

商贸零售

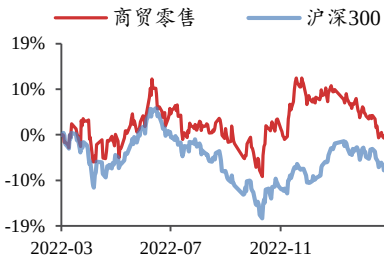
2023 年 03 月 19 日

1-2 月社零同比+3.5%，持续关注线下消费复苏

——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

《2023 年 1-2 月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复——行业点评报告》-2023.3.15

《医美化妆品 2 月月报：“38 节”大促传统电商平台恢复不及预期，国货龙头品牌珀莱雅表现亮眼——行业点评报告》-2023.3.13

《“三八”节大促落幕，关注化妆品、珠宝消费趋势——行业周报》-2023.3.12

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

● 1-2 月社零同比+3.5%，关注黄金珠宝、医美等线下消费复苏

本周，国家统计局发布社零数据：2023 年 1-2 月我国社零总额为 77067 亿元（同比+3.5%），增速超过 Wind 一致预期（+2.9%），疫情影响已经逐渐消退，1-2 月社会消费稳步恢复。**分渠道看：**2023 年 1-2 月实现全国实物商品网上零售额为 17476 亿元（同比+5.3%），占社零比重为 22.7%（较 2022 年 1-2 月+0.7pct），线上渠道稳定增长；线下渠道方面，2023 年 1-2 月超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+2.3%/+10.0%/+5.5%/+3.6%/-5.4%，除专卖店外，多数线下业态均平稳恢复。**分品类看：**必选消费相对稳健；可选消费方面中化妆品类、金银珠宝类同比分别+3.8%/+5.9%，增速较 2022 年 12 月分别+23.1pct/+24.3pct，其中金银珠宝类商品在同期高基数下（2022 年 1-2 月同比+19.5%）仍录得较好增长；随着疫情对消费场景限制解除叠加春节假期外出聚餐活动增加，线下接触型消费明显回暖，1-2 月餐饮收入 8429 亿元（同比+9.2%）。根据政府工作报告，“扩大内需、恢复并扩大消费”将是 2023 年工作重点之一，当前线下出行场景已呈现较好复苏态势，叠加促消费政策助力，我们认为线下消费将迎来结构性、阶段性复苏，黄金珠宝、医美等板块有望受益。

● 行业关键词：启道智能、拦截物流、润百颜、抖音集星、洞隐科技

【启道智能】智能无人零售系统研发商启道智能完成 2000 万元天使轮融资。

【拦截物流】快手电商推出“拦截物流”服务。

【润百颜】润百颜品牌定位升级为“玻尿酸科技修护美学”品牌。

【抖音集星】抖音生活服务机构平台升级为“抖音集星”。

【洞隐科技】供应链 SaaS 服务商洞隐科技宣布完成超亿元 A 轮融资。

● 板块行情回顾

本周（3 月 13 日-3 月 17 日），商贸零售指数报收 2655.46 点，上涨 0.67%，跑赢上证综指（本周上涨 0.63%）0.04 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 8 位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2023 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周青木股份（+40.7%）、壹网壹创（+15.2%）、中成股份（+12.2%）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，重点推荐华熙生物、珀莱雅、鲁商发展、贝泰妮，受益标的巨子生物等；

投资主线二（医美）：行业具备较强成长性，重点推荐区域医美机构龙头朗姿股份、医美产品龙头爱美客；

投资主线三（线下消费）：疫后消费逐步复苏，关注线下消费赛道优质公司，珠宝钻石板块重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和中国黄金。

● **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	3
2、零售观点：1-2 月社零同比+3.5%，关注线下消费复苏	5
2.1、行业动态：1-2 月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复	5
2.2、关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司	7
2.2.1、爱美客：2022 年增长稳健，拟推股权激励计划彰显成长信心	8
2.2.2、老凤祥：经营业绩稳健，彰显龙头品牌强劲韧性	9
2.2.3、华熙生物：2022 年营收预计同比+29%，关注“38 大促”表现	9
2.2.4、中国黄金：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间	10
2.2.5、家家悦：2022 年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压	11
2.2.6、朗姿股份：2022 年归母净利润预计同比下滑 84%-89%，看好 2023 年复苏	11
2.2.7、周大福：渠道端保持稳健拓店，期待新门店疫后恢复增长	12
2.2.8、周大生：Q3 镶嵌出货受疫情影响，黄金产品体系持续完善	13
2.2.9、鲁商发展：2022Q3 利润端承压，化妆品板块延续较快增长	13
2.2.10、珀莱雅：2022Q3 归母净利润增长亮眼，毛利率创历史新高	14
2.2.11、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
2.2.12、爱婴室：2022Q3 营收同比+47%、归母净利润同比实现扭亏	15
2.2.13、贝泰妮：2022Q3 营收保持稳健增长，关注双十一大促表现	16
2.2.14、红旗连锁：2022Q3 营收表现亮眼，主营业务净利润增长良好	16
3、零售行业动态追踪	17
3.1、行业关键词：启道智能、拦截物流、润百颜、抖音集星、洞隐科技等	17
3.2、公司公告：上海家化发布 2022 年业绩快报等	19
4、风险提示	20

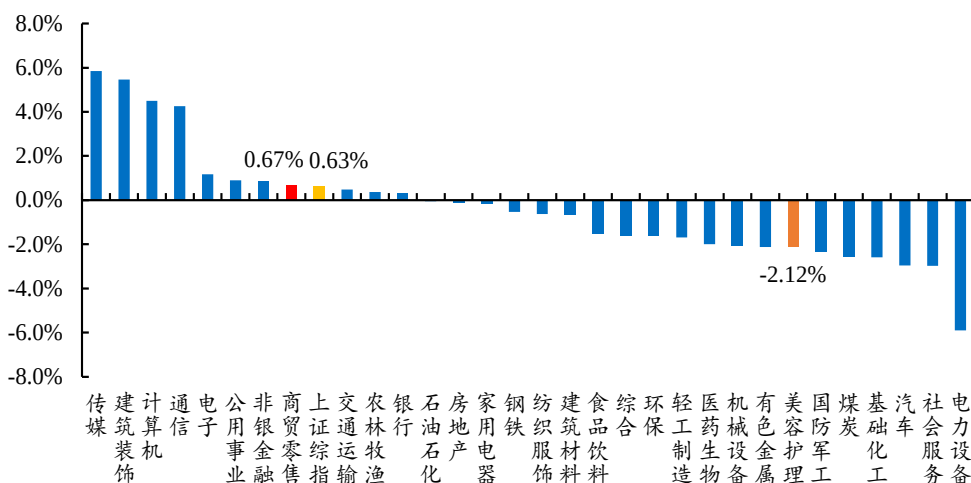
图表目录

图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 8 位	3
图 2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨 0.67%	3
图 3：2023 年年初至今（商贸零售）指数下跌 7.37%	3
图 4：本周钟表珠宝板块涨幅最大，周涨幅为 2.50%	4
图 5：2023 年初至今钟表珠宝涨幅最大，年涨幅 7.73%	4
图 6：2023 年 1-2 月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复	5
图 7：疫情影响消退，线下消费场景已趋正常化	5
图 8：2023 年 1-2 月实物商品网上零售额稳定增长	5
图 9：2023 年 1-2 月线下业态中便利店、百货店表现较好	5
图 10：2023 年 1-2 月，必选品类维持稳健增长，可选品类中金银珠宝、化妆品表现亮眼	6
图 11：1-2 月全国 54 个城市的城市轨道交通客运量实现较好复苏	6
表 1：本周零售行业青木股份、壹网壹创、中成股份等涨幅靠前	4
表 2：本周零售行业 ST 宏图、ST 通葡、汇嘉时代等跌幅靠前	4
表 3：重点推荐潮宏基、老凤祥、朗姿股份、华熙生物、珀莱雅等	7
表 4：本周重点推荐个股潮宏基、中国黄金、老凤祥表现相对较好	17
表 5：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露等	20
表 6：零售行业大事提醒：关注 2023 世界钻石大会等	20

1、零售行情回顾

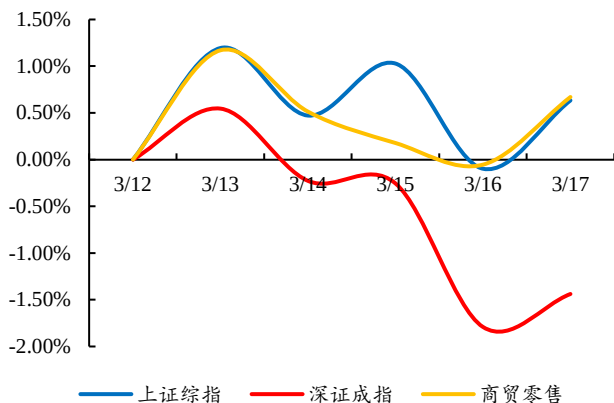
本周（3月13日-3月17日）A股上涨，零售行业指数上涨0.67%。上证综指报收3250.55点，周累计上涨0.63%；深证成指报收11278.05点，周下跌1.44%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为传媒、建筑装饰和计算机。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2655.46点，周涨幅为0.67%，在所有一级行业中位列第8位。2023年年初至今，零售行业指数下跌7.37%，表现弱于大盘（2023年年初至今上证综指累计上涨5.22%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第8位



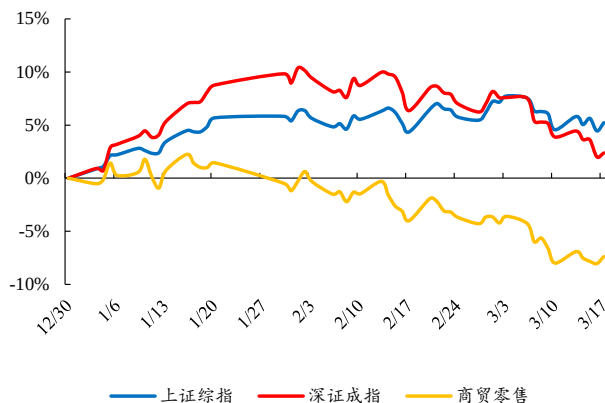
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨0.67%



数据来源：Wind、开源证券研究所

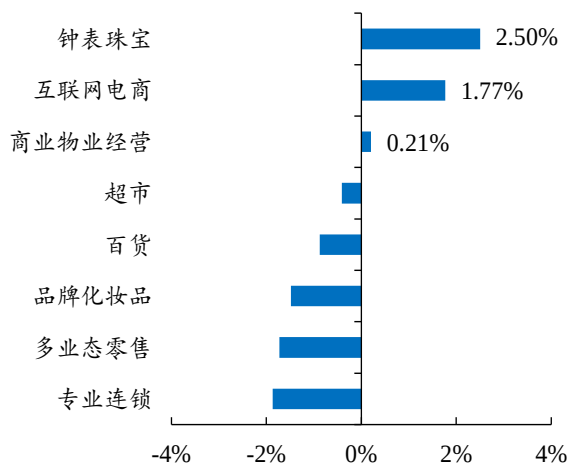
图3：2023年年初至今（商贸零售）指数下跌7.37%



数据来源：Wind、开源证券研究所

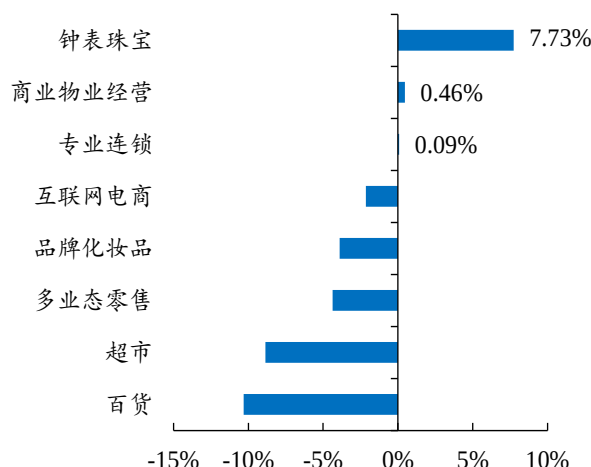
零售各细分板块中，钟表珠宝板块本周涨幅最大；2023年年初至今，钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周3个子板块上涨，其中钟表珠宝板块涨幅最大，周涨幅为2.50%；2023年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为7.73%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周钟表珠宝板块涨幅最大，周涨幅为 2.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023 年初至今钟表珠宝涨幅最大，年涨幅 7.73%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周青木股份、壹网壹创、中成股份涨幅靠前。本周零售行业主要 92 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公司）中，合计有 26 家公司上涨、57 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是青木股份、壹网壹创、中成股份，周涨幅分别为 40.7%、15.2%和 12.2%。本周跌幅靠前公司为 ST 宏图、ST 通葡、汇嘉时代。

表1：本周零售行业青木股份、壹网壹创、中成股份等涨幅靠前

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	301110.SZ	青木股份	56.74	40.7%	106.3%	49.9%	电商服务
2	300792.SZ	壹网壹创	36.84	15.2%	30.9%	32.0%	电商服务
3	000151.SZ	中成股份	16.14	12.2%	101.6%	26.9%	贸易Ⅲ
4	002280.SZ	联络互动	3.31	11.8%	8.2%	19.1%	跨境电商
5	003010.SZ	若羽臣	20.56	10.5%	31.8%	9.1%	电商服务
6	600280.SH	中央商场	3.82	7.0%	15.0%	16.8%	百货
7	002315.SZ	焦点科技	19.56	6.3%	18.6%	8.6%	跨境电商
8	301001.SZ	凯淳股份	24.85	6.2%	73.2%	16.8%	电商服务
9	300592.SZ	华凯易佰	18.84	6.2%	13.4%	24.4%	跨境电商
10	605136.SH	丽人丽妆	15.11	4.4%	33.3%	8.1%	电商服务

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/3/17）

表2：本周零售行业 ST 宏图、ST 通葡、汇嘉时代等跌幅靠前

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	600122.SH	ST 宏图	1.38	-11.0%	9.8%	-9.2%	专业连锁Ⅲ
2	600365.SH	ST 通葡	3.42	-10.7%	5.5%	-17.0%	综合电商
3	603101.SH	汇嘉时代	5.24	-9.2%	14.1%	-17.1%	百货
4	000679.SZ	大连友谊	5.26	-7.1%	7.0%	-26.7%	百货
5	605188.SH	国光连锁	7.89	-7.0%	28.0%	-22.6%	超市

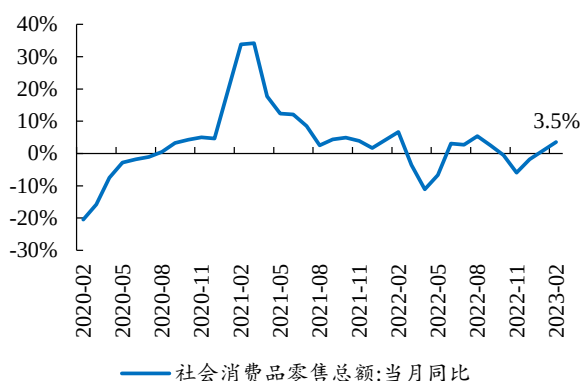
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/3/17）

2、零售观点：1-2月社零同比+3.5%，关注线下消费复苏

2.1、行业动态：1-2月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复

2023年1-2月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复。本周（3月15日）国家统计局发布2023年1-2月份社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据。2023年1-2月我国社零总额为77067亿元（同比+3.5%），增速超过Wind一致预期（+2.9%）；其中，2月社零总额环比1月-0.02%。分地域看，1-2月城镇消费品零售额66796亿元（同比+3.4%），乡村消费品零售额10271亿元（同比+4.5%）。整体来看，疫情影响已经消退，线下消费场景正常化带动1-2月社会消费稳步恢复。

图6：2023年1-2月社零同比+3.5%，社会消费稳步恢复



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

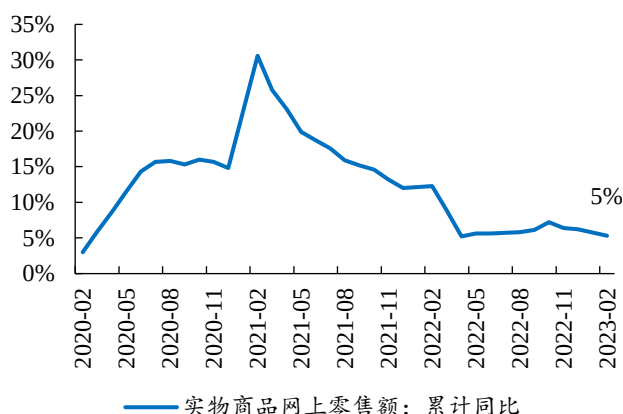
图7：疫情影响消退，线下消费场景已趋正常化



资料来源：天行财经公众号

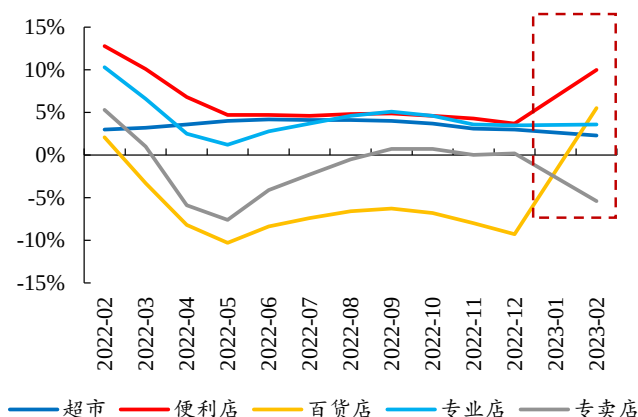
分渠道看，线上渠道稳定增长，多数线下业态稳中向好。线上渠道方面，受“年货节”、“春节不打烊”等促销活动带动，2023年1-2月实现全国实物商品网上零售额为17476亿元（同比+5.3%），占社零比重为22.7%（较2022年1-2月+0.7pct），线上渠道稳定增长。线下渠道方面，2023年1-2月超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+2.3%/+10.0%/+5.5%/+3.6%/-5.4%，除专卖店外，多数线下业态均平稳复苏。此外，中华全国商业信息中心数据显示，1-2月份全国百家重点大型零售企业（以百货为主）商品零售额实现正增长，同比增速为0.3%（较2022年1-2月+1.2pct），扭转了2022年8月以来连续五个月的下降趋势。

图8：2023年1-2月实物商品网上零售额稳定增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：2023年1-2月线下业态中便利店、百货店表现较好



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

商品消费中，必选品类保持稳健、可选品类、接触性消费回暖明显。商品消费方面，1-2月商品零售 68638 亿元（同比+2.9%），分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒同比分别+9.0%/+5.2%/+6.1%，保持稳健，1-2 月中西药品类同比+19.3%，预计受囤药需求影响；可选消费方面，1-2 月化妆品类、金银珠宝类、服装鞋帽同比分别+3.8%/+5.9%/+5.4%，增速较 2022 年 12 月分别+23.1pct/+24.3pct/+17.9pct，其中金银珠宝类商品在同期高基数下（2022 年 1-2 月同比+19.5%）仍录得较好增长，展现出较高行业景气度。此外，随着疫情对消费场景限制解除叠加春节假期外出聚餐活动增加，线下接触型消费显著回暖，1-2 月餐饮收入 8429 亿元（同比+9.2%）。

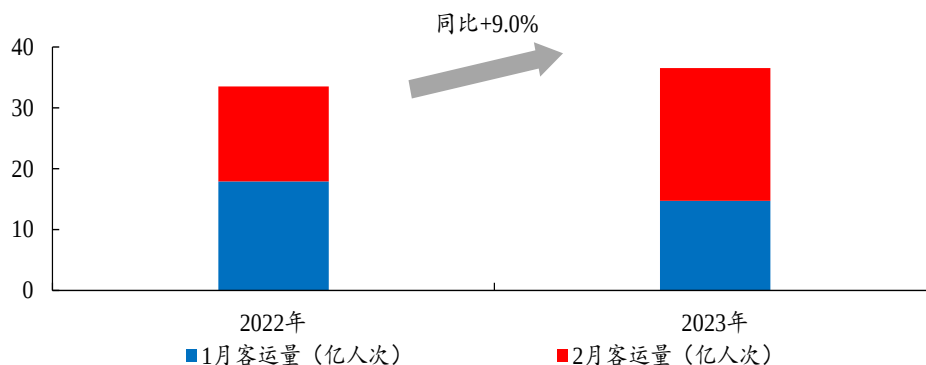
图10：2023 年 1-2 月，必选品类维持稳健增长，可选品类中金银珠宝、化妆品表现亮眼

类目	202202	202203	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202302	环比
粮油、食品	7.9%	12.5%	10.0%	12.3%	9.0%	6.2%	8.1%	8.5%	8.3%	3.9%	10.5%	9.8%	-1.5%
饮料	11.4%	12.6%	6.0%	7.7%	1.9%	3.0%	5.8%	4.9%	4.1%	-6.2%	5.5%	5.2%	-0.3%
烟酒	13.6%	7.2%	-7.0%	3.8%	5.1%	7.7%	8.0%	-8.8%	-0.7%	-2.0%	-7.3%	6.2%	13.4%
日用品类	10.7%	-0.8%	-10.2%	-6.7%	4.3%	0.7%	3.6%	5.6%	-2.2%	-9.1%	-9.2%	3.2%	13.1%
中西药品类	11.9%	11.9%	7.9%	10.8%	11.9%	7.8%	9.1%	9.3%	8.9%	8.3%	39.8%	19.3%	-20.5%
服装鞋帽、针纺织品	4.8%	-12.7%	-22.8%	-16.2%	1.2%	0.8%	5.1%	-0.5%	-7.5%	-15.6%	-12.5%	5.4%	17.9%
化妆品类	7.0%	-6.3%	-22.3%	-11.0%	8.1%	0.7%	-6.4%	-3.1%	-3.7%	-4.6%	-19.3%	3.8%	23.1%
金银珠宝类	19.5%	-17.9%	-26.7%	-15.5%	8.1%	22.1%	7.2%	1.9%	-2.7%	-7.0%	-18.4%	5.9%	24.3%
家用电器和音像器材类	12.7%	-4.3%	-8.1%	-10.6%	3.2%	7.1%	3.4%	-6.1%	-14.1%	-17.3%	-13.1%	-1.9%	11.2%
文化办公用品类	11.1%	9.8%	10.0%	-3.3%	8.9%	11.5%	6.2%	8.7%	-2.1%	-1.7%	-0.3%	-1.1%	-0.8%
家具类	-6.0%	-8.8%	-14.0%	-12.2%	-6.6%	-6.3%	-8.1%	-7.3%	-6.6%	-4.0%	-5.8%	5.2%	11.0%
通讯器材类	4.8%	3.1%	-21.8%	-7.7%	6.6%	4.9%	-4.6%	5.8%	-8.9%	-17.6%	-4.5%	-8.2%	-3.7%
石油及制品类	25.6%	10.5%	4.7%	8.3%	14.7%	14.2%	17.1%	10.2%	0.9%	-1.6%	-2.9%	10.9%	13.8%
汽车类	3.9%	-7.5%	-31.6%	-16.0%	13.9%	9.7%	15.9%	14.2%	3.9%	-4.2%	4.6%	-9.4%	-14.0%
建筑及装潢材料类	6.2%	0.4%	-11.7%	-7.8%	-4.9%	-7.8%	-9.1%	-8.1%	-8.7%	-10.0%	-8.9%	-0.9%	8.0%

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

线下生产、生活步入正常化，扩大内需、扩大消费驱使线下消费有望迎来复苏。当前线下生产、生活秩序已逐渐步入正常化，我们根据交通运输部数据测算得到，2023 年 1-2 月全国 54 个城市的城市轨道交通共完成客运量 36.5 亿人次，同比 2022 年同期增加 9.0%，线下出行场景呈现较好复苏态势。此外，2023 年政府工作报告中提出“着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置”，我们认为，线下场景正常化叠加政策助力，线下消费将迎来结构性、阶段性复苏，黄金珠宝、医美等板块有望受益。

图11：1-2 月全国 54 个城市的城市轨道交通客运量实现较好复苏



数据来源：交通运输部、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，包括华熙生物（品牌矩阵成型、布局重组胶原蛋白原料）、珀莱雅（主品牌表现良好，彩棠 2023 年有超预期可能）、鲁商发展、贝泰妮等，受益标的包括巨子生物及化妆品上游科思股份、青松股份、嘉亨家化等。

投资主线 2：疫后医美消费有望恢复，关注区域医美机构龙头和医美产品龙头厂商。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。下游医美机构方面，重点推荐朗姿股份（医美业务“内生+外延”双轮驱动）。此外，医美产品厂商方面，推荐爱美客（产品端龙头受益医美消费复苏），受益标的包括华东医药、四环医药、复锐医疗科技等。

投资主线 3：关注线下消费复苏主线下的高景气赛道优质公司。黄金珠宝行业关注疫后线下消费复苏，长期看头部集中仍是主旋律，龙头依托品牌、渠道优势持续扩张发展；此外，培育钻石赛道方兴未艾，率先布局品牌有望获得优势，重点推荐潮宏基（时尚珠宝品类具备差异化，加盟拓店弹性大）、中国黄金（战略性布局培育钻石赛道）、周大福、周大生和老凤祥等。

表3：重点推荐潮宏基、老凤祥、朗姿股份、华熙生物、珀莱雅等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
300896.SZ	爱美客	医美	2022 年全年实现营收 19.39 亿元（+33.9%）、归母净利润 12.64 亿元（+31.9%）；单 2022Q4 实现营收 4.49 亿元（+5.8%）、归母净利润 2.71 亿元（+9.0%）。公司作为国内医美产品龙头，产品、渠道、研发全方位发力持续深化长期竞争力。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2022 年预计实现营收 630.10 亿元（+7.4%）、归母净利润 17.00 亿元（-9.4%）；单 2022Q4 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。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2022 年预计实现营收 63.59 亿元（+28.5%）、归母净利润 9.70 亿元（+24.0%）；单 2022Q4 预计实现营收 20.39 亿元（+5.3%）、归母净利润 2.93 亿元（+28.9%）。公司作为全球透明质酸产业龙头，全产业链布局优势突出，公司四轮驱动稳步推进，精细化运营有望持续推动降本增效。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2022 年前三季度实现营收 356.90 亿元（-3.3%）、归母净利润 6.14 亿元（+10.0%）；公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上构筑品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来进一步发力培育钻石赛道，有望打开新成长空间。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2022 年预计实现归母净利润 0.2-0.3 亿元（-84.0%~-89.3%）；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%）；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	FY2023Q3 实现销售额同比下降 19.3%；FY2023Q3 中国内地销售额同比下降 22.4%，同店销售同比下降 33.1%。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			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%）；公司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 年全年预计实现归母净利润 0.18~0.54 亿元（同比-85%~-95%）；单 2022Q4 预计实现归母净利润-1.36~-0.99 亿元（亏损额同比收窄 3.9%~29.6%）。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%）；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。
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%）；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。
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%）；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%）；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 年预计实现归母净利润 0.35-0.52 亿元（扭亏为盈，2021 年归母净亏损 2.93 亿元）；单 2022Q4 预计实现归母净亏损 1.35-1.52 亿元（亏损额同比收窄 68.6%-72.1%）。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%）；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。
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%）；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%）；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。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、爱美客：2022 年增长稳健，拟推股权激励计划彰显成长信心

爱美客是国产医美产品龙头，2022 年营收同比+33.9%，归母净利润同比+31.9%。2022 年公司实现营收 19.39 亿元（+33.9%）、归母净利润 12.64 亿元（+31.9%）；单 2022Q4 营收 4.49 亿元（+5.8%）、归母净利润 2.71 亿元（+9.0%），疫情冲击下仍维持正增长。我们认为，公司作为国内医美产品龙头，产品、渠道、研发全方位发力持续深化长期竞争力。

大单品嗨体增长稳健，濡白天使等高毛利产品助力毛利率创下新高。分产品看，2022 年公司溶液类注射产品实现营收 12.93 亿元（同比+23.6%），大单品嗨体增长稳健；凝胶类产品实现营收 6.38 亿元（同比+65.6%），预计濡白天使推广顺利并贡献重要销售增量；面部埋植线实现营收 538 万元（同比+1.5%）。盈利能力方面，2022 年公司毛利率为 94.8%（同比+1.2pct），濡白天使等高毛利产品放量推动毛利率创下新高。费用端，2022 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 8.4%/6.5%/8.9%，同比分别-2.4pct/+2.0pct/+1.9pct。

持续拓宽管线矩阵布局，拟推出股权激励计划彰显公司信心。销售团队：截至 2022 年底销售团队已超 300 人，持续强化渠道建设。现有管线：预计 2023 年嗨体保持稳健，濡白天使有望进一步放量。布局管线：（1）公司重新规划去氧胆酸项目并与北京质肽签订司美格鲁肽独家合作协议，强化减重领域布局；（2）收购沛奇隆 100% 股权战略入股胶原蛋白。此外，公司拟发布股权激励计划，本次激励对象含董事、高管、骨干人员共 141 人，业绩考核目标为（以 2022 年为基数，每年收入/利润目标满足其一）：2023-2025 年营收增速不低于 45%/103%/174%（三年 CAGR 约 40%），净利润增速不低于 40%/89%/146%（三年 CAGR 约 35%），2023-2026 年分别摊销费用 5364/4213/1959/383 万元。

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 2023 年 3 月 9 日信息更新报告《**爱美客 (300896.SZ)：2022 年增长稳健，拟推股权激励计划彰显成长信心**》等。

2.2.2、老凤祥：经营业绩稳健，彰显龙头品牌强劲韧性

老凤祥是黄金珠宝龙头，2022 年营收同比+7.4%、归母净利润同比-9.4%。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。2022 年预计实现营收 630.10 亿元（+7.4%）、归母净利润 17.00 亿元（-9.4%）、扣非归母净利润 17.27 亿元（+8.7%）；单 2022Q4 营收 94.72 亿元（+6.4%）、归母净利润 3.44 亿元（-9.0%）。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。

四季度黄金珠宝业务经营业绩持续增长，跑赢行业整体表现。2022 年四季度，疫情对我国黄金珠宝行业景气度造成显著影响，从社零数据看，单四季度金银珠宝类零售额同比下滑 7.4%，而公司的黄金珠宝业务却在此期间实现了营业收入和净利润的持续增长。取得此番成绩主要得益于公司不断深化“双百行动”综合改革，坚持以企业发展为核心理念，坚持市场开拓力度，持续推进下沉市场扩张、做精做细市场，有效实现市场覆盖面和占有率的全面提升。

渠道端逆势增长亮眼，“双百行动”综合改革有望激活成长动能。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，公司渠道端实现逆势扩张：截至 2022 年末，黄金珠宝核心板块共拥有营销网点 5609 个，全年净增加 664 家，表现亮眼。此外，老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心在 2022 年内建设完成并投产运营，未来将促进和提升老凤祥黄金珠宝产品的自主研发能力。“双百行动”综合改革方面，公司持续推进落实效果良好，有望激活成长动能。展望未来，公司持续聚焦老字号品牌这一核心资产，以深化“双百行动”改革为契机，从渠道、产品、品牌等全方位提升核心竞争力，有望在“十四五”期间实现跨越式发展。

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 2023 年 3 月 5 日信息更新报告《**老凤祥 (600612.SH)：2022 年经营业绩表现稳健，渠道端逆势扩张**》等。

2.2.3、华熙生物：2022 年营收预计同比+29%，关注“38 大促”表现

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，2022 年预计营收同比+28.5%。公司 2022 年全年预计实现营收 63.59 亿元（+28.5%）、归母净利润 9.70 亿元（+24.0%）；单 2022Q4 营收 20.39 亿元（+5.3%）、归母净利润 2.93 亿元（+28.9%）。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，近年来四轮驱动稳步推进，精细化

运营有望持续推动降本增效。

功能性护肤品业务保持高速增长，2022 年公司精细化管理初现成效。分业务看：疫情冲击下，功能性护肤品业务仍表现较好韧性，全年保持高速增长；原料业务方面，公司在国内业务受影响背景下积极开拓海外市场，并实现稳步增长；医疗终端业务整体基本持平，我们预计严肃医疗表现稳健，医美业务则有所承压。为实现长期可持续性增长，公司在费用端也做了较多战略性投入，主要包括：进一步增加研发投入、前瞻性布局产能、营销投放提升功效性护肤品品牌力，以及通过推进股权激励持续健全长效激励机制等。公司 2022 年归母扣非净利润同比增长 30.1%，快于营收增速，主要系公司通过精细化管理提升了运营效率。

四轮驱动稳步推进，关注护肤品业务“38 大促”表现。**功能性护肤品：**近期米蓓尔发布《中国敏感肌肤抗老趋势白皮书》并推出新品“3A 紫精华”直击敏感肌抗衰、抗老痛点，预计“38 大促”将有亮眼表现；当前公司四大品牌各自定位明确，矩阵已然成型，有望为公司长期成长持续贡献增量。**原料：**近期公司发布 Bioyouth-EGT Pure 超纯麦角硫因，标志着公司合成生物学技术进一步成熟化，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（麦角硫因等）的完备布局，持续巩固领先地位。**医疗终端：**伴随疫情防控进入新阶段，线下出行逐渐恢复，医疗终端业务有望重回快速增长轨道。**功能性食品：**预计目前体量仍较小，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 2023 年 2 月 28 日信息更新报告《华熙生物（688363.SH）：2022 年营收预计同比+29%，关注“38 大促”表现》等。

2.2.4、中国黄金：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间

中国黄金是黄金珠宝行业唯一上市央企，品牌知名度高、产业积淀深厚。中国黄金是黄金珠宝行业唯一央企，在黄金产品领域积淀深厚。我们认为，公司坚持全产业链布局战略，在黄金品类上构筑品牌、渠道、产品等多方位竞争优势，未来进一步发力培育钻石赛道，有望打开新成长空间。

疫后消费复苏推升黄金首饰需求，投资金亦有望保持稳健增长。我国是全球最大黄金消费国。黄金首饰受益未来疫情缓和、婚庆需求释放具备恢复弹性，同时黄金工艺创新和国潮兴起也将带来年轻客群和日常需求拓展。此外，投资金也有望在地缘政治、通胀等因素带动下，凸显保值属性价值稳健增长。

中国黄金：全产业链布局优势明显，国字头品牌打造黄金特色品类。公司是黄金珠宝国字头品牌，依托中国黄金集团丰厚资源和全产业链战略思维，构建多方面竞争优势。**（1）品牌：**央企背景加持，公司品牌影响力突出，投资金、金饰等产品深得消费者信赖。**（2）渠道：**直营旗舰门店树立品牌标杆，发力加盟模式实现扩张发展，通过特色产业投资平台与加盟商深度绑定，未来疫情影响趋缓后，有望回归快速拓店节奏；此外，抖音电商等新兴渠道成功布局锦上添花。**（3）全产业链布局：**公司上下游产业资源丰富，集设计、批发、加工、零售、服务于一体，发展回购业务实现黄金产业链闭环布局，综合优势突出。

战略性切入培育钻石新赛道，贯彻全产业链思维，上下游布局多管齐下。“填补、替代、创造”，三驾马车驱动培育钻石消费需求增长；产业链中，下游品牌零售端既是未来教育消费者、打开国内市场的关键，也因为掌握产品定价权，有望成为产业链

核心价值环节。公司拟布局培育钻石业务，有望贯彻全产业链思维在上下游多管齐下，并基于自身渠道规模大、品类结构“包袱轻”和国字头品牌等优势，实现新兴品类先发卡位占领消费者认知，打开新的增长曲线。

详见开源零售 2023 年 2 月 9 日首次覆盖报告《**中国黄金（600916.SH）：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间**》等。

2.2.5、家家悦：2022 年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压

家家悦是胶东生鲜超市龙头，预计 2022 年归母净利润同比扭亏为盈。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。2022 年预计实现归母净利润 3500 万元-5200 万元（同比扭亏为盈，2021 年归母净亏损 2.93 亿元），单 2022Q4 预计实现归母净亏损 1.35-1.52 亿元（亏损额同比收窄 68.6%-72.1%），受疫情冲击影响仍有所承压。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。

2022 年度业绩预计同比改善，门店质量提升实现降本增效。2022 年公司利润端有望实现扭亏为盈，预计实现扣非归母净利润 1200 万元至 1800 万元（2021 年扣非归母净亏损 3.42 亿元）。我们认为主要原因包括，（1）**控制新开店**：主动控制扩张速度，审慎评估开店选择；（2）**调整存量店**：主动关停低效门店，实现资源聚焦。尽管四季度同店销售收入增速受疫情影响环比下降，进而导致公司业绩出现亏损，但总的来看，2022 年公司经营效率持续提高，各项费用率有望同比下降，尤其是山东省外扩张的新区域，亏损情况有望得到改善。

非公开发行股票获批有望补充资金，供应链建设、渠道优化等助力长期成长。2023 年 1 月，公司非公开发行股票申请获得中国证监会核准批文，本次非公开发行的股票数量为 3893.42 万股，预计募集资金总额为 4.08 亿元（含发行费用），拟用于：（1）家家悦商河智慧产业园项目（一期），募集资金投入 1.30 亿元；（2）羊亭购物广场项目，募集资金投入 0.50 亿元；（3）偿还银行贷款，募集资金投入 2.28 亿元。本次非公开发行股票有望充实公司资金储备，用于供应链建设、渠道优化等方面。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 2023 年 2 月 1 日信息更新报告《**家家悦（603708.SH）：2022 年预计扭亏为盈，四季度受疫情防控影响承压**》等。

2.2.6、朗姿股份：2022 年归母净利润预计同比下滑 84%-89%，看好 2023 年复苏

朗姿股份是双轮驱动加速扩张的区域医美机构龙头，预计 2022 年归母净利润同比下滑 84%-89%。朗姿股份是高端时尚品牌，2022 年预计实现归母净利润 2000 万元-3000 万元（同比下滑 84.00%-89.33%），单 2022Q4 预计实现归母净利润 248 万元-1248 万元（同比下滑 57.34%-91.54%），受疫情冲击影响明显下滑。我们认为，公司现已构建三大业务协同发展的泛时尚生态圈，女装、婴童业务稳健，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。

疫情反复背景下营收承压，新机构、次新机构影响盈利能力。营收方面，预计受疫情反复及防疫政策影响，公司部分服装门店、医美机构面临客流减少、暂时停业等

挑战，营收端有所承压。盈利能力方面，公司医美业务旗下有较多新机构、次新机构尚处培育期，我们预计培育期机构促销引流力度较大，对毛利率产生一定影响。费用方面，由于公司 2021 年度新开多家女装店铺及医美机构，预计 2022 年销售费用、管理费用同比提升幅度较大。以上三方面因素共同导致公司 2022 年度归母净利润同比大幅下滑。

双轮驱动加速全国化扩张布局，“规模+品牌”效应强化综合竞争力。当前疫情防控已步入新阶段，2023 年医美消费复苏确定性较高，对公司而言：一方面体内机构经营将较快恢复，新机构、次新机构成熟亦有望贡献增量；另一方面体外孵化机构或加速成熟，从而进一步增加潜在可收并购数量、推进外延并购进程。我们认为，公司是区域性医美机构龙头，拥有优质医美资源和高效管理模式，“内生+外延”双轮驱动助力稳步扩张，未来有望加速推进全国化布局，通过“规模+品牌”效应强化综合竞争力。

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》和 2023 年 1 月 31 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：2022 年归母净利润预计同比下滑 84%-89%，看好 2023 年公司医美业务复苏》等。

2.2.7、周大福：渠道端保持稳健拓店，期待新门店疫后恢复增长

公司 2023 财年第三季度零售值同比-19.3%。周大福是港资珠宝龙头品牌，近期公司发布半年报：FY2023Q3 实现零售值同比-19.3%，期间受到疫情较大影响。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。

中国内地零售值有所承压，主要系疫情下同店销售下滑。(1) 中国内地：FY2023Q3 零售值实现同比-20.4%，占集团零售值 86.6% (-2.2pct)；同店方面，FY2023Q3 同店销售额同比-33.1%，相较于 FY2023Q2 的同店增速+3.4%下滑明显，主要系疫情及防控政策等因素影响；同店销售额分产品看，FY2023Q3 珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品分别实现同比-31.8%/-35.8%，黄金产品下滑较多主要系 FY2022 同期高基数及金价波动影响。(2) 中国内地以外市场：FY2023Q3 零售值实现同比-11.1%；同店方面，FY2023Q3 同店销售额同比-7.8%。但预计随着中国香港逐步与中国内地“通关”，公司中国内地以外市场的客流有望显著增长，进而带动主业恢复。

渠道端“新城镇+精致店”延续扩店势能，产品端“人生四美”系列持续推进。(1) **渠道扩张：**公司精准把握下沉市场扩张机遇，有效激活加盟商开店积极性，持续推进“新城镇+精致店”策略延续扩店势能。在中国内地，FY2023Q3 周大福主品牌净增门店 448 家，期末门店总数达 7016 家，提前完成拓店目标，FY2023 预计净开店 1400-1500 家。除靓丽的拓店表现外，公司疫情期间的新开店亦有望在 2023 年线下消费复苏背景下带来较大同店增长。(2) **新品推广：**公司结合“传承”古法金与“T Mark”钻石推出“人生四美”系列镶嵌产品，截至 FY2023Q3 已覆盖 2100 个零售网点，FY2024 计划推向 4000 家左右门店。

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 2023 年 1 月 17 日信息更新报告《周大福（1929.HK）：渠道端保持稳健拓店，期待新门店疫后恢复增长》等。

2.2.8、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。

2.2.9、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 2022 年全年预计实现归母净利润 0.18~0.54 亿元（同比-85%~-95%）；单 2022Q4 预计实现归母净利润-1.36~-0.99 亿元（亏损额同比收窄 3.9%~29.6%）。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、瓊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：受房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。

2.2.10、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）。

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、悦芙媿、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。

2.2.11、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。

2.2.12、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。

2.2.13、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。

2.2.14、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4：本周重点推荐个股潮宏基、中国黄金、老凤祥表现相对较好

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	109.70	-1.79%	2.02	2.79	3.59	54	39	31
300957.SZ	贝泰妮	买入	118.30	-2.19%	2.76	3.68	4.81	43	32	25
603214.SH	爱婴室	买入	17.90	-3.82%	0.61	0.83	1.07	29	22	17
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.45	-1.09%	0.36	0.40	0.44	15	14	12
600612.SH	老凤祥	买入	51.66	2.18%	3.25	3.74	4.26	16	14	12
002803.SZ	吉宏股份	买入	17.20	1.47%	0.76	1.01	1.31	23	17	13
002867.SZ	周大生	买入	15.81	-0.50%	1.14	1.37	1.61	14	12	10
300896.SZ	爱美客	买入	522.63	-2.70%	5.84	8.21	11.12	89	64	47
603605.SH	珀莱雅	买入	179.96	-1.47%	2.62	3.33	4.15	69	54	43
600655.SH	豫园股份	买入	7.46	0.81%	0.93	1.00	1.08	8	7	7
600223.SH	鲁商发展	买入	10.45	-3.42%	0.37	0.60	0.84	28	17	12
002345.SZ	潮宏基	买入	7.36	7.60%	0.35	0.44	0.52	21	17	14
301177.SZ	迪阿股份	买入	50.22	-1.53%	2.81	3.55	4.28	18	14	12
601933.SH	永辉超市	买入	3.42	1.79%	0.03	0.10	0.15	114	34	23
603708.SH	家家悦	买入	12.23	-0.97%	0.07	0.36	0.49	175	34	25
002612.SZ	朗姿股份	买入	26.27	1.51%	0.05	0.42	0.65	525	63	40
600916.SH	中国黄金	买入	12.56	2.70%	0.53	0.67	0.82	24	19	15

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2023/3/17）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：启道智能、拦截物流、润百颜、抖音集星、洞隐科技等

【山姆会员店】佛山将引入首家山姆会员店

3 月 13 日消息，近日，佛山伦教黄金珠宝创新生态城首期项目正式奠基动工，项目将引入佛山首家山姆会员店。该项目规划总面积约 1600 亩，由中国 500 强企业深圳金雅福集团、六富珠宝和大国品牌周六福联合打造，计划总投资逾 300 亿元。（来源：零售圈）

【Temu】拼多多跨境电商平台 Temu 已在新西兰、澳大利亚正式上线

3 月 13 日消息，近日拼多多跨境电商平台 Temu 已在澳大利亚、新西兰正式上线。此前，Temu 已被曝出在加拿大内测，目标是在 2023 年 9 月 1 日北美市场 GMV 超过 SHEIN；还计划上线欧洲、澳大利亚、新西兰等地。（来源：零售圈）

【预制菜】京东超市发布热销品报告，预制菜近三年复合增速超 120%

3 月 13 日消息，近日京东超市发布《2022 京东超市热销趋势品报告》，报告显示京东超市预制菜近三年复合增长率超 120%，2022 年增速超过 100%。（来源：新经销）

【启道智能】智能无人零售系统研发商启道智能完成 2000 万元天使轮融资

3 月 14 日消息，智能无人零售系统研发商启道智能完成 2000 万元天使轮融资，本次融资资金将运用于无人零售系统研发、供应链、区域合伙人扶持政策等。（来源：新经销）

【拦截物流】快手电商推出“拦截物流”服务

3 月 14 日消息，快手电商官宣推出“拦截物流”服务，商家开通后可以在售后详情页面进行物流拦截，拦截成功后可自动同意退款，可以提升商家的售后处理效率。（来源：亿邦动力）

【生鲜传奇】生鲜传奇 2022 年第四季度首次实现季度性盈利

3 月 15 日消息，近日创始人王卫宣布，社区生鲜领军企业“生鲜传奇”2022 年第四季度首次实现季度性盈利。（来源：职业零售网）

【社零数据】2023 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 3.5%

3 月 15 日，据国家统计局官网，1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%；按消费类型分，1-2 月份，商品零售 68638 亿元，同比增长 2.9%；餐饮收入 8429 亿元，增长 9.2%。（来源：国家统计局）

【CPI】2023 年 1-2 月 CPI 同比上涨 1.5%

3 月 15 日，国新办举行的新闻发布会上公布，1-2 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 1.5%。（来源：国家统计局）

【美团买菜】美团买菜将开启新一轮扩张计划

3 月 16 日消息，美团的前置仓电商业务美团买菜已重启苏州开城计划，目前已在当地完成选址，将于近期开城。此外，美团买菜 2023 年还将在保证盈亏平衡的前提下去往更多华东城市，开启新一轮扩张计划。（来源：亿邦动力）

【盒马 MINI】社区超市盒马 MINI 店 2023 年将重启扩张

3 月 16 日消息，近日盒马宣布 2023 年将重启社区超市盒马 MINI 店的扩张，以填补盒马鲜生大店尚未覆盖的区域。目前盒马 MINI 全国有 20 多家店。（来源：亿邦动力）

【润百颜】润百颜品牌定位升级为“玻尿酸科技修护美学”品牌

3 月 16 日，“润百颜科技修护春季新品发布会”于山东济南的世界透明质酸博物馆召开。会上，润百颜不仅推出了科技含量高的修护新产品，同时宣布品牌定位升级为“玻尿酸科技修护美学”品牌。（来源：青眼）

【抖音集星】抖音生活服务机构平台升级为“抖音集星”

3月17日消息，近日抖音生活服务机构平台官宣升级为“抖音集星”，为机构的入驻与经营提供更细致专业的服务，助力机构成长。（来源：亿邦动力）

【洞隐科技】供应链 SaaS 服务商洞隐科技宣布完成超亿元 A 轮融资

3月17日消息，全程供应链数字化解决方案及 SaaS 服务商“洞隐科技”宣布完成超亿元 A 轮融资，由隐山资本投资。本轮融资将助力公司在供应链 SaaS 领域的持续技术创新，助推供应链数字化能力发展。（来源：亿邦动力）

【盒马】盒马即将在全国扩大配送范围

3月17日消息，盒马将扩大配送范围，上线 3-5 公里内 1 小时免费配送服务，目前正在郑州、长沙等地试点。此前，盒马支持店面半径 3 公里内的半小时送达服务，此次配送半径扩大到 5 公里，相当于配送面积扩大近三倍。（来源：零售圈）

【蒙小美】蒙牛集团正式推出蒙小美营养乳品社区店

3月17日消息，近日，蒙牛集团正式推出蒙小美营养乳品社区店，秉承社区乳品行业“一体两翼”的发展战略，从社区深入小区，服务更广泛人群，满足全方位的家庭营养健康需求。（来源：零售圈）

3.2、公司公告：上海家化发布 2022 年业绩快报等**上海家化：公司发布 2022 年度业绩快报**

根据公司 3 月 14 日公告，2022 年公司实现营业收入 710.6 亿元，同比下降 7.06%，实现扣非归母净利润 54.1 亿元，同比下降 20.01%。

朗姿股份：关于股东股份质押的公告

根据公司 3 月 15 日公告，公司实控人申东日先生因个人资金需要质押股份 1220 万股，占公司总股本 2.76%。

华东医药：关于控股股东股份部分解除质押的公告

根据公司 3 月 15 日公告，公司控股股东远大集团本次解除质押 5736 万股，占公司总股本 3.27%。

中国黄金：公司发布关于股东减持股份公告

根据公司 3 月 16 日公告，股东龙口彩凤聚鑫商贸中心拟通过集中竞价、大宗交易方式减持所持有的公司股份不超过 5040 万股，减持比例不超过公司总股本的 3%。

步步高：公司发布关于持股 5% 以上股东减持股份超过 1% 的公告

根据公司 3 月 16 日公告，股东步步高集团于 2023 年 3 月 1 日-2023 年 3 月 2 日通过大宗交易方式，减持了公司股份 1660 万股，减持比例为 1.92%。

表5：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露等

日期	公司名称	重大事项
3月20日	力量钻石	解禁
3月20日	力量钻石	增发股份上市
3月21日	豫园股份	股东大会召开
3月22日	爱婴室	股东大会召开
3月22日	青木股份	股东大会召开
3月23日	新华百货	年报预计披露日期
3月24日	豫园股份	年报预计披露日期
3月24日	豫园股份	业绩发布会
3月25日	吉宏股份	年报预计披露日期
3月25日	昊海生科	年报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注 2023 世界钻石大会等

日期	主题	重大事项
3月23日	美妆	2023 年第 43 届湖南（长沙）美容化妆品博览会
3月27日	珠宝首饰	2023 世界钻石大会
3月27日	电商	2023 杭州电商新渠道博览会暨集脉电商节
3月31日	大健康	2023 中国西部（重庆）大健康产业博览会
4月1日	美妆	2023 第 20 届郑州国际美博会
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7日	美妆	2023 第 38 届北京美博会
4月9日	美妆	2023 江苏（苏州）国际美容化妆品博览会
4月13日	美妆	2022CiE 美妆创新展
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