商贸零售

2022 年 12 月 25 日

珀莱雅推出精华油新品，“以油养肤”渐成趋势

——行业周报

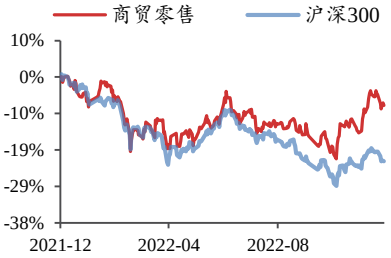
黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

骆峥（联系人）
luozheng@kysec.cn
证书编号：S0790122040015

杨柏炜（联系人）
yangbowei@kysec.cn
证书编号：S0790122040052

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

《11 月社零增速低于预期，新增重点推荐朗姿股份—行业周报》-2022.12.18

《11 月社零同比-5.9%，社会消费受疫情短期冲击明显—行业点评报告》-2022.12.15

《医美化妆品 11 月月报：胶原蛋白赛道动作频频，关注疫情防控措施优化带来的线下消费场景修复—行业点评报告》-2022.12.13

● 珀莱雅推出品牌首款抗老精华油，“以油养肤”渐成趋势

本周（12 月 19 日），珀莱雅推出品牌首款抗老精华油“启时滋养精华油”，主要针对干性熟龄肌，具有滋润、抗衰老等功效。精华油是一种以植物油作为基础油并添加功效成分的护肤品，涂抹精华油可以保护、补充人体自身皮脂膜，并进一步实现保湿锁水，从而恢复皮肤水油平衡、有效改善皮肤屏障。近年来，随着消费者对于护肤知识了解更加深入，“以油养肤”渐成行业趋势，2019-2021 年期间“以油养肤”相关概念在互联网上声量持续提升。目前我国精华油市场参与者众多，我们统计了一些具有代表性的产品发现：精华油产品价格带跨度较大，在 3~80 元/ml 不等，其中国产品牌更侧重性价比策略、销售表现较好。CBNData 消费大数据报告显示，2021 年主打芳疗面部精华油单品销售额 TOP5 分别是逐本、阿芙、天露芬、林清轩、海蓝之谜，国产品牌占据三席。目前精华油赛道渗透率仍较低，PMPM、用户说联合调研数据显示，2022 年精华油品类渗透率仅 46.1%，大幅低于精华液、乳液等品类，未来提升空间广阔。此外，近年来国内外诸多精华油品牌均已完成一轮或多轮融资，资本化进程持续推进有望助力赛道发展，精华油未来可期。

● 行业关键词：启时精华油、洁雅股份、上美股份、TikTok Shop、医美直播等

【启时精华油】珀莱雅发布新品“启时滋养精华油”。

【洁雅股份】洁雅股份与创健医疗合作，入局重组胶原蛋白。

【上美股份】上海上美在港交所挂牌上市。

【TikTok Shop】TikTok Shop 发布全球年末大促季收官战报。

【医美直播】《四川省医疗美容网络直播领域行政合规指导清单》出台。

● 板块行情回顾

本周（12 月 19 日-12 月 23 日），商贸零售指数报收 2854.51 点，下跌 3.02%，跑赢上证综指（本周下跌 3.85%）0.83 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 9 位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块涨幅最大，2022 年年初至今百货板块领跑。个股方面，本周天虹股份（+13.8%）、吉宏股份（+11.7%）、徐家汇（+6.1%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注消费复苏主线下的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、鲁商发展，受益标的嘉亨家化、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、区域医美机构龙头朗姿股份；

投资主线三（线下消费）：防疫政策更新优化，关注线下消费赛道优质公司，珠宝钻石板块重点推荐周大福、潮宏基、周大生、迪阿股份，受益标的中国黄金等；母婴零售板块重点推荐爱婴室，受益标的孩子王等。

● 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：珀莱雅推出精华油新品，“以油养肤”渐成趋势 6
2.1、 行业动态：珀莱雅推出品牌首款抗老精华油，“以油养肤”渐成趋势 6
2.2、 关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司 8
2.2.1、 朗姿股份：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局 10
2.2.2、 周大福：渠道端有望延续较快拓店，产品端推出“人生四美” 10
2.2.3、 华熙生物：2022Q3 营收同比+29%，关注护肤品业务双十一表现 11
2.2.4、 周大生：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善 11
2.2.5、 迪阿股份：三季度经营业绩降幅收窄，渠道规模仍逆势扩张 12
2.2.6、 鲁商发展：2022Q3 利润端承压，化妆品板块延续较快增长 13
2.2.7、 老凤祥：三季度经营业绩稳健增长，彰显龙头品牌强劲韧性 13
2.2.8、 豫园股份：珠宝时尚业务增长稳健，持续推进消费产业布局 14
2.2.9、 珀莱雅：2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高 14
2.2.10、 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 15
2.2.11、 家家悦：三季度经营业绩增长良好，山东省外地区培育顺利 16
2.2.12、 爱婴室：2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比实现扭亏 16
2.2.13、 爱美客：2022Q3 营收同比+55%延续高增长，毛利率创下新高 17
2.2.14、 贝泰妮：2022Q3 营收保持稳健增长，关注双十一大促表现 17
2.2.15、 红旗连锁：2022Q3 营收表现亮眼，主营业务净利润增长良好 18
3、 零售行业动态追踪 19
3.1、 行业关键词：启时精华油、洁雅股份、上美股份、TikTok Shop、医美直播等 19
3.2、 公司公告：吉宏股份关于控股股东及其一致行动人大宗交易减持股份预披露公告等 21
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 9 位 4
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 3.02% 4
图 3： 2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 7.47% 4
图 4： 本周品牌化妆品板块涨幅最大，周涨幅为 0.04% 5
图 5： 2022 年初至今百货涨幅最大，年涨幅为 1.12% 5
图 6： 珀莱雅推出新品启时滋养精华油 6
图 7： 人体的皮肤屏障由皮脂膜和角质层构成 6
图 8： 2019~2021 年间“以油养肤”概念声量不断提升 6
图 9： 国产精华油价格较低，月销量普遍较高 7
图 10： 我国精华油市场参与者众多 7

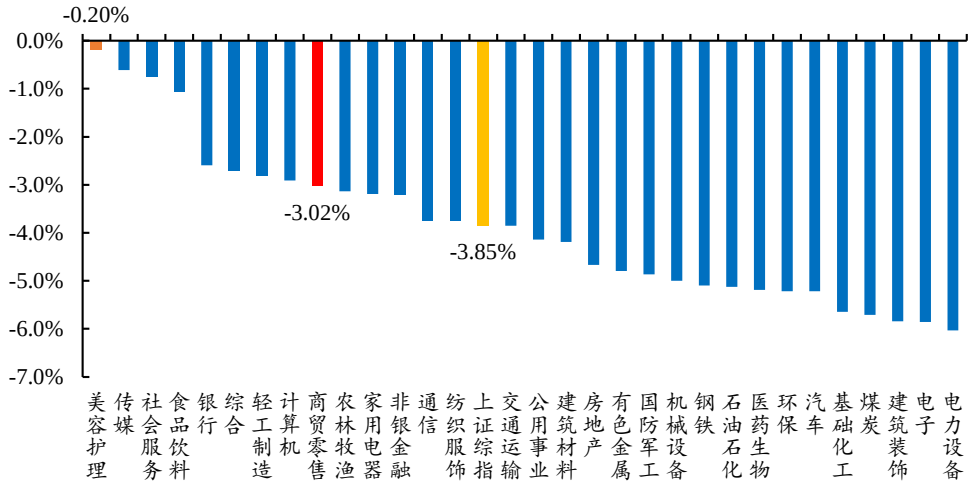
表 1： 本周零售行业天虹股份、吉宏股份、徐家汇涨幅靠前 5
表 2： 本周零售行业大连友谊、人人乐、友好集团等跌幅靠前 5
表 3： 我国精华油赛道资本化持续推进 7
表 4： 重点推荐朗姿股份、周大福、潮宏基、珀莱雅、贝泰妮、爱美客等 8
表 5： 本周重点推荐个股吉宏股份、贝泰妮表现相对较好 19
表 6： 零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等 21

表 7： 零售行业大事提醒：关注 2023 中国跨境电商年度峰会等.....22

1、 零售行情回顾

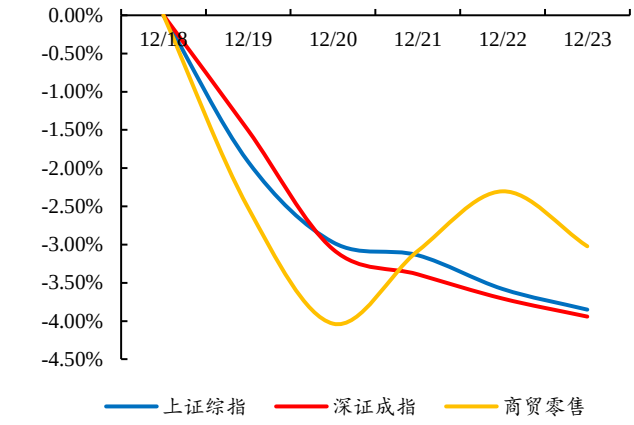
本周（12 月 19 日-12 月 23 日）A 股下跌，零售行业指数下跌 3.02%。上证综指报收 3045.87 点，周累计下跌 3.85%；深证成指报收 10849.64 点，周下跌 3.94%；本周全部 31 个一级行业中，表现排名前三位的分别为美容护理、传媒和社会服务。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收 2854.51 点，周跌幅为 3.02%，在所有一级行业中位列第 9 位。2022 年年初至今，零售行业指数下跌 7.47%，表现强于大盘（2022 年年初至今上证综指累计下跌 16.32%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 9 位



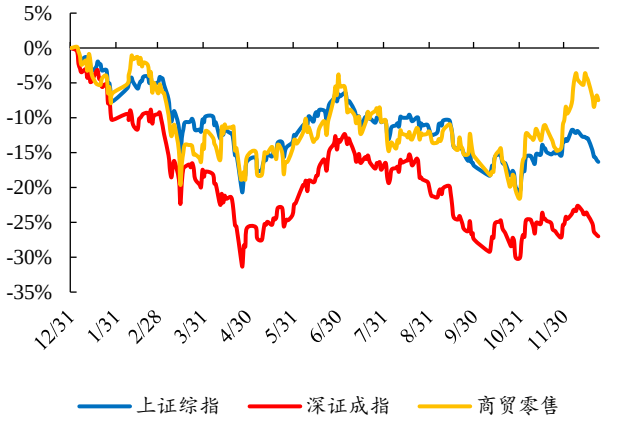
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌 3.02%



数据来源：Wind、开源证券研究所

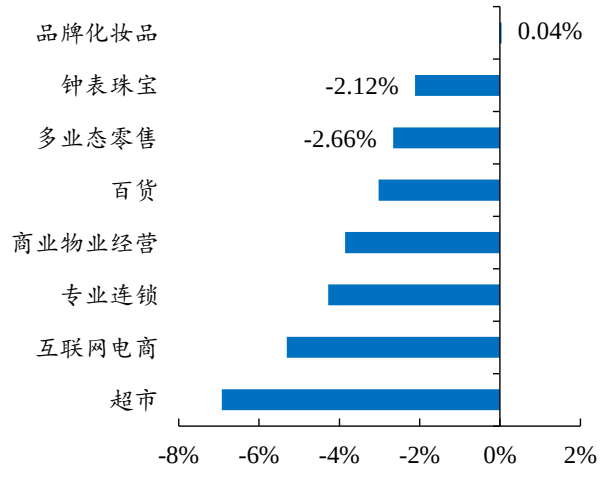
图3：2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 7.47%



数据来源：Wind、开源证券研究所

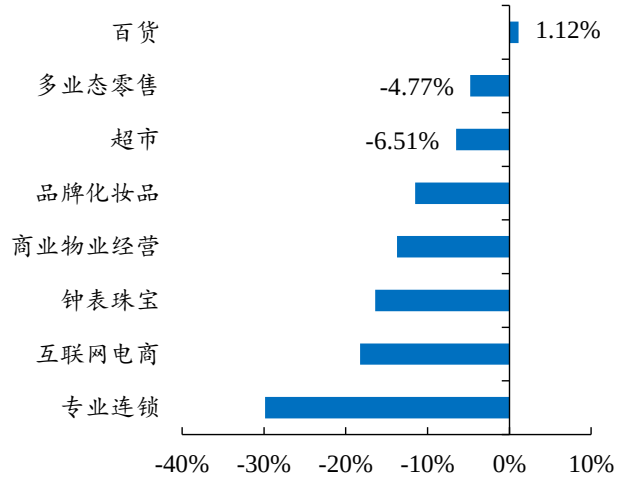
零售各细分板块中品牌化妆品板块本周涨幅最大；2022 年年初至今，百货板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品 8 个细分板块）中，本周仅 1 个子板块上涨，为品牌化妆品板块，周涨幅为 0.04%；2022 年全年来看，百货板块年初至今累计涨幅为 1.12%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周品牌化妆品板块涨幅最大，周涨幅为 0.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年初至今百货涨幅最大，年涨幅为 1.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周天虹股份、吉宏股份、徐家汇涨幅靠前。本周零售行业主要 86 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 8 家公司上涨、78 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是天虹股份、吉宏股份、徐家汇，周涨幅分别为 13.8%、11.7%和 6.1%。本周跌幅靠前公司为大连友谊、人人乐、友好集团。

表1：本周零售行业天虹股份、吉宏股份、徐家汇涨幅靠前

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	002419.SZ	天虹股份	7.18	13.8%	34.6%	17.1%	百货
2	002803.SZ	吉宏股份	16.46	11.7%	61.4%	-22.5%	跨境电商
3	002561.SZ	徐家汇	12.01	6.1%	91.0%	68.5%	百货
4	002315.SZ	焦点科技	17.73	3.7%	60.3%	10.2%	跨境电商
5	603123.SH	翠微股份	14.13	2.3%	66.4%	74.2%	百货
6	600861.SH	北京城乡	21.88	1.2%	3.6%	-4.9%	多业态零售
7	601888.SH	中国中免	223.33	0.7%	2.3%	2.5%	旅游零售Ⅲ
8	300755.SZ	华致酒行	33.70	0.4%	7.4%	-32.0%	专业连锁Ⅲ
9	600790.SH	轻纺城	4.44	-0.2%	5.3%	40.6%	商业物业经营
10	003010.SZ	若羽臣	19.00	-0.6%	84.2%	-14.0%	电商服务

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/12/23）

表2：本周零售行业大连友谊、人人乐、友好集团等跌幅靠前

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	000679.SZ	大连友谊	5.80	-20.1%	58.6%	34.3%	百货
2	002336.SZ	人人乐	14.24	-14.1%	61.6%	184.2%	超市
3	600778.SH	友好集团	6.33	-11.3%	6.0%	41.9%	多业态零售
4	002416.SZ	爱施德	9.01	-9.4%	2.8%	-15.6%	专业连锁Ⅲ
5	000759.SZ	中百集团	5.56	-9.0%	31.7%	11.0%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/12/23）

2、 零售观点：珀莱雅推出精华油新品，“以油养肤”渐成趋势

2.1、 行业动态：珀莱雅推出品牌首款抗老精华油，“以油养肤”渐成趋势

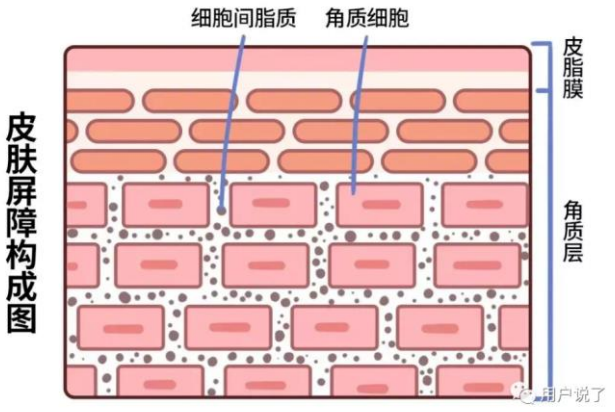
珀莱雅推出品牌首款抗老精华油，“以油养肤”渐成趋势。本周（12 月 19 日），珀莱雅推出品牌首款抗老精华油——启时滋养精华油，成分以发酵榛果油作为基底，附以水飞蓟籽油、燕麦仁油等多种油脂，复配楔基海带提取物、替普瑞酮、粘胶乳香树胶、油溶性千日菊等成分，主要面向干性熟龄肌，具有滋润、抗衰老等功效。近年来，随着消费者对于护肤知识了解更加深入，“以油养肤”渐成行业趋势，本次珀莱雅推出精华油新品亦是顺应趋势，精华油赛道关注度未来有望持续提升。

图6：珀莱雅推出新品启时滋养精华油

资料来源：珀莱雅官方旗舰店公众号

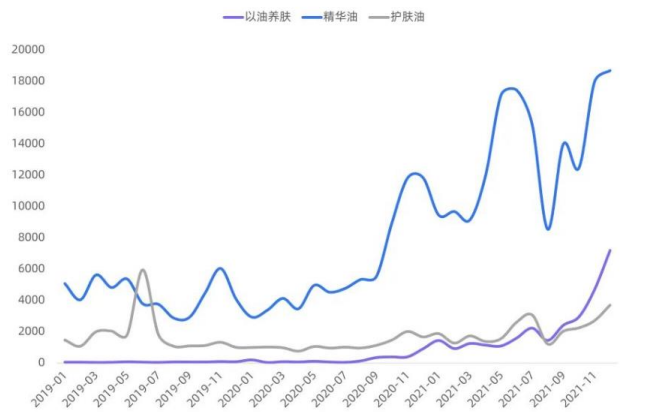
精华油能有效保护、补充皮脂膜，改善皮肤屏障。人体皮肤屏障由最外层的皮脂膜（自身分泌的油脂、汗液等物质形成的保护膜）以及角质层的角质细胞、细胞间脂质共同组成，能够防止水分流失、维持水油平衡并抵御细菌、病毒入侵。精华油可以起到保护、补充人体自身皮脂膜作用，进一步实现保湿锁水，从而恢复皮肤水油平衡、有效改善皮肤屏障。且相较于精华液类产品，精华油渗透力、保湿性都更好，更加适合敏感肌人群。近年来，精华油逐渐受到消费者认可，根据“用户说了”统计，2019-2021 年间“以油养肤”相关概念在互联网上声量持续提升。

图7：人体的皮肤屏障由皮脂膜和角质层构成



资料来源：用户说了公众号

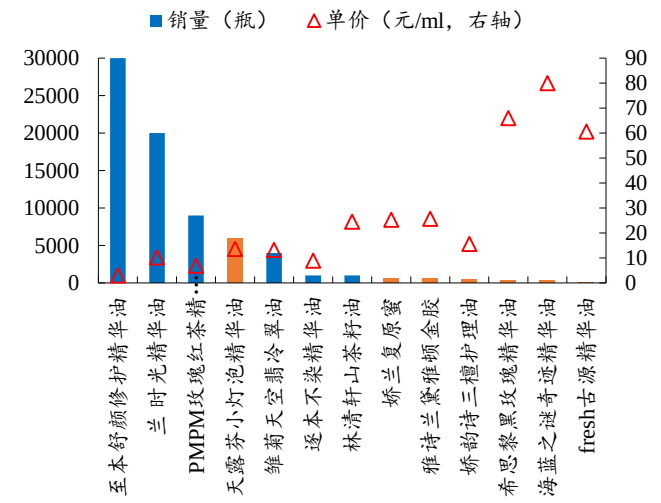
图8：2019~2021 年间“以油养肤”概念声量不断提升



资料来源：用户说了公众号

国产精华油品牌表现良好。目前我国精华油市场上参与者众多，我们统计了一些具有代表性的产品发现：精华油产品价格带跨度较大，在 3~80 元/ml 不等，其中国产精华油品牌价格普遍较低，与国际大牌差距较大；天猫旗舰店销量方面，国际大牌销量多在几百瓶左右，而国产品牌精华油单品月销量普遍超过 1000 瓶，其中至本舒颜修护精华油月销量超 3 万瓶；整体看，国产品牌更侧重性价比策略、销售表现也更好。CBNData 消费大数据报告显示，2021 年主打芳疗面部精华油单品销售额 TOP5 分别是逐本、阿芙、天露芬、林清轩、海蓝之谜，国产品牌占据三席。

图9：国产精华油价格较低，月销量普遍较高



数据来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所（注：蓝色为国产品牌，橙色为国际品牌）

图10：我国精华油市场参与者众多

资料来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

精华油产品渗透率提升空间大、赛道资本化持续推进，未来发展可期。根据用户说市场洞察报告数据，2021 年 3 月-2022 年 2 月期间，淘宝、天猫及京东平台上精华油 GMV 超 11.5 亿元，其中 2022 年 2 月 GMV 同比增速高达 63.94%，“以油养肤”概念深入人心，精华油市场快速增长。根据 PMPM、用户说 2022 年 6-8 月间调研统计，精华油产品渗透率仅 46.1%，大幅低于精华液、乳液、面霜、面膜、防晒霜等品类，未来提升空间广阔。此外，国产精华油品牌逐本、LAN 兰、PMPM、林清轩，以及进口精华油品牌天露芬，2020 年至今均已完成一轮或多轮融资，融资金额数千万元至数亿元不等，资本注入将进一步助力赛道发展，精华油未来可期。

表3：我国精华油赛道资本化持续推进

公司	时间	融资进展
逐本	2020 年 12 月	完成 A 轮融资，元璟资本领投
	2021 年 3 月	完成 5000 万美元 B 轮融资，元生资本领投
LAN 兰	2020 年 10 月	完成首轮融资，仅天图投资一家投资方
	2021 年 4 月	完成 2 亿元第二轮融资，源码资本领投
PMPM	2020 年 1 月~2022 年 3 月	完成 5 轮融资，其中 pre-A 轮融资数千万元，黑蚁资本领投
林清轩	2020 年 11 月	完成数亿元 A 轮融资，领投方为海纳亚洲创投基金 SIG
	2021 年 8 月	完成数亿元 B 轮融资，由未来益财资产领投
天露芬	2022 年 6 月	完成数千万元战略融资，投资方为深圳前海穗景资产

资料来源：天眼查官网、开源证券研究所

2.2、 关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

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，但放眼中长期，成长依然无虞。竞争格局方面，龙头品牌“大单品+多渠道”逻辑持续验证，行业马太效应凸显；同时部分国货龙头品牌的多品牌战略也已逐步体现成效。我们看好贯彻“大单品+多渠道+多品牌”战略的国货龙头品牌方，重点推荐近期销售情况较好且长期成长逻辑清晰的标的，包括珀莱雅（双十一在天猫、京东、抖音渠道美妆行业均国货第一）、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（拟剥离房地产业务，坚定转型大健康产业）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：疫后医美消费有望恢复，关注医美产品龙头厂商和区域医美机构龙头。短期看，医美行业受益于防疫政策优化带来的线下消费场景恢复；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。医美产品厂商方面，重点推荐爱美客，受益标的包括华东医药、四环医药、复锐医疗科技等。此外，下游医美机构推荐朗姿股份（区域医美机构龙头，医美业务“内生+外延”双轮驱动）。

投资主线 3：防疫政策更新优化，关注线下消费复苏主线下的高景气赛道优质公司。（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、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（发力布局培育钻石赛道）、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。（3）母婴零售受益线下客流恢复，长期看生育政策亦将持续催化，行业龙头企业通过并购整合扩张和生态圈建设，有望加速发展，重点推荐爱婴室，受益标的孩子王。

表4：重点推荐朗姿股份、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
002612.SZ	朗姿股份	医美	2022 年前三季度实现营收 26.64 亿元（+0.5%）、归母净利润 0.18 亿元（-88.9%）；单 2022Q3 实现营收 8.55 亿元（-0.7%）、归母净利润 0.08 亿元（-87.3%）。公司医美业务“内生+外延”双轮驱动初现成效，未来依托品牌、资源、运营等优势，加速推进全国连锁扩张，有望持续增长。
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。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2023H1 实现营收 465.35 亿港元（+5.3%），归母净利润 33.36 亿港元（-6.8%）；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。
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。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
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。
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、品牌、渠道多措并举强化核心竞争力，在皮肤大健康领域持续拓展。
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。
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。
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%）。公司是国内医美产品龙头，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。
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%）。公司铆定“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。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、 朗姿股份：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局

朗姿股份是双轮驱动加速扩张的区域医美机构龙头，首次覆盖给予“买入”评级。朗姿股份作为高端时尚品牌，已构筑女装、婴童和医美协同发展的泛时尚生态圈。近年来公司医美业务“内生+外延”双轮驱动初现成效，综合竞争力突出，未来依托品牌、资源、运营等优势加速推进全国连锁扩张，有望持续增长。

医美机构：议价权未来有望提升，眼科机构连锁扩张经验值得借鉴。2021 年我国合规医美终端市场规模已接近 1900 亿元，未来行业渗透率、合规化程度仍有广阔提升空间。产业链中，医美机构是医美产品“B2B2C”传递链路上不可或缺一环，具备特殊渠道价值；虽然当前盈利能力不如产品方，但长期看受益于产业链价值分配重塑，议价权有望提升。行业竞争格局方面，目前医美机构端高度分散，但疫情冲击、监管趋严、资本入局等因素均有望推进行业整合出清。我们认为，借鉴眼科等较成熟的消费医疗服务机构扩张模式，龙头医美机构克服标准化经营难题做加速扩张，有望发挥“规模+品牌”效应强化综合竞争力。

精耕细作优质资产修炼内功，内生外延双轮驱动全国化扩张布局。（1）优质医美资源：公司旗下四川米兰、陕西高一生均为区域高知名度优质医美机构，此外公司拥有诸多资深明星医生，也设置了高效完善的培养、激励机制。（2）高效管理模式：通过清晰的四级管理体系、完善信息化建设、深度融合的供应链和高效全渠道营销网络，公司整合资源精耕细作，未来有望持续降本增效。（3）双轮驱动：公司依托现有品牌框架持续深耕中西部地区，实现内生增长；同时借助体外基金孵化并购优质医美机构标的，实现外延扩张；在“内生+外延”双轮驱动下，公司稳步拓展，以多品牌分级连锁模式全方位占领市场，未来有望加速推进全国化布局，通过“规模+品牌”效应强化朗姿医美综合竞争力。

详见开源零售 2022 年 12 月 16 日首次覆盖报告**《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》**等。

2.2.2、 周大福：渠道端有望延续较快拓店，产品端推出“人生四美”

公司 2023 财年上半年营收同比+5.3%，归母净利润同比-6.8%。周大福是港资珠宝龙头品牌，近期公司发布半年报：FY2023H1 实现营收 465.35 亿港元（+5.3%）、归母净利润 33.36 亿港元（-6.8%）。我们认为，公司作为港资珠宝龙头品牌，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，有望继续提升市占率。

内地同店表现受疫情影响有所承压，毛利率因渠道及产品结构性变化下滑。分地区看，FY2023H1 公司在中国内地/中国内地以外市场营业额分别实现同比+6.2%/-0.5%，其中，中国内地营业额占比达 87.9%（+0.7pct）。分产品看，FY2023H1 公司珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品/钟表营业额分别实现同比-11.1%/+12.7%/-16.7%。同店方面，公司中国内地 FY2023H1 同店销售同比-7.8%，Q1/Q2 分别同比-19.3%/+3.4%。盈利能力方面，FY2023H1 公司经调整后的毛利率为 22.4%（-1.1pct），下降主要系毛利率较低的批发业务以及黄金首饰所占总营收的比例提高所致；销售/管理费用率分别为 10.2%/3.7%，同比分别-0.4pct/+0.2pct，费用整体管控良好；净利率为 7.3%（-1.0pct），其中因人民币汇率下跌导致汇兑亏损 2.7 亿港元（FY2022 同期为净收益 0.5 亿港元）。

渠道端“新城镇+精致店”助力下沉扩张，产品端“人生四美”系列亮相。（1）渠道

扩张：公司通过“新城镇+精致店”策略持续推进下沉市场渠道扩张，在中国内地，FY2023H1 周大福主品牌净增门店 933 家，期末门店总数达 6547 家，FY2023 计划达到 7000 家。（2）新品推出：公司 7 月开始试销“人生四美”系列镶嵌产品，该系列结合“传承”古法金与“T Mark”钻石，在终端消费市场反响良好，未来将在更多门店铺开，提振产品盈利表现。

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》**和 2022 年 11 月 28 日信息更新报告**《周大福：渠道端有望延续较快拓店，产品端推出“人生四美”》**等。

2.2.3、 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。

双十一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。

2.2.4、 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。

2.2.5、 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。

2.2.6、 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、瑷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，瑷尔博士益生菌面膜、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 利润端承压，化妆品板块延续较快增长》**等。

2.2.7、 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。

2.2.8、 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。

2.2.9、 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。

2.2.10、 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，锲定都市年轻女性，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曜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。

2.2.11、 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。

2.2.12、 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，拓展婴儿托触、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。

2.2.13、 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、杰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、颏部等新部位适应症，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。

2.2.14、 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。

2.2.15、 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。

表5：本周重点推荐个股吉宏股份、贝泰妮表现相对较好

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	129.83	0.65%	2.14	2.79	3.59	61	47	36
300957.SZ	贝泰妮	买入	141.98	4.81%	2.76	3.68	4.81	51	39	30
603214.SH	爱婴室	买入	17.94	-3.44%	0.61	0.83	1.07	29	22	17
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.26	-6.24%	0.36	0.40	0.44	15	13	12
600612.SH	老凤祥	买入	41.39	-1.26%	3.59	4.05	4.57	12	10	9
002803.SZ	吉宏股份	买入	16.46	11.74%	0.76	1.01	1.31	22	16	13
002867.SZ	周大生	买入	14.20	0.78%	1.14	1.37	1.61	12	10	9
300896.SZ	爱美客	买入	545.80	3.85%	6.47	9.52	13.31	84	57	41
603605.SH	珀莱雅	买入	158.82	-2.96%	2.62	3.33	4.15	61	48	38
600655.SH	豫园股份	买入	7.56	-4.30%	0.93	1.00	1.08	8	8	7
600223.SH	鲁商发展	买入	10.47	1.45%	0.37	0.60	0.84	28	17	12
002345.SZ	潮宏基	买入	4.80	0.21%	0.35	0.44	0.52	14	11	9
301177.SZ	迪阿股份	买入	53.72	-3.55%	2.81	3.55	4.28	19	15	13
601933.SH	永辉超市	买入	3.54	-3.54%	0.03	0.10	0.15	118	35	24
603708.SH	家家悦	买入	12.18	-4.84%	0.40	0.60	0.77	30	20	16
002612.SZ	朗姿股份	买入	26.36	-1.57%	0.13	0.42	0.65	201	63	41

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/12/23）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：启时精华油、洁雅股份、上美股份、TikTok Shop、医美直播等

【启时精华油】珀莱雅发布新品“启时滋养精华油”

12 月 19 日，珀莱雅新品“启时滋养精华油”上架。该款精华油由“PROYA TIME LAB”耗时两年打造，主要成分包括发酵榛果油、水飞蓟籽油、燕麦仁油等，具有滋润、抗衰老等功效。（来源：珀莱雅官方视频号）

【美团闪购】美团闪购开启“即时零售·中国行”活动

12 月 20 日，为助力“一刻钟便民生活圈”建设，美团闪购开启“即时零售·中国行”活动，活动首站落地沈阳，后续将在全国 30 多个城市逐步展开。（来源：联商网）

【洁雅股份】洁雅股份与创健医疗合作，入局重组胶原蛋白

12 月 19 日，洁雅股份发布公告，拟与江苏创健医疗科技股份有限公司共同投资设立安徽洁创医疗器械有限公司（暂定）。公司称，此次合作的主要目的是开展高技术壁垒医用敷料类相关产品的注册开发，并将相关产品标准拓展到功能性护肤领域，从而提升已有化妆品业务核心竞争力。（来源：青眼资讯）

【拜尔斯道夫】拜尔斯道夫收购生物科学公司 S-Biomedic NV

12 月 20 日消息，近日拜尔斯道夫宣布已收购比利时生物科学公司 S-Biomedic NV 多数股权。据悉，S-Biomedic NV 是皮肤微生物组研究领域的领跑者，重点研究皮肤微生物组的微妙平衡，并利用活的皮肤细菌开发化妆品的活性成分。（来源：青眼资讯）

【by me】日本日化巨头狮王推出 DTC 香氛品牌“by me”

12 月 21 日消息，近日日本日化巨头狮王推出 DTC 香氛品牌“by me”。by me 让消费者可以根据自己的喜好定制织物柔顺剂和衣物喷雾的香味。（来源：青眼资讯）

【UNLICS】花王推出旗下首个男士化妆品品牌“UNLICS”

12 月 21 日消息，近日花王集团宣布推出男士化妆品品牌“UNLICS”，主要面向于更年轻、强调先锋态度，探求美感的“Z 世代男性”。（来源：医学美学美容）

【阿玛尼美妆】阿玛尼美妆全球旗舰店落地深圳

12 月 22 日，阿玛尼美妆全球旗舰店在深圳卓越中心正式开业。据悉，该旗舰店占地约 300 平方米，旨在为消费者提供高科技、高触觉的美妆体验。（来源：北京商报）

【上美股份】上海上美在港交所挂牌上市

12 月 22 日，上海上美化妆品股份有限公司正式在港交所挂牌上市，股票代码为 02145.HK。上美股份成立于 2002 年，旗下拥有韩束、一叶子、红色小象等化妆品品牌，覆盖日化专营店、商场、超市、电商等多渠道。（来源：青眼资讯）

【化妆品黑榜】资生堂旗下防晒品牌“安热沙”上国家药监局不合格化妆品黑榜

12 月 22 日，国家药监局通报了 53 批不合规化妆品，其中包括染发膏、防晒乳、面膜、儿童牙膏等。资生堂旗下著名防晒品牌安热沙也在其列，涉及问题包括未检出产品标签及注册资料载明的技术要求标示的防晒剂。（来源：青眼资讯）

【TikTok Shop】TikTok Shop 发布全球年末大促季收官战报

12 月 22 日，TikTok Shop 发布全球年末大促季收官战报。本次年末大促季覆盖英国、马来西亚、新加坡、菲律宾、泰国、越南 6 国市场，含 11.11、黑色星期五以及 12.12 大促。三次大促活动期间，跨境整体 GMV 销量增长 136%，近 6 万商家、超 3 万达人参与，订单量较大促前日常增长超 77%。（来源：亿邦动力）

【医美直播】《四川省医疗美容网络直播领域行政合规指导清单》出台

12 月 22 日消息，近日四川省市场监管局出台了《四川省医疗美容网络直播领域行政合规指导清单》（以下简称《清单》）。该《清单》适用于通过互联网站、应用程序、小程序等，以视频直播、音频直播、图文直播或多种直播相结合等形式开展医疗美容营销的商业活动。（来源：医与美产业笔记）

【谷雨】植萃美白品牌“谷雨”获“2022 年度中国品牌创新案例奖”

12 月 23 日消息，近日，由人民日报社主办的 2022 中国品牌论坛在北京举行。谷雨作为唯一一个受邀参与论坛的国货护肤品牌，凭借在科技与文化上的双创新，荣获“2022 年度中国品牌创新案例奖”。（来源：化妆品报）

3.2、 公司公告：吉宏股份关于控股股东及其一致行动人大宗交易减持股份预披露公告等

珀莱雅：关于董事减持股份进展公告

根据 12 月 19 日公告，截止 12 月 18 日，公司董事兼总经理方玉友先生通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 124.75 万股,通过大宗交易方式累计减持公司股份 361.70 万股，合计减持公司股份 486.45 万股，占目前公司总股本的 1.72%。减持后持股 16.23%。

爱婴室：关于持股 5%以上股东减持超过 1%的提示性公告

根据公司 12 月 20 日公告，截止 2022 年 12 月 19 日，合众投资通过集中竞价交易方式合计减持 160.88 万股，占公司总股本的 1.14%。截至本公告披露日，合众投资持有公司无限售流通股份 224.04 万股，占公司总股本的 15.94%。

吉宏股份：关于控股股东及其一致行动人大宗交易减持股份暨董事长大宗交易增持股份预披露公告

根据公司 12 月 20 日公告，厦门吉宏科技股份有限公司控股股东庄浩女士及其一致行动人拟将所持公司 756.81 万股股票（占公司总股本的 2%）通过大宗交易的方式转让给王亚朋先生，本次交易既有利于团队的深度融合和公司股权结构的优化，更有利于王亚朋先生持续为公司创造价值的同时持续分享公司的发展红利。

中百集团：关于 2022 年限制性股票激励计划公告

根据公司 12 月 21 日公告，公司公布 2022 年限制性股票激励计划，拟向激励对象授予限制性股票 2499.20 万股，占公告日股本总额的 3.67%。本计划授予的激励对象共计不超过 365 人，授予价 3.00 元/股。

吉宏股份：关于股东减持公司股份超过 1%的公告

根据公司 12 月 23 日公告，公司股东赣州金融控股集团有限责任公司通过大宗交易方式减持公司股份 756 万股，占公司总股本的 2%，减持后持有本公司股份 2144 万股，占公司总股本的 5.66%。

表6：零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

日期	公司名称	重大事项
12 月 26 日	步步高	股东大会召开
12 月 26 日	中国中免	业绩发布会
12 月 27 日	若羽臣	股东大会召开
12 月 27 日	黄河旋风	解禁
12 月 29 日	爱美客	股东大会召开
12 月 29 日	美凯龙	股东大会召开
12 月 29 日	吉宏股份	股东大会召开
12 月 29 日	豫园股份	股东大会召开
12 月 29 日	丽尚国潮	股东大会召开
12 月 30 日	苏美达	股东大会召开

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：关注 2023 中国跨境电商年度峰会等

日期	主题	重大事项
12 月 26 日	医美	第 27 届北京国际美博会
12 月 26 日	电商	2022 亚马逊全球开店跨境峰会
12 月 28 日	电商	2023 中国跨境电商年度峰会
1 月 5 日	珠宝首饰	2023 北京国际珠宝首饰展览会
1 月 6 日	零售	2023 全国年货购物节暨第二十届济南年货会
1 月 9 日	消费	2023 第四届中国奢侈品数字化创新峰会
2 月 17 日	电商	2023 第十二届杭州（全球）新电商博览会
3 月 27 日	珠宝首饰	2023 世界钻石大会
4 月 7 日	电商	2023 深圳电子生活展暨跨境电商选品交易会
4 月 26 日	美妆	2023 中国（上海）国际化妆品原料展览会

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9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