

商贸零售

2025 年 10 月 19 日

双 11 大促开启，玩法化繁为简，国货品牌增长分化

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

姚慕宇（联系人）

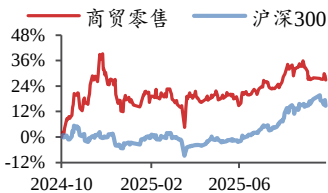
huangzepeng@kysec.cn

yaomuyu@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790125040021

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《国庆假期消费稳步恢复，关注年轻时尚黄金优质品牌——行业周报》
-2025.10.12

《吉宏股份预告高增长，关注三季度高景气赛道公司——行业周报》
-2025.9.28

《医美化妆品 8 月月报：锦波生物胶原蛋白冻干纤维获药用辅料登记，珀莱雅拟赴港上市——行业点评报告》
-2025.9.27

● 双 11 电商大促拉开序幕，玩法化繁为简，国货品牌持续加强布局

年度电商盛宴启幕，双 11 电商大促正式打响，本次大促的核心为“化繁为简+周期延长+战略寻新”。（1）玩法做减法：平台营销机制回归零售本质，从复杂的凑单算法，转向了“官方立减”和“一件直降”的模式；（2）周期在拉长：销售节奏明显前置，战线也被显著拉长；（3）战略寻新增：平台的“战略性扩张”步伐正在加快，积极探寻新的增长点。本次双 11 玩法化繁为简，让消费回归需求，也让品牌回归价值的长期建设，通过赢得用户心智来实现可持续增长。10 月 15 日淘系超头李佳琦美妆直播间开启，流量断层第一，（1）从选品来看，核心国货品牌在李佳琦直播间的链接数较 2024 年略有提升；（2）从销售表现来看，截止于 10 月 15 日 24:00，李佳琦直播间预售中有 13 款爆品突破 10 万件；（3）从趋势来看，贝泰妮旗下薇诺娜特护霜以及锦波生物旗下同频胶原修护次抛精华的 GMV 均超越 2024 年双十一同期，若羽臣旗下纹家首次与李佳琦在双 11 预售首日直播间相聚，单品六合一洗衣凝珠销量亮眼突破 20 万件。整体来看，“国货已不再是国际品牌的补充”这一趋势在李佳琦直播间更为具像化，国货品牌凭借其核心技术与文化叙事构建长期的品牌护城河，建立扎实的消费者心智。

● 行业关键词：大润发、聚水潭、思妍丽、京喜双 11、花西子等

【大润发】大润发自有品牌焕新升级。

【聚水潭】全国最大电商 SaaS ERP 提供商聚水潭将上市。

【思妍丽】美丽田园战略收购思妍丽 100% 股权。

【京喜双 11】京东京喜自营双 11 开门红。

【花西子】花西子入驻三福百货，按下线下“加速键”。

● 板块行情回顾

本周（10 月 13 日-10 月 17 日），商贸零售指数报收 2277.78 点，下跌 0.45%，跑赢上证综指（本周下跌 1.47%）1.02 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 6 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周国光连锁（+21.6%）、合百集团（+15.3%）、汇嘉时代（+13.8%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生；
投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；
投资主线三（化妆品）：关注双 11 大促期间表现亮眼且综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐珀莱雅、毛戈平、润本股份、上美股份等，受益标的若羽臣等；
投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 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：双 11 电商大促拉开序幕，国货品牌加强布局	5
2.1、 行业动态：双 11 大促开启，玩法简化，国货品牌增长分化	5
2.2、 关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司	7
2.2.1、 老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级	9
2.2.2、 潮宏基：产品结构升级、渠道逆势扩张，品牌势能持续向上	9
2.2.3、 毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上	10
2.2.4、 珀莱雅：2025H1 经营稳健，多品牌势能持续提升	10
2.2.5、 巨子生物：2025H1 业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证	11
2.2.6、 上美股份：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间	11
2.2.7、 丸美生物：2025H1 品牌经营稳健，主品牌持续驱动业绩增长	12
2.2.8、 润本股份：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量	13
2.2.9、 周大生：2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化	13
2.2.10、 吉宏股份：上半年营收业绩亮眼，AI 赋能+全球化布局驱动成长	14
2.2.11、 永辉超市：门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点	14
2.2.12、 爱婴室：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进	15
2.2.13、 科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点	16
2.2.14、 爱美客：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复	16
2.2.15、 赛维时代：公司发布股权激励计划，关注后续经营趋势改善	17
3、 零售行业动态追踪	19
3.1、 行业关键词：大润发、聚水潭、思妍丽、京喜双 11、花西子等	19
3.2、 大事提醒：关注多家公司三季报披露等	20
4、 风险提示	20

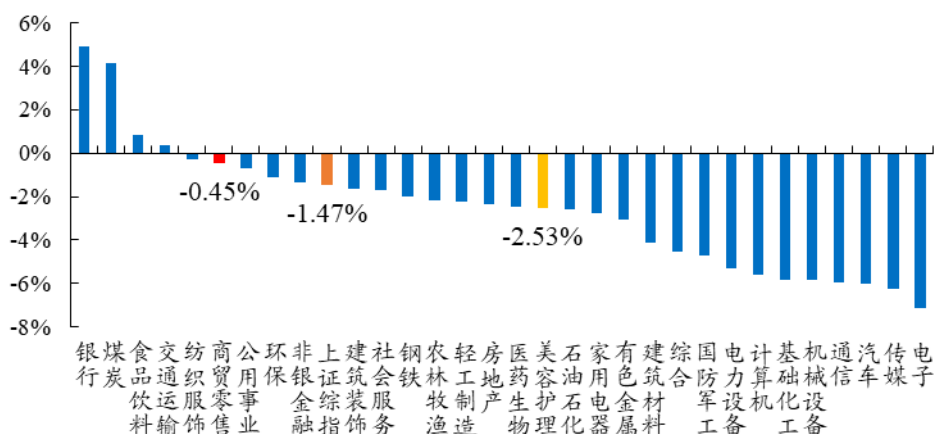
图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 6	3
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 0.45%	3
图 3： 2025 年年初至今（商贸零售）指数上涨 1.74%	3
图 4： 本周超市板块涨幅最大，为 1.75%	4
图 5： 2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 30.14%	4
图 6： 淘系超头李佳琦直播间流量断层第一	6
表 1： 本周零售行业国光连锁、合百集团、汇嘉时代涨幅靠前	4
表 2： 本周零售行业星徽股份、浙江东日、焦点科技等跌幅靠前	4
表 3： 双 11 电商大促正式打响，核心趋势为“化繁为简+周期延长+战略寻新”	5
表 4： 双 11 美妆护肤品类抖音 TOP10 国货数过半	6
表 5： 双 11 李佳琦美妆直播间首日珀莱雅、贝泰妮 GMV 亮眼	6
表 6： 重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等	7
表 7： 本周中国黄金、周大生、家家悦表现相对较好	17
表 8： 零售公司大事提醒：关注多家公司三季报披露等	20
表 9： 零售行业大事提醒：2025 杭州国际珠宝展览会等	20

1、零售行情回顾

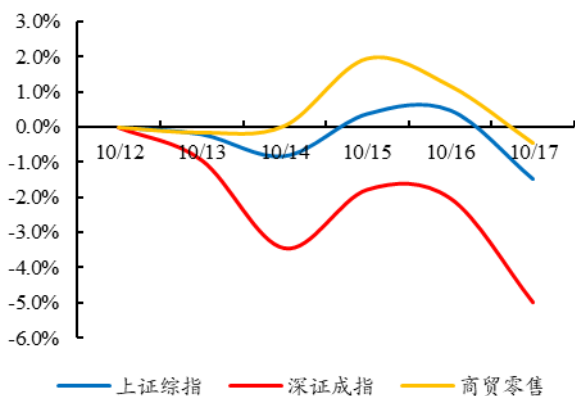
本周（10月13日-10月17日）A股下跌，零售行业指数下跌0.45%。上证综指报收3839.76点，周累计下跌1.47%；深证成指报收12688.94点，周下跌4.99%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为银行、煤炭和食品饮料。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2277.78点，周跌幅为0.45%，在所有一级行业中位列第6位。2025年年初至今，零售行业指数上涨1.74%，表现弱于大盘（2025年年初至今上证综指累计上涨14.56%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第6



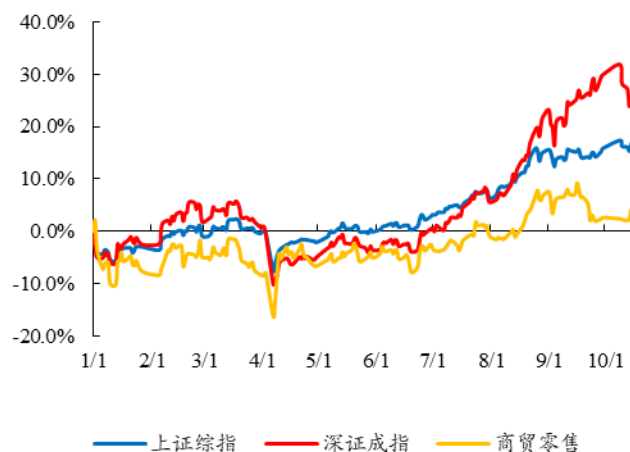
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌0.45%



数据来源：Wind、开源证券研究所

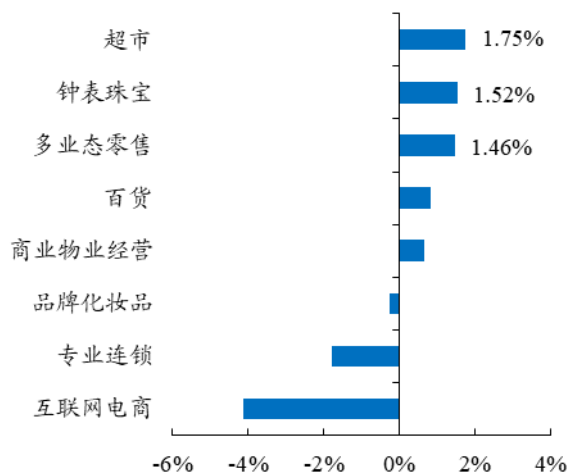
图3：2025年年初至今（商贸零售）指数上涨1.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

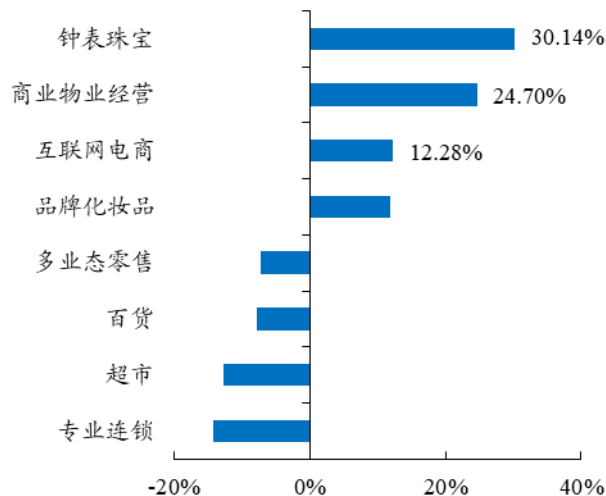
零售各细分板块中，超市板块本周涨幅最大；2025年年初至今，钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块）中，本周5个子板块上涨，其中超市板块涨幅最大，周涨幅为1.75%；2025年全年来看，钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为30.14%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周超市板块涨幅最大，为 1.75%



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 30.14%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周国光连锁、合百集团、汇嘉时代涨幅靠前。本周零售行业主要 86 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司）中，合计有 26 家公司上涨、60 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是国光连锁、合百集团、汇嘉时代，周涨幅分别为 21.6%、15.3%和 13.8%。本周跌幅靠前公司为星徽股份、浙江东日、焦点科技。

表1：本周零售行业国光连锁、合百集团、汇嘉时代涨幅靠前

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	605188.SH	国光连锁	19.09	21.6%	44.0%	150.1%	超市
2	000417.SZ	合百集团	7.31	15.3%	64.2%	16.8%	多业态零售
3	603101.SH	汇嘉时代	11.86	13.8%	28.9%	28.0%	多业态零售
4	000564.SZ	供销大集	2.70	6.3%	21.5%	-21.7%	百货
5	600415.SH	小商品城	19.18	5.8%	9.2%	45.6%	商业物业经营
6	600712.SH	南宁百货	7.11	4.7%	19.6%	-1.7%	百货
7	301078.SZ	孩子王	11.24	4.3%	17.6%	-0.7%	专业连锁III
8	002251.SZ	步步高	5.74	2.9%	64.0%	45.3%	超市
9	003010.SZ	若羽臣	44.49	2.5%	32.8%	213.4%	电商服务
10	000501.SZ	武商集团	9.85	2.1%	11.2%	-3.7%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/10/17）

表2：本周零售行业星徽股份、浙江东日、焦点科技等跌幅靠前

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	300464.SZ	星徽股份	7.14	-13.7%	75.6%	38.1%	跨境电商
2	600113.SH	浙江东日	50.16	-12.3%	7.0%	263.5%	商业物业经营
3	002315.SZ	焦点科技	43.46	-9.6%	12.6%	7.2%	跨境电商
4	301381.SZ	赛维时代	22.00	-9.1%	13.3%	-2.3%	跨境电商
5	300518.SZ	新讯达	11.95	-9.1%	19.7%	-3.3%	电商服务

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/10/17）

2、零售观点：双 11 电商大促拉开序幕，国货品牌加强布局

2.1、行业动态：双 11 大促开启，玩法简化，国货品牌增长分化

年度电商盛宴启幕，双 11 电商大促正式打响，本次大促的核心趋势为“化繁为简+周期延长+战略寻新”。（1）玩法做减法：平台营销机制回归零售本质，从复杂的凑单算法，转向了“官方立减”和“一件直降”的模式，如京东主打“官方直降”概念，商品页面直接显示“双 11 价”无需凑单，淘宝天猫今年推出的官方立减玩法让消费者购买单件商品即可享受直接减免；（2）周期在拉长：销售节奏明显前置，战线也被显著拉长（京东 10 月 9 日开启现货销售，抖音的活动结合中秋把周期拉长至 57 天）；（3）战略寻新增：平台的“战略性扩张”步伐正在加快，积极探寻新的增长点，一方面淘宝将“出海”战略全面推动，为国货开辟新航道；另一方面“即时零售”也成为平台的新战场，京东、淘宝和抖音等平台，通过融合远场电商的价格优势与近场零售的履约时效，精准切入了部分产品高频、应急及体验性消费场景，有望重塑渠道价值与市场格局。本次双 11 玩法化繁为简，让消费回归需求，也让品牌回归价值的长期建设，通过赢得用户心智来实现可持续增长。

表3：双 11 电商大促正式打响，核心趋势为“化繁为简+周期延长+战略寻新”

平台	整体活动时间	关键节点	核心看点
京东	10 月 9 日-11 月 14 日	预热期 10 月 9 日 00:00-19:59 抢先购 10 月 9 日 20:00-10 月 31 日 开门红 10 月 31 日 20:00-11 月 3 日 专场期 11 月 4 日-11 月 7 日 高潮期 11 月 8 日-11 月 11 日 返场期 11 月 12 日-11 月 14 日	1、早鸟红包开领、加购锁库存、30 天价保上线； 2、取消预售，数码家电等商品 现货直降 ，早买早享受； 3、全品类跨店满减启动，发放“满 5000 减 1000”等 超级补贴券 ； 4、每日一个品类主题日（家电、美妆、运动等）， 神券轮番发放 。
淘宝/天猫	10 月 15 日-11 月 14 日	预售预热 10 月 15 日 14:00-19:59 定金支付 10 月 15 日 20:00-10 月 20 日 17:59 尾款支付 10 月 20 日 20:00-10 月 24 日 23:59 现货预热 10 月 17 日 00:00-10 月 20 日 19:59 现货售卖 10 月 20 日 20:00-11 月 14 日	1、支付定金享“ 100 抵 500 ”、 定金膨胀 等优惠； 2、“抢先购”启动，数码、家具等 爆款直降 ； 3、全品类狂欢，提供 红包雨 、 前 N 件半价 等优惠。
抖音	10 月 9 日-11 月 11 日	预热开启 9 月 16 日 正式活动 10 月 9 日-11 月 11 日	1、主打“ 立减折扣 ”“ 一件直降 ”等直接优惠； 2、提供“ 超值天团 ”“ 万店钜惠 ”等频道，为商家提供 千亿级流量 支持。
拼多多	10 月 16 日-11 月 14 日	现货销售 10 月 16 日-11 月 14 日	1、 百亿补贴常态化 ； 2、商品页面直接显示“官方立减”后的到手价，无需凑单或复杂计算。
小红书	10 月 11 日-11 月 11 日	活动时间 10 月 11 日-11 月 11 日	针对买手群体推出 五大扶持政策 。
快手	10 月 7 日-11 月 11 日	预售开启 10 月 7 日-10 月 19 日 正式期 10 月 20 日-11 月 11 日	1、预售期间支付定金 享受折上折优惠 ； 2、 全品类促销 、 年度爆品专场 及 宠粉专场 等多样化活动。

资料来源：电子商务研究中心公众号、亿邦动力公众号、开源证券研究所

淘系超头李佳琦直播间流量断层第一，国货品牌持续发力布局。从抖音渠道来看，根据蝉妈妈数据显示，抖音 2025 年双 11 好物节美妆护肤类入榜 Top10 的品牌中国货品牌数过半，其中珀莱雅稳居第一，百雀羚位列第二，韩束排名第四。从淘宝天猫渠道来看，淘系超头李佳琦直播间流量断层第一，美妆专场直播间首小时访客人数同比增长超 45%，加购 GMV 同比正增长，首小时有 35 个品牌成交破亿，十余款热门单品上线即售罄。（1）从选品来看，核心国货品牌在李佳琦直播间的链接数较 2024 年略有提升，其中珀莱雅合计共有 27 条链接，贝泰妮合计 15 条；（2）从销售表现来看，截止于 10 月 15 日 24:00，李佳琦直播间预售中有 13 款爆品突破 10 万件，其中珀莱雅 4 款、薇诺娜 3 款爆品突破 10 万件，珀莱雅红宝石面霜 3.0、薇诺娜舒缓保湿特护霜第二代、颐莲补水喷雾以及绽家六合一洗衣凝珠均超 20 万件。与此同时，毛戈平小金扇粉饼、黑白羽翼气垫、瑷科缦 5D 眼霜、同频多重胶原澄净次抛精华与函得仕胶原发膜快速售罄；（3）从趋势来看，贝泰妮旗下薇诺娜特护霜以及锦波生物旗下同频胶原修护次抛精华的 GMV 均超越 2024 年双十一同期，若羽臣旗下绽家也是首次与李佳琦在双 11 预售首日直播间相聚，单品六合一洗衣凝珠销量亮眼突破 20 万件。整体来看，“国货已不再是国际品牌的补充”这一趋势在李佳琦直播间更为具像化，国货品牌凭借其核心技术与文化叙事构建长期的品牌护城河，建立起扎实的消费者心智。

表4：双 11 美妆护肤品类抖音 TOP10 国货数过半

排名	品牌	销量	销售额
1	珀莱雅	75-100w	1 亿+
2	百雀羚	75-100w	1 亿+
3	后	25-50w	1 亿+
4	韩束	100w+	1 亿+
5	娇韵诗	10-25w	1 亿+
6	雅诗兰黛	10-25w	1 亿+
7	赫莲娜	10-25w	1 亿+
8	谷雨	50-75w	1 亿+
9	科兰黎	7.5-10w	1 亿+
10	兰蔻	10-25w	1 亿+

数据来源：蝉妈妈、开源证券研究所（注：橙色为国货，科兰黎被逸仙电商收购；数据截止于 10 月 17 日 17:00）

图6：淘系超头李佳琦直播间流量断层第一



资料来源：天猫旗舰店

表5：双 11 李佳琦美妆直播间首日珀莱雅、贝泰妮 GMV 亮眼

公司	链接数	预计销售额（亿元）	公司	链接数	预计销售额（亿元）
珀莱雅	27	4.6	华熙生物	5	0.3
贝泰妮	15	2.4	若羽臣	1	0.3
巨子生物	9	1.4	丸美生物	3	0.3
锦波生物	4	0.8	上海家化	3	0.2
毛戈平	5	0.7	水羊股份	1	0.2
福瑞达	4	0.5	敷尔佳	3	0.1
上美股份	5	0.4			

数据来源：天猫旗舰店、李佳琦直播间、开源证券研究所（注：数据截止于 10 月 15 日晚 24:00；销量 5w+按 5 万计算，采用数据为天猫已预订数据；单链接多规格按到手价均价计算。）

2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线 1：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。黄金珠宝行业“消费+投资”长期逻辑未变，但竞争格局已悄然变化。受情绪消费驱动叠加年轻消费者逐渐掌握消费话语权，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的产品型品牌快速崛起，超越传统铺货型渠道品牌。高端中式黄金和小件时尚黄金等细分品类相对受益情绪消费，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生等。

投资主线 2：关注顺应消费趋势积极变革探索的线下零售龙头。借“情绪消费”东风，线下渠道有望迎来与线上电商的攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、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、永辉超市等，受益标的重庆百货等。

投资主线 3：关注双 11 大促期间表现亮眼且综合实力强的国货美妆品牌。2025 年双 11 大促开启，国货品牌整体加强布局的趋势未变，品牌间增长进一步分化，在高景气美妆细分赛道中拥有核心大单品，以及具有较强综合运营能力的国货品牌在大促期间将充分受益。建议关注高端美妆、个护家清、功效护肤等赛道，重点推荐珀莱雅、毛戈平、润本股份、上美股份、贝泰妮等，受益标的若羽臣等。

投资主线 4：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。长期看医美“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，率先布局差异化管线的医美上游厂商有望抢占消费者心智高地，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类赛道；此外下游医美机构也有望在长尾出清和上游产品丰富背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的包括锦波生物等。

表6：重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、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
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2025H1 实现营收 123.54 亿元（+250.9%）、归母净利润 22.68 亿元（+285.8%）。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。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2025H1 实现营收 32.34 亿元（+31.8%）、归母净利润 1.18 亿元（+63.3%）。2025 年前三季度预计实现归母净利润 2.09-2.22 亿元（同比+55~65%）。跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2025H1 实现营收 41.02 亿元（+19.5%）、归母净利润 3.31 亿元（+44.3%）。2025Q2 实现营收 18.50 亿元（+13.1%）、归母净利润 1.42 亿元（+44.3%）。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。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2025H1 实现营收 17.69 亿元（+30.8%）、归母净利润 1.86 亿元（+5.2%）。2025Q2 实现营收 9.23 亿元（+33.5%）、归母净利润 0.51 亿元（-23.1%）。 “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	2025H1 实现营收 18.35 亿元（+8.3%）、归母净利润 0.47 亿元（+10.2%）。主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
603193.SH	润本股份	化妆品	2025H1 实现营收 8.95 亿元（+20.3%）、归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）。2025Q2 实现营收 6.55 亿元（+13.5%）、归母净利润 1.43 亿元（-0.9%）。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。
300896.SZ	爱美客	医美	2025H1 实现营收 12.99 亿元（-21.6%）、归母净利润 7.89 亿元（-29.6%）。2025Q2 实现营收 6.36 亿元（-25.1%）、归母净利润 3.46 亿元（-41.8%）。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。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600223.SH	福瑞达	化妆品	2025H1 实现营收 17.90 亿元（-7.1%）、归母净利润 1.08 亿元（-15.2%）。 2025Q2 实现营收 9.13 亿元（-11.7%）、归母净利润 0.57 亿元（-16.1%）。 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。
601933.SH	永辉超市	超市	2025H1 实现营收 299.48 亿元（-20.7%）、归母净利润-2.41 亿元（-187.4%）。 2025Q2 实现营收 124.69 亿元（-22.6%）、归母净利润-3.88 亿元（+15.8%）。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2025H1 实现营收 25.88 亿元（+31.3%）、归母净利润 6.70 亿元（+36.1%）。 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。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2025H1 实现营收 27.88 亿元（-4.3%）、归母净利润 2.74 亿元（+64.1%）。 2025Q2 实现营收 13.89 亿元（-0.5%）、归母净利润 1.79 亿元（+134.0%）。 “内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2025H1 实现营收 41.08 亿元（+16.0%）、归母净利润 5.24 亿元（+30.7%）。 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。
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2025 实现营收 827.37 亿元（-17.5%）、归母净利润 54.59 亿元（-9.0%）。 FY2026Q1 实现零售值同比-1.9%。 持续推动产品结构优化和门店调性升级，一口价占比提升带动盈利能力改善。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2025H1 实现营收 53.62 亿元（+7.2%）、归母净利润 7.99 亿元（+13.8%）。 2025Q2 实现营收 30.03 亿元（+6.5%）、归母净利润 4.08 亿元（+2.4%）。 公司国货美妆龙头地位稳固，多系列新品频出有望贡献增量。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2025H1 实现营收 31.13 亿元（+21.7%）、归母净利润 11.82 亿元（+20.2%）。 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。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2025H1 实现营收 310.98 亿元（-11.5%）、归母净利润 3.19 亿元（-46.4%）。 2025Q2 实现营收 200.96 亿元（+18.9%）、归母净利润 1.84 亿元（-20.2%）。 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。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2025H1 实现营收 45.97 亿元（-43.9%）、归母净利润 5.94 亿元（-1.3%）。 2025Q2 实现营收 19.24 亿元（-38.5%）、归母净利润 3.42 亿元（+31.3%）。 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	2025H1 实现营收 90.07 亿元（-3.8%）、归母净利润 1.83 亿元（+7.8%）。 2025Q2 实现营收 40.66 亿元（-2.6%）、归母净利润 0.41 亿元（+82.6%）。 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	2025H1 实现营收 58.46 亿元（+28.0%）、归母净利润 1.69 亿元（-28.2%）。 2025Q2 实现营收 28.87 亿元（+21.4%）、归母净利润 1.22 亿元（-18.3%）。 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。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2025H1 实现营收 191.12 亿元（-30.7%）、归母净利润 0.63 亿元（-94.5%）。 2025Q2 实现营收 103.3 亿元（-0.2%）、归母净利润 0.11 亿元（-98.9%）。 珠宝板块延续承压，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
2487.HK	科笛-B	医美	FY2025H1 实现营收 0.66 亿元（-31.2%）、归母净利润-2.39 亿元（-19.1%）。 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。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2025H1 实现营收 333.56 亿元（-16.5%）、归母净利润 12.20 亿元（-13.1%）。 2025Q2 实现营收 158.35 亿元（+10.5%）、归母净利润 6.07 亿元（+0.9%）。 公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、老铺黄金：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级

公司 2025H1 营收同比+250.9%，归母净利润同比+285.8%。公司发布业绩公告：2025H1 营收 123.54 亿元(同比+250.9%，下同)、归母净利润 22.68 亿元(+285.8%)；品牌破圈、渠道升级带动高增长；此外拟每股派息 9.59 元。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动同店开店高增长。品牌端：老铺黄金品牌人群破圈效应持续演绎，实现会员人数快速增长，截至报告期末忠诚会员数达 48 万人，且公司首次公布与爱马仕、LV 等国际顶奢品牌的消费者重合度达 77.3%，高端定位强势验证。产品端：重视研发创新并严格产品质量管控，推动产品持续优化、推新、迭代，截至报告期，公司已创作出超 2100 项原创设计。渠道端：2025H1 公司线上业务快速成长，实现收入 16.18 亿元，同比增长 313.3%，其中天猫旗舰店单 618 期间成交额就突破 10 亿元；线下方面，截至 2025H1 公司门店总数 41 家(较 2024 年底新增 5 家、优化扩容 2 家)、入驻高端商场 29 个，平均单个商场实现销售业绩 4.59 亿元，继续保持在中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中排名第一。受益品牌持续破圈和高端商圈拓展、门店区位优势，2025H1 公司同店收入同比增长 201%。

国内聚焦店效提升、海外推进渠道拓展，追求品牌国际化和市场全球化。公司持续推进国内高端商圈拓展并聚焦存量门店面积优化、区位升级，追求单店效益提升，此外坚定出海战略，致力于品牌国际化和市场全球化。国内：通过面积优化、区位升级和 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。海外：新加坡顶级商圈布局顺利打开出海第一步，2025H1 境外收入同比高增 455%，后续海外成长空间可期。

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 2025 年 8 月 22 日信息更新报告《老铺黄金(6181.HK)：2025H1 同店高增长，品牌人群破圈、渠道强势升级》等。

2.2.2、潮宏基：产品结构升级、渠道逆势扩张，品牌势能持续向上

2025H1 归母净利润同比+44.3%，产品升级和渠道扩张带动业绩向上。公司发布中报：2025H1 实现营收 41.02 亿元(同比+19.5%，下同)、归母净利润 3.31 亿元(+44.3%)；单 2025Q2 实现营收 18.50 亿元(+13.1%)、归母净利润 1.41 亿元(+44.3%)；此外拟每股派息 0.10 元。我们认为，公司聚焦时尚黄金品类，深度理解年轻客群偏好，产品结构升级叠加加盟渠道扩张驱动业绩持续高增长。

加盟代理快速发展、黄金品类增速快，经营效率显著改善。分产品看，2025H1 公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 19.9/18.3/1.2 亿元，同比+20.3%/+24.0%/-17.4%；分渠道看，自营/代理/网络渠道分别实现营收 11.7/22.4/5.7 亿元，同比+4.8%/+36.2%/-5.8%，毛利率分别为 37.8%(+2.4pct)/16.8%(-0.4pct)/22.7%(+1.7pct)，自营渠道产品结构改善带来毛利率优化，加盟代理渠道兑现收入高增长。**盈利能力方面**，2025H1 公司综合毛利率为 23.8%(-0.3pct)，销售/管理/财务费用率分别为 9.3%(-2.1pct)/1.6%(-0.4pct)/0.4%(-0.1pct)，期间费用率持续优化。

加盟渠道扩张、产品结构升级，全渠道营销推动品牌势能向上。(1)渠道扩张：公司 2025H1 珠宝业务净增 31 家门店(其中加盟净增 68 家)，期末门店总数达到 1542 家，继续逆势净开店，并进驻 SKP 等国内顶级商业体；(2)产品升级：公司根植

中国传统文化，在黄金品类持续创新，除一口价时尚黄金外，以“梵华”系列为代表的精品克重黄金亦快速增长，产品力进一步提升；**（3）品牌扩圈：**公司坚持全渠道营销和品牌国际化，一方面深耕小红书平台，借助 KOL+KOS 营销矩阵，实现从品牌曝光到信任建立到消费转化；另一方面继续深化出海战略布局，进驻东南亚多个国家核心商圈，品牌影响力持续增强。

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 2025 年 8 月 25 日信息更新报告《**潮宏基（002345.SZ）：产品结构升级、渠道逆势扩张，品牌势能持续向上**》等。

2.2.3、毛戈平：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上

公司 2025H1 收入利润超 30% 增长，业绩符合预期，高端品牌势能持续向上。公司发布业绩公告：2025H1 营业收入 25.88 亿元（同比+31.3%，下同）、归母净利润 6.70 亿元（+36.1%），业绩符合预期，高基数下稳定业绩持续兑现。

加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率平稳下降。分业务看，2025H1 彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 14.22/10.87/0.67 亿元，同比分别+31.1%/+33.4%/-5.9%，分别占比 55.0%/42.0%/2.6%。**分渠道看**，线上/线下渠道实现营收 12.97/12.24 亿元，同比分别+39.0%/+26.6%。**盈利能力方面**，2025H1 公司毛利率 84.2%（-0.7pct），其中彩妆/护肤/香氛/化妆艺术培训业务毛利率分别为 82.7%/87.5%/62.9%/77.6%；**费用方面**，销售/管理/研发费用率为 45.2%/6.9%/0.6%，同比分别-2.3pct/-1.5pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳下降。

彩妆护肤协同发展，香氛开拓品类边界，高端渠道持续发力。彩妆端，公司以彩妆为基本盘，2025H1 小金扇粉饼和鱼子气垫均实现超 2 亿元销售额，延续高端国货彩妆龙头优势；此外公司布局香水赛道，上新“国韵凝香”和“闻道东方”系列，已实现 1141 万元销售额。**护肤端**，鱼子面膜零售额超 6 亿元（占护肤近 60%），黑霜超 2 亿元，大单品持续发力；同时新品逐步落地，黑金焕颜鎏光精华水超 1600 万元。**线下端**，2025H1 自营及经销专柜分别为 405/32 个，覆盖超 120 个城市，复购率达 30.3%（+1.6pct），入驻北京 SKP、重庆星光 68 百货等超高端渠道，杭州开设首家品牌形象旗舰店，强化高端国妆定位并助于同店提升。**线上端**，2025 年 618 大促销销售额增长超 70%，并在好物节夺得抖音彩妆类目榜首，线上通过加强营销活动持续拓新，同时老客复购率增加，未来有望维持较快增速。

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**》和 2025 年 8 月 29 日信息更新报告《**毛戈平（1318.HK）：2025H1 业绩亮眼，高端国货美妆势能持续向上**》等。

2.2.4、珀莱雅：2025H1 经营稳健，多品牌势能持续提升

2025H1 营收同比+7.2%，归母净利润同比+13.8%，品牌经营稳健。公司发布半年报：2025H1 实现营收 53.62 亿元（同比+7.2%，下同）、归母净利润 7.99 亿元（+13.8%）；单 2025Q2 实现营收 30.03 亿元（+6.5%）、归母净利润 4.08 亿元（+2.4%），公司为国货美妆龙头，多系列新品加速推新，第二梯队品牌增长强劲。

2025H1 第二梯队品牌表现亮眼，洗护系列增势较强，销售费用率有所提升。分品牌看，2025H1 珀莱雅实现营收 39.79 亿元（-0.1%），彩棠/OR/悦芙媞/原色波塔分别实现营收 7.05/2.79/1.66/0.97 亿元，同比分别增长 21.1%/102.5%/3.3%/80.2%，第二梯队品牌增长亮眼。**分渠道看**，线上/线下分别实现营收 51.09 亿元（+9.2%）/2.47 亿

元（-21.5%），线下营收承压。**分品类看**，护肤类/美容彩妆类/洗护类营收分别为41.99/8.37/3.20亿元，同比分别增长0.2%/25.8%/131.3%，洗护类产品在低基数下实现销售额迅速增长。**盈利能力方面**，2025H1毛利率为73.4%（+3.6pct），毛利率提升主要系品牌降本增效带来营业成本下降。**费用方面**，销售/管理/研发费用率2025H1同比分别+2.8pct/-0.2pct/-0.1pct，销售费用增加主要系形象宣传推广费增加。

珀莱雅多方向加速推新，拟港股上市加快国际化布局。**产品：**珀莱雅多方向加速推新推动产品矩阵升级，2025年4-6月陆续推出持妆夜气垫（针对毛孔和出油）、双色夜粉饼（针对肌肤干燥、卡粉等）、械字号面膜，双抗精华、能量美白系列推出美白特证版，实现“抗氧+美白”双效协同，后续有多款重要品类新品待推。**运营：**线上端公司持续精细化运营，优化达播结构，线下端积极拓展优质百货渠道网络。此外，公司于2025年8月审议通过筹划发行H股议案，期待公司港股上市加快国际化战略和海外业务发展。

详见开源零售2021年12月8日首次覆盖报告《珀莱雅（603605.SH）：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和2025年8月28日信息更新报告《珀莱雅（603605.SH）：2025H1经营稳健，多品牌势能持续提升》等。

2.2.5、巨子生物：2025H1业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证

公司 2025H1 稳健增长，重组胶原蛋白龙头业绩持续兑现。公司发布业绩公告：2025H1实现营收31.13亿元（同比+22.5%，下同）、归母净利润11.82亿元（+20.2%）。公司为重组胶原蛋白龙头，产品具备长期竞争力，业绩有望持续兑现。

可复美、可丽金双品牌驱动，护肤品类增速较快，直销电商平台表现亮眼。**分品类来看**，2025H1护肤品/敷料/保健食品实现营收24.10/6.93/0.10亿元，同比分别+24.2%/+17.1%/+16.3%。**分品牌看**，2025H1可复美/可丽金分别实现营收25.42/5.03亿元，同比分别+22.7%/+26.9%。**分渠道看**，直销/经销实现营收23.25/7.87亿元，同比分别+26.5%/+12.1%，其中其中线上DTC店铺/电商平台营收同分别+13.3%/+133.6%，电商平台实现高增。**盈利能力方面**，2025H1公司毛利率为81.7%（-0.7pct），主要受产品结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为34.0%/2.7%/1.3%，同比分别-1.1pct/+0.1pct/-0.6pct。

产品矩阵持续迭代，渠道拓展与研发并行。**产品端：**可复美形成一大医疗器械系列+五大功效护肤系列布局，重组胶原蛋白敷料、焦点系列表现优异，胶原棒升级2.0版本，明星单品市场认可度提升，秩序系列和吨吨系列进展顺利；可丽金巩固抗老心智，明星产品胶原大膜王升级3.0版本表现强劲，胶卷系列定位大众和细分品类提速显著。**渠道端：**线下公司产品进入约1700家公立医院、3000家私立医院和诊所，同时可复美品牌专卖店拓展至24家，新增覆盖杭州、南京、天津等城市，线上持续多平台精细化运营；此外公司入驻马来西亚屈臣氏，成为当地首个中国功效性护肤品牌。**研发端：**2025上半年新增专利19项，公司“重组胶原蛋白植入剂”、“重组胶原蛋白冻干纤维”两款三类医疗器械获受理，期待医美业务贡献新增量。

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8月29日信息更新报告《巨子生物（2367.HK）：2025H1业绩稳健，大单品迭代与渠道拓展持续验证》等。

2.2.6、上美股份：2025H1业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间

2025H1 归母净利润+30.7%，公司多品牌全面开花。公司发布业绩公告：2025H1实

现营收 41.08 亿元（同比+16.0%）、归母净利润 5.24 亿元（+30.7%），符合市场预期。公司主品牌韩束持续领跑，多品牌协同发力，有望带动公司长期增长。

主品牌韩束领跑，新兴品牌一页增势较强，线上自营能力提升。分品牌看，主品牌韩束实现营收 33.44 亿元（+14.3%），抖音平台月度 GMV 持续稳居美妆品牌第一；新兴品牌 Newpage 一页实现营收 3.97 亿元（+146.5%），618 位居天猫婴童护肤榜单 TOP2，洗护榜单 TOP3；红色小象/一叶子分别实现收入 1.59 亿元（-8.7%）/0.89 亿元（-29.0%）。**分渠道看**，线上/线下渠道收入分别为 38.09 亿元（+20.1%）/2.69 亿元（-10.6%），线上自营能力提升。**盈利能力方面**，2025H1 公司毛利率 75.5%（-1.0pct），毛利率维持稳定；销售/管理/研发费用率分别为 56.9%/3.6%/2.5%，同比分别 -0.7pct/+0.5pct/+0.3pct。

韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页完成全年龄段布局，新品牌密集落地。韩束：为品牌核心增长引擎，“聚焦+裂变”打法逐渐成型，6 大 BU 协同发展；线上自营能力提升，爆品蛮腰套盒势能延续，X 肽系列销售额超 2 亿元，男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，新品洁面膏、洗发水、身体精华等起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。**Newpage 一页**：聚焦大单品策略，已完成 0-18 岁全年龄段品类布局，大单品安心霜天猫婴童榜单多次位列第一，618 销量超 33 万瓶，夏季应季单品舒缓喷雾、爽身露 618 销量亮眼，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，新品牌 ATISER 聚光白水光面膜直播迅速放量，与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NAN beauty 已上市；此外，公司计划推出婴童护理品牌面包超人、定位高端抗衰的 TAZU 等。

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》和 2025 年 9 月 1 日信息更新报告《上美股份（2145.HK）：2025H1 业绩亮眼，多品牌协同打开成长空间》等。

2.2.7、丸美生物：2025H1 品牌经营稳健，主品牌持续驱动业绩增长

2025H1 营收同比+30.8%，归母净利润同比+5.2%低于预期。公司发布半年报：2025H1 实现营收 17.69 亿元（同比+30.8%，下同）、归母净利润 1.86 亿元（+5.2%）；单 2025Q2 实现营收 9.23 亿元（+33.5%）、归母净利润 0.51 亿元（-23.1%）、扣非归母净利润 0.43 亿元（-30.2%），业绩低于预期。

眼部类产品表现亮眼，线上渠道持续高增，销售费用率有所提升。分品类看，2025H1 眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 4.20 亿元（+76.2%）/6.93 亿元（+21.7%）/1.35 亿元（+11.5%）/5.18 亿元（+23.1%）。分品牌看，2025H1 丸美/恋火分别实现营收 12.50/5.16 亿元，同比分别+34.4%/+23.9%。**分渠道看**，2025H1 公司线上、线下渠道分别实现营收 15.71/1.97 亿元，同比分别+37.9%/-7.1%，线上保持高增；线下持续推出专攻产品，同时加强窜货控价管理维护渠道生态。**盈利能力方面**，公司 2025H1 毛利率为 74.6%（-0.1pct），同比基本持平。**费用方面**，2025H1 公司销售/管理/研发费用率同比分别+3.5pct/-0.6pct/-0.3pct，销售费用增加系公司加大品牌建设投入所致。

丸美产品集中度与品牌粘性持续提升，恋火场景化创新巩固细分市场优势。丸美：强化“眼部护理+淡纹抗老”心智，逐步构建“超级单品+储备单品”的产品梯队，猫旗 TOP5 核心单品销售占比 73%，产品集中度进一步提升；产品迭代与上新持续推进，4 月新品胶原小金针超级面膜上新即霸榜天猫涂抹面膜新品榜 TOP1。**恋火**：丰富“看不见”“蹭不掉”系列单品矩阵，通过限定版设计和场景化创新巩固细分市场优势，618 期间线上 GMV 突破 3.5 亿元。运营：线上端打造“品宣-种草-转化”高效闭环链路，

实行“多平台协同、精细化运营”策略；线下端持续渠道拓展，打造渠道专攻系列巩固渠道竞争力。

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 2025 年 8 月 24 日信息更新报告《**丸美生物（603983.SH）：2025H1 品牌经营稳健，主品牌持续驱动业绩增长**》等。

2.2.8、润本股份：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量

2025H1 营收同比+20.3%，归母净利润同比+4.2%。公司发布半年报：2025H1 实现营收 8.95 亿元（同比+20.3%，下同）、归母净利润 1.88 亿元（+4.2%）；2025Q2 实现营收 6.55 亿元（+13.5%）、归母净利润 1.43 亿元（-0.9%）。我们认为，公司作为“驱蚊+婴童护理”细分龙头，不断丰富产品矩阵，规模优势持续巩固。

婴童护理系列贡献收入上升，销售投放略加大。分品类看，2025H1 公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 4.05/3.75/0.92 亿元，同比分别+38.7%/+13.4%/-14.6%，婴童护理贡献收入同比提升，达 45.3%，驱蚊业务在夏季启动较晚背景下增速放缓。此外，2025Q2 婴童护理/驱蚊/精油业务售价分别+6.9%/-0.8%/-11.4%，婴童护理新品价格较高带动品类售价提升。分渠道看，2025H1 线上/线下分别实现营收 6.43/2.51 亿元，同比分别+20.0%/+21.2%。费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 30.3%/1.8%/1.8%，同比分别+1.5pct/-0.1pct/-0.2pct。

公司持续丰富品类矩阵，期待后续叠加渠道布局贡献收入增量。产品端，公司持续推进多品类扩张，2025H1 推出 40 余款单品，防晒系列加快布局，推出儿童水感防晒啫喱、防晒棒等，护理类产品线拓展到青少年，拓宽产品客群年龄段覆盖，定时加热器推出童锁款提升使用安全性。渠道端，公司进一步扩展线下渠道，新增与山姆渠道合作，非平台经销渠道已开发胖东来、永辉、屈臣氏等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道；同时在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市占率，渠道覆盖力和渗透率稳步提升。

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 2025 年 8 月 20 日信息更新报告《**润本股份（603193.SH）：2025H1 业绩稳健，看好后续品类延伸贡献增量**》等。

2.2.9、周大生：2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化

2025Q2 归母净利润同比+31.3%。公司发布中报：2025H1 实现营收 45.97 亿元（同比-43.9%，下同）、归母净利润 5.94 亿元（-1.3%）；2025Q2 实现营收 19.24 亿元（-38.5%）、归母净利润 3.42 亿元（+31.3%）；此外拟每股派息 0.25 元。我们认为，公司通过重塑多品牌定位和产品结构优化，聚焦存量店效提升，成长势能有望复苏。

受益金价上行和产品结构优化，公司盈利能力显著提升。2025H1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 8.90/11.68/24.25 亿元，同比-7.6%/-1.9%/-59.1%；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 34.15/2.86/3.80 亿元，同比-50.9%/-23.1%/+4.4%，素金类产品受金价上涨冲击，销售端有所承压。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 30.3%（+12.0pct），销售/管理/财务费用率分别为 10.8%/1.1%/0.1%，同比分别+4.3pct/+0.5pct/-0.2pct。综合来看，2025H1 毛利率大幅提振主要受益产品结构优化及金价上升带来的定价红利，其中费用率抬升主要系收入端下滑但费用投放刚性所致。

直营渠道保持韧性，继续关注后续品牌矩阵升级和产品结构优化。(1) **渠道**：2025H1 公司线下新开/净开门店 204 家/-290 家，期末门店总数达 4718 家，其中加盟/自营分别净开-344/54 家，加盟渠道承压，直营渠道继续保持韧性。(2) **品牌**：继续加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”等多品牌矩阵建设，同时重视营销推广，以持续式、脉冲式、矩阵式的广告投放策略，构建了由各类媒介整合的立体式品牌营销传播体系，全方位覆盖目标消费群体。(3) **产品**：继续推动产品结构优化，根据金价走势和消费情绪变化，动态调整产品组合、营销策略与库存结构，维持全年货盘稳定，此外重视 IP 款打造，以迎合年轻消费群体偏好。

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 2025 年 8 月 28 日信息更新报告《周大生 (002867.SZ)：2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化》等。

2.2.10、吉宏股份：上半年营收业绩亮眼，AI 赋能+全球化布局驱动成长

事件：2025H1 营收同比+31.8%，归母净利润同比+63.3%。公司发布中报：2025H1 实现营收 32.34 亿元（同比+31.8%，下同）、归母净利润 1.18 亿元（+63.3%），单 2025Q2 实现营收 17.56 亿元（+55.5%）、归母净利润 0.59 亿元（+99.6%）。

跨境社交电商业务快速成长，即时零售蓬勃发展带来包装业务增量需求。分业务看，(1) **跨境社交电商**：2025H1 实现营收 21.16 亿元(+52.9%)、毛利率 61.4%(+1.7pct)，报告期内跨境社交电商业务持续深化 AI 技术优势，同时加速自有品牌孵化，实现市场份额和品牌溢价的提升，从而驱动业绩快速增长。(2) **包装**：2025H1 实现营收 11.15 亿元（+10.0%）、毛利率 19.6%（+3.2pct），公司凭借包装业务的技术和规模优势维持稳健成长，此外各大互联网平台开始加大即时零售业务布局，这也催生了食品级包装需求的井喷式增长。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率 47.0%（+6.3pct）、净利率 4.2%（+1.5pct），同比提升明显。费用方面，2025H1 销售/管理/研发费用率分别为 36.2%（+5.8pct）/3.6%（-0.8pct）/2.1%（-0.5pct）。

智能化优势+自有品牌发展+全球化布局，驱动双主业高质量成长。跨境电商：(1) 自主研发并持续更新迭代“Giikin”平台，在训练和应用中实现自我进化，形成“数据飞轮”效应，铸就“数据+智能算法”核心护城河；(2) 继续孵化自有品牌，寻找新的盈利增长点，目前已打造包括 SenadaBikes 电动自行车、Veimia 内衣、Konciwa 遮阳伞及 PETTENA 宠物用品等自有品牌。**包装**：通过持续研发投入，带动制造技术和运营效率提升，受益即时零售行业快速发展，包装业务向更加高品质、智能化、绿色化方向加速演进。

详见开源零售 2020 年 7 月 6 日首次覆盖报告《吉宏股份 (002803.SZ)：移动互联网时代的精准营销“带货人”》和 2025 年 8 月 27 日信息更新报告《吉宏股份 (002803.SZ)：2025Q2 业绩超预期，关注后续品牌升级和产品优化》等。

2.2.11、永辉超市：门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点

存量门店进入调改深水区，公司经营业绩短期承压。公司发布中报：2025H1 实现营收 299.48 亿元（同比-20.7%，下同）、归母净利润-2.41 亿元（2024 年同期为 2.75 亿元）；单 2025Q2 实现营收 124.69 亿元（-22.6%），归母净利润-3.88 亿元（2024 年同期为-4.61 亿元）。我们认为，公司向品质零售转型进展顺利，目前存量门店进入系统化、规模化调改阶段，短期有所承压，但长期经营拐点可期。

公司主动进行商品汰换和供应商优化，短期影响利润率。分行业看，2025H1 公司零

售业/服务业分别实现营收 285.09/14.40 亿元，同比分别-19.4%/-40.4%；分产品看，生鲜及加工/食品用品（含服装）分别实现营收 115.05/170.04 亿元，同比分别-15.4%/-21.9%。盈利能力方面，2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），盈利能力下滑主要系公司主动进行供应链改革，完成大量供应商及商品的升级汰换造成毛利损失，同时大量闭店过程中产生一定租赁及人员赔偿等成本费用。2025H1 公司综合毛利率为 20.8%（-0.8pct），销售/管理/财务费用率分别为 19.2%（+2.0pct）/2.9%（+0.6pct）/1.3%（-0.4pct），费用率整体有所抬升，毛利率短期承压。

供应链改革持续深化，自有品牌稳步发展，门店调改迈入系统化阶段。（1）供应链：加速推进裸采模式，期间完成 2860 家标品供应商的裸采合同签订，精简供应商数量约 50%，生鲜板块源头采购比例提升至 60%以上，熟食加工板块自营销售额占比从 40.2%上涨至 78.1%；（2）自有品牌：公司通过严格溯源和品质管理打造产品力，截至报告期已陆续上架 2 支自有品牌单品，初步呈现差异化竞争力；（3）门店调改：截至 2025 年 6 月底公司共调改 124 家门店，在供应链改革和自有品牌发展同步进行下，调改进入系统化、规模化阶段。

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 2025 年 8 月 26 日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：门店调改进入阵痛期，静待经营业绩拐点》等。

2.2.12、爱婴室：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进

2025H1 扣非归母净利润同比+20.6%。公司发布中报：2025H1 实现营收 18.35 亿元（同比+8.3%，下同）、归母净利润 4674 万元（+10.2%），实现扣非归母净利润 3697 万元（+20.6%）；单 2025Q2 实现营收 9.76 亿元（+9.9%）、归母净利润 4004 万元（+10.9%）；此外拟每股派息 0.13 元。公司是母婴零售龙头，主业渠道稳健扩张，万代合作 IP 合作打开第二成长空间。

渠道端和产品端表现稳健，经营提效驱动费用率优化。2025H1 分渠道看，门店/电商/母婴服务/供应商服务/供应链综合管理分别实现营收 12.88/0.76/0.20/0.83/3.65 亿元，同比分别+5.8%/-14.9%/+13.4%/-6.3%/+31.0%，门店销售表现稳健。分产品看，奶粉类/食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 8.56/1.12/2.57/1.01/0.40 亿元，同比分别+6.5%/+0.3%/+0.7%/+0.0%/+8.0%；其中奶粉类和玩具及出行类表现相对较好。盈利能力方面，毛利率为 25.9%（-0.6pct）。费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 18.7%/3.2%/0.6%，同比分别-1.0pct/+0.1pct/-0.3pct，经营效率稳步提升。

母婴渠道稳健扩张，万代合作 IP 零售店有望加速推进。（1）渠道：2025H1 期间，公司新开 35 家门店并关闭 23 家门店，期末门店合计 487 家（较一季度末增加 15 家），其中新开母婴门店 34 家，门店精细化运营顺利推进，来客数与销售同比增长近 20%。（2）品牌：与合作企业采取品牌直供模式，同时从产品原料、配方、功能、定价等多维度提升自有产品核心竞争力，报告期内公司多个品类中自有品牌销售占比已超 30%，其中自有品牌棉纺品销量同比增长超 20 万件。（3）万代合作：与万代南梦宫合作顺利进行，依托高达、宝可梦、哆啦 A 梦等国际知名 IP，下半年在“区域核心城市+重点商圈”双轨扩张策略下有望加速推进。

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 2025 年 8 月 23 日信息更新报告《爱婴室（603214.SH）：2025H1 主业门店稳健扩张，万代合作有望加速推进》等。

2.2.13、科笛-B：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点

2025H1 归母净利润亏损扩大 19.1%，剥离欧玛业务业绩短期承压。公司发布业绩公告：2025H1 实现营收 0.66 亿元（同比-31.2%）、归母净利润-2.39 亿元（亏损扩大 19.1%），经营层面公司终止与欧玛的代理合作，带来业绩承压。长期看，公司集中资源推进核心新品的商业化进程，后续新品陆续落地有望为业绩增长注入持续动能。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为-3.21/-1.34/0.18 亿元，对应 EPS 为-1.00/-0.42/0.06 元，营业收入为 5.42/9.63/14.89 亿元，当前股价对应 PS 为 6.2/3.5/2.3 倍，维持“买入”评级。

在研管线商业化在即，核心新品放量可期。产品端，公司两款新品将在 2025 年下半年商业化：（1）CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）2025 年 6-8 月先后在大陆和香港获批，为全球首个用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品，可有效降低药物全身暴露，临床差异化优势显著；（2）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，泡沫剂降低药物副作用。**营销端**，公司已建立覆盖全国的专职营销团队，提前布局渠道与学术推广，线上重点在天猫、京东、抖音、小红书等平台进行科普教育与精准触达，强化消费者心智；线下已成功开发数百家合作终端和合作医院，依托与三甲医院皮肤科专家进行学术推广，提升学术影响力和处方信任度，预计新品上市后将快速放量。

多元化管线储备丰富，未来成长空间广阔。其他在研管线：（1）CU30101（局部外用利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理，用于表皮局部麻醉；（2）CU-20401（重组突变胶原酶）于 2024 年 12 月完成治疗颌下脂肪堆积的 II 期临床试验，展现出良好疗效和安全性，产品具有，减少淤青、疼痛等副作用优势，预计 2028 年获批。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 2025 年 8 月 29 日信息更新报告《科笛-B（2487.HK）：剥离欧玛短期业绩承压，期待管线商业化迎来拐点》等。

2.2.14、爱美客：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复

公司 2025H1 归母净利润同比下滑 29.6%，业绩有所承压。公司发布半年报：2025H1 实现营收 12.99 亿元（同比-21.6%，下同）、归母净利润 7.89 亿元（-29.6%）；2025Q2 实现营收 6.36 亿元（-25.1%）、归母净利润 3.46 亿元（-41.8%）。公司研发管线有序推进，外延拓展赋能成长。

核心品类业绩承压，盈利能力有所下滑。分产品看，2025H1 公司溶液类产品实现营收 7.44 亿元同比（-23.8%），毛利率 93.2%（-0.8pct），凝胶类产品实现营收 4.93 亿元（-24.0%），毛利率 97.8%（-0.2pct）；面部埋植线实现营收 332 万元（-4.6%）；冻干粉类产品实现营收 1947 万元，毛利率 75.0%。盈利能力方面，2025H1 公司毛利率为 93.4%（-1.5pct），净利率为 60.9%（-6.8pct）。费用方面，2025H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 11.1%/5.3%/12.1%，同比分别+2.6pct/+1.2pct/+4.5pct。

并购 REGEN 打造第二增长曲线，持续研发推动业绩修复。产品端：嗨体、濡白天使持续巩固市场领先地位，治疗下颏后缩新品嘴科拉于 2025 年 5 月份在国内上市销售。研发端：目前公司已获得 12 张 III 类医疗器械注册证，第二代理植线即将进入注册申报阶段，医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶增加新填充部位适应症，管线

有序推进，为中长期成长奠定基础。渠道端：公司收购韩国 REGEN Biotech 股权并实现并表，旗下 AestheFill 和 PowerFill 分别获得 35 个和 23 个国家和地区的注册批准，分别应用于面部和身体，补充再生品类产品矩阵。公司持续整合全球资源，依托区位优势加快产品线拓展，从“本土市场领导者”向“全球产业链参与者”转型，渠道可控性与协同效应不断增强。

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 2025 年 8 月 21 日信息更新报告《**爱美客（300896.SZ）：2025H1 业绩承压，持续研发期待业绩修复**》等。

2.2.15、赛维时代：公司发布股权激励计划，关注后续经营趋势改善

公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）。公司 9 月 5 日公告《2025 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向共计 329 名激励对象授予 403.5 万份股票，约占公司股本总额的 1.00%。公司服饰品牌影响力和市场份额的持续提升，非服饰业务经营持续改善，库存去化顺利。

以 2024 年净利润为基数，2025-2027 年业绩考核目标增速为 70%/155%/215%。公司制定本次股权激励计划旨在健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心团队积极性。激励对象范围包括公司董事、高级管理人员等共计 329 人。业绩考核方面，两组目标完成其一即可：（1）营业收入：以 2024 年为基数，2025-2027 年营业收入增长率分别不低于 25%/55%/95%；（2）净利润：以 2024 年为基数，2025-2027 年净利润（扣非归母净利润，剔除股权激励、员工持股涉及费用影响）增长率分别不低于 70%/155%/215%。会计成本方面，假设 2025 年 10 月执行授予，则激励计划预计摊销总费用在 2025-2028 年分别为 685.51/2397.90/1187.84/491.24 万元。

数字化驱动产品、品牌、供应链同步发展，构筑公司核心竞争优势。公司基于全链路数字化底层，驱动品牌矩阵战略的发展，提升业务扩张的效率。（1）产品：通过多渠道市场调研并整合海外多国消费者 3D 体型数据，建立可迭代的服装流行元素库和自有版型数据库，实现精准挖掘消费者需求同时赋能产品研发；（2）品牌：精准研究细分品类各消费者特定需求，利用 CPC 广告自动投放系统筛选出合适产品进行投放，再根据效果数据实时优化，实现精细化、自动化品牌运营；（3）供应链：打造“小批量、多品种、高品质”的柔性供应链，利用 AI 模型和销量预测算法，提升供应链决策有效性。

详见开源零售 2024 年 8 月 21 日首次覆盖报告《**赛维时代（301381.SZ）：跨境电商服饰赛道龙头，技术驱动品牌扬帆出海**》和 2025 年 9 月 10 日信息更新报告《**赛维时代（301381.SZ）：公司发布股权激励计划，关注后续经营趋势改善**》等。

表7：本周中国黄金、周大生、家家悦表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002345.SZ	潮宏基	买入	14.43	0.84%	0.62	0.79	0.99	23	18	15
002867.SZ	周大生	买入	13.92	2.13%	1.06	1.25	1.46	13	11	10
600655.SH	豫园股份	买入	5.85	0.86%	0.32	0.38	0.42	18	15	14
603193.SH	润本股份	买入	27.27	-2.64%	0.82	1.05	1.32	33	26	21
603983.SH	丸美生物	买入	37.81	-2.45%	1.00	1.30	1.66	38	29	23
300957.SZ	贝泰妮	买入	45.85	-0.26%	1.59	1.90	2.19	29	24	21

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688363.SH	华熙生物	买入	53.23	-4.57%	0.91	1.21	1.54	58	44	35
600223.SH	福瑞达	买入	7.83	0.64%	0.24	0.28	0.32	33	28	24
300740.SZ	水羊股份	买入	23.03	-3.76%	0.67	0.81	1.02	34	28	23
300896.SZ	爱美客	买入	169.55	-5.72%	5.62	6.63	7.68	30	26	22
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.15	-1.32%	0.91	0.72	0.82	19	24	21
300592.SZ	华凯易佰	买入	10.33	-4.62%	0.66	0.89	1.12	16	12	9
002803.SZ	吉宏股份	买入	17.54	-6.60%	0.74	0.94	1.15	24	19	15
301381.SZ	赛维时代	买入	22.00	-9.13%	0.96	1.37	1.70	23	16	13
603214.SH	爱婴室	买入	17.98	-0.06%	1.01	1.22	1.45	18	15	12
601933.SH	永辉超市	买入	4.71	1.29%	-0.08	0.05	0.13	-59	94	36
603708.SH	家家悦	买入	10.52	1.54%	0.31	0.40	0.48	34	26	22
603605.SH	珀莱雅	买入	78.02	-1.93%	4.70	5.47	6.20	17	14	13
600612.SH	老凤祥	买入	50.19	-0.18%	3.37	3.65	3.94	15	14	13
600916.SH	中国黄金	买入	8.70	2.35%	0.54	0.62	0.71	16	14	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2025/10/17，仅展示 A 股覆盖标的）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：大润发、聚水潭、思妍丽、京喜双 11、花西子等

【大润发】大润发自有品牌焕新升级

10 月 13 日消息，大润发在全国门店同步启动“自有品牌节”。这是继昆山大润发“爆改”刷新行业纪录后，大润发以“自有品牌”为锚点，掀起的新一轮民生消费热潮。（来源：职业零售网公众号）

【聚水潭】全国最大电商 SaaS ERP 提供商聚水潭将上市

10 月 14 日消息，中国最大的电商 SaaS ERP 提供商聚水潭目前已进入上市进程，即将实现挂牌上市。10 月 13 日聚水潭集团股份有限公司启动招股，至 10 月 16 日结束，拟全球发售约 6816.62 万股，预计 10 月 21 日在港交所主板挂牌。（来源：青眼公众号）

【四环医药】四环医药投资入股瑞士 Suisselle，加速全球化医美业务布局

10 月 14 日消息，2025 年 10 月 13 日，四环医药（00460.HK）对外发布公告，公司于 2025 年 9 月对瑞士医美公司 Suisselle SA 进行投资入股，双方已正式签署投资认购协议。（医美部落公众号）

【小红书双 11】小红书双 11 开门红：48 小时下单人数同比增 77%

10 月 15 日消息，小红书双 11 开启 48 小时内下单购买人数同比增长 77%，市集双 11 开启的高人气也直接拉高了商家的成绩，48 小时内交易订单数同比增 73%，销售额破 100 万的商品数量同比增长 155%。（来源：职业零售网公众号）

【京东医美】京东医美自营首店正式开业

10 月 15 日消息，京东医美首个自营独立门店——京东医美（国贸店）正式开门迎客。该门店今年 9 月开启预售后，凭借高品质专业服务承诺和实惠的价格，迅速获得用户的青睐，截至目前累计售出超 3000 单。（来源：医美行业观察公众号）

【思妍丽】美丽田园战略收购思妍丽 100% 股权

10 月 15 日消息，继收购中国第二大美容服务品牌奈瑞儿的多数股权后，美丽田园医疗健康产业有限公司又将中国第三大美容服务品牌思妍丽纳入麾下。标志着行业前三大品牌正式“合为一体”，中国美容服务市场“头部聚合”效应明显。（来源：青眼公众号）

【韩束】王嘉尔首次代言国货美妆品牌，担任韩束全球代言人

10 月 15 日消息，上美股份旗下核心品牌韩束，重磅官宣国际巨星王嘉尔担任“韩束品牌全球代言人”。这一合作标志着中国美妆品牌正从市场追随者，转变为能吸引国际顶流明星主动携手的“价值共创”方。（来源：化妆品财经在线公众号）

【轩竹生物】四环医药旗下轩竹生物正式登陆港交所

10 月 15 日消息，轩竹生物股份有限公司正式登陆港交所，在港上市（股票代码：2575.HK），成为年内第 17 家港股上市的国内生物科技企业。轩竹生物上市后，母公司持股 56.5%，推动双方在仿制药、医美与创新药领域形成协同。（来源：医美慢谈公众号）

【京喜双 11】京东京喜自营双 11 开门红

10月16日消息，根据10月9日晚8点至10月14日中午12点的消费数据显示，京喜自营11.11开门红期间，十大品类高增，成交额实现同比增长超200倍，展现出京喜自营“工厂直发”模式的强劲增长动能。（来源：职业零售网公众号）

【花西子】花西子入驻三福百货，按下线下“加速键”

10月17日消息，三福百货公众号官宣花西子入驻消息，而此前花西子已入驻新零售品牌wow colour的55家门店。目前花西子在线下市场发力，积极做一部分线下渠道的探索，希望在更多优质渠道给消费者打造更专业的美妆消费体验。（来源：青眼公众号）

3.2、大事提醒：关注多家公司三季报披露等

表8：零售公司大事提醒：关注多家公司三季报披露等

日期	公司名称	重大事项
10月24日	苏美达	三季报预计披露日期
10月24日	华凯易佰	三季报预计披露日期
10月25日	家家悦	三季报预计披露日期
10月27日	青木科技	三季报预计披露日期
10月28日	爱婴室	三季报预计披露日期
10月28日	步步高	三季报预计披露日期
10月28日	吉宏股份	三季报预计披露日期
10月29日	若羽臣	三季报预计披露日期
10月30日	重庆百货	三季报预计披露日期
10月30日	百大集团	三季报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表9：零售行业大事提醒：2025杭州国际珠宝展览会等

日期	主题	重大事项
10月24日	珠宝首饰	2025杭州国际珠宝展览会
10月24日	珠宝首饰	2025中国（武汉）黄金珠宝玉石展览会
10月29日	美妆	2025第32届北京国际美博会
10月29日	美妆	2025CXBE宁波美妆供应链博览会暨日化技术个人护理展
10月31日	珠宝首饰	2025青岛国际珠宝首饰展览会
11月1日	美妆	2025第22届华北（天津）国际美博会
11月11日	美妆	2025中国（重庆）国际美容化妆品博览会-秋季展
11月15日	美妆	2025第十七届中国（贵阳）国际美容化妆品养生博览会
11月18日	零售	第十八届全球零售自有品牌产品亚洲展
11月27日	医美	MediCosme 2025国际注射医美技术创新论坛

资料来源：第一展会网、个护前沿公众号、展讯网食材展公众号、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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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