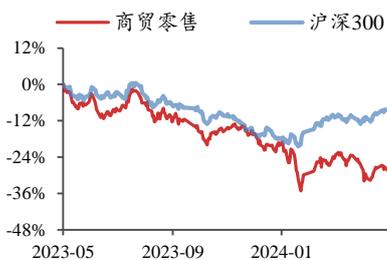


商贸零售

2024年05月14日

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

《关注零售行业中期投资策略：顺应趋势、优选龙头——行业周报》-2024.5.12

《顺应消费趋势，关注黄金珠宝等景气赛道优质品牌——行业投资策略》-2024.5.8

《零售企业经营持续恢复，关注高景气优质公司——行业周报》-2024.5.5

零售行业 2023 年报&2024 年一季报综述：零售企业经营显著回暖，关注黄金珠宝、美容护理优质品牌

——行业深度报告

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

骆峥（分析师）

luozheng@kysec.cn

证书编号：S0790524040008

杨柏炜（分析师）

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790524050001

● 零售企业 2023 年经营业绩回暖，2024Q1 持续复苏

2023 年及 2024Q1 我国社零总额分别为 47.15 万亿元（同比+7.2%，下同）、12.03 万亿元（+4.7%），其中必选消费品类保持稳健，可选消费品则有所分化，黄金珠宝韧性较强、化妆品类稳健增长。随着上市公司年报、一季报全部披露完毕，我们选取 50 家上市公司作为样本，梳理分析零售行业整体经营情况：收入端，零售行业 2023 年/2024Q1 同比分别+6.7%/+4.6%，有所改善；利润端，行业 2023 年/2024Q1 扣非归母净利润同比分别+56.6%/+10.9%，2023 年以来业绩显著回暖。具体到细分板块，跨境电商、黄金珠宝表现较好，美容护理则有所分化。

● 黄金珠宝：高基数下仍实现增长，关注“稳增长+高股息”属性

2024Q1 板块实现营收 582.3 亿元（+10.5%）、扣非归母净利润 19.3 亿元（+7.7%），高基数下仍取得稳健增长，实现了在消费赛道中横向更高景气的验证。长期看，金价创新高有望进一步强化黄金在大众心中的“确定性”标签，支撑行业景气度。黄金珠宝公司基于“单店销售+门店数量”的双轮驱动，有望延续增长，同时由于轻资产加盟模式资本支出压力小，预计未来现金流相对宽裕，分红率有望提升，“稳增长+高股息”属性凸显。重点推荐渠道持续扩张且竞争壁垒深厚的优质珠宝品牌，包括潮宏基（时尚珠宝差异化，扩店弹性大）、老凤祥（显著受益金价上涨）、周大生（稳增长+高股息）和中国黄金等。

● 美容护理：一季度整体表现亮眼，关注头部品牌方公司

2023 年/2024Q1 营收同比+10.1%/+14.6%，扣非归母净利润同比+28.7%/+39.6%，2024 年化妆品板块预计延续温和复苏态势，但渠道、成分、品类等方面仍有结构性机会，重点推荐珀莱雅（持续高增长超预期，产品+品牌+渠道全面发力）、润本股份（推新品拓渠道放量可期）和巨子生物等；医美板块基本面企稳回升，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类，重点推荐爱美客（扩产能、拓市场蓄力未来成长）、科笛-B 等。

● 跨境电商：一季度海外需求依然强劲，上市公司延续较快增长

2024Q1 板块实现营收 114.3 亿元（+26.7%）、扣非归母净利润 6.2 亿元（+13.7%）。根据我国海关总署数据，2024Q1 我国跨境电商进出口总额达 5776 亿元（+9.6%），海外需求强劲拉动行业整体增长，上市公司一季报经营业绩表现更优。我们认为，海外消费降级和线上化趋势，利好高性价比优质国货出海；亚马逊、Temu、TikTok Shop 等电商平台百舸争流，错位竞争也带来渠道增量。展望未来，运营能力重要性将愈发凸显，头部卖家有望延续更优表现。重点推荐运营能力强、数字化、信息化建设领先的龙头企业，包括华凯易佰（“泛品+精品+亿迈生态平台”三驾马车驱动增长）、吉宏股份等。

● **风险提示：**宏观经济风险，行业竞争加剧，政策风险等。

目 录

1、 社会消费温和复苏，零售行业经营改善.....	4
1.1、 经济温和复苏，社会消费稳步恢复.....	4
1.2、 2024Q1 零售行业收入、盈利端均有改善.....	5
2、 2023 年化妆品韧性较强，2024Q1 黄金珠宝景气较高.....	7
2.1、 美容护理：2024Q1 整体表现亮眼，关注头部品牌方公司.....	7
2.2、 超市：关注基本面改善与新业态布局.....	10
2.3、 百货：2024Q1 表现依然略有承压，静待板块修复.....	12
2.4、 黄金珠宝：2024Q1 在高基数下仍实现稳健增长.....	15
2.5、 跨境电商：海外需求依然强劲，上市公司延续较快增长.....	18
3、 投资建议：关注黄金珠宝、美容护理龙头.....	20
3.1、 潮宏基：一季度回归高增长，关注时尚珠宝品牌势能提升.....	20
3.2、 周大生：一季度有所承压，关注长期“稳增长+高股息”属性.....	21
3.3、 老凤祥：一季度经营稳健，金价上涨助推盈利能力持续提升.....	21
3.4、 爱美客：一季度经营业绩符合预期，看好医美龙头长期成长.....	22
3.5、 珀莱雅：经营持续高增长超预期，产品+品牌+渠道全面发力.....	22
3.6、 润本股份：盈利能力持续提升，推新品拓渠道放量可期.....	22
4、 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 2023 年来经济持续温和复苏.....	4
图 2： 2023 年来 CPI 同比在零值附近波动.....	4
图 3： 2024 年一季度社会消费温和复苏.....	4
图 4： 社零消费线上渠道渗透率维持在较高水平.....	4
图 5： 粮油食品等必选消费品类维持稳健，可选品类中金银珠宝、服装鞋帽表现相对亮眼.....	5
图 6： 2023 年零售行业整体收入同比增长 6.7%.....	5
图 7： 2024Q1 零售行业整体收入同比增长 4.6%.....	5
图 8： 2023 年零售行业扣非归母净利润同比+56.6%.....	6
图 9： 2024Q1 零售行业扣非归母净利润稳健复苏.....	6
图 10： 2023 年美护板块营收温和复苏.....	7
图 11： 2024Q1 美护板块营收实现较好增长.....	7
图 12： 2023 年美护板块扣非归母净利润同比+28.7%.....	7
图 13： 2024Q1 美护板块扣非归母净利润同比+39.6%.....	7
图 14： 2024Q1 美护板块毛利率在较高水平上稳步提升.....	8
图 15： 2024Q1 美护板块销售费用率同比有所提升.....	8
图 16： 2023 年超市板块营业收入同比承压.....	10
图 17： 2024Q1 超市板块营业收入降幅有所收窄.....	10
图 18： 2023 年超市板块扣非归母净利润仍处亏损.....	10
图 19： 2024Q1 超市板块扣非归母净利润降幅环比收窄.....	10
图 20： 2024Q1 超市板块盈利能力环比提升.....	11
图 21： 2023 年超市板块期间费用率相对稳定.....	11
图 22： 2023 年百货板块营收低个位数增长.....	13

图 23: 2024Q1 百货板块营收仍承压.....	13
图 24: 2023 年百货板块扣非归母净利润低基数下高增.....	13
图 25: 2024Q1 百货板块扣非归母净利润同比较轻微下滑.....	13
图 26: 2024Q1 百货板块净利率同比基本持平.....	13
图 27: 2024Q1 百货板块管理费用、财务费用率同比优化.....	13
图 28: 2023 年黄金珠宝板块营收表现良好.....	15
图 29: 2024Q1 黄金珠宝板块在较高基数下稳健增长.....	15
图 30: 2023 年黄金珠宝板块扣非归母净利润持续恢复.....	15
图 31: 2024Q1 黄金珠宝板块扣非归母净利润保持增长.....	15
图 32: 2024Q1 黄金珠宝板块净利率保持稳定.....	16
图 33: 2024Q1 黄金珠宝板块销售费用率下降明显.....	16
图 34: 2023 年跨境电商板块营收增长提速.....	18
图 35: 2024Q1 跨境电商板块营收延续良好表现.....	18
图 36: 2023 年跨境电商板块扣非归母净利润增长亮眼.....	18
图 37: 2024Q1 跨境电商板块扣非归母净利润增速放缓.....	18
图 38: 2024Q1 跨境电商板块扣非归母净利率基本稳定.....	19
图 39: 2024Q1 跨境电商板块销售费用率波动明显.....	19
表 1: 零售细分板块 2023 年财务指标: 除专业连锁外其余板块业绩均显著回暖.....	6
表 2: 零售细分板块 2024Q1 财务指标: 除超市、百货外其余板块经营业绩均持续复苏.....	6
表 3: 美容护理板块重点公司 2023 年经营业绩表现有所分化.....	9
表 4: 美容护理板块重点公司 2024Q1 保持稳健增长, 龙头表现优秀.....	9
表 5: 超市板块 2023 年营收仍有所承压, 但利润端亏损额有所收窄.....	12
表 6: 超市板块 2024Q1 毛利率呈现积极变化, 经营业绩有望持续改善.....	12
表 7: 百货板块 2023 年经营有所恢复, 利润端低基数下录得较快增长.....	14
表 8: 百货板块 2024Q1 经营依然承压.....	14
表 9: 黄金珠宝板块 2023 年经营业绩增长良好, 头部公司表现更优.....	17
表 10: 黄金珠宝板块多数标的 2024Q1 在较高基数下实现稳健增长.....	17
表 11: 跨境电商板块 2023 年经营业绩增长亮眼.....	20
表 12: 跨境电商板块 2024Q1 销售延续良好表现, 利润端增长稍弱.....	20
表 13: 投资建议: 关注黄金珠宝、美容护理优质品牌.....	23

1、社会消费温和复苏，零售行业经营改善

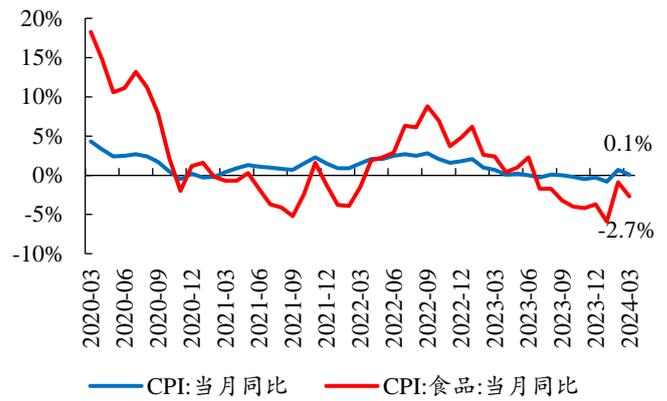
1.1、经济温和复苏，社会消费稳步恢复

2023 年以来，宏观经济持续温和复苏。宏观经济层面，2023 年全年 GDP 累计同比增速为+5.2%，2024 年一季度 GDP 同比增速为+5.3%，经济运行开局良好，经济持续温和复苏。价格因素层面，2023 年各月 CPI 同比均在零值附近波动，2024 年一季度 CPI 同比+0.1%与 2023Q1 基本持平，分月看 1-3 月 CPI 同比分别为 -0.8%/+0.7%/+0.1%。

图1：2023 年来经济持续温和复苏



图2：2023 年来 CPI 同比在零值附近波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

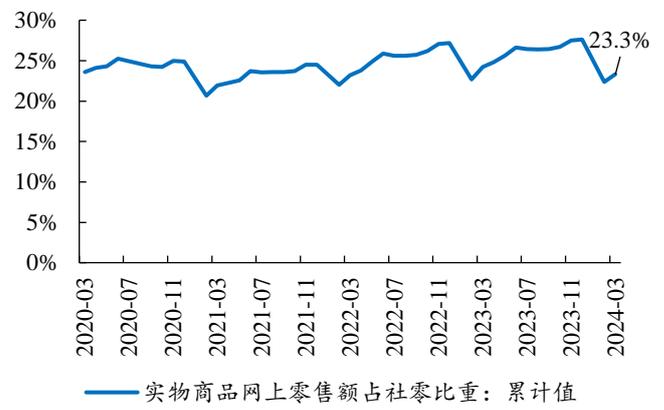
数据来源：Wind、开源证券研究所

2023 年社零持续复苏，2024Q1 恢复不及生产。2023 年全年社零总额 47.15 万亿元(同比+7.2%，下同)，2024 年一季度社零总额为 12.03 万亿元(+4.7%)，整体温和复苏，但恢复程度不及生产端。分渠道看，2024Q1 全国实物商品网上零售总额同比+11.6%，占社零的比重为 23.3% (同比-0.9pct，环比+0.9pct)，维持在较高水平；线下渠道方面，2024Q1 超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+2.2%/+5.2%/-2.4%/+6.3%/+1.1%，除百货外其余零售业务均稳中向好。此外，居民服务性消费需求逐步释放，相关消费持续回暖，一季度全国服务零售与餐饮收入分别同比+10.0%/+10.8%。

图3：2024 年一季度社会消费温和复苏



图4：社零消费线上渠道渗透率维持在较高水平

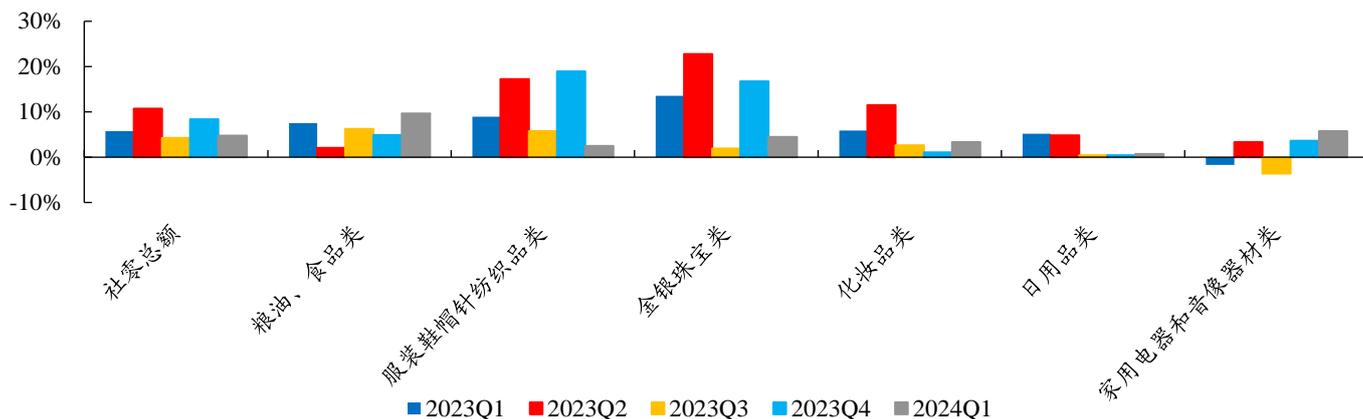


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类看，必选消费品类维持稳健，可选品类中金银珠宝、服装鞋帽表现相对亮眼。2023年，以粮油食品为代表的必选消费品维持增长，可选消费品表现略有分化。根据我们测算，必选消费品方面，粮油食品 2023Q1-2024Q1 的社零增速分别为+7.5%/+2.0%/+6.2%/+4.9%/+9.6%，持续稳健增长。可选品类方面，2023年服装鞋帽、金银珠宝韧性较强，化妆品类稳健增长；2024Q1 金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比+4.5%/+2.5%/+3.3%，其中金银珠宝增速季度环比有所回落，主要系金价急涨导致终端消费者产生观望情绪所致。

图5：粮油食品等必选消费品类维持稳健，可选品类中金银珠宝、服装鞋帽表现相对亮眼



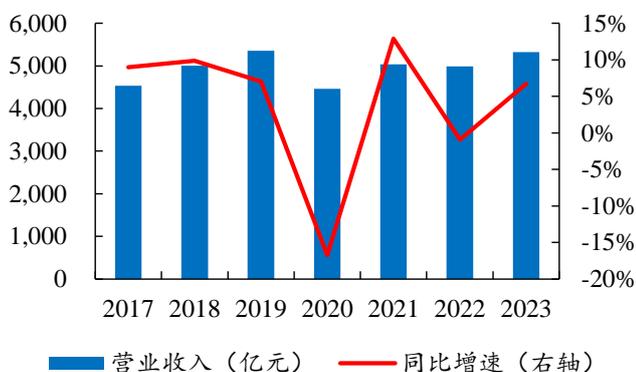
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、2024Q1 零售行业收入、盈利端均有改善

本节中，我们选取 6 家超市、13 家百货、13 家美容护理、8 家黄金珠宝、6 家跨境电商、4 家专业连锁合计 50 家上市公司作为研究零售行业经营情况的样本，使用整体法（将行业内公司某一指标先求和，再计算分析）计算相关指标，进行梳理分析。

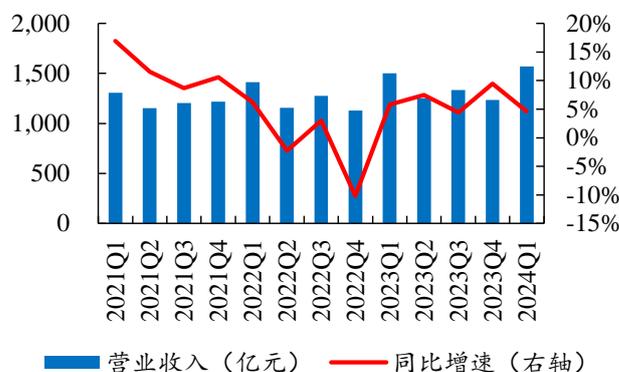
2023 年及 2024Q1 零售行业整体收入端均有所改善。2023 年，零售行业 50 家上市公司（以下简称“行业整体”）合计实现营收 5321.6 亿元（+6.7%），呈小幅增长。分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 行业营收同比增速分别为+5.8%/+7.5%/+4.4%/+9.5%；2024Q1 行业整体实现营收 1569.6 亿元（+4.6%），经济发展、消费场景修复背景下，行业整体收入端呈回暖改善态势。

图6：2023 年零售行业整体收入同比增长 6.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

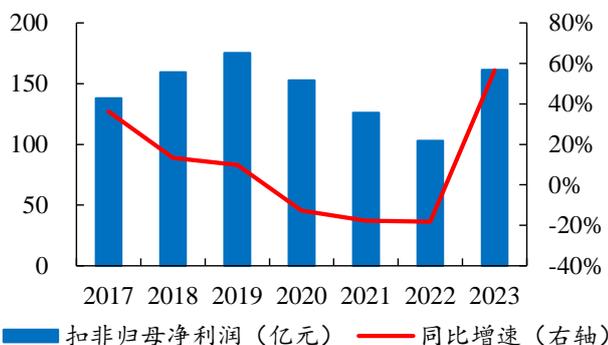
图7：2024Q1 零售行业整体收入同比增长 4.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

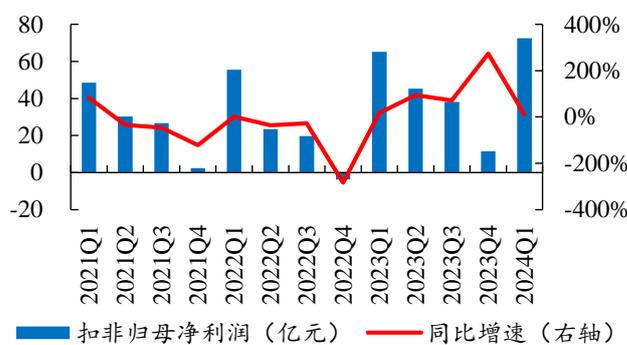
2023 年零售行业整体盈利端显著回暖，2024Q1 持续温和复苏。2023 年，零售行业整体实现扣非归母净利润 161.4 亿元 (+56.6%)，其中 2023Q1/Q2/Q3/Q4 同比增速分别为 +17.6%/+93.8%/+71.0%/+273.9%，其中四季度增速较高主要系 2022 年同期基数较低所致。2024 年一季度，零售行业整体实现扣非归母净利润 72.6 亿元 (+10.9%)，延续复苏态势。

图8：2023 年零售行业扣非归母净利润同比+56.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024Q1 零售行业扣非归母净利润稳健复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到细分板块，2023 年整体显著回暖，2024Q1 除超市百货外均稳健复苏。2023 年超市/百货/黄金珠宝/美容护理/跨境电商/专业连锁板块扣非归母净利润分别同比 +30.5%/+253.2%/+10.5%/+28.7%/+66.0%/-20.1%，除专业连锁板块外均实现正增长。2024 年一季度，超市/百货板块扣非归母净利润分别同比 -1.0%/-4.9%，经营业绩略有承压；黄金珠宝/美容护理/跨境电商/专业连锁板块扣非归母净利润则分别同比 +7.7%/+39.6%/+13.7%/+23.0%，呈现较强增长韧性。

表1：零售细分板块 2023 年财务指标：除专业连锁外其余板块业绩均显著回暖

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	1244.9	-8.2	-16.2	-9.0%	66.1%	30.5%	22.8%	23.4%
百货	1192.9	43.4	30.8	1.8%	39.4%	253.2%	32.9%	27.6%
黄金珠宝	1713.8	56.2	51.4	20.0%	13.3%	10.5%	9.7%	4.2%
美容护理	485.7	69.3	63.0	10.1%	29.9%	28.7%	65.7%	48.9%
跨境电商	450.6	31.6	28.2	25.2%	49.3%	66.0%	42.0%	34.0%
专业连锁	233.8	5.7	4.2	7.2%	-11.8%	-20.1%	22.9%	20.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：零售细分板块 2024Q1 财务指标：除超市、百货外其余板块经营业绩均持续复苏

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	346.0	11.0	9.5	-5.3%	4.0%	-1.0%	23.6%	20.1%
百货	334.3	17.7	16.1	-3.3%	-3.7%	-4.9%	32.7%	24.2%
黄金珠宝	582.3	19.5	19.3	10.5%	3.7%	7.7%	9.0%	3.2%
美容护理	118.3	20.2	20.0	14.6%	27.4%	39.6%	67.7%	46.8%
跨境电商	114.3	6.5	6.2	26.7%	3.7%	13.7%	41.7%	34.6%
专业连锁	74.3	1.7	1.6	7.6%	16.2%	23.0%	19.7%	16.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2、2023 年化妆品韧性较强，2024Q1 黄金珠宝景气较高

2.1、美容护理：2024Q1 整体表现亮眼，关注头部品牌方公司

我们以重点关注的 13 家化妆品医美企业（珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份、贝泰妮、润本股份、敷尔佳、华熙生物、青松股份、嘉亨家化、爱美客、锦波生物、朗姿股份）作为研究样本，观察美容护理（下简称“美护”）板块整体经营情况。

美护板块 2023 年营收温和复苏，2024Q1 实现较好增长。2023 年美护板块整体实现营收 485.7 亿元（+10.1%），板块温和复苏，分季度看 2023Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比 +7.0%/+18.3%/+6.7%/+8.3%，其中 2023Q2 受同期 2022Q2 基数相对低影响同比增速较高。2024Q1 美护板块营收 118.3 亿元（+14.6%）实现较好增长。

图10：2023 年美护板块营收温和复苏

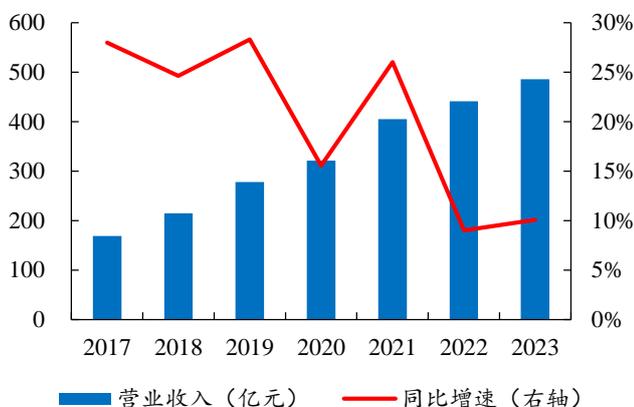
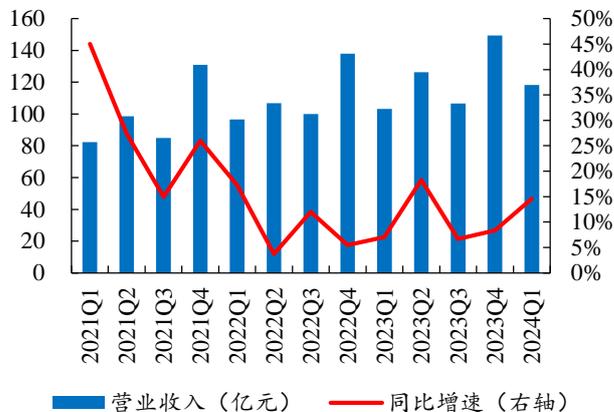


图11：2024Q1 美护板块营收实现较好增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

美护板块 2023 年利润端同比+28.7%，其中医美较好、化妆品内部分化加深。2023 年美护板块扣非归母净利润为 63.0 亿元（+28.7%），具体看其中医美子版块（爱美客、锦波生物、朗姿股份）2023 年扣非归母净利润为 23.1 亿元（+77.9%）表现较好；而化妆品子版块 2023 年扣非归母净利润为 39.9 亿元（+11.0%），主要系行业竞争日趋激烈、品牌方分化加深，上海家化、贝泰妮、华熙生物等经营表现弱于 2022 年同期。2024Q1 美护板块扣非归母净利润为 20.0 亿元（+39.6%），其中医美、化妆品子版块扣非归母净利润分别为 7.0 亿元（+43.8%）/12.9 亿元（+37.4%），均表现较好。

图12：2023 年美护板块扣非归母净利润同比+28.7%

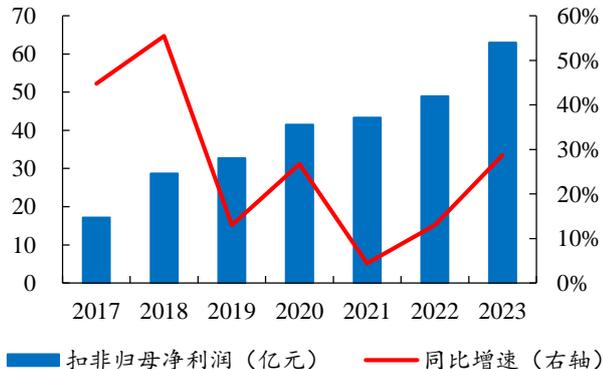
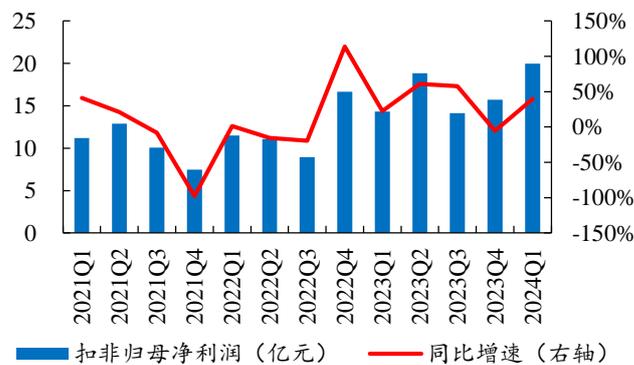


图13：2024Q1 美护板块扣非归母净利润同比+39.6%

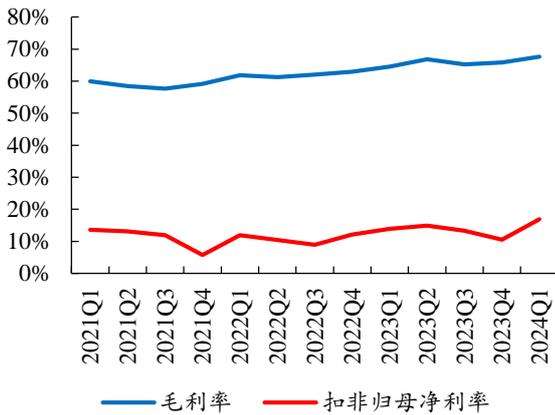


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

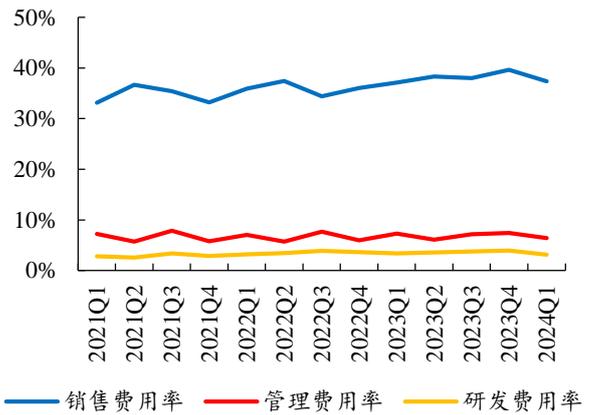
美护板块毛利率稳步提升，扣非归母净利率亦有所增长。毛利率方面，2023 年美护板块毛利率为 65.7% (+3.1pct)，2024Q1 毛利率为 67.7% (+3.1pct)，在较高水平上继续稳健提升。2023 年/2024Q1 美护板块扣非归母净利率分别为 13.0%(+1.9pct)/16.9% (+3.0pct)。费用率方面，板块 2023 年销售/管理/研发费用率分别为 38.4%/7.0%/3.7%，同比分别+2.1pct/+0.4pct/+0.1pct；2024Q1 板块销售/管理/研发费用率分别为 37.4%/6.4%/3.2%，同比分别+0.2pct/-0.9pct/-0.3pct，预计各品牌方加大宣传投放力度叠加流量成本提升等原因，推动销售费用率提升。

图14：2024Q1 美护板块毛利率在较高水平上稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024Q1 美护板块销售费用率同比有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业整体温和复苏，但差异化医美产品公司、强α美妆品牌方公司表现优异：

(1) 爱美客：2024Q1 经营业绩符合预期，扩产能、拓市场蓄力未来成长。经营业绩方面，2023 年公司实现营收 28.69 亿元(+48.0%)、归母净利润 18.58 亿元(+47.1%)；2024Q1 实现营收 8.08 亿元 (+28.2%)、归母净利润 5.27 亿元 (+27.4%)。分产品看，我们预计一季度预计以嗨体系列为主的溶液类产品稳中向好，凝胶类中预计天使系列表现较好。我们认为，爱美客是医美产品龙头，产品、渠道、研发全面夯实竞争力，未来差异化产品矩阵持续丰富有望助力长期成长。

(2) 珀莱雅：经营持续高增长超预期，产品+品牌+渠道全面发力。经营业绩方面，2023 年公司实现营收 89.05 亿元(+39.5%)、归母净利润 11.94 亿元(+46.1%)；2024Q1 实现营收 21.82 亿元 (+34.6%)、归母净利润 3.03 亿元 (+45.6%)。分品牌看，2023 年珀莱雅实现营收 71.8 亿元 (+36.4%) 突破 70 亿大关，彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 10.0/2.2/3.0 亿元，同比分别增长 75.1%/71.2%/61.8%。分渠道看，线上/线下分别实现营收 82.7 亿元 (+43.0%) /6.2 亿元 (+7.4%)，线上延续高成长、线下止跌转增。我们认为，珀莱雅旗下主品牌稳健、第二梯队品牌增势亮眼，品牌矩阵初步成型，“产品+品牌+渠道”全方位发力有望助力持续增长。

(3) 润本股份：盈利能力持续提升，推新品拓渠道放量可期。经营业绩方面，2023 年公司实现营收 10.33 亿元 (+20.7%)、归母净利润 2.26 亿元 (+41.2%)；2024Q1 实现营收 1.67 亿元 (+10.0%)、归母净利润 0.35 亿元 (+67.9%)。分品类看，2023 年公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 5.2/3.2/1.5 亿元，同比分别+33.6%/+19.2%/+0%；盈利能力方面，2023 年及 2024Q1 毛利率分别为 56.3%(+2.1pct)、55.7% (+2.9pct)，主要系高毛利婴童护理品类占比提升。我们认为，润本股份是“驱蚊+婴童护理”细分龙头，未来有望依靠敏锐的市场嗅觉与高度灵活的自有供应链持续开拓高潜力细分品类市场。

(4) 福瑞达：扣非归母净利润高增，聚焦大健康高质量发展可期。经营业绩方面，2023 年公司 2023 年实现营收 45.79 亿元（同比-64.6%，下同）、归母净利润 3.03 亿元（+567.4%），营收下滑主要系剥离地产业务拖累表观增长；2024Q1 实现营收 8.91 亿元（-30.0%）、归母净利润 0.59 亿元（-54.4%）。分业务看，2023 年公司化妆品/医药/原料/地产及物业分别实现营收 24.2/5.2/3.5/11.4 亿元，同比分别+22.7%/+1.6%/+23.2%/-88.3%，其中颐莲、瓊尔博士分别实现营收 8.6 亿元（+20.4%）/13.5 亿元（+27.3%），增势良好。我们认为，公司聚焦核心业务，后续高质量发展可期。

表3：美容护理板块重点公司 2023 年经营业绩表现有所分化

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	89.0	11.9	11.7	39.5%	46.1%	48.9%	69.9%	51.0%
上海家化	66.0	5.0	3.1	-7.2%	5.9%	-41.8%	59.0%	53.6%
水羊股份	44.9	2.9	2.7	-4.9%	135.8%	181.9%	58.4%	49.7%
丸美股份	22.3	2.6	1.9	28.5%	48.9%	38.2%	70.7%	60.9%
贝泰妮	55.2	7.6	6.2	10.1%	-28.0%	-35.0%	73.9%	59.8%
青松股份	19.7	-0.7	-0.5	-32.5%	90.8%	92.8%	12.1%	14.6%
嘉亨家化	10.2	0.4	0.4	-3.4%	-42.3%	-43.0%	24.3%	19.7%
华熙生物	60.8	5.9	4.9	-4.5%	-39.0%	-42.4%	73.3%	61.7%
润本股份	10.3	2.3	2.2	20.7%	41.2%	41.6%	56.3%	30.2%
爱美容	28.7	18.6	18.3	48.0%	47.1%	52.9%	95.1%	20.9%
敷尔佳	19.3	7.5	7.3	9.3%	-11.6%	-5.1%	82.2%	30.0%
锦波生物	7.8	3.0	2.9	100.0%	174.6%	181.0%	90.2%	45.3%
朗姿股份	51.5	2.3	2.0	32.7%	1300.1%	17464.6%	57.4%	52.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：美容护理板块重点公司 2024Q1 保持稳健增长，龙头表现优秀

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
珀莱雅	21.8	3.0	2.9	34.6%	45.6%	47.5%	70.1%	53.0%
上海家化	19.1	2.6	2.9	-3.8%	11.2%	29.2%	63.3%	46.2%
水羊股份	10.3	0.4	0.5	-1.4%	-23.3%	44.7%	61.3%	54.8%
丸美股份	6.6	1.1	1.0	38.7%	40.6%	40.8%	74.6%	55.4%
贝泰妮	11.0	1.8	1.5	27.1%	11.7%	21.9%	72.1%	56.2%
青松股份	3.8	-0.1	-0.1	-4.3%	87.5%	85.1%	13.8%	16.2%
嘉亨家化	2.0	0.0	0.0	-5.4%	-153.5%	-157.6%	19.2%	22.5%
华熙生物	13.6	2.4	2.3	4.2%	21.4%	53.3%	75.7%	51.3%
润本股份	1.7	0.4	0.3	10.0%	67.9%	45.4%	55.7%	32.3%
爱美容	8.1	5.3	5.3	28.2%	27.4%	36.5%	94.5%	17.8%
敷尔佳	4.1	1.5	1.4	9.7%	-4.8%	-5.3%	81.4%	33.2%
锦波生物	2.3	1.0	1.0	76.1%	135.7%	142.4%	91.9%	40.4%
朗姿股份	14.0	0.8	0.8	22.9%	32.4%	25.0%	59.5%	51.5%

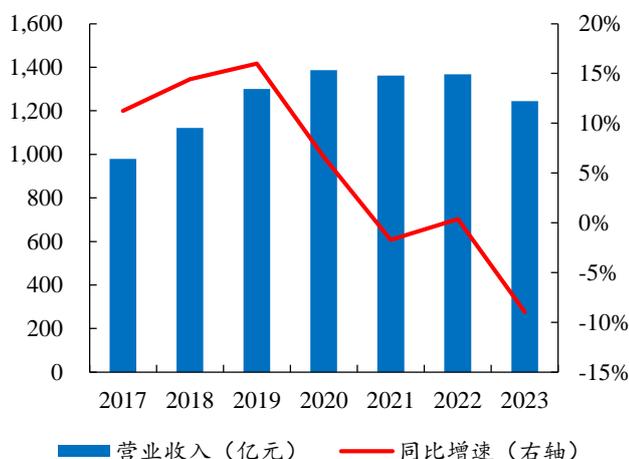
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、超市：关注基本面改善与新业态布局

我们以重点关注的6家超市企业（永辉超市、家家悦、红旗连锁等）作为研究样本，观察超市板块的整体经营情况。

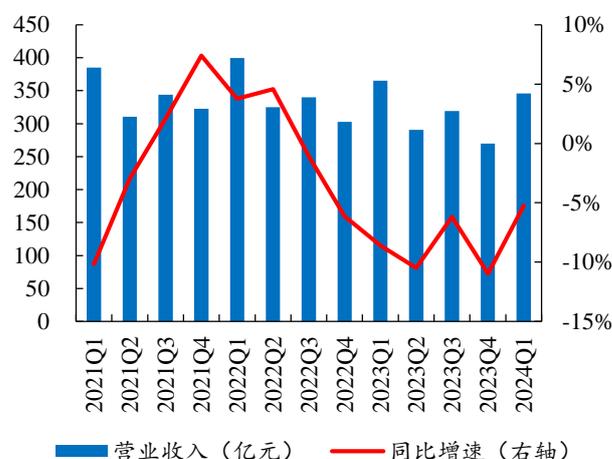
2023年超市板块整体营收仍有所承压，头部企业积极试水折扣化变革。根据年报数据，2023年超市行业整体实现营收1244.9亿元(-9.0%)；分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4分别同比-8.6%/-10.5%/-6.2%/-11.0%，收入同比持续下滑主要系消费承压、CPI回落等因素导致客单价下滑所致；2023年以来，家家悦、永辉超市、盒马等头部超市企业相继开启折扣化变革探索，既迎合消费者理性消费观念，也是运营效率提升的重要尝试。2024Q1，超市板块整体实现营收346.0亿元(-5.3%)，客流恢复良好但客单价水平仍然承压。

图16：2023年超市板块营业收入同比承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

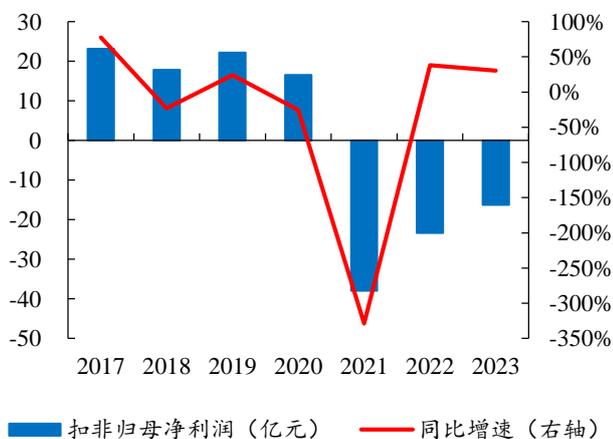
图17：2024Q1超市板块营业收入降幅有所收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

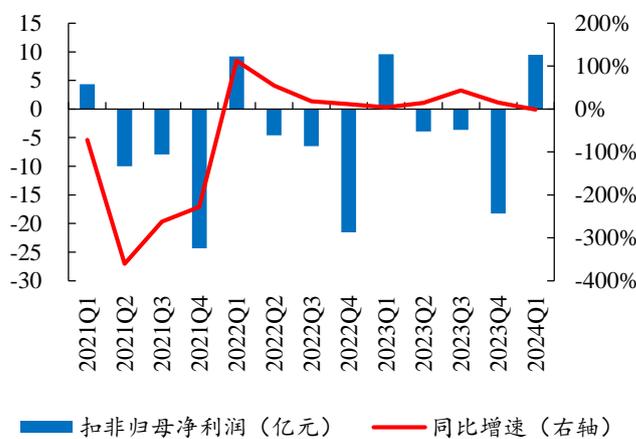
2023年超市板块扣非归母净利润亏幅收窄，2024Q1净利润表现优于营收。2023年超市板块扣非归母净利润为-16.2亿元（亏幅同比收窄30.5%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4板块扣非归母净利润分别同比+3.8%/+14.6%/+43.6%/15.3%。2024Q1板块扣非归母净利润为9.5亿元(-1.0%)，表现优于营收端。

图18：2023年超市板块扣非归母净利润仍处亏损



数据来源：Wind、开源证券研究所

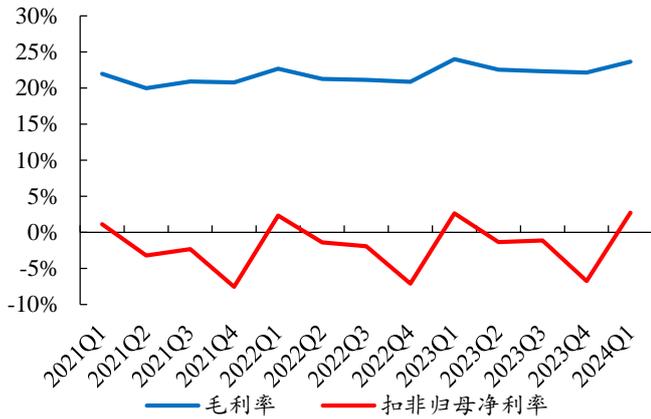
图19：2024Q1超市板块扣非归母净利润降幅环比收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

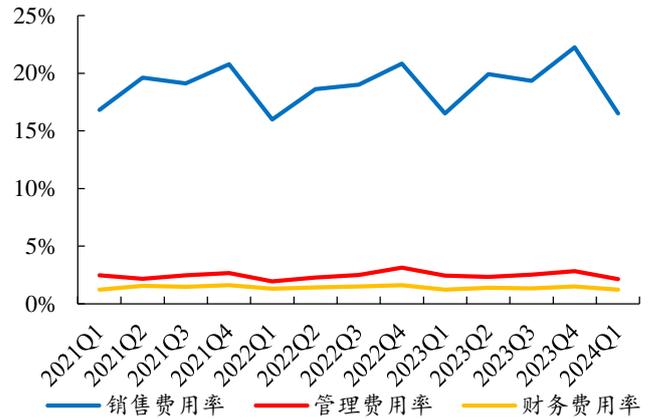
受益于竞争环境改善、门店提质等多因素，2023年超市板块毛利率同比改善。2023年，超市板块整体毛利率为22.8%(+1.3pct)，改善明显。分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4板块整体毛利率分别为24.0%/22.6%/22.3%/22.2%。费用方面，2023年超市板块整体销售/管理/财务费用率分别为19.3%/2.5%/1.4%，同比+0.8pct/+0.1pct/-0.1pct。2024Q1超市板块整体毛利率为23.6%，基本保持稳定，销售/管理/财务费用率分别为16.5%/2.1%/1.2%，整体稳中有降。

图20：2024Q1超市板块盈利能力环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2023年超市板块期间费用率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

超市板块基本面有所改善，关注部分头部企业新业态布局 and 经营战略调整。

(1) 家家悦：2024Q1经营业绩稳健增长，计划加快新业态布局。2023年实现营收177.63亿元(-2.3%)、归母净利润1.36亿元(+127.0%)，营收有所承压；2024Q1营收51.89亿元(+5.7%)，归母净利润1.47亿元(+7.1%)。2023年公司新开门店110家(直营店81家、加盟店29家)，分业态看，新开超市业态37家、零食店56家、好惠星折扣店7家、其他业态10家，期末门店总数达1049家(直营店991家、加盟店58家)。2024年公司计划传统业态提质、创新业态提速、组织变革提效，形成单区域成网、跨区域连片、多区域覆盖的整体规模优势。此外，公司还计划加快好惠星折扣店、悦记零食店等新业态发展，把加盟作为重点模式，提升单店盈利模型，形成新的竞争力和增长点。我们认为，公司致力于高质量发展，股权激励计划有望激发内部成长动能，布局零食连锁、折扣店等新业态值得关注。

(2) 红旗连锁：一季度业绩表现良好，主营业务与投资收益双增。2023年实现营收101.33亿元(+1.1%)、归母净利润5.61亿元(+15.5%)，其中，其中服务业务与新网银行投资收益贡献重要增量；2024Q1营收26.71亿元(+4.5%)、归母净利润1.63亿元(+16.0%)，增长良好。2023年公司持续提档升级门店，新开/净开店144/78家，旧店改造279家，门店总数达3639家。此外，2023年，公司实控人及其一致行动人、永辉超市将持有的部分公司股份转让给四川商投投资有限责任公司，权益变动完成后，公司控股股东变更为商投投资，实控人变更为四川省国资委。四川省商业投资集团有限责任公司是省属唯一现代商贸流通服务产业投资平台和现代供应链保障平台，有望与公司实现资源互补、协同发展。

(3) 永辉超市：2023年亏损额有所收窄，持续转型升级、优化经营。2023年实现营收786.42亿元(-12.7%)、归母净利润-13.29亿元，亏损额同比收窄52%；2024Q1营收216.65亿元(-9.0%)，归母净利润7.36亿元(+4.6%)。公司经营持续改善，①门店优化：2023年公司新开/关闭门店分别为12/45家，新签约门店10家，截至2023

年底超市业态门店共 1000 家；公司主动调整关闭尾部门店优化渠道。②全渠道战略转型：2023 年线上业务营收 161 亿元，占到营业收入 20.5%，“永辉生活”自营到家业务已覆盖 920 家门店，注册会员数达 1.15 亿（+13.9%）。③数字化建设：以全渠道、全链路、高效可用的数字化平台为基础，以数字化、智能化全面驱动组织流程变革和业务创新，优化供应链、门店、零售平台等。我们认为，公司努力加快转型步伐，深耕供应链建设+打造科技中台驱动业绩发展，深筑生鲜品类竞争壁垒，有望迈过拐点再出发。

表5：超市板块 2023 年营收仍有所承压，但利润端亏损额有所收窄

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净 利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	786.4	-13.3	-19.8	-12.7%	51.9%	23.0%	21.2%	23.2%
家家悦	177.6	1.4	1.0	-2.3%	152.3%	596.8%	23.9%	22.4%
红旗连锁	101.3	5.6	4.9	1.1%	15.5%	9.3%	29.6%	24.8%
国光连锁	24.1	0.1	0.0	7.2%	-22.8%	-91.0%	24.9%	24.2%
三江购物	39.0	1.4	1.2	-3.2%	-10.3%	-6.3%	27.1%	22.3%
中百集团	116.4	-3.4	-3.5	-4.6%	5.5%	3.6%	24.2%	25.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：超市板块 2024Q1 毛利率呈现积极变化，经营业绩有望持续改善

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净 利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
永辉超市	216.6	7.4	6.0	-9.0%	4.6%	-3.1%	22.9%	19.4%
家家悦	51.9	1.5	1.4	5.7%	7.1%	1.1%	24.0%	20.1%
红旗连锁	26.7	1.6	1.5	4.5%	16.0%	9.9%	29.8%	24.4%
国光连锁	7.6	0.3	0.3	12.3%	-2.7%	-1.9%	23.9%	18.8%
三江购物	10.6	0.5	0.5	-0.8%	-0.8%	12.6%	27.0%	19.8%
中百集团	32.6	-0.2	-0.2	-7.2%	-619.2%	-188.7%	21.9%	21.7%

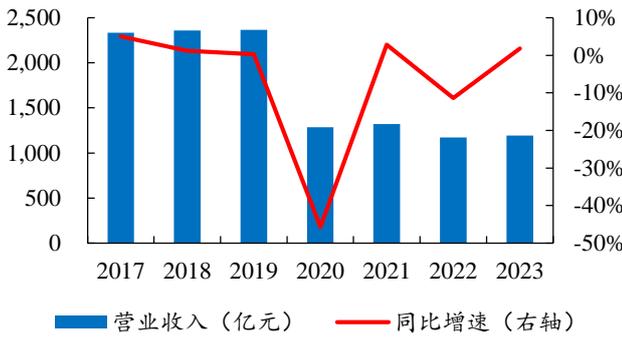
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、百货：2024Q1 表现依然略有承压，静待板块修复

我们以重点关注的 13 家百货企业（武商集团、大商股份、王府井、欧亚集团、大东方、重庆百货、友阿股份、天虹股份、合肥百货、百联股份、新华百货、中兴商业、银座股份）作为研究样本，观察百货板块的整体经营情况。

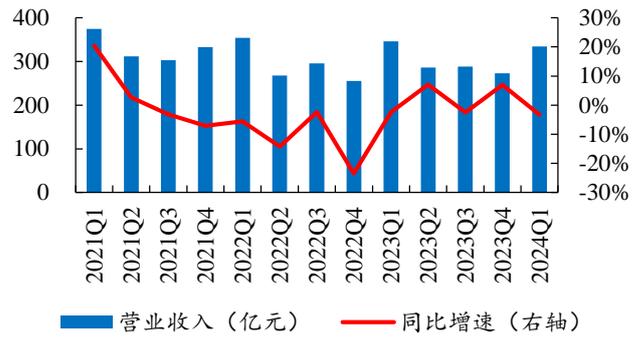
百货板块 2023 年营收低个位数增长，2024Q1 板块整体仍承压。2023 年百货板块整体实现营收 1192.9 亿元（+1.8%），线下消费场景复苏后仅录得低个位数增长；分季度看，2023Q1-2024Q1 营收分别为 345.6/286.4/288.2/272.7/334.3 亿元，同比分别 -2.4%/+7.0%/-2.5%/+6.9%/-3.3%。此外，根据中国百货商业协会数据，2023 年约 7 成调研样本百货 2023 年客流、销售规模未恢复至 2019 年水平；另外，2024 年一季度百货店零售额同比下滑 2.4%，传统百货发展依然承压。

图22：2023年百货板块营收低个位数增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

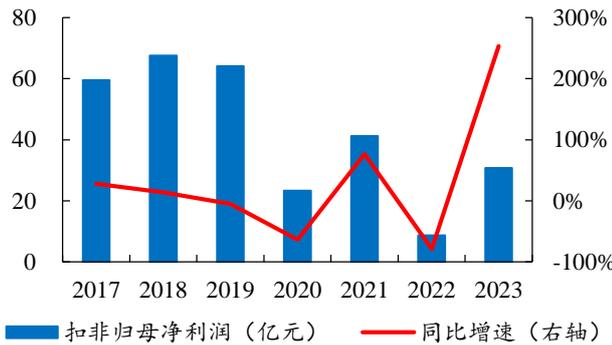
图23：2024Q1百货板块营收仍承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

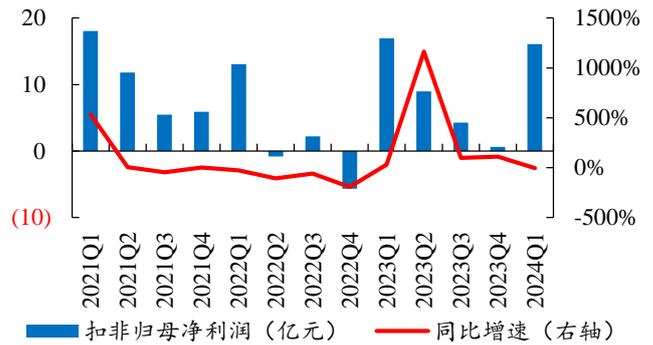
百货板块2023年利润端低基数下高增，2024Q1同比轻微下滑。2023年百货板块扣非归母净利润为30.8亿元（+253.2%），低基数下录得较高增速；分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4扣非归母净利润分别为16.9/9.0/4.3/0.6亿元，同比分别+29.5%/+1162.3%/+95.1%/+110.7%。2024Q1百货板块扣非归母净利润为16.1亿元（-4.9%），同比仍轻微下滑。

图24：2023年百货板块扣非归母净利润低基数下高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

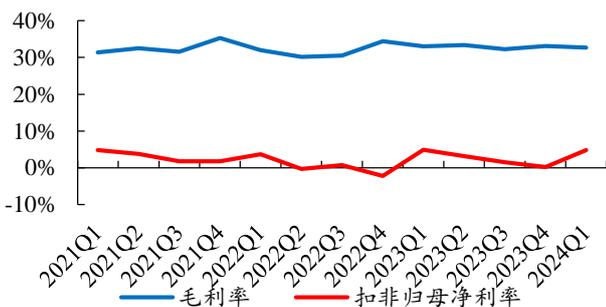
图25：2024Q1百货板块扣非归母净利润同比轻微下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

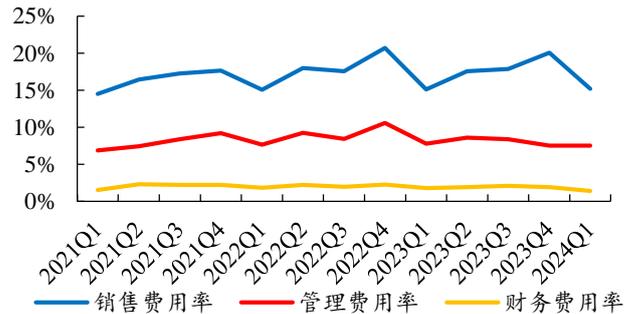
2024Q1百货板块扣非归母净利率受费用率下降影响而提升。2023年百货板块整体毛利率为32.9%（+1.2pct）。2023年板块扣非归母净利率为2.6%（+1.8pct），2024Q1板块扣非归母净利率为4.8%（-0.1pct），基本持平。费用方面，2023年销售/管理/财务费用率分别为17.5%/8.1%/1.9%，同比分别-0.1pct/-0.8pct/-0.1pct；2024Q1销售/管理/财务费用率分别为15.2%/7.5%/1.4%，同比分别+0.1pct/-0.3pct/-0.4pct。

图26：2024Q1百货板块净利率同比基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024Q1百货板块管理费用、财务费用率同比优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：百货板块 2023 年经营有所恢复，利润端低基数下录得较快增长

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
武商集团	71.8	2.1	0.8	13.3%	-31.4%	-70.8%	47.0%	41.0%
大商股份	73.3	5.1	4.6	0.7%	-8.0%	19.0%	38.8%	24.7%
王府井	122.2	7.1	6.4	13.2%	263.9%	6771.3%	41.8%	29.7%
欧亚集团	70.1	0.2	0.0	1.2%	111.8%	100.5%	38.6%	31.8%
大东方	35.3	1.6	0.2	12.9%	-7.3%	52.8%	16.7%	13.7%
重庆百货	189.9	13.1	11.3	3.7%	48.8%	41.7%	25.7%	19.6%
友阿股份	13.2	0.5	0.0	-26.0%	47.1%	104.1%	64.1%	88.3%
天虹股份	120.9	2.3	1.3	-0.3%	88.8%	168.0%	38.3%	37.0%
合肥百货	66.9	2.6	1.1	6.1%	57.5%	36.2%	27.7%	22.9%
百联股份	305.2	4.0	1.9	-5.4%	-41.7%	181.0%	26.5%	23.9%
新华百货	60.7	1.4	1.2	3.1%	45.6%	490.7%	26.8%	23.8%
中兴商业	8.1	1.3	1.3	16.8%	56.9%	57.4%	55.9%	31.9%
银座股份	55.4	2.2	0.7	3.0%	1593.9%	239.4%	41.5%	35.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：百货板块 2024Q1 经营依然承压

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
武商集团	19.6	1.4	1.1	-4.8%	5.1%	-15.2%	46.5%	35.4%
大商股份	20.9	2.6	2.3	-7.9%	22.9%	21.2%	43.8%	23.0%
王府井	33.1	2.0	1.9	-1.7%	-10.9%	-13.7%	41.2%	29.1%
欧亚集团	19.4	0.1	0.0	0.2%	40.8%	-36.0%	37.5%	30.9%
大东方	10.1	0.3	0.3	10.7%	5.5%	103.2%	17.6%	11.5%
重庆百货	48.5	4.3	4.5	-5.0%	-8.2%	-3.6%	28.2%	17.9%
友阿股份	3.3	0.6	0.5	-8.9%	44.4%	53.5%	64.9%	80.2%
天虹股份	33.4	1.5	1.3	-1.3%	-28.3%	-26.1%	36.9%	31.1%
合肥百货	20.0	1.1	0.9	1.7%	8.9%	17.2%	27.7%	18.6%
百联股份	88.3	1.9	1.6	-6.9%	-9.0%	-16.2%	24.6%	19.3%
新华百货	18.8	0.8	0.8	2.3%	-2.3%	-3.6%	26.7%	21.0%
中兴商业	2.1	0.2	0.1	-4.0%	-36.8%	-52.6%	53.4%	42.4%
银座股份	16.7	0.9	0.8	1.8%	-2.4%	-8.7%	39.7%	29.9%

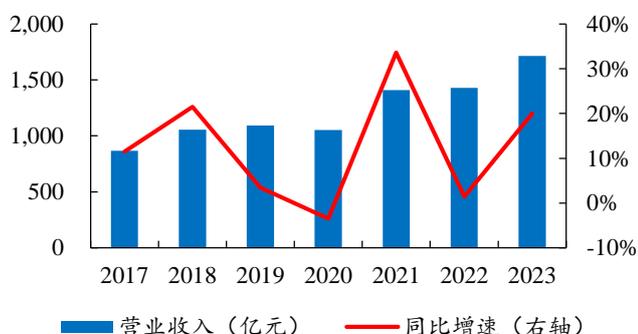
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、黄金珠宝：2024Q1 在高基数下仍实现稳健增长

我们以重点关注的 8 家黄金珠宝企业（老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基、迪阿股份等）作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况。

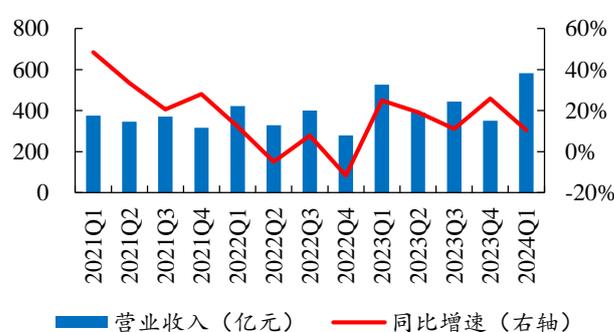
黄金珠宝板块 2023 年营收表现良好，2024Q1 在较高基数下实现增长。2023 年黄金珠宝板块整体实现营收 1713.8 亿元（+20.0%），顺应消费复苏趋势；分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比+25.0%/+19.2%/+11.1%/+25.9%。2024Q1，黄金珠宝板块实现营收 582.3 亿元（+10.5%），尽管面临较高基数（2021-2023 年同期连续高增长），但板块仍稳健增长，在居民消费意愿相对承压的大环境下，实现了在消费赛道中横向更高景气的验证。这背后我们认为是黄金珠宝“投资+消费”双重需求属性的共同驱动结果。从品类结构看，黄金产品尤其是克重黄金仍是消费的主要品类，适逢生肖大年——龙年，头部品牌纷纷推出“龙元素”IP 系列，抓住消费机遇；而以钻石镶嵌为主要品类的迪阿股份、莱绅通灵则同比下滑。

图28：2023 年黄金珠宝板块营收表现良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

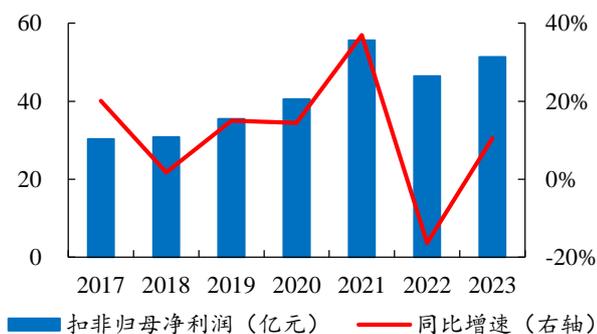
图29：2024Q1 黄金珠宝板块在较高基数下稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

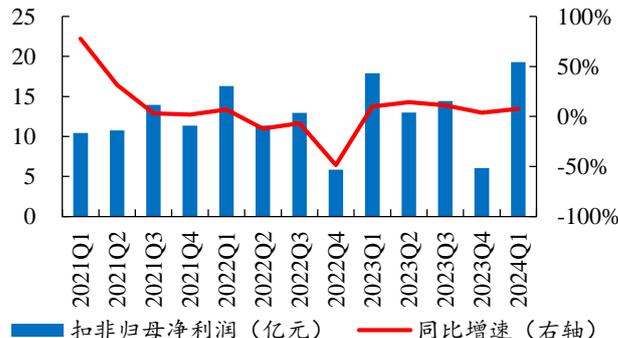
黄金珠宝板块 2023 年利润端持续恢复，2024Q1 保持增长。2023 年黄金珠宝板块扣非归母净利润为 51.4 亿元（+10.5%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 扣非归母净利润分别同比+9.8%/+14.4%/+11.2%/+3.8%。2024Q1 板块扣非归母净利润为 19.3 亿元（+7.7%），在同期较高基数下仍取得增长。我们也会注意到，部分公司利润增速不及营收增速，包括（1）潮宏基：镶嵌品类销售同比下滑影响盈利能力；（2）周大生：一方面因为镶嵌品类销售同比下滑影响盈利能力，另一方面则是因为加盟渠道黄金批发业务增长显著，带来业务结构性变化；（3）菜百股份：主要因为相对低毛利率的投资类黄金产品占比提高影响盈利能力。

图30：2023 年黄金珠宝板块扣非归母净利润持续恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

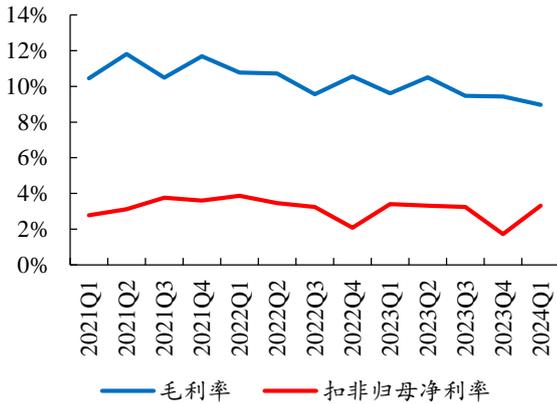
图31：2024Q1 黄金珠宝板块扣非归母净利润保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

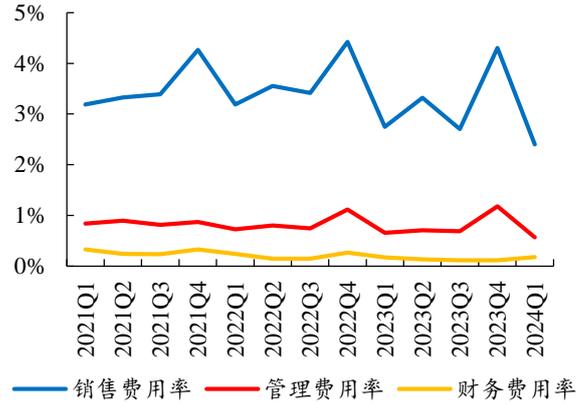
2024Q1 黄金珠宝板块毛利率略有下降，扣非归母净利润率同比相对稳定。2023 年黄金珠宝板块整体毛利率为 9.7% (-0.7pct)；分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 9.6%/10.5%/9.5%/9.4%，小幅波动；2024Q1 毛利率为 9.0% (-0.6pct)，或因受到镶嵌品类销售承压的影响；2023 年板块扣非归母净利润率为 3.0%，2024Q1 板块扣非归母净利润率为 3.3%，相对稳定。费用方面，2023 年销售/管理/财务费用率分别为 3.2%/0.8%/0.1%，同比分别-0.4pct/+0.0pct/-0.1pct；2024Q1 销售费用率为 2.4% (同比-0.3pct)，管理费用率也有所下降，带来盈利能力优化。

图32：2024Q1 黄金珠宝板块净利率保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：2024Q1 黄金珠宝板块销售费用率下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

金价上行支撑行业长期景气，品牌方亦多方面受益。头部集中是行业主旋律，龙头公司基于“单店销售+门店数”双轮驱动，有望延续良好增长，同时依托轻资产加盟模式优势，未来“高股息”属性有望更加凸显。

(1) 潮宏基：一季度高基数下实现稳健增长，全年继续快速拓店。2023 年实现营收 59.00 亿元 (+33.6%)、归母净利润 3.33 亿元 (+67.4%)；2024Q1 营收 17.96 亿元 (+17.9%)，归母净利润 1.31 亿元 (+5.5%)；此外，公告拟每 10 股派发现金红利 2.50 元。公司发力加盟模式加快渠道布局，2023 年珠宝业务净增 241 家门店（加盟净增 291 家），总数达 1399 家，2024 年计划净开加盟店 300 家以上。同时，公司把握国潮机遇，持续精耕品牌印记系列，利用研发资源和供应链优势发力特色黄金产品线，打造核心竞争优势，时尚黄金品类增长可期。我们认为，公司产品端以时尚珠宝打造年轻差异化特色，渠道端发力加盟扩张，品牌力提升驱动持续成长。

(2) 老凤祥：一季度经营稳健，金价上涨助推盈利能力持续提升。2023 年实现营收 714.36 亿元 (+13.4%)、归母净利润 22.14 亿元 (+30.2%)；2024Q1 营收 256.30 亿元 (+4.4%)，归母净利润 8.02 亿元 (+12.0%)；此外，公告拟每 10 股派发现金红利 19.50 元。2024Q1 公司盈利能力持续提升，毛利率达 8.4% (+0.3pct)，我们认为原因可能在于一季度国际金价持续上涨，带来公司黄金原材料库存增值和销售毛利率增厚。渠道方面，截至 2023 年末公司门店总数达到 5994 家（包括自营 187 家、连锁加盟 5807 家），全年净增 385 家。2024 年计划新增专卖店、经销网点（专柜）不少于 300 家。我们认为，公司品牌积淀深厚，国企改革激发内生动能，践行《三年行动计划》有望促进持续成长。

(3) 周大生：一季度有所承压，关注长期“稳增长+高股息”属性。2023 年实现营收 162.90 亿元 (+46.5%)、归母净利润 13.16 亿元 (+20.7%)；2024Q1 营收 50.70 亿元 (+23.0%)，归母净利润 3.41 亿元 (-6.6%)；此外公告拟每 10 股派发现金股利 6.5

元。2024Q1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 6.3/5.7/38.3 亿元，同比+28.7%/+9.8%/+24.7%，分产品看，镶嵌类/素金类产品分别实现营收 1.3/45.1 亿元，同比-42.2%/+28.9%。2023 年公司净增门店 490 家，期末门店总数达 5106 家；新品牌周大生经典与主品牌优势互补，助力渠道扩张，2024 年计划净增 400-600 家门店。此外，公司 2023 年全年两次现金分红总额占到 2023 年归母净利润的 78%，后续有望延续良好的投资者回报。我们认为，公司丰富品牌矩阵有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动持续成长。

(4) 中国黄金：一季度业绩增长良好，渠道端深耕细作夯实基本盘。2023 年实现营收 563.64 亿元 (+19.6%)、归母净利润 9.73 亿元 (+27.2%)；2024Q1 营收 182.51 亿元 (+13.1%)，归母净利润 3.63 亿元 (+21.1%)；此外，公告拟每 10 股派发现金红利 4.50 元。2024Q1，公司抓住黄金品类高景气机遇实现增长，整体盈利能力稳中有升，主要系规模效应凸显以及产品力提升见效。渠道端方面，2023 年公司净增门店 615 家，期末门店总数达 4257 家，扩张速度显著提升。新兴业务方面，以培育钻石等新兴业务深化产业链协同，培育更多新质生产力。我们认为，公司作为国字头品牌，全产业链布局深筑黄金品类竞争优势，深度绑定省代有望促进持续成长。

表9：黄金珠宝板块 2023 年经营业绩增长良好，头部公司表现更优

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	714.4	22.1	21.6	13.4%	30.2%	24.8%	8.3%	2.4%
中国黄金	563.6	9.7	8.8	19.6%	27.2%	26.8%	4.1%	1.3%
周大生	162.9	13.2	12.7	46.5%	20.7%	23.6%	18.1%	6.5%
潮宏基	59.0	3.3	3.1	33.6%	67.4%	71.9%	26.1%	17.8%
迪阿股份	21.8	0.7	-1.2	-40.8%	-90.5%	-119.6%	68.8%	65.5%
菜百股份	165.5	7.1	6.6	50.6%	53.6%	62.2%	10.7%	3.5%
曼卡龙	19.2	0.8	0.7	19.4%	47.1%	39.5%	14.6%	9.4%
菜绅通灵	7.3	-0.8	-0.8	-19.7%	-91.8%	-73.0%	54.2%	62.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：黄金珠宝板块多数标的 2024Q1 在较高基数下实现稳健增长

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
老凤祥	256.3	8.0	8.3	4.4%	12.0%	13.8%	8.4%	2.0%
中国黄金	182.5	3.6	3.7	13.1%	21.1%	33.2%	4.1%	1.0%
周大生	50.7	3.4	3.4	23.0%	-6.6%	-5.7%	15.6%	5.7%
潮宏基	18.0	1.3	1.3	17.9%	5.5%	5.4%	24.9%	14.6%
迪阿股份	4.3	0.3	-0.1	-39.5%	-70.8%	-111.7%	65.8%	65.2%
菜百股份	63.2	2.7	2.5	25.0%	16.2%	18.0%	10.0%	3.1%
曼卡龙	5.0	0.3	0.3	45.1%	21.1%	24.9%	17.2%	8.4%
菜绅通灵	2.4	-0.2	-0.2	-3.1%	-218.6%	-231.1%	41.2%	47.0%

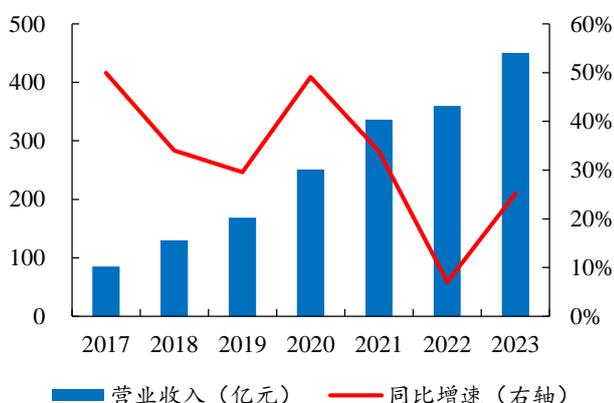
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5、跨境电商：海外需求依然强劲，上市公司延续较快增长

我们以重点关注的6家跨境电商企业（吉宏股份、华凯易佰、赛维时代、致欧科技、等）作为研究样本，观察跨境电商板块的整体经营情况。

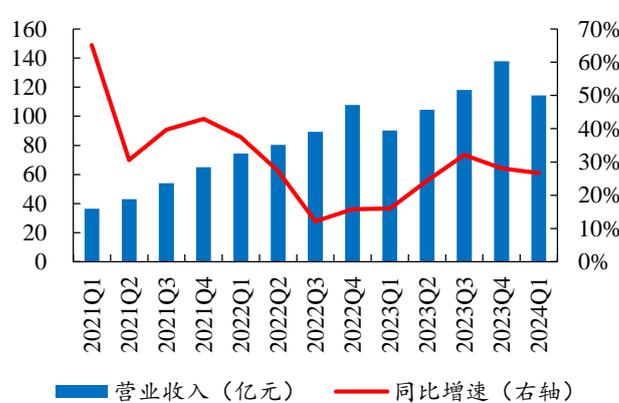
跨境电商板块2023年营收增长提速，2024Q1延续良好表现。2023年跨境电商板块整体实现营收450.6亿元（+25.2%）；分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+16.0%/+24.3%/+32.1%/+28.0%。2024Q1，跨境电商板块实现营收114.3亿元（+26.7%）。从行业整体情况看，根据我国海关总署数据，2024Q1我国跨境电商进出口总额达5776亿元，同比增长9.6%；其中，出口总额4480亿元、进口总额1296亿元，整体保持稳健增长。上市公司一季报经营业绩表现优于行业整体，一方面体现出海外市场需求强劲，另一方面也说明国内头部卖家竞争力持续提升。

图34：2023年跨境电商板块营收增长提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2024Q1跨境电商板块营收延续良好表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

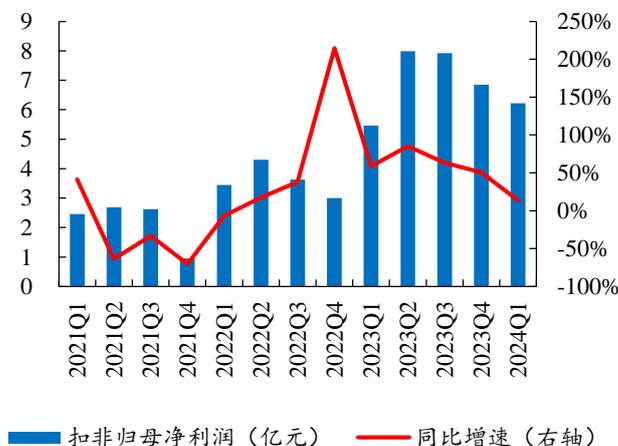
跨境电商板块2023年利润增长亮眼，2024Q1增速有所放缓。2023年跨境电商板块扣非归母净利润为28.2亿元（+66.0%）。分季度看，2023Q1/Q2/Q3/Q4扣非归母净利润分别同比+58.8%/+85.3%/+63.3%/+50.6%。2024Q1板块扣非归母净利润为6.2亿元（+13.7%）。其中，华凯易佰利润增速低于营收增速，主要系业务结构变化以及新业务相关投入增加所致。

图36：2023年跨境电商板块扣非归母净利润增长亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

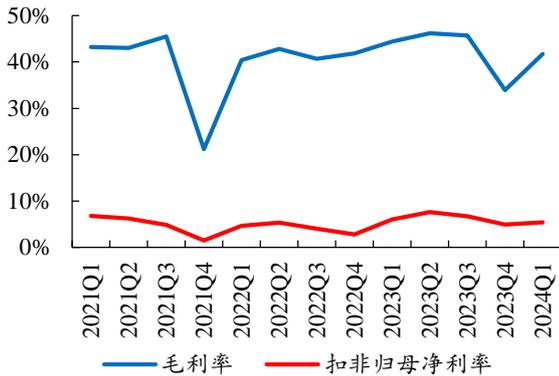
图37：2024Q1跨境电商板块扣非归母净利润增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

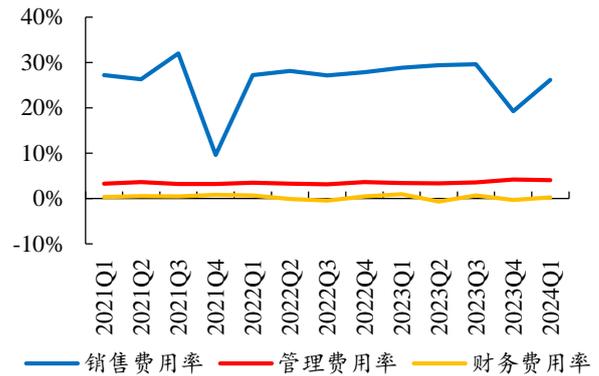
2024Q1 跨境电商板块毛利率有所下滑，扣非归母净利率基本稳定。2023 年跨境电商板块整体毛利率为 42.0% (+0.7pct)；分季度看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 44.4%/46.2%/45.7%/33.9%，四季度有所下降主要系海外市场进入季度性大促阶段，商品售价下降影响所致；2024Q1 毛利率为 41.7% (-2.7pct)，同比有所下降一方面因为国际运费上涨，另一方面则是因为平台间价格竞争影响；2023 年板块扣非归母净利率为 6.3%，2024Q1 板块扣非归母净利率为 5.4%，基本稳定。费用方面，2023 年销售/管理/财务费用率分别为 26.2%/3.7%/0.1%，同比分别-1.2pct/+0.4pct/-0.1pct；2024Q1 销售费用率为 26.2% (-2.6pct)。

图38: 2024Q1 跨境电商板块扣非归母净利率基本稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

图39: 2024Q1 跨境电商板块销售费用率波动明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

海外消费降级和线上化趋势利好高性价比优质国货出海，亚马逊、Temu、TikTok Shop 等电商平台百舸争流，也带来渠道增量。2024Q1 跨境电商板块延续高景气，未来具备强运营能力的头部卖家，有望取得更优表现。

(1) 华凯易佰:2023 年实现营收 65.18 亿元(+47.6%)、归母净利润 3.32 亿元(+53.1%)；2024Q1 营收 16.97 亿元(+23.0%)、归母净利润 0.82 亿元(+7.7%)。从盈利能力看，2024Q1 公司综合毛利率为 36.5% (-1.5pct)，我们认为下降原因可能在于业务结构变化，即毛利率相对低的跨境电商综服业务增速快、占比提高（参考公司 2023 年年报数据，该业务毛利率仅为 15.2%，显著低于跨境出口电商业务的 40.2%）。公司计划多元化、多模式、全场景延展，持续创新跨界模式和合作渠道，布局 TikTok、Temu、SHEIN 等新兴平台。同时，公司将在深耕欧美发达国家市场基础上，重点布局以墨西哥为代表的拉美市场，该市场渗透空间广阔、消费群体基数大且年龄结构相对年轻。我们认为，公司作为跨境电商泛品类头部卖家，通过自研信息化系统深筑运营能力壁垒，未来在巩固泛品类竞争优势基础上，发力“精品+亿迈生态平台”，基于三驾马车延续亮眼增长。

(2) 吉宏股份:2023 年实现营收 66.95 亿元(+24.5%)、归母净利润 3.45 亿元(+87.6%)，2024Q1 营收 13.24 亿元（同比-3.7%、归母净利润 0.43 亿元 (-39.2%)、扣非归母净利润 0.38 亿元 (-41.0%)。分业务看，包装业务营收实现同比增长，但跨境电商业务营收同比下滑，预计主要系公司发力品牌业务、拓展新市场导致短期业务增长承压；此外，我们预计广告延续收缩战略、SaaS 业务仍未实现盈利。盈利能力方面，2024Q1 公司毛利率为 40.6% (-5.0pct)、净利率 3.0% (-1.9pct)，综合盈利能力有所下滑。我们认为，公司是跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”打造独特壁垒，核心竞争力持续强化助力长期增长。

表11：跨境电商板块 2023 年经营业绩增长亮眼

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
致欧科技	60.7	4.1	4.3	11.3%	65.1%	71.8%	36.3%	27.9%
安克创新	175.1	16.1	13.4	22.9%	41.3%	72.0%	43.5%	34.1%
吉宏股份	66.9	3.5	3.3	24.5%	87.6%	92.1%	46.7%	40.5%
华凯易佰	65.2	3.3	2.9	47.6%	53.6%	45.4%	37.0%	30.5%
赛维时代	65.6	3.4	3.1	33.7%	81.2%	78.4%	45.8%	39.3%
三态股份	17.0	1.2	1.3	7.1%	-12.1%	-1.8%	31.4%	22.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：跨境电商板块 2024Q1 销售延续良好表现，利润端增长稍弱

公司简称	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母 净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
致欧科技	18.4	1.0	1.0	45.3%	15.1%	13.6%	36.0%	30.4%
安克创新	43.8	3.1	3.2	30.1%	1.6%	29.0%	45.1%	35.2%
吉宏股份	13.2	0.4	0.4	-3.7%	-39.2%	-41.0%	40.6%	37.3%
华凯易佰	17.0	0.8	0.8	23.0%	7.7%	6.7%	36.5%	30.8%
赛维时代	18.0	0.9	0.7	44.7%	65.6%	53.5%	47.2%	41.2%
三态股份	3.9	0.3	0.2	-0.5%	-19.0%	-29.1%	31.7%	24.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：关注黄金珠宝、美容护理龙头

3.1、潮宏基：一季度回归高增长，关注时尚珠宝品牌势能提升

潮宏基 2023 年经营业绩表现良好，2024Q1 在高基数下稳健增长。公司 2023 年实现营收 59.00 亿元 (+33.6%)、归母净利润 3.33 亿元 (+67.4%)；2024Q1 营收 17.96 亿元 (+17.9%)，归母净利润 1.31 亿元 (+5.5%)；此外，公告拟每 10 股派发现金红利 2.50 元。分产品看，2023 年公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 29.9/22.6/3.7 亿元，同比+20.4%/+56.8%/+14.4%；分渠道看，自营/代理分别实现营收 32.6/24.8 亿元，同比+14.5%/+67.6%。盈利能力方面，2023 年公司综合毛利率为 26.1%(-4.1pct)，销售/管理/财务费用率分别为 14.0%/2.1%/0.5%；公司对女包品牌菲安妮计提商誉减值准备 3943 万元，对业绩造成一定拖累。2024Q1 在高基数下，公司凭借优秀产品力、品牌力实现稳健增长，综合毛利率为 24.9%(-3.1pct)，销售/管理/财务费用率分别为 11.4%/1.8%/0.6%，期间费用率在规模效应带动下持续下降。

把握年轻化消费趋势构筑品牌竞争壁垒，东方时尚珠宝龙头成长可期。(1) 渠道扩张：公司发力加盟模式加快渠道布局，2023 年珠宝业务净增 241 家门店（加盟净增 291 家），总数达 1399 家，2024 年计划净开加盟店 300 家以上；(2) 产品研发：公司把握国潮机遇，持续精耕品牌印记系列，利用研发资源和供应链优势发力特色黄金产品线，打造核心竞争优势，时尚黄金品类增长可期；(3) 品牌提升：以非遗新生立时尚标杆，拔高调性，为地区加盟拓展及品牌力提升赋能；此外，持续推进线

上渠道建设、私域会员运营和培育钻石布局等。我们认为，公司产品端以时尚珠宝打造年轻差异化特色，渠道端发力加盟扩张，品牌力提升驱动持续成长。

3.2、周大生：一季度有所承压，关注长期“稳增长+高股息”属性

周大生 2023 年经营业绩稳健增长，2024Q1 业绩有所承压。公司 2023 年实现营收 162.90 亿元 (+46.5%)、归母净利润 13.16 亿元 (+20.7%); 2024Q1 营收 50.70 亿元 (+23.0%)，归母净利润 3.41 亿元 (-6.6%); 此外公告拟每 10 股派发现金股利 6.5 元。分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 16.2/25.1/119.7 亿元，同比 +51.3%/+62.3%/+44.3%; 分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 137.2/9.2/8.6 亿元，同比 +62.0%/-29.4%/+38.2%。2024Q1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 6.3/5.7/38.3 亿元，同比 +28.7%/+9.8%/+24.7%，分产品看，镶嵌类/素金类产品分别实现营收 1.3/45.1 亿元，同比 -42.2%/+28.9%。盈利能力方面，2024Q1 公司综合毛利率为 15.6% (-2.3pct)，销售/管理/财务费用率分别为 4.9%/0.5%/0.2%，同比分别 +0.4pct/-0.1pct/+0.2pct。综合来看，2024Q1 业绩有所承压，预计与产品结构变化（镶嵌下滑）和销售费用支出增加有关。

整合渠道资源、丰富品牌矩阵实现拓店超预期，关注稳增长+高股息属性。(1) 渠道：2023 年公司净增门店 490 家，期末门店总数达 5106 家；新品牌周大生经典与主品牌优势互补，助力渠道扩张，2024 年计划净增 400-600 家门店。(2) 稳增长+高股息：公司把握消费趋势发力黄金产品，同时渠道端持续扩张，有望实现经营业绩稳步增长。此外，公司 2023 年全年两次现金分红总额占到 2023 年归母净利润的 78%，后续有望延续良好的投资者回报。我们认为，公司丰富品牌矩阵有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动持续成长。

3.3、老凤祥：一季度经营稳健，金价上涨助推盈利能力持续提升

老凤祥 2023 年经营业绩稳健增长，2024Q1 利润增速相对较快。公司 2023 年实现营收 714.36 亿元 (+13.4%)、归母净利润 22.14 亿元 (+30.2%); 2024Q1 营收 256.30 亿元 (+4.4%)，归母净利润 8.02 亿元 (+12.0%); 此外，公告拟每 10 股派发现金红利 19.50 元。2023 年公司珠宝首饰业务实现营收 581.36 亿元，同比增长 15.4%，抓住黄金产品消费机遇实现稳健增长；整体销售毛利率 8.3% (+0.7pct)，销售/管理/财务费用率分别为 1.5%/0.7%/0.2%。2024Q1 公司盈利能力持续提升，毛利率达 8.4% (+0.3pct)，我们认为原因可能在于一季度国际金价持续上涨，带来公司黄金原材料库存增值和销售毛利率增厚；期间费用率方面，2024Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.3%/0.5%/0.2%，同比 -0.2%/-0.1%/持平，整体稳中有降。

扎实推进“双百行动”各项改革任务，《三年行动计划》谋划未来发展。老凤祥作为我国珠宝首饰的“百年金字招牌”，持续深入推进“双百行动”，力争完成“十四五”规划的目标任务，按照《三年行动计划》，积极推动改革、科技、数字、文化等四大维度赋能。渠道方面，截至 2023 年末公司门店总数达到 5994 家（包括自营 187 家、连锁加盟 5807 家），全年净增 385 家。未来，公司将全面巩固以上海为中心的长三角及长江经济带销售核心地位，合理布局重点都市圈及新兴区域的线下营销网络，适当提升华南、西南区域的销售占比，重点做好东北地区销售公司的筹建工作。2024 年计划新增专卖店、经销网点（专柜）不少于 300 家。零售业务方面，继续加强“藏宝金”等主题店推广力度，提升品牌形象。我们认为，公司品牌积淀深厚，国企改革激发内生动能，践行《三年行动计划》有望促进持续成长。

3.4、爱美客：一季度经营业绩符合预期，看好医美龙头长期成长

爱美客一季度营收同比+28.2%，归母净利润同比+27.4%。公司2024Q1实现营收8.08亿元(+28.2%)、归母净利润5.27亿元(+27.4%)、扣非归母净利润5.28亿元(+36.5%)，符合预期。分产品看，我们预计以嗨体系列为主的溶液类产品稳中向好，凝胶类中预计天使系列表现较好。盈利能力方面，2024Q1公司毛利率为94.5%(-0.7pct)，预计系公司加大部分产品折扣力度以应对激烈市场竞争。费用方面，2024Q1公司销售费用率为8.3%(-2.1pct)，预计公司品牌心智进一步得到强化；管理费用率为4.1%(-3.9pct)，降幅较大，主要系2023年同期存在港股上市费用；研发、财务费用率分别为7.1%/-1.7%，同比分别+0.2pct/+0.8pct。综上因素，2024Q1公司净利率为65.4%(-0.2pct)。

产品、渠道、研发全面夯实竞争力，扩产能、拓市场蓄力未来成长。产品端：展望2024年全年，我们预计嗨体系列有望维持相对稳健，凝胶类中濡白天使有望延续较好势头，期待如生天使后续放量。渠道端：截至2023年底公司销售团队已超400人，覆盖约7000家医美机构，渠道建设不断完善。研发端：(1)宝尼达2.0(颧下)、肉毒素均已处于注册申报阶段，看好后续新品获批上市贡献增量；(2)二代理植线、麻膏、透明质酸酶、司美格鲁肽等在研管线亦稳步推进；(3)公司代理韩国Jeisys旗下两款能量源设备，丰富自身布局的同时有望与现有产品联动；(4)此外公司还投资美丽健康产业创新建设项目以扩充产能，并计划适时开展产品海外注册，有望进一步打开成长空间。公司是医美产品龙头，产品、渠道、研发全面夯实竞争力，未来差异化产品矩阵持续丰富有望助力长期成长。

3.5、珀莱雅：经营持续高增长超预期，产品+品牌+渠道全面发力

国货美妆龙头珀莱雅2023年、2024Q1经营表现均亮眼。公司2023年实现营收89.05亿元(+39.5%)、归母净利润11.94亿元(+46.1%)，且现金分红比例达46.0%；2024Q1实现营收21.82亿元(+34.6%)、归母净利润3.03亿元(+45.6%)。分品牌看，2023年珀莱雅实现营收71.8亿元(+36.4%)突破70亿大关，彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收10.0/2.2/3.0亿元，同比分别增长75.1%/71.2%/61.8%，第二梯队品牌增势良好。分渠道看，线上/线下分别实现营收82.7亿元(+43.0%)/6.2亿元(+7.4%)，线上延续高成长、线下止跌转增。分品类看，护肤类/美容彩妆类/洗护类营收分别为75.6/11.2/2.2亿元，同比分别增长37.9%/48.3%/71.2%。盈利能力方面，2023年/2024Q1毛利率分别为69.9%(+0.2pct)/70.1%(+0.1pct)，预计主要系线上占比进一步提升带动。费用方面，销售/管理/研发费用率2023年同比分别+1.0pct/+0.0pct/-0.1pct，2024Q1则同比分别+3.6pct/-1.4pct/-1.0pct，公司持续加大品牌宣传推广力度，管理、研发费用受规模效应影响降低。

产品+品牌+渠道全方位发力，国货美妆龙头有望延续增长。产品：公司一方面升级原有大单品(2024年来推出源力面霜2.0、红宝石精华3.0等)，另一方面也在不断探索新系列(如盾护防晒、底妆等)。品牌：主品牌+第二梯队的品牌矩阵已初步成型，期待第三梯队品牌贡献增量。渠道：线上方面，公司将进一步加强天猫精细化运营深度，并通过高质量内容优化抖音投放效率；线下方面，公司将持续挖掘日化网点增量机会，并聚焦有影响力的商圈、大型百货，在购物中心开设线下店为消费者带来新体验；此外，公司亦在探索海外机会。

3.6、润本股份：盈利能力持续提升，推新品拓渠道放量可期

润本股份是驱蚊及婴童护理细分龙头，2023年归母净利润同比增长41.2%。公司发布

年报及一季报:2023 年实现营收 10.33 亿元(+20.7%)、归母净利润 2.26 亿元(+41.2%); 2024Q1 实现营收 1.67 亿元(+10.0%)、归母净利润 0.35 亿元(+67.9%)。分品类看, 2023 年公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 5.2/3.2/1.5 亿元, 同比分别 +33.6%/+19.2%/+0%, 婴童护理系列贡献收入占比提升, 达 50.5%。分渠道看, 2023 年线上直销/线上平台经销/线上平台代销/非平台经销同比分别 +20.1%/+8.6%/+4.4%/+32.4%, 公司发力线上直营渠道, 并通过非平台经销与大润发、沃尔玛等 KA 及特通渠道合作。盈利能力方面, 2023 年及 2024Q1 毛利率分别为 56.3% (+2.1pct)、55.7% (+2.9pct), 主要系高毛利的婴童护理品类占比提升。费用方面, 2023 年公司销售/管理/研发费用率同比分别-1.1pct/+0.2pct/+0.2pct, 2024Q1 则同比分别为+1.2pct/-0.3pct/+0.4pct。

公司积极开拓高潜力细分品类, 期待后续防晒新品与抖音渠道放量。产品端, 公司持续拓展细分高潜品类, 2023 年上新 50 余款新品, 主要集中在婴童护理品类; 此外, 儿童防晒市场存在机遇, 公司 2024 年 2 月推出儿童防晒新品, 截至 2024 年 4 月 24 日在抖音累计销量 15.8 万, 在天猫已登上宝宝防晒好评榜第 6, 期待防晒新品持续放量。渠道端, 公司以线上渠道为主, 当前已在天猫、京东、抖音等平台具备一定市占率, 预计公司将进一步发力抖音与拼多多渠道, 同时亦在探索海外市场, 长期看好渠道拓展贡献增量。公司是“驱蚊+婴童护理”细分龙头, 未来有望依靠敏锐的市场嗅觉与高度灵活的自有供应链持续开拓高潜力细分品类市场。

表13: 投资建议: 关注黄金珠宝、美容护理优质品牌

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002345.SZ	潮宏基	买入	5.88	52	0.49	0.58	0.68	12	10	9
002867.SZ	周大生	买入	16.97	186	1.37	1.58	1.81	12	11	9
600612.SH	老凤祥	买入	79.91	310	4.87	5.59	6.38	16	14	13
600655.SH	豫园股份	买入	5.98	233	0.74	0.82	0.89	8	7	7
301177.SZ	迪阿股份	买入	23.77	95	0.38	0.67	1.00	63	35	24
600916.SH	中国黄金	买入	11.30	190	0.71	0.83	0.95	16	14	12
603605.SH	珀莱雅	买入	111.89	444	3.82	4.76	5.75	29	24	19
603193.SH	润本股份	买入	18.51	75	0.72	0.89	1.09	26	21	17
300957.SZ	贝泰妮	买入	58.12	246	2.36	2.99	3.71	25	19	16
688363.SH	华熙生物	买入	62.20	300	1.77	2.24	2.82	35	28	22
600223.SH	福瑞达	买入	8.56	87	0.37	0.47	0.58	23	18	15
300896.SZ	爱美客	买入	213.52	646	11.29	14.51	18.26	19	15	12
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.28	76	0.71	0.88	1.05	24	20	16
002803.SZ	吉宏股份	买入	13.85	53	1.08	1.30	1.49	13	11	9
300592.SZ	华凯易佰	买入	18.34	53	1.54	1.91	2.35	12	10	8
601933.SH	永辉超市	买入	2.47	224	0.01	0.05	0.10	247	49	25
603708.SH	家家悦	买入	10.40	66	0.34	0.40	0.47	31	26	22
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.37	73	0.42	0.44	0.46	13	12	12
603214.SH	爱婴室	买入	13.40	19	0.84	0.94	1.03	16	14	13

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2024/05/13)

4、风险提示

- (1) **消费复苏不及预期：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) **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；
- (3) **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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

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

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn