021 年公司线下直营/线上自营/线下联营分别实现营收 36.7/6.0/3.2 亿元，同比+80%/+168%/+72%；产品方面，求婚钻戒/结婚对戒分别实现营收 36.6/8.7 亿元，同比+96%/+56%，绑定“真爱”主题实现高增长。盈利能力方面，2021 年公司综合毛利率为 70.1%（+0.8pct），销售/管理/财务费用率分别为 26.3%/3.7%/0.6%，同比分别-3.2pct/-2.8pct/+0.1pct，费用控制持续优化。2022 年一季度，公司经营受华东、华南等地疫情影响，增速有所放缓；2022Q1 综合毛利率为 71.1%（+0.7pct），销售/管理/财务费用率分别为 27.6%/3.2%/-0.2%。

多元文化传播深筑品牌力优势，绑定婚恋市场目标“全球真爱文化引领者”。公司品牌优势强化，渠道建设与运营水平持续提升：（1）大力拓展线下销售渠道，2021 年新开/净开店 130/108 家，截至 2021 年末门店总数达 461 家，同时 2022 年公司计划新开 200 家以上；（2）升级品牌定位思路打开，将用户群体拓展至已婚人群及热恋情侣，满足更多情感表达需求；（3）研发上新、拓展产品矩阵。长期看，我国年轻一代消费者正在崛起，公司依托强营销能力和精准定位把握消费需求，绑定婚恋市场树立品牌认知，渠道提速扩张有望驱动持续成长。

详见开源零售 2022 年 3 月 24 日首次覆盖报告《迪阿股份（301177.SZ）：国内婚恋珠宝定制新势力，以唯一之名为真爱代言》和 2022 年 4 月 22 日信息更新报告《迪阿股份（301177.SZ）：2021 年经营增长亮眼，一季度受到疫情一定影响》等。

2.2.13、珀莱雅：大单品逻辑持续检验，2022Q1 业绩增长亮眼

珀莱雅是国货化妆品龙头。公司已形成多品类、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。2021 年公司实现营收 46.33 亿元（+23.47%）、归母净利润 5.76 亿元（+21.03%）；2022Q1 实现营收 12.54 亿元（+38.53%）、归母净利润 1.58 亿元（+44.16%），延续较高增长。我们认为，公司作为国货化妆品龙头品牌，大单品、多渠道逻辑持续检验，核心竞争力突出。

2021 年线上渠道延续高增长，大单品推动毛利率持续提升。分渠道看，2021 年公司线上、线下渠道分别实现营收 39.24 亿元（+49.5%）/6.96 亿元（-38.0%），线上延续高增长收入占比已达 85%，线下则预计受到网点调整和疫情影响；分品类看，护肤类/美容彩妆类营收同比分别+22.7%/+33.0%；分品牌看，主品牌珀莱雅营收增长稳健（+28.3%），彩棠高增长（+103.5%）。盈利能力方面，2021 年/2022 Q1 综合毛利率分别为 66.5%（+2.9pct）/67.6%（+3.2pct），受线上占比提升和大单品策略提振，毛利率保持上升趋势。费用方面，2021 年公司销售/管理/研发费用率分别为 43.0%/5.1%/1.7%，同比分别+3.1pct/-0.3pct/-0.3pct，其中销售费用增长较快主要受新品牌孵化和部分品牌重塑影响。

立足“6*N”战略巩固核心竞争力，多渠道布局持续打造大单品矩阵。公司 2022 年坚定推进“6*N”战略，巩固核心竞争力。产品端：我们预计红宝石系列、双抗系列等大单品占比持续提升，同时羽感防晒等新品放量；渠道端：天猫等传统电商渠道保持稳健，抖音&快手渠道产品结构优化带来盈利能力提升；品牌端：彩棠等品牌增长较快，2022 年有望扭亏转盈，多品牌矩阵将贡献增量。我们认为，在渠道流量变革及化妆品新规严监管背景下，公司凭借优质大单品和强渠道运营能力，有望实现逆势崛起进一步提升竞争力和市占率。

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 4 月 22 日信息更新报告《珀莱雅：大单品逻辑持续检验，2022Q1 业绩增长亮眼》等。

2.2.14、红旗连锁：一季度主营业务表现良好，门店整合调整体现成效

红旗连锁是川蜀便利店龙头，2022 年一季度实现归母净利润 1.22 亿元（-1.6%）。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 年实现营收 93.51 亿元（+3.3%）、归母净利润 4.81 亿元（-4.66%）；2022Q1 实现营收 24.41 亿元（+8.0%）、归母净利润 1.22 亿元（-1.6%），经营表现稳定。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。

主营业务经营情况向好，利润同比小幅下降主要受投资收益波动影响。公司 2022Q1 实现归母净利润 1.22 亿元，同比小幅下降主要系投资收益波动影响（报告期内投资新网银行及甘肃红旗实现净利润为 0.21 亿元，同比下降 32.6%）。若扣除这部分投资收益，公司实现归母净利润 1.01 亿元（+9.1%），主营业务经营情况整体向好。盈利能力方面，2022Q1 公司综合毛利率为 29.7%（-0.2pct），基本持平保持稳定。费用方面，2022Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 22.5%/1.2%/0.8%，同比分别-0.1pct/-0.3pct/+0.2pct，费用率也整体保持稳定。

深耕便利店行业构筑深厚竞争优势，坚持“商品+服务”差异化策略。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深筑竞争壁垒。

2021 年，公司继续以成都为中心向周边地区辐射，全年新开店 412 家，截至 2021 年末门店总数已达 3602 家，形成网络布局优势，同时计划 2022、2023 年仍保持较快的拓店速度。除门店拓展外，公司坚持“商品+服务”的差异化竞争策略，持续优化商品结构、丰富增值服务内容；结合供应链、物流体系等方面建设，逐步发展成为“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 4 月 13 日信息更新报告《红旗连锁（002697.SZ）：一季度主营业务表现良好，门店整合调整体现成效》等。

表4：本周重点推荐个股潮宏基、周大生、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		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688363.SH	华熙生物	买入	136.24	-8.13%	2.14	2.79	3.59	64	49	38
300957.SZ	贝泰妮	买入	217.10	1.45%	2.76	3.68	4.81	79	59	45
603214.SH	爱婴室	买入	17.26	-0.06%	0.81	1.02	1.23	21	17	14
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.90	0.00%	0.39	0.43	0.48	13	11	10
600612.SH	老凤祥	买入	40.13	1.01%	3.59	4.05	4.57	11	10	9
002803.SZ	吉宏股份	买入	13.17	-4.98%	0.76	1.01	1.31	17	13	10
002867.SZ	周大生	买入	14.43	1.76%	1.38	1.70	2.09	10	8	7
300896.SZ	爱美客	买入	564.00	1.62%	7.15	10.15	13.32	79	56	42
603605.SH	珀莱雅	买入	156.77	-2.96%	3.67	4.66	5.81	43	34	27
600655.SH	豫园股份	买入	8.90	-5.32%	1.11	1.25	1.40	8	7	6
600223.SH	鲁商发展	买入	9.23	-0.22%	0.65	0.80	0.97	14	12	10
002345.SZ	潮宏基	买入	4.51	7.13%	0.51	0.64	0.79	9	7	6
301177.SZ	迪阿股份	买入	70.84	-0.96%	4.02	5.20	6.50	18	14	11
601933.SH	永辉超市	买入	4.06	-1.69%	0.03	0.10	0.15	135	41	27
603708.SH	家家悦	买入	13.78	1.03%	0.40	0.60	0.77	34	23	18

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/6/24）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：自有品牌节、杭州消费券、万家 LIFE、美宜佳、抽检新规等

【自有品牌节】永辉超市自有品牌节于 6 月 22 日正式开启

6 月 20 日消息，永辉超市自有品牌节于 6 月 22 日正式开启。本次活动延续“宠粉狂欢购”的主题，集结旗下田趣、馋大狮、优颂三大主力品牌，将一直持续至 7 月 5 日。永辉超市每年举办两次自有品牌节，分别在 6 月、11 月。（来源：职业零售网）

【家家悦】家家悦集团与肥城华联商贸举行加盟合作签约仪式

6 月 20 日消息，日前家家悦与肥城市华联商贸有限公司举行加盟合作签约仪式。肥城华联商贸是一家专注于商业流通领域的区域性零售商，旗下品牌泰山华联超市现已发展至 50 家门店。（来源：职业零售网）

【山姆会员店】广西首家山姆会员店落地南宁青秀区

6月20日消息，广西首家山姆会员商店落地南宁青秀区，计划于2022年10月正式开业。（来源：未来消费 APP）

【海上盒马村】全国首家“海上盒马村”落地辽宁省庄河市

6月21日消息，日前盒马有限公司与庄河市政府举行合作框架协议签约仪式，全国首家“海上盒马村”落地辽宁省庄河市。（来源：职业零售网）

【邻几】便利店品牌“邻几”首进福建市场

6月21日，便利店品牌“邻几”在厦门举办了“20店同开庆典”，这也标志着起源安徽省的“邻几”正式开启跨省拓展新征程，首进福建市场。（来源：联商网）

【医生带货】抖音电商计划收回医务人员认证达人的带货权限

6月21日消息，抖音电商计划收回所有有进行医务人员认证的达人的带货权限，包括橱窗、直播带货和短视频带货功能。（来源：零售圈）

【盒马裁员】盒马区域业务裁员调整

6月22日消息，近日盒马区域业务调整，涉及各地方区域的采购、运营部门。上述区域的被裁业务将集中到集团总部，进行统一规划管理。（来源：职业零售网）

【杭州消费券】杭州市发放二期1.85亿元数字消费券

6月23日消息，杭州市为加快促进消费潜力释放，于6月24日20点起，发放二期1.85亿元数字消费券。（来源：联商网）

【万家 LIFE】华润万家旗下新品牌万家 LIFE 在杭州3店同开

6月23日消息，日前华润万家旗下全新品牌万家 LIFE 在杭州同时开出了3家门店。该品牌定位便利超市，专注于满足消费者一日三餐及居家生活基本所需，同时加大生鲜占比，加强热鲜食等特色食品。（来源：职业零售网）

【美宜佳】便利店品牌美宜佳全国有效门店突破28000家

6月24日消息，据便利店品牌美宜佳近日透露，截至2022年6月18日，其全国有效门店突破28000家，达到新的里程碑。（来源：职业零售网）

【K11】K11在福建首个项目落地厦门

6月24日消息，日前厦门五缘湾湿地公园 TOD 项目商业管理由 K11 全资子公司深圳新艺思商务有限公司竞得，这是福建的首个 K11 项目。（来源：联商网资讯）

【京东 MALL】武汉首座京东 Mall 计划落户武昌

6月24日消息，日前京东与武汉地铁集团达成战略合作，京东 MALL 落户武汉地铁秦园路项目，预计2023年开业。（来源：未来消费 APP）

【抽检新规】国家药监局公开《化妆品抽样检验管理办法（征求意见稿）》

6月24日，国家药监局综合司公开《化妆品抽样检验管理办法（征求意见稿）》。此次新版征求意见稿重新对化妆品抽样检验管理的计划内容、重点品类、抽样要求、抽样异常情况、样品送检等进行规定。在重点品类板块，本次征求意见稿明确将“儿

童化妆品和特殊化妆品”和“使用新原料的化妆品”加入该板块。(来源：药监局)

3.2、公司公告：科思股份、迪阿股份年度权益分派实施公告等

科思股份：2021 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 21 日公告,公司本次利润分配以方案实施前的公司总股本 1.13 亿股为基数,每 10 股派发现金红利 3 元(含税),共计派发现金红利 3386 万元。

青松股份：关于部分限售股份上市流通的提示性公告

根据公司 6 月 21 日公告,公司本次解除限售股份 1895 万股,占公司总股本的 3.67%。本次解除限售后实际可上市流通的股份数量为 1563 万股,占公司总股本的 3.03%。本次限售股份可上市流通日为 2022 年 6 月 23 日。

南极电商：关于公司实际控制人部分股权解除质押的公告

根据公司 6 月 23 日公告,公司实际控制人张玉祥先生所持有的公司部分股份解除质押,本次解除质押股份数量为 1350 万股,占其持股比例 1.96%,占公司总股本比例 0.49%。解除质押完成后,张玉祥先生累计质押本公司股份数量为 5508 万股,占其持股数量的 9.00%,占公司总股本的 2.24%。

周大生：关于控股股东部分股份解除质押的公告

根据公司 6 月 23 日公告,公司控股股东深圳市周氏投资有限公司所持有的公司部分股份解除质押,本次解除质押股份数量为 487.5 万股,占其持股比例 0.80%,占公司总股本比例 0.44%。解除质押完成后,周氏投资累计质押本公司股份数量为 8300 万股,占其持股数量的 11.98%,占公司总股本的 7.57%。

迪阿股份：2021 年年度权益分派实施公告

根据公司 6 月 23 日公告,公司本次利润分配以公司截至 2021 年 12 月 31 日总股本 4 亿股为基数,向全体股东每 10 股派发现金 20 元(含税),共计派发现金股利 8 亿元。

爱婴室：关于股权激励限制性股票回购注销实施公告

根据公司 6 月 23 日公告,公司将回购注销 102 名已获授但不符合解除限售条件的相应限制性股票合计 98.89 万股。本次限制性股票回购注销完成后,公司股份总数变更为 14.05 亿股。

银座股份：关于控股股东增持公司股份及后续增持计划的公告

根据公司 6 月 24 日公告,公司控股股东山东省商业集团有限公司于 2022 年 6 月 23 日通过上海证券交易所证券交易系统集中竞价交易方式增持了公司股份 6 万股,增持均价 4.98 元/股,占比 0.0115%。

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
6月27日	爱婴室	股票回购
6月27日	科思股份	分红
6月27日	力量钻石	股东大会召开
6月29日	中国黄金	股东大会召开
6月29日	上海家化	股东大会召开
6月29日	昊海生科	股东大会召开
6月30日	迪阿股份	分红
6月30日	孩子王	股东大会召开
7月7日	安克创新	股东大会召开
7月8日	迪阿股份	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22届CBME孕婴童展等

日期	主题	重大事项
7月6日	母婴	第22届CBME孕婴童展
7月10日	化妆品	上海国际美容美发化妆品展览会
7月15日	医美	2022美沃斯（杭州）国际医学美容大会
7月15日	消费	亿欧2022新消费大会
8月4日	消费	2022中国消费品行业CIO大会
8月9日	跨境电商	2022中国出口跨境电商博览会
8月11日	零售	2022(第六届)中国消费品+零售供应链与物流峰会
8月18日	零售	2022中国零售数字化与营销创新峰会（RDMS 2022）
9月2日	医美	中华医学会第十八次医学美容学术大会
11月24日	美妆	第60届中国（上海）国际美博会

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