

## 商贸零售

2025年03月30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

《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》  
-2025.3.23

《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，开启全球化布局新篇章——行业周报》-2025.3.16

## 业绩密集披露，关注高增持续兑现及结构性优化的标的

## ——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

## ● 业绩密集披露，关注高增持续兑现及结构性优化的标的

本周迎来阶段性业绩密集披露期，关注两大主线，**(1) 化妆品**：国货高端美妆龙头毛戈平、抖音美妆龙头上美股份、重组胶原蛋白系列蛋白龙头巨子生物高增业绩持续兑现，归母净利润同比分别+32.8%/+69.4%/+42.1%；毛戈平业绩符合预期，看好后续护肤线与彩妆协同发展；上美股份旗下韩束6大BU协同发展，渠道品牌多面开花助力收入维持高增，渠道结构调整退推动利润改善；巨子生物胶原棒势能持续释放，看好焦点及胶原系列化妆品构筑二级增长曲线。总体而言，2024年化妆品业务表现分化，建议关注业绩高增持续兑现的化妆品龙头企业，如毛戈平、上美股份、巨子生物等，以及业务调整完毕有望困境反转的标的，如福瑞达、上海家化等。**(2) 医美**：业绩稳健兑现，医美龙头爱美客表现稳健，归母净利润同比+5.3%，泛皮肤病治疗及护理新星科笛收入倍增且业绩亏损大幅收窄；四环医药医美业务持续高增，乐提葆为重要贡献构成；昊海生科“医美+眼科+骨科”三布局，玻尿酸收入持续增长推动盈利上行。整体医美板块标的的表现稳健，建议关注差异化管线产品获批和推广节奏，以及医美龙头收并购和全球化进程。

## ● 行业关键词：屈臣氏、诺和诺德、京东七鲜、胖东来、永辉超市等

**【屈臣氏】**屈臣氏发力即时零售，2025年要开500家店。

**【诺和诺德】**诺和诺德2亿美元获减肥药UBT251独家许可权。

**【京东七鲜】**京东七鲜北京区域“店+仓”提速计划曝光。

**【胖东来】**胖东来公布2025年最新经营情况，截至3月已销售58亿元。

**【永辉超市】**永辉超市“学习胖东来”自主调改单日新增五店。

## ● 板块行情回顾

本周（3月24日-3月28日），商贸零售指数报收2071.88点，下跌2.05%，跑输上证综指（本周下跌0.40%）1.65个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第23位。零售各细分板块中，本周仅商业物业经营板块上涨，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周若羽臣（+15.4%）、小商品城（+13.3%）、苏豪弘业（+8.8%）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、上美股份、润本股份、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、科笛等，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：关注业绩高增持续兑现及结构性优化的标的 .....	5
2.1、 行业动态：业绩密集披露，关注高增持续兑现及结构性优化的标的 .....	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、 上美股份：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花 .....	8
2.2.2、 爱美客：2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长 .....	8
2.2.3、 福瑞达：2024 年归母净利润同比下滑 19.7%，剔除地产业绩表现稳健 .....	9
2.2.4、 豫园股份：2024 年归母净利润同比下滑 93.8%，积极调整应对挑战 .....	9
2.2.5、 巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证 .....	10
2.2.6、 科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动 .....	10
2.2.7、 毛戈平：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇 .....	11
2.2.8、 老铺黄金：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王” .....	12
2.2.9、 永辉超市：优化低效门店轻装上阵，门店调改即将提速 .....	12
2.2.10、 周大生：经营业绩承压，渠道逆势扩张积蓄势能 .....	13
2.2.11、 潮宏基：三季度营收优于行业大盘，品牌出海开出海外首店 .....	13
2.2.12、 丸美生物：2024Q3 归母净利润+44.3%，盈利能力不断优化 .....	14
2.2.13、 朗姿股份：三季度略承压，医美业务版图进一步扩张 .....	15
2.2.14、 贝泰妮：2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压 .....	15
2.2.15、 爱婴室：母婴龙头 2024Q3 经营稳健，效率稳步提升 .....	16
2.2.16、 润本股份：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好 .....	16
3、 零售行业动态追踪 .....	18
3.1、 行业关键词：屈臣氏、诺和诺德、京东七鲜、胖东来、永辉超市等 .....	18
3.2、 大事提醒：关注多家公司年报披露等 .....	19
4、 风险提示 .....	20

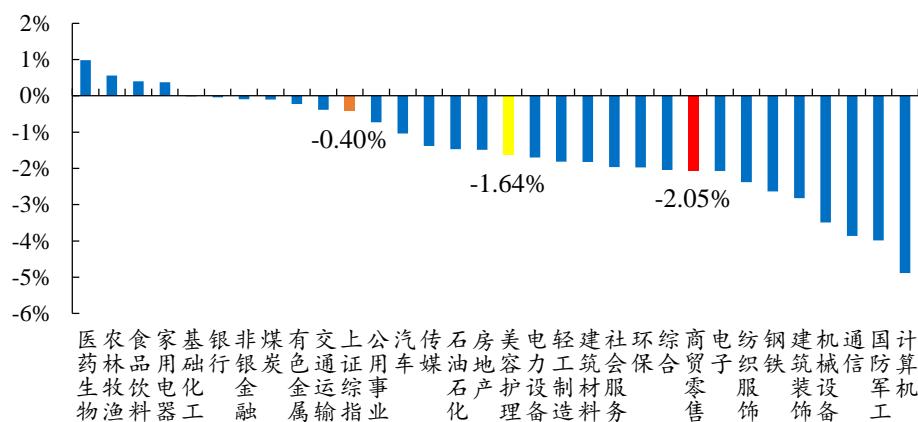
## 图表目录

图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 23.....	3
图 2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌 2.05% .....	3
图 3：2025 年年初至今（商贸零售）指数下跌 7.46% .....	3
图 4：本周仅商业物业板块上涨，为 4.17% .....	4
图 5：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 4.31% .....	4
图 6：毛戈平进驻超高端北京 SKP 渠道 .....	5
图 7：上美股份旗下韩束品牌推出闪充等多个系列 .....	5
图 8：收购韩国 REGEN 为爱美客带来稀缺的技术资源 .....	5
图 9：科笛外用非那雄胺等潜在超级单品上市在即 .....	5
表 1：本周零售行业若羽臣、小商品城、苏豪弘业等涨幅靠前 .....	4
表 2：本周零售行业*ST 东方、华联股份、南宁百货等跌幅靠前 .....	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：本周福瑞达、润本股份、吉宏股份表现相对较好 .....	17
表 5：零售公司大事提醒：关注多家公司年报预计披露日期等 .....	19
表 6：零售行业大事提醒：2025 第 42 届北京美博会等 .....	19

## 1、零售行情回顾

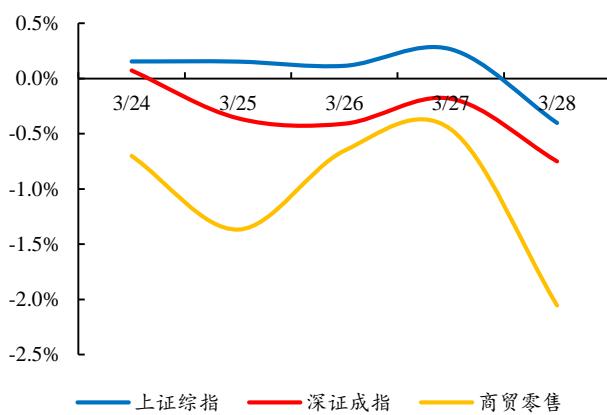
本周（3月24日-3月28日）A股下跌，零售行业指数下跌2.05%。上证综指报收3351.31点，周累计下跌0.40%；深证成指报收10607.33点，周下跌0.75%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为医药生物、农林牧渔和食品饮料。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2071.88点，周跌幅为2.05%，在所有一级行业中位列第23位。2025年年初至今，零售行业指数下跌7.46%，表现弱于大盘（2025年年初至今上证综指累计下跌0.01%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第23



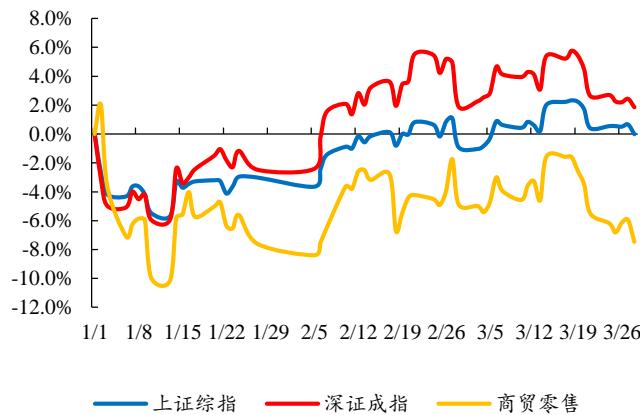
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌2.05%



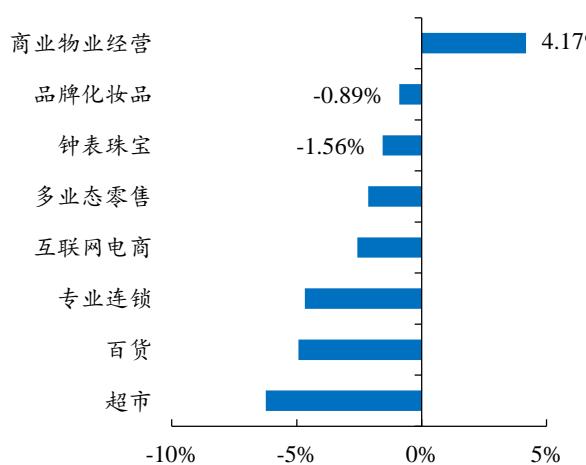
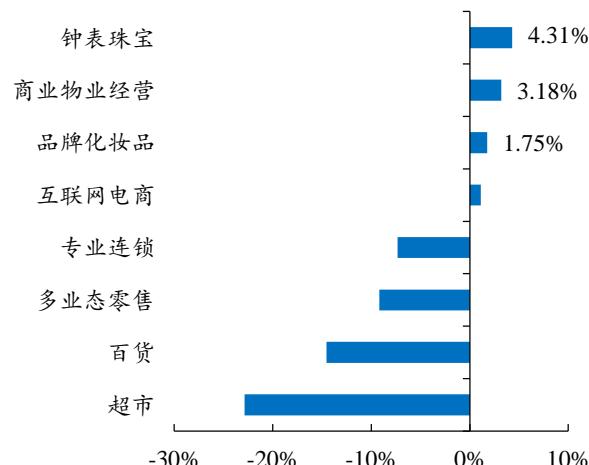
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年年初至今（商贸零售）指数下跌7.46%



数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，本周仅商业物业经营板块上涨；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，本周仅商业物业经营板块上涨，周涨幅为4.17%；2025年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为4.31%，在零售行业各细分板块中领跑。

**图4：本周仅商业物业板块上涨，为 4.17%**

**图5：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 4.31%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周若羽臣、小商品城、苏豪弘业涨幅靠前。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 13 家公司上涨、72 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是若羽臣、小商品城、苏豪弘业，周涨幅分别为 15.4%、13.3% 和 8.8%。本周跌幅靠前公司为\*ST 东方、华联股份、南宁百货。

**表1：本周零售行业若羽臣、小商品城、苏豪弘业等涨幅靠前**

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	003010.SZ	若羽臣	44.98	15.4%	23.3%	61.2%	电商服务
2	600415.SH	小商品城	14.93	13.3%	5.5%	11.3%	商业物业经营
3	600128.SH	苏豪弘业	10.66	8.8%	69.1%	31.3%	贸易 III
4	002818.SZ	富森美	14.15	4.4%	5.0%	-5.3%	商业物业经营
5	600113.SH	浙江东日	13.86	4.4%	4.3%	-0.4%	商业物业经营
6	600250.SH	南京商旅	9.11	3.3%	42.9%	-1.1%	贸易 III
7	000501.SZ	武商集团	8.72	3.1%	20.7%	-16.6%	百货
8	605188.SH	国光连锁	7.68	1.6%	3.7%	0.5%	超市
9	300792.SZ	壹网壹创	26.39	1.3%	18.1%	10.0%	电商服务
10	002803.SZ	吉宏股份	12.78	1.2%	11.6%	2.8%	跨境电商

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/28）

**表2：本周零售行业\*ST 东方、华联股份、南宁百货等跌幅靠前**

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	0.58	-22.7%	4.9%	-72.2%	贸易 III
2	000882.SZ	华联股份	2.28	-10.9%	20.8%	9.6%	百货
3	600712.SH	南宁百货	5.28	-10.2%	15.7%	-27.0%	百货
4	600539.SH	狮头股份	10.85	-10.1%	19.4%	56.3%	电商服务
5	002336.SZ	*ST 人乐	4.51	-9.8%	4.7%	-32.0%	超市

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/28）

## 2、零售观点：关注业绩高增持续兑现及结构性优化的标的

### 2.1、行业动态：业绩密集披露，关注高增持续兑现及结构性优化的标的

化妆品：龙头表现持续优异，关注业绩高增持续兑现及困境反转的标的。(1) 毛戈平：2024 年营收/归母净利润分别同比+34.6%/+32.8%，业绩符合预期，超高端渠道陆续进驻利好同店，线下服务体验优势持续提升复购，下半年护肤增速放缓预计系公司主动调整营销节奏，看好后续护肤线与彩妆协同发展。(2) 上美股份：2024 年营收/归母净利润分别同比+62.1%/+69.4%，韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立 6 大 BU 协同发展，抖音自播和商品卡发力，助力改善利润。(3) 巨子生物：2024 年营收/归母净利润分别同比+57.2%/+42.1%，胶原棒势能持续释放，第二梯队焦点和胶卷系列起势迅速，看好后续新品发力持续兑现高增业绩。(4) 福瑞达：2024 年营收/归母净利润分别同比-13.0%/-19.7%，公司重新聚焦大健康领域高质发展，期待 2025 年全年化妆品稳中向好。总体而言，2024 年化妆品品牌表现持续分化，建议关注业绩高增持续兑现的化妆品龙头公司，以及业务调整完毕有望困境反转的标的。

图6：毛戈平进驻超高端北京 SKP 渠道



资料来源：SKP-S 公众号

图7：上美股份旗下韩束品牌推出闪充等多个系列

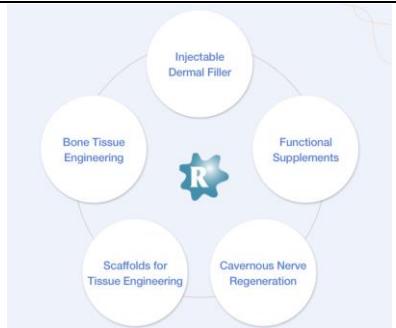


资料来源：韩束官网

医美：业绩稳健兑现，关注差异化管线产品获批和推广节奏。(1) 爱美客：2024 年营收/归母净利润分别同比+5.5%/+5.3%，大单品嗨体保持韧性，凝胶类高毛利产品占比提升带动盈利能力上行，此外公司收购韩国 REGEN 开启全球化布局新篇章，医美龙头未来有望通过收并购外部优质公司及自有管线出海布局打造第二成长曲线。

(2) 科笛：2024 年营收/归母净利润分别同比+103.2%/-亏损收窄，毛发及护肤产品表现突出，公司 2025 年核心新品有望陆续获批落地将为收入和业绩增长注入动能，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

图8：收购韩国 REGEN 为爱美客带来稀缺的技术资源



资料来源：韩国 REGEN 官网

图9：科笛外用非那雄胺等潜在超级单品上市在即



资料来源：科笛集团公众号

## 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、上美股份、润本股份、巨子生物、丸美生物等。

**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、科笛等，受益标的锦波生物。

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

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%)。 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
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2024 年实现营收 469.24 亿元 (同比-19.3%)，归母净利润 1.25 亿元 (-93.8%)； 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。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2024 实现营收 41.95 亿元 (+34.6%)、归母净利润 9.51 亿元 (+33.0%)。 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。
2411.HK	百果园集团	专业连锁	FY2024 实现营收 110.94 亿元 (-9.8%)、归母净利润-4.17 亿元 (-206.7%)。 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	FY2024 实现营收 59.81 亿元 (+57.1%)、归母净利润 22.27 亿元 (+42.1%)。 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	FY2024 实现营收 3.02 亿元 (+101.0%)、归母净利润-4.68 亿元 (+77.9%)。 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。
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%)。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			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。
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。
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。

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2.1、上美股份：2024年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花

**2024年归母净利润+69.4%，公司多渠道、多品牌全面开花。**公司发布业绩公告：2024年实现营收67.93亿元（同比+62.1%，下同）、归母净利润7.81亿元（+69.4%），符合市场预期。

**2024年自主品牌韩束增势较强，多渠道扩张推动销售费用率提升。**分品牌看，自主品牌韩束实现营收55.91亿元（+80.9%），线上GMV位列国货美妆第二，增速位列头部美妆第一，X肽面霜2024年双十一期间销售4000万元；Newpage一页/红色小象/一叶子分别实现收入3.76亿元（+146.3%）/3.76亿元（+0.1%）/2.29亿元（-35.7%）。

**分渠道看，线上/线下渠道收入分别为61.50（+71.4%）/5.78亿元（+7.1%），线上货架和兴趣电商协同发展，线下稳健。**盈利能力方面，2024年公司毛利率75.2%（+3.2pct），系产品结构变化带动韩束毛利率提升所致；销售/管理/研发费用率分别为58.1%/3.6%/2.6%，同比分别+4.7pct/-1.4pct/-0.4pct，线上竞争加剧叠加渠道扩张推动销售费用率提升。

**韩束6大BU协同发展，Newpage一页势头较猛，新品牌预计尽快面世。**韩束：自主品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立6大BU协同发展，爆品蛮腰套盒势能延续，抖音端自播和商品卡发力，预计有助于改善利润；天猫端推出X肽、次抛等新品攻克大单品打法，此外男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，目前新品均起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。Newpage一页：聚焦大单品策略，以安心霜为切入点拓展中大童以及青少年线，目标成为婴童全年龄功效护肤品牌，低基数下空间较大。其他品牌：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，红色小象通过“美+护”战略扭亏向好；此外，公司计划尽快推出婴童护理品牌面包超人以及与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌NAN beauty。

详见开源零售2024年10月6日首次覆盖报告《上美股份（2145.HK）：自主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和2025年3月9日信息更新报告《上美股份（2145.HK）：业绩预告高增，期待渠道和品牌多面开花》等。

### 2.2.2、爱美客：2024年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长

**公司2024年营收同比+5.5%，归母净利润同比+5.3%。**公司发布年报：2024年实现营收30.26亿元（同比+5.5%，下同）、归母净利润19.58亿元（同比+5.3%），表现稳健；单Q4实现营收6.50亿元（同比-7.0%）、归母净利润3.72亿元（同比-15.5%）。

**大单品嗨体保持韧性，凝胶类高毛利产品占比提升带动盈利能力上行。**分产品来看，2024年公司溶液类产品实现营收17.44亿元（同比+4.4%），毛利率93.8%（同比-0.7pct），核心单品嗨体继续保持市场领先地位；凝胶类产品实现营收12.16亿元（同比+5.0%），毛利率98.0%（同比+0.5pct），预计主要系高毛利产品占比提升所致；面部埋植线实现营收680万元（同比+14.9%）。盈利能力方面，2024年公司毛利率为94.6%（同比-0.5pct），主要受行业竞争加剧和成本上升的影响，但仍保持在行业领先水平；净利率为64.7%（同比持平）。费用方面，2024年公司销售/管理/研发费用率分别为9.2%/4.1%/10.0%，同比分别+0.1pct/-1.0pct/+1.3pct。

**产品、渠道、研发多管齐下，巩固核心竞争力助力未来持续增长。**产品端：预计2025年嗨体维持稳健增长，濡白天使凭借再生材料技术优势巩固市场地位，如生天使加速临床应用场景渗透。研发端：目前公司已获得11张III类医疗器械注册证，其中医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶已于2024年10月获批，重组透明质

酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得药监局临床试验批件，米诺地尔搽剂、利多卡因丁卡因乳膏等已进入注册申报阶段，管线陆续落地支撑中长期增长动能。渠道端：公司通过收购韩国 REGEN Biotech 开启全球化布局新篇章，发挥双方在产品+渠道+生产端的多维协同效应。

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。

### 2.2.3、福瑞达：2024 年归母净利润同比下滑 19.7%，剔除地产业绩表现稳健

**2024 年公司归母净利润同比下滑 19.7%，剔除地产业绩表现稳健。**公司发布年报：2024 年实现营收 39.83 亿元（同比-13.0%，下同）、归母净利润 2.44 亿元（-19.7%），实现扣非归母净利润 2.15 亿元（+54.5%），剔除地产影响全年表现稳健，此外 2024 年合计分红比例达 45.92%。

**颐莲增势较好，医药业务调整后下半年企稳回升，盈利能力持续改善。**2024 年分业务来看，化妆品：营收 24.75 亿元（+2.5%）、毛利率 62.6%（+0.4pct），颐莲、瑷尔博士营收分别为 9.63 亿元（+12.4%）/13.01 亿元（-3.5%）。医药：营收 5.12 亿元（-1.4%）、毛利率 52.3%（-1.1pct），主要受医药行业政策变动的影响，公司业务调整后下半年已实现企稳回升。原料：营收 3.43 亿元（-2.4%）、毛利率 35.9%（+3.6pct），聚焦高端产品改善盈利能力。此外，2024 年公司综合毛利率为 52.7%（+6.2pct），产品结构升级带动毛利率上升；销售/管理/研发费用率分别为 36.7%/4.6%/4.2%，同比分别+5.1pct/-0.3pct/+0.8pct，品牌费用投放力度加大推动销售费用率提升。

**期待 2025 年全年化妆品稳中向好，原料业务加快高端化转型化妆品。**颐莲喷雾线打造 IP 联名产品，喷雾 2.0 实现销售同比+35%，嘭润品线实施“亿元面霜”计划，嘭润霜销售同比+18%；瑷尔博士益生菌系列面膜和水乳销售分别突破 5 亿元和 1.7 亿元，闪充品线销售同比+9%；珂谧胶原次抛大单品双 11 首场大促销售额突破 2000 万元；渠道端，线上持续精细化运营，线下颐莲、瑷尔博士 2024 年累计销售近 3 亿元。医药：黄精原浆植物饮料等多款药食同源功能性食品上市，通宣理肺胶囊销量同比+37%。原料：加快高端化转型，扩大食品级、化妆品级产品定制化服务；玻璃酸钠原料药获出口欧盟原料药证书。

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。

### 2.2.4、豫园股份：2024 年归母净利润同比下滑 93.8%，积极调整应对挑战

**公司 2024 年营收同比-19.3%，归母净利润同比-93.8%，降幅较大。**公司发布年报：2024 年实现营收 469.24 亿元（同比-19.3%，下同）、归母净利润 1.25 亿元（-93.8%）；2024Q4 营收 108.24 亿元（-41.8%）、归母净利润-10.34 亿元；利润下滑主要原因系内需疲软导致收入端承压，叠加房地产项目计提减值同比增加；此外拟每 10 股派发现金红利 1.90 元。

**珠宝时尚业务继续承压，积极调整业务布局适应市场变化。**2024 年公司珠宝时尚业务实现营收 299.77 亿元（-18.4%），因金价高位波动等因素影响终端动销有所下滑；业务毛利率为 8.25%，同比提升 0.57pct。渠道端，2024 年末公司“老庙”和“亚一”两大品牌门店数合计为 4615 家，较 2023 年末净关店 379 家；公司积极推进渠道结

构调整，加速老庙新模式门店落地，截至 2024 年末，老庙新模式智选门店已突破 800 家。产品端，古韵金产品销售达 75 亿元 (-15.7%)，新品方面老庙贯彻“好运文化”基因，上新适配年轻消费者的“一串好运” 2.0 新品，提升计件类产品销售占比，向高毛利销售升级转型。

公司“产业运营+产业投资”双轮驱动，积极推动新兴消费赛道布局。2024 年公司持续优化各消费产业，“产业运营+产业投资”战略持续推进：(1) 餐饮管理与服务板块实现营收 11.61 亿元 (-18.3%)；(2) 食品百货板块实现营收 10.60 亿元 (-31.2%)；(3) 化妆品板块实现营收 2.98 亿元 (-34.0%)；(4) 时尚表业板块实现营收 6.91 亿元 (-4.2%)。(5) 度假村板块实现营收 8.64 亿元 (-8.4%)。面对经济周期性压力与消费市场波动，公司展现高度市场敏锐度和应变能力，积极寻求多形式外延发展机会，不断深化新兴消费赛道布局。

详见开源零售 2020 年 9 月 21 日首次覆盖报告《豫园股份 (600655.SH)：家庭快乐消费龙头，新兴赛道蓄势待发》和 2024 年 10 月 30 日信息更新报告《豫园股份 (600655.SH)：珠宝时尚业务销售有所承压，潜修内功应对挑战》等。

### 2.2.5、巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证

公司 2024 年归母净利润同比+42.1%，重组胶原蛋白龙头一路高歌。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 55.39 亿元（同比+57.2%，下同）、归母净利润 20.62 亿元（+42.1%），经调整利润 21.52 亿元（+46.5%），业绩增长强劲。

胶原棒势能持续释放，第二梯队焦点和胶卷系列起势迅速。分品类来看，2024 年护肤品/敷料/保健食品实现营收 43.02/12.18/0.18 亿元，同比分别+62.5%/+41.5%/+15.0%。分品牌看，可复美实现营收 45.42 亿元（+62.9%），高增主要系明星单品胶原棒的稳健增长以及新品焦点面霜的成功推出，根据蝉妈妈和炼丹炉数据，2024 年胶原棒 GMV 近 24 亿元，销售量 529 万件，焦点面霜推出 9 个月实现线上 2.77 亿元 GMV；可丽金实现营收 8.41 亿元（+36.3%），胶卷系列登上天猫、抖音多个榜单前列。分渠道看，直销/经销实现营收 41.34/14.05 亿元，同比分别+70.8%/+27.3%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 82.1% (-1.5pct)，主要受产品成本上升和品类结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，同比分别+3.2pct/持平/-0.2pct。

产品渠道研发多点发力，全渠道布局成效显著。产品端：可复美形成一大医疗器械系列+四大功效护肤系列，明星单品胶原棒及焦点系列等新品表现优异，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+60%/+80%；可丽金强化抗老心智，大膜王、嘭嘭次抛放量，胶卷系列提速显著，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+100%/+150%。渠道端：公司以线上+线下、专业+大众的思路进行全渠道布局。线下产品进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所；线上根据平台特性匹配差异化运营策略，实现全域渠道增长。研发端：推进 III 类医疗器械产品研发，获骨修复材料注册证及重组胶原蛋白填充剂优先审批。

详见开源零售 2023 年 6 月 28 日首次覆盖报告《巨子生物 (2367.HK)：重组胶原蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和 2025 年 3 月 28 日信息更新报告《巨子生物 (2367.HK)：2024H1 归母净利润+47.4%，重组胶原龙头延续高增》等。

### 2.2.6、科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动

2024 年营收同增 103%，多管线为业绩扭亏注入动能。公司发布业绩公告：2024 年

实现营收 2.80 亿元（同比+103.2%，下同）、归母净利润-4.34 亿元（亏损收窄）、经调净利润-3.65 亿元（亏损扩大 3.7%），经营层面亏损占收入的比例进一步收窄。

**毛发及护肤产品表现突出，盈利能力保持稳定。**毛发：公司在毛发疾病及护理领域取得显著进展，相关产品收益占比持续提升。核心产品 CUP-MNDE（米诺地尔喷雾剂）表现突出，稳居天猫跨境米诺地尔品类销量榜首，整体复购率和客服询单转化率持续高于行业平均水平。护肤：欧玛油橄榄系列表现亮眼，贡献超过 70% 的皮肤护理销量。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 51.3%，较 2023 年-0.3pct，维持稳定。

**商业化能力持续验证，2025 年有望迎来业绩新增长点。现有产品：**公司毛发疾病及护理产品和皮肤护理产品持续放量，2024 年 618 和双 11 大促分别实现 5600 万元和 1.1 亿元的 GMV；CU-10201（外用米诺环素）于 2024 年 11 月获批，适用于 9 岁以上青少年及成人重度痤疮，产品优势突出。**在研管线：**公司多个在研管线有望陆续落地，(1) CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）有望尽快获得在国内进行商业化的监管批准，其是全球首个获批用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品；(2) CU-30101（利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理；(3) CU-20401（重组突变胶原酶）于 2024 年 12 月完成治疗额下脂肪堆积的 II 期临床试验，展现出良好疗效和安全性。公司已形成覆盖毛发疾病、皮肤护理和医美领域的多元化产品布局，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

详见开源零售 2024 年 3 月 6 日首次覆盖报告《科笛-B（2487.HK）：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台》和 2024 年 8 月 31 日信息更新报告《科笛-B（2487.HK）：上半年营收维持较快增长，各重磅管线进展顺利》等。

### 2.2.7、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  $\beta$ ：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  $\alpha$ ，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。

### 2.2.8、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。

### 2.2.9、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-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。

### 2.2.10、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。

### 2.2.11、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。

#### 2.2.12、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。

**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。

### 2.2.13、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）纵向延展深化：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、生活化的生活美容子品牌“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。

### 2.2.14、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。

### 2.2.15、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。

### 2.2.16、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。

表4：本周福瑞达、润本股份、吉宏股份表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
002345.SZ	潮宏基	买入	8.10	-0.12%	0.43	0.52	0.61	19	16	13
600612.SH	老凤祥	买入	52.14	-0.75%	3.73	4.17	4.56	14	13	11
002867.SZ	周大生	买入	13.15	-4.24%	0.99	1.14	1.30	13	12	10
600916.SH	中国黄金	买入	8.63	0.80%	0.58	0.70	0.81	15	12	11
600655.SH	豫园股份	买入	5.70	-0.18%	0.03	0.32	0.38	190	18	15
603193.SH	润本股份	买入	33.84	5.19%	0.78	0.96	1.18	43	35	29
603983.SH	丸美生物	买入	35.87	-0.47%	0.94	1.21	1.51	38	30	24
300957.SZ	贝泰妮	买入	45.36	-2.75%	1.97	2.44	2.99	23	19	15
688363.SH	华熙生物	买入	50.45	-1.16%	1.17	1.50	1.87	43	34	27
600223.SH	福瑞达	买入	7.64	7.31%	0.24	0.29	0.33	32	26	23
300740.SZ	水羊股份	买入	12.24	-4.25%	0.50	0.75	0.95	24	16	13
300896.SZ	爱美客	买入	184.13	-5.18%	6.47	7.31	8.25	28	25	22
002612.SZ	朗姿股份	买入	15.52	-3.31%	0.71	0.88	1.05	22	18	15
300592.SZ	华凯易佰	买入	12.79	0.00%	0.95	1.26	1.52	13	10	8
002803.SZ	吉宏股份	买入	12.78	1.16%	0.45	0.67	0.91	28	19	14
301381.SZ	赛维时代	买入	23.30	-2.32%	1.14	1.51	1.94	20	15	12
603214.SH	爱婴室	买入	20.15	-3.50%	0.84	0.94	1.03	24	21	20
601933.SH	永辉超市	买入	4.60	-6.82%	-0.04	0.03	0.09	-115	153	51
603708.SH	家家悦	买入	10.14	0.00%	0.34	0.40	0.47	30	25	22
002697.SZ	红旗连锁	买入	5.41	-4.59%	0.42	0.44	0.46	13	12	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/3/28）

### 3、零售行业动态追踪

#### 3.1、行业关键词：屈臣氏、诺和诺德、京东七鲜、胖东来、永辉超市等

##### 【京东外卖】京东外卖上线 40 天日单量破百万

3月24日，京东外卖宣布，京东外卖上线40天，日订单量已突破100万。目前，京东外卖平台上，已有超45万家品质堂食餐厅，覆盖全国142城。其中，已有多家月销订单突破2000单的门店。(来源：亿邦动力公众号)

##### 【1688】1688 义乌国际选品中心正式开业

3月24日消息，“义乌品·全球选”1688义乌国际选品中心开业发布会已于日前举行。1688义乌国际选品中心鼓励源头厂商提升服务质量，改善采购体验，从而激发产业发展新活力。通过该选品中心加快产业带数字化转型升级，通过大数据、AI工具等技术，为全球买家提供更加精准、高效的服务。(来源：亿邦动力公众号)

##### 【雅家乐调改】学习胖东来，雅家乐超市解放店正式启动调改升级

3月24日消息，江苏雅家乐超市宣布即日起对解放店进行全面的自主调改升级，预计4月25日恢复营业。此次调改将新增11000个单品、2128个品牌，其中7630个单品、886个品牌为新增。此外，2628个单品价格下调，平均降幅达20.5%，商品结构已达到胖东来90%以上水平。(来源：职业零售网公众号)

##### 【屈臣氏】屈臣氏发力即时零售，2025年要开500家店

3月24日消息，屈臣氏计划2025年开设500家门店，将试水社区店，离消费者“更进一步”的同时，加注低线市场满足更多消费者的差异化需求。屈臣氏将继续投入即时零售，深耕效率与体验，加快三线以下的城市扩张，计划开设的新店中近一半位于低线城市，更将新进入100个县级市场。(来源：化妆品观察公众号)

##### 【诺和诺德】诺和诺德2亿美元获减肥药 UBT251 独家许可权

3月25日消息，联邦制药公布，公司全资附属公司联邦生物已与诺和诺德达成有关UBT251的独家许可协议。UBT251是一种GLP-1受体(胰高血糖素样肽-1)、GIP受体(葡萄糖依赖性促胰岛素多肽)和胰高血糖素受体的三重激动剂，处于早期临床开发阶段，用于治疗肥胖、2型糖尿病和其他疾病。(来源：亿邦动力公众号)

##### 【苏宁易购】苏宁易购 Max 店北京首店落子中塔 3月28日开启试营业

3月25日消息，据苏宁易购方面消息，苏宁易购Max店北京首店落子中塔，3月28日正式开启试营业。据了解，该店位于中塔地下1-2层，整体面积2万平方米，是其在北京目前开出的单体最大Max店。(来源：零售圈公众号)

##### 【爱零食】爱零食硬折扣超市 10 店齐开

3月25日消息，爱零食硬折扣超市宣布10店齐开，首次登陆江西市场。这些门店分布在萍乡泉塘小区店、东来小区店、东方巴黎折扣超市、誉城店、南门店、金陵店、体育中心店、万龙湾店、金领店和光丰折扣超市。(来源：职业零售网公众号)

##### 【京东七鲜】京东七鲜北京区域“店+仓”提速计划曝光

3月26日消息，京东七鲜计划到2025年年底，北京的店+仓总数预计突破100家，实现

对北京区域的全覆盖。这意味着京东七鲜创新推行的“1店+N仓”模式将在今年加速复制，进一步巩固其在即时零售赛道的战略卡位。（来源：职业零售网公众号）

### 【胖东来】胖东来公布 2025 年最新经营情况，截至 3 月已销售 58 亿元

3月26日，胖东来官网公开集团销售数据，胖东来3月25日集团单日合计销售2295万元，3月集团单月合计销售额达146965万元，截至2025年3月25日集团合计销售586683万元。（来源：职业零售网公众号）

### 【永辉超市】永辉超市“学习胖东来”自主调改单日新增五店

3月28日消息，永辉超市“学习胖东来”自主调改再落五子，东莞、南宁、温州、北京、兰州五城五店同步焕新开业。其中东莞厚街万达店、南宁吾悦广场店和温州龙湾万达店均为城市首店，北京鸿坤广场店、兰州金城中心店也在顾客的呼唤中同日开业。（来源：永辉同道公众号）

## 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31日	老铺黄金	年报预计披露日期
4月2日	吉宏股份	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
4月11日	普门科技	年报预计披露日期
4月15日	百联股份	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第42届北京美博会等

日期	主题	重大事项
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7日	潮玩	2025年国际授权及衍生品(深圳)展览会
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17日	珠宝首饰	2025中国国际珠宝首饰展览会
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