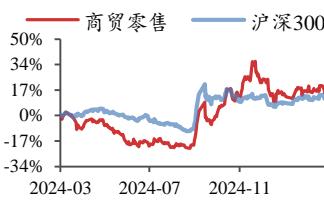


商贸零售

2025年03月23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

《2025年1-2月社零同比+4.0%，社会消费温和复苏—行业点评报告》

-2025.3.18

《爱美客收购韩国REGEN，开启全球布局新篇章—行业周报》-2025.3.16

《上美股份业绩预告高增，期待渠道和品牌多面开花—行业周报》

-2025.3.9

潮宏基订货会火热举办，高端新品受到加盟商欢迎

——行业周报

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号: S0790519110001

陈思（联系人）

chensi@kysec.cn

证书编号: S0790124070031

● 潮宏基春季订货会气氛火热，加盟商对高端新品拿货积极

潮宏基春季订货会本周火热进行，加盟商拿货意愿强，新品推出反馈热烈，后续终端动销值得期待。本次订货会，潮宏基推新产品从低客单IP联名（三丽鸥）到高端线（梵华/故宫）均有涉及，精准覆盖不同客群偏好。其中加盟商对新品故宫系列的拿货意愿较强，高端线有望再添爆款，基于爆款引流为后续更多新品推广打下基础，完善产品矩阵。潮宏基始终紧抓产品设计和精准营销，故宫系列有成长为第二爆品的潜质，完善高端线产品矩阵。（1）一方面，产品定位突出皇室元素，并在设计上通过转轴工艺提升产品细节；梵华与故宫设计灵感均来自宫廷，梵华结合乾隆御用宝殿梵华楼和佛教元素，故宫系列以故宫馆藏为底层元素，采取三层转轴工艺，较梵华在工艺和设计理念上有进化。（2）另一方面，精准营销年轻客群。如梵华将佛教文化中追求精神层面的宁静祥和与当代佛系、躺平文化连接并二创，在年轻社群中实现快速出圈。我们认为通过对产品设计的精益求精和对社交属性的精准把握，潮宏基有望在高端产品线进一步突破，实现产品力和品牌力向上成长。

● 行业关键词：贝泰妮、奥乐齐、丝素蛋白、永辉超市、物美调改等

【贝泰妮】贝泰妮投资身体护理品牌“浴见未来”。

【奥乐齐】开启2025年首轮大规模降价，最高降幅达45%。

【丝素蛋白】丝瑞美生物申报“医用丝素蛋白复合凝胶”成功获批。

【永辉超市】永辉超市成立改革领导小组代行CEO职责。

【物美调改】物美首家“学习胖东来”调改店正式开业。

● 板块行情回顾

本周（3月17日-3月21日），商贸零售指数报收2115.34点，下跌4.03%，跑输上证综指（本周下跌1.60%）2.43个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第26位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块跌幅最小，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周ST易购(+3.2%)、ST舜天(+2.2%)、小商品城(+1.5%)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（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、润本股份、上美股份、丸美生物、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

● 风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目 录

1、 零售行情回顾	3
2、 零售观点：潮宏基订货会火热，高端新品受到加盟商欢迎	5
2.1、 行业动态：潮宏基订货会气氛火热，加盟商对高端新品拿货积极	5
2.2、 关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司	6
2.2.1、 毛戈平：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇	8
2.2.2、 老铺黄金：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”	8
2.2.3、 永辉超市：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速	9
2.2.4、 周大生：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能	9
2.2.5、 潮宏基：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店	10
2.2.6、 中国黄金：三季度营收表现优于行业大盘，盈利能力有所下滑	11
2.2.7、 老凤祥：三季度经营业绩承压明显，金价影响动销为核心矛盾	11
2.2.8、 福瑞达：2024Q3 归母净利润同比-7.8%，化妆品业务表现稳健	12
2.2.9、 丸美生物：2024Q3 归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化	12
2.2.10、 朗姿股份：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张	13
2.2.11、 贝泰妮：2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压	13
2.2.12、 爱婴室：母婴龙头 2024Q3 经营稳健，效率稳步提升	14
2.2.13、 润本股份：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好	15
2.2.14、 爱美客：三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间	15
2.2.15、 上美股份：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长	16
3、 零售行业动态追踪	17
3.1、 行业关键词：贝泰妮、奥乐齐、丝素蛋白、永辉超市、物美调改等	17
3.2、 大事提醒：关注多家公司年报披露等	19
4、 风险提示	19

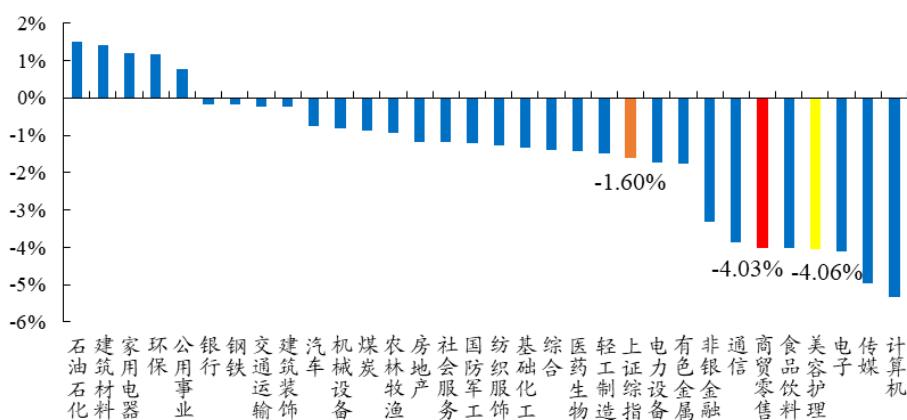
图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 26.....	3
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 4.03%	3
图 3： 2025 年年初至今（商贸零售）指数下跌 5.52%	3
图 4： 本周商业物业板块跌幅最小，为 0.49%	4
图 5： 2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 5.97%	4
图 6： 潮宏基春季订货会人气火热	5
图 7： 订货会从低客单价到高端线产品均有推新	5
图 8： 梵华与故宫均采用转轴工艺提升产品细节	5
图 9： 梵华二创结合佛系文化在年轻社群快速出圈	5
表 1： 本周零售行业 ST 易购、ST 舜天、小商品城等涨幅靠前	4
表 2： 本周零售行业*ST 东方、狮头股份、孩子王等跌幅靠前	4
表 3： 重点推荐毛戈平、老铺黄金、潮宏基、润本股份、丸美生物、上美股份等	6
表 4： 本周丸美生物、中国黄金、永辉超市表现相对较好	16
表 5： 零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露日期等	19
表 6： 零售行业大事提醒：2025（上海）第 39 届国际连锁加盟展览会等	19

1、零售行情回顾

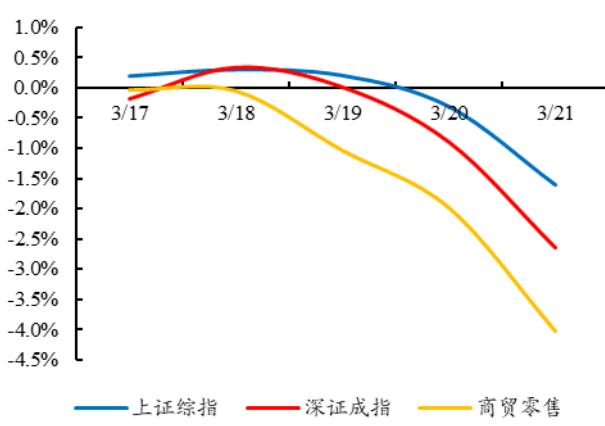
本周（3月17日-3月21日）A股下跌，零售行业指数下跌4.03%。上证综指报收3364.83点，周累计下跌1.60%；深证成指报收10687.55点，周下跌2.65%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为石油石化、建筑材料和家用电器。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2115.34点，周跌幅为4.03%，在所有一级行业中位列第26位。2025年年初至今，零售行业指数下跌5.52%，表现弱于大盘（2025年年初至今上证综指累计上涨0.39%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第26



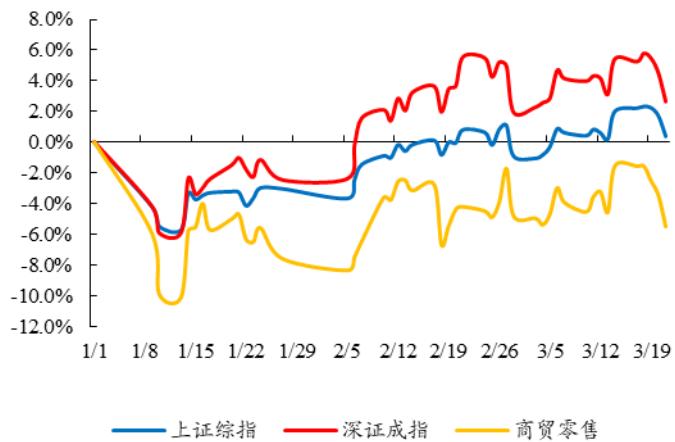
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌4.03%



数据来源：Wind、开源证券研究所

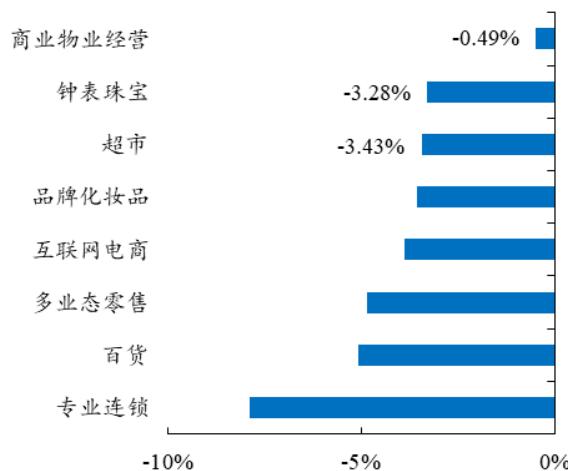
图3：2025年年初至今（商贸零售）指数下跌5.52%



数据来源：Wind、开源证券研究所

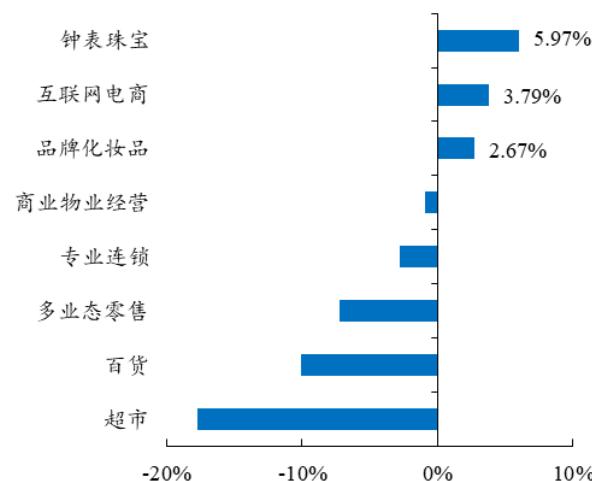
零售各细分板块中，商业物业经营板块本周跌幅最小；2025年年初至今，钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周所有子板块均下跌，跌幅最小的为商业物业经营板块，周跌幅为0.49%；2025年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为5.97%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周商业物业板块跌幅最小，为 0.49%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 5.97%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周 ST 易购、ST 舜天、小商品城涨幅靠前。本周零售行业主要 88 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 6 家公司上涨、80 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是 ST 易购、ST 舜天、小商品城，周涨幅分别为 3.2%、2.2% 和 1.5%。本周跌幅靠前公司为 *ST 东方、狮头股份、孩子王。

表1：本周零售行业 ST 易购、ST 舜天、小商品城等涨幅靠前

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	002024.SZ	ST 易购	2.24	3.2%	3.4%	8.7%	综合电商
2	600287.SH	ST 舜天	4.71	2.2%	4.7%	12.1%	贸易 III
3	600415.SH	小商品城	13.18	1.5%	4.0%	-1.7%	商业物业经营
4	600785.SH	新华百货	12.42	1.0%	28.6%	-5.0%	多业态零售
5	600250.SH	南京商旅	8.82	0.2%	17.7%	-4.2%	贸易 III
6	300464.SZ	星徽股份	5.14	0.2%	18.8%	-0.6%	跨境电商
7	600790.SH	轻纺城	3.51	0.0%	3.1%	-6.4%	商业物业经营
8	600790.SH	轻纺城	3.51	0.0%	3.1%	-6.4%	商业物业经营
9	002818.SZ	富森美	13.55	-0.1%	4.2%	-9.3%	商业物业经营
10	000151.SZ	中成股份	14.70	-0.2%	11.2%	4.2%	贸易 III

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/21）

表2：本周零售行业 *ST 东方、狮头股份、孩子王等跌幅靠前

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	600811.SH	*ST 东方	0.75	-18.5%	1.5%	-64.1%	贸易 III
2	600539.SH	狮头股份	12.07	-15.4%	46.7%	73.9%	电商服务
3	301078.SZ	孩子王	14.05	-13.0%	51.3%	23.5%	专业连锁 III
4	600738.SH	丽尚国潮	5.25	-11.9%	30.2%	5.6%	百货
5	600693.SH	东百集团	6.63	-11.4%	44.4%	-5.3%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/21）

2、零售观点：潮宏基订货会火热，高端新品受到加盟商欢迎

2.1、行业动态：潮宏基订货会气氛火热，加盟商对高端新品拿货积极

潮宏基春季订货会火热进行，加盟商拿货意愿强，新品推出反馈热烈。潮宏基订货会本周举行，现场气氛火热，加盟商整体拿货意愿较强，后续终端动销值得期待。本次订货会，潮宏基推新产品从低客单 IP 联名（三丽鸥）到高端线（梵华/故宫）均有涉及，精准覆盖不同客群偏好。其中加盟商对新品故宫系列的拿货意愿较强，高端线有望再添爆款，基于爆款引流为后续更多新品推广打下基础，完善产品矩阵。此外，本次推新产品基本为潮宏基自主设计款式，自有款式受到热捧侧面反映出潮宏基品牌属性和产品力的增强，也进一步印证其长期成长逻辑。

图6：潮宏基春季订货会人气火热



资料来源：开源证券研究所

图7：订货会从低客单价到高端线产品均有推新



资料来源：开源证券研究所

紧抓产品设计和社群营销，新品上市有望帮助潮宏基高端线再突破。潮宏基始终紧抓产品设计和精准营销，故宫系列有成长为第二爆品的潜质，完善高端线产品矩阵。

(1) 一方面，产品定位突出皇室元素，并在设计上通过转轴工艺提升产品细节；梵华与故宫设计灵感均来自宫廷，梵华结合乾隆御用宝殿梵华楼和佛教元素，故宫系列以故宫馆藏为底层元素，采取三层转轴工艺，较梵华在工艺和设计理念上有进化。

(2) 另一方面，精准营销年轻客群。如梵华将佛教文化中追求精神层面的宁静祥和与当代佛系、躺平文化连接并二创，在年轻社群中实现快速出圈。我们认为通过对产品设计的精益求精和对社交属性的精准把握，潮宏基有望在高端产品线进一步突破，实现产品力和品牌力向上成长。

图8：梵华与故宫均采用转轴工艺提升产品细节



资料来源：潮宏基天猫、京东店

图9：梵华二创结合佛系文化在年轻社群快速出圈



资料来源：小红书等社交平台

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：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头。线上电商竞争内卷叠加年轻消费者决策偏好变化，为线下渠道带来攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、专业连锁等）而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下、实现困境反转。重点推荐爱婴室、永辉超市、家家悦等，受益标的重庆百货等。

投资主线 2：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察能力的黄金珠宝龙头品牌。长期看黄金珠宝“消费+投资”逻辑未变，但竞争格局已悄然变化：传统渠道型品牌面临产品同质化困境和关店压力，而具备差异化产品力和消费者理解洞察力的部分产品型品牌则快速崛起；此外，随着年报季临近，“高股息”属性验证亦有望形成催化。重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等，受益标的曼卡龙等。

投资主线 3：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌。化妆品行业进入存量竞争时代，国货美妆积极寻求多元成长曲线，主品牌推出含自研“中国成分”的强化品牌心智，子品牌布局防晒/头皮洗护/婴童护理/彩妆等细分高潜赛道贡献收入增量。建议关注能够兼顾价盘&投放效率基础上，实现销售持续增长、份额提升的美妆品牌，重点推荐毛戈平、润本股份、巨子生物、丸美生物、上美股份等。

投资主线 4：关注盈利能力具备确定性的上游差异化医美产品厂商。短期医美消费承压，但重组胶原蛋白等差异化品类仍表现优异；长期看，我国医美行业“渗透率+国产化率+合规化”多重提升逻辑未变，期待消费回暖带动行业恢复。关注布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物。

表3：重点推荐毛戈平、老铺黄金、润本股份、丸美生物、上美股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2024 实现营收 67.93 亿元 (+61.2%)，归母净利润 7.81 亿元 (+69.4%)。 自主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花。
300896.SZ	爱美客	医美	FY2024 实现营收 30.26 亿元 (+5.45%)，归母净利润 19.6 亿元 (+5.33%)。 产品、渠道、研发全方位发力深化长期竞争力，全球化布局进程加速。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2024 年实现营收 39.83 亿元 (-13.0%)、归母净利润 2.44 亿元 (-19.7%)。 公司聚焦核心业务，化妆品战略升级高质量发展可期，有望成为医药健康领军企业。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2024 年实现营收 567.9 亿元 (-20.5%)，归母净利润 19.5 亿元 (+12.0%)。 公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革，《三年行动计划》有望推动成长提速
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2024 预计实现归母净利润 14-15 亿元 (同比+236%~+260%)。 古法手工金器专业第一品牌，“品牌破圈+客群扩张”有望带动店数和业绩持续高增。
603193.SH	润本股份	化妆品	2024 年预计实现归母净利润 3.0-3.1 亿元 (同比+33%~+37%)； 2024 年前三季度实现营收 10.38 亿元 (+25.98%)、归母净利润 2.61 亿元 (+44.35%)。 公司坚持“研产销一体化”战略，持续开发差异化的创新性新品提供溢价打开利润空间。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2024 年预计实现归母净利润 1.0-1.5 亿元 (同比-95.1%~-92.6%)； 2024 年前三季度实现营收 85.29 亿元 (-29.5%)、归母净利润 0.18 亿元 (+5.12%)。 珠宝板块持续增长，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
601933.SH	永辉超市	超市	2024 年预计归母净利润亏损 14.0 亿元 (-5.3%)。 2024 年前三季度实现营收 545.49 亿元 (-12.1%)、归母净利润-0.78 亿元 (-248.9%)。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。



公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2024H1 实现营收 19.72 亿元 (+41.0%)、归母净利润 4.92 亿元 (+41.0%)。 稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2025Q3 实现零售值同比-14.2%，中国内地零售值同比下滑 13.0%。 宏观经济外部因素及黄金价格高企持续影响消费意愿。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 465.75 亿元 (+12.7%)、归母净利润 7.46 亿元 (+0.6%)； 单 2024Q3 实现营收 114.19 亿元 (-2.8%)、归母净利润 1.51 亿元 (-25.7%)。 公司是黄金珠宝行业核心央企，通过全产业链布局深筑黄金品类优势。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 48.59 亿元 (+8.0%)、归母净利润 3.16 亿元 (+1.0%)； 单 2024Q3 实现营收 14.28 亿元 (-4.4%)、归母净利润 0.86 亿元 (-17.2%)。 时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2024 年前三季度实现营收 77.67 亿元 (+1.7%)、归母净利润 3.90 亿元 (-4.2%)； 单 2024Q3 实现营收 25.81 亿元 (-2.2%)，归母净利润 1.23 亿元 (-17.9%)。 超市主业经营稳健，国资入主后有望实现全方位资源赋能，进一步激发增长动能。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2024 年前三季度实现营收 38.97 亿元 (-21.0%)、归母净利润 1.35 亿元 (-58.0%)； 跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2024 年前三季度实现营收 108.09 亿元 (-13.5%)、归母净利润 8.55 亿元 (-22.0%)； 单 2024Q3 实现营收 26.12 亿元 (-40.9%)、归母净利润 2.53 亿元 (-28.7%)。 新品牌与主品牌优势互补有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动成长。
603708.SH	家家悦	超市	2024 年前三季度实现营收 141.27 亿元 (+1.8%)、归母净利润 1.88 亿元 (-12.0%)； 单 2024Q3 实现营收 47.65 亿元 (-0.5%)、归母净利润 0.18 亿元 (-33.7%)。 公司股权激励计划有望激发内部成长动能，零食连锁与折扣超市布局值得关注。
301381.SZ	赛维时代	跨境电商	2024 年前三季度实现营收 68.02 亿元 (+55.5%)、归母净利润 1.95 亿元 (-12.2%)； 单 2024Q3 实现营收 26.24 亿元 (+63.9%)、归母净利润-0.4 亿元 (-155.7%)。 公司未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持高增。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2024 年前三季度实现营收 19.52 亿元 (+27.1%)、归母净利润 2.39 亿元 (+37.4%)； 单 2024Q3 实现营收 6.00 亿元 (+25.8%)、归母净利润 0.62 亿元 (+44.3%)。 “人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，未来高质量增长可期。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2024 年前三季度实现营收 24.68 亿元 (+2.0%)、归母净利润 0.48 亿元 (+2.0%)； 单 2024Q3 实现营收 7.74 亿元 (+2.6%)、归母净利润 0.05 亿元 (+0.8%)。 公司短期开店策略回归正常化，长期看“渠道+品牌+多产业”有望持续强化竞争力。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2024 年前三季度实现营收 41.78 亿元 (+1.5%)、归母净利润 2.09 亿元 (-4.87%)； 单 2024Q3 实现营收 14.89 亿元 (-6.2%)、归母净利润 0.58 亿元 (-17.7%)。 公司拟现金收购郑州集美 100% 股权，“内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。
2411.HK	百果园集团	专业连锁	FY2024H1 实现营收 55.94 亿元 (-11.1%)、归母净利润 0.89 亿元 (-66.1%)。 水果零售龙头，加盟连锁门店贡献稳定增长，ToB 业务有望打开新的增长空间。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2024H1 实现营收 25.4 亿元 (+58.2%)、归母净利润 9.83 亿元 (+47.4%)。 重组胶原蛋白专业护肤龙头，多维度发力，强化核心竞争力实现长期增长。
2487.HK	科笛-B	医美	FY2024H1 实现营收 0.96 亿元 (+174.4%)、归母净利润-2.01 亿元 (+87.8%)。 泛皮肤病领域新星，管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、毛戈平：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇

稀缺的国货高端美妆集团。毛戈平是稀缺的高端国货美妆集团，依托专业创始人独特的东方“光影美学”理念开发彩妆及护肤产品，结合线下体验式化妆服务构筑护城河。

关于毛戈平，值得关注的五个问题，以及我们的差异化思考。(1) 高端美妆何以高端？对于高端品牌，体验和产品给客户营造的“高级感”，会比实用性和性价比更重要，差别渗透在品牌故事、服务、包装、原料等细节，由此带来品牌消费路径差异：毛戈平构建的是“品牌认知-大单品-产品矩阵”的消费链路，而多数大众国货美妆仍以“大单品-产品矩阵-品牌认知”为主。(2) 毛戈平产品底层优势在哪？第一，产品开发由毛戈平先生亲自领导，“不求快而求精”的“慢美妆”理念符合品牌调性；第二，遵循消费者导向，产品依托学校和专柜大量妆造样本开发。因此，研发投入低和供应链等都不会是重要问题。(3) 线下“体验式”服务有何优势？毛戈平基于线下服务优势构筑深度护城河，具体包括低门槛获赠体验次数、高待遇柜姐保障优质服务以及“毛戈平出品”的试妆效果作为背书等，积累了庞大且具备高复购&高连带特点的高端会员资产。(4) 毛戈平的稀缺性？表观看，公司稀缺性包括定位（少有立住高端定位的国货美妆）、品类（彩妆多元属性叠加模式更优的底妆）和渠道（服务构筑护城河）。本质上，“线上线下协同+培训机构赋能”的商业模式是稀缺关键，毛戈平不止有最强“创始人IP”，更有其商业闭环下的美业资源禀赋（博主、彩妆师、柜姐等）。(5) 毛戈平的成长性？行业有 β ：彩妆市场规模提升，国潮文化+东方美学趋势下，国货彩妆品牌迎来机遇。毛戈平有 α ，创造多维成长空间：品类上，拓展色彩类、香水类和身体类，打开彩妆天花板；渠道上，头部商圈覆盖潜力大，单店收入存在5倍提升空间，线上体量小，后续将有更多成功单品向线上渗透破圈；客群上，线上种草力度加大以及色彩彩妆拓展，帮助品牌用户覆盖面持续扩大。

详见开源零售2025年2月19日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》等。

2.2.2、老铺黄金：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”

公司发布股权激励计划，彰显长期发展信心。公司2月10日发布《2025年股份奖励计划》，旨在吸引、激励和保留核心人才，推动公司长期战略落地；考虑近期公司海外布局顺利推进、国内多地门店销售火热出圈。

强化股权激励吸引优秀人才，加速海外核心商圈布局打开新成长空间。根据公告，公司拟将不超过整体已发行H股10%比例的股票，用于激励核心团队，激励对象除对集团有重要贡献的管理层以外，尤其重视对高绩效员工（上一财政年度绩效考核为“优秀”）的激励，并特别为新加入集团符合激励条件的员工授予“补偿”股权，此举有望强化公司对优秀人才吸引力、激发引进人才活力。此外，近日公司海外首店也已正式完成选址、开始围挡装修，该店位于新加坡滨海湾金沙酒店（新加坡最具象征性的地标建筑和高端商业体之一，Hermes、Chanel、LV等顶奢品牌云集）。我们认为，公司布局海外顶奢商场开店，不仅可以提升老铺黄金的品牌调性和国际影响力，更进一步，还可为公司在国内商圈的核心区位博弈中提供助力，通过区位优化升级，实现更大的销售潜力。

高端中式黄金赛道崛起，老铺黄金在产品、渠道、品牌端多维深度发力。近年来，在我国高端饰品消费领域，不论是基于经济环境和保值性的产品结构降级（钻石到黄金），还是基于国力提升和文化认同的国潮崛起（外资到国货），共同驱动高端中

式黄金赛道崛起。而老铺黄金作为高端中式黄金品牌代表，在产品端基于对高端客群的深刻理解，有望持续迭代保持竞争优势；渠道端在海内外核心城市头部商圈深耕，有望实现门店拓展和区位优化升级；品牌端势能提升、持续扩圈，有望带来高阶人群渗透率提升和经营业绩的持续高成长。

详见开源零售 2025 年 1 月 9 日首次覆盖报告《老铺黄金（6181.HK）：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”》和 2024 年 2 月 20 日信息更新报告《老铺黄金（6181.HK）：公司发布股权激励计划，海外开店布局顺利推进》等。

2.2.3、永辉超市：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速

公司 2024 年前三季度营收同比-12.1%，利润端承压明显。公司 2024Q1-Q3 实现营收 545.49 亿元（同比-12.1%，下同）、归母净利润-0.78 亿元（2023 年同期为 0.52 亿元）；2024Q3 实现营收 167.70 亿元（-16.4%），归母净利润-3.53 亿元（2023 年同期为-3.21 亿元）。我们认为，公司加快转型步伐，学习胖东来深化门店调改，有望迈过拐点再出发。

公司前三季度主营业务收入有所承压，盈利能力下滑公司主营收入。分地区来看，2024Q1-Q3 东南/华北/华东/华西/西南/华南/华中地区分别实现营收 87.03/54.82/115.27/101.65/88.14/23.46/42.15 亿元，同比分别为 -12.0%/-10.3%/-15.2%/-10.8%/-5.9%/-12.3%/-11.5%，承压主要系一方面消费环境相对低迷，另一方面则是公司进行门店调优，门店总数较 2023 年同期减少所致。盈利能力方面，2024Q3 公司实现综合毛利率 19.2% (-1.7pct)；费用方面，2024Q3 销售/管理/财务费用率分别为 19.1%/2.9%/1.6%，同比分别持平/+0.5pct/-0.1pct。

学习胖东来深化门店调改，改革供应链发力选品、自有品牌建设等。自 2024 年 6 月起，永辉超市启动学习胖东来门店调改，截至 10 月底，调改门店总数达到 10 家。从完成调改的门店样本看，均实现了客流及日销的亮眼增长，整体已能达到较高标准化水平，体现出相对成熟的方法论，涵盖商品、门店布局、人员等多方面。供应链方面进步尤其明显，2024Q3 推出自有品牌 SKU 共 23 支，通过小红书官方种草、抖音内容宣发，提升产品市场曝光度和销售潜力。其中，精粮啤酒系列商品 9 支，从 5 月上市月均销售额 520 万元，德式小麦啤酒月均 210 万元。此外，调改组也正着手拟定调改白皮书，帮助后续调改标准化铺开，接下来永辉超市门店调改即将进入加速阶段。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头，“到店到家”巩固主业护城河》和 2024 年 11 月 2 日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速》等。

2.2.4、周大生：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能

公司 2024 年前三季度营收同比-13.5%，归母净利润同比-21.9%，持续承压。公司 2024Q1-Q3 实现营收 108.09 亿元（同比-13.5%，下同）、归母净利润 8.55 亿元（-21.9%）；2024Q3 实现营收 26.12 亿元（-40.9%）、归母净利润 2.53 亿元（-28.7%）。我们认为，公司渠道稳步扩张提高市占率，推进黄金品类体系化建设，待金价趋稳，有望恢复增长弹性。

金价高位波动抑制动销，加盟商备货信心受到明显冲击影响加盟业务。分产品看，2024Q1-Q3 公司镶嵌类/素金类产品分别实现营收 5.85/88.96 亿元，分别同比-22.5%/-15.0%；分渠道看，2024Q1-Q3 公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入

13.54/16.53/76.60 亿元，分别同比+9.8%/+5.9%/-19.8%，加盟业务下滑主要系金价高位波动抑制动销，加盟商出于备货成本、资金周转等考虑，会更大幅度减少进货。盈利能力方面，2024Q3 公司毛利率为 27.5% (+9.7pct)、净利率为 9.7% (+1.6pct)，盈利能力提升或主要受益于金价上涨，但由于黄金租赁工具的使用，大部分会与公允价值变动、投资收益等相抵消；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 11.3%/0.9%/0.3%，同比分别+6.3pct/+0.4pct/+0.3pct，销售费用率提升明显主要因为直营渠道扩张，带来相关费用增长。

渠道规模逆势扩张，把握“国风国潮”趋势推动自主黄金产品研发。(1) 渠道：2024Q1-Q3 公司线下新开/净开门店 474 家/129 家，期末门店总数达 5235 家，其中加盟/自营分别净开 111/18 家，双管齐下有望进一步打开市场空间。(2) 产品：公司精准把握“国潮国风”消费趋势，丰富产品矩阵，并迭代优化黄金产品体系，推出了国家宝藏×周大生 IP 联名新品，以国宝文物为针，黄金珠宝为线，在形与神、意与境的和谐交融中，让东方美学再度焕发新生。

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》和 2024 年 11 月 1 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ)：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能》等。

2.2.5、潮宏基：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店

公司 2024 年前三季度营收同比+8.0%，归母净利润同比+1.0%，表现稳健。公司 2024Q1-Q3 实现营收 48.59 亿元(同比+8.0%，下同)、归母净利润 3.16 亿元(+1.0%)；2024Q3 实现营收 14.28 亿元 (-4.4%)、归母净利润 0.86 亿元 (-17.2%)。我们认为，公司以时尚珠宝打造差异化特色，一口价黄金产品契合消费趋势，渠道扩张叠加品牌力提升驱动持续成长。

三季度营收表现优于行业，费用率稳中有降、净利率止跌企稳。2024 年 7-9 月金银珠宝社零数据分别同比-10.4%/-12.0%/-7.8%，而公司 2024Q3 营收同比-4.4%，优于行业大盘。盈利能力方面，2024Q1-Q3/2024Q3 毛利率分别为 24.2%/24.2%，分别同比 -2.6pct/-2.3pct，环比来看，2024 年以来单季度毛利率已趋于稳定；2024Q1-Q3/2024Q3 净利率分别为 6.5%/6.0%，分别同比-0.5pct/-1.0pct。期间费用方面，2024Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 12.2%/2.2%/0.4%，同比分别-0.3pct/-0.2pct/-0.1pct，费用率有所下降。

发力加盟渠道逆势扩张，巩固产品核心竞争力强化品牌势能。(1) 渠道扩张：公司持续发力加盟模式开拓市场，2024Q1-Q3 潮宏基珠宝净增加加盟店 126 家，2024Q3 总珠宝门店净增 40 家，期末总门店数已达到 1491 家，在行业整体承压环境下，公司仍保持逆势扩张，彰显强劲品牌势能与差异化优势。(2) 产品迭代：公司持续迭代品牌印记型产品，与国际著名艺术家/设计师联名设计的“花丝·如意”、“花丝·圆满”系列，以及“臻金·梵华”等系列新品均广受好评。公司加大优势黄金品类产品研发，优化 IP 系列布局，成效显著。(3) 品牌出海：2024 年 8 月，公司在马来西亚吉隆坡的头部商圈 IOI Citymall 开设品牌首家海外门店，将品牌特色东方时尚珠宝呈现给海外消费者，稳步推进全球战略布局，进一步提升品牌在国际市场的曝光度及行业影响力。

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 2024 年 10 月 31 日信息更新报告《潮宏基 (002345.SZ)：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店》等。

2.2.6、中国黄金：三季度营收表现优于行业大盘，盈利能力有所下滑

公司 2024 年前三季度营收同比+12.7%、归母净利润同比+0.6%，业绩承压。公司 2024Q1-Q3 实现营收 465.75 亿元(同比+12.7%，下同)、归母净利润 7.46 亿元(+0.6%)；2024Q3 实现营收 114.19 亿元 (-2.8%)，归母净利润 1.51 亿元 (-25.7%)。我们认为，公司作为业内央企，全产业链布局深筑黄金品类竞争优势，深度绑定省代有望持续成长。

2024Q3 营收表现优于行业整体，盈利能力有所下滑导致业绩承压。2024 年 7-9 月金银珠宝社零数据分别同比-10.4%/-12.0%/-7.8%，而公司 2024Q3 营收同比-2.8%，优于行业大盘。分地区看，2024Q1-Q3 华北/华东/华南/华中/西南/东北/西北地区分别实现营收 74.48/258.83/47.21/26.88/25.68/13.82/16.31 亿元，同比分别 +3.4%/+32.2%/+5.6%/-18.2%/-9.4%/-12.7%/-20.6%，地区间差异明显。盈利能力方面，公司 2024Q3 综合毛利率为 3.6% (-0.6pct)，净利率为 1.3% (-0.4pct)，盈利能力有所下滑导致业绩承压；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 0.9%/0.4%/0.0%，同比基本保持稳定。

积极寻求渠道逆势扩张，持续强化产品能力，提升品牌势能。(1) 渠道：2024Q1-Q3 公司净关闭门店 42 家(加盟净关 39 家，直营净关 3 家)，期末门店总数达 4215 家；发力加盟渠道，坚持“开大店、开好店、开精品店”。(2) 产品：公司于中国国际珠宝展(北京)推出蛇年生肖、大师金、国宝金 2.0 三大系列新品，丰富产品矩阵，加大自主研发比例，推动从渠道驱动向产品驱动。(3) 品牌：公司全面推进品牌焕新工作，跨界合作体育赛事。巴黎奥运会期间，公司作为世界乒乓球职业大联盟中国区战略合作伙伴，在全国多地门店开展系列活动扩大品牌影响力，如布置乒乓球运动员展架、定制一举夺“葵”转运珠等。

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》和 2024 年 10 月 31 日信息更新报告《中国黄金(600916.SH)：三季度营收表现优于行业大盘，盈利能力有所下滑》等。

2.2.7、老凤祥：三季度经营业绩承压明显，金价影响动销为核心矛盾

公司 2024 年前三季度营收同比-15.3%、归母净利润同比-9.6%，承压明显。公司 2024Q1-Q3 实现营收 525.82 亿元(同比-15.3%，下同)、归母净利润 17.76 亿元(-9.6%)；2024Q3 实现营收 126.23 亿元 (-41.9%)，归母净利润 3.72 亿元 (-46.2%)。我们认为，公司品牌积淀深厚，国企改革结合《三年行动计划》驱动，有望恢复成长。

公司对加盟商批发出货受终端动销影响而承压，盈利能力亦有所下滑。2024 年 7-9 月金银珠宝社零数据分别同比-10.4%/-12.0%/-7.8%，行业终端动销受金价高位波动等因素影响，承压明显，加盟商出于备货成本、资金周转等考虑，往往更大幅度减少进货，进而导致品牌方经营业绩的承压，老凤祥亦受此影响。盈利能力方面，2024Q1-Q3/2024Q3 销售毛利率分别为 8.6%/6.5%，同比分别+0.4pct/-1.0pct；而 2024Q1-Q3/2024Q3 净利率分别为 4.3%/3.7%，同比分别+0.1pct/-0.6pct，2024Q3 盈利能力有所下滑，或因公司主动采取措施缓解加盟商经营压力；费用方面，2024Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.2%/1.1%/0.3%，同比分别+0.3pct/+0.6pct/+0.1pct，费用率整体有所提升。

百年老字号焕发品牌活力，跨界联名破圈年轻客群、提升产品竞争力。(1) 品牌：老凤祥作为百年老字号推出“藏宝金”和“凤祥喜事”系列，坚持“传承为本，创

新为魂”，以更细分的品牌形象满足多样化需求，焕发品牌活力。(2) 产品：公司积极推进建设产品开发跨界联名，推出爆款，如获得 2024 上海金榜伴手礼的《老凤祥 X 野兽派足金车载香氛》等，丰富产品体系，破圈年轻客群。(3) 渠道：稳步构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，2024 年 8 月 3 日，老凤祥银楼（香港）将军澳藏宝盒主题店开业，向内地以外市场展现品牌形象。

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》和 2024 年 10 月 30 日信息更新报告《老凤祥（600612.SH）：三季度经营业绩承压明显，金价影响动销为核心矛盾》等。

2.2.8、福瑞达：2024Q3 归母净利润同比-7.8%，化妆品业务表现稳健

2024Q3 公司归母净利润同比下滑 7.8%。公司 2024Q1-Q3 实现营收 28.03 亿元 (-17.5%)、归母净利润 1.71 亿元 (-28.1%)；其中单三季度实现营收 8.77 亿元 (-4.8%)、归母净利润 0.44 亿元 (-7.8%)。我们认为，公司聚焦大健康主业，未来经营有望稳步恢复。

化妆品业务增长稳健、医药业务略有承压，盈利能力不断优化。2024 年前三季度分业务来看，化妆品：营收 17.08 亿元 (+3.3%)、毛利率 62.3% (+0.2pct)，颐莲、瑷尔博士营收分别为 6.58 亿元 (+7.6%)/9.09 亿元 (+1.8%)。医药：营收 3.70 亿元 (-7.4%)、毛利率 50.5% (-3.9pct)；其中单三季度营收 1.30 亿元 (+19.6%) 企稳回升。原料：营收 2.49 亿元 (-2.0%)、毛利率 39.4% (+3.4pct)，聚焦高附加值产品改善盈利能力。此外，2024Q1-Q3 公司综合毛利率为 51.9% (+4.8pct)，销售/管理/研发费用率分别为 36.5%/4.3%/3.7%，同比分别 +4.4pct/-0.4pct/+0.7pct，投放力度加大推动销售费用率提升。

化妆品双十一第一阶段表现可观，医药、原料积极布局调整有望稳步提升。双十一：根据福瑞达生物公众号显示，双十一第一轮颐莲电商同比增长 37%，瑷尔博士天猫尾款首日成交额过亿，益生菌面膜、洁颜蜜等单品荣登类目 TOP 榜，珂谧大单品 GMV 破 3000 万，跻身抖音护肤直播榜 TOP3；研发端积极推进医疗器械注册，二类械产品注册证增至 3 项；此外公司持续拓展胶原蛋白和洗护赛道，珂谧品牌达播主推胶生棒和胶原贴，即沐上新控油蓬松洗发水，提高化妆品业务增长动力。医药：药品销售方面严控渠道、上调价格，2024Q3 药品销售止跌回稳，并积极拓展药食同源功能性食品上市及多项中草药提取物化妆品原料备案。原料：布局多元化原料、开发高附加值产品及市场推广进度，销量持续攀升。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《福瑞达（600223.SH）：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》和 2024 年 10 月 29 日信息更新报告《福瑞达（600223.SH）：2024Q3 归母净利润同比-7.8%，化妆品业务表现稳健》等。

2.2.9、丸美生物：2024Q3 归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化

2024Q3 归母净利润同比增长 44.32%，业绩表现亮眼。公司 2024Q1-Q3 实现营收 19.52 亿元 (+27.1%)、归母净利润 2.39 亿元 (+37.4%)，其中 2024Q3 实现营收 6.00 亿元 (+25.8%)、归母净利润 0.62 亿元 (+44.3%)，业绩表现亮眼。

眼部类和美容类表现亮眼，产品结构持续优化带动盈利能力提升。分品类看，2024Q3 眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 1.24 亿元 (+22.3%)/2.16 亿元 (+15.1%)/0.55 亿元 (+12.2%)/2.02 亿元 (+54.1%)，小红笔眼霜、底妆系列大单品表现较好带动眼部、美容品类增长；平均售价方面，2024Q3 眼部类+9.49%、护肤类+43.07%，

洁肤类+11.22%，美容类-16.55%，护肤品类售价上升主要系售价较高的重组胶原系列产品收入占比提升。分品牌看，预计主品牌丸美表现稳健，第二梯队品牌恋火增长较快。盈利能力方面，公司2024Q3毛利率和净利率分别为74.5%(+2.1pct)/10.4%(+1.3pct)，产品结构不断优化、高客单大单品占比提升带动盈利能力持续改善。费用方面，2024Q3公司销售/管理/研发费用率分别为58.9%/4.1%/3.1%，同比分别-0.2pct/-1.3pct/-0.1pct，费用下降主要系公司持续降本增效、运营效率优化所致。

自主品牌丸美+第二曲线品牌恋火品牌矩阵稳固，未来高质量增长可期。产品：公司持续优化产品结构，核心大单品集中度提升，小金针等重组胶原蛋白产品表现突出。品牌：公司主品牌+第二曲线品牌矩阵较为稳固，丸美夯实眼部护理专家+抗衰老大师心智，恋火通过“看不见”/“蹭不掉”系列强化底妆心智，双十一首次上架李佳琦直播间表现亮眼。渠道：主打分渠推品，线下以晶致系列、多肽系列等为主；线上主推小红笔、小金针等大单品系列，多平台深化精细化运营表现良好。此外，公司拟每10股派发现金红利2.50元（含税），分红率41.98%。

详见开源零售2024年5月29日首次覆盖报告《丸美生物（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期》和2024年10月28日信息更新报告《丸美生物（603983.SH）：2024Q3归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化》等。

2.2.10、朗姿股份：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张

医美连锁机构龙头三季度经营略承压。公司2024Q1-Q3实现营收41.78亿元（同比+1.45%，下同）、归母净利润2.09亿元(-4.87%)、扣非归母净利润1.80亿元(+11.29%)；其中2024Q3实现营收12.65亿元(-6.80%)、归母净利润0.42亿元(-17.21%)、扣非归母净利润0.40亿元(+10.60%)，预计系居民消费意愿低迷导致承压。

医美业务版图进一步扩张，前三季度毛利率稳中有升。医美业务方面，北京丽都、湖南雅美于三季度纳入公司合并报表，截至2024Q3公司已有40家医美机构（米兰柏羽4家、晶肤医美29家、韩辰医美2家、高一生1家、武汉五洲1家、郑州集美1家、北京丽都1家、湖南雅美1家），分布于成都、西安、深圳、北京等城市。盈利能力方面，2024Q1-Q3公司综合毛利率为58.9%(+1.6pct)稳中有升。期间费用方面，2024Q1-Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为39.8%/8.7%/1.9%/1.7%，同比分别-0.4pct/+0.7pct/+0.3pct/持平，整体相对稳定。

外延扩张+纵向深化+异业拓展，全方位加码泛美业布局。除了通过收并购医美机构外延扩张以外，公司也通过其他方式持续加码泛美业布局，(1)纵向延深深化：公司9月发布公告，拟参股“朗曦姿颜”正式进军医美上游产品领域，以期及时掌握医美上游产品的研发创新和技术迭代信息，同时提高供应链稳定性、集团采购议价能力；(2)横向异业拓展：另外公司旗下晶肤医美推出更加社区化、生活化的美容子品牌“晶肤美瑟”，未来有望在“医美+生美”的双美模式上进一步探索。我们认为，公司已建立从“衣美”到“医美”的时尚业务方阵，医美业务全国化布局已现雏形，并进一步通过“外延扩张+纵向深化+异业拓展”加码泛美业布局，未来有望持续打开成长空间。

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2024年10月28日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张》等。

2.2.11、贝泰妮：2024Q3营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压

2024Q3 营收端稳中向好，备战大促加大营销力度利润端承压。公司 2024Q1-Q3 实现营收 40.18 亿元（同比+17.1%，下同）、归母净利润 4.1 亿元（-28.4%）；单三季度实现营收 12.13 亿元（+14.0%）、归母净亏损 6900 万元，备战四季度大促加大营销力度导致三季度利润承压。我们认为，公司旗下薇诺娜是敏感肌护肤龙头品牌，随着主品牌心智不断强化及整体品牌矩阵完善，未来恢复增长可期。

前三季度各品牌营收稳健，品牌结构、促销政策影响盈利能力。分品牌看，2024Q1-Q3 悅江投资旗下姬芮、泊美合计实现营收 3.81 亿元，毛利率约 58.37%；而公司旗下薇诺娜及其他主要品牌合计实现营收 36.37 亿元（+6.00%）实现稳步增长，毛利率约 75.34%。整体看，2024Q1-Q3 公司综合毛利率为 73.73%（-2.69pct），一方面受毛利率较低的品牌并表影响（2023 年 10 月 31 日起纳入合并范围），另一方面也受公司促销政策影响。分渠道看，根据久谦数据，主品牌薇诺娜 2024Q1-Q3 在抖音渠道增长较好。费用方面，2024Q1-Q3 销售费用率为 50.0%（+3.3pct），主要系公司加大种草及品牌宣传力度；管理费用率为 8.5%（+1.3pct），主要系因计提员工持股计划股权激励费用。

双十一阶段性战报跻身天猫美妆 TOP10，渠道、品牌多维发力赋能长期成长。双十一：天猫大美妆数据显示，薇诺娜在天猫美妆榜（10 月 21 日-23 日）排名第 10 名，后续表现可期。渠道：公司进一步发力抖音渠道有望带来增量；此外公司在曼谷建立东南亚海外市场业务总部，未来有望开启国际化新篇章。品牌：一方面发力薇诺娜品牌 2.0 建设稳固主品牌心智，另一方面也通过薇诺娜宝贝、瑷科缦、贝芙汀、姬芮、泊美等新品牌实现多元化发展。

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 2024 年 10 月 26 日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压》等。

2.2.12、爱婴室：母婴龙头 2024Q3 经营稳健，效率稳步提升

母婴龙头 2024Q3 整体经营稳健。公司 2024Q1-Q3 实现营收 24.68 亿元（同比+1.9%，下同）、归母净利润 4789 万元（+2.0%）；单 2024Q3 实现营收 7.74 亿元（+2.6%）、归母净利润 546 万元（+0.8%）。公司是母婴零售龙头，持续推进线上线下融合，洞察消费趋势推出自有品牌，全方位打造长期竞争力。

电商渠道较好、奶粉相对稳健，经营效率稳步提升驱动期间费用率略降。2024Q1-Q3，分业态看，公司门店、电商、母婴服务、供应商服务分别实现营收 17.86/4.86/0.16/1.59 亿元，同比分别+0.6%/+12.3%/-7.8%/-5.4%，电商业务较好。分产品看，奶粉类营收 14.79 亿元（+7.8%），食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 2.24/3.74/1.45/0.54 亿元，同比分别-5.1%/-2.5%/-11.6%/-14.8%。盈利能力方面，2024Q1-Q3 毛利率为 26.07%（-1.33pct），其中奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行毛利率分别为 15.37%（-1.34pct）/32.42%（+2.90pct）/29.28%（+1.11pct）/39.56%（-1.54pct）/25.28%（-3.33pct），预计终端价格战导致盈利能力下滑。费用方面，2024Q1-Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.23%/3.18%/0.91%，同比分别-0.96pct/-0.20pct/-0.14pct，经营效率稳步提升驱动期间费用率略降。

母婴龙头持续推进线上线下融合，自有品牌反响良好盈利能力有望提升。(1) 线下：2024Q1-Q3 公司新开 39 家门店并关闭 45 家门店，期末门店合计 463 家（较二季度末持平），并拥有已签约待开店 26 家。(2) 线上：一方面发展第三方电商平台业务，另一方面持续优化 O2O 系统提升服务效率，坚定探索全渠道融合。(3) 品牌：洞察

母婴消费市场趋势并推出合兰仕、多优等独家品牌，上半年自有品牌营收约占自有渠道 13%，未来有望带动盈利能力提升。

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 2024 年 10 月 26 日信息更新报告《爱婴室（603214.SH）：母婴龙头 2024Q3 经营稳健，效率稳步提升》等。

2.2.13、润本股份：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好

2024Q3 归母净利润同比增长 32.0% 表现亮眼。公司 2024Q1-Q3 实现营收 10.38 亿元 (+32.0%)、归母净利润 2.61 亿元 (+44.3%)，其中 2024Q3 实现营收 2.93 亿元 (+20.1%)、归母净利润 0.81 亿元 (+32.0%)。公司是“驱蚊+婴童护理”细分龙头，平价消费顺应消费趋势，组织灵活+高度自产构筑底层优势，推新品有望持续成长。

秋冬旺季来临带动婴童护理业务增长提速，利息收入提升带动净利率提高。分品类看，2024Q3 公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收 0.89/1.50/0.46 亿元，同比分别 +16.2%/+26.7%/+15.3%，换季气温变化影响下，驱蚊业务降速，婴童护理业务增长较好；此外，2024Q3 驱蚊类产品平均售价同比 +2.2%、婴童护理类 +2.2%、精油类 +14.1%，产品升级战略背景下定价维持稳中向好态势。分渠道看，根据久谦数据测算，2024Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别 +55.3%/+11.0%/+7.4%。盈利能力方面，2024Q3 毛利率和净利率分别为 57.6% (+0.1pct) /27.6% (+2.5pct)。费用方面，2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/2.5%/3.4%/-3.2%，同比分别 +1.4pct/-0.1pct/+0.8pct/-3.0pct，闲置募集资金贡献利息收入导致财务费用下滑。

新品蛋黄油面霜表现亮眼，拟建智能工厂拓展产能天花板。渠道端，品效合一的抖音渠道快速增长有望带动品牌势能外溢，继而驱动线上线下全渠道增长。产品端，新品蛋黄油特护精华霜跻身抖音宝宝面霜爆款榜 TOP3(截至 10 月 22 日)表现亮眼，持续验证公司爆品打造能力。生产端，公司于 9 月 23 日发布公告，拟投资 7 亿元建设“润本智能制造未来工厂”，预计在 4 年内投产运营，投产后 1 年内达产，智能工厂建成有利于巩固提升公司产品创新实力、进一步拓展产能，并满足消费者不断增长的多样化需求。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《润本股份（603193.SH）：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌》和 2024 年 10 月 23 日信息更新报告《润本股份（603193.SH）：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好》等。

2.2.14、爱美客：三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间

2024Q3 营收、归母净利润增长承压。公司 2024Q1-Q3 实现营收 23.76 亿元(同比 +9.5%，下同)、归母净利润 15.86 亿元(+11.8%)；其中单三季度实现营收 7.19 亿元(+1.1%)，归母净利润 4.65 亿元 (+2.1%)，消费意愿低迷背景下承压。政策虽已转向，但终端消费回暖仍需时间。我们认为，公司产品规划较清晰，未来差异化管线陆续落地有望赋能长期成长。

单三季度毛利率略有下滑，受利息收入减少影响期间费用率有所提升。毛利率方面，2024Q1-Q3/2024Q3 毛利率分别为 94.8%/94.6%，同比分别 -0.5pct/-0.5pct 均略有下滑，预计主要系毛利率相对低的溶液类产品占比提升所致。费用方面，2024Q3 期间费用率 20.4% (+1.2pct)，其中销售费用率 9.0% (+0.1pct) 基本持平；管理费用率 3.3% (-1.2pct) 预计系相较 2023 年同期无港股上市费用故优化较多；财务费用率 -0.5% (+1.4pct) 主要系购买较大额度理财产品，且其收益计入投资收益、公允价值变动

损益导致利息收入减少。

医美产品矩阵布局丰富，未来各管线落地有望持续打开成长空间。现有产品：(1)入门级产品“嗨体”性价比高、品牌心智强，后续行业回暖有望提振增长；(2)宝尼达2.0（改善轻中度额后缩）已获批，有望凭借特有“聚乙烯醇凝胶微球”在效果持续时间方面凸显差异化优势；(3)公司携手朗姿股份推出定制化产品“科俪莱·黄金双妍针”，探索现有产品的新增长路径。在研管线：(1)肉毒素上市申请已获受理，利丁双卡因麻膏也即将进入注册申报阶段；(2)司美格鲁肽临床试验申请（体重管理适应症）已于10月获批；(3)玻尿酸酶、溶脂针（去氧胆酸）、光电能量源设备（独家代理韩国Jeisys）等亦稳步推进。整体看公司医美产品矩阵布局较丰富，未来各管线陆续落地有望打开成长空间。

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2024年10月25日信息更新报告《爱美客（300896.SZ）：三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间》等。

2.2.15、上美股份：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长

主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长。上美股份是国内领先的多品牌美妆集团，深耕大众护肤、母婴护理、洗护等赛道，主品牌韩束凭借产品高性价比与短剧红利走红，2024年来霸榜抖音美妆第一，未来依靠高效组织运营能力与供应链能力，有望延续高成长表现。

核心优势：团队组织效率高和供应链能力强，助力公司乘势而上。复盘韩束在抖音走红起量的成功经验，我们认为，团队组织效率高和供应链能力强是公司乘势而上的核心优势。(1)组织效率高：团队执行力强且善于复盘，各品牌负责人享有高度自主的管理权，核心产品定位精准、适配品牌基因；过往在营销端“明星代言-大屏投放-危机公关-抖音短剧”和渠道端“电视购物-微商时代-直播带货”的多个事例，也均证明公司嗅觉灵敏反应快、善于把握风口红利。(2)供应链能力强：公司打造海外+国内双工厂供应链体系，灵活且高度自产，为控价量产提供稳定保障（韩束走红后订单激增，但未出现断供压货现象，且全时段全渠道稳定控价），这一能力也将在未来有力支撑品牌突围和进一步增长。

增长看点：蜜腰系列与单品协同、全渠道发力、第二曲线品牌增势强劲。1、产品：分阶段重点推“蜜腰系列”，功效具备差异化，白蜜腰系列逐渐起量；2024年重磅推出“活肤水”，大单品与套盒有益互补，后续有望贡献业绩增量。2、渠道：公司平衡抖音投放结构，流量与曝光度持续上升，同时抖音势能外溢也带动天猫快速增长；2024年重返线下CS渠道推出专供系列，终端反馈较好。3、品牌：大众护肤市场空间大、消费韧性强，韩束产品性价比高、品牌底蕴深厚，受益平价消费趋势有望延续增长势能；此外，中高端敏感肌婴童护肤品牌一页首创“医研共创”模式，定位稀缺有望打造第二曲线。我们认为，公司具备高性价比、高组织效率和强供应链优势，产品+渠道+品牌多维度发力成长。

详见开源零售2024年10月6日首次覆盖报告《上美股份（2145.HK）：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》。

表4：本周九美生物、中国黄金、永辉超市表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
九美生物	九美生物	增持	10.00	-1.0%	0.25	0.28	0.30	40.0	35.0	30.0

代码	公司名称	操作	最新价	涨跌幅	市盈率	市净率	流通市值	机构数	买入数	卖出数
002345.SZ	潮宏基	买入	8.17	-9.12%	0.43	0.52	0.61	19	16	13
600612.SH	老凤祥	买入	52.29	-4.06%	3.87	4.17	4.56	14	13	11
002867.SZ	周大生	买入	13.69	-3.25%	0.99	1.14	1.30	14	12	11
600916.SH	中国黄金	买入	8.70	-0.91%	0.58	0.70	0.81	15	12	11
600655.SH	豫园股份	买入	5.71	-2.73%	0.44	0.52	0.62	13	11	9
603193.SH	润本股份	买入	33.11	-9.36%	0.78	0.96	1.18	42	34	28
603983.SH	丸美生物	买入	36.36	0.58%	0.94	1.21	1.51	39	30	24
300957.SZ	贝泰妮	买入	45.51	-4.15%	1.97	2.44	2.99	23	19	15
688363.SH	华熙生物	买入	50.18	-2.98%	1.17	1.50	1.87	43	33	27
600223.SH	福瑞达	买入	7.39	-3.65%	0.27	0.32	0.37	27	23	20
300740.SZ	水羊股份	买入	12.47	-5.32%	0.50	0.75	0.95	25	17	13
300896.SZ	爱美客	买入	190.10	-4.95%	6.86	8.25	9.77	28	23	19
002612.SZ	朗姿股份	买入	15.72	-5.47%	0.71	0.88	1.05	22	18	15
300592.SZ	华凯易佰	买入	12.58	-2.86%	0.95	1.26	1.52	13	10	8
002803.SZ	吉宏股份	买入	12.88	-3.59%	0.45	0.67	0.91	29	19	14
301381.SZ	赛维时代	买入	23.27	-1.98%	1.14	1.51	1.94	20	15	12
603214.SH	爱婴室	买入	20.88	-1.93%	0.84	0.94	1.03	25	22	20
601933.SH	永辉超市	买入	4.84	-1.83%	-0.04	0.03	0.09	-121	161	54
603708.SH	家家悦	买入	9.97	-4.13%	0.34	0.40	0.47	29	25	21
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.67	-5.50%	0.42	0.44	0.46	14	13	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/21）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：贝泰妮、奥乐齐、丝素蛋白、永辉超市、物美调改等

【7-11便利店】山东7-11便利店加速扩张，聊城首批门店即将开业

3月16日消息，山东7-11便利店宣布其聊城首批门店将于3月20日盛大开业。此次开业的门店包括当代购物中心店、聊城职业学院店、金柱大学城店和聊城育新街店，标志着7-11正式进入聊城市场。截至2024年底，山东7-11门店数量已突破600家，全年新开门店超过230家。（来源：职业零售网公众号）

【京东外卖】京东外卖目前已覆盖全国126城

3月17日消息，京东外卖自2月11日正式上线以来，已覆盖全国126个城市，入驻品质堂食餐厅门店数超30万家。京东外卖招募目前仅限“品质堂食餐厅”，同时推出“0佣金”政策，5月1日前入驻的商家全年免佣金。（来源：亿邦动力公众号）

【贝泰妮】贝泰妮投资身体护理品牌“浴见未来”

3月18日消息，贝泰妮宣布对东方女性身体护理品牌“浴见未来”进行战略投资。该品牌成立于2024年8月19日，专注于为东方女性提供身体护理解决方案。公司主要产品包括沐浴油、身体油、磨砂膏、身体油霜、身体刷等，以高品质和独特设计深受消费者喜爱。（来源：亿欧网）

【奥乐齐】奥乐齐开启2025年首轮大规模降价，最高降幅达45%

3月18日消息，ALDI 奥乐齐宣布近60款日需品下调售价，再创“新低价”，且长期有效。这些商品展现出显著的价格竞争力，最高降幅达45%，其中包括黄油鸡蛋、冷鲜猪肋排等畅销大单品。（来源：职业零售网公众号）

【丝素蛋白】丝瑞美生物申报“医用丝素蛋白复合凝胶”成功获批

3月18日消息，浙江星月生物旗下子公司丝瑞美生物自主研发的“医用丝素蛋白复合凝胶”YNY型获浙江省药监局批准。本次获批的“医用丝素蛋白复合凝胶”由丝素蛋白、重组胶原蛋白、透明质酸钠和纯化水组成。（来源：医美行业观察公众号）

【步步高调改】步步高超市张家界首家调改店预计4月开业

3月19日步步高超市官微宣布，经过整体评估后，学习胖东来模式，步步高超市张家界首家调改选址十字街店。自3月11日起，该店暂停营业，进入全面调改阶段。调改内容涵盖商品结构、品质、价格，以及卖场布局、动线、环境、服务和员工待遇等方面，旨在全方位提升购物体验。预计4月下旬恢复正常营业。（来源：化妆品观察公众号）

【永辉超市】永辉超市成立改革领导小组代行CEO职责

3月20日，永辉超市发布公告称，鉴于公司第六届董事会暂未聘任CEO，为确保公司规范运作、保障公司日常经营管理事项顺利开展，董事会授权公司改革领导小组代行CEO职责。改革领导小组组长为叶国富；成员为王守诚、罗雯霞、林红东、曾凤荣、吴凯之、甘旺亨、张卫东、朱静、刘少强。（来源：职业零售网公众号）

【伽美博士】国内首创“细胞通路美白”技术上新

3月20日消息，在口服美容领域备受瞩目的伽美博士小银管饮品迎来重大升级，重磅上市全新2.0版本——白番茄白松茸烟酰胺饮，不仅在国内首创了细胞通路美白技术，更依托多项前沿技术与科研沉淀，完成了产品全方位的迭代、革新。精准定位中高端市场，重塑美白产品“性价比”标杆。（来源：化妆品观察公众号）

【物美调改】物美首家“学习胖东来”调改店正式开业

3月20日消息，物美首家“学习胖东来”自主调改店北京学清路店，在历时一个多月的闭店调改后重新恢复营业。这是物美发布30周年升级战略后的首个示范项目。学清路店位于北京市海淀区，改造后的门店在商品体系、服务生态、空间布局等方面实现全面升级。（来源：职业零售网公众号）

【东方甄选】东方甄选自营产品三周年，全网销量超2.1亿单

3月21日，东方甄选宣布，2022年4月-2025年3月东方甄选自营产品推出三周年，自营品全网销量超2.1亿单，客户总量达3086万人。同时，东方甄选自营产品销量占比升至46%，东方甄选自营产品货架销量占比突破60%。（来源：亿邦动力公众号）

3.2、大事提醒：关注多家公司年报披露等

表5：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露日期等

日期	公司名称	重大事项
3月25日	豫园股份	年报预计披露日期
3月26日	银座股份	年报预计披露日期
3月27日	小商品城	年报预计披露日期
4月3日	孩子王	年报预计披露日期
4月3日	爱婴室	年报预计披露日期
4月3日	朗姿股份	年报预计披露日期
4月3日	昊海生科	年报预计披露日期
4月3日	三态股份	年报预计披露日期
4月11日	华熙生物	年报预计披露日期
4月11日	华东医药	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：2025（上海）第39届国际连锁加盟展览会等

日期	主题	重大事项
3月29日	医美	2025第三届合成生物学产业博览会（SBC2025）
3月30日	零售	2025（上海）第39届国际连锁加盟展览会
4月1日	美妆	2025第42届北京美博会
4月3日	医美	首届BIA2025亚洲注射医疗美容峰会
4月8日	潮玩	2025第37届国际玩具及潮玩（深圳）展览会
4月10日	珠宝首饰	2025杭州国际珠宝展
4月13日	零售	2025第五届中国国际消费品博览会
4月17日	美妆	2025CCBE成都美博会
4月23日	美妆	ICIC2025国际化妆品创新大会
5月9日	零售	第二十五届中国零售业博览会（2025CHINASHOP）

资料来源：亿邦动力网、活动家、第一展会网等、开源证券研究所

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形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3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