

商贸零售

2022年11月13日

双十一电商大促落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼

——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

《巨子生物港股上市，关注重组胶原蛋白赛道—行业周报》-2022.11.6

《受疫情等因素影响，零售企业三季度业绩仍承压—行业周报》-2022.10.30

《9月社零同比+2.5%，疫情影响下复苏步伐放缓—行业点评报告》-2022.10.24

黄泽鹏（分析师）

huangzeping@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

● 2022年双十一电商大促落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼

本周（11月11日），2022年双十一电商大促正式落幕：10月31日-11月11日双十一全网成交总额达11154亿元，较2021年增长13.7%，规模已超万亿元。分平台看：天猫官方表示双11期间整体交易规模与2021年持平；京东官方则宣称“京东11.11全球热爱季”销售表现超越行业增速，创造新纪录；抖音电商在活动期间，7667个直播间销售额超过百万元，货架电商带动日均销量同比增长156%。再看细分品类：（1）珠宝类跻身天猫“新四大金刚”，增长良好；其中，周大生品牌表现亮眼，全渠道销售额超过9.4亿元，同比增长80%+。年轻一代也正逐渐成为珠宝品类重要消费客群，我们认为，原因一方面在于通胀环境下，黄金保值增值属性凸显，另一方面则是工艺革新显著提高黄金产品颜值，赢得年轻客群青睐。（2）个护美妆品类表现稳健，品牌全网排名较2021年持平。头部国货品牌面对国际大牌加大促销压力下，综合排名持续进步，国货崛起势不可挡。其中，珀莱雅主品牌在天猫、抖音、京东平台均取得三位数以上增长；旗下彩棠等第二梯队品牌也均取得亮眼成绩。贝泰妮主品牌薇诺娜在多平台排名靠前，旗下薇诺娜宝贝也取得天猫婴童护肤品牌TOP4好成绩。综合本轮双11小结，GMV或已不再是各大平台首要目标，用户粘性、社会价值等方面开始被更多提及，对线上零售商而言，正品保证、种类齐全以及购物的全环节体验都将是重要抓手。

● 行业关键词：菲欧曼、资生堂、京东新百货、抖音双11、可复美等

【菲欧曼】菲欧曼三款特许药械进驻博鳌乐城医疗机构。

【资生堂】资生堂2022财年前三季度营收同比增长4.7%。

【京东新百货】2022年双11，京东新百货共有589个品类销售增长超100%。

【抖音双11】抖音双11货架电商带动日均销量增长156%。

【可复美】2022年双十一期间可复美全渠道GMV增长超130%。

● 板块行情回顾

本周（11月7日-11月11日），商贸零售指数报收2727.71点，上涨0.79%，跑赢上证综指（本周上涨0.54%）0.25个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第18位。零售各细分板块中，本周百货板块涨幅最大，2022年年初至今互联网电商板块相对领先。个股方面，本周ST大集（+27.6%）、ST易购（+13.3%）、人人乐（+10.5%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注高景气赛道优质公司

投资主线一（化妆品）：国货化妆品龙头品牌强者恒强，重点推荐珀莱雅、华熙生物、贝泰妮，受益标的科思股份等；

投资主线二（医美）：医美消费逐步恢复，重点推荐医美产品龙头爱美客；

投资主线三（珠宝钻石）：黄金珠宝消费回暖，关注头部品牌布局培育钻石赛道，重点推荐周大福、潮宏基、周大生、迪阿股份，受益标的中国黄金等。

● 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：双十一落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼.....	6
2.1、 行业动态：2022 年双十一大促落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼.....	6
2.2、 投资建议：关注高景气赛道优质公司.....	8
2.2.1、 华熙生物：2022Q3 营收同比+29%，关注护肤品业务双十一表现.....	9
2.2.2、 周大生：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善.....	10
2.2.3、 迪阿股份：三季度经营业绩降幅收窄，渠道规模仍逆势扩张.....	11
2.2.4、 鲁商发展：2022Q3 利润端承压，化妆品板块延续较快增长.....	11
2.2.5、 老凤祥：三季度经营业绩稳健增长，彰显龙头品牌强劲韧性.....	12
2.2.6、 豫园股份：珠宝时尚业务增长稳健，持续推进消费产业布局.....	12
2.2.7、 珀莱雅：2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高.....	13
2.2.8、 潮宏基：三季度经营业绩回归正增长，培育钻石布局进展顺利.....	14
2.2.9、 家家悦：三季度经营业绩增长良好，山东省外地区培育顺利.....	14
2.2.10、 爱婴室：2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比实现扭亏.....	15
2.2.11、 爱美客：2022Q3 营收同比+55%延续高增长，毛利率创下新高.....	15
2.2.12、 贝泰妮：2022Q3 营收保持稳健增长，关注双十一大促表现.....	16
2.2.13、 红旗连锁：2022Q3 营收表现亮眼，主营业务净利润增长良好.....	17
2.2.14、 周大福：珠宝龙头品牌积淀深厚，FY2023Q2 门店扩张速度亮眼.....	17
3、 零售行业动态追踪.....	18
3.1、 行业关键词：菲欧曼、资生堂、京东新百货、抖音双 11、可复美等.....	18
3.2、 公司公告：孩子王首次公开发行业部分战略配售股份上市流通等.....	20
4、 风险提示.....	22

图表目录

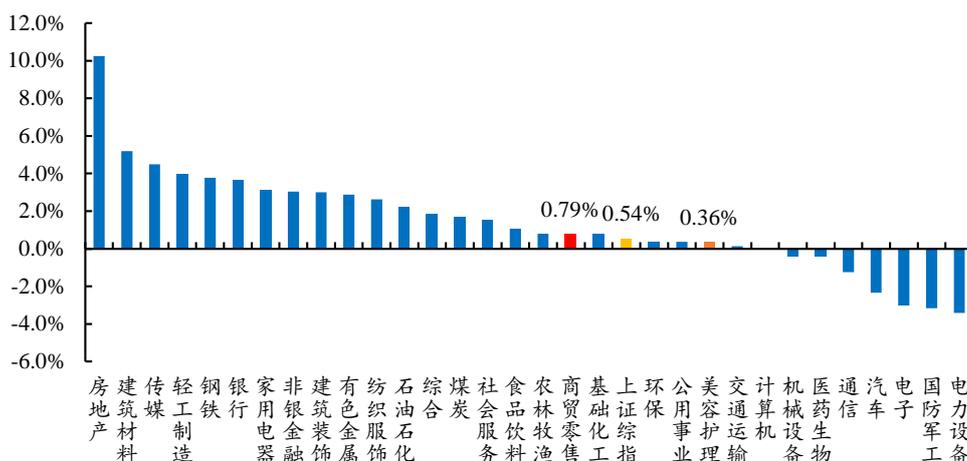
图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 18 位.....	4
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数上涨 0.79%.....	4
图 3： 2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 11.58%.....	4
图 4： 本周百货板块涨幅最大，周涨幅为 6.17%.....	5
图 5： 年初至今各板块均下跌，其中互联网电商跌幅最小.....	5
图 6： 2022 年天猫双 11 整体交易额表现稳健.....	6
图 7： 2022 年京东双 11 再创新纪录.....	6
图 8： 双 11 期间，古法金等精品黄金热销.....	6
图 9： 周大生品牌双 11 期间销售表现亮眼.....	6
图 10： 双十一天猫美妆榜单国货崛起势不可挡.....	7
图 11： 国货龙头品牌珀莱雅双十一表现亮眼.....	7
图 12： 全消费环节体验是客户忠诚度的重要抓手.....	7
图 13： 抖音开展“产业成长计划”彰显社会价值.....	7
表 1： 本周零售行业 ST 大集、ST 易购、人人乐涨幅靠前.....	5
表 2： 本周零售行业凯淳股份、青木股份、壹网壹创等跌幅靠前.....	5
表 3： 重点推荐周大福、潮宏基、珀莱雅、贝泰妮、爱美客等.....	8
表 4： 本周重点推荐个股鲁商发展、吉宏股份等表现相对较好.....	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 60 届中国 (上海) 国际美博会等	21

1、零售行情回顾

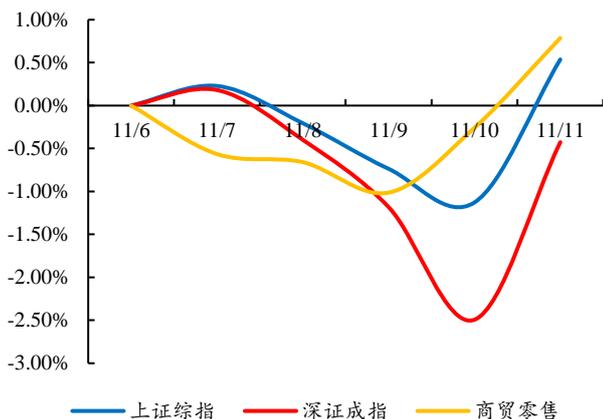
本周（11月7日-11月11日）A股上涨，零售行业指数上涨0.79%。上证综指报收3087.29点，周累计上涨0.54%；深证成指报收11139.77点，周下跌0.43%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为房地产、建筑材料和传媒。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2727.71点，周涨幅为0.79%，在所有一级行业中位列第18位。2022年年初至今，零售行业指数下跌11.58%，表现强于大盘（2022年年初至今上证综指累计下跌15.18%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第18位



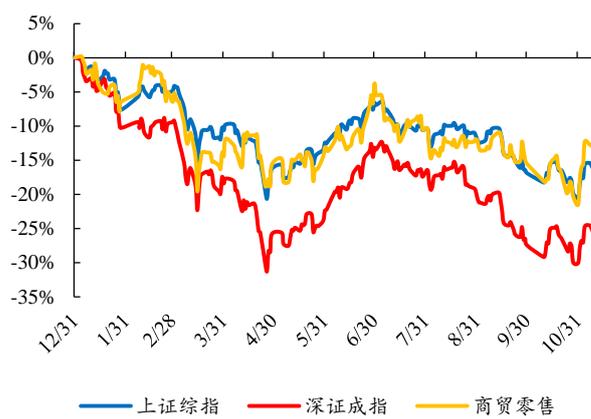
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨0.79%



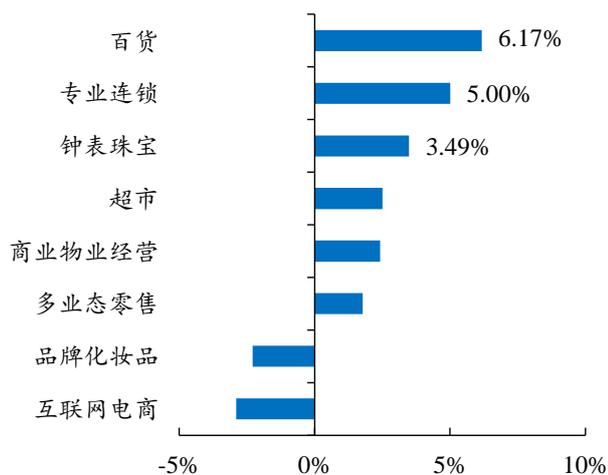
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022年年初至今（商贸零售）指数下跌11.58%



数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中百货板块本周涨幅最大；2022年年初至今，互联网电商板块跌幅最小。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6个子板块上涨，其中百货板块涨幅最大，周涨幅为6.17%；2022年全年来看，各板块均下跌，其中互联网电商板块年初至今累计下跌6.43%，在零售行业各细分板块中跌幅最小。

图4：本周百货板块涨幅最大，周涨幅为 6.17%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：年初至今各板块均下跌，其中互联网电商跌幅最小


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周 ST 大集、ST 易购、人人乐涨幅靠前。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 71 家公司上涨、16 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是 ST 大集、ST 易购、人人乐，周涨幅分别为 27.6%、13.3%和 10.5%。本周跌幅靠前公司为凯淳股份、青木股份、壹网壹创。

表1：本周零售行业 ST 大集、ST 易购、人人乐涨幅靠前

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	000564.SZ	ST 大集	1.34	27.6%	8.7%	-21.6%	百货
2	002024.SZ	ST 易购	2.04	13.3%	4.3%	-50.5%	综合电商
3	002336.SZ	人人乐	7.79	10.5%	17.8%	55.5%	超市
4	000829.SZ	天音控股	10.65	9.8%	21.9%	-41.9%	专业连锁III
5	002803.SZ	吉宏股份	14.45	9.5%	40.7%	-31.9%	跨境电商
6	600113.SH	浙江东日	7.27	8.5%	13.7%	11.9%	商业物业经营
7	600814.SH	杭州解百	6.76	8.0%	7.4%	6.6%	百货
8	002264.SZ	新华都	5.94	6.8%	12.4%	0.3%	超市
9	600361.SH	华联综超	6.71	6.7%	4.7%	16.7%	超市
10	002416.SZ	爱施德	10.83	5.7%	8.9%	1.5%	专业连锁III

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/11/11）

表2：本周零售行业凯淳股份、青木股份、壹网壹创等跌幅靠前

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	22.25	-5.4%	32.1%	-30.9%	电商服务
2	301110.SZ	青木股份	37.81	-4.9%	34.8%	-51.5%	电商服务
3	300792.SZ	壹网壹创	27.68	-3.0%	12.9%	-43.1%	电商服务
4	002091.SZ	江苏国泰	8.99	-2.6%	6.9%	-32.9%	贸易III
5	600785.SH	新华百货	15.29	-2.0%	6.0%	16.7%	多业态零售

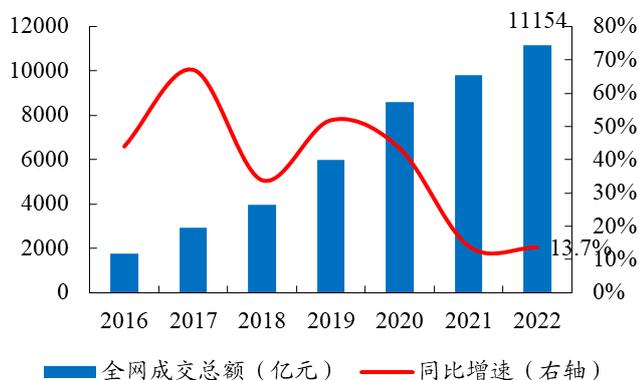
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/11/11）

2、零售观点：双十一落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼

2.1、行业动态：2022年双十一大促落幕，珠宝、美妆头部品牌表现亮眼

双十一电商大促落幕，整体表现稳中向好。本周（11月11日），2022年双十一电商大促正式落幕：根据星图数据统计，10月31日-11月11日双十一全网成交总额达11154亿元，较2021年增长13.7%，规模已超万亿元。具体平台看，天猫官方表示双11期间整体交易规模与2021年持平；京东官方则宣称“京东11.11全球热爱季”销售表现超越行业增速，创造新纪录；抖音电商仅披露部分数据，活动期间7667个直播间销售额超过百万元，货架电商带动日均销量同比增长156%。各头部电商平台本次均未披露交易总额，表明电商大促重心已由纯GMV导向转向全方位成长。

图6：2022年天猫双11整体交易额表现稳健



数据来源：星图数据、开源证券研究所

图7：2022年京东双11再创新纪录



资料来源：京东微信公众号

珠宝类跻身天猫“新四大金刚”，赢得年轻客群青睐。11月11日，淘宝天猫产业发展及运营中心总裁吹雪提到，玩具、宠物、运动户外、珠宝是增长迅速的“新四大金刚”行业。从销售数据看，从双11第一波开售到11月1日晚8点，珠宝赛道黄金品类同比增长超30%，有6个品牌销售破亿。其中，周大生品牌双11期间天猫旗舰店销售破4.6亿元，跃居行业首位，全渠道销售额超过9.4亿元，同比增长80%+。年轻一代也正逐渐成为珠宝品类重要消费客群，我们认为，原因一方面在于通胀环境下，黄金产品保值增值属性凸显，另一方面则是工艺革新显著提高黄金产品颜值，例如“古法金”等产品兼具艺术审美与文化内涵，赢得了年轻客群青睐。

图8：双11期间，古法金等精品黄金热销



资料来源：周大生天猫旗舰店

图9：周大生品牌双11期间销售表现亮眼



资料来源：周大生官网

美妆品类全网 GMV 达到 822 亿元，头部国货品牌表现优异。星图数据显示，2022 年双十一期间（10.31-11.11）个护美妆品类全网 GMV 为 822 亿元，所有品类中位列第 4 位（较 2021 年持平）。从 2020-2022 年天猫美妆品牌 TOP10 榜单情况来看：欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等欧美品牌仍然占据领先地位；但资生堂、后等日韩品牌排名下滑较大；头部国货品牌面对国际大牌加大促销压力下，综合排名持续进步，国货崛起势不可挡。（1）珀莱雅：主品牌珀莱雅天猫、抖音、京东平台分别同比增长 120%/+120%/+110%+，双抗精华、红宝石面霜等明星单品均有三位数以上增长；旗下第二梯队品牌彩棠、OR、悦芙媿也均取得亮眼成绩。（2）贝泰妮：旗下主品牌薇诺娜分别位列天猫、快手、抖音美妆第六、第七、第七名，明星大单品特护霜销量超 400 万、新品特护精华销量超 100 万；旗下母婴护肤品牌薇诺娜宝贝也取得天猫婴童护肤品牌 TOP4 的优异成绩。

图10：双十一天猫美妆榜单国货崛起势不可挡

双十一天猫美妆品牌排行榜			
排名	2020年	2021年	2022年
1	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	后	后	玉兰油
5	玉兰油	资生堂	珀莱雅
6	SK-II	薇诺娜	薇诺娜
7	雪花秀	玉兰油	海蓝之谜
8	资生堂	SK-II	SK-II
9	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜
10	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂

资料来源：天下网商公众号、开源证券研究所（标红为国货品牌）

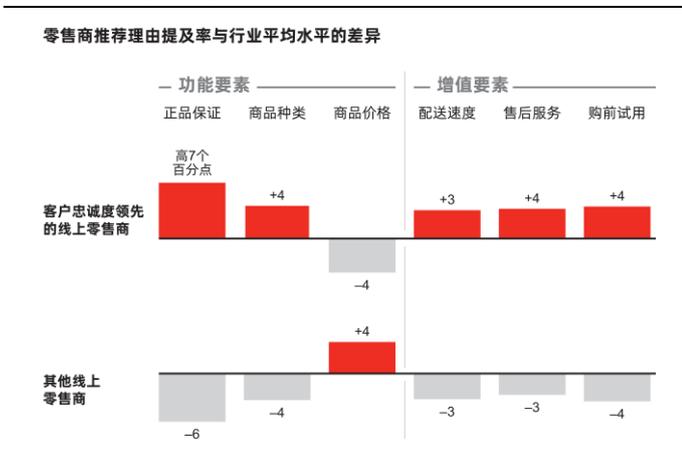
图11：国货龙头品牌珀莱雅双十一表现亮眼



资料来源：珀莱雅官方公众号

淡化 GMV 数据，关注电商平台全方位成长。综合本轮双 11 小结，GMV 或已不再是各大平台首要目标，用户粘性、社会价值等方面开始被更多提及。贝恩咨询在报告中提出“客户忠诚度比万亿级销售更值得追求”，对于线上零售商而言，正品保证、种类齐全以及“售前、配送、售后”的全环节体验都是客户忠诚度的重要抓手。以京东为例，本轮双 11，全国性的京东物流亚洲一号智能产业园大规模处理量较 2021 年同期增长 50%，数字孪生时效模拟准确率达 99%，全力为消费者打造极致购物体验。此外，双 11 期间电商平台社会价值也值得关注，天猫发起“农货多一件”倡议，直播间累计卖出 3549 万件农货，超 4.6 万款农货销售额同比增长超 100%；抖音平台“产业成长计划”向区域产业带及中小商家提供支持，帮助更多国货赢得市场。

图12：全消费环节体验是客户忠诚度的重要抓手



数据来源：贝恩咨询

图13：抖音开展“产业成长计划”彰显社会价值



资料来源：抖音电商微信公众号

2.2、投资建议：关注高景气赛道优质公司

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，行业马太效应持续凸显。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，双十一大促刚刚落幕，重点推荐短期有望取得较好销售业绩且长期成长逻辑清晰的标的，包括珀莱雅（三季度盈利能力显著提升）、贝泰妮（淘外渠道亮眼、关注 AOXMED）、华熙生物（品牌矩阵成型）、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，医美消费需求疫后逐步复苏；长期看，“轻医美+低线渗透+消费者结构优化”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，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：关注积极布局培育钻石新品类的黄金珠宝龙头品牌。（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；此外，培育钻石赛道方兴未艾，率先布局的品牌有望获得先发优势，重点推荐周大福（港资珠宝龙头品牌，持续发力渠道扩张）、潮宏基（发力培育钻石赛道）、周大生和迪阿股份，受益标的中国黄金等。（2）关注超市企业经营情况边际改善，重点推荐行业龙头永辉超市、家家悦和红旗连锁。

表3：重点推荐周大福、潮宏基、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
603708.SH	家家悦	超市	2022 年前三季度实现营收 139.63 亿元 (+5.8%)、归母净利润 1.87 亿元 (-2.4%)；单 2022Q3 实现营收 45.84 亿元 (+4.1%)、归母净利润 0.14 亿元 (+69.3%)。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	2022 年前三季度实现营收 33.81 亿元 (-2.0%)、归母净利润 2.35 亿元 (-17.6%)；单 2022Q3 实现营收 12.07 亿元 (+4.6%)、归母净利润 0.85 亿元 (+1.7%)。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；与力量钻石等成立合资公司发力布局培育钻石赛道，有望打开新成长曲线。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 89.37 亿元 (+38.1%)、归母净利润 9.31 亿元 (-7.5%)；单 2022Q3 实现营收 38.39 亿元 (+4.2%)、归母净利润 3.45 亿元 (-12.7%)。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，有望受益疫后珠宝消费回暖。
600223.SH	鲁商发展	化妆品	2022 年前三季度实现营收 85.29 亿元 (+34.3%)、归母净利润 1.54 亿元 (-69.4%)；单 2022Q3 实现营收 36.94 亿元 (+61.9%)、归母净利润-0.35 亿元 (-118.4%)。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	2022 年前三季度实现营收 39.62 亿元 (+31.5%)、归母净利润 4.95 亿元 (+36.0%)；单 2022Q3 实现营收 13.36 亿元 (+22.1%)、归母净利润 1.98 亿元 (+43.5%)。公司作为国货化妆品龙头品牌，产品、品牌、渠道等方面竞争力全方位深化，持续巩固国货美妆龙头地位。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 535.38 亿元 (+7.5%)、归母净利润 13.56 亿元 (-9.5%)；单 2022Q3 实现营收 197.98 亿元 (+8.8%)、归母净利润 4.66 亿元 (+2.0%)。公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，未来有望持续增长。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2022年前三季度实现营收334.29亿元(+3.0%)、归母净利润9.03亿元(-46.8%); 单2022Q3实现营收114.19亿元(+19.4%)、归母净利润1.49亿元(-45.4%)。 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。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2022年前三季度实现营收43.20亿元(+43.4%)、归母净利润6.77亿元(+22.0%); 单2022Q3实现营收13.85亿元(+28.8%)、归母净利润2.04亿元(+4.9%)。 公司作为全球透明质酸产业龙头,全产业链布局优势突出,护肤品业务快速发展,四轮驱动打开长期空间。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2022年前三季度实现营收28.95亿元(+37.0%)、归母净利润5.17亿元(+45.6%); 单2022Q3实现营收8.46亿元(+20.7%)、归母净利润1.22亿元(+35.5%)。 公司是敏感肌护肤龙头,产品、渠道、品牌矩阵日益完善,在皮肤大健康领域持续拓展,优势品牌力、核心竞争力不断强化。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2022年前三季度实现营收26.22亿元(+58.5%)、归母净利润0.45亿元(+33.5%); 单2022Q3实现营收7.53亿元(+47.0%)、归母净利润0.04亿元。 公司深度受益三孩政策红利,围绕“渠道+品牌+多产业”多方位拓展布局,在母婴消费领域核心竞争力持续提升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2022年前三季度实现营收75.73亿元(+8.2%)、归母净利润3.57亿元(+2.3%); 单2022Q3实现营收26.90亿元(+9.2%)、归母净利润1.34亿元(+5.0%)。 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,拓展新店与优化老店双管齐下,推动持续成长。
300896.SZ	爱美客	医美	2022年前三季度实现营收14.89亿元(+45.6%)、归母净利润9.92亿元(+40.0%); 单2022Q3实现营收6.05亿元(+55.2%)、归母净利润4.01亿元(+41.6%)。 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	2022年前三季度实现营收39.36亿元(+2.3%)、归母净利润1.99亿元(-19.8%); 单2022Q3实现营收13.15亿元(-3.0%)、归母净利润0.83亿元(+25.8%)。 公司跨境电商SaaS平台和国内电商布局,有望持续提升公司竞争力。
301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰	2022年前三季度实现营收30.43亿元(-10.8%)、归母净利润7.73亿元(-22.0%); 单2022Q3实现营收9.58亿元(-12.2%)、归母净利润1.94亿元(-25.9%)。 公司绑定“真爱”价值观构筑竞争壁垒,自营扩张和定制化产品模式驱动成长。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2022实现营收989.38亿港元(+41.0%),归母净利润67.12亿港元(+11.4%); FY2023Q2集团零售值同比增长26.0%。 公司已建立品牌、产品、渠道等多方位竞争优势,未来在深耕供应链持续打造优质产品基础上,发力加盟渗透高低线市场,打造科技型珠宝公司,有望持续成长。

资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2.1、华熙生物: 2022Q3 营收同比+29%, 关注护肤品业务双十一表现

华熙生物是全球透明质酸产业龙头, 2022Q3 营收延续较好增长。公司 2022Q1-Q3 实现营收 43.20 亿元(+43.4%)、归母净利润 6.77 亿元(+22.0%); 单 2022Q3 营收 13.85 亿元(+28.8%)、归母净利润 2.04 亿元(+4.9%)。我们认为, 公司作为全球透明质酸产业龙头, 全产业链布局优势突出, 护肤品业务快速发展打开长期空间。

预计三季度护肤品业务增长较快, 同期政府补助基数较大影响利润端增速。分业务看: 三季度, 预计功能性护肤品业务较快增长; 在海外需求拉动下, 预计原料业务

较上半年进一步改善；受益疫情缓和，预计医疗终端业务增长向好。盈利能力方面，三季度公司毛利率为 76.8% (-0.8pct)；三季度扣非归母净利润同比+33.6%，与归母净利润增速差异较大的主要原因系 2021 年同期政府补助基数较大。费用方面，三季度公司期间费用率合计为 59.7% (-1.6pct)，同比改善明显，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.4%/7.1%/7.1%/-0.9%，同比分别-0.1pct/+0.1pct/-0.9pct/-0.8pct。

双十大促化妆品业务表现亮眼，四轮驱动稳步前进。功能性护肤品：双十一预售首日，旗下品牌夸迪跻身天猫美妆品牌榜 TOP7，而且预售首日在李佳琦直播间中，蓝次抛、绿次抛等 SKU 快速售罄，我们测算总预售成交额超 4 亿元。四大品牌矩阵已然成型，有望随渠道完善步入高增长阶段；原料：8 月底公司发布多款胶原蛋白原料产品，未来有望形成两大战略性生物活性物（透明质酸、胶原蛋白）+其他（麦角硫因、依克多因等）的完备布局，在国内外市场齐头并进。医疗终端：公司升级医药类产品管线、布局新赛道，持续完善“一站式”医美解决方案，业务有望重回快速增长轨道。功能性食品：9 月推出新品 WPLUS+透明质酸钠胶原蛋白肽复合肽饮，未来有望持续贡献增量。

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 2022 年 10 月 29 日信息更新报告《华熙生物 (688363.SH)：2022Q3 营收同比+29%，关注护肤品业务双十一表现》等。

2.2.2、周大生：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善

周大生是全国性珠宝首饰龙头，2022Q3 受疫情影响业绩承压。周大生是全国性布局的珠宝龙头品牌，2022Q1-Q3 实现营收 89.37 亿元 (+38.1%)、归母净利润 9.31 亿元 (-7.5%)；单 2022Q3 营收 38.39 亿元 (+4.2%)、归母净利润 3.45 亿元 (-12.7%)，净利润承压主要系疫情影响公司线下门店经营及 9 月加盟商订货会（镶嵌品类重要出货渠道）。我们认为，公司积极推进省代模式保障渠道扩张，发力打造黄金产品体系完善产品矩阵，未来随品牌力提升，有望持续成长。

电商业务稳健增长，省代模式磨合向好，带动加盟渠道黄金批发收入增长。分渠道看，2022Q1-Q3 公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入 8.61/8.94/ 70.15 亿元，同比增速分别为-6.1%/+21.0%/+51.1%，电商业务稳健增长，加盟业务提升主要系引入省代模式使加盟渠道黄金产品批发收入同比大幅增长。盈利能力方面，2022Q1-Q3 公司毛利率为 20.3% (-9.1pct)、净利率为 10.4% (-5.1pct)；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 5.7% (-2.1pct) /0.7% (-0.3pct) /-0.1% (+0.2pct)；毛利率、费用率变化均主要系加盟批发收入大幅增长所致。

省代模式赋能渠道、黄金产品体系持续优化，深筑品牌力护城河。(1) 渠道：2022Q1-Q3 公司线下新开/净开门店 415 家/71 家，期末门店总数达 4573 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进一步拓展空间。(2) 产品：确立以黄金产品为主力的战略方向，不断完善产品体系，2022 年携手布达拉宫、普陀山等知名文化 IP 推出“非凡国潮”系列，联合“国字号”国家宝藏打造非凡系列文创 IP。(3) 品牌：连续 12 年蝉联世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”，作为“深圳老字号”企业享有较高知名度和美誉度。

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 10 月 28 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ)：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善》等。

2.2.3、迪阿股份：三季度经营业绩降幅收窄，渠道规模仍逆势扩张

迪阿股份是主打定制婚恋首饰的新兴珠宝品牌，三季度经营业绩降幅收窄。公司2022Q1-Q3实现营收30.43亿元(-10.8%)、归母净利润7.73亿元(-22.0%);单2022Q3营收9.58亿元(-12.2%)、归母净利润1.94亿元(-25.9%)。我们认为，公司铆定“真爱”价值观构筑竞争壁垒，互联网运营品牌、轻资产扩张和定制化产品模式有望驱动持续成长。

三季度经营业绩降幅环比收窄，毛利率小幅提升、费用相对刚性。2022年公司经营持续受到疫情影响，单2022Q3营业收入同比-12.2%、归母净利润同比-25.9%，降幅环比Q2已有所收窄。考虑到求婚与结婚珠宝首饰属刚需，未来疫情缓和、需求释放，有望带来销售恢复。盈利能力方面，2022Q1-Q3/2022Q3公司毛利率分别为70.7%/71.0%，分别同比+1.0pct/+1.7pct，有小幅提升。费用方面，2022Q1-Q3/2022Q3公司期间费用率合计分别为40.2%/49.0%，同比+10.8pct/+13.4pct；其中单2022Q3公司销售/管理/财务费用率分别为42.9%/4.8%/1.0%，同比分别+11.6pct/+1.5pct/+0.4pct，疫情期间营收下滑而租金、人工等费用相对刚性，导致销售费用率上升。

深筑品牌力优势、线下渠道逆势扩张，“品牌+渠道”双轮驱动成长。公司品牌优势强化，渠道建设与运营水平在持续提升：(1)线下销售渠道在疫情之下逆势扩张，根据公司公告，7/8/9月分别新开36/16/33家直营店，未来有望继续保持较快扩张速度；(2)挖掘真爱理念，打开品牌定位思路，创新性拓宽非婚恋场景下的用户群体；(3)试水黄金品类优化产品结构、研发创新持续加强。长期看，我国消费者情感表达需求不断扩大，公司通过“品牌+渠道”双轮驱动，铆定婚恋市场树立品牌认知，渠道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10月28日信息更新报告《迪阿股份(301177.SZ)：三季度经营业绩降幅收窄，渠道规模仍逆势扩张》等。

2.2.4、鲁商发展：2022Q3利润端承压，化妆品板块延续较快增长

公司“生物医药+生态健康”双轮驱动，2022年前三季度利润端承压明显。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。公司2022Q1-Q3实现营收85.29亿元(+34.3%)，归母净利润1.54亿元(-69.4%);单2022Q3营收36.94亿元(+61.9%)，归母净利润-0.35亿元(-118.4%)。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，未来有望打开进一步成长空间。

化妆品保持高速增长，低毛利叠加高财务费用挤压利润空间。化妆品：前三季度营收14.29亿元(+43.9%)保持较高增长，毛利率为58.6%(-4.7pct)，其中颐莲、瑗尔博士分别实现收入5.40亿元(+26.5%)/7.45亿元(+52.7%)。医药：前三季度营收3.37亿元(-14.9%)，毛利率52.3%(-6.0pct)，受疫情影响较大。原料：前三季度营收2.32亿元(+31.8%)，毛利率32.5%(-7.5pct)。地产：受地产市场形势和公司战略转型等因素影响，业务持续收缩。盈利能力方面，前三季度公司综合毛利率26.1%(-6.0pct)，主要系地产结算项目毛利较低。费用方面，前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为11.4%/2.6%/0.9%/2.5%，同比分别-1.3pct/-1.3pct/-0.3pct/+2.5pct，财务费用大幅增加系因地产业务个别项目停工后，利息费用化所致。

持续推进化妆品“4+N”战略落地，坚定由房地产业向大健康业转型。化妆品：截

至 10 月 27 日，瓊尔博士益生菌面膜、颐莲玻尿酸喷雾分别在天猫双 11 预售榜单中位列修护贴片面膜品类 TOP2、喷雾爽肤水产品类 TOP2，表现亮眼；未来公司将加快其他品牌培育发展，持续推进“4+N”品牌发展战略落地，化妆品业务有望较快增长。医药：加快中医药全产业链布局，在丰富产品线同时实现营销模式转型。原料：透明质酸原料和化妆品原料双轮驱动，“透明质酸+”有望带动产品附加值提升。地产：坚定向轻资产业务领域持续转型。

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 10 月 28 日信息更新报告《鲁商发展（600223.SH）：2022Q3 利润承压，化妆品板块延续较快增长》等。

2.2.5、老凤祥：三季度经营业绩稳健增长，彰显龙头品牌强劲韧性

老凤祥是黄金珠宝龙头，2022Q3 经营业绩稳健增长。公司是黄金珠宝行业龙头，产品端构建珠宝首饰全品类矩阵，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-Q3 实现营收 535.38 亿元（+7.5%）、归母净利润 13.56 亿元（-9.5%）；单 2022Q3 营收 197.98 亿元（+8.8%）、归母净利润 4.66 亿元（+2.0%）。我们认为，公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，未来有望持续增长。

三季度营收增速环比提升，毛利率小幅提升，期间费用率基本稳定。三季度国内多地疫情反复背景下，公司单季度营收同比+8.8%，增速环比+2.5pct，展现出较强经营韧性。盈利能力方面，2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 7.3%/6.7%，同比-0.0pct/+0.2pct；2022Q1-Q3/2022Q3 净利率分别为 3.4%/3.1%，同比-0.5pct/-0.2pct，小幅下滑。费用方面，单 2022Q3 公司期间费用率合计为 2.1%，同比+0.3pct，小幅提升；其中销售/管理/财务费用率分别为 1.4%/0.5%/0.2%，同比分别+0.5pct/-0.1pct/-0.2pct，销售费用率有所提升。

渠道、产品等多方位发力开拓市场，聚焦“十四五”战略定位打造品牌。老凤祥品牌历史悠久，在业内享有较高的知名度、美誉度、忠诚度。报告期内，公司多方位优化经营，（1）渠道：公司坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式，渠道规模优势持续巩固；（2）产品：公司推出“青绿国色”等系列藏宝金新品，引领“国潮、国风、国韵”匠心潮流；（3）品牌：报告期内，公司成为国内唯一入选由品牌评估机构 Brand Finance 评选“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”榜单的珠宝品牌；（4）双百行动：2022 年公司推进落实“双百企业”方案，预计于下半年完成第三批职业经理人选聘和签约。未来，公司持续聚焦品牌这一核心资产，以深化“双百行动”改革为契机，全方位提升核心竞争力，“十四五”期间有望实现跨越式发展。

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 2022 年 10 月 28 日信息更新报告《老凤祥（600612.SH）：三季度经营业绩稳健增长，彰显龙头品牌强劲韧性》等。

2.2.6、豫园股份：珠宝时尚业务增长稳健，持续推进消费产业布局

豫园股份是家庭快乐消费龙头，2022 前三季度归母净利润同比-46.8%。公司 2022Q1-Q3 实现营收 334.29 亿元（+3.0%）、归母净利润 9.03 亿元（-46.8%）；单 2022Q3 营收 114.19 亿元（+19.4%）、归母净利润 1.49 亿元（-45.4%）。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。

珠宝时尚业务表现稳健，培育钻石品牌“露璨”持续发展。2022年前三季度公司珠宝时尚业务实现营收244.33亿元(+11.8%)，增长良好；业务毛利率8.44%同比提升0.09pct。报告期内，公司净增“老庙”和“亚一”珠宝门店共550家，延续较快展店节奏，期末两大品牌门店合计已达4509家；此外，公司自主孵化定位年轻、时尚的培育钻石品牌“LUSANT露璨”，在积极探索国内培育钻石市场基础上，通过成立海外事业部重点开拓以北美为主的海外市场，亮相JCK美国拉斯维加斯国际珠宝展览会。

立足“产业运营+产业投资”战略，打造全球一流家庭快乐消费产业集团。2022年前三季度，公司持续推进消费产业新兴赛道布局。(1)文化餐饮板块：受疫情对线下消费影响，板块整体营收4.86亿元(-13.6%)有所承压。(2)食品饮料板块：报告期内公司公告拟转让“金徽酒”13%股权，交易总价款19.4亿元；此外，公司持有舍得集团70%股权，板块整体营收15.69亿元(+17.6%)。(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2022年上海“全球新品首发季”，增强品牌曝光度，板块营收3.01亿元(-6.9%)。长期看，公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动战略，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2022年10月28日信息更新报告《豫园股份(600655.SH)：珠宝时尚业务增长稳健，持续推进消费产业布局》等。

2.2.7、珀莱雅：2022Q3归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高

珀莱雅是国货化妆品龙头，2022Q3归母净利润同比+43.5%实现亮眼增长。公司2022Q1-Q3实现营收39.62亿元(+31.5%)，归母净利润4.95亿元(+36.0%)；其中单2022Q3实现营收13.36亿元(+22.1%)，归母净利润1.98亿元(+43.5%)，行业淡季叠加超头缺失背景下仍增长亮眼。公司产品、品牌、渠道等方面竞争力全方位深化，持续巩固国货美妆龙头地位。

三季度产品单价提升明显，毛利率创下历史新高。分类别看，三季度护肤、彩妆类产品分别实现营收11.83亿元/1.44亿元，同比分别+24.5%/+6.6%；价格方面，三季度护肤、彩妆类产品平均售价同比分别+27.7%/+91.4%，受益大单品战略及售价较高的彩妆品牌彩棠占比提升，产品单价提升明显。分渠道看，预计三季度线上渠道维持较快增长，线下渠道在疫情及调整优化背景下持续收缩。盈利能力方面，三季度毛利率为72.0%(同比+5.9pct)，创下历史新高，预计主要系线上直营占比及大单品占比提升所致。费用方面，三季度销售费用率为43.7%(同比+2.1pct)，预计系筹备双11投入较多宣传费用；管理费用率为8.1%(同比+3.6pct)，预计与股权激励费用摊销有关。

核心竞争力全方位深化，双十一预售表现亮眼。产品：预计双抗、红宝石、源力等系列占比稳步提升，源力精华2.0位列天猫修复精华双11预售榜单TOP3(截至10月27日)；品牌：彩棠、悦芙媞、Off&Relax等逐渐成熟，品牌矩阵已然成型，有望持续贡献增量；渠道：抖音二店发力大单品成效显著，预计抖音渠道占比进一步提升。双十一：预售首日主品牌在天猫渠道位列国货美妆品牌第2名；预售首日李佳琦直播间中，珀莱雅8款产品均迅速售罄，我们测算预售成交额超4亿元。此外，9月公司引入魏晓岚女士任首席科学官，进一步发力研发。公司核心竞争力全方位深化，国货美妆领先地位稳固。

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 10 月 27 日信息更新报告《珀莱雅: 2022Q3 归母净利润增长亮眼, 毛利率创历史新高》等。

2.2.8、潮宏基: 三季度经营业绩回归正增长, 培育钻石布局进展顺利

潮宏基是年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌, 绑定都市年轻女性, 定位国潮、轻奢。公司 2022Q1-Q3 实现营收 33.81 亿元 (-2.0%)、归母净利润 2.35 亿元 (-17.6%); 单 2022Q3 营收 12.07 亿元 (+4.6%)、归母净利润 0.85 亿元 (+1.7%)。我们认为, 公司产品端时尚珠宝树立差异化品牌形象, 渠道端加盟门店持续扩张, 培育钻石赛道布局则有望打开公司新成长曲线。

单三季度营收利润回归正增长, 费用率控制良好。2022 年以来黄金珠宝消费整体受到疫情明显影响, 但公司 2022Q3 营业收入同比+4.6%、归母净利润同比+1.7%, 回归正增长, 体现出一定韧性。盈利能力方面, 2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 30.8%/28.6%, 分别同比-3.4pct/-4.7pct, 下降主要系加盟渠道和低毛利黄金品类占比提升影响; 净利率分别为 7.1%/7.1%, 同比-1.3pct/-0.3pct。费用方面, 2022Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 15.6%/1.9%/0.5%, 同比分别-2.1pct/-0.1pct/-0.2pct, 整体费用管控良好。

培育钻石新品牌建设稳步推进, 东方时尚珠宝龙头持续成长。(1) 渠道扩张: 公司持续发力加盟扩张渠道, 2022Q3 潮宏基珠宝净增加盟店数基本符合预期, 部分门店开业因疫情有所推迟, 2023 年有望恢复较快扩店速度。(2) 培育钻石: 公司与力量钻石等合资成立的生而闪耀科技已完成工商注册, 合资公司新品牌打造、产品设计进程顺利, 有望开拓新品类市场, 打开成长曲线。(3) 品牌提升: 2022 年潮宏基珠宝全面升级改造终端形象, 并继续携手品牌代言人唐艺昕, 以东方时尚品牌系列为抓手扩大品牌影响力。长期看, 公司围绕年轻女性消费者, 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、布局培育钻石, 有望持续成长。

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 10 月 27 日信息更新报告《潮宏基 (002345.SZ): 三季度经营业绩回归正增长, 培育钻石布局进展顺利》等。

2.2.9、家家悦: 三季度经营业绩增长良好, 山东省外地区培育顺利

家家悦是胶东生鲜超市龙头, 2022 年三季度经营业绩增长良好。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牢固竞争壁垒。2022Q1-Q3 实现营收 139.63 亿元 (+5.8%)、归母净利润 1.87 亿元 (-2.4%); 单 2022Q3 实现营收 45.84 亿元 (+4.1%)、归母净利润 0.14 亿元 (+69.3%)。我们认为, 公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进, 未来随山东省内外新开门店成熟、提效, 盈利能力有望恢复。

山东省内市场稳健发展, 省外市场培育进程顺利。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 66.9 亿元 (+1.6%) /37.8 亿元 (+12.0%) /20.0 亿元 (+6.8%)。分业态看, 综合超市/社区生鲜食品超市/乡村超市/其他业态主营收入分别为 70.7 亿元 (+8.9%) /37.2 亿元 (+3.5%) /15.5 亿元 (-3.5%) /1.3 亿元 (-3.8%)。盈利能力方面, 2022Q3 公司毛利率为 22.2%, 同比-0.9pct; 费用方面, 销售/管理/财务费用率分别为 18.0%/2.0%/1.6%, 同比-1.0pct/+0pct/+0pct; 2022Q3 公司净利率为 0.1%, 同比+0.3pct。整体看, 公司在山东省内稳健发展, 较多的新增门店及新业

态一定程度上拉低毛利率，省外市场则培育良好，营收及盈利能力均有提升。

通过渠道优化、线上线下融合、供应链建设等多维度进化，有望长期成长。（1）渠道优化：公司聚焦山东、内蒙等重点区域，进一步优化网络布局，2022Q3 新开直营门店 20 家，闭店 11 家，期末直营门店共计 969 家，加盟门店共 37 家。（2）线上线下融合：公司在高覆盖率区域依托密集的门店和社群布局，通过线上订单、到店自提提供全渠道服务，到店自提业务的客流线下转化率不断提升。（3）供应链建设：公司分区域建设一体化供应链体系，并加大生鲜加工品类的研发推广，不断丰富各类预制菜商品。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 10 月 27 日信息更新报告《**家家悦 (603708.SH)：三季度经营业绩增长良好，山东省外地区培育顺利**》等。

2.2.10、爱婴室：2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比实现扭亏

爱婴室是华东母婴零售龙头，2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比扭亏。公司 2022 年前三季度实现营收 26.22 亿元 (+58.5%)、归母净利润 0.45 亿元 (+33.5%)；其中单 2022Q3 实现营收 7.53 亿元 (+47.0%)、归母净利润 0.04 亿元 (2021 年同期为 -0.13 亿元)。我们认为，公司围绕“渠道+品牌+多产业”多方位拓展布局，在母婴消费领域核心竞争力持续提升。

全渠道扩张推动营收较快增长，电商业务占比提升导致毛利率下滑。分渠道看，2022 年前三季度公司门店销售、线上业务分别实现营收 19.1 亿元 (+38.5%) / 5.1 亿元 (+321.9%)，贝贝熊、电商新业务均有贡献销售增量，公司实现全渠道快速增长。分产品看，2022 年前三季度公司奶粉/食品/用品等主要品类营收同比分别 +89.8%/+51.8%/+26.9%，电商渠道推动奶粉品类延续高速增长。盈利能力方面，2022 年前三季度公司综合毛利率为 28.1% (-2.6pct)，主要系毛利率较低的电商业务影响。费用方面，2022 年前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 21.2%/3.4%/1.4%，同比分别 -2.6pct/-1.0pct/-0.2pct，均有改善。

围绕“渠道+品牌+多产业”多方位拓展布局，综合竞争力不断强化。公司围绕“渠道+品牌+多产业”战略，多方位拓展布局，综合竞争力不断强化：（1）线下继续整合并购标的华中母婴龙头贝贝熊，同时积极优化自有门店，截至 2022Q3 期末门店数量共 477 家，另有已签约待开店 13 家；此外线上公域、私域齐布局，持续强化供应链能力；（2）通过自研、收购构筑自有产品矩阵，品牌影响力持续深化；（3）积极涉足泛母婴生态，拓展婴儿抚触、早教托育等增值服务，为消费者提供覆盖吃、喝、玩、乐需求的一站式服务。

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 10 月 26 日信息更新报告《**爱婴室 (603214.SH)：2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比实现扭亏**》等。

2.2.11、爱美客：2022Q3 营收同比+55%延续高增长，毛利率创下新高

爱美客是国产医美产品龙头，2022Q3 营收同比+55.2%、归母净利润同比+41.6%。公司 2022Q1-Q3 实现营收 14.89 亿元 (+45.6%)，归母净利润 9.92 亿元 (+40.0%)；其中单 2022Q3 实现营收 6.05 亿元 (+55.2%)，归母净利润 4.01 亿元 (+41.6%)，延续较快增长。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。

2022Q3 预计明星产品较快增长，高毛利产品占比提升优化毛利率。分产品看，我们预计，受益于嗨体熊猫针渗透率提升，溶液类产品维持较高增速；凝胶类产品中，预计再生类产品濡白天使贡献较多增长。盈利能力方面，2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 94.6%/94.9%，同比分别+1.1pct/+0.9pct，预计系熊猫针、濡白天使等高毛利产品占比提升所致。费用方面，公司 2022Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%（-2.1pct）/3.9%（-0.1pct）/8.3%（+3.8pct）/-2.5%（+0.7pct），研发投入持续增加。

全方位发力深筑壁垒，医美产品龙头综合竞争力持续提升。公司产品、渠道、研发三面发力深筑壁垒，产品竞争力、品牌影响力日益强化。产品端：溶液类产品方面，嗨体熊猫针相较颈纹针渗透率仍较低，未来有望进一步提升，此外嗨体 2.5、忒活泡泡针等合规产品亦有望受益于行业规范程度提升；凝胶类产品方面，长期看再生类产品市场空间广阔，濡白天使已在一二线城市主流医美机构逐步铺开，未来亦将持续放量，有望为公司打开新增长空间。渠道端：2022 年以来公司持续扩充销售团队，销售体系持续健全、销售渠道不断强化。研发端：公司加大研发力度，一方面在玻尿酸填充领域探索颞部、额部等新部位适应症，另一方面也广泛布局肉毒素、体重管理等赛道，持续丰富产品矩阵，深化公司长期竞争力。

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 10 月 25 日信息更新报告《**爱美客(300896.SZ)：2022Q3 营收同比+55%延续高增长，毛利率创下新高**》等。

2.2.12、贝泰妮：2022Q3 营收保持稳健增长，关注双十一大促表现

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头，2022Q3 淡季叠加超头缺位背景下，仍实现稳健增长。公司 2022Q1-Q3 公司实现营收 28.95 亿元(+37.0%)、归母净利润 5.17 亿元(+45.6%)；单 2022Q3 实现营收 8.46 亿元(+20.7%)、归母净利润 1.22 亿元(+35.5%)。我们认为，公司作为敏感肌护肤龙头，产品、品牌、渠道多措并举强化核心竞争力，双十一大促有望延续较好增长。

2022Q3 公司毛利率维持较高水平，研发费用率创下历史新高。分渠道看，我们预计线上渠道中，淘系平台相对稳健，抖音等渠道增长较快；线下渠道中 OTC 渠道维持较快扩张节奏。盈利能力方面，公司 2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 76.8%/76.5%，同比分别-0.1pct/+0.2pct。费用方面，2022Q3 公司期间费用率合计为 61.4%（同比+0.9pct），其中销售费用率为 48.0%（同比-0.5pct），淡季控制了营销投放；管理费用率为 8.5%基本持平；研发费用率达到 5.3%（同比+1.8pct）创下历史新高，公司重视基础、应用研究，持续加大研发投入。

产品、品牌、渠道多维度发力，敏感肌护肤龙头持续强化综合竞争力。产品：根据天猫大美妆数据，双十一预售首日（10 月 24 日）公司主品牌薇诺娜预售成交额破 10 亿元，在天猫渠道位列美妆品牌第 4 名、国货美妆品牌第 1 名；我们测算公司新品特护精华预售首日在李佳琦直播间预售成交额约 5280 万元。渠道：线上抖音等淘外渠道有望贡献较快增长，线下 OTC 渠道持续拓展有望进一步提升市占率。品牌：公司旗下 WINONA Baby 品牌天猫旗舰店双十一预售首日斩获天猫快消新品牌第 15 名；此外高端抗衰品牌 AOXMED 四季度将在线下高端医美机构铺开，公司品牌矩阵日益丰富。整体看，公司产品、品牌、渠道多维度发力，持续巩固在敏感肌护肤领域的龙头地位，综合竞争力不断强化。

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 10 月 25 日信息更新报告《**贝泰**

妮 (300957.SZ): 2022Q3 营收保持稳健增长, 关注双十一大促表现》等。

2.2.13、红旗连锁: 2022Q3 营收表现亮眼, 主营业务净利润增长良好

红旗连锁是川蜀便利店龙头, 2022 年前三季度归母净利润同比+2.3%。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。2022Q1-Q3 实现营收 75.73 亿元 (+8.2%)、归母净利润 3.57 亿元 (+2.3%), 若扣除投资收益影响, 公司实现主营业务净利润 2.94 亿元 (+16.7%); 单 2022Q3 实现营收 26.90 亿元 (+9.2%)、归母净利润 1.34 亿元 (+5.0%), 增长稳健, 主要系门店整合取得成效。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。

公司聚焦主业抓销售, 主营业务增长良好、新网银行投资收益有所下滑。公司 2022Q3 实现营业收入 26.90 亿元, 同比+9.2%, 增速环比 2022Q2 提升 1.9pct, 边际改善。盈利能力方面, 2022Q1-Q3/2022Q3 毛利率分别为 29.3%/29.6%, 分别同比-0.4pct/-0.1pct; 净利率分别为 4.7%/5.0%, 同比-0.3pct/-0.2pct。费用方面, 2022Q1-Q3/2022Q3 公司期间费用率合计分别为 24.6%/24.6%, 同比-0.8pct/-0.2pct; 其中单 2022Q3 销售/管理/财务费用率分别为 22.6%/1.5%/0.6%, 同比分别-0.2pct/-0.1pct/-0.3pct。此外, 公司前三季度投资新网银行及甘肃红旗实现投资收益 6270.12 万元 (-35.25%)。

全方位深耕便利店行业构筑竞争优势, 秉持“商品+服务”差异化策略。公司深耕便利店行业, 已深筑渠道规模、供应链体系、品牌势能、人才储备等多方面竞争壁垒。公司一方面继续以成都为中心向周边地区辐射, 另一方面着手门店清理、优化, 整合成效显著, 未来仍计划持续拓店。除门店拓展外, 公司与上千家供货商建立良好商业合作关系, 是四川省及成都市“重要生活必需品应急保供重点联系企业”, 并在成都三季度疫情期间承担核心保供职能。长期看, 公司通过“商品+服务”的差异化竞争策略, 结合供应链体系等建设, 有望逐步发展为“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 10 月 19 日信息更新报告《红旗连锁 (002697.SZ): 2022Q3 营收表现亮眼, 主营业务净利润增长良好》等。

2.2.14、周大福: 珠宝龙头品牌积淀深厚, FY2023Q2 门店扩张速度亮眼

周大福是品牌力领先的港资珠宝龙头, 首次覆盖给予“买入”评级。周大福是港资珠宝龙头品牌, 近期发布 FY2023Q2 主要经营数据, 集团整体零售值同比增长 26.0%, 其中内地零售值同比增长 27.8%; 季内于中国内地净开设 595 个周大福珠宝零售点, 扩店速度亮眼, 带动零售值高增。我们认为, 公司已建立品牌、产品、渠道等多方位竞争优势, 未来在深耕供应链持续打造优质产品基础上, 通过发力加盟渠道渗透高低线市场, 贯彻“双动力”战略打造科技型珠宝公司, 有望持续成长。

供应链和渠道双轮驱动, 打造周大福品牌核心竞争力, 科技赋能未来发展。公司深耕珠宝行业九十三载, 品牌力深入人心, 未来持续推进供应链和渠道建设, 叠加数字化赋能, 巩固核心竞争力。(1) 供应链 (产品): 公司打造纵向一体化产业链, 保证产品设计、质量和消费者体验均处于业内最优水平, “传承系列”古法金及后续爆款新品有望持续引领市场消费风潮。(2) 渠道: 公司战略清晰, 在高线优势市场加密巩固品牌形象, 并以周大福荟馆等店型丰富客户体验; 低线潜力市场通过“新城镇计划”配合省代资源发力, 优厚加盟商政策和标准化管理双管齐下, 深挖下沉市

场加盟商的新开店和翻牌潜力，打开增长空间；2022 年推出精致店计划，以低投资额的小业态进一步加强区域渗透。(3) 数字化：公司以“Smart+”战略投入科技建设，数字化赋能智慧零售+智慧制造，通过云柜台、智能奉客盘、云商 365 等多工具、全环节提升终端表现，打造科技型珠宝公司。长期看，公司多方位竞争优势突出，以“实动力”推进经营版图扩张，以“云动力”建设智慧零售赋能未来发展，龙头优势有望更加凸显。

详见开源零售 2022 年 10 月 11 日首次覆盖报告《周大福 (1929.HK)：珠宝龙头品牌积淀深厚，内地渠道扩张驱动成长》。

表4：本周重点推荐个股鲁商发展、吉宏股份等表现相对较好

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	107.03	-7.40%	2.14	2.79	3.59	50	38	30
300957.SZ	贝泰妮	买入	154.50	-5.39%	2.76	3.68	4.81	56	42	32
603214.SH	爱婴室	买入	17.15	1.30%	0.61	0.83	1.07	28	21	16
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.08	3.25%	0.36	0.40	0.44	14	13	12
600612.SH	老凤祥	买入	41.50	2.42%	3.59	4.05	4.57	12	10	9
002803.SZ	吉宏股份	买入	14.45	9.47%	0.76	1.01	1.31	19	14	11
002867.SZ	周大生	买入	12.68	4.79%	1.14	1.37	1.61	11	9	8
300896.SZ	爱美客	买入	492.40	-0.82%	6.47	9.52	13.31	76	52	37
603605.SH	珀莱雅	买入	172.02	-2.18%	2.62	3.33	4.15	66	52	41
600655.SH	豫园股份	买入	6.93	2.21%	0.93	1.00	1.08	7	7	6
600223.SH	鲁商发展	买入	7.82	10.61%	0.37	0.60	0.84	21	13	9
002345.SZ	潮宏基	买入	4.40	1.85%	0.35	0.44	0.52	13	10	8
301177.SZ	迪阿股份	买入	48.06	1.12%	2.81	3.55	4.28	17	14	11
601933.SH	永辉超市	买入	3.17	1.28%	0.03	0.10	0.15	106	32	21
603708.SH	家家悦	买入	10.61	0.95%	0.40	0.60	0.77	27	18	14

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/11/11）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：菲欧曼、资生堂、京东新百货、抖音双 11、可复美等

【菲欧曼】菲欧曼三款特许药械进驻博鳌乐城医疗机构

11 月 7 日消息，近日 FILLMED 菲欧曼旗下三款透明质酸特许药械产品，注射用交联透明质酸钠凝胶 ART FILLER FINE LINES，注射用透明质酸钠溶液 M-HA10、注射用透明质酸钠复合溶液 NCTF 135 HA 已进驻海南博鳌乐城相关医疗机构。(来源：医与美产业笔记)

【大润发 Super】大润发 Super 华中开首店

11 月 8 日消息，近日华中区域第一家“大润发 Super 生活超市”在武汉光谷保利广场试营业，超市总 SKU 数量约 1.2 万，食品占比高达 85%，生鲜占比 20%。“大润发 Super 生活超市”是大润发在新零售背景下，多业态、全渠道发展升级，实现商圈服务全覆盖的重要组成部分。(来源：零售圈)

【艾尔建美学】艾尔建美学与中国整形美容协会达成战略合作

11月8日消息，近日全球医美生物制药领域领军企业艾尔建美学与中国整形美容协会在第五届进博会上签署为期三年的战略合作意向书，共同合作编制《中国医美行业发展调查报告》，并在“三正规”倡议和正品“扫码验真”等领域深化合作。（来源：医与美产业笔记）

【汉高】施华蔻母公司汉高 2022 年第三季度营收同比增长 17.3%

11月8日，施华蔻母公司汉高发布 2022 年第三季度财报。公司 2022 财年第三季度实现营收 59.76 亿欧元，同比增长 17.3%；前三季度累计营收为 168.89 亿欧元，同比增长 12.5%。（来源：青眼资讯）

【武商梦时代】“全球最大纯商业体”武商梦时代正式开业

11月9日，“全球最大纯商业体”武商梦时代正式开业。武商梦时代位于武汉江南核心商圈，建筑面积达 80 万平方米，建设周期达 6 年，共投资 120 余亿元，目前已入驻超 600 多个品牌。（来源：联商网）

【双 11 补贴】宁波市联合拼多多发放“双 11 专项补贴”

11月10日消息，近日宁波市政府在拼多多为宁波品牌和商品提供“双 11 专项大礼包”，发放 500 万元消费补贴，全面助力宁波制造直连最广消费者。（来源：联商网）

【资生堂】资生堂 2022 财年前三季度营收同比增长 4.7%

11月10日，国际美妆品牌资生堂公布 2022 财年第三季度财报。资生堂前三季度实现营收 7627 亿日元，同比增长 4.7%。中国市场营销为 1719 亿日元，同比下滑 9.9%，经营亏损持续扩大至 4.3 亿人民币。（来源：青眼资讯）

【资生堂中国】资生堂中国换帅，首席策略官梅津利信将接任中国 CEO

11月10日，资生堂日本总部发布新的人事任命，此前任中国 CEO 的藤原宪太郎将升任资生堂社长、COO（即资生堂集团总裁兼首席运营官），中国 CEO 将由现任资生堂集团首席策略官梅津利信接任。（来源：青眼资讯）

【DHC】日本金融集团欧力士将收购化妆品电商和健康食品企业 DHC

11月11日消息，近日据日本经济新闻社报道，日本金融集团欧力士（Orix）将收购化妆品电商和健康食品企业 DHC（蝶翠诗），预计收购金额达到约 3000 亿日元（约合人民币 153 亿元）。（来源：青眼资讯）

【HBN】国货功效护肤品牌 HBN 推出新品超 A 醇晚霜

11月12日消息，近日国货功效护肤品牌 HBN 推出新品超 A 醇晚霜，宣称添加专研 Complex-ATRA 及玻色因成分，能紧致抗老。（来源：青眼资讯）

【京东新百货】2022 年双 11，京东新百货共有 589 个品类销售增长超 100%

11月12日，京东发布 2022 年双 11 战报。根据战报，京东新百货服饰、居家、美妆、运动户外、奢品钟表五大品类均表现优异，共有 589 个品类成交额同比增长超 100%，10025 个品牌实现销售倍增。（来源：京东官方公众号）

【抖音双 11】抖音双 11 货架电商带动日均销量增长 156%

11 月 12 日，抖音电商发布“抖音双 11 好物节”数据报告。报告显示，2022 年双 11，平台重点打造货架电商，加强商城、搜索、橱窗等渠道的经营。活动期间（10 月 31 日至 11 月 11 日）平台货架电商带动日均销量同比增长了 156%，商品曝光量是上半年的 1.6 倍。（来源：抖音电商官方公众号）

【快手电商】快手 116 心意购物节电商短视频订单量同比增长超 515%

11 月 12 日消息，快手发布 116 心意购物节（以下简称快手 116）战报。报告显示，2022 年 116 期间（10 月 20 日-11 月 11 日），电商短视频订单量增速显著，同比 2021 年增长超 515%；买家数同比 2021 年增长超 40%；搜索订单量同比 2021 年增长超 70%；快品牌表现突出，GMV 同比增长超 80%。（来源：亿邦动力网）

【可复美】2022 年双十一期间可复美全渠道 GMV 增长超 130%

11 月 13 日，巨子生物旗下可复美发布双十一战报。战报显示，2022 年双十一期间，可复美全渠道 GMV 增长超 130%，在天猫渠道上，可复美在医疗器械、面部健康、伤口敷料、保健用品四个类目均位居第一名。（来源：可复美官方公众号）

3.2、公司公告：孩子王首次公开发行部分战略配售股份上市流通等

孩子王：关于首次公开发行部分战略配售股份上市流通的提示性公告

根据公司 11 月 7 日公告，公司首次公开发行部分战略配售限售股上市流通。本次上市流通的战略配售股份数量为 1080 万股，占公司总股本 0.9926%。本次上市流通日期为 2022 年 11 月 9 日。

中百集团：关于持股 5%以上股东减持股份超过 1%的公告

根据公司 11 月 7 日公告，截至 11 月 7 日，公司股东永辉超市股份有限公司累计减持 1.58 亿股，占总股本的 1.7%，减持后赣州金融控股集团持股 23.16%。

潮宏基：关于股东股份解除质押的公告

根据公司 11 月 8 日公告，公司股东东冠集团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约为 1380 万股，占其持股数量的 17.92%，占公司总股本的 1.55%。

爱婴室：关于持股 5%以上股东减持股份实施结果公告

根据公司 11 月 9 日公告，合众投资已减持公司股份为 140.48 万股，占公司总股本的 1.00%。截至本公告日，合众投资的减持计划时间届满。合众投资现持有公司股份 2260.76 万股，占公司目前总股本的 16.09%。

步步高：关于控股股东部分股份质押的公告

根据公司 11 月 10 日公告，控股股东步步高投资集团股份有限公司所持部分公司股

份质押，本次质押股份数量为 160 万股。质押完成后，步步高集团累计质押股份 1.84 亿股，占其所持股份总数的 60.94%，占公司总股本的 21.32%。

华东医药：关于控股股东部分股份质押的公告

根据公司 11 月 11 日公告，控股股东中国远大集团有限责任公司所持部分公司股份质押，本次质押股份数量为 1985 万股。质押完成后，步步高集团累计质押股份 1.64 亿股，占其所持股份总数的 22.5%，占公司总股本的 9.38%。

若羽臣：关于持股 5%以上股东股份变动比例超过 1%的公告

根据公司 11 月 11 日公告，持有公司总股本 5%以上的股东朗姿股份有限公司于 2022 年 10 月 28 日至 2022 年 11 月 10 日期间，通过集中竞价交易和大宗交易方式累计减持公司股份 217.69 万股，约占公司总股本的 1.79%，减持后持股 10.54%。

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
11 月 14 日	王府井	股东大会召开
11 月 14 日	潮宏基	股东大会召开
11 月 15 日	豫园股份	股票回购
11 月 16 日	孩子王	股东大会召开
11 月 17 日	银座股份	业绩发布会
11 月 17 日	爱美客	股东大会召开
11 月 17 日	青松股份	股东大会召开
11 月 17 日	天音控股	股东大会召开
11 月 21 日	朗姿股份	股东大会召开
11 月 22 日	凯淳股份	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 60 届中国（上海）国际美博会等

日期	主题	重大事项
11 月 24 日	美妆	2022 美妆行业年度复盘及趋势分享会
11 月 24 日	美妆	第 60 届中国（上海）国际美博会
11 月 24 日	消费	CGCA2022 第六届中国消费品行业 CIO 年会
11 月 25 日	零售	2022 中国新零售社群团长大会
12 月 2 日	零售	2022 元宇宙新零售创新国际峰会
12 月 14 日	美妆	2022 CBE 中国美容博览会暨美妆供应链博览会
12 月 14 日	母婴	2022 第 22 届上海 CBME 孕婴童展
12 月 16 日	医美	第十届全国微创医学美容大会
12 月 26 日	医美	第 27 届北京国际美博会
2 月 17 日	电商	2023 第十二届杭州（全球）新电商博览会

资料来源：亿邦动力网、活动家、会展之窗等、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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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，属于商业秘密材料，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