

商贸零售

2022年11月30日

卯迎旭日、复苏有时，龙头品牌优势显著

——行业投资策略

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（联系人）

杨柏炜（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

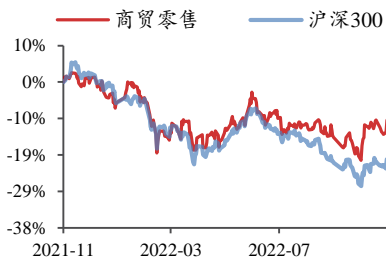
yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790122040015

证书编号：S0790122040052

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《双美生物发布胶原蛋白新品，巨子生物规范产品命名—行业周报》

-2022.11.27

《关注零售行业年度投资策略：卯迎旭日、复苏有时—行业周报》

-2022.11.20

《10月社零同比-0.5%，三重压力下社会消费低于预期—行业点评报告》

-2022.11.15

● 投资建议：关注疫后线下消费复苏，把握竞争优势边际提升的龙头品牌

2022年，我国社会消费和零售企业经营业绩受到疫情较大影响，但我们也看到，部分龙头品牌通过持续发力品牌、渠道和供应链建设，逆势实现优秀业绩表现。展望2023年零售行业投资，考虑疫情影响长期趋缓与近期优化疫情防控“二十条”等政策体现的边际变化趋势，我们建议重点关注受益疫情缓和、线下消费恢复的细分赛道，把握竞争优势边际提升的龙头品牌公司。具体包括三条投资主线，

- (1) 化妆品：看好贯彻“大单品+多渠道+多品牌”战略的国货美妆龙头品牌；
- (2) 医美：关注疫后医美消费恢复，看好高壁垒、强韧性的医美产品龙头厂商；
- (3) 珠宝钻石：行业显著受益疫后线下消费复苏，龙头发力下沉扩张提升市占率，此外关注部分品牌在培育钻石赛道先发卡位布局。

● 化妆品：行业进入产品驱动阶段，关注国货美妆龙头品牌崛起

整体看，行业短期承压但长期成长无虞；渠道方面线上占比提升、抖音快速崛起；产业链看，疫情、监管等因素冲击下，上下游经营表现出现分化，而品牌方内部马太效应加剧，头部国货品牌在大盘销售疲弱背景下实现逆势增长。我们认为，随着渠道红利减弱，目前化妆品行业已步入产品驱动阶段，国货美妆龙头品牌的“大单品+多渠道”逻辑得到持续验证，同时多品牌战略布局也初见成效，有望对长期成长形成支撑。建议关注功效护肤、防晒等细分赛道，重点推荐销售表现较好且长期成长逻辑清晰的国货龙头品牌，包括珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等。

● 医美：短期冲击不改长期逻辑，关注高壁垒、强韧性的医美产品龙头厂商

短期疫情影响线下医美消费，轻医美体现较强韧性，行业也在逐步出清；长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度均有提升空间，严监管也利好具备合法合规资质的医美产品和机构龙头。我们认为，未来医美产品核心竞争力在于符合监管方（合规）要求基础上，还需要同时满足机构方（盈利、赋能等）及消费者（效果、性价比等）需求。医美产品的迭代更新升级，也将持续引领行业热潮，建议关注水光针、胶原蛋白、再生类产品和减重等高景气细分赛道，重点推荐医美产品龙头爱美客，受益标的包括医美机构龙头朗姿股份等。

● 珠宝钻石：龙头持续下沉扩张，关注部分品牌培育钻石先发布局

短期疫情影响珠宝线下消费，但长期看，婚庆需求刚性叠加新工艺新产品将带来疫后消费复苏弹性；竞争格局方面，随着中小品牌经营承压、行业开始出清，龙头品牌发力下沉扩张，有望依托品牌、产品、渠道力优势实现市占率进一步提升。此外，培育钻石赛道方兴未艾，“填补、替代、创造”有望驱动消费需求增长，而在产业链中，下游品牌零售企业直接触达终端消费者、掌握产品定价权，未来有望凭借渠道优势成为产业链核心盈利环节。建议关注培育钻石国内市场教育、渗透率提升进程和部分珠宝品牌先发卡位布局优势，重点推荐周大福、潮宏基、周大生和迪阿股份，受益标的中国黄金等。

● 风险提示：宏观经济风险、疫情反复、竞争加剧、政策风险等

目录

1、零售行业综述：疫情扰动社会消费，三季度以来缓慢复苏.....	5
1.1、零售数据：疫情带来多方面影响，三季度以来社会消费缓慢恢复.....	5
1.2、零售行情：年初至今累计跌幅为 14.25%，表现强于大盘.....	7
1.3、零售企业经营业绩：二、三季度受到疫情反复明显影响.....	7
2、化妆品：大单品、多渠道、多品牌驱动国货美妆龙头崛起.....	9
2.1、行业复盘：短期增长有所放缓，抖音渠道快速崛起.....	9
2.2、发展趋势：行业步入产品驱动阶段，国货品牌崛起势不可挡.....	11
2.3、细分赛道：关注功效护肤、防晒等高景气赛道.....	13
3、医美：监管趋严利好合规龙头，关注高景气细分赛道.....	14
3.1、行业复盘：疫情扰动下轻医美韧性凸显，行业出清逻辑加速兑现.....	14
3.2、长期逻辑：行业渗透率、国产化率、合规率均有提升空间.....	15
3.3、解构医美产品：“BCG”三要素构筑产品核心竞争力.....	16
3.4、细分赛道：关注水光、胶原蛋白、再生类、减重等高景气赛道.....	18
4、黄金珠宝：疫情加速行业出清，龙头持续下沉扩张发展.....	20
4.1、行业复盘：疫情中曲折前行，黄金品类持续热销.....	20
4.2、行业观点：头部品牌渠道+产品双管齐下，持续提升市占率.....	21
5、培育钻石：科技造物赏消费新风，品牌零售开拓国内市场.....	23
5.1、综述：科技造物巧夺天工，“填补、替代、创造”驱动需求增长.....	23
5.2、产业链：上游 HTHP 法我国领先，CVD 法全球产能扩张弹性大.....	24
5.3、下游消费市场：美国珠玉在前、国内方兴未艾，看龙头品牌入局.....	26
6、传统零售：超市企业持续创新探索，母婴消费乘政策东风.....	29
6.1、超市：持续推进供应链建设、到家业务布局、新业态探索等.....	29
6.2、母婴零售：政策助力，龙头扩张整合、拓宽母婴生态布局.....	30
7、投资建议：关注线下消费复苏，把握优质赛道龙头品牌.....	31
8、风险提示.....	32

图表目录

图 1：2022 年前三季度社会消费增速呈现 V 型走势.....	5
图 2：2022 年 CPI 整体温和上涨，食品类增速较快.....	5
图 3：必选消费品类整体表现稳健，可选消费品类则出现分化.....	5
图 4：线上渠道渗透率保持在较高水平.....	6
图 5：2022 年京东双 11 再创新纪录.....	6
图 6：线下各业态零售额（累计同比增速）分化明显.....	6
图 7：优化疫情防控“二十条”进一步明确防疫方向.....	6
图 8：2022 年年初至今，零售（商贸零售）指数下跌 14.25%.....	7
图 9：2022 年年初至今零售行业（商贸零售）表现排在第 10 位.....	7
图 10：三季度行业收入端同比增速转正.....	8
图 11：二季度利润端明显承压，三季度有所好转.....	8
图 12：三季度，医美化妆品、黄金珠宝营收有所恢复.....	8
图 13：三季度超市亏损收窄，医美化妆品等利润承压.....	8
图 14：2022 年以来化妆品行业增长略显疲态.....	9

图 15: 我国化妆品行业规模长期有望保持稳健增长.....	9
图 16: 化妆品行业电商渠道渗透率持续提升.....	9
图 17: 化妆品在抖音渠道的销售快速崛起.....	9
图 18: 2022Q3 有多个美妆品牌关停、退出中国市场.....	10
图 19: 头部国货品牌方营收增速远高于行业水平.....	10
图 20: 21 世纪以来, 根据驱动力不同, 国货化妆品品牌的发展可划分为三个主要阶段.....	11
图 21: 雅诗兰黛明星大单品小棕瓶生命周期.....	12
图 22: 国货品牌积极打造、迭代大单品.....	12
图 23: “功效”成为消费者关注重点.....	13
图 24: 国货品牌布局功效护肤赛道俘获消费者心智.....	13
图 25: 防晒化妆品在护肤流程中扮演重要角色.....	13
图 26: 我国防晒化妆品人均年消费水平较低(2021 年).....	13
图 27: 疫情影响人员流动, 一线城市虹吸效应减弱, 手术类项目明显收缩.....	14
图 28: 疫情、监管背景下医美机构经营遇困难, 多地中小医美机构意欲转让.....	14
图 29: 中国医美项目渗透率远低于发达国家.....	15
图 30: 轻医美占比有望持续提升.....	15
图 31: 薇旖美为目前唯一合规重组胶原蛋白填充剂.....	15
图 32: 医美行业乱象层出不穷, 需要严监管规范.....	15
图 33: 医美产品生产厂商占据产业链核心环节.....	16
图 34: 行业持续规范背景下, 合规性是医美产品生命力最重要的保障.....	16
图 35: 产品厂商赋能机构有助于提高机构推广对应产品的意愿.....	17
图 36: 即刻效果、持续时长、安全性、价格等指标均是消费者关注重点.....	17
图 37: 胶原蛋白注射产品规模有望较快提升.....	18
图 38: 重组胶原蛋白渗透率有望持续提升.....	18
图 39: 目前国内再生类产品市场呈现三足鼎立格局.....	19
图 40: 2021 年我国肥胖人数已达 2.3 亿人.....	19
图 41: GLP-1 受体激动剂通过抑制食欲产生减肥功效.....	19
图 42: 2022 年黄金珠宝零售额呈现正 V 形走势.....	20
图 43: 黄金珠宝零售额累计增速跑赢多数可选消费品类.....	20
图 44: 疫情影响下, 中小品牌门店加速出清.....	20
图 45: 头部品牌相继将一口价黄金改为按克计价.....	20
图 46: 周大福精致店主打小业态、针对性选品.....	21
图 47: 周大生推出新业态“周大生经典”以黄金为主.....	21
图 48: 潮宏基数字化赋能支持加盟门店管理.....	21
图 49: 以周大福为例, 头部品牌具有多方面竞争优势.....	21
图 50: 设计与工艺升级有望拓展黄金首饰消费场景.....	22
图 51: 周大福推出“人生四美”系列产品.....	22
图 52: 周大福通过加盟模式发力渗透下沉市场.....	22
图 53: 潮宏基“花丝风雨桥”系列彰显时尚珠宝特色.....	22
图 54: 天然钻石和培育钻石均为“真钻石”, 主要差异仅在于形成过程不同.....	23
图 55: 近年来全球天然钻石供给持续受限.....	23
图 56: 培育钻石更容易生产大钻、彩钻、异形钻.....	23
图 57: 拆解产业链来看, 上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握核心价值环节.....	24
图 58: 六面顶压机的核心硬件包括铰链梁、顶锤等.....	24
图 59: CVD 法相关技术水平仍在快速迭代.....	25

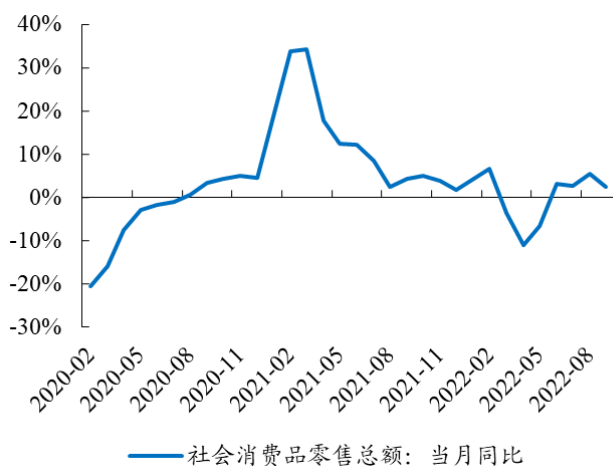
图 60: 征世科技首发臻作亮相进博会	25
图 61: 印度培育钻石裸钻出口额持续增长	25
图 62: 印度钻石切磨产业优势在于人力成本极低	25
图 63: 美国培育钻石首饰渗透率 2020-2022 年持续提升	26
图 64: 已有较大比例美国消费者了解培育钻石品类	26
图 65: 从美国市场看, 2019 年开始终端零售品牌布局开始提速	26
图 66: 莱昂纳多《血钻》揭露天然钻石产业人权问题	27
图 67: 培育钻石宣传会强调环境友好特质	27
图 68: 近年来国内培育钻石品牌也在蓬勃发展	27
图 69: 培育钻石品牌通过线上科普种草教育消费者	28
图 70: 年轻客群对培育钻石有较大兴趣与接受度	28
图 71: 潮宏基宣布与力量钻石等成立合资公司	28
图 72: 中国黄金董事长陈雄伟宣布拟布局培育钻石领域	28
图 73: 2022Q3 超市板块整体营收同比略有下滑	29
图 74: 2022Q3 超市板块亏损额同比收窄	29
图 75: 永辉超市持续推进供应链建设	29
图 76: 家家悦已在探索会员店业态	29
图 77: 母婴消费市场规模有望稳步增长	30
图 78: 三孩政策组合拳陆续落地	30
图 79: 爱婴室收购贝贝熊, 双品牌协同共进	30
图 80: 爱婴室开设“星可星可托育园”拓展生态布局	30
表 1: 零售各细分板块 2022 年前三季度财务指标: 超市亏损收窄, 黄金珠宝、医美化妆品营收有所恢复	8
表 2: 新规要求化妆品需做功效宣称, 推动行业合规门槛提升	10
表 3: 电商大促排名持续提升, 国货崛起势不可挡	12
表 4: 过去常有不合规的妆字号产品被用于“水光针”项目	18
表 5: 投资建议: 关注优质零售细分赛道机会	31

1、零售行业综述：疫情扰动社会消费，三季度以来缓慢复苏

1.1、零售数据：疫情带来多方面影响，三季度以来社会消费缓慢恢复

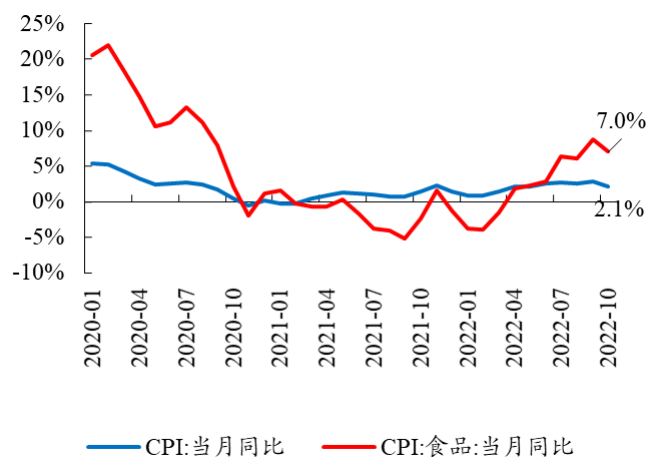
2022年前三季度，社会消费增速呈现V型走势，主要系疫情反复等因素扰动影响。2022年前三季度，我国社零总额为32.0万亿元（同比+0.7%），其中一、二、三季度单季同比分别+3.3%/-4.6%/+3.5%，整体呈现出V型走势，二季度受疫情明显影响，三季度以来则有缓慢恢复。物价方面，受食品价格尤其是猪肉价格上涨带动，2022年前三季度CPI温和上涨，但10月份涨幅有所回落，2022年10月整体/食品类CPI同比增速分别为+2.1%/+7.0%。

图1：2022年前三季度社会消费增速呈现V型走势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

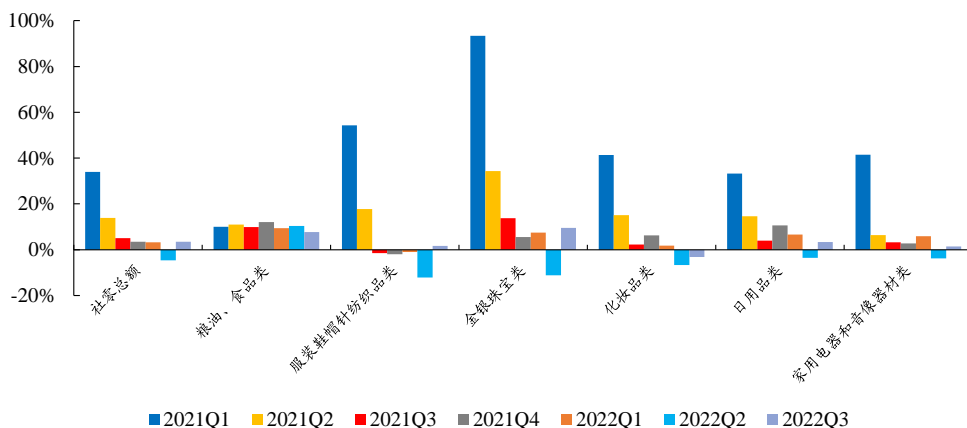
图2：2022年CPI整体温和上涨，食品类增速较快



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看，粮油食品等必选消费表现稳健，可选消费品类有所分化。必选消费品方面：2022年前三季度居民基本生活商品需求表现稳健，粮油、食品等增长平稳。可选消费品方面：金银珠宝受益婚庆刚性需求和7月金价急跌引发“抢金潮”，三季度消费恢复相对明显（2022Q1/Q2/Q3单季同比分别+7.4%/-11.1%/+9.5%）；化妆品类2022Q1/Q2/Q3单季同比分别+1.7%/-6.7%/-3.2%，近2个季度持续表现平淡。整体看，必选品类表现相对较好，可选品类受居民消费力、消费意愿和疫情等影响承压。

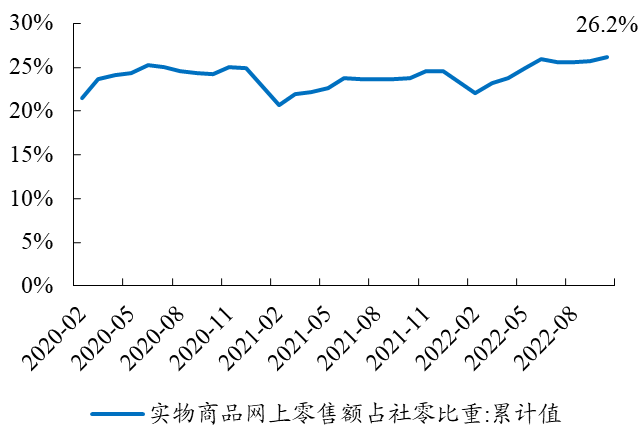
图3：必选消费品类整体表现稳健，可选消费品类则出现分化



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

线上渠道渗透率维持较高水平，电商购物节销售表现良好。2022年1-10月实物商品网上零售总额同比+7.2%，占社零总额比重为26.2%，线上渠道渗透率维持在较高水平。电商购物节方面，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，规模已超万亿元。分具体平台看，天猫官方表示双11期间平台整体交易规模与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%。值得注意的是，2022年双十一各头部电商平台均未披露具体交易总额，或表明电商大促重心已由单一GMV导向转向全方位成长。

图4：线上渠道渗透率保持在较高水平



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

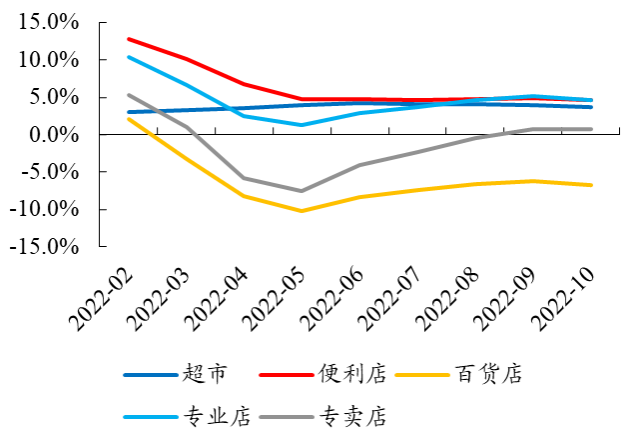
图5：2022年京东双11再创新纪录



资料来源：京东公众号

线下渠道表现分化，关注优化疫情防控“二十条”发布，利好线下消费。2022年以来，线下消费受疫情反复影响表现分化明显。根据国家统计局数据，按零售业态分，2022年1-10月限额以上超市/便利店/百货店/专业店/专卖店零售额同比分别+3.7%/+4.6%/-6.8%/+4.6%/+0.7%。此外疫情防控方面，11月11日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条举措，要求提升防控的科学性、精准性，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响，在一定程度上体现出疫情防控的边际变化，有利于线下消费恢复。

图6：线下各业态零售额（累计同比增速）分化明显



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：优化疫情防控“二十条”进一步明确防疫方向

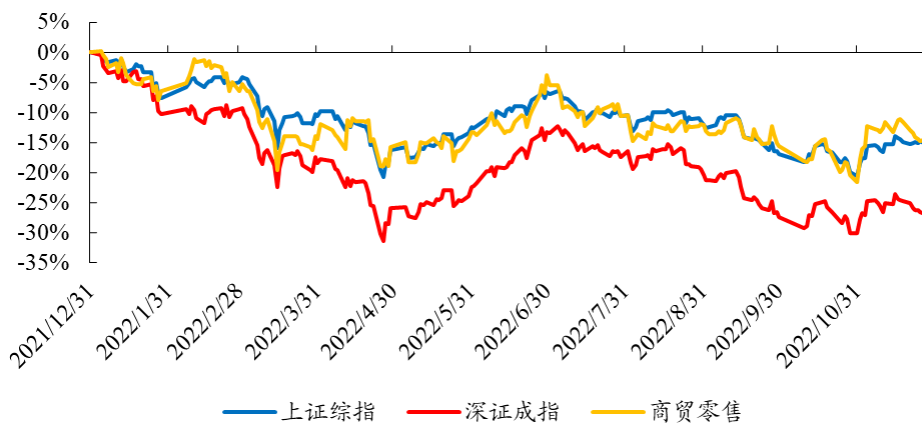


资料来源：新华日报

1.2、零售行情：年初至今累计跌幅为 14.25%，表现强于大盘

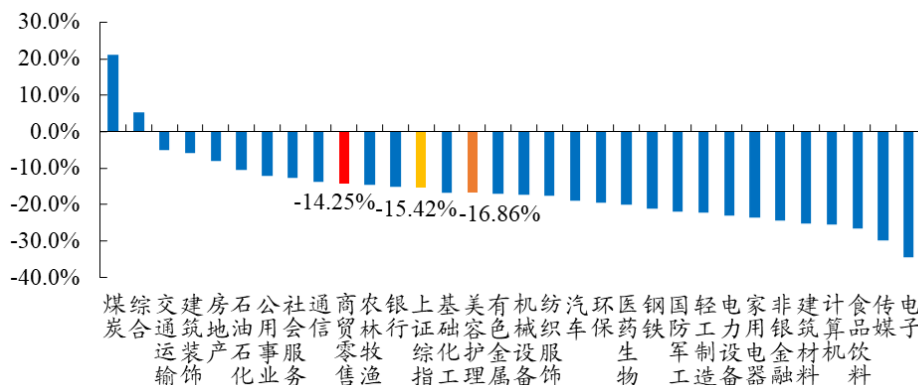
2022 年年初至今零售（商贸零售）指数下跌 14.25%，在所有一级行业中位列第 10 位。2022 年以来，虽然受疫情反复等因素影响，社会消费整体恢复一般，但商业贸易指数整体表现出一定韧性。截至 2022 年 11 月 28 日，零售指数报收 2645.46 点，从年初至今累计跌幅为 14.25%，表现强于大盘（上证综指同期跌幅为 15.42%）。所有行业横向对比看，零售行业（商贸零售指数）表现在 31 个行业中位居第 10 位。

图8：2022 年年初至今，零售（商贸零售）指数下跌 14.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 11 月 28 日）

图9：2022 年年初至今零售行业（商贸零售）表现排在第 10 位

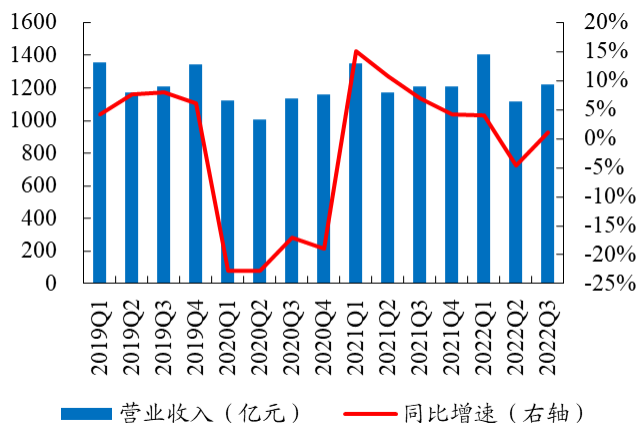


数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 11 月 28 日）

1.3、零售企业经营业绩：二、三季度受到疫情反复明显影响

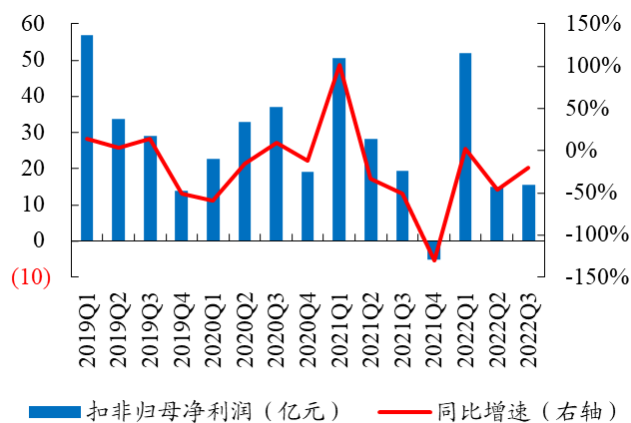
零售企业 2022 年前三季度收入端基本稳定，三季度利润略有好转。我们选取 8 家超市、14 家百货、9 家医美化妆品、9 家黄金珠宝和 3 家专业连锁合计 43 家代表性上市公司（下简称行业整体）作为样本，对零售行业业绩进行梳理分析。收入端看，一季度行业整体收入同比+4.3%，延续恢复趋势；二季度受华东等多地疫情影响，行业收入同比-4.4%有所下滑；三季度零售行业营收同比+1.1%，增速转正。利润端看，一季度单季行业整体扣非归母净利润同比+2.6%，基本稳定；二季度同比-46.6%，主要受疫情反复影响；三季度同比-20.8%降幅环比收窄，零售企业经营仍受疫情影响，但表现已有所好转。

图10: 三季度行业收入端同比增速转正



数据来源: Wind、开源证券研究所

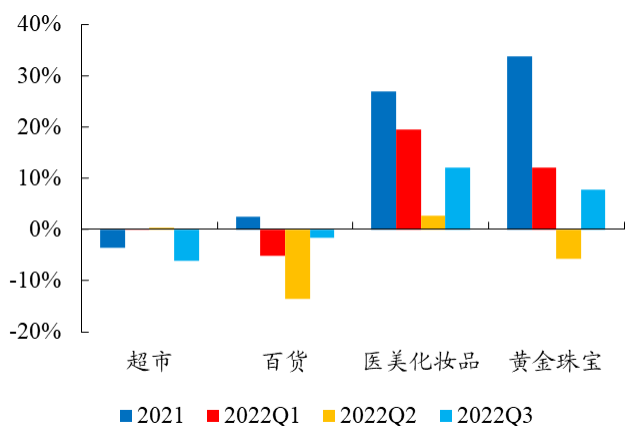
图11: 二季度利润端明显承压, 三季度有所好转



数据来源: Wind、开源证券研究所

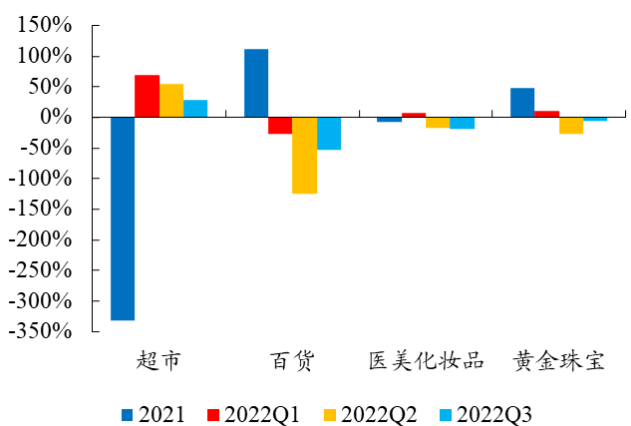
分板块看，多数板块利润承压，但珠宝、医美化妆品部分龙头表现显著优于整体。收入端看，超市略有下滑，医美化妆品、黄金珠宝稳健增长。利润端看，超市亏损额同比收窄，百货、医美化妆品、黄金珠宝三季度利润均承压。竞争格局方面，值得注意的是，尽管受到疫情干扰，但行业内部分头部企业仍持续发力品牌、渠道和供应链建设，深筑竞争壁垒、实现优秀经营表现：医美龙头爱美客、化妆品龙头珀莱雅、贝泰妮和黄金珠宝龙头周大福等均收获良好业绩。

图12: 三季度, 医美化妆品、黄金珠宝营收有所恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 三季度超市亏损收窄, 医美化妆品等利润承压



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 零售各细分板块 2022 年前三季度财务指标: 超市亏损收窄, 黄金珠宝、医美化妆品营收有所恢复

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	1204.8	-2.5	-2.8	-1.8%	83.9%	82.8%	23.1%	23.1%
百货	947.2	27.9	14.9	-6.7%	-39.1%	-58.5%	30.9%	27.2%
黄金珠宝	1177.5	43.8	41.2	5.0%	-10.5%	-7.3%	10.3%	4.5%
医美化妆品	254.1	26.3	24.5	10.8%	-8.7%	-9.5%	61.9%	47.0%
专业连锁	164.9	5.5	4.8	15.9%	-35.4%	-35.9%	22.5%	18.6%

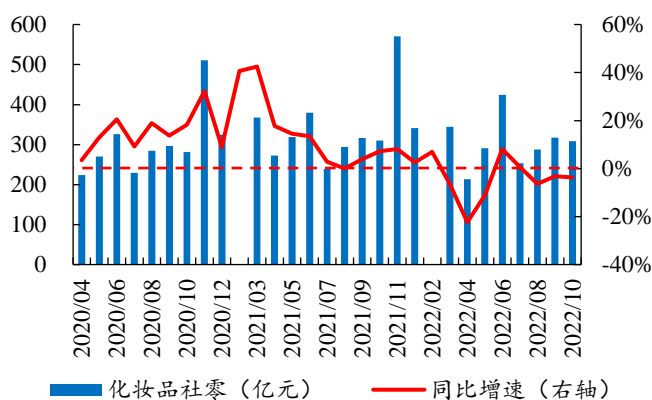
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 以上为 2022Q1-Q3 累计数据)

2、化妆品：大单品、多渠道、多品牌驱动国货美妆龙头崛起

2.1、行业复盘：短期增长有所放缓，抖音渠道快速崛起

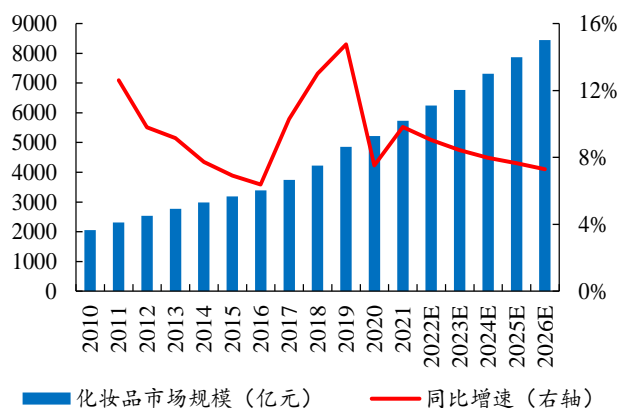
化妆品行业短期增长略显疲态，但长期增长基本盘未变。短期看，2022年以来疫情多点散发导致行业生产、物流受到干扰，三季度超头主播缺席客观上也导致行业“淡季更淡”；2022年1-10月我国化妆品社零同比增速仅-2.8%，行业增长短期略显疲态。但中长期看，我国人均化妆品消费仍低于全球水平，未来行业规模仍有提升空间。根据 Euromonitor 预测，我国化妆品行业 2021-2026 年有望维持 8% 的复合增速，预计 2026 年市场规模有望达到 8443 亿元。我们认为，短期冲击不改行业基本面，化妆品行业仍有望维持稳健增长。

图14：2022年以来化妆品行业增长略显疲态



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

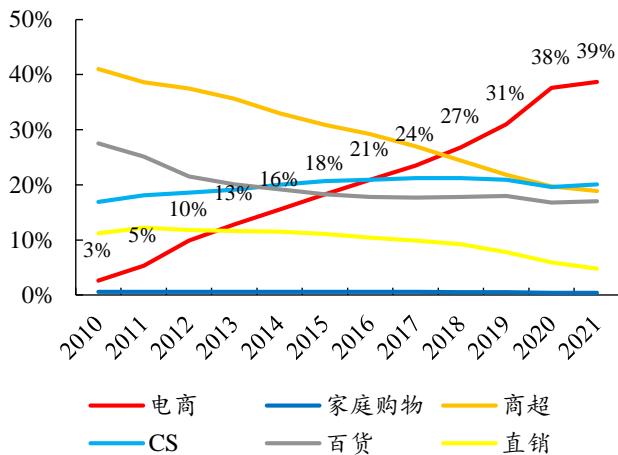
图15：我国化妆品行业规模长期有望保持稳健增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

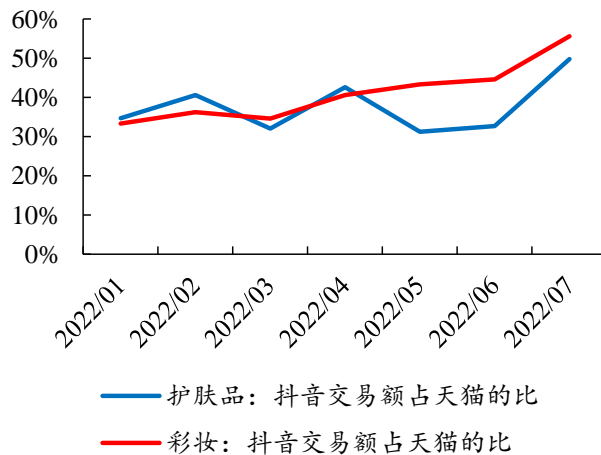
渠道结构：线上渠道占比大，抖音快速崛起。线上是化妆品最重要的销售渠道，根据欧睿咨询数据，2021年化妆品电商渠道销售占比已达39%。线上渠道中，2022年以来抖音快速崛起，其化妆品销售规模已逐渐逼近天猫，特别是在非大促月份（即除38女王节、618、双11等外）。根据解数咨询，2022年7月护肤品、彩妆两个品类的抖音渠道交易额与天猫渠道交易额的比值已分别达到49.9%/55.7%。

图16：化妆品行业电商渠道渗透率持续提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图17：化妆品在抖音渠道的销售快速崛起



数据来源：解数咨询、开源证券研究所

产业链纵向看，外部因素冲击下行业上下游有所分化。(1)上游代工厂：一方面疫情反复限制人员正常流动，代工企业不仅开工受限，物流、仓储等成本也有所提升；另一方面，化妆品新规推动行业合规门槛提升，如新规规定新产品必须做功效宣称，而功效宣称的价格高、周期长，监管趋严的结果是代工企业合规成本全方位提升；“疫情+合规”综合作用下，代工厂经营业绩持续承压。(2)下游品牌方：受益于目前化妆品终端消费场景中线上渠道占比较大，因此品牌方受疫情影响相对小，整体经营表现普遍优于上游。

表2：新规要求化妆品需做功效宣称，推动行业合规门槛提升

功效宣称	参考价格 (万元)	受试者人数 (人)	试验周期 (周)
保湿	3~11	30~35	4~5
控油	3~11	30~35	4~5
舒缓	3~18	35	4
紧致	3~18	35	8
修护	3~23	35	3~4
防晒	5~10	35~70	4~12
去角质	5~12	35	4
祛痘	5~16	35	4
抗皱	5~23	35	12
去屑	10~18	35	4
祛斑美白	12~30	35~70	4~8
防脱发	25~30	60~70	12

资料来源：中国美妆网、开源证券研究所

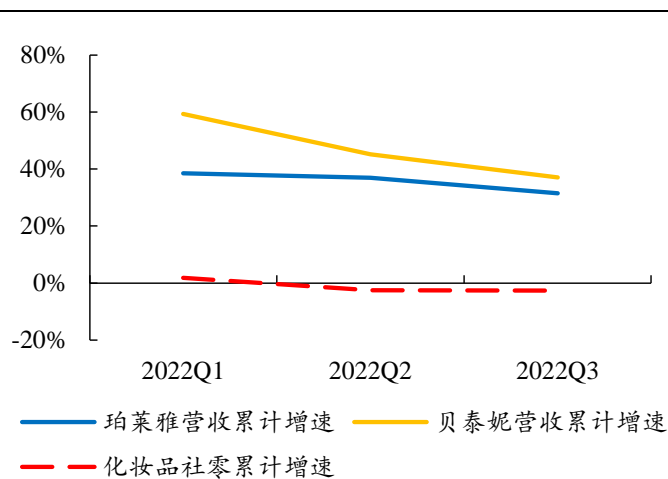
品牌端横向对比看，化妆品品牌马太效应加剧，头部国货品牌增长突出。一方面，众多新锐品牌、中小品牌生存环境在疫情、超头缺席、监管趋严等冲击下持续恶化（据未来迹公众号不完全统计，仅2022年三季度就有5个美妆品牌关停、退出中国市场）；但另一方面，我们看到头部上市公司品牌方（珀莱雅、贝泰妮等），2022年以来营收增速持续远高于行业（2022Q1-Q3 化妆品类社零同比增速仅-2.7%）。化妆品品牌端内部马太效应加剧，“强者恒强”逻辑持续兑现。

图18：2022Q3 有多个美妆品牌关停、退出中国市场

品牌名	品类	关停/退出情况	国内上市
RAINBOWLOGY 雨辑	新锐美妆	旗舰店清仓	2018年
YES!IC	国产彩妆	退市	2018年
stila	美国专业彩妆	天猫旗舰店关停	2019年
AFRELLA 芳玑	国产护肤	清仓大促	2009年
GLAMGLOW	美国网红美妆	天猫旗舰店关停	2019年

资料来源：未来迹公众号、开源证券研究所

图19：头部国货品牌方营收增速远高于行业水平



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

2.2、发展趋势：行业步入产品驱动阶段，国货品牌崛起势不可挡

21世纪以来，根据驱动力不同，国货化妆品品牌发展大致可划分为三个阶段：

渠道驱动 1.0 (2000年-2010年)：国货品牌立足CS渠道与国际大牌形成错位竞争。彼时资生堂、欧莱雅等国际大牌占领高端百货商场渠道，国货品牌则选择价格亲民、拥有BA专业导购的CS渠道，与国际大牌错位竞争，通过广泛覆盖大众市场、迅速扩张站稳脚跟，珀莱雅、自然堂等品牌均诞生于这一时期。

渠道驱动 2.0 (2010年-2020年)：国货品牌借力线上电商渠道红利，迅速发展壮大。十年间先后涌现了货架电商、社交电商、直播、兴趣电商等业态，每次新业态出现均为国货品牌发展壮大带来新机会。早期货架电商时期，国货品牌主要主打低价大牌平替，一系列淘品牌通过电商渗透快速发展；之后随着社交电商发展，网红经济兴起，诞生诸多新锐品牌、网红爆品；而后直播带货、兴趣电商兴起，又为国货品牌带来新的流量红利。整体看，在线上渠道驱动阶段，国货品牌借助电商红利发展壮大，此外行业内众多美妆KOL的出现也带动了消费者认知的进一步提升，成分党崛起是很好的例证。

产品驱动 (2021年至今)：“内因+外应”共同推动行业步入新阶段。一方面随着“早C晚A”、“护肤金字塔”等科学护肤理念普及，消费者护肤理念逐渐成熟；另一方面，2021年化妆品新规正式施行，对化妆品功效宣称提出了相应要求；叠加电商流量红利逐步衰退，在“内因+外应”共同推动下，化妆品企业竞争重点由营销回归到“做出符合消费者需求的产品”，行业步入产品驱动的新阶段。

从与国际大牌在不同渠道错位竞争，到借助线上渠道奋起直追，再到如今发力产品同台对垒，二十年来国货品牌持续崛起。展望未来，国货品牌将步入品牌驱动阶段，届时在做好产品基础上，国货品牌需做出更多独特性来进一步塑造品牌。在这一阶段，研发创新、专利原料将成为国货品牌发展的必经之路。

图20：21世纪以来，根据驱动力不同，国货化妆品品牌的发展可划分为三个主要阶段



资料来源：联商网、各公司官网、各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

产品驱动周期下，头部品牌方纷纷顺势发力大单品。大单品通常指部分用户黏性高（复购率高）、盈利能力强（毛利率高）、知名度广（有昵称）、生命周期长（持续迭代）的产品，例如雅诗兰黛的“小棕瓶”，自1982年推出以来经历6次迭代仍经久不衰，天猫旗舰店显示月销量超5万件。从海外行业发展经验来看，大单品的重要作用在于帮助企业树立优质品牌形象、贡献稳定收入。近年来，国货品牌亦在持续发力，打造、迭代旗下大单品，以珀莱雅为例：公司先前推出红宝石、双抗、源力系列并持续迭代升级，大单品战略初见成效，2022年上半年珀莱雅品牌全部销售中，大单品贡献已超过35%。

图21：雅诗兰黛明星大单品小棕瓶生命周期表



资料来源：雅诗兰黛官网

图22：国货品牌积极打造、迭代大单品



资料来源：薇诺娜天猫旗舰店、珀莱雅天猫旗舰店

国货品牌电商大促排名持续提升，崛起势不可挡。“双十一”电商大促是化妆品行业最重要的销售时间窗口，而天猫渠道又是化妆品的主流销售渠道，因此每年双十一天猫渠道美妆品牌榜单具有一定参考意义。据天下网商公众号统计，2020-2022年三次“双十一”电商大促的天猫渠道美妆TOP10榜单中，国货品牌的上榜数量、整体排名情况均在持续提升，国货崛起有目共睹。

表3：电商大促排名持续提升，国货崛起势不可挡

2020-2022年双十一天猫渠道美妆品牌TOP10榜单			
排名	2020年双11	2021年双11	2022年双11
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（注：红底为国货品牌）

2.3、细分赛道：关注功效护肤、防晒等高景气赛道

功效护肤：“成分党”进化“功效党”，国货品牌乘东风持续俘获消费者心智。随着自媒体美妆 KOL 发展壮大，各类科学护肤观念也普及开来。在此背景下，消费者开始不仅仅看重某个特定成分，而会从科学原理角度出发，思考功效成分作用机制的合理性，并综合考虑化妆品整体效果，实现了从“成分党”到“功效党”的进化。顺此潮流，国货品牌通过讲好主推优势成分机理、专攻细分领域，逐渐获得消费者认可与信赖。上市公司品牌方也重点布局功效护肤赛道，持续俘获消费者心智：例如，珀莱雅、夸迪已经分别和“早 C 晚 A”理念、“次抛”实现了较强绑定。

图23：“功效”成为消费者关注重点



资料来源：美丽修行公众号

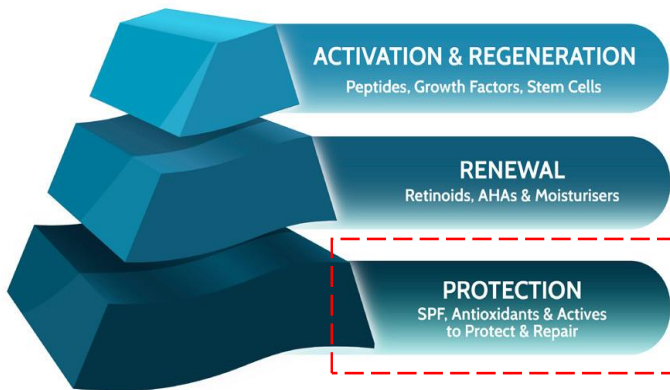
图24：国货品牌布局功效护肤赛道俘获消费者心智



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、夸迪天猫旗舰店

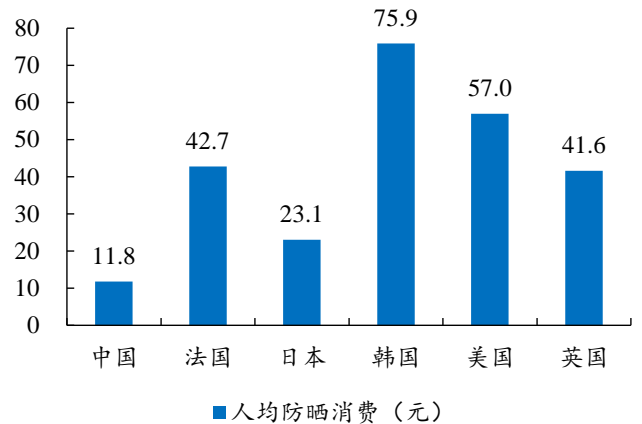
防晒：在护肤中扮演重要角色，国货防晒有望通过差异化竞争实现弯道超车。防晒化妆品可保护皮肤免受紫外线影响，根据护肤金字塔理论，防晒对护肤起到基础性支撑作用。整体看，目前我国防晒化妆品人均消费水平较低，市场尚处于发展早期，未来消费者认知提升有望驱动“量”的增长，需求升级则将推动“价”的提升，量价齐升有望共同驱动行业增长。根据欧睿咨询预测，2026年我国防晒化妆品市场规模有望突破260亿元。较普通化妆品而言，防晒化妆品功效更直观、有效性验证周期更短，这也为优秀国产品牌与国际大牌竞争奠定有利条件。国内企业有望通过重点发力差异化细分赛道，结合自身优势实现弯道超车。

图25：防晒化妆品在护肤流程中扮演重要角色



资料来源：Draelos《再议护肤金字塔》、开源证券研究所

图26：我国防晒化妆品人均年消费水平较低（2021年）



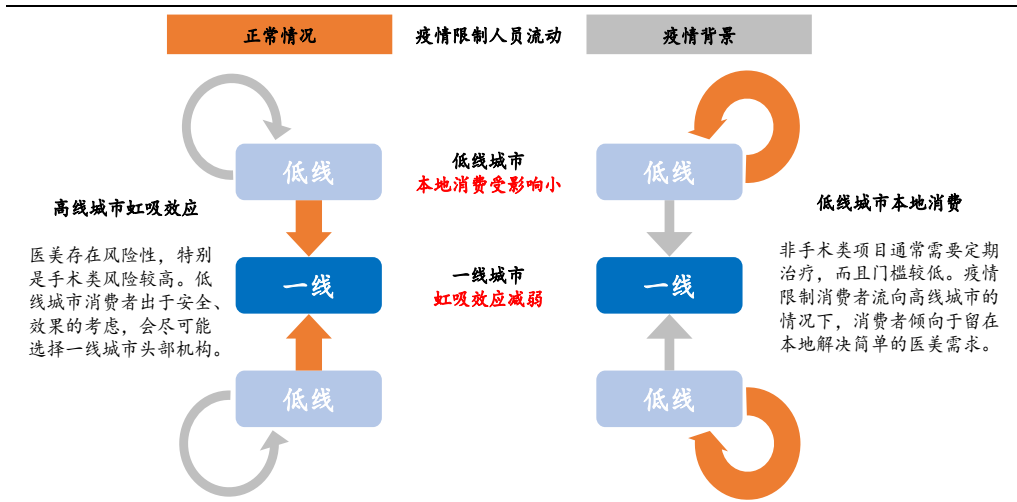
数据来源：Euromonitor、World Bank、开源证券研究所

3、医美：监管趋严利好合规龙头，关注高景气细分赛道

3.1、行业复盘：疫情扰动下轻医美韧性凸显，行业出清逻辑加速兑现

短期扰动下轻医美展现更多韧性，疫后医美消费有望较快修复。2022年3月以来，全国各地疫情频发，严格防控政策影响线下消费场景，整体看，医美消费短期受扰动明显。分项目看，(1) 手术类：疫情影响收入进而影响消费意愿，高客单价手术类项目受到影响；此外疫情背景下，跨区域人员流动受限，一线城市虹吸效应减弱，手术类项目大幅收缩。(2) 非手术类：轻医美项目常需定期治疗（周期3个月及以上），短期出行限制更多是推迟而不是磨灭需求；此外轻医美门槛较低，消费者愿意就地消费，因此整体受影响较小。我们认为，医美需求具备刚性，疫情形势好转后。医美消费有望较好修复。

图27：疫情影响人员流动，一线城市虹吸效应减弱，手术类项目明显收缩



资料来源：开源证券研究所

中小机构经营遇困难，行业集中逻辑加速兑现。严监管（广告宣传等限制）叠加疫情反复影响客流，中小机构生存环境恶化。根据企查查数据，截至2022年10月25日全国共800余家医美机构倒闭注销，行业出清、头部集中逻辑加速兑现。

图28：疫情、监管背景下医美机构经营遇困难，多地中小医美机构意欲转让

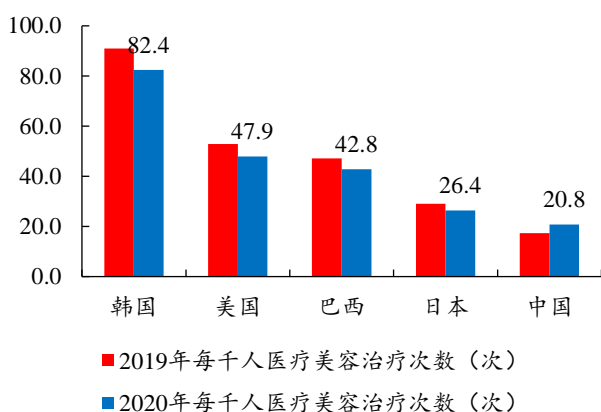
	<p>深圳南山医疗美容门诊部转让</p> <p>面积：800 m² 机构类型：门诊 位置：广东 深圳 南山 物业楼层：单层 月租金：¥3 万 转让费：面议</p> <p>更新时间：2022-11-09</p> <p>查看详情</p>
	<p>深圳龙岗医疗美容整形转让、医美门诊部转让信息</p> <p>面积：1000 m² 机构类型：门诊 位置：广东 深圳 龙岗 物业楼层：连层 月租金： 转让费：面议</p> <p>更新时间：2022-11-09</p> <p>查看详情</p>
	<p>南平建阳医疗美容门诊转让 独栋899平</p> <p>面积：899 m² 机构类型：门诊 位置：福建 南平 建阳 物业楼层：独栋 月租金：1.9万 转让费：¥60 万</p> <p>更新时间：2022-11-08</p> <p>查看详情</p>

资料来源：指点医转网

3.2、长期逻辑：行业渗透率、国产化率、合规率均有提升空间

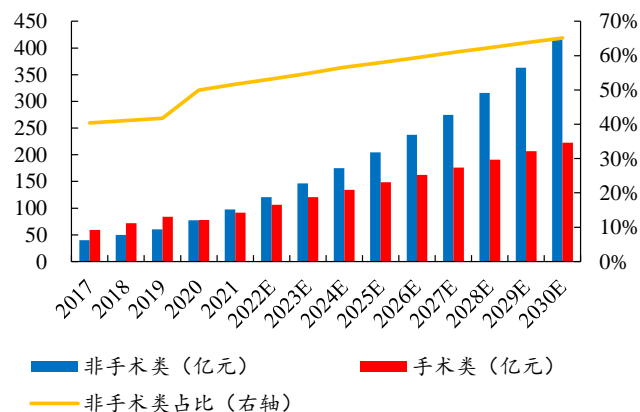
我国医美行业渗透率仍处于较低水平，轻医美势不可挡。2020年我国每千人医疗美容治疗次数为20.8次，较2019年提升3.4次，但横向对比看，较发达国家尚有较大提升空间。长期看，医美行业空间广阔，Frost&Sullivan数据显示，2021年我国医美市场规模为1892亿元，且未来五年有望维持较快增长，年复合增长率有望达16%。轻医美（非手术类）相对于手术类项目具有价格低、风险小、项目耗时短、恢复快等特点，因此更受消费者欢迎，近年来占比快速提升，2021年轻医美市场规模已超越手术类项目，市场规模占比达51.6%。

图29：中国医美项目渗透率远低于发达国家



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图30：轻医美占比有望持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

国产品牌有望在新兴领域弯道超车，行业整体合规化程度尚有较大提升空间。玻尿酸填充等传统领域，国外大牌具备先发优势。但随着新材料应用逐渐推广，医美行业涌现诸多新兴赛道，例如重组胶原蛋白填充剂，目前仅锦波生物薇旖美一款合规III类械产品，国产品牌顺应潮流布局，依托在技术研发、消费者洞察方面的积累，有望弯道超车。此外，行业内水货、违规培训等乱象仍然较多，合规化程度有较大提升空间，监管部门近年来也先后发布覆盖产品、机构、广告营销等多方面的系列规范。严监管有望推动行业出清，利好合规化经营的产品厂商和医美机构。

图31：薇旖美为目前唯一合规重组胶原蛋白填充剂



资料来源：锦波生物官网

图32：医美行业乱象层出不穷，需要严监管规范

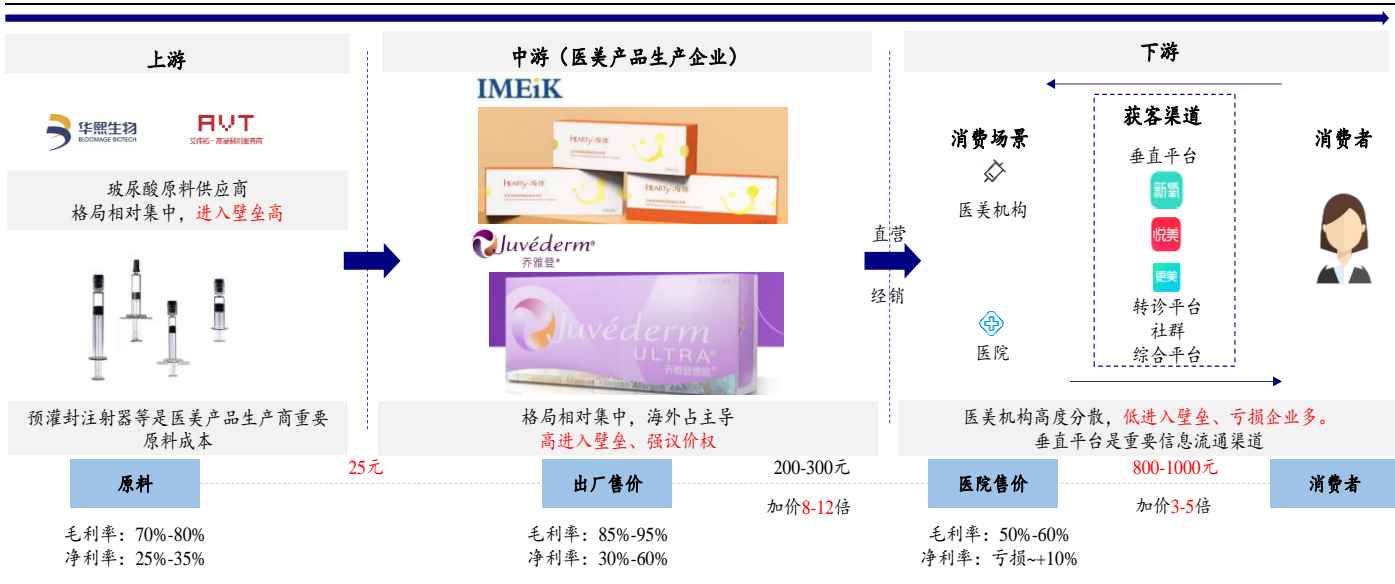


资料来源：2022年央视315晚会

3.3、解构医美产品：“BCG”三要素构筑产品核心竞争力

医美产业链：我们更看好高壁垒、强韧性的医美产品厂商。医美产业链主要由上游原料供应商、中游产品器械生产制造商和下游医美机构构成。其中，中游产品厂商具备较高技术、资质壁垒，掌握产业链议价权，因此具有较强盈利能力。此外，疫情背景下，中上游公司经营区域范围较广，有利于分散疫情管控的风险，受损有限；而下游机构端分布较为集中、区域性明显，疫情多发背景下，面临的经营不确定性加大。综合分析来看，产业链中我们更看好高壁垒、强韧性的医美产品厂商。

图33：医美产品生产厂商占据产业链核心环节



资料来源：爱美客等公司官网、爱美客招股书、新氧 APP、艾瑞咨询、开源证券研究所

“BCG”三要素构筑产品核心竞争力。医美产品的经典传递链路是厂商→医美机构→消费者 (B2B2C)，因此医美产品的核心竞争力在于，在符合监管方 (Government) 合规要求的基础上，同时满足机构方 (Business) 和消费者 (Consumer) 的需求。

“G”端要求：合规是核心。绝大多数医美产品需获得 III 类医疗器械注册证，未取得注册证的违法产品、妆字号产品，以及不规范使用的 I、II 类医疗器械终将被逐渐取缔。监管趋严、行业规范发展背景下，合规性是医美产品生命力最重要的保障。

图34：行业持续规范背景下，合规性是医美产品生命力最重要的保障



资料来源：新华网

“B”端需求：盈利、赋能等。一方面，由于医美机构的盈利性质，利润空间大的产品往往更受终端机构欢迎，此外能否提高消费者粘性（更高频次、提供整体解决方案）也是医美机构关注重点；另一方面，产品厂商提供的医生培训、售后、市场教育等服务，可以有效赋能终端机构，因此当不同竞品差异化程度有限而市场竞争较激烈时，产品厂商服务质量的高低也会成为医美机构着重考虑的因素之一。

图35：产品厂商赋能机构有助于提高机构推广对应产品的意愿



资料来源：爱美客官网

“C”端需求：效果、价格等。产品效果是左右消费者决策的首要因素，进一步又可细分为即刻效果、持续时长、安全性等指标，从新氧 APP 的产品介绍页面来看，上述指标相关信息均有完整呈现。此外，价格也是影响消费者决策的重要因素之一，但在这方面，C 端与 B 端盈利诉求互斥，因此市场中对应存在引流品（性价比高）和盈利品（利润高）两类定位不同的产品。

图36：即刻效果、持续时长、安全性、价格等指标均是消费者关注重点



资料来源：新氧 APP、开源证券研究所

3.4、细分赛道：关注水光、胶原蛋白、再生类、减重等高景气赛道

水光针：满足 B、C 端要求带来赛道高景气，G 端合规要求推动国货替代。水光针通常指以玻尿酸为主要成分的一类复合溶液，一方面可较好满足消费者（C 端）皮肤养护需求，且安全性高、消费者教育深入，入门产品具备性价比；另一方面注射简单，入门产品适合机构（B 端）引流，进阶产品亦有利润空间。此外，2022 年 3 月药监局通过明确成分、用途等要素，将水光针纳入 III 类医疗器械管理。水光针被纳入“正规军”一方面推动无资质产品加速出清，另一方面明确要求亦有利于厂商推出新品，赛道竞争格局有望持续改善。以往常有妆字号产品（如菲洛嘉）被用于水光针项目，但新政策（G 端）出台后这类行为受到限制，当前政策红利窗口期下，满足合规要求的国产品牌加速崛起。

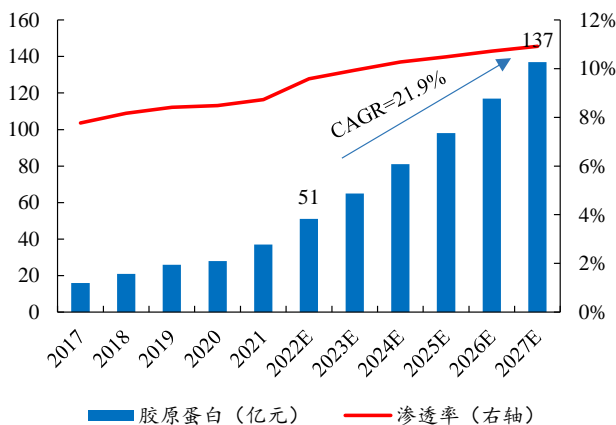
表4：过去常有不合规的妆字号产品被用于“水光针”项目

产品	成分	生产商	注册类型	预期用途
嗨体 2.5、姣活泡泡针	透明质酸、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素 B2	爱美客	III 类医疗器械 国械注准 20163131804	用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹
润致娃娃针/熨纹针/水光	透明质酸钠、盐酸利多卡因	华熙生物	III 类医疗器械 国械注准 20203130295	用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹
瑞蓝·唯琨	微交联透明质酸钠	瑞典 Q-Med	III 类医疗器械 国械注进 20193130625	用于手背部真皮层增加组织容量
NCTF 135 HA (菲洛嘉/菲欧曼)	透明质酸、维生素、氨基酸、辅酶、核酸、矿物质等	菲欧曼实验室	化妆品	-

资料来源：NMPA、各品牌官网、开源证券研究所（注：灰色底表示不合规产品）

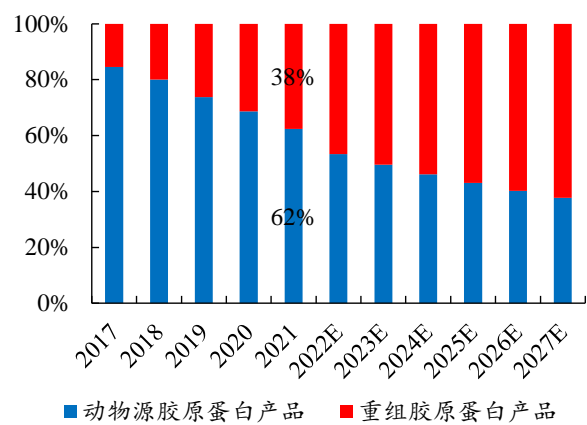
胶原蛋白：优势独特、空间广阔，重组类产品渗透率有望提升。胶原蛋白填充剂相较玻尿酸填充剂而言，具备效果自然、抓附力强、美白等独特优势。根据 Frost&Sullivan 数据，2021 年我国胶原蛋白填充剂市场规模约 37 亿元，2027 年市场规模有望突破 130 亿元。动物源胶原蛋白填充剂虽然问世更早，但因安全问题在国外已逐步被玻尿酸替代。近年来，病毒风险、免疫原性风险均更小的重组胶原蛋白颇受市场关注，重组胶原蛋白填充剂在效果、竞争壁垒、竞争格局等方面均较玻尿酸更有优势，未来渗透率有望持续提升。目前重组胶原蛋白赛道仍是蓝海，国内巨子生物、锦波生物、江苏吴中等公司纷纷加码布局。

图37：胶原蛋白注射产品规模有望较快提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图38：重组胶原蛋白渗透率有望持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

再生类产品：效果自然满足进阶需求，国内合规市场三足鼎立。再生类产品泛指一类添加了可降解刺激物，能持续刺激人体胶原蛋白再生的产品。普通玻尿酸产品通过物理填充起到支撑作用，而再生类产品可以实现更自然的填充效果。目前国内合规产品仅濡白天使、伊妍仕、艾维岚三款，其中濡白天使、艾维岚均为我国自主研发。最早的再生类产品 Sculptra 注射前需加生理盐水复配，而且容易产生肉芽肿。我国自主研发产品做了针对性改进，其中濡白天使无需复配且有即刻填充效果，艾维岚则通过把微球做得更均匀实现了更好的安全性。

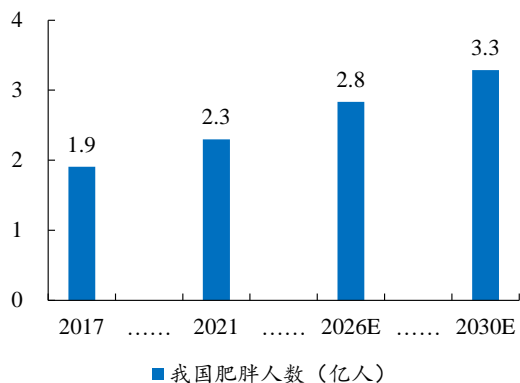
图39：目前国内再生类产品市场呈现三足鼎立格局

<p>伊妍仕（俗称“少女针”） 厂商：华东医药 注册编号：国械注进20213130100 主要成分：聚己内酯（PCL）微球、甘油、羟甲基纤维素、磷酸盐缓冲溶液 推广情况：2022Q1-Q3实现营收4.4亿元</p> 		<p>濡白天使（俗称“天使针”） 厂商：爱美客 注册编号：国械注准20213130460 主要成分：交联透明质酸钠、左旋乳酸（PLLA）-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因、磷酸盐 推广情况：截至8.25已授权超过500多名医生</p>
		<p>艾维岚（俗称“童颜针”） 厂商：圣博玛 注册编号：国械注准20213130276 主要成分：聚乳酸（PLLA）微球、甘露醇和羧甲基纤维素</p> 

资料来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

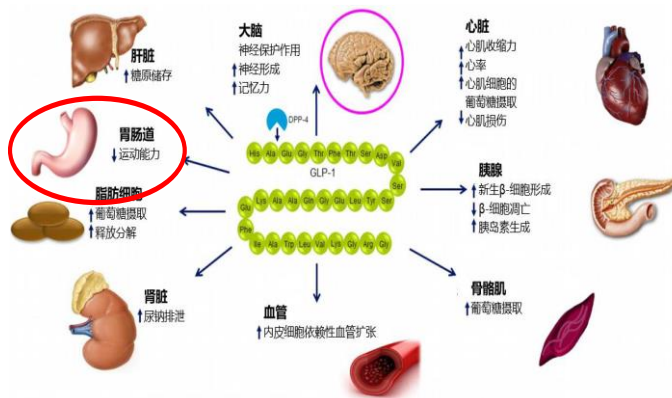
减重：GLP-1 受体激动剂前景良好，国内企业纷纷入场。Frost&Sullivan 数据显示，2021 年中国肥胖人数已达 2.3 亿人，位居全球首位，我国居民正面临严峻肥胖问题。GLP-1 受体激动剂是目前常见的减肥药物，它可作用于中枢上的 GLP-1 受体和中枢的饱胀中心，使人体产生饱胀感并降低食物摄入，通过抑制食欲产生减肥功效。目前 GLP-1 受体激动剂减重适应症领域，全球仅有利拉鲁肽、司美格鲁肽两款获批，其中司美格鲁肽减重效果、持续时间均优于利拉鲁肽。国内华东医药、爱美客等上市公司纷纷正加速布局 GLP-1 受体激动剂。

图40：2021 年我国肥胖人数已达 2.3 亿人



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图41：GLP-1 受体激动剂通过抑制食欲产生减肥功效



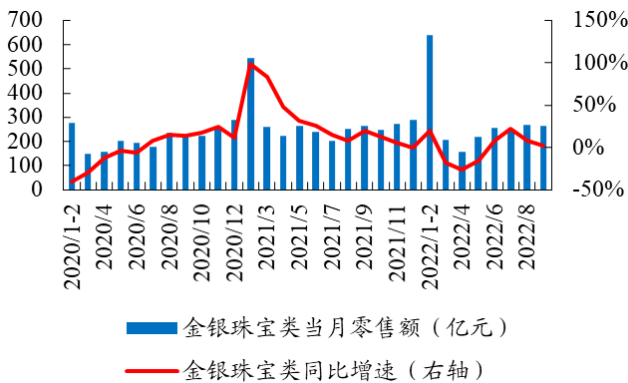
资料来源：Filip 《GLP-1 receptor agonists》、开源证券研究所

4、黄金珠宝：疫情加速行业出清，龙头持续下沉扩张发展

4.1、行业复盘：疫情中曲折前行，黄金品类持续热销

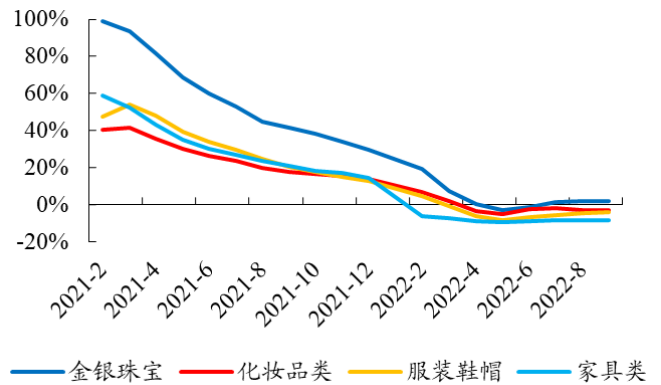
2022年黄金珠宝行业受疫情反复影响明显，但零售额增速仍领跑各可选消费品类。2022年以来，金银珠宝社零数据呈现V形走势：1-2月春节旺季热销延续高景气；3-5月，多地疫情反复影响门店客流和销售；6、7月疫情缓和叠加“抢金潮”需求，行业高增长；9月后部分地区疫情反复再次对门店经营和加盟商订货会等带来不利影响。横向对比，2022年可选消费品类大多承压（1-9月化妆品类/服装鞋帽类/家具类累计零售额增速分别为-2.7%/-4.0%/-8.4%），同期黄金珠宝类零售额增速为+2.2%，仍保持正增长，主要受益于婚庆需求相对刚性叠加黄金品类在终端持续热销。

图42：2022年黄金珠宝零售额呈现正V形走势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图43：黄金珠宝零售额累计增速跑赢多数可选消费品类



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

疫情反复、龙头品牌发力施压等多重因素影响，推动行业出清。2022年以来，黄金珠宝行业呈现出清趋势，具体原因主要有两方面。（1）疫情持续：黄金珠宝品类销售依赖线下门店，疫情长期持续影响对线下客流和消费力造成显著影响，中小黄金珠宝品牌囿于规模和资金实力有限，抗风险能力较弱，面临较大经营竞争压力。（2）龙头品牌发力：首先是将一口价黄金改为按克计价，一方面让利消费者，挽回口碑、刺激销售，另一方面，高利润率品类减少显著影响加盟店盈利能力（体现为毛、净利率下降，单店月销盈亏平衡点提高），导致中小品牌加盟店经营生存难度明显加大；其次，龙头品牌持续发力加盟渠道扩张，挤压中小品牌市场份额。

图44：疫情影响下，中小品牌门店加速出清



资料来源：寰球珠宝网

图45：头部品牌相继将一口价黄金改为按克计价



资料来源：中国黄金珠宝网

4.2、行业观点：头部品牌渠道+产品双管齐下，持续提升市占率

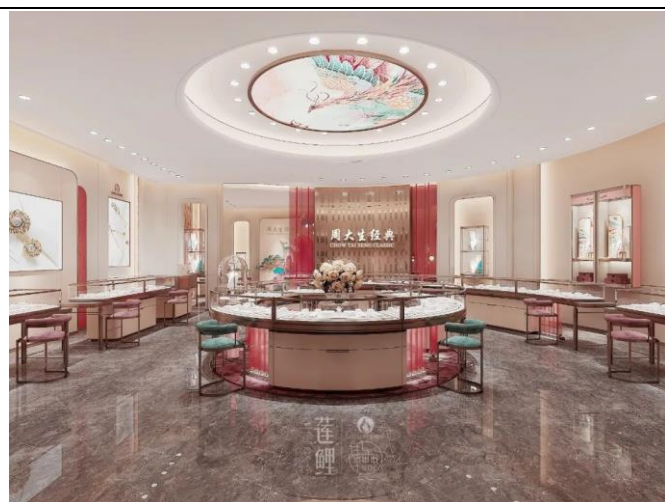
渠道端：发力加盟渗透下沉市场，头部品牌各有特色。黄金珠宝强调用户体验，线下门店是在消费群体中树立品牌的窗口，因此线下渠道的覆盖广度、密度及质量直接关系到品牌发展与公司业绩。加盟模式下，加盟商自行提供资金，品牌方只负责开店规划、日常运营管理指导等工作，有效缓解品牌方开店资金压力，也有助于轻资产运营。具体看头部品牌加盟模式各有特色：（1）周大福推行“新城镇+精致店”计划，FY2023H1在内地净开933家主品牌门店（大部分为加盟店），渠道保持较快扩张速度；（2）潮宏基则发挥品牌时尚首饰特色，以小投资、低风险、精准客群定位吸引中小加盟商加入；（3）周大生继续优化“省代模式”，为加盟商带来区位、资金、运营等多方位赋能，并在2022年7月推出新业态“周大生经典”店。

图46：周大福精致店主打小业态、针对性选品



资料来源：新乡胖东来·大胖公众号

图47：周大生推出新业态“周大生经典”以黄金为主



资料来源：CTS 湖南加盟办公众号

渠道端：头部品牌体系完善、经营风险低，调整加盟政策后，翻牌吸引力大。头部品牌通过供应链支持、标准化运营、数字化支持等手段，保证加盟店经营质量、降低其加盟风险，叠加品牌力优势和加盟政策优惠等因素驱动，越来越多中小品牌加盟商选择翻牌加盟头部品牌。以周大福为例，公司在通过“新城镇计划”渗透下沉市场过程中，体现出品牌知名度高、标准化输出等多方面竞争优势，叠加加盟费减免、免费翻修、寄售模式等一系列支持补助政策，已在多地成功吸引中小品牌、夫妻店等翻牌为周大福门店，扩张成效显著。

图48：潮宏基数字化赋能支持加盟门店管理



资料来源：见实公众号

图49：以周大福为例，头部品牌具有多方面竞争优势



资料来源：周大福公司官网、开源证券研究所

产品端：积极开发金镶钻、金镶玉等新品类，提升盈利能力。为应对一口价改克重导致的毛利率下降问题，龙头珠宝品牌积极开发新产品，以补充盈利产品下滑影响：

(1) 持续迭代古法金品类，如周大生推出多代“非凡古法金”系列，通过结构性优化提升黄金产品整体毛利率；(2) 尝试金镶钻、金镶玉等新镶嵌品类，如2022年7月，周大福推出“人生四美”系列产品，结合古法金工艺和T Mark 钻石技术，通过新工艺、新故事，推出更易被消费者接受的高毛利产品。我们认为，行业内产品工艺设计升级创新与年轻消费者的悦己需求审美意识唤醒形成共振，未来产品具备特色和辨识度的品牌，将更有望抢占消费市场、提升盈利能力。

图50：设计与工艺升级有望拓展黄金首饰消费场景



资料来源：中国黄金珠宝网

图51：周大福推出“人生四美”系列产品



资料来源：周大福公司官网

黄金珠宝行业集中度仍在提升，品牌端头部效应将更加凸显。中小品牌加盟商经营压力持续增大，行业出清加速，而我国广袤的下沉市场仍具备充足开店空间。龙头公司借助省代等模式，依托品牌力等多方面资源禀赋，针对低渗透率下沉市场持续扩张渗透，效果显著。而随着未来疫情影响逐步趋缓，黄金珠宝作为典型的线下消费业态，且占比较高的婚庆场景需求刚性较强，有望显著受益于线下消费复苏，具备一定的业绩弹性。长期来看，强大的产品（供应链）与渠道能力，将持续巩固、深化品牌力，龙头公司竞争力边际提升。

图52：周大福通过加盟模式发力渗透下沉市场



资料来源：周大福公司官网

图53：潮宏基“花丝风雨桥”系列彰显时尚珠宝特色



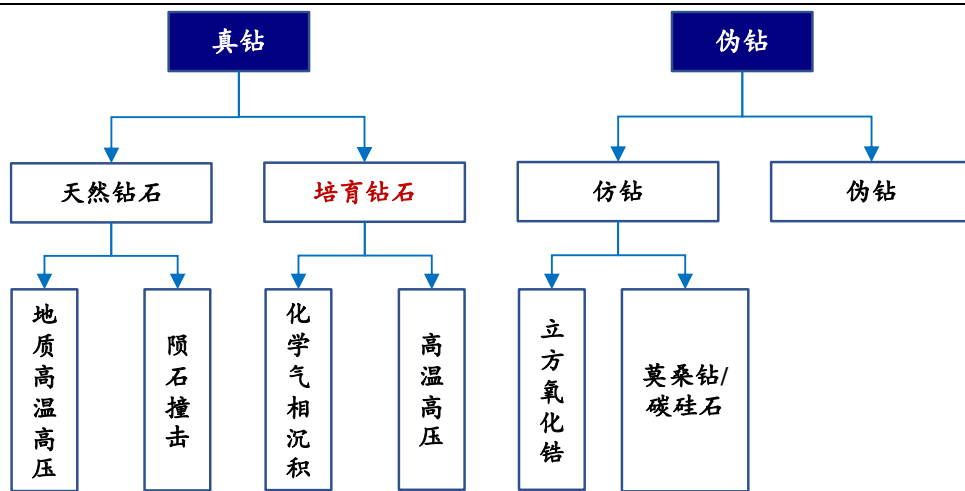
资料来源：潮宏基公司官网

5、培育钻石：科技造物赏消费新风，品牌零售开拓国内市场

5.1、综述：科技造物巧夺天工，“填补、替代、创造”驱动需求增长

培育钻石与天然钻石在性质上并没有本质区别。培育钻石（Laboratory-grown Diamond）通常指通过模拟天然钻石生长环境，经由人工培育合成、具备首饰应用价值的宝石级人造金刚石单晶。培育钻石与天然钻石在物理性质、化学成分和晶体结构等方面完全一致，区别仅为形成过程不同。目前，市场上常见培育钻石方法有高温高压法（HTHP）和化学气相沉积法（CVD）两种。对比来看，不同于莫桑石和锆石等仿钻，培育钻石和天然钻石都是“真钻石”。

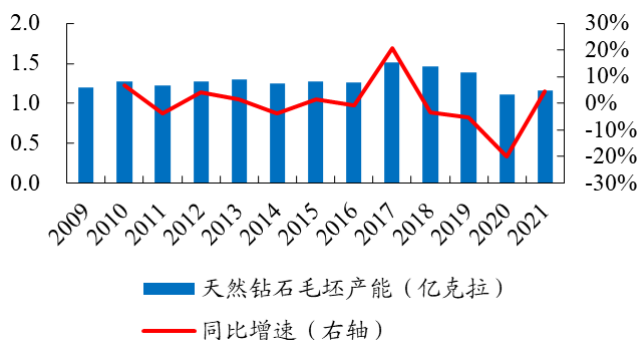
图54：天然钻石和培育钻石均为“真钻石”，主要差异仅在于形成过程不同



资料来源：天然钻石协会、GIA、开源证券研究所

“填补、替代、创造”三驾马车驱动培育钻石消费需求增长。我们认为，培育钻石消费需求的驱动因素主要有三个方面。(1) 填补：天然钻石毛坯受矿山关停及国际局势动荡等因素影响，整体供应出现缺口，为培育钻石毛坯产品提供了填补空间。(2) 替代：天然钻石产量有限、价格高昂，培育钻石受益生产技术进步，未来成本仍有下降空间，产品性价比优势将愈发突出。疫情影响消费者收入背景叠加自身环境友好特征，未来随着消费者认知和教育深入，培育钻石有望进一步替代天然钻石。(3) 创造：培育钻石在大钻、彩钻、异形钻等方面具备明显优势，更符合年轻人群审美导向，有望激发婚恋以外的“悦己”等需求，从而在日常消费市场创造新空间。

图55：近年来全球天然钻石供给持续受限



数据来源：贝恩咨询、开源证券研究所

图56：培育钻石更容易生产大钻、彩钻、异形钻

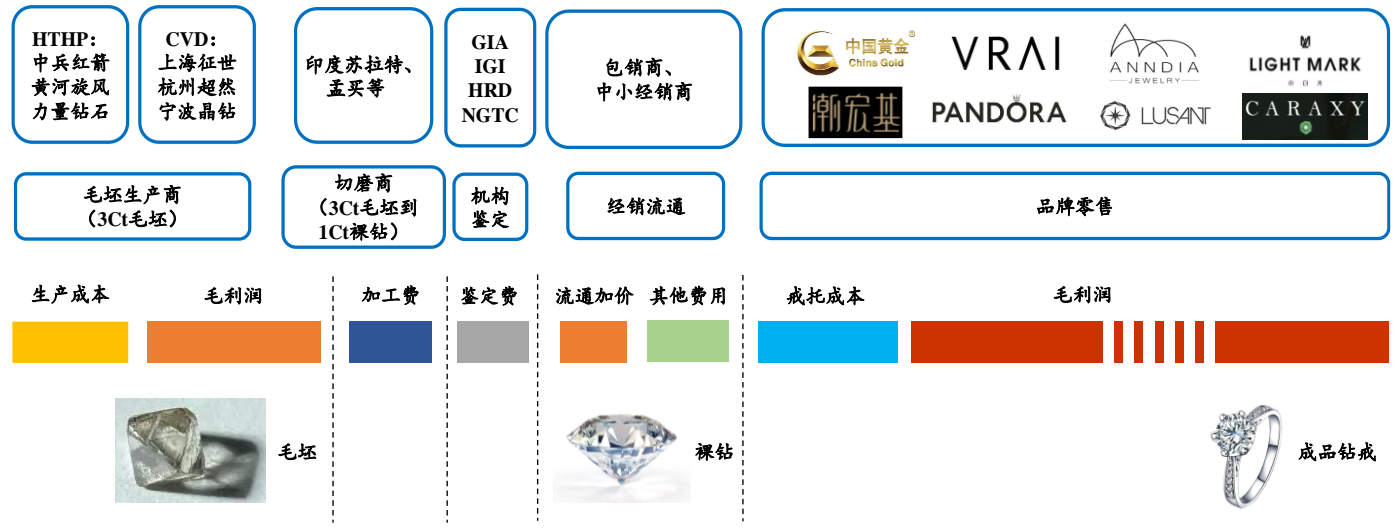


资料来源：培育钻石网

5.2、产业链：上游 HTHP 法我国领先，CVD 法全球产能扩张弹性大

培育钻石产业链：上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握核心价值环节。(1) 上游生产：六面顶压机年供应量相对稳定，CVD 设备供给弹性较大；头部培育钻石生产商在设备规模和技术积累迭代方面竞争优势明显。(2) 中游切磨+流通环节：全球切磨业务集中在印度，成本相对刚性；流通环节则较复杂，存在包销商、各类经销商。(3) 下游零售：品牌端直接触达终端消费者，是打开国内培育钻石渗透率的关键环节。且品牌商掌握产品定价权（目前 1 克拉培育钻戒产品价格 1.2-2 万元，约为天然钻石 1/4），基于渠道优势，有望获得较高毛利率。

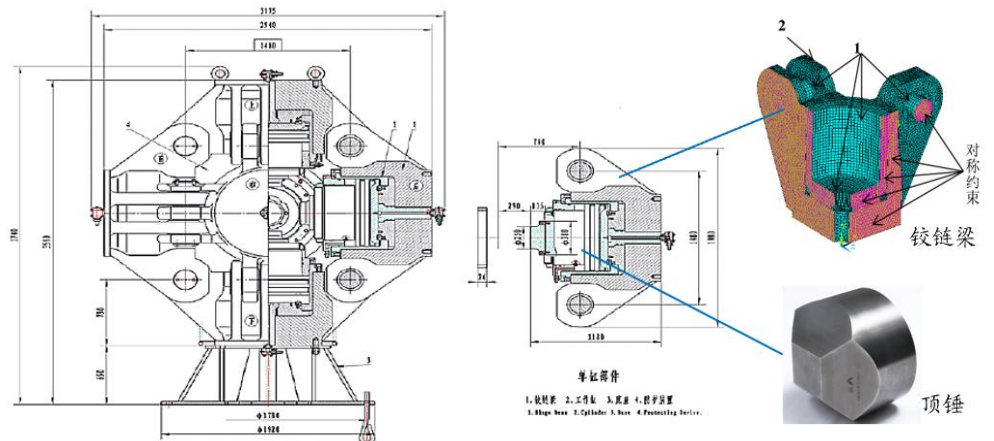
图57：拆解产业链来看，上游毛坯生产端和下游品牌零售端掌握核心价值环节



资料来源：培育钻石网、各品牌官网、开源证券研究所

HTHP 法：压机设备供应受限，龙头公司基于规模和技术迭代优势，深筑竞争壁垒。我国六面顶压机供应量稳定在 1000-1500 台/年，受投产周期长、利润微薄、投资回报慢等多重因素影响，压机厂商普遍扩产意愿不高，未来具备自行组装压机能力的毛坯厂商具备优势。再看毛坯生产端，头部生产商中南钻石、黄河旋风、力量钻石等在技术积累和设备规模方面均已建立深度壁垒，未来基于规模优势持续迭代技术、优化设备机型，有望提升高端产品占比和生产效率，巩固竞争优势。但考虑到行业供给逐步放量，未来毛坯产品价格端（毛利率）存在一定压力。

图58：六面顶压机的核心硬件包括铰链梁、顶锤等



资料来源：《六面顶压机关键零部件的仿真与检测研究》_徐忠文、开源证券研究所

CVD法：全球产能扩张弹性大，但技术水平参差不齐。设备方面，微波等离子体法（MPCVD）设备核心部件包括微波发生器等，其制造可分为核心零部件和整装集成，目前我国零部件生产商及整装集成商的技术水平均在快速提升，对进口设备已逐渐形成替代。就设备本身而言，CVD法与HTHP法均有较高的技术与科技要求，但CVD设备的硬件限制会明显小于HTHP设备，因此CVD法产能弹性较大，全球范围看，中、印、美是扩产主力。目前，我国CVD头部企业上海征世、杭州超然、宁波晶钻等在技术水平与产能规模方面均明显领先，具体体现在掌握设备整机组装调试技术、具备晶种自产能力和技术快速迭代能力等方面。

图59：CVD法相关技术水平仍在快速迭代



资料来源：Element Six 公司官网

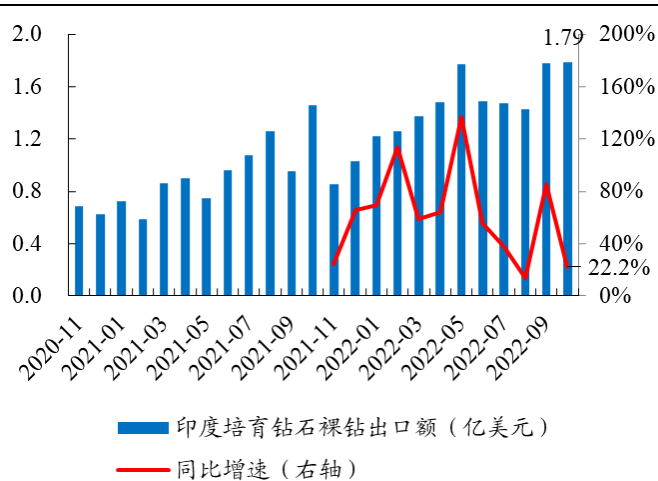
图60：征世科技首发臻作亮相进博会



资料来源：上海征世科技股份有限公司公众号

钻石切磨加工：属于劳动力密集型产业，印度是全球最大钻石加工基地。中游的钻石切磨加工需要大量具备较高技术水平的熟练工人，属于劳动力密集型产业。受益于人口红利和政府扶持，目前印度建成了全球最大的钻石加工基地，聚集全球超过九成的钻石毛坯切磨加工业务。因此，印度每月披露的钻石进出口数据也是反映行业景气度的重要指标。**(1) 进出口额：**2022年1-10月，印度培育钻石毛坯累计进口额12.85亿美元（同比+44.0%），裸钻累计出口额15.07亿美元（同比+57.8%）。**(2) 渗透率：**从10月数据看，培育钻石毛坯渗透率5.6%，环比-1.1pct，培育钻石裸钻渗透率8.6%，环比+0.9pct。

图61：印度培育钻石裸钻出口额持续增长



数据来源：GJEPC、开源证券研究所

图62：印度钻石切磨产业优势在于人力成本极低



资料来源：新华社

5.3、下游消费市场：美国珠玉在前、国内方兴未艾，看龙头品牌入局

2018-2021年，美国培育钻石首饰用3年时间完成初步渗透。根据 Tenoris 数据推算，美国培育钻石零售约2018年起步，仅用时3年终端渗透率(销售额口径)便达到11%水平(2021年)，而到2022年9月已达到19%。而根据 The Plumb Club 在2021年的消费者调查结果，美国知道培育钻石品类存在的消费者占比达79%，考虑购买培育钻石时尚珠宝/订婚戒指的消费者占比分别达到了83%/65%。可以说，培育钻石在美国的市场教育已度过初始阶段，在消费者中形成了一定的品类认知。

图63：美国培育钻石首饰渗透率 2020-2022 年持续提升

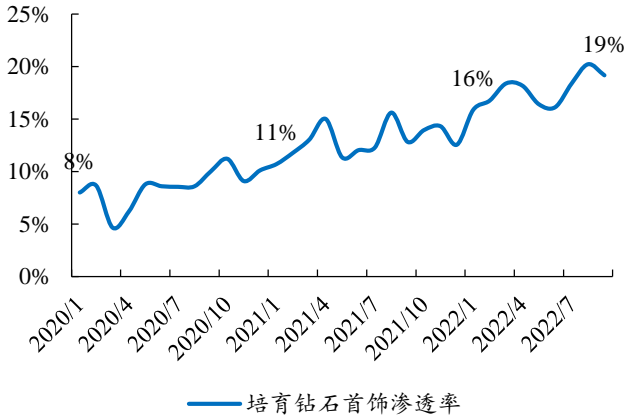
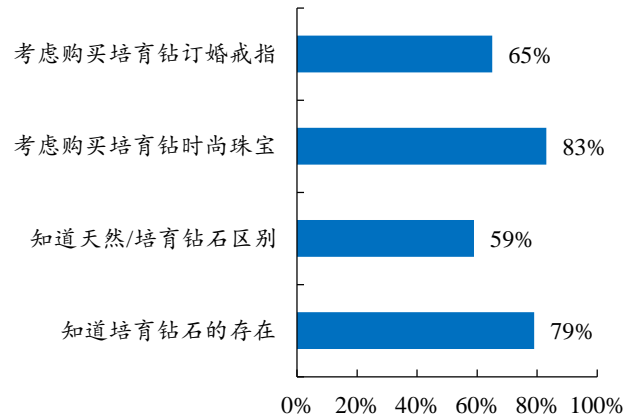


图64：已有较大比例美国消费者了解培育钻石品类



数据来源：Tenoris、开源证券研究所

数据来源：The Plumb Club、开源证券研究所

复盘美国经验：首先是权威鉴定机构认可+渠道龙头企业布局，有力推进消费者教育。2017年初，培育钻石在美国终端零售市场开始受到关注。此后，2018年-2019年初，IGI、GIA等主流钻石鉴定机构相继认可培育钻石是“真钻石”，并为之设置钻石证书。受此影响，以De Beers、Signet、潘多拉等为代表的钻石生产商和珠宝渠道商均先后推出培育钻石子品牌，在终端市场推进消费者教育。以美国珠宝渠道龙头Signet为例，2019年5月Signet收购线上钻石品牌James Allen，并将培育钻石与天然钻石并列进行销售，目前James Allen官网培育钻石裸钻数超过钻石总数的10%；除线上业务外，Signet还在旗下品牌Kay、Jared等店铺销售培育钻石产品。

图65：从美国市场看，2019年开始终端零售品牌布局开始提速



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

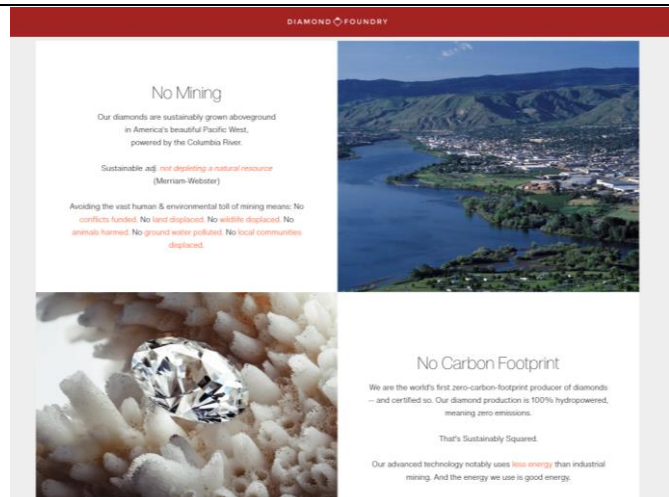
复盘美国经验：其次是通过人权、环保等理念，构建属于培育钻石的文化内核。以美国知名 CVD 培育钻石生产商 Diamond Foundry 为例，该公司 2014 年在洛杉矶成立，旨在打造现代化、数字化、可持续的珠宝业务，吸引到好莱坞巨星莱昂纳多·迪卡普里奥为其背书。莱昂纳多曾主演电影《血钻》（该片揭露了部分地区天然钻石产业链罔顾人权的现实），在关注到培育钻石有别于天然钻石的属性后，主动投资了 Diamond Foundry。美国培育钻石市场突出了其生产过程相对天然钻石更环保的特征，且避免了天然钻石开采所涉及的人权问题，受到消费者认可。美国经验表明，找到区别于天然钻石且贴近消费者认知的核心理念，是培育钻石市场教育关键。

图66：莱昂纳多《血钻》揭露天然钻石产业人权问题



资料来源：新浪网

图67：培育钻石宣传会强调环境友好特质



资料来源：Diamond Foundry 公司官网

国内市场：方兴未艾，各类型培育钻石品牌纷纷参与布局。（1）传统珠宝品牌、子品牌：传统珠宝品牌设立的子品牌背靠母品牌，天然具备更好的消费者认可度和信任感，代表品牌包括 VENTI（潮宏基）、慕璨（曼卡龙）和露璨（豫园股份）等。（2）钻石生产商自主品牌：钻石生产商向下游延伸产业链推出培育钻石品牌，一方面自身可以提供优质培育钻石裸石，保证供应链稳定，另一方面通过设立终端零售品牌，也能更好感知消费市场需求变化趋势，代表品牌包括 VRAI（Diamond Foundry）、Anndia（沃尔德）等。（3）初创型品牌：新兴创业品牌，从培育钻石本身的优点和特点出发，致力于打造属于培育钻石的“品牌故事”，代表如小白光、凯丽希等。

图68：近年来国内培育钻石品牌也在蓬勃发展



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

我国培育钻石市场消费者教育持续推进，目前婚恋仍是主要需求。受益于培育钻石零售端各类品牌持续的消费者教育，国内终端市场正在初步形成。(1) 消费者认知：2022年以来，各品牌以“线上种草+线下体验”等方式持续推进终端市场消费者教育，目前门店进店客流中，对培育钻石具备初步了解的顾客占比已逐渐提高。(2) 价格变化：综合线上线下渠道多品牌情况看，培育钻石首饰的终端零售价格略有下降但相对抗跌，目前相对天然钻石价差扩大后，其性价比优势得到进一步凸显。(3) 消费场景：目前国内培育钻石消费仍主要集中于婚恋场景（占比约8成），且以年轻客群为主（受教育程度高、更理性），而出于审美导向的“悦己”消费通常是年轻客群尝试培育钻石首饰的第一步。

图69：培育钻石品牌通过线上科普种草教育消费者



资料来源：小红书、Bilibili、知乎

图70：年轻客群对培育钻石有较大兴趣与接受度



资料来源：财讯网

展望未来，头部珠宝品牌入场布局，是国内培育钻石渗透率提升关键。目前我国培育钻石首饰消费渗透率还仅为低个位数，未来随着生产技术成熟和产业链完善，培育钻石性价比优势将更加凸显，并有望开发“悦己”等日常需求市场，加速渗透。2022年以来，潮宏基、中国黄金等知名上市公司品牌也已先后宣布进军培育钻石赛道。其中，潮宏基与力量钻石等的合资新品牌在时尚基因、供应链、跨界资源赋能等方面具备优势；中国黄金拟结合上下游资源布局培育钻石领域，在渠道规模、品类结构、国字头品牌等方面具备突出禀赋。考虑到头部珠宝品牌在渠道规模、消费者信任度方面优势明显，未来若进一步发力布局培育钻石（例如在终端门店大规模铺货），则有望大力推进国内市场消费者教育进程和品类渗透。

图71：潮宏基宣布与力量钻石等成立合资公司



资料来源：潮宏基股份公众号

图72：中国黄金董事长陈雄伟宣布拟布局培育钻石领域



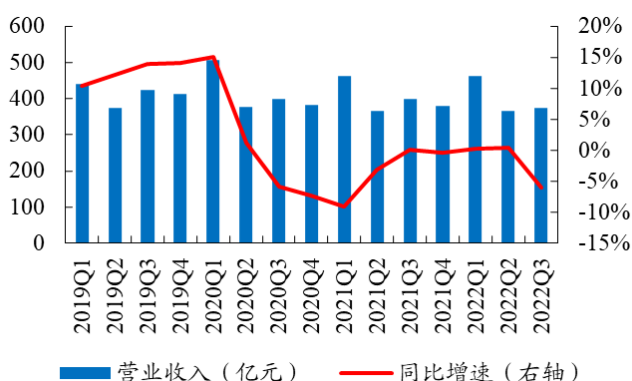
资料来源：中国黄金公众号

6、传统零售：超市企业持续创新探索，母婴消费乘政策东风

6.1、超市：持续推进供应链建设、到家业务布局、新业态探索等

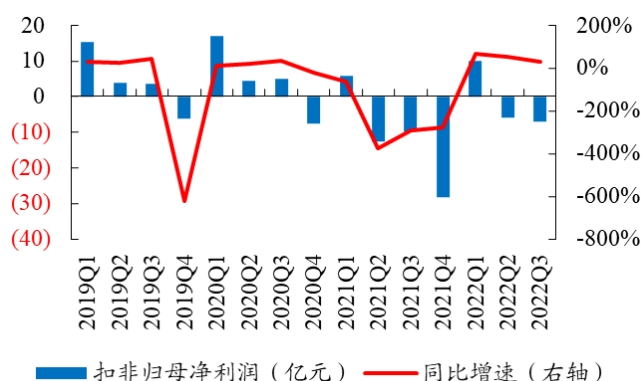
受益外部竞争环境改善，超市板块整体利润端的亏损额同比收窄。2022Q3 超市板块 8 家样本公司整体实现营业收入 375.3 亿元（-6.1%）、扣非归母净利润-7.1 亿元（亏损收窄 28.1%），剔除营业占比影响较大的永辉超市后，板块整体营业收入 153.6 亿元（同比-9.4%）、扣非归母净利润 0.3 亿元（同比+140.3%）。行业整体在利润端有所改善，我们认为主要受益于外部竞争环境变化，包括社区团购在内的部分竞争业态受监管趋严叠加资本退潮，价格战减少，超市面对的竞争压力减轻；另一方面从通胀因素看，2022 年以来我国 CPI 持续温和上涨，也有利于超市同店增长。

图73：2022Q3 超市板块整体营收同比略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：2022Q3 超市板块亏损额同比收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

面对复杂的外部环境，龙头超市企业从多方面着手探索经营破局之道。（1）**供应链建设**：龙头超市持续提升供应链能力，保证生鲜产品全链路的稳定和优质，降低损耗与加价，深筑生鲜品类的竞争壁垒；此外，家家悦等公司积极布局中央厨房，不断丰富即食、即热等各类预制菜商品，推出特色 SKU。（2）**到家业务**：超市企业也积极推进到家业务布局，深度挖掘门店资源优势，探索“店仓合一”模式，实现到店+到家的高效结合。永辉超市 2022 年前三季度线上销售额达 116 亿元，同比增长 16.35%，营收占比达到 16.4%。（3）**新业态探索**：社区生鲜店、仓储会员店等新业态也进入良性探索阶段，超市企业往往兼顾引流效果与经济效益，一方面通过更丰富的模式场景满足消费者多样化需求，另一方面也吸取经验、优化传统业态。

图75：永辉超市持续推进供应链建设



资料来源：永辉超市公司官网

图76：家家悦已在探索会员店业态



资料来源：家家悦公司官网

6.2、母婴零售：政策助力，龙头扩张整合、拓宽母婴生态布局

母婴消费空间广阔，政策支持行业发展。尽管近年来人口出生率持续走低，但受益于人均可支配收入增加和母婴童家庭消费能力提升，中国母婴消费市场 2021 年规模已达 34591 亿元，未来有望稳步增长。政策方面，自 2021 年“三孩”入法之后，各地陆续推出一系列配套政策，如上海等多地延长生育假、国务院设立婴幼儿照护个税专项附加扣除等，此外，2022 年 7 月卫健委等多部门也发布相关指导意见，全方位地为推进人口长期均衡发展提供有力支撑。

图77：母婴消费市场规模有望稳步增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图78：三孩政策组合拳陆续落地



资料来源：中国政府网

龙头扩张整合加速，拓宽母婴生态布局。人口红利逐渐消退，母婴行业激烈竞争叠加疫情影响，行业出清加速，多家区域性中小型母婴连锁品牌倒闭。在此背景下，母婴连锁头部企业依托品牌优势和资本加持对外扩张（爱婴室收购贝贝熊，孩子王上市推进全国布局），行业集中度有望得到提升。此外，龙头母婴连锁企业也在多维度创新持续探索：爱婴室在线上积极开拓奶粉代运营业务，线下则布局早教、托育等泛母婴生态业务；孩子王一方面自身布局母婴服务，另一方发挥大店优势，实现母婴生态全场景拓展，提升综合竞争力。

图79：爱婴室收购贝贝熊，双品牌协同共进



资料来源：爱婴室、贝贝熊公司官网

图80：爱婴室开设“星可星可托育园”拓展生态布局



资料来源：爱婴室公司官网

7、投资建议：关注线下消费复苏，把握优质赛道龙头品牌

投资建议：关注疫后线下消费复苏，把握竞争优势边际提升的优质赛道龙头品牌。2022年，我国社会消费和零售企业经营业绩受到疫情较大影响，但我们也看到，部分板块龙头品牌通过持续发力品牌、渠道和供应链建设，深筑竞争壁垒、实现了超越行业的优秀经营表现。展望2023年零售行业投资，考虑疫情影响长期趋缓与近期“优化疫情防控二十条”等政策体现出的边际变化趋势，我们建议在兼顾企业经营韧性和业绩确定性基础上，重点关注受益疫情缓和与线下消费恢复的弹性细分赛道，把握行业格局变化中竞争优势边际提升的龙头品牌公司。具体来看，包括“国货化妆品”、“医美产品”和“黄金珠宝（培育钻石）”三条投资主线。

投资主线 1：关注贯彻“大单品+多渠道+多品牌”战略的国货龙头化妆品品牌。行业短期承压增长略显疲态，但中长期成长无虞。我们认为，随着渠道红利减弱，目前化妆品行业已步入产品驱动阶段，国货美妆龙头品牌的“大单品+多渠道”逻辑得到持续验证，同时多品牌战略布局也初见成效，有望对长期成长形成支撑。建议关注功效护肤、防晒等细分赛道，重点推荐双十一销售表现较好且长期成长逻辑清晰的国货龙头品牌，包括珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、鲁商发展等。

投资主线 2：医美消费有望逐步恢复，关注高壁垒、强韧性的医美产品龙头厂商。短期关注疫情边际变化，长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度均有提升空间，严监管也利好具备合法合规资质的医美产品和机构龙头。产业链中，我们看好医美产品环节，重点关注水光针、胶原蛋白、再生类产品和减重等细分赛道，重点推荐医美产品龙头爱美客，受益标的包括医美机构龙头朗姿股份等。

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。短期关注疫情缓和后线下消费恢复，长期看，头部集中仍是行业主旋律，龙头公司依托品牌、产品、渠道优势持续扩张发展，市占率有望进一步提升。此外，培育钻石赛道方兴未艾，下游零售端率先布局的品牌有望获得先发优势，重点推荐周大福、潮宏基、周大生和迪阿股份，受益标的中国黄金等。

表5：投资建议：关注优质零售细分赛道机会

证券代码	股票简称	评级	总市值	收盘价	EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	买入	991	457.87	6.47	9.52	13.31	70.8	48.1	34.4
300957.SZ	贝泰妮	买入	548	129.42	2.76	3.68	4.81	46.9	35.2	26.9
688363.SH	华熙生物	买入	511	106.21	2.14	2.79	3.59	49.6	38.1	29.6
603605.SH	珀莱雅	买入	481	169.48	2.62	3.33	4.15	64.7	50.9	40.8
1929.HK	周大福	买入	1,324	13.24	0.68	0.84	0.98	19.6	15.8	13.5
002867.SZ	周大生	买入	138	12.58	1.14	1.37	1.61	11.0	9.2	7.8
002345.SZ	潮宏基	买入	38	4.28	0.35	0.44	0.52	12.2	9.7	8.2
301177.SZ	迪阿股份	买入	180	44.99	2.81	3.55	4.28	16.0	12.7	10.5
603214.SH	爱婴室	买入	24	17.10	0.61	0.83	1.07	28.0	20.6	16.0
603708.SH	家家悦	买入	66	10.82	0.40	0.60	0.77	26.8	18.0	14.1
600916.SH	中国黄金	未评级	204	12.17	0.54	0.69	0.84	22.5	17.7	14.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2022/11/28，其中中国黄金采用Wind一致预期预测数据，其他采用开源证券研究所预测数据；周大福货币单位为HKD，其余公司为RMB；2022E-2024E对应周大福FY2023-FY2025）

8、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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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

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