

商贸零售

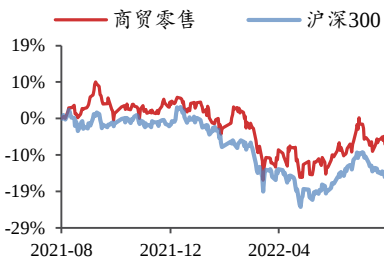
2022 年 07 月 31 日

洪九果品通过港交所聆讯，有望成为“水果第一股”

——行业周报

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

《深圳出台重磅政策，助力医美化妆品行业发展——行业点评报告》
-2022.7.27

《美妆行业强者恒强，关注夏季防晒品类需求增长——行业周报》-2022.7.24

《6月社零恢复正增长，零售消费景气度回升——行业周报》-2022.7.17

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

● 鲜果分销龙头洪九果品通过港交所聆讯，有望成为“水果第一股”

本周（7月26日），重庆洪九果品股份有限公司（以下简称“洪九果品”）正式通过港交所上市聆讯。根据灼识咨询数据，按向水果零售商销售收入口径，我国鲜果分销市场规模2017-2021年CAGR达到9.5%，2026年规模有望达到1663亿元，发展空间广阔，但行业也长期存在流通效率低、分销层次多、损耗率高和信息不对称等痛点，存在较大优化空间。竞争格局方面，我国鲜果分销市场CR5仅有3.2%，洪九果品作为第二大鲜果分销商市占率也仅1%左右，行业高度分散。目前看，行业内公司实现竞争力提升的主要方向包括供应链整合、数字化、标准化和品牌化等。洪九果品作为我国鲜果分销市场头部公司，目前已构建庞大销售网络（截至2021年底拥有销售分公司19家，可辐射近300个城市）；2021年实现营收102.8亿元、归母净利润2.9亿元。基于产业链视角看：（1）采购方面，公司在泰国、越南等核心水果品类原产地打造加工厂及当地团队，合作采摘后进行分拣包装。（2）仓储物流方面，公司打破多层级流通模式，同时自主构建供应链，优化软硬件设施。（3）销售方面，公司在国内不同区域成立销售公司，打造网格化销售体系，实现全国性覆盖及持续渗透。（4）公司自研数字化全球供应链管理系统洪九星桥亦是经营的重要基石，利用大数据分析辅助企业决策。通过深度纵向整合产业链，洪九果品稳步提升自身在鲜果分销领域的综合竞争力。

● 行业关键词：消博会、医美政策、阿里巴巴、WPLUS+、欧莱雅等

【消博会】第二届中国国际消费品博览会暨全球消费论坛开幕式在海口举行。

【医美政策】深圳出台重磅措施鼓励支持医美行业发展。

【WPLUS+】华熙生物旗下食品品牌“WPLUS+”发布新产品“5G胶原蛋白肽”。

【阿里巴巴】阿里巴巴将在港交所主板、纽交所两地双重主要上市。

【欧莱雅】欧莱雅2022年上半年营业利润同比增长25.3%。

● 板块行情回顾

本周（7月25日-7月29日），商贸零售指数报收2758.86点，下跌1.20%，跑输上证综指（本周下跌0.51%）0.69个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第23位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块涨幅最大，2022年年初至今品牌化妆品板块领先。个股方面，本周ST商城（+7.4%）、友阿股份（+6.2%）、友好集团（+4.6%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注化妆品、医美和黄金珠宝龙头公司

投资主线一（化妆品）：行业持续分化，国货化妆品龙头品牌强者恒强。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）：医美消费稳步恢复，重点推荐医美产品龙头爱美客；

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，受益标的周大福等。

● 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：鲜果分销龙头洪九果品通过港交所聆讯	6
2.1、行业动态：洪九果品通过港交所聆讯，有望成为“水果第一股”	6
2.2、投资建议：关注化妆品医美和黄金珠宝龙头	9
2.2.1、周大生：受疫情影响，2022Q2 业绩承压	10
2.2.2、潮宏基：布局数字藏品、培育钻石，彰显时尚创新品牌基因	11
2.2.3、珀莱雅：疫情等不利因素冲击下，二季度营收仍维持较好表现	11
2.2.4、华熙生物：2022H1 疫情冲击下，仍实现较快收入增长	12
2.2.5、家家悦：新店培育、商誉减值等影响业绩，2022Q1 轻舟待发	13
2.2.6、永辉超市：外部竞争环境改善，超市龙头业绩显著改善	13
2.2.7、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	14
2.2.8、老凤祥：整体经营增长稳健，深筑品牌壁垒、渠道持续扩张	14
2.2.9、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	15
2.2.10、贝泰妮：一季度业绩高增长，持续巩固敏感赛道龙头地位	16
2.2.11、爱婴室：2022Q1 营收较快增长，受华东疫情影响业绩承压	16
2.2.12、爱美客：一季度业绩延续高增长，盈利能力迈上新台阶	17
2.2.13、迪阿股份：2021 年经营增长亮眼，一季度受到疫情一定影响	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	18
3、零售行业动态追踪	19
3.1、行业关键词：消博会、医美政策、阿里巴巴、WPLUS+、欧莱雅等	19
3.2、公司公告：周大生发布 2022 年半年度业绩快报等	21
4、风险提示	23

图表目录

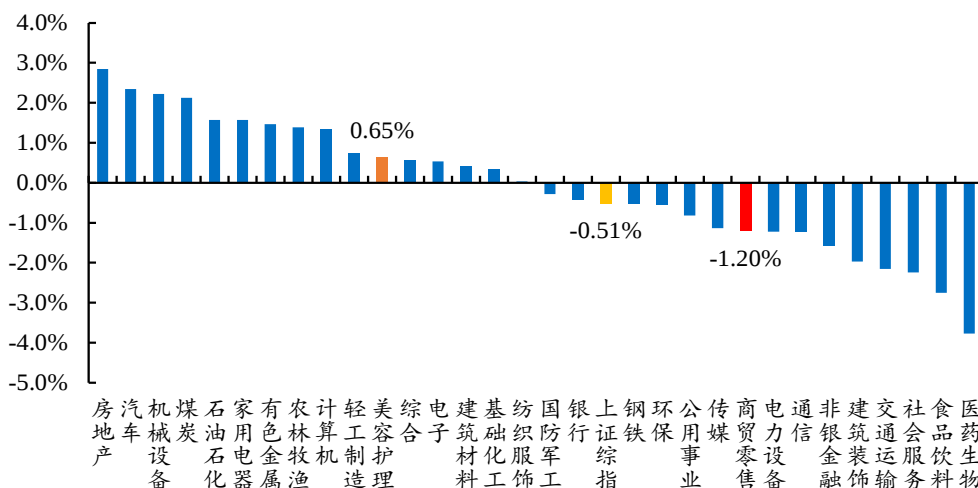
图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 23 位	4
图 2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌 1.20%	4
图 3：2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 10.57%	4
图 4：本周品牌化妆品板块涨幅最大，周涨幅为 2.72%	5
图 5：年初至今品牌化妆品板块领跑，涨幅为 3.98%	5
图 6：洪九果品通过港交所上市聆讯	6
图 7：2021 年洪九果品实现营业收入 102.8 亿元	6
图 8：预计我国鲜果分销市场规模将稳健增长	6
图 9：我国传统水果产业链存在较大优化空间	6
图 10：我国鲜果分销市场高度分散	7
图 11：我国水果行业鲜果品牌化率预计将持续提升	7
图 12：洪九果品已完成从采购端到零售端的全产业链布局	7
图 13：洪九果品约五成营收来自终端批发商	8
图 14：洪九果品前五大客户收入贡献占比逐年下降	8
图 15：洪九果品已构建海外采购网络	8
图 16：洪九果品的可视化供应链系统可高效驱动决策	8

表 1: 本周零售行业 ST 商城、友阿股份、友好集团涨幅靠前	5
表 2: 本周零售行业博士眼镜、王府井、天虹股份等跌幅靠前	5
表 3: 重点推荐潮宏基、周大生、迪阿股份、珀莱雅、贝泰妮、爱美客等	9
表 4: 本周重点推荐个股珀莱雅、潮宏基、华熙生物表现相对较好	19
表 5: 零售公司大事提醒: 关注多家公司股东大会召开等	22
表 6: 零售行业大事提醒: 关注 2022 聚美丽大会等	23

1、零售行情回顾

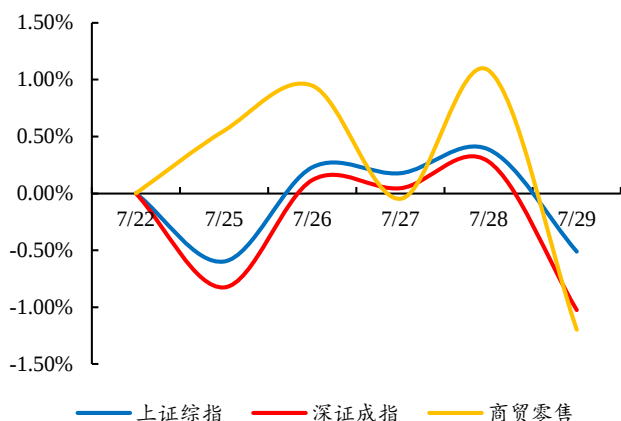
本周（7月25日-7月29日）A股上涨，零售行业指数下跌1.20%。上证综指报收3253.24点，周累计下跌0.51%；深证成指报收12266.92点，周下跌1.03%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为房地产、汽车和机械设备。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2758.86点，周跌幅为1.20%，在所有一级行业中位列第23位。2022年年初至今，零售行业指数下跌10.57%，表现略强于大盘（2022年年初至今上证综指累计下跌10.62%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第23位



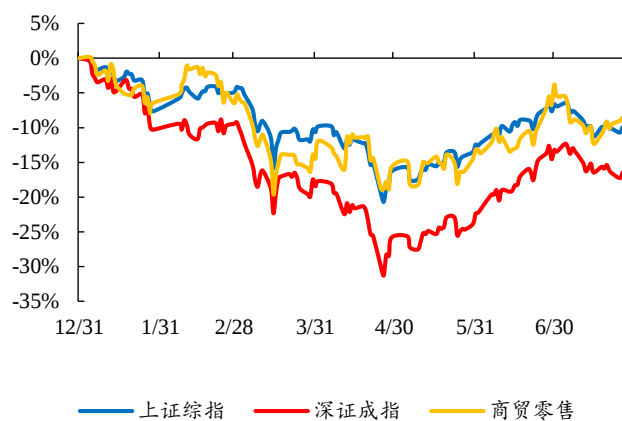
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌1.20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

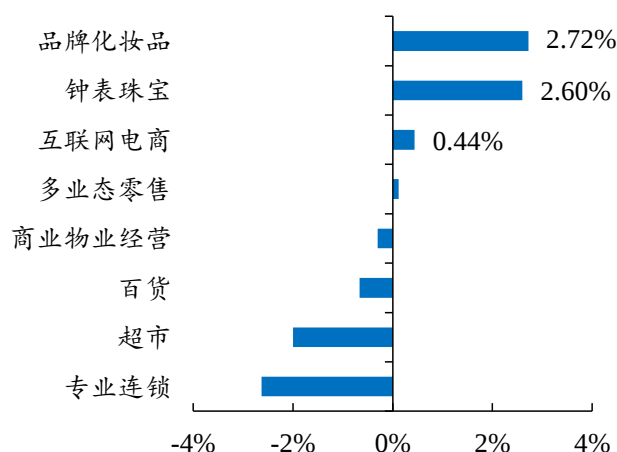
图3：2022年年初至今（商贸零售）指数下跌10.57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

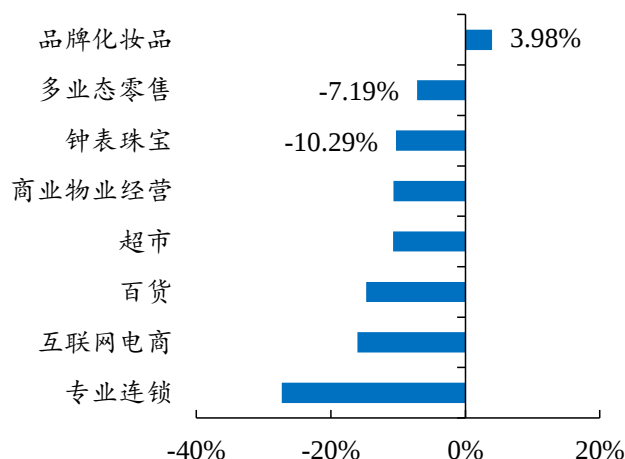
零售各细分板块中品牌化妆品板块本周涨幅最大；2022年年初至今，品牌化妆品板块领跑。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周4个子板块上涨，涨幅最大为品牌化妆品板块，周涨幅为2.72%；2022年全年来看，品牌化妆品板块年初至今累计涨幅为3.98%，在各零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周品牌化妆品板块涨幅最大，周涨幅为 2.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今品牌化妆品板块领跑，涨幅为 3.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周 ST 商城、友阿股份、友好集团涨幅靠前。本周零售行业主要 87 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 29 家公司上涨、54 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是 ST 商城、友阿股份、友好集团，周涨幅分别为 7.4%、6.2%和 4.6%。本周跌幅靠前公司为博士眼镜、王府井、天虹股份。

表1：本周零售行业 ST 商城、友阿股份、友好集团涨幅靠前

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	600306.SH	ST 商城	14.28	7.4%	1.2%	-17.9%	百货
2	002277.SZ	友阿股份	4.61	6.2%	37.1%	41.4%	百货
3	600778.SH	友好集团	6.80	4.6%	6.0%	52.5%	多业态零售
4	600858.SH	银座股份	5.46	4.2%	12.3%	5.2%	多业态零售
5	000564.SZ	ST 大集	1.03	3.0%	4.8%	-39.8%	百货
6	600838.SH	上海九百	6.94	2.7%	10.7%	6.0%	多业态零售
7	600729.SH	重庆百货	22.33	2.2%	3.0%	-1.5%	多业态零售
8	600605.SH	汇通能源	8.67	2.1%	5.1%	-7.1%	商业物业经营
9	600113.SH	浙江东日	7.26	2.1%	5.8%	11.8%	商业物业经营
10	002336.SZ	人人乐	5.93	2.1%	4.8%	18.4%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/7/29）

表2：本周零售行业博士眼镜、王府井、天虹股份等跌幅靠前

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	300622.SZ	博士眼镜	21.22	-9.9%	10.2%	-6.0%	专业连锁III
2	600859.SH	王府井	21.43	-6.0%	4.8%	-19.3%	百货
3	002419.SZ	天虹股份	6.04	-5.3%	4.8%	-1.5%	百货
4	002251.SZ	步步高	6.27	-4.6%	18.8%	-6.7%	超市
5	601933.SH	永辉超市	3.47	-4.4%	3.5%	-13.9%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/7/29）

2、零售观点：鲜果分销龙头洪九果品通过港交所聆讯

2.1、行业动态：洪九果品通过港交所聆讯，有望成为“水果第一股”

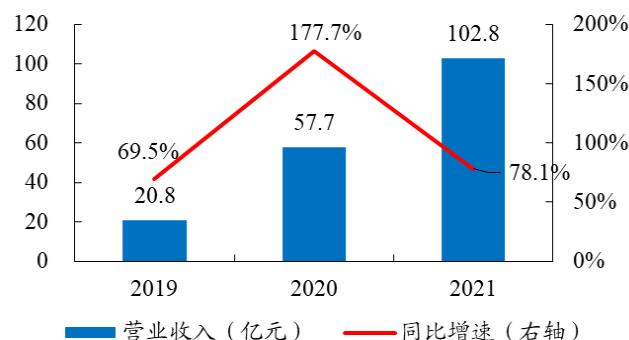
洪九果品通过港交所聆讯，有望成为“水果第一股”。本周（7月26日），重庆洪九果品股份有限公司（下简称“洪九果品”）正式通过港交所上市聆讯。近年来，我国水果行业蓬勃发展，2022年5月初，零售端龙头“百果园”再次提交上市申请，而本次通过上市聆讯的洪九果品则是分销端头部公司。洪九果品专注水果全产业链运营，已构建覆盖全国的分销网络及端到端的供应链，连接全国零售终端。截至2021年底，洪九果品拥有销售分公司19家、分拣中心60个，可辐射近300个城市；2021年实现营业收入102.8亿元，同比增长78.1%，实现归母净利润2.92亿元。

图6：洪九果品通过港交所上市聆讯



资料来源：洪九果品公司官网

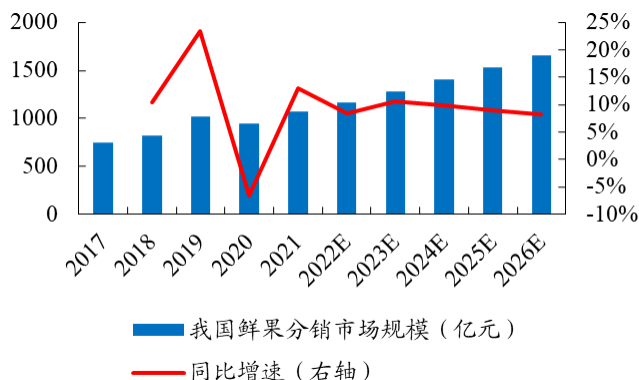
图7：2021年洪九果品实现营业收入102.8亿元



数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

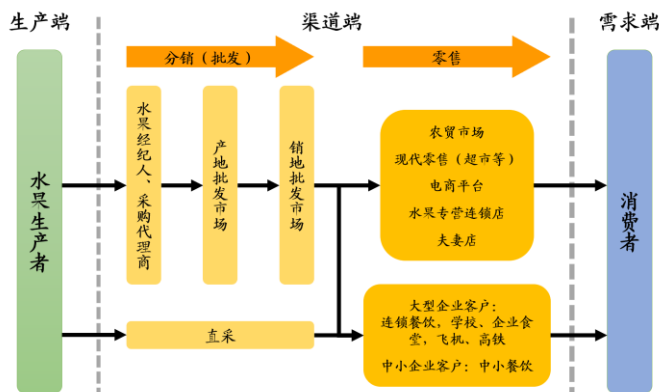
我国鲜果分销市场规模增长稳健，传统流通产业链存在较大优化空间。随着消费能力提升以及健康意识增强，我国居民对水果的消费需求也不断提高。根据灼识咨询数据，按向水果零售商销售收入口径，我国鲜果分销市场规模2017-2021年CAGR达到9.5%，2026年规模有望达到1663亿元。产业链结构方面，我国传统水果产业链主要有生产、渠道（分销、零售）和终端需求三部分。其中，渠道端分销环节存在较多痛点，一方面是环节较多导致低效率、多层次配送、高损耗率等问题；另一方面，由于产业链上下游信息不对称，多数企业难以精准满足消费需求，无法实现对消费者的有效价值传递。未来，仓储与冷链物流技术发展有望降低流通损耗率，而建立独立生产加工基地、推广集采模式等也有望帮助降本提质，提升行业利润。

图8：预计我国鲜果分销市场规模将稳健增长



数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

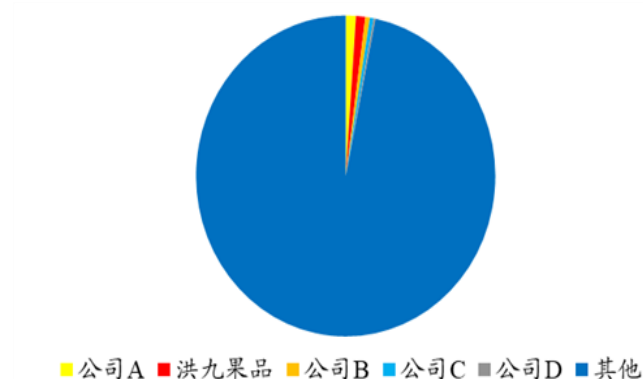
图9：我国传统水果产业链存在较大优化空间



资料来源：洪九果品、百果园招股说明书、开源证券研究所

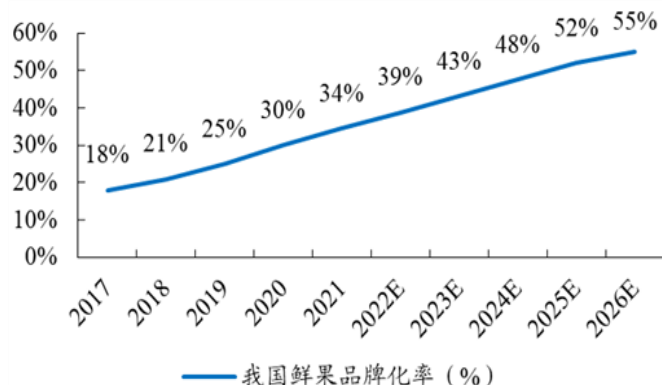
我国鲜果分销市场高度分散，供应链整合、数字化、标准化、品牌化是重要方向。根据灼识咨询数据，我国鲜果分销市场 CR5 仅有 3.2%，洪九果品作为第二大鲜果分销商市占率也仅 1% 左右，市场格局高度分散。对业内公司而言，未来在鲜果分销领域实现自身竞争力提升主要有以下方向。（1）**供应链垂直整合**：承担产业链更多环节，能够增加鲜果产品 SKU 数及质量可控性，降低损耗率。（2）**数字化转型**：数字化鲜果供应链能够提升管理、供货、周转效率，减少信息不对称，提高价格稳定性。（3）**标准化产品**：通过直采、加强品控、升级包装等措施，促进鲜果产品标准化输出，有助于增厚产品盈利、树立口碑。（4）**品牌化运营**：消费者对水果产品的消费升级趋势创造了品牌水果消费需求，提升品牌知名度及客户忠诚度是关键。

图10：我国鲜果分销市场高度分散



数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

图11：我国水果行业鲜果品牌化率预计将持续提升



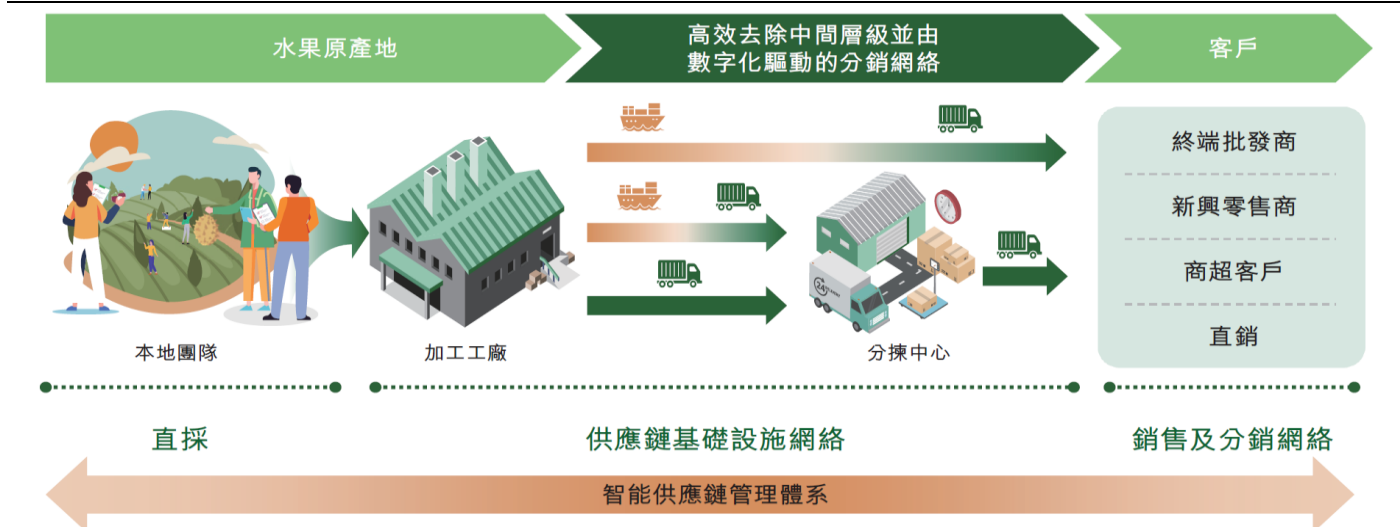
数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

洪九果品作为我国鲜果分销市场龙头，已完成从采购端到零售端的全产业链布局。

（1）**产地直采、加工处理**：公司在泰国、越南等核心水果品类原产地拥有 16 个水果加工厂及近 400 名雇员的当地团队，与当地果园合作采摘后进行水果分拣和包装。

（2）**跨越层级、构建供应链**：公司打破多层级流通模式，跨越中间层级，同时，自主构建供应链，规划配送路径、建设全链路冷链，优化物流方案。（3）**销售体系网格化**：公司在国内不同区域成立销售公司，以各销售公司为前哨打造网格化销售体系，对接不同区域的各类 B 端客户，实现全国性覆盖及持续渗透。

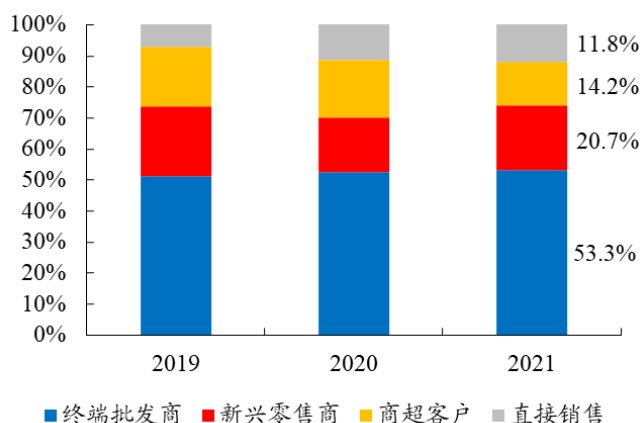
图12：洪九果品已完成从采购端到零售端的全产业链布局



资料来源：洪九果品招股说明书

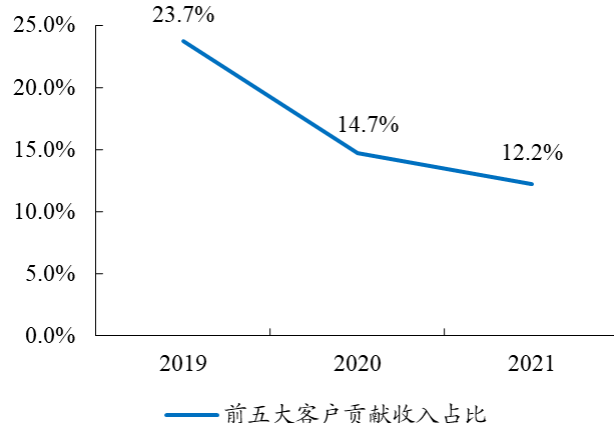
洪九果品产品组合丰富、销售渠道广泛，单一客户依赖度低。洪九果品深耕行业近 20 年，建立了以榴莲、山竹、龙眼、火龙果、樱桃、葡萄为核心共 49 种品类的水果产品组合，是我国最大的自有品牌鲜果分销商和东南亚进口鲜果分销商。公司核心水果产品贡献收入占比达 50% 以上，其中榴莲超过 30%，而以上这些水果也是我国主要的进口水果品类。公司分销渠道由终端批发商、新兴零售商、商超、和直销档口构成，2021 年各类客户数量分别为 1076/111/124/186 个，其中，终端批发商贡献了一半左右营收。公司不依赖任何单一或少数客户，单一客户收入占营收比例均不超过 3.8%。2021 年，洪九果品前五大客户贡献收入 12.42 亿元，占比 12.2%。

图13：洪九果品约五成营收来自终端批发商



数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

图14：洪九果品前五大客户收入贡献占比逐年下降



数据来源：洪九果品招股说明书、开源证券研究所

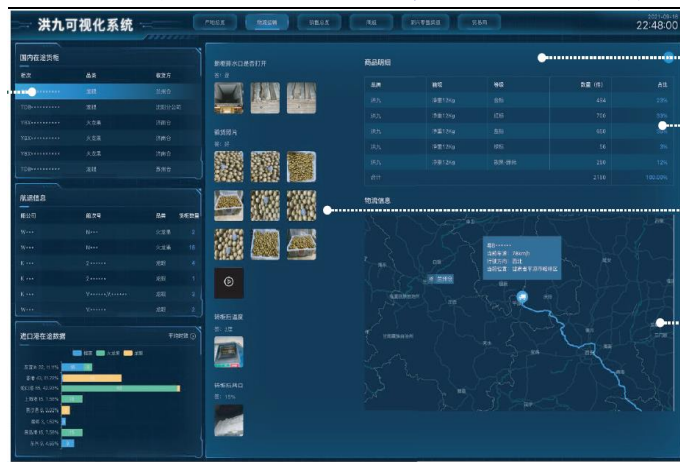
洪九果品持续聚焦品牌力，以数字化系统赋能供应链以及终端销售网络。立足当下经营与未来行业趋势，洪九果品明确了自身优势及发展战略。(1) 打造水果品牌组合提升品牌力：截至 2021 年，公司立足海内外采购网络推出 18 个自有品牌，全年自有品牌销售占比 73%，远超 34% 的行业平均水平，未来持续开发新水果品类对提升品牌力也有重要意义。(2) 供应链建设：公司已建立完备供应链体系，配备仓储物流基础设施，能基于数字化能力进行上下游管理，确保产品供销稳定。(3) 销售网络扩张：公司目前已拥有 19 家销售公司，能辐射 300+ 城市，未来还将继续以销售公司形式扩张网络。(4) 数字化能力：公司自研数字化全球供应链管理系统洪九星桥，实现了采、运、销全业务链集成管控，利用大数据分析辅助企业决策。

图15：洪九果品已构建海外采购网络



资料来源：洪九果品招股说明书

图16：洪九果品的可视化供应链系统可高效驱动决策



资料来源：洪九果品招股说明书

2.2、投资建议：关注化妆品医美和黄金珠宝龙头

投资主线 1：行业持续分化，国货化妆品龙头品牌马太效应凸显。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验证的重要行业逻辑。上半年疫情压力下，化妆品头部国货品牌方仍实现较好表现，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（拟推出股权激励计划）、贝泰妮（淘外渠道发力、关注新品牌 AOXMED）、华熙生物、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：监管疏堵结合规范行业发展，关注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叠加暑期医美消费小高峰，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），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，表现有望优于行业整体，重点推荐潮宏基、周大生和迪阿股份，受益标的周大福。（2）关注超市企业经营情况边际改善：部分线上竞争业态战略调整缓解外部竞争压力，疫情囤货需求和长期通胀因素也均利好超市同店销售增长，重点推荐行业龙头永辉超市、家家悦和红旗连锁。

表3：重点推荐潮宏基、周大生、迪阿股份、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	2022Q1 实现营收 272.43 亿元（+3.5%），归母净利润 5.02 亿元； 2022H1 预计实现归母净利润-1.2 亿元，同比减亏 9.6 亿元。 超市行业龙头，外部竞争环境改善，自身供应链和数字化建设逐渐凸显成效。
603708.SH	家家悦	超市	2022Q1 实现营收 51.08 亿元（+8.3%），归母净利润 1.31 亿元（-1.9%）。 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	2022Q1 实现营收 12.53 亿元（+11.9%），归母净利润 0.95 亿元（-9.4%）。 公司产品端以优质时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟门店提速扩张，同时以子品牌布局培育钻石赛道，有望持续成长。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2022Q1 实现营收 27.54 亿元（+138.1%），归母净利润 2.90 亿元（+23.3%）； 2022H1 预计实现营收 50.98 亿元（+82.8%）、归母净利润 5.85 亿元（-4.1%）。 公司短期业绩受疫情影响承压，但品牌竞争力加强，渠道端推进省代模式，叠加产品矩阵完善，有望显著受益疫后珠宝消费回暖。
600223.SH	鲁商发展	化妆品	2022Q1 实现营收 14.82 亿元（-13.1%）、归母净利润 0.66 亿元（-22.7%）； 2022H1，化妆品板块预计实现收入 10.01 亿元（+61%）。 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。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2022Q1 实现营收 12.54 亿元（+38.5%）、归母净利润 1.58 亿元（+44.2%）； 2022Q2 预计实现营收 12.7 亿元-13.7 亿元（+25%~+35%），归母净利润 1.3 亿元-1.4 亿元（+15%~+22%）。 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，拟推出股权激励计划，夯实公司持续增长基础。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	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	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	2022Q1 实现营收 12.55 亿元 (+61.6%)、归母净利润 2.00 亿元 (+31.1%)； 2022H1 预计实现营收 29.36 亿元 (+51.6%)、归母净利润 4.70 亿元 (+30.5%)。 公司是全球透明质酸产业龙头，“原料+终端”布局优势突出，功能性护肤品业务表现优异，四轮驱动稳步推进。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	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	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	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，提速展店驱动持续成长。
300896.SZ	爱美客	医美	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	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	2022Q1 营收 12.21 亿元 (+12.6%)，归母净利润 3.76 亿元 (+16.8%)。 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驱动持续成长。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、周大生：受疫情影响，2022Q2 业绩承压

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2022Q2 受疫情影响业绩承压。公司近期发布业绩快报：2022 年上半年实现营收 50.98 亿元 (+82.8%)、归母净利润 5.85 亿元 (-4.1%)；单 2022Q2 营收 23.44 亿元 (+43.6%)、归母净利润 2.95 亿元 (-21.2%)。我们认为，公司短期业绩受疫情影响承压，但品牌竞争力加强，渠道端推进省代模式，叠加产品矩阵完善，有望显著受益疫后珠宝消费回暖。

面对疫情等外部环境挑战，公司保持整体经营业绩基本稳定。分渠道看，公司 2022 年上半年自营线下/自营线上/加盟业务分别实现收入 5.67/ 6.04/38.03 亿元，同比增速分别为-12.3%/+38.9%/+140.4%。其中，自营线下渠道下滑主要系华东等地疫情导致部分线下门店经营受影响所致；线上业务则继续保持良好增长；加盟业务大幅增长主要系引入省级服务中心展销方式向加盟商批发供货，带动黄金产品销售收入同比增长所致。盈利能力方面，2022H1 公司实现营业毛利 11.3 亿元，同比增长 0.1%，毛利率为 22.2%，同比下降 18.3pct，下降主要由于低毛利率的黄金销售收入占比提高所带来的收入结构变化所致。

稳步推进渠道拓展、打造黄金产品体系，品牌价值获得市场认可。渠道：2022Q1/Q2 公司净增门店 2/21 家，2022 年上半年末门店总数达 4525 家，下半年随着疫情缓和，扩店速度有望提升；此外公司继续推进省代模式，加速组织变革，强化激励机制，

激发渠道发展活力。**产品**：确立以黄金产品为主力产品、镶嵌产品为核心产品的战略方向，加强黄金产品体系开发，发布“非凡国潮”系列文创 IP 新品，并携手《国家宝藏》推出“中国国宝艺术典藏金品”，在终端市场受到消费者广泛认可。**品牌**：2022 年度《中国 500 最具价值品牌》榜单中，周大生凭借 758.85 亿元品牌价值，稳居珠宝行业前二，彰显强劲品牌势能。

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 7 月 30 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：受疫情影响，2022Q2 业绩承压》等。

2.2.2、潮宏基：布局数字藏品、培育钻石，彰显时尚创新品牌基因

潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，锁定都市年轻女性，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%)。7 月 23 日，公司推出数字藏品“花丝风雨桥”，融合传统工艺与现代科技，开售后迅速售罄；结合近期公司培育钻石新品类布局和多样化创新营销出圈，彰显潮宏基品牌深厚工艺底蕴和时尚创新基因，综合竞争力凸显。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。

公司时尚创新品牌基因凸显，数字藏品、培育钻石、营销出圈表现亮眼。(1) 数字藏品：7 月 23 日，公司在阿里资产平台推出数字藏品“花丝风雨桥”，限量 1000 份首开即罄；该藏品实物原型由潮宏基联合花丝传承镶嵌大师姚迎春等完成，采用 AI 技术生成 3D 效果，创新性演绎非遗花丝工艺。(2) 培育钻石：5 月底公司通过子品牌 VENTI 布局培育钻石赛道，敏锐洞察市场机会，大胆布局潜力新兴品类；目前 VENTI 已在天猫旗舰店上架 12 款富有设计师风格的培育钻石首饰，后续也计划在线下门店逐步铺开。(3) 创新营销出圈：5 月公司打造业内首场元宇宙发布会，直播观看量超 100 万；6 月在西安结合传统“五行”元素开出主题快闪店，并于大雁塔地铁站打造花丝文化长廊。

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) 终端回暖：受益疫情缓和、前期受影响需求逐步释放，公司终端门店销售稳步恢复，三季度有望延续较高景气；(2) 渠道扩张：公司通过加盟模式加快渠道布局，2022 年上半年稳步开店，全年有望实现较大规模门店净增长；(3) 品牌提升：通过元宇宙直播、快闪店等形式出圈，配合优质产品矩阵强化东方时尚品牌形象。长期看，公司围绕都市女性消费者，打造东方时尚的差异化品牌形象，既是古典“非遗花丝”工艺的传承、发扬者，亦是时尚风格、新兴消费的探索者，珠宝主业发力加盟扩张奠定高成长基础，培育钻石等潜力品类布局锦上添花。

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 7 月 27 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：布局数字藏品、培育钻石，彰显时尚创新品牌基因》等。

2.2.3、珀莱雅：疫情等不利因素冲击下，二季度营收仍维持较好表现

珀莱雅是国货化妆品龙头。公司近年来产品持续升级、渠道运营优秀，核心竞争力突出。公司近期公布 2022Q2 主要经营数据：2022Q2 预计实现营业收入 12.7 亿元-13.7 亿元(同比增长 25%-35%)，实现归母净利润 1.3 亿元-1.4 亿元(同比增长 15%-22%)。我们认为，公司作为国货化妆品龙头品牌，618 各平台表现良好，“大单品+多渠道”

逻辑持续验证。

主品牌珀莱雅 618 多平台霸榜，第二梯队品牌亦表现亮眼。从营收端看，在疫情等不利因素冲击下，公司二季度营收仍维持较好表现，我们预计主要系 618 期间各品牌销售均取得较快增长：（1）主品牌珀莱雅 GMV 在天猫美妆国货榜单、抖音美妆国货榜单和京东美妆国货榜单均排名第一，且天猫渠道大单品占比已超越 2021 年双十一水平（约 70%），大单品逻辑持续印证；（2）第二梯队品牌彩棠天猫、抖音均有亮眼表现，并首次跻身天猫彩妆榜前十。

核心竞争力持续提升有望实现“强者恒强”，员工激励计划夯实公司增长基础。公司围绕“6*N”战略持续提升核心竞争力。产品端：双抗系列、源力系列、红宝石系列等大单品魅力不减，新品双白瓶美白精华布局美白赛道亦有望贡献增量；品牌端：第二梯队品牌建设持续推进，彩棠 2022 年有望扭亏、油皮护肤品牌“悦芙媿”和高端头皮养护品牌“Off&Relax”也正逐渐成形，公司品牌矩阵已覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等领域，未来有望进一步打开成长空间。渠道端：传统电商渠道维持稳健，抖音第二账号（主推大单品）有望推动产品结构优化，提升盈利能力。整体看公司核心竞争力持续提升，有望实现“强者恒强”。此外公司 7 月初推出限制性股票激励计划，有望调动员工积极性，进一步夯实增长基础。

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 7 月 22 日信息更新报告《珀莱雅：疫情等不利因素冲击下，二季度营收仍维持较好表现》等。

2.2.4、华熙生物：2022H1 疫情冲击下，仍实现较快收入增长

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，2022H1 营收+51.6%、归母净利润+30.5%。公司公布业绩快报：2022H1 实现营收 29.36 亿元（+51.6%）、归母净利润 4.70 亿元（+30.5%），保持较快增长。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，功能性护肤品业务表现优异，四轮驱动稳步推进。

功能性护肤品延续高增长态势，精细化运营推动公司盈利能力改善。分业务看，上半年公司功能性护肤品业务延续高增长态势，同比增长超 75%，618 期间夸迪、润百颜、米蓓尔、肌活全渠道 GMV 分别达到 3.63 亿元（同比+156%）/3.56 亿元/1.55 亿元（+199%）/1.2 亿元，四大品牌均有亮眼增长；疫情影响下，原料业务稳步增长（同比+10%）、医疗终端业务基本持平；功能性食品业务则在低基数下实现大幅增长。盈利能力方面，公司在持续加大研发、品牌建设、组织升级、新业务布局等战略性投入同时，通过加强运营管控逐渐步入精细化运营阶段，营业利润增速与营收增速差距环比一季度已有缩窄，盈利能力稳步改善。

四轮驱动稳步推进，进军胶原蛋白持续加强核心竞争力。（1）原料业务：公司原料业务拥有较强壁垒和较高市占率，2022 年上半年已有两款新化妆品原料完成备案。（2）医疗终端业务：公司“注射用透明质酸钠复合溶液”启动临床注册研究，获批后将进一步深化“面部年轻化”产品体系构建。（3）功能性护肤品：品牌方面，四大品牌定位明晰、品牌建设成效初显；产品方面，大单品矩阵逐渐成形，并向更多产品系列扩展；此外，科技力支撑公司产品创新能力持续彰显，未来有望延续亮眼增长。（4）功能性食品：以美容、关节和睡眠健康为主要方向持续发力，有望打开新空间。此外，公司收购益而康 51%股权进军胶原蛋白，丰富管线同时有望实现协同，核心竞争力持续加强。

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 7 月 21 日信息更新报告《华熙生物（688363.SH）：2022H1 疫情冲击下，仍实现较快收入增长》等。

2.2.5、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 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。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。

2.2.6、永辉超市：外部竞争环境改善，超市龙头业绩显著改善

公司是全国超市龙头，2022 年以来经营业绩显著改善。公司是全国性布局的超市龙头企业，2022Q1 实现营收 272.43 亿元（+3.5%），归母净利润 5.02 亿元（+2053.5%），回归增长轨道。根据公司业绩预告：2022 年上半年预计实现归母净利润 1.2 亿元，同比减亏 9.6 亿元，上半年仍然小幅亏损主要原因是公司所持有金融资产在二级市场公允价值持续下跌，预计金额为税前 4.4 亿元。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。

2.2.7、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%)。近期公司发布生物医药板块 2022H1 经营简报：2022 年 1-6 月，化妆品板块实现收入 10.01 亿元 (+61%)；原材料及添加剂板块实现收入 1.59 亿元 (+11%)。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。

2.2.8、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，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 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。

2.2.9、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 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。

2.2.10、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 2022Q1 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。

2.2.11、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。

2.2.12、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 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。

2.2.13、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，公司铆定“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 年公司计划新开店 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。

2.2.14、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：本周重点推荐个股珀莱雅、潮宏基、华熙生物表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688363.SH	华熙生物	买入	159.23	5.55%	2.14	2.79	3.59	74	57	44
300957.SZ	贝泰妮	买入	194.08	-3.49%	2.76	3.68	4.81	70	53	40
603214.SH	爱婴室	买入	17.68	-0.34%	0.81	1.02	1.23	22	17	14
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.87	-0.81%	0.39	0.43	0.48	12	11	10
600612.SH	老凤祥	买入	38.13	-1.52%	3.59	4.05	4.57	11	9	8
002803.SZ	吉宏股份	买入	12.02	-2.20%	0.76	1.01	1.31	16	12	9
002867.SZ	周大生	买入	13.85	-1.07%	1.26	1.51	1.86	11	9	7
300896.SZ	爱美客	买入	586.00	-2.20%	7.15	10.15	13.32	82	58	44
603605.SH	珀莱雅	买入	176.26	6.05%	2.62	3.33	4.15	67	53	42
600655.SH	豫园股份	买入	8.35	0.60%	1.11	1.25	1.40	8	7	6
600223.SH	鲁商发展	买入	9.50	2.93%	0.65	0.80	0.97	15	12	10
002345.SZ	潮宏基	买入	4.70	5.62%	0.45	0.56	0.68	10	8	7
301177.SZ	迪阿股份	买入	59.33	-4.61%	4.02	5.20	6.50	15	11	9
601933.SH	永辉超市	买入	3.47	-4.41%	0.03	0.10	0.15	116	35	23
603708.SH	家家悦	买入	12.20	-1.29%	0.40	0.60	0.77	31	20	16

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/7/29）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：消博会、医美政策、阿里巴巴、WPLUS+、欧莱雅等

【进口消费】京东发布《2022 年进口消费趋势报告》

7 月 25 日消息，京东消费及产业发展研究院发布《2022 年进口消费趋势报告》。报告显示，2022 年上半年进口品牌商品 SKU 数量同比增长 51%。2022 年 618 期间，京东国际超 400 个品牌成交额同比增长超过 100%，近 100 个细分类目成交额同比增长超过 100%。（来源：亿邦动力）

【化妆品原料】霍尼韦尔、丝而得各自完成一个新化妆品原料备案

7 月 25 日消息，近日霍尼韦尔的“反式-1-氯-3,3,3-三氟丙烯”、丝而得公司的“聚硅氧烷季铵盐-20”均完成化妆品原料备案并进入监测期。（来源：青眼资讯）

【消博会】第二届中国国际消费品博览会暨全球消费论坛开幕式在海口举行

7 月 25 日，第二届中国国际消费品博览会暨全球消费论坛开幕式在海口举行。本届消费品博览会以“共享开放机遇、共创美好生活”为主题，将有 600 多个全球新品首发首秀。（来源：海南新闻联播）

【罗森】罗森在中国店铺数量已突破 5000 家

7 月 25 日，罗森在中国店铺数已突破 5000 家。（来源：职业零售网）

【合成生物学】华东合成生物学产业技术研究院揭牌

7 月 25 日，由华东医药全资子公司中美华东、杭州市拱墅区人民政府、浙江工业大

学三方共同组建的华东合成生物学产业技术研究院揭牌仪式在华东医药生命科学产业园正式举行。(来源: 医与美产业笔记)

【医美政策】深圳出台重磅措施鼓励支持医美行业发展

7月26日, 深圳印发《促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》。《措施》指出要支持电子类医疗美容产品, 积极发展医美用医疗器械; 支持生物类医疗美容产品, 积极发展医美药品; 支持医疗美容服务行业, 积极建设合规医美机构。(来源: 深圳发改委)

【阿里巴巴】阿里巴巴将在港交所主板、纽交所两地双重主要上市

7月26日, 阿里巴巴集团发布公告称: 董事会已授权集团向港交所提交申请, 将新增香港为双重主要上市地。在港交所完成审核程序后, 阿里将在港交所主板及纽交所两地双重主要上市。(来源: 职业零售网)

【WPLUS+】华熙生物旗下食品品牌“WPLUS+”发布新产品“5G 胶原蛋白肽”

7月26日消息, 华熙生物旗下新科技食品品牌“WPLUS+”宣布, 新品“5G 胶原蛋白肽”将于2022年8月上线熙选商城(来源: 青眼资讯)

【LVMH】LVMH2022年上半年集团净利润+23%

7月26日, LVMH发布2022年上半年财报, 报告期内公司实现收入367.3亿欧元, 同比增长28%; 实现净利润65.3亿欧元, 同比增长23%。(来源: 青眼资讯)

【阿里巴巴】阿里巴巴2022财年归母净利润同比下滑58.8%

7月26日, 阿里巴巴发布2022财年年报, 公司2022财年营业收入为8530.6亿元, 同比增长18.9%; 归属母公司净利润为619.6亿元, 同比下滑58.8%。截至2022年3月31日的财政年度中, 阿里巴巴生态体系GMV为83170亿元, 其中面向中国消费者业务产生的GMV为79760亿元, 国际市场占540亿美元。(来源: 未来消费APP)

【网络零售】《2022年网络零售TOP100》发布, 京东、阿里位居前二

7月27日, 中国连锁经营协会和德勤中国联合发布了《2022年网络零售TOP100》。其中, 京东、阿里位居一、二位, 苏宁、唯品会、小米位居3-5位。5-10位分别是, 汇通达、国美、海尔、美的、高鑫零售。(来源: CCFA)

【巨子生物】百洋医药将与巨子生物展开深度合作

7月28日消息, 日前百洋医药宣布与巨子生物签署深化战略合作协议。双方将进一步深化类人胶原蛋白领导品牌“可复美”的线下渠道商业化合作。(来源: 医与美产业笔记)

【每日优鲜】每日优鲜调整前置仓业务

7月28日, 每日优鲜多地首页出现服务变更通知, 由原本支持30分钟达改为支持次日达。公司表示对前置仓业务进行调整, 其他业务不受影响。(来源: 未来消费APP)

【欧莱雅】欧莱雅2022年上半年营业利润同比增长25.3%

7月29日, 欧莱雅集团发布2022年上半年财报, 集团实现销售额183.66亿欧元, 同比增长13.5%, 营业利润37.46亿欧元, 同比增长25.3%。(来源: 聚美丽)

3.2、公司公告：周大生发布 2022 年半年度业绩快报等

银座股份：关于持股 5%以上股东及其一致行动人减持比例达 1%的提示性公告

根据公司 7 月 26 日公告，截至公告日，公司股东中兆投资累计减持公司股份 520 万股，占总股本 1.00%，减持后其与其一致行动人共持股 6.31%。

金发拉比：关于持股 5%以上股东减持股份比例达到 1%的提示性公告

根据公司 7 月 26 日公告，截至公告日，公司股东林浩亮先生和林若文女士累计减持公司股份 586 万股，占总股本 1.66%，减持后二者共持股 55.59%。

丽尚国潮：关于持股 5%以上股东权益变动超过 1%的提示性公告

根据公司 7 月 26 日公告，截至公告日，公司股东红楼集团累计减持公司股份 1394 万股，占总股本 1.80%，减持后持股 23.41%，其一致行动人持股 7.06%。

吉宏股份：关于股东减持公司股份超过 1%的公告

根据公司 7 月 27 日公告，截至公告日，公司股东西藏永悦累计减持公司股份 537 万股，占总股本 1.42%，减持后持股 2.44%。

步步高：关于控股股东部分股份解除质押的公告

根据公司 7 月 27 日公告，公司股东步步高集团持有部分公司股份被解质，本次解质股份 1698 万股，占其持股 5.62%，占公司总股本 1.97%。解质完成后，步步高集团累计质押公司股份 21.96%。

银座股份：关于持股 5%以上股东及其一致行动人减持比例达 1%的提示性公告

根据公司 7 月 28 日公告，截至公告日，公司股东中兆投资累计减持公司股份 520 万股，占总股本 1.00%，减持后其与其一致行动人共计持股 5.31%。

海宁皮城：关于全资子公司参与投资设立杭州红杉晟恒股权投资合伙企业的公告

根据公司 7 月 28 日公告，公司全资子公司近日与红杉资本、红杉坤鹏签订合伙协议，拟出资 2 亿元共同设立红杉基金。

步步高：关于控股股东部分股份质押的公告

根据公司 7 月 28 日公告，公司股东步步高集团所持部分公司股份被质押，本次质押股份 1698 万股，占其持股 5.62%，占公司总股本 1.97%。质押完成后，步步高集团累计质押公司股份 68.38%。

中国中免：2022 年半年度业绩快报

根据公司 7 月 28 日公告，公司发布 2022 年半年度业绩快报：2022 年上半年公司实现营业收入 277 万元，同比下滑 22.17%；归母净利润 39 万元，同比下滑 26.49%，基本每股收益 2.02 元/股。

青松股份：2022 年半年度业绩预告

根据公司 7 月 29 日，公司发布 2022 年半年度业绩预告：2022 年上半年公司实现营收 13.5-14.5 亿元，同比下滑 24.11-29.34%；归母净利润 1.3-1.7 亿元，同比下滑 171.97-194.12%。

周大生：2022 年半年度业绩快报

根据公司 7 月 29 日，公司发布 2022 年半年度业绩快报：2022 年上半年公司实现营收 50.98 亿元，同比增长 82.79%；归母净利润 5.85 亿元，同比下滑 4.07%，基本每股收益 0.54 元/股。

吉宏股份：关于西藏永悦诗超企业管理有限公司提前解除质押的公告

根据公司 7 月 29 日公告，公司股东西藏永悦持有部分公司股份被办理提前解质，本次解质股份 829 万股，占其持股 89.82%，占公司总股本 2.19%。办理完成后，西藏永悦不再质押公司股本。

黄河旋风：澄清公告

根据公司 7 月 29 日公告，公司 CVD 培育钻石制作方法和第三代半导体的开发技术尚处于研发阶段，未形成产业化，未来是否形成产业化尚存在不确定性因素。

昊海生科：2022 年半年度业绩预告

根据公司 7 月 30 日，公司发布 2022 年半年度业绩预告：2022 年上半年公司预计实现归母净利润 6500-7800 万元，同比下滑 66.24%-71.86%。

天音控股：2022 年半年度报告

根据公司 7 月 30 日，公司发布 2022 年半年度报告：2022 年上半年公司实现营收 379.46 亿元，同比增加 1.04%；归母净利润 0.58 亿元，同比下滑 33.09%，基本每股收益 0.057 元/股。

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
8 月 1 日	百联股份	股东大会召开
8 月 1 日	朗姿股份	股东大会召开
8 月 2 日	博士眼镜	股东大会召开
8 月 3 日	重庆百货	股东大会召开
8 月 5 日	老凤祥	分红
8 月 10 日	华东医药	中报预计披露日期
8 月 10 日	水羊股份	股东大会召开
8 月 11 日	ST 易购	股东大会召开
8 月 11 日	中国中免	股东大会召开
8 月 12 日	红旗连锁	中报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注 2022 聚美丽大会等

日期	主题	重大事项
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（宁波）出口跨境电商博览会
8月11日	零售	202 中国消费品+零售供应链与物流峰会
8月16日	美妆	2022 聚美丽大会
8月17日	零售	2022 中国便利店大会
8月18日	零售	2022 中国零售数字化与营销创新峰会（RDMS 2022）
8月18日	母婴	第八届母婴生态大会
8月20日	消费	2022 新消费品牌增长峰会
8月25日	零售	未来零售与客户体验创新峰会
9月2日	医美	中华医学会第十八次医学美容学术大会

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、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R3（中风险），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C3、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C3、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