



Research and
Development Center

潮流零售系列专题一：从名创优品、KK Group、 泡泡玛特看行业兴起背景和核心竞争要素

一般零售

2024年1月12日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

一般零售

投资评级 看好

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

潮流零售系列专题一：从名创优品、KK Group、泡泡玛特看行业兴起背景和核心竞争要素

2024年1月12日

本期内容提要：

- **消费分级趋势下“相对的低价”受青睐，兼具实用+时尚的新零售赛道成长性高。**当前消费分级趋势下，消费者更偏好“相对的低价”相关品牌和渠道，例如不牺牲品质而价格更低的9.9元瑞幸咖啡，名品折扣奥莱等，而随着近两年名创优品、泡泡玛特陆续上市，KK Group递交港股上市申请，潮流零售赛道逐渐受到市场关注。潮流零售的主要品类具备品质生活、低件单价、单品类品牌化效应弱，并且依赖线下场景、易产生冲动消费的特征，零售商通过外部供应链高效整合+内部强设计&选品能力+线下场景打造，形成多SKU精品集合店形式，构筑以渠道和品牌价值为核心的产业链壁垒。在当前线上化率已达相对稳定水平的阶段，更依赖线下消费场景的品类为高效率的线下零售商带来成长机遇。根据弗若斯特沙利文，生活方式消费品潮流零售的GMV规模2022年为2,244亿元，18-22年复合增长6%。精品集合、美妆、潮流玩具为其中前三大市场，2022年GMV分别占比51%、28%、12%，具备新零售业态特征的潮流零售市场拥有更高成长性。
- **行业格局分散、单品类空间有限，头部公司通过布局多个赛道及品类打开成长天花板。**细分赛道中精品集合、美妆、潮玩集中度总体均较低，2022年CR3分别为12.6%、19.0%、18.1%，行业集中度近三年呈下行趋势。头部公司布局多品牌&多品类，例如名创优品旗下MINISO布局精品集合、Top Toy布局潮流玩具，名创优品创始人叶国富通过其名下赛曼基金投资WOW COLOUR布局美妆；KK Group旗下KKV和KK馆布局精品集合、调色师布局美妆、X11布局潮流玩具。
- **线下为基本盘，高坪效（高周转）×高毛利为门店扩张核心驱动，单店模型跑通后规模效应可期。**潮流零售以线下为基本盘，开店为业绩增长核心驱动。门店选址以购物中心、交通枢纽、景点、社区等人流密集区为主。根据赢商网，截至2022年末全国购物中心数量5685个。截至最新报告期，名创优品在中国大陆共有门店3802家（2023.9.30），泡泡玛特（含机器人商店）2525家（2023.6.30），KK Group旗下4个品牌合计667家（2023.3.31）。我们认为较高的盈利性为支撑门店快速扩张的核心驱动，而盈利主要来源为高坪效（也对应高周转）×高毛利，且单店模型一旦跑通之后规模效应将持续显现。以名创优品为例，其在2020Q4开始实现稳定正向盈利之后，净利率总体呈持续环比提升趋势，2023Q2-3达到16%-17%的水平。KK Group与之对标，2023Q1首次实现盈利，旗下4个品牌均有盈利优化/扭亏/减亏之势，有望复制名创优品盈利提升路径。
- **我们认为毛利端溢价主要来自：1）IP联名、定制化商品、自有品牌商品赋予零售商更多定价权，2）规模化采购以及生活消费品类对线下场景的依赖凸显零售商的渠道价值。**横向对比超市、连锁便利等偏向

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

必选、标准品的业态，潮流零售/快消品零售的毛利率显著更高，泡泡玛特的毛利率在 60%左右，名创优品、KK Group 在 40%+，优衣库、无印良品毛利率在 50%左右，而传统商超便利渠道红旗连锁、家家悦、永辉超市的毛利率在 20%-30%。分产品讨论，毛利率从高到低排序分别为：自有 IP/独家授权 IP 类自有品牌产品、非独家授权 IP 类自有品牌产品、第三方品牌产品。

- **上游充分竞争，龙头具备强供应链整合及库存管控能力。**产业链环节上，生产加工通常为外包，行业充分竞争，头部公司合作多家供应商，单一供应商依赖度低。名创优品合作超过 1000 家供应商，KK Group 截至 2023Q1 向全球 1173 个第三方品牌采购产品，并合作 188 个 OEM/ODM 工厂。头部零售商较早与头部供应商实现稳定合作，依靠高频、相对大规模的采购量来实现性价比定位。
- **存货周转高效。**头部零售集团良品计划、迅销的存货周转天数在 130-150 天左右，KK Group、泡泡玛特存货周转效率与之接近，名创优品财报口径存货周转天数在 70 天左右。
- **投资建议与评级：**潮流零售的兴起契合消费分级大背景下性价比消费的崛起趋势，在整个国内零售市场中为增速领先的细分赛道。由于其生活日用品类 SKU 多、单品类品牌化效应弱、依赖线下消费场景及冲动消费等特征为头部零售商创造了整合供应链，连锁化渠道扩张的成长机遇。我们认为行业核心竞争力在：1) 数字化赋能的产品设计开发、选品能力，能够较为准确及时地把握快速更迭的消费趋势，持续打造契合消费者心智的产品。2) 供应链整合的先发优势。上游生产端充分竞争，较早绑定头部优质供应商，达到一定门店体量之后依托高频、相对大规模的采购量来实现性价比定位。3) 高效的库存周转。4) 品牌效应及渠道价值。潮流零售门店选址通常以人流量密集的购物中心、交通枢纽等为主，头部品牌商有选址优势，能够获得的客流量和潜在开店空间更大。综上，我们给予行业“看好”评级，建议关注相关标的名创优品、泡泡玛特。
- **风险因素：**宏观经济增速不及预期风险；行业竞争加剧风险；终端需求疲软风险。

目录

1、消费分级趋势下“相对的低价”受青睐，兼具实用+时尚的新零售赛道成长性高	6
2、渠道端：线下为基本盘，高坪效（高周转）×高毛利为门店扩张核心驱动	10
3、产品端：自有品牌及定制化商品、高效供应链赋予更高议价力	15
3.1、相对传统零售更高的毛利来自设计/选品能力+渠道价值	15
3.2、上游充分竞争，龙头具备强供应链整合及库存管控能力	18
4、KK Group 招股书梳理：中国排名前三的消费品潮流零售商	19
4.1、公司概况：定位消费品潮流零售孵化四大品牌，创始人兼具互联网及新零售行业经验	19
4.2、财务数据：不考虑 22 年疫情影响下收入实现较快增长，盈利能力持续改善	21
5、总结与投资建议	24
6、风险因素	25

表目录

表 1: 生活方式消费品潮流零售市场细分赛道规模及增速	7
表 2: 2022 年中国生活方式消费品潮流零售市场 GMV 排名前五的品牌	8
表 3: 2022 年中国精品集合潮流零售市场 GMV 排名前五的品牌	8
表 4: 2022 年中国美妆潮流零售市场 GMV 排名前五的品牌	9
表 5: 2022 年中国潮流玩具零售市场 GMV 排名前五的品牌	9
表 6: 名创优品、KK Group、泡泡玛特旗下品牌概览	10
表 7: KK Group 收购合资企业及非全资子公司案例梳理	11
表 8: 名创优品直营、合伙人、代理销售模式对比	13
表 9: 不同产品及合作 IP 类型的定义	16
表 10: 名创优品合作国内外头部供应商	19
表 11: KK Group 主要管理层背景	21
表 12: KK Group 分经营模式收入拆分	23
表 13: KK Group 门店数量	24
表 14: KK Group 合作加盟商数量	24
表 15: 潮流零售相关公司盈利预测与估值	24

图目录

图 1: 传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳	6
图 2: 按 GMV 计中国零售市场规模 (万亿元)	6
图 3: 实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平	7
图 4: 按 GMV 计中国生活方式消费品潮流零售市场细分赛道规模 (十亿元)	7
图 5: 中国生活方式消费品潮流零售市场集中度	8
图 6: 中国精品集合潮流零售市场集中度	8
图 7: 中国美妆潮流零售市场集中度	9
图 8: 中国潮流玩具零售市场集中度	9
图 9: 名创优品国内门店数量及增速	11
图 10: 泡泡玛特国内门店数量及增速	11
图 11: 泡泡玛特销售模式以直营为主	11
图 12: KK Group 销售模式逐步从加盟转向直营	11
图 13: 名创优品销售模式以加盟和代理为主	13
图 14: KK Group 按零售品牌划分的单店月均 GMV(人民币千元)	13
图 15: 名创优品及 TOP TOY 单店月均 GMV(人民币千元)	13
图 16: KK Group 按零售品牌划分的毛利率	14
图 17: KK Group 按零售品牌划分的经营利润率	14

图 18: KK Group 按零售品牌划分的 EBITDA 率	14
图 19: 名创优品净利率逐步提升 (百万元, %)	15
图 20: KK Group 2023Q1 首次实现盈利	15
图 21: 主要零售公司毛利率对比	15
图 22: KK Group 自有门店毛利率	16
图 23: 泡泡玛特国内外直营渠道毛利率	16
图 24: 名创优品以销售自主品牌产品为主	17
图 25: 名创优品品牌与其他产品/品牌销售毛利率	17
图 26: 泡泡玛特自主产品和第三方产品收入占比	17
图 27: 泡泡玛特自主产品和第三方产品毛利率	17
图 28: KK Group 以销售第三方品牌产品为主 (百万元)	17
图 29: KK Group 自有品牌和第三方品牌产品毛利率	17
图 30: 潮流零售商品的开发、生产、销售流程	18
图 31: 名创优品单一供应商依赖度低	18
图 32: KK Group 单一供应商依赖度低	18
图 33: 主要零售公司存货周转天数对比 (天)	19
图 34: KK Group 主要业务及定位	20
图 35: KK Group 发展历程	20
图 36: KK Group 股权结构	21
图 37: KK Group 收入及增速 (百万元)	22
图 38: KK Group 经调整 EBITDA (百万元)	22
图 39: KK Group 净利润 (亏损) (百万元)	22
图 40: KK Group 分品牌收入及增速 (百万元)	22

1、消费分级趋势下“相对的低价”受青睐，兼具实用+时尚的新零售赛道成长性高

消费分级，“相对的低价”受青睐。从当前国内消费市场来看，根据BCG 2023年5月消费者调研，未来一年预期收入增加人数（45%）远高于减少人数（16%），但整体预期收入变化绝对值较2023年1-5月下滑1.5%，BCG预计未来一年中国消费者意愿正不断增强，同时不同收入层次的消费者信心分化可能加剧，富裕阶层或将延续消费升级趋势，而中产及以下群体的消费或将持续向更具性价比的商品倾斜；麦肯锡亦提出中产阶级持续壮大、高端化势头延续、消费者整体转向价格更具竞争力渠道并更积极寻求折扣和促销为重塑中国消费市场的明显趋势。

根据中国百货商业协会，2020-2022年我国传统线下零售业态（百货店、超市、专卖店）零售额规模平稳，以折扣为主的奥莱表现相对更好。根据弗若斯特沙利文，2022年按GMV计中国零售市场规模44万亿元，其中生活方式消费品零售规模4.04万亿元，约占零售总额的9%，已成为国内市场所有零售分部中增长最快的市场之一。

图1：传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳

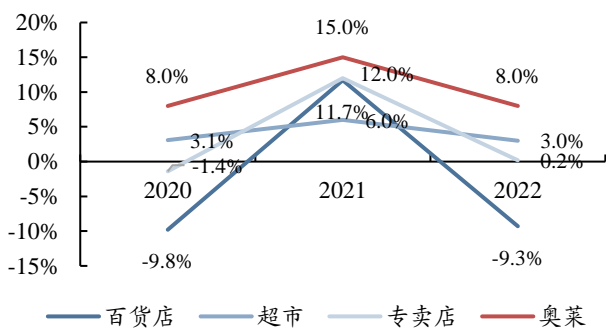
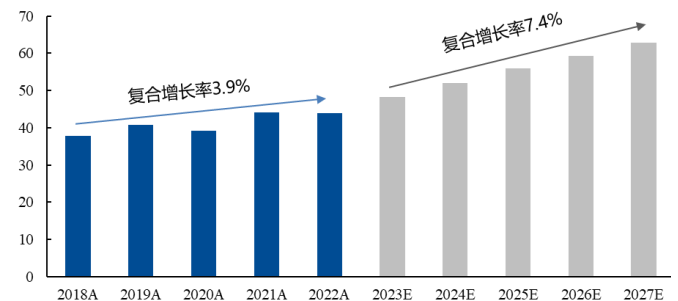


图2：按 GMV 计中国零售市场规模（万亿元）

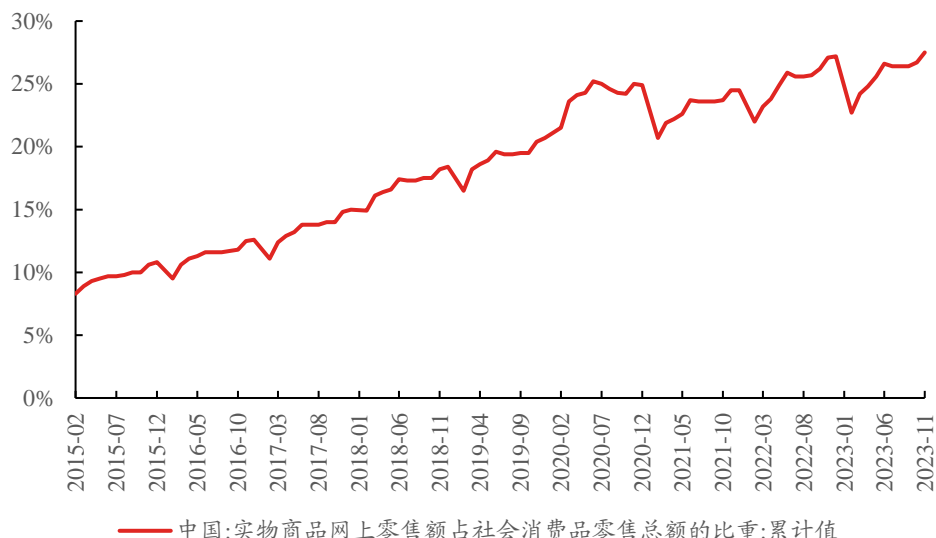


资料来源：中国百货商业协会，国家统计局，信达证券研究开发中心

资料来源：KK Group 招股书，国家统计局，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

当前消费分级趋势下，消费者更偏好“相对的低价”相关品牌和渠道，例如不牺牲品质而价格更低的9.9元瑞幸咖啡，名品折扣奥莱等等，而随着近两年名创优品、泡泡玛特陆续上市，KK Group 递交港股上市申请，潮流零售赛道逐渐受到市场关注。

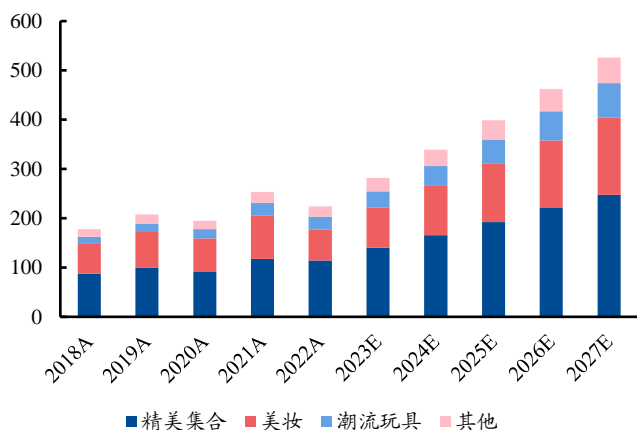
潮流零售的主要品类具备品质生活、低件单价、单品类品牌化效应弱，并且依赖线下场景、易产生冲动消费的特征，零售商通过外部供应链高效整合+内部强设计&选品能力+线下场景打造，形成多SKU精品集合店形式，构筑以渠道和品牌价值为核心的产业链壁垒。名创优品和KK Group招股书表述均将自己定义在生活类消费品赛道，其中涵盖个护、箱包配饰、小型电子产品、数码配件、文具、休闲食品、纺织品、玩具等多个品类，这些品类普遍具备低件单价、商品标准化、弱品牌化的特征，在当前线上化率已达相对稳定水平的阶段，更依赖线下消费场景的品类为高效率的线下零售商带来成长机遇。潮流零售在生活类消费品的基础上增加创意时尚的产品风格（例如IP联名等）、打造沉浸式购物场景，更契合年轻一代喜好；上游采购端则依托品牌及规模效应开发定制化/自有品牌商品，高效整合供应链的同时强化终端议价能力。因此，我们认为潮流零售作为一种日用消费的新零售场景或将部分替代传统百货份额，同时得益于其“潮流”属性带动增量需求。

图3：实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平


资料来源：国家统计局、Wind，信达证券研究开发中心

生活方式消费品潮流零售商的关键筛选参数主要包括(i)专注于年轻一代的需求，(ii)线下销售占超过总GMV的50%，(iii)生活方式消费品的销售占超过总GMV的50%。根据弗若斯特沙利文报告，按GMV计算，生活方式消费品潮流零售的市场规模由2018年的人民币1,780亿元增至2022年的人民币2,244亿元，复合年增长率达6.0%。预计2027年按GMV计算的市场规模将达到人民币5,260亿元，2022-2027年的复合年增长率为18.6%。

细分赛道来看，精品集合、美妆、潮流玩具为前三大主要市场，2022年GMV分别占比51%、28%、12%，弗若斯特沙利文预计的2022-2027年GMV年复合增长率分别为16.7%、19.9%、22.2%。具备新零售业态特征的潮流零售市场拥有更高成长性。

图4：按GMV计中国生活方式消费品潮流零售市场细分赛道规模（十亿元）


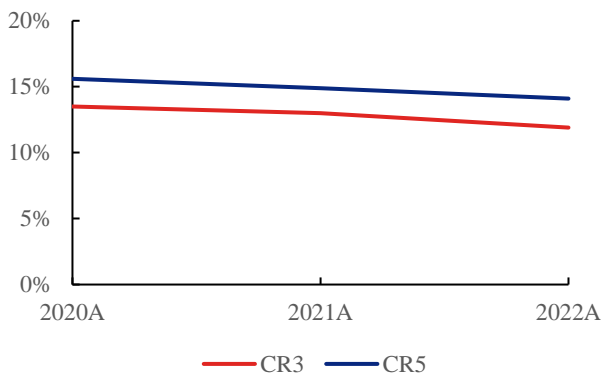
资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

表1：生活方式消费品潮流零售市场细分赛道规模及增速

细分赛道	2018-2022 CAGR	预测 2022-2027 CAGR	2022年GMV (亿元)	GMV 占比
精美集合	6.9%	16.7%	1141	51%
美妆	0.4%	19.9%	630	28%
潮流玩具	19.3%	22.2%	259	12%
其他	7.9%	19.3%	214	10%
总计	6.0%	18.6%	2244	100%

资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

根据弗若斯特沙利文，2022年中国生活方式消费品潮流零售市场CR3、CR5分别为11.9%、14.1%，2020-2022年呈集中度下行趋势，格局较为分散。2022年GMV排名前五的公司分别为屈臣氏、名创优品、KK Group、无印良品、三福。

图5：中国生活方式消费品潮流零售市场集中度


资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

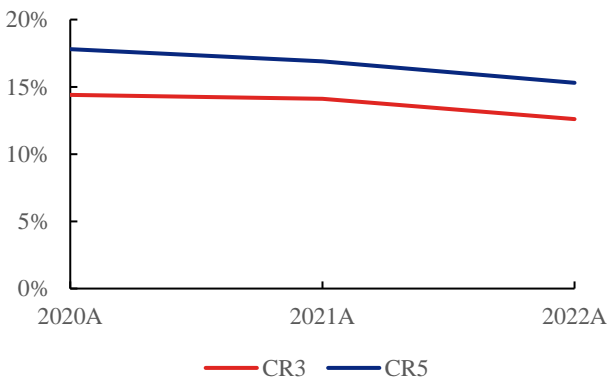
表2：2022年中国生活方式消费品潮流零售市场GMV排名前五的品牌

公司	2022年GMV (十亿元)	市占率	2019-2022年GMV复合增速
屈臣氏	13.6	6.1%	-10.4%
名创优品	8.8	3.9%	-6.3%
KK Group	4.4	1.9%	88.6%
无印良品	2.7	1.2%	1.4%
三福	2.3	1.0%	-12.7%

资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

细分赛道中精品集合、美妆、潮玩集中度总体均较低，其中美妆和潮玩略高于精品集合。具体来看：

2022年中国精品集合潮流零售市场CR3、CR5分别为12.6%、15.3%，2020-2022年呈集中度下行趋势。2022年GMV排名前五的品牌分别为名创优品、KK Group旗下的KKV和KK馆、无印良品、三福、九木杂物社。

图6：中国精品集合潮流零售市场集中度


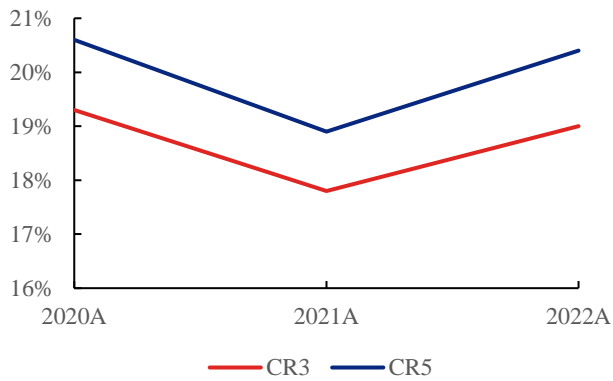
资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

表3：2022年中国精品集合潮流零售市场GMV排名前五的品牌

公司	市占率	2019-2022年GMV复合增速	截至2022.12.31中国门店数
名创优品	7.7%	-6.3%	3325
KKV和KK馆	2.9%	73.6%	430
无印良品	2.4%	1.4%	349
三福	2.0%	-12.7%	约750
九木杂物社	0.7%	12.4%	489

资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

2022年中国美妆潮流零售市场CR3、CR5分别为19.0%、20.4%，2020-2022年集中度总体稳定，且高于精品集合零售市场。2022年GMV排名前五的品牌分别为屈臣氏、丝芙兰、The Colorist（调色师）、WOW COLOUR、万宁。

图7：中国美妆潮流零售市场集中度


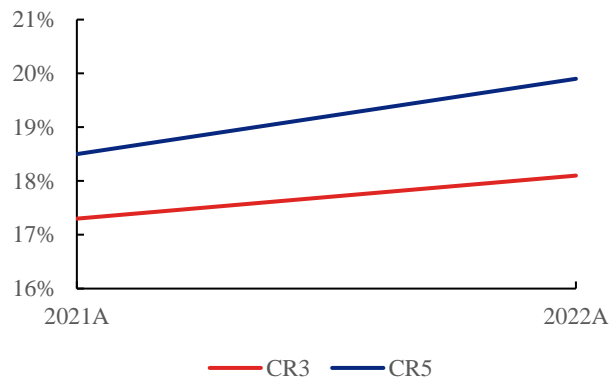
资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

表4：2022年中国美妆潮流零售市场 GMV 排名前五的品牌

公司	市占率	2019-2022年 GMV 复合增速	截至 2022.12.31 中国门店数
屈臣氏	15.2%	-7.4%	3836
丝芙兰	2.5%	-5.4%	约 320
The Colorist	1.3%	242.8%	207
WOW COLOUR	0.8%	47.4%	约 180
万宁	0.6%	-6.6%	约 100

资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

2022年中国潮流玩具零售市场 CR3、CR5 分别为 18.1%、19.9%，2021-2022 年集中度提升，集中度和美妆潮流零售相近、高于精品集合零售市场。2022年 GMV 排名前五的品牌分别 Pop Mart、乐高、Top Toy、X11、酷乐潮玩。

图8：中国潮流玩具零售市场集中度


资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

表5：2022年中国潮流玩具零售市场 GMV 排名前五的品牌

公司	2022年 GMV (十亿元)	市占率	截至 2022.12.31 中国门店数
Pop Mart	2.1	8.3%	329
乐高	2.0	7.5%	约 380
Top Toy	0.6	2.3%	117
X11	0.3	1.0%	50
酷乐潮玩	0.2	0.8%	约 300

资料来源：KK Group 招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研究开发中心

行业格局分散，头部公司通过布局多个赛道及品类打开成长天花板。例如名创优品旗下 MINISO 布局精品集合、Top Toy 布局潮流玩具，名创优品创始人叶国富通过其名下赛曼基金投资 WOW COLOUR 布局美妆；KK Group 旗下 KKV 和 KK 馆布局精品集合、调色师布局美妆、X11 布局潮流玩具等。

表 6: 名创优品、KK Group、泡泡玛特旗下品牌概览

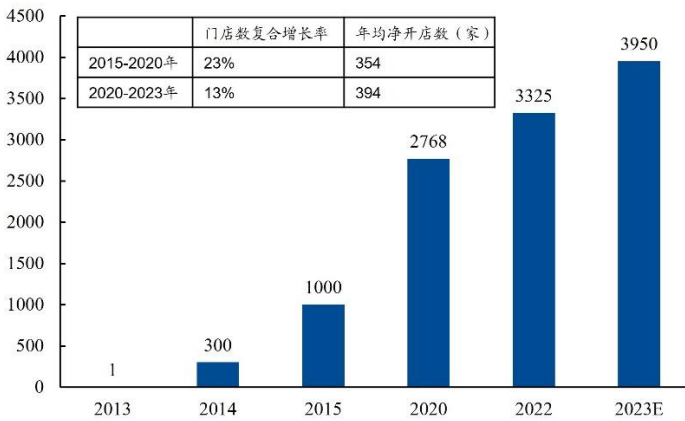
公司	品牌	推出年度	市场定位	门店数	SKU 数	覆盖国家及区域
KK Group	KKV	2019	综合性的生活方式零售店, 店内提供面向青少年和年轻人的各种精选商品	402	每家门店通常涵盖 11 种品类, 超 2 万个 SKU	中国 31 个省的 141 个城市, 以及印度尼西亚
	THE COLORIST	2019	美妆零售店, 提供国内和进口的大众和轻奢等级化妆品品牌	198	7 个品类超 2200 个 SKU, 包括 230 个国内品牌 (含自有品牌) 和 178 个海外品牌	中国 28 个省的 107 个城市
	X11	2020	潮流文化零售店, 爱好者能选购有关其热爱角色的潮流玩具和潮流艺术品等	47	10 个品类超 1800 个 SKU	中国 20 个省的 29 个城市
	KK 馆	2015	生活方式迷你卖场, 提供国内和进口的多元种类产品	49	超 2000 个 SKU	中国 16 个省的 44 个城市
名创优品	名创优品	2013	创意生活家居零售	6115	11 个主要品类约 9700 个 SKU	全球 100+ 个国家和地区
名创优品	Top Toy	2020	潮流玩具集合店	122	8 个主要品类约 7000 个 SKU	中国大陆
	WOW COLOUR	2020	美妆集合店	约 1000	合作 300+ 品牌, 覆盖 6000+ SKU	中国大陆 30 个省、自治区及直辖市
泡泡玛特	POP MART	2010	潮流玩具	线下门店 395 家, 机器人店 2328 家	-	全球 30 个国家和地区

资料来源: KK Group 招股书, 名创优品招股书及定期报告, 泡泡玛特招股书及定期报告, WOW COLOUR 官网, 信达证券研究开发中心
注: KK Group 门店数更新至 2023.7.31, SKU 数和覆盖国家区域更新至 2023.3.31; MINISO、Top Toy 门店数更新至 2023.9.30, SKU 数更新至 2023.6.30; 泡泡玛特门店数、覆盖国家区域更新至 2023.6.30; WOW COLOUR 门店数为 2022 年大约数; WOW COLOUR 不直接隶属于名创优品; 上述数据为不完全统计。

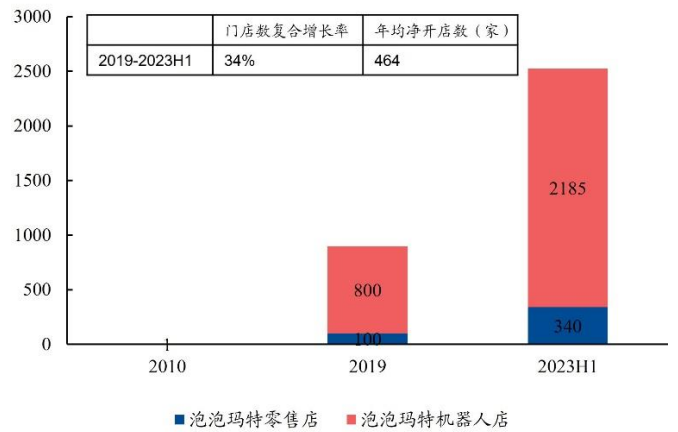
2、渠道端：线下为基本盘，高坪效（高周转）×高毛利为门店扩张核心驱动

潮流零售以线下为基本盘，主要增长驱动为门店扩张。开店选址通常以购物中心、交通枢纽、景点、社区等人流密集区为主。根据赢商网，截至 2022 年末全国购物中心数量 5685 个。截至最新报告期，名创优品在中国大陆共有门店 3802 家（2023.9.30），泡泡玛特（含机器人商店）2525 家（2023.6.30），KK Group 旗下 4 个品牌合计 667 家（2023.3.31）。

复盘名创优品和泡泡玛特均在发展初期经历快速开店阶段。名创优品 2013 年开出首店，2014 年门店数即突破 300 家，2015 年突破 1000 家，2015-2023 年维持每年 350 家以上的净开店速度，据我们预计 2023 年底国内门店数将接近 4000 家。泡泡玛特依靠轻资产的机器人店实现快速扩张，2019-2023H1 年国内均净开店数 464 家。

图9：名创优品国内门店数量及增速


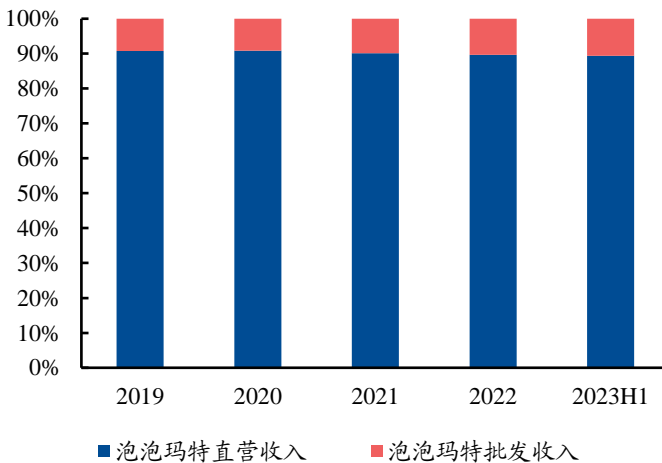
资料来源：名创优品定期报告、招股书，信达证券研究开发中心预测

图10：泡泡玛特国内门店数量及增速


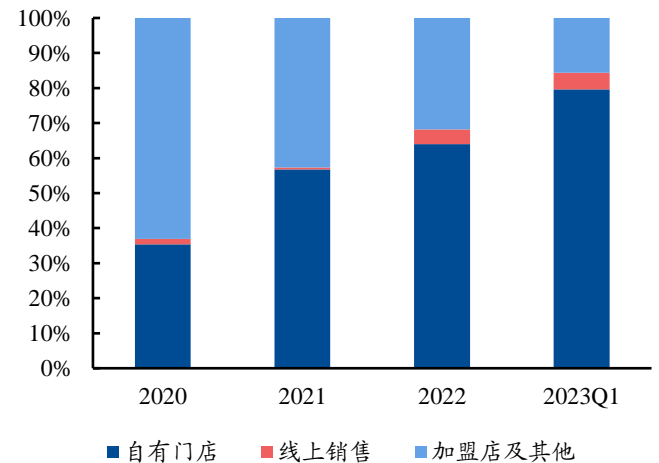
资料来源：泡泡玛特定期报告、招股书，信达证券研究开发中心

销售模式上，泡泡玛特和 KK Group 以直营为主，名创优品以加盟为主。

KK Group 发展初期以加盟为主（主要为 KK 馆），后逐步向直营转型。2022 年 10 月开始，公司陆续收购部分合资企业及非全资子公司股权，将其名下的加盟店及非全资自有门店全部转为全资自有门店，截至最新招股书日期（2023.7.31）已收购 175 家加盟店和 276 家非全资门店。2023Q1，公司营收结构中直营销售占比（自有门店及线上销售）为 84%。

图11：泡泡玛特销售模式以直营为主


资料来源：泡泡玛特定期报告，信达证券研究开发中心

图12：KK Group 销售模式逐步从加盟转向直营


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

表 7：KK Group 收购合资企业及非全资子公司案例梳理

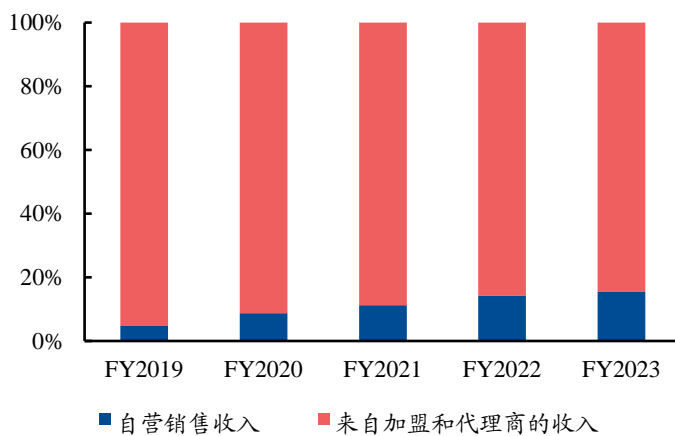
收购标的	协议日期	转让人	收购获得的门店数量(家)	对价金额(人民币百万元)	对应平均单店估值(人民币万元)
KK Group 收购的合资企业梳理					
武汉盛客商贸有限公司的 50%股权	2022.10.18	广州正客商贸有限公司, 为独立第三方	4	4.1	205
云南延廷商贸有限公司的 50%股权	2022.10.18	昆明高升商贸合伙企业(有限合伙), 为独立第三方	18	34.2	380
东莞市星空贸易有限公司的 50%股权	2022.10.20	东莞市壹号股权投资合伙企业(有限合伙), 为独立第三方	122	220	361
温州市本巨贸易有限公司的 50%股权	2022.11.28	温州市衍洱商贸有限公司, 为独立第三方	17	4.8	56
东莞市优嘉商业管理有限公司的 50%股权	2023.02.16	方仕波, 为独立第三方	14	11.8	169
KK Group 收购的非全资子公司梳理					
北京趣客通盈商务有限责任公司的 49%股权	2022.10.17	北京瀚创未来商贸有限公司(除作为北京趣客通盈商务有限责任公司的主要股东外, 为独立第三方)	36	20.2	115
汕头市高彩安易商贸有限公司的 49%股权	2022.10.17	汕头市高彩信息咨询中心(除作为汕头市高彩安易商贸有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	25	5.1	42
合肥市思青秀商贸有限公司的 49%股权	2022.10.18	合肥依尚佳品商贸有限公司(除作为合肥市思青秀商贸有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	9	7.1	161
山西创合贸易有限公司的 49%股权	2022.10.19	山西颖璇国际贸易有限公司(除作为山西创合贸易有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	10	6.6	135
四川省悦商商业管理有限公司的 49%股权	2022.10.20	成都商问品牌管理有限公司(除作为四川省悦商商业管理有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	60	93.7	319
南京紫蚂蚁品牌管理有限公司的 49%股权	2022.10.20	上海后衍品牌管理有限公司(除作为南京紫蚂蚁品牌管理有限公司及苏州紫海豚品牌管理有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	1	1.9	388
苏州紫海豚品牌管理有限公司的 49%股权	2022.10.20	上海后衍品牌管理有限公司(除作为南京紫蚂蚁品牌管理有限公司及苏州紫海豚品牌管理有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	51	46	184
北京巨牙商贸有限公司的 49%股权	2022.10.21	北京壹捌壹玖科贸有限公司(除作为北京巨牙商贸有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	14	29	423
广州乐明商业管理有限公司的 49%股权	2022.12.14	明乐(广州)投资合伙企业(有限合伙)(除作为广州乐明商业管理有限公司的主要股东外, 为独立第三方)	11	8.8	163
湖南熠泽商贸有限责任公司的 49%股权	2022.12.26	长沙市柏榆商贸有限公司(除作为湖南熠泽商贸有限责任公司的主要股东外, 为独立第三方)	34	69.3	416
新疆倩雨飞商业管理有限责任公司的 49%股权	2023.02.10	新疆倩雨飞商贸有限公司(除作为新疆倩雨飞商业管理有限责任公司的主要股东外)	18	38.6	438
武汉新快猫客商贸有限公司的 49%股权	2023.02.10	武汉市快快猫商业管理有限公司(除作为武汉新快猫客商贸有限公司的主要股东外)	7	11.2	327

刘乐全及东莞市千盈商业管理合伙企业(普通合伙)	2023.06.29	1	8.1	1653
东莞市赋丽贸易有限公司的 49%股权 (除作为东莞市赋丽贸易有限公司的主要股东外, 各自为独立第三方)				
深圳市蒂芳商业管理合伙企业(有限合伙)(除作为东莞市丽诗商贸有限公司的 49%股权)	2023.06.29	5	13.9	567
为东莞市丽诗商贸有限公司的主要股东外, 为独立第三方)				

资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

名创优品在国内的渠道拓展以名创合伙人模式为主, FY2023 公司收入结构中来自加盟和代理商的收入占比为 84%, FY2019 以来随国内外加大直营大店的布局其直管销售占比小幅提升, 但加盟代理仍为基本盘。

图13: 名创优品销售模式以加盟和代理为主



资料来源: 名创优品招股书、定期报告, 信达证券研究开发中心

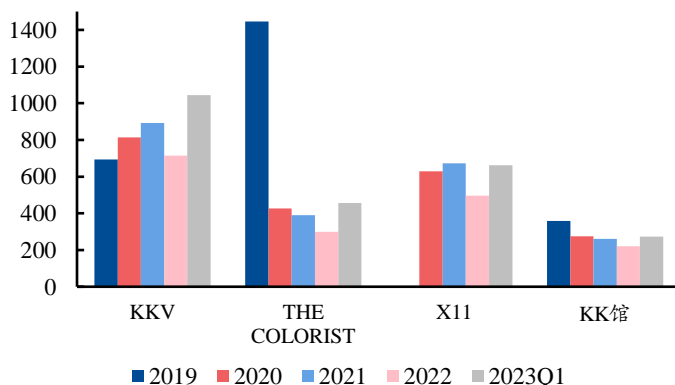
表8: 名创优品直营、合伙人、代理销售模式对比

经营模式	商品归属	门店收入	签约年限	员工招聘	定价权	门店管理责任
直营模式	公司		-	公司	公司	公司
名创合伙人模式	公司	按固定比例获取	3年或以下	名创合伙人	经公司书面同意	名创合伙人承担主要责任, 公司监督
代理模式	代理商		2-10年	代理商	代理商拥有定价权, 公司有权提出建议	代理商承担主要责任, 公司监督

资料来源: 名创优品招股书, 信达证券研究开发中心

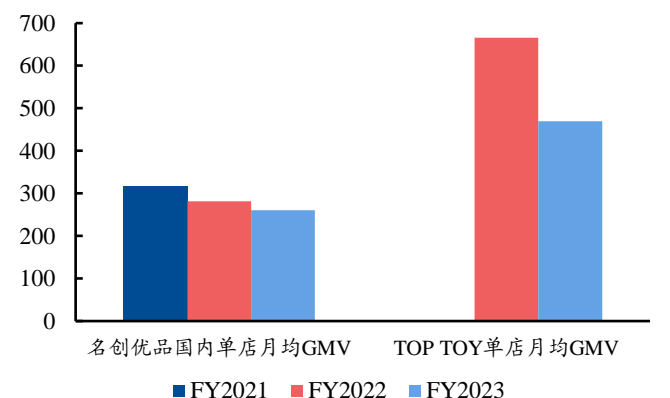
我们认为较高的盈利性为支撑门店快速扩张的核心驱动, 而盈利主要来源为高坪效(也对应高周转)×高毛利。根据 KK Group 招股书, KKV 品牌门店 23Q1 的单店月均 GMV 在 104.5 万元, 调色师为 45.6 万元, X11 为 66.2 万元, 根据各品牌门店面积估算, 我们预计月坪效总体能够达到 1000 元/月/平米的水平。

图14: KK Group 按零售品牌划分的单店月均 GMV(人民币千元)



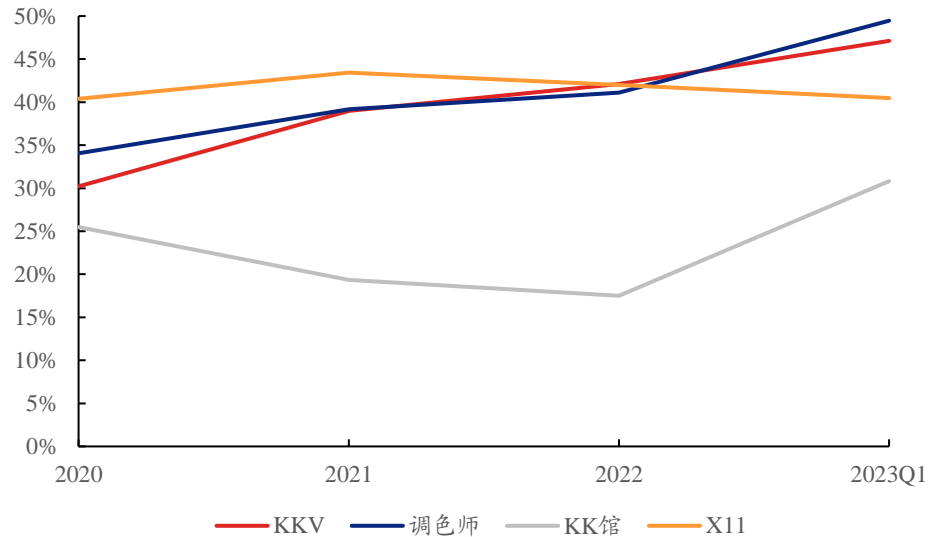
资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

图15: 名创优品及 TOP TOY 单店月均 GMV(人民币千元)



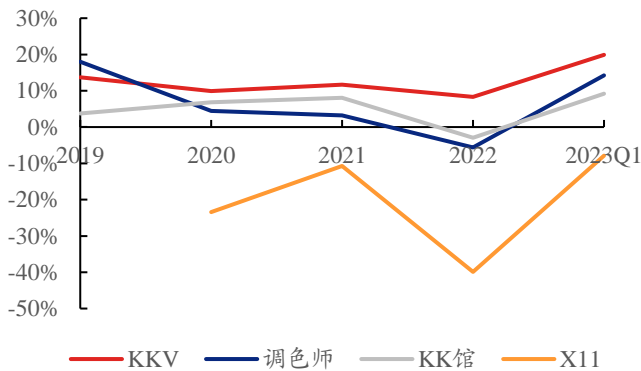
资料来源: 名创优品定期报告, 信达证券研究开发中心

按品牌划分, KK Group 旗下四大品牌中 KKV、调色师毛利率最高, 2023Q1 均在接近 50% 的水平, X11 在 40% 左右, KK 馆相对较低、在 30% 左右。

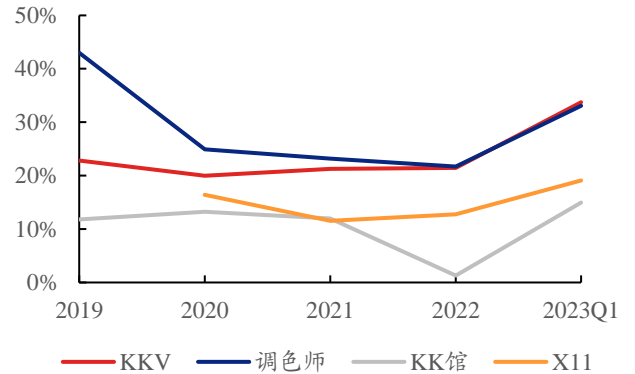
图16: KK Group 按零售品牌划分的毛利率


资料来源: KK Group 招股书、信达证券研究开发中心

相对较高的毛利率叠加 2023Q1 疫情后单店流水的恢复, KK Group 各品牌的盈利性也得到明显改善。经营利润率层面, 2023Q1 KKV 达到接近 20% 的经营利润率, KK 馆和调色师均实现扭亏, X11 大幅减亏。我们认为单店盈利的改善为支撑零售商快速拓店的核心要素之一。

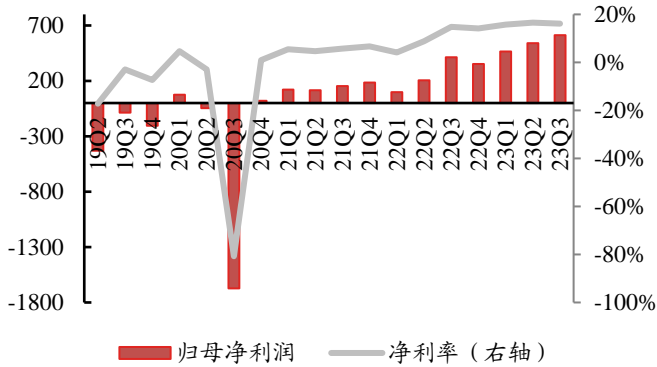
图17: KK Group 按零售品牌划分的经营利润率


资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

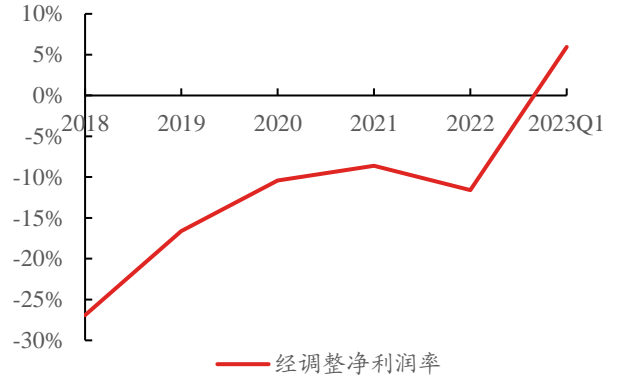
图18: KK Group 按零售品牌划分的 EBITDA 率


资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

对标名创优品, 其在 2020Q4 开始实现稳定正向盈利, 且净利率总体呈持续环比提升趋势, 2023Q2-Q3 在 16%-17% 的水平。KK Group 自 2023Q1 首次实现正向盈利, 我们认为其盈利性仍有持续改善空间。

图19：名创优品净利率逐步提升（百万元，%）


资料来源：名创优品定期报告，Wind，信达证券研究开发中心

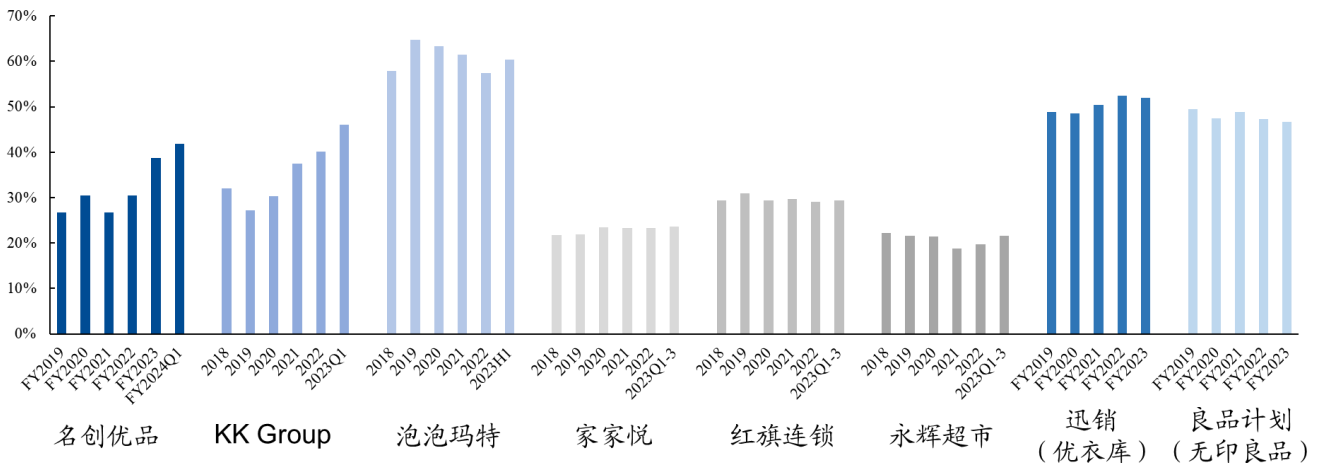
图20：KK Group 2023Q1 首次实现盈利


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

3、产品端：自有品牌及定制化商品、高效供应链赋予更高议价力

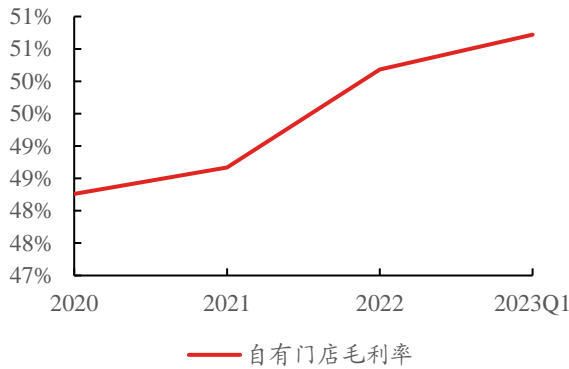
3.1、相对传统零售更高的毛利来自设计/选品能力+渠道价值

横向对比超市、连锁便利等偏向必选、标准品的业态，潮流零售/快消品零售的毛利率显著更高，泡泡玛特的毛利率在60%左右，名创优品、KK Group在40%+，优衣库、无印良品毛利率在50%左右，而传统商超便利渠道红旗连锁、家家悦、永辉超市的毛利率在20%-30%。我们认为毛利端溢价主要来自：1) IP 联名、定制化商品、自有品牌商品赋予零售商更多定价权，2) 规模化采购以及生活消费品类对线下场景的依赖凸显零售商的渠道价值。

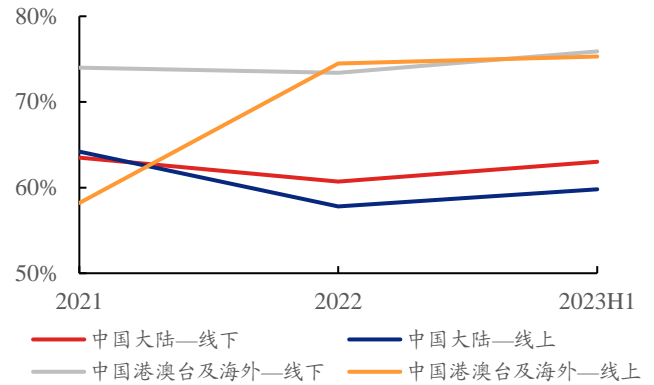
图21：主要零售公司毛利率对比


资料来源：Wind、公司公告，信达证券研究开发中心

我们从可比性的角度单独对比名创优品、KK Group、泡泡玛特的直营零售渠道毛利率，KK Group自有门店的毛利率在50%左右；泡泡玛特中国大陆毛利率在60%左右，中国港澳台及海外毛利率在75%左右；名创优品线下自营店毛利率2021H2为74.9%，随着公司提高更高毛利的IP类产品占比，以及更高毛利的海外自营渠道收入占比，我们预估2023年公司自营毛利率也将维持在较高水平。

图22：KK Group 自有门店毛利率


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

图23：泡泡玛特国内外直营渠道毛利率


资料来源：泡泡玛特定期报告，信达证券研究开发中心

进一步分产品讨论，毛利率从高到低排序分别为：自有 IP/独家授权 IP 类自有品牌产品、非独家授权 IP 类自有品牌产品、第三方品牌产品。

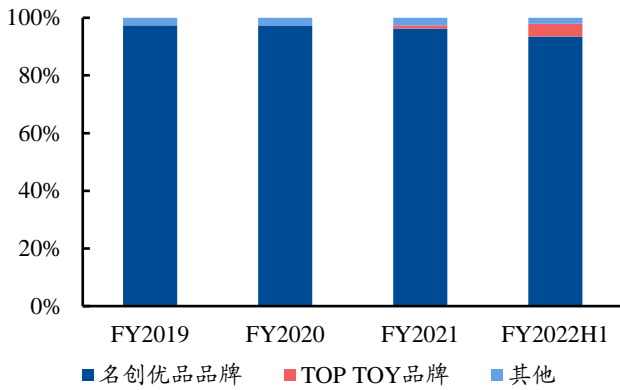
潮流零售商所销售的产品来源分为自有品牌和第三方品牌，通常自有品牌商品由零售商自主定价，其毛利率会高于第三方品牌，自有品牌产品可再进一步分为自有/独家授权 IP 产品、非独家授权 IP 联名产品、不含 IP 联名的产品。三家可比公司旗下品牌中，泡泡玛特、名创优品以自有品牌产品为主，其中泡泡玛特以自有/独家授权 IP 产品为主（占总销售的近 80%），名创优品的 IP 类产品以非独家授权 IP 联名为主；KK Group 旗下品牌、名创优品旗下 Top Toy 以第三方产品为主。零售渠道自有品牌产品毛利率总体能达到 60% 以上，第三方产品约 30%-40%。

表 9：不同产品及合作 IP 类型的定义

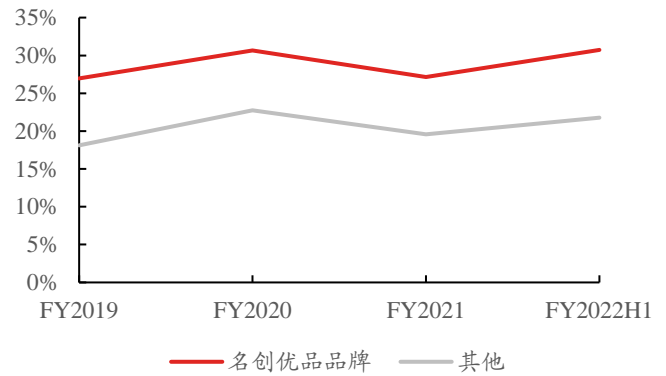
		自有 IP
自主产品	自主 IP	✓ 公司享有对该 IP 的完全知识产权，包括开发及销售潮流玩具，授权以获得额外变现机会的权利
		✓ 自有 IP 由公司内部设计团队开发或收购
	独家 IP	✓ 获得在中国及其他指定区域开发及销售基于该 IP 的潮流玩具的独家权利，一般还包括将独家 IP 再授予合作伙伴，扩大变现机会的权利
非独家 IP	✓ 获得在中国及其他指定区域开发及销售基于该 IP 的潮流玩具的非独家权利	
	✓ 非独家 IP 一般为知名 IP 提供商拥有的世界著名 IP 形象	
第三方产品	✓ 公司仅作为渠道商销售的第三方品牌提供的产品，不参与设计、生产等环节，也不享有该类 IP 的产品开发权	

资料来源：泡泡玛特招股书、信达证券研究开发中心

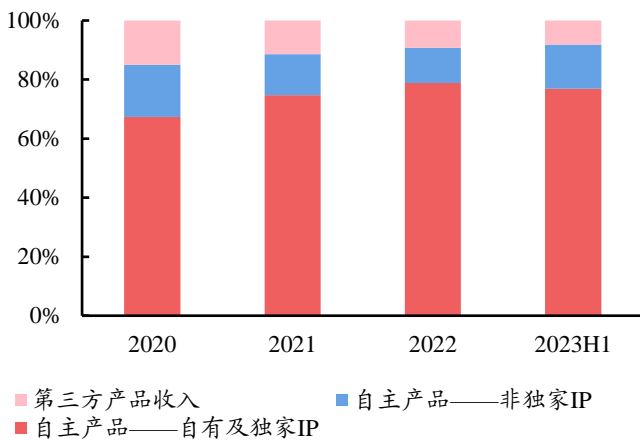
名创优品以销售自有品牌产品为主，自有品牌产品销售毛利率高于其他产品；泡泡玛特自主产品销售收入占总收入的 90% 以上，自主产品销售毛利率 60%+，第三方产品销售毛利率约 30%。

图24：名创优品以销售自主品牌产品为主


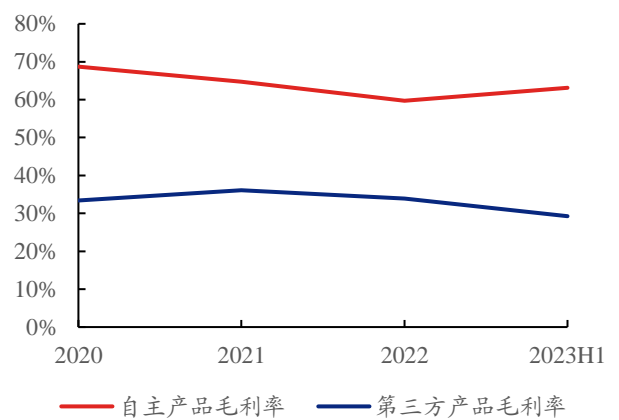
资料来源：名创优品招股书，信达证券研究开发中心

图25：名创优品品牌与其他产品/品牌销售毛利率


资料来源：名创优品招股书，信达证券研究开发中心

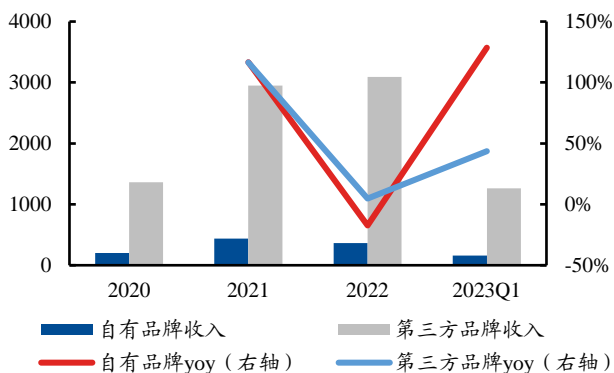
图26：泡泡玛特自主产品和第三方产品收入占比


资料来源：泡泡玛特定期报告，信达证券研究开发中心

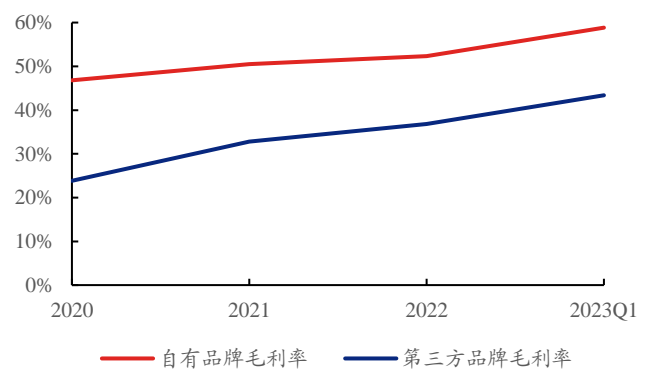
图27：泡泡玛特自主产品和第三方产品毛利率


资料来源：泡泡玛特定期报告，信达证券研究开发中心

KK Group 目前仍以第三方产品为主，2023Q1 其自有品牌收入占比为 11.2%。毛利率方面，以 2023Q1 数据参考，自有品牌产品毛利率接近 60%，第三方产品则为 40%+。

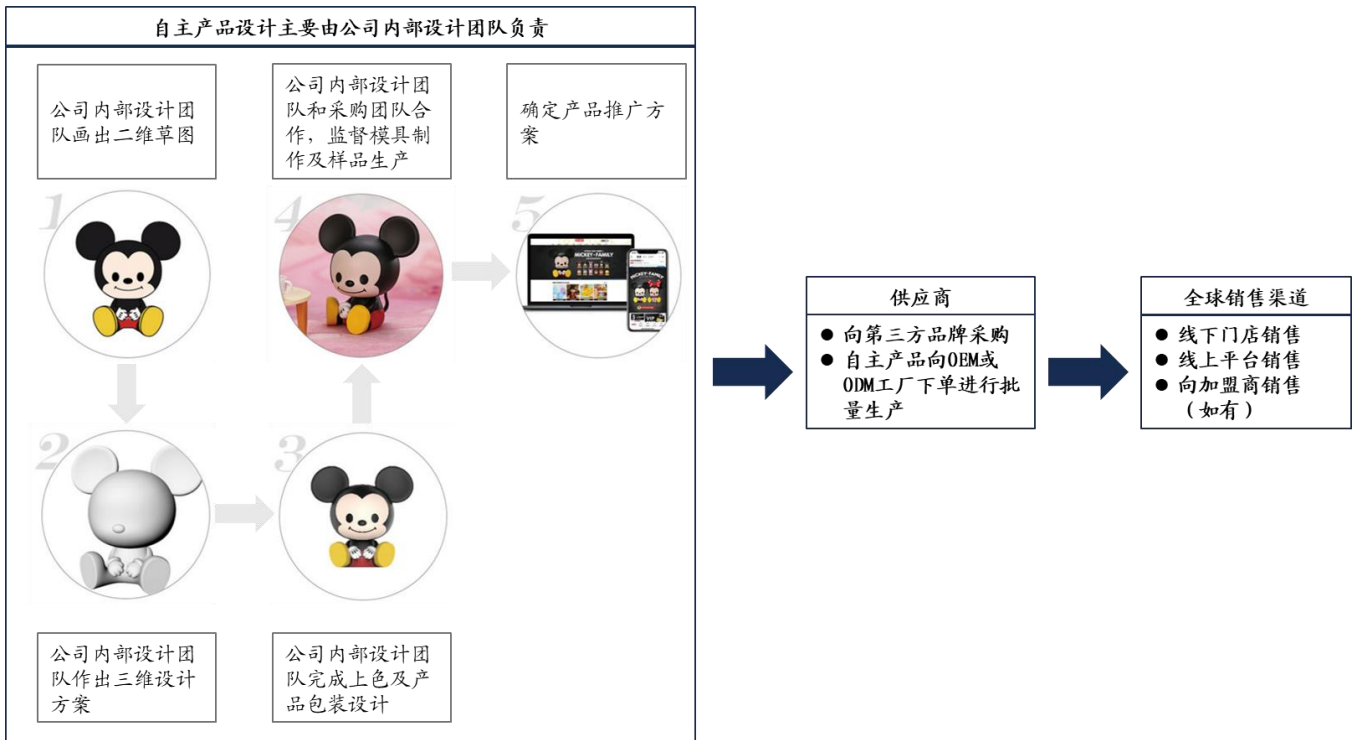
图28：KK Group 以销售第三方品牌产品为主（百万元）


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

图29：KK Group 自有品牌和第三方品牌产品毛利率


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

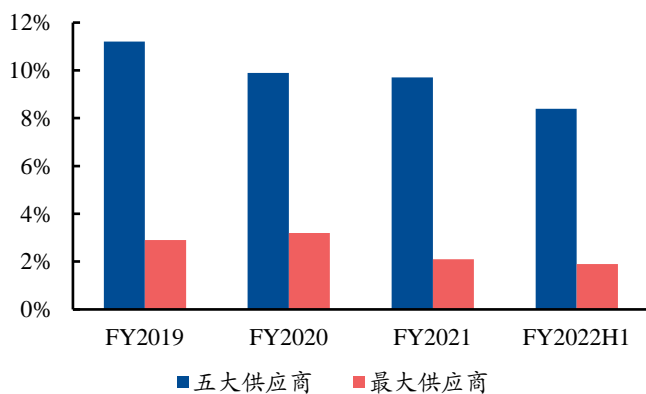
零售商销售自主产品和第三方产品所需要具备的能力有共性也有差异，差异点在于销售自主产品更多考验零售商的产品开发设计能力，要求其具备优秀的产品设计团队，销售第三方产品则侧重考验选品能力；共性在于对消费趋势的敏锐把握，以及在采购及库存管理环节的更高效率要求，共性的能力点主要通过优于传统零售行业的数字化能力来实现。

图30：潮流零售商品的开发、生产、销售流程


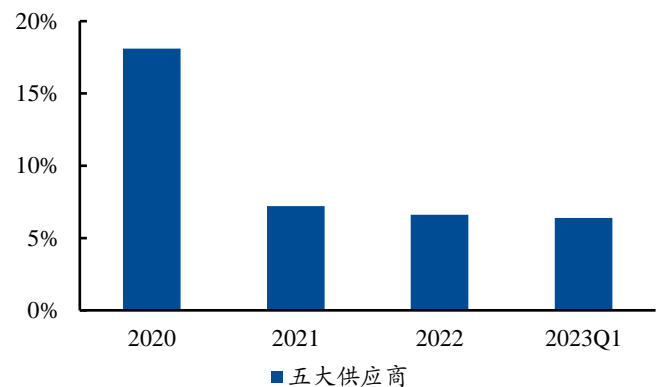
资料来源：名创优品、泡泡玛特招股书，信达证券研究开发中心

3.2、上游充分竞争，龙头具备强供应链整合及库存管控能力

产业链环节上，生产加工通常为外包，行业充分竞争，头部公司合作多家供应商，单一供应商依赖度低。名创优品合作超过 1000 家供应商，KK Group 截至 2023Q1 向全球 1173 个第三方品牌采购产品，并合作 188 个 OEM/ODM 工厂。

图31：名创优品单一供应商依赖度低


资料来源：名创优品招股书，信达证券研究开发中心

图32：KK Group 单一供应商依赖度低


资料来源：KK Group 招股书，信达证券研究开发中心

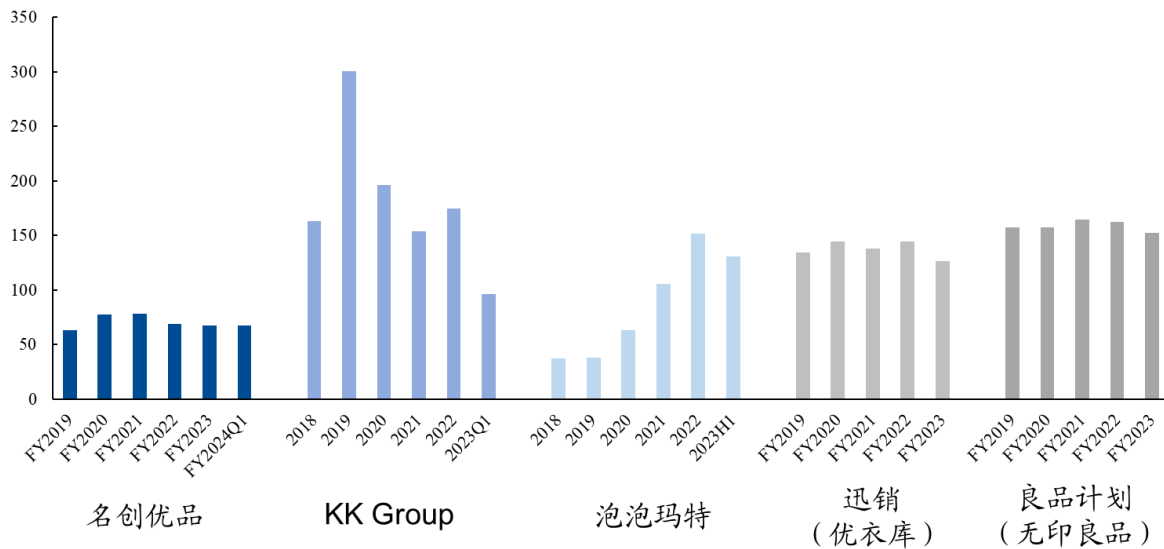
头部零售商较早与头部供应商实现稳定合作，依靠高频、相对大规模的采购量来实现性价比定位。

表 10: 名创优品合作国内外头部供应商

美妆		香氛	餐具	家电
莹特丽	科丝美诗	奇华顿	嘉诚工业	新宝股份
全球领先的彩妆和护肤品 OEM/ODM 供应商，合作全球 30 强化妆品企业中的 26 家、贡献营业额的 50% 以上	全球化妆品 ODM 龙头，合作伙伴超 1000 家，包含欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等	全球食用和日化香精龙头，客户包含爱马仕、迪奥、香奈儿等	国内最大的不锈钢餐具生产厂商之一，与欧美各连锁店、品牌、以及进口商建立了长期的合作关系	主营小家电，产品主要出口到欧美，并积极开拓东南亚、中东、非洲等新兴市场，现已进入全球 100 多个国家和地区

资料来源：莹特丽官网，名创优品官网，名创优品公告，奇华顿官网，科丝美诗官网，新宝股份公告，药监局，信达证券研究开发中心

作为头部零售商的必要条件之一是高效的库存管理能力，头部零售集团良品计划、迅销的存货周转天数在 130-150 天左右，KK Group、泡泡玛特存货周转效率与之接近，名创优品财报口径存货周转天数在 70 天左右，其报表端存货反映的是国内门店+海外直营店的库存情况，海外代理商为货品卖断制。

图 33: 主要零售公司存货周转天数对比 (天)


资料来源：Wind，名创优品、泡泡玛特、KK Group 公司公告，信达证券研究开发中心

4、KK Group 招股书梳理：中国排名前三的消费品潮流零售商

4.1、公司概况：定位消费品潮流零售孵化四大品牌，创始人兼具互联网及新零售行业经验

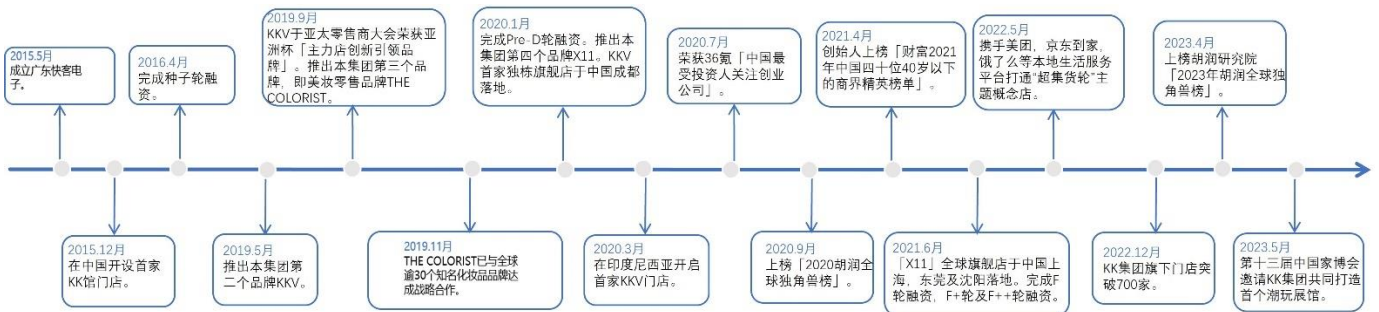
公司是中国头部消费品潮流零售商之一，旗下拥有 KKV、THE COLORIST 调色师、X11、KK 馆四个品牌，截至 2023.7.31 分别拥有门店 402、198、47、49 家，其中 KKV、KK 馆定位生活方式零售，调色师和 X11 分别定位美妆和潮玩。

根据弗若斯特沙利文，公司是 2022 年中国 GMV 排名前三的生活方式消费品潮流零售商，且是中国前十大市场参与者中增长最快的，2019-2022 年 GMV CAGR 为 88.6%。

图34：KK Group 主要业务及定位


资料来源：KK Group 招股书、信达证券研究开发中心

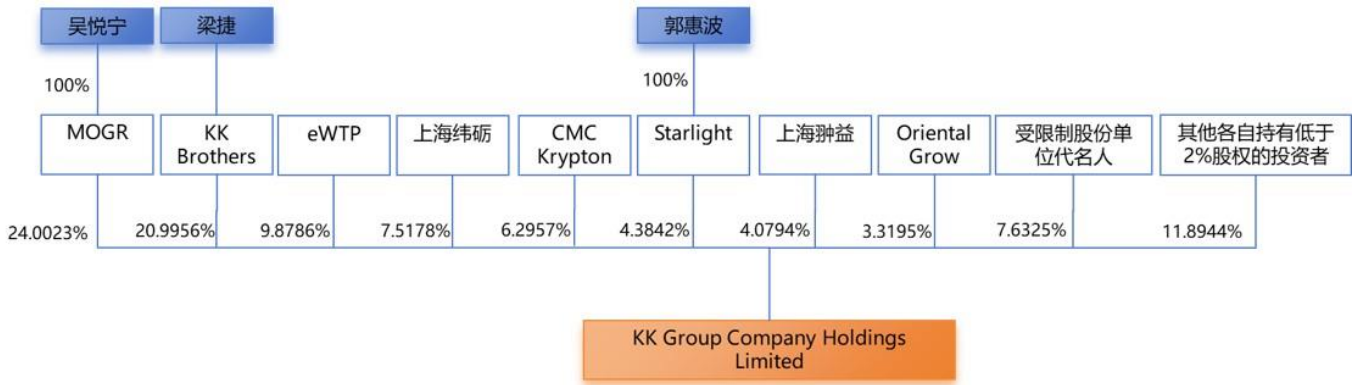
公司 2015 年成立，于当年 12 月在中国开设首家 KK 馆门店。2019 年 5 月推出 KKV 品牌，11 月推出 THE COLORIST（调色师）品牌，逐步开启品牌转型升级&多品牌发展道路，至 2020 年形成四大品牌矩阵。2023 年 7 月公司递交第三版招股书拟赴港上市。

图35：KK Group 发展历程


资料来源：KK Group 招股书、KK Group 官网，信达证券研究开发中心

公司创始人吴悦宁、执行董事及总裁郭惠波为一致行动人，合计拥有公司已发行股本总数约 28.3865% 的权益，包括由吴悦宁 100% 控股的 MOGR 所直接持有占公司已发行股本约 24.0023% 的股份，及由郭惠波 100% 控股的 Starlight 所直接持有占公司已发行股本约 4.3842% 的股份。

第二大股东为公司非执行董事梁捷 100% 控股的 KK Brothers，持股 20.9956%。

图36：KK Group 股权结构


资料来源：KK Group 招股书、信达证券研究开发中心

创始人吴悦宁在业务管理及零售业信息解决方案开发领域拥有逾 10 年的经验。曾经创立易得网络科技有限公司，作为高端互联网应用的服务提供商，易得专注为传统零售提供商家联盟型、平台型、品牌连锁型、SaaS 型新零售系统，累计服务超过 200 家中大型零售企业。

表 11：KK Group 主要管理层背景

姓名	年龄	职位	履历
吴悦宁	39	KK 集团创始人兼首席执行官	在业务管理及零售业信息解决方案开发领域拥有逾 10 年的经验。曾经创立易得网络科技有限公司，作为高端互联网应用的服务提供商，易得专注为传统零售提供商家联盟型、平台型、品牌连锁型、SaaS 型新零售系统，累计服务超过 200 家中大型零售企业。
郭惠波	38	执行董事及总裁	曾供职于中国光大银行。现主要负责集团的整体财务管理、法律及人力资源管理及国际业务管理。
舒艳芳	40	执行董事及副总裁	在销售行业拥有逾 12 年经验。在加入 KK 集团前，曾担任广州市丽叶服饰有限公司销售总监，负责公司整体销售及营销管理。
彭瑶	36	执行董事及副总裁	在企业管理领域拥有逾 10 年的经验。主要负责本集团的整体商品管理及销售管理。
陈世欣	36	执行董事及业务系统专家	主要负责本集团的业务信息技术系统及业务项目系统的开发。

资料来源：KK Group 招股书，易得官网，信达证券研究开发中心

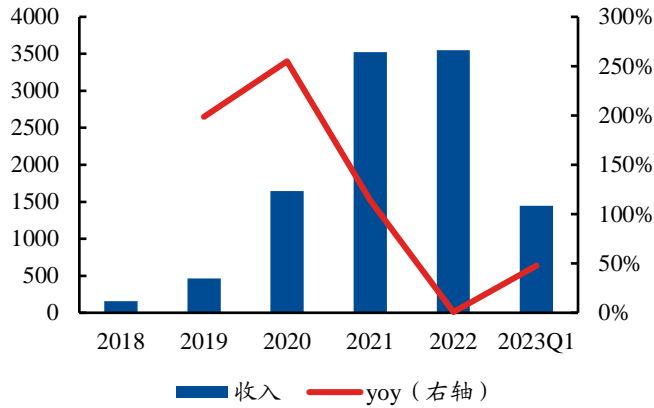
4.2、财务数据：不考虑 22 年疫情影响下收入实现较快增长，盈利能力持续改善

2018-2021 年公司收入呈现较快增长，2022 年因疫情影响增速放缓，23Q1 实现较好恢复。2020-2023Q1 公司经调整 EBITDA 利润率呈持续改善趋势，2023Q1 为 25.2%。

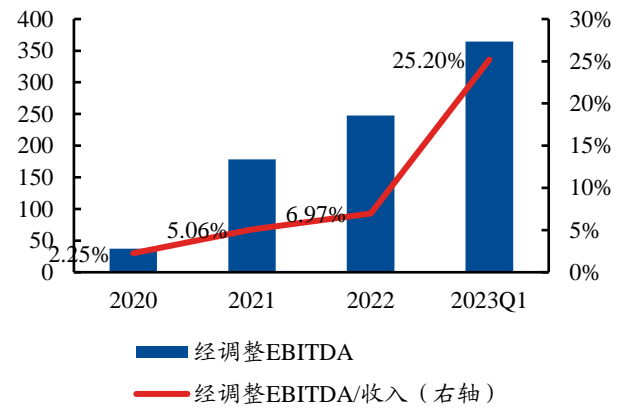
2022 年公司实现营收 35.5 亿元/yoy+0.77%，毛利率 40.14%(+2.59PCT)，经调整 EBITDA 2.47 亿元/yoy+39%，净利润 6186.4 万元/同比扭亏为盈。

23Q1 公司实现营收 14.5 亿元/yoy+48%，毛利率 45.99% (+6.56PCT)、经调整 EBITDA 3.64 亿元/yoy+207%、净利润 7765.4 万元/yoy+30%。

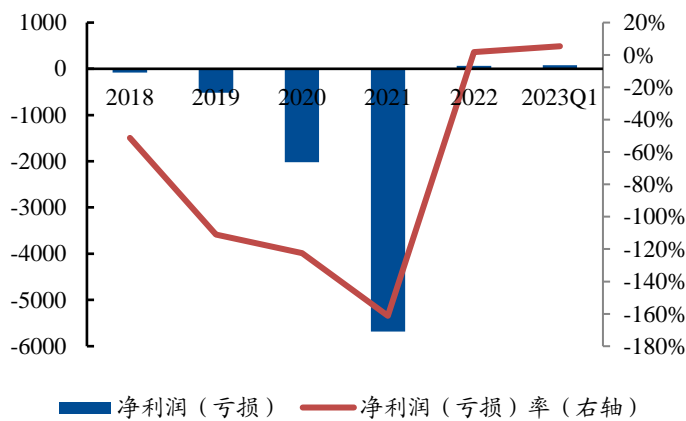
公司旗下四个品牌中 KKV、调色师为核心品牌，2023Q1 合计贡献营收的 85.5%。KK 馆业务 2020 年以来呈持续下滑收缩状态，X11 规模尚较小。

图37: KK Group 收入及增速 (百万元)


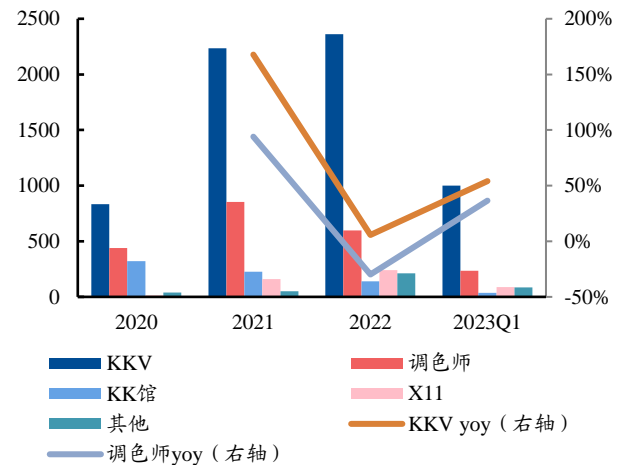
资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

图38: KK Group 经调整 EBITDA (百万元)


资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

图39: KK Group 净利润 (亏损) (百万元)


资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

图40: KK Group 分品牌收入及增速 (百万元)


资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

分经营模式, 公司以线下自有门店为主要收入来源且2021年开始收入占比持续提升。2023Q1自有门店贡献收入11.5亿元/yoy+80%, 占总收入的80%。加盟门店收入2023Q1为1.9亿元/yoy-33%, 主要由于部分加盟店转直营, 收入占比降至13%。线上及其他业务收入占比较低。

自有、加盟门店毛利率2020-2023Q1均总体呈稳步提升趋势。

表 12: KK Group 分经营模式收入拆分

	2020	2021	2022	2023Q1
自有门店收入 (百万元)	582	2001	2271	1152
yoy		244%	13%	80%
占比	35%	57%	64%	80%
自有门店数	132	364	593	595
平均单个自有门店收入 (万元)	650	807	475	194
自有门店毛利率	48.26%	48.67%	50.18%	50.72%
加盟店收入 (百万元)	947	1338	971	186
yoy		41%	-27%	-33%
占比	58%	38%	27%	13%
加盟店数	424	357	114	95
平均单个加盟店收入 (万元)	322	343	412	178
加盟店毛利率	13.56%	15.72%	13.20%	14.82%
线上销售 (百万元)	25	18	150	68
yoy		-28%	721%	351%
占比	2%	1%	4%	5%
线上销售毛利率	34.21%	35.33%	34.45%	35.63%
其他销售 (百万元)	12	32	62	17
yoy		160%	94%	-6%
其他销售毛利率	17.04%	-4.81%	13.89%	34.33%
小计 (百万元)	1566	3390	3453	1423
yoy		116%	2%	50%
基于销售的管理及咨询服务收入	80	134	98	23
平均单个加盟店的管理及咨询服务收入 (万元)	25	39	24	13
基于销售的管理及咨询服务的毛利率	100%	100%	100%	100%
总计	1646	3524	3551	1446
yoy		114%	1%	48%

资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

截至 2023.7.31 公司共拥有门店 696 家, 覆盖中国 31 各省及印度尼西亚 22 个城市。门店结构以自有全资门店为主, 自有非全资门店、加盟门店逐步通过收购的方式转为全资门店, 2021、2022、2023Q1 公司合作的加盟商数量分别净减少 20、26、3 个, 加盟店数量净减少 67、243、19 家。截至 2023Q1 期末, 公司 690 家门店中自有全资门店达到 582 家, 加盟店为 95 家。

2022-2023Q1 渠道仍处调整阶段, 分别净关店 14、17 家, 其中自有门店净增长 220、2 家, 主要来自加盟店转全资自有门店。

海外试水持续推进, 首先布局以印度尼西亚为代表的东南亚市场。根据公司三次招股书的更新, 截至 2021 年 11 月、2023 年 1 月、2023 年 7 月, 其覆盖的印度尼西亚城市数量分别为 1 个、13 个、22 个。

表 13: KK Group 门店数量

	2018	2019	2020	2021	2022	23 Q1
自有门店	27	47	132	364	593	595
全资门店	27	46	78	81	547	582
非全资门店	0	1	54	283	46	13
加盟店	53	164	424	357	114	95
具股权投资安排的加盟店	1	38	338	276	60	41
无股权投资安排的加盟店	52	126	86	81	54	54
总计	80	211	556	721	707	690

资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

表 14: KK Group 合作加盟商数量

	2018	2019	2020	2021	2022	23Q1
期初	2	30	79	85	65	39
新增加盟商	28	54	26	18	4	1
与加盟商终止关系	0	5	20	38	30	4
净增/减加盟商数量	28	49	6	-20	-26	-3
期末	30	79	85	65	39	36

资料来源: KK Group 招股书, 信达证券研究开发中心

5、总结与投资建议

潮流零售的兴起契合消费分级大背景下性价比消费的崛起趋势, 在整个国内零售市场中为增速领先的细分赛道。由于其生活日用品类 SKU 多、单品类品牌化效应弱、依赖线下消费场景及冲动消费等特征为头部零售商创造了整合供应链, 连锁化渠道扩张的成长机遇。我们认为行业核心竞争力在:

- 1) 数字化赋能的产品设计开发、选品能力, 能够较为准确及时地把握快速更迭的消费趋势, 持续打造契合消费者心智的产品。
- 2) 供应链整合的先发优势。上游生产端充分竞争, 较早绑定头部优质供应商, 达到一定门店体量之后依托高频、相对大规模的采购量来实现性价比定位。
- 3) 高效的库存周转。
- 4) 品牌效应及渠道价值。潮流零售门店选址通常以人流量密集的购物中心、交通枢纽等为主, 头部品牌商有选址优势, 能够获得的客流量和潜在开店空间更大。

综上, 我们给予行业“看好”评级, 建议关注相关标的名创优品、泡泡玛特。

表 15: 潮流零售相关公司盈利预测与估值

公司	市值 (人民币亿元)	未来 2 年业绩复合增速	EPS (人民币元)			PE		
			FY2024	FY2025	FY2026	FY2024	FY2025	FY2026
名创优品	504	20%	1.83	2.20	2.63	22	18	15
泡泡玛特	243	26%	0.73	0.95	1.15	25	19	16

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心预测 (注: 采用 2024 年 1 月 11 日收盘价)

6、风险因素

宏观经济增速不及预期风险：如宏观经济增速低于预期，或将影响市场出行需求，拖慢消费行业复苏节奏，同时将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。

行业竞争加剧风险：行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或下行压力。

终端需求疲软风险：消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。