

商业贸易

2022 年 01 月 30 日

多家电商平台发布年货节报告，彰显新消费趋势

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨妍（联系人）

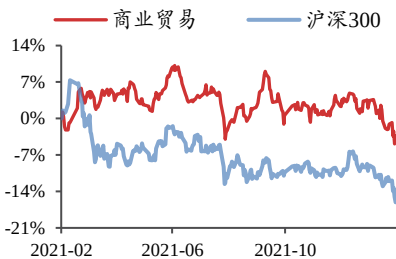
huangzepeng@kysec.cn

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790121010071

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-话梅获 2 亿美元融资，新型美妆集合店蓬勃发展》-2022.1.23

《行业点评报告-12 月社零同比 +1.7%，2021 年全年同比+12.5%》-2022.1.17

《行业周报-预制菜赛道热度持续提升，超市企业竞相布局》-2022.1.16

● 多家电商平台相继发布年货节报告，彰显新消费趋势

本周（1 月 24 日），淘宝联合艾瑞咨询发布《2022 承包家的新年味——年货节生活消费趋势报告》，此外，京东、抖音、快手也相继发布了年货节相关数据报告。综合各大平台情况看：（1）品类方面，女装、珠宝首饰、食品、美妆及 3C 数码等是 2022 电商年货节热门品类；（2）消费主题方面，居于首位的是“冰雪消费”，受益于北京冬奥会开幕在即，冰雪相关消费风起；另一大主题是“家乡年货”，抖音相关专场中，广西螺蛳粉、新疆奶酪、河南烩面等家乡味道深受消费者喜爱。本次电商年货节中，我们也观察到一些消费趋势：（1）民族自信提升、国潮崛起，中国风、旗袍、汉服等直播间成交额快速增长；（2）颜值经济和悦己消费仍为主流，京东年货节本地订单中，黄金及香彩妆销售位列前二；（3）受“就地过年”影响，独居经济萌芽，消费者物质需求趋向家庭布置温馨化、智能化，洗地机、烘干机、投影仪等增长明显，独居饮食相关的空气炸锅、预制菜等也受到欢迎；鲜花绿植、宠物用品等消费则能够较好满足消费者倾向自然与治愈的精神需求。再看具体品类：（1）年货节中，黄金珠宝销售亮眼，消费者通过购买兼具装饰性与保值增值功能的黄金饰品（贺岁和生肖主题产品），表达吉祥纳福的美好寓意；（2）美妆品类亦延续一贯亮眼表现，在各大电商平台均为核心品类，销售额排名靠前；其中，珀莱雅、薇诺娜、花西子等优质品牌纷纷带来精品年货，富有“中国风”的包装和礼盒也受到消费者追捧，引领品质化消费潮流。

● 行业关键词：花西子、友哈、淘宝年货节、美械宝、孝心单等

【花西子】花西子获美国推特顶流博主 Jeffree Sta 推荐。

【友哈】阿里巴巴推出兴趣社群 APP “友哈”。

【淘宝年货节】淘宝发布《2022 年货节生活消费趋势报告》。

【美械宝】医美上游企业美械宝获康德莱投资。

【孝心单】美团优选“孝心单”单月订单数突破 350 万。

● 板块行情回顾

本周（1 月 24 日-1 月 28 日），商贸零售指数报收 2884.44 点，下跌 2.26%，跑赢上证综指（本周下跌 4.57%）2.32 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 3 位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块表现较好。个股方面，本周宁波中百（+12.6%）、通程控股（+9.7%）、翠微股份（+8.5%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注化妆品、医美和黄金珠宝龙头品牌

投资主线一（化妆品）：大单品+多渠道逻辑持续验证，重点推荐国货美妆龙头贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展，受益标的化妆品原料龙头科思股份等；

投资主线二（医美）：重点推荐医美产品龙头爱美客、全产业链布局的华熙生物；

投资主线三（黄金珠宝）：关注黄金珠宝消费高景气和头部品牌市占率提升，重点推荐周大生（省代模式多方面赋能），受益标的周大福、潮宏基等。

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 零售行情回顾	4
2、 零售观点：各大电商年货节报告彰显新消费趋势	6
2.1、 行业动态：多家电商平台相继发布年货节报告，彰显新消费趋势	6
2.2、 投资建议：关注化妆品、医美和黄金珠宝龙头品牌	9
2.2.1、 贝泰妮：2021 年业绩预计同比+50.87%~+63.75%，产品品牌知名度持续提升	10
2.2.2、 爱美客：2021 年业绩预计高增长，品牌影响力持续增强	11
2.2.3、 鲁商发展：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链	11
2.2.4、 珀莱雅：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航	12
2.2.5、 吉宏股份：业绩下滑，关注跨境电商 SaaS 平台进展	13
2.2.6、 周大生：黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间	13
2.2.7、 家家悦：受疫情反复、新店培育和商誉减值等影响，业绩下滑	14
2.2.8、 老凤祥：三季度收入增速有所回落，多元发力巩固品牌优势	14
2.2.9、 豫园股份：新兴消费产业布局多维发力，带动公司业绩增长	15
2.2.10、 华熙生物：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长	16
2.2.11、 爱婴室：受疫情反复和费用投入影响，三季报业绩下滑	16
2.2.12、 红旗连锁：营收季度环比持续改善，整体经营表现稳健	17
3、 零售行业动态追踪	18
3.1、 行业关键词：花西子、友哈、淘宝年货节、美械宝、孝心单等	18
3.2、 公司公告：潮宏基、贝泰妮等公司发布 2021 年度业绩预告	20
4、 风险提示	23

图表目录

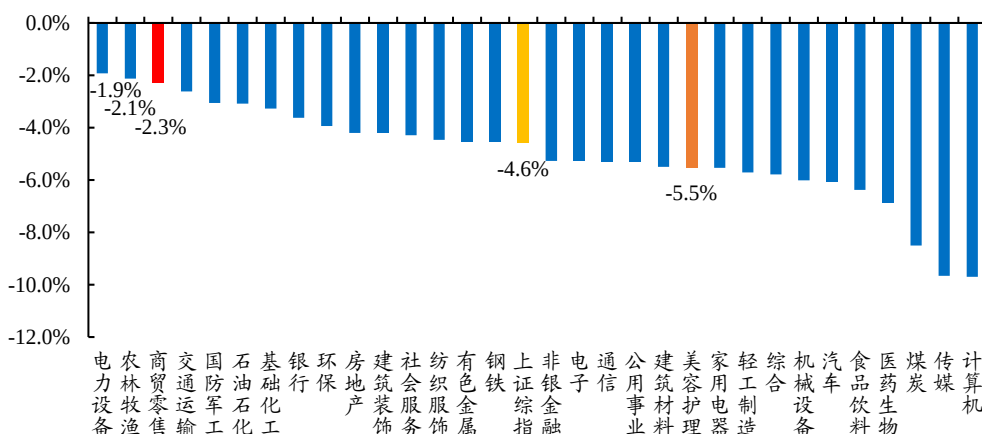
图 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 3 位	4
图 2： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 2.26%	4
图 3： 2022 年年初至今（商贸零售）指数下跌 6.50%	4
图 4： 本周专业连锁板块跌幅最小，周跌幅为 3.21%	5
图 5： 2022 年初至今多业态零售板块跌幅最小，为 4.52%	5
图 6： 淘宝在年货节上推出“全国年货图鉴”	6
图 7： 抖音邀请各界明星大咖进入年货节直播间	6
图 8： 淘宝年货节直播间中女装、珠宝首饰销售额靠前	6
图 9： 京东签下谷爱凌为品牌代言人发力“冰雪消费”	6
图 10： 国潮崛起与文化自信已体现在新消费趋势中	7
图 11： 彰显中国风尚的汉服在淘宝年货节上大放异彩	7
图 12： 独居经济带来新的物质需求与精神需求	7
图 13： 京东针对预制菜开设年货节专场	7
图 14： 年轻群体尤其偏好萌宠主题消费	8
图 15： 周大生、潮宏基年货节活动均突出黄金产品	8
图 16： 淘宝、京东均将美妆品类设为年货节核心品类	8
图 17： 珀莱雅及薇诺娜等品牌年货节推出优质好货	8
表 1： 本周零售板块宁波中百、通程控股、翠微股份等涨幅靠前	5
表 2： 本周零售板块天虹股份、人人乐、汉商集团等跌幅靠前	5

表 3: 重点推荐鲁商发展、珀莱雅、爱美客、吉宏股份、周大生等	9
表 4: 本周重点推荐个股贝泰妮表现较好	18
表 5: 零售公司大事提醒: 关注华致酒行解禁等	22
表 6: 零售行业大事提醒: 关注 2022 全国消费零售 CIO 大会等	23

1、零售行情回顾

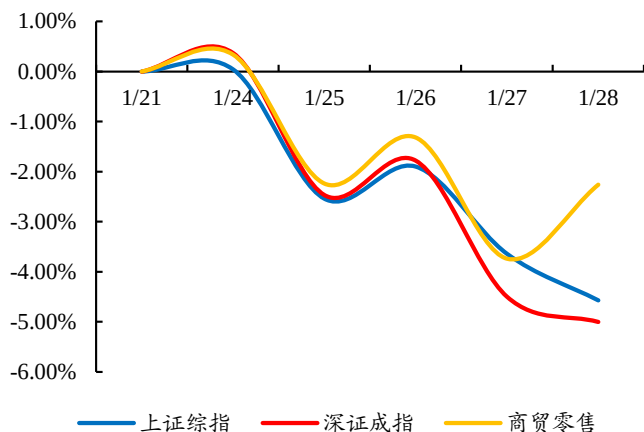
本周（1月24日-1月28日）A股下跌，零售行业指数下跌2.26%。上证综指报收3361.44点，周累计下跌4.57%；深证成指报收13328.06点，周下跌5.00%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为电力设备、农林牧渔和商贸零售。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收2884.44点，周跌幅为2.26%，在所有一级行业中位列第3位。2022年年初至今，零售行业指数下跌6.50%，表现强于大盘（2022年年初至今上证综指累计下跌7.65%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第3位



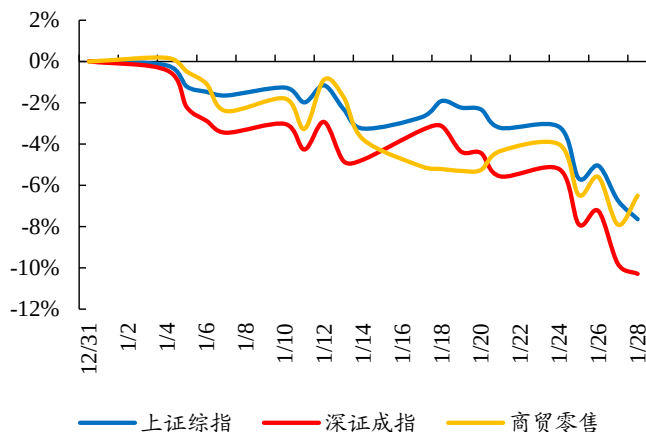
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数下跌2.26%



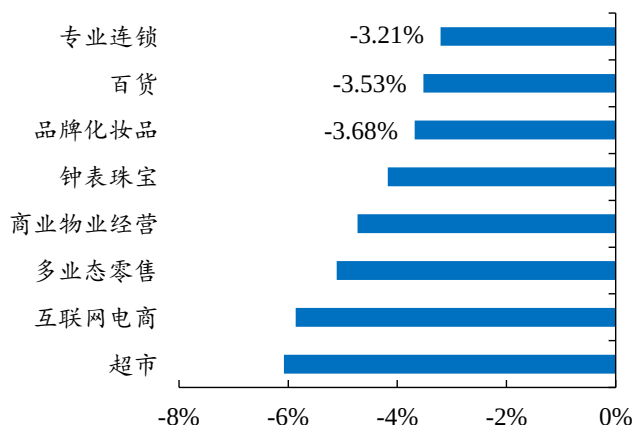
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022年年初至今（商贸零售）指数下跌6.50%

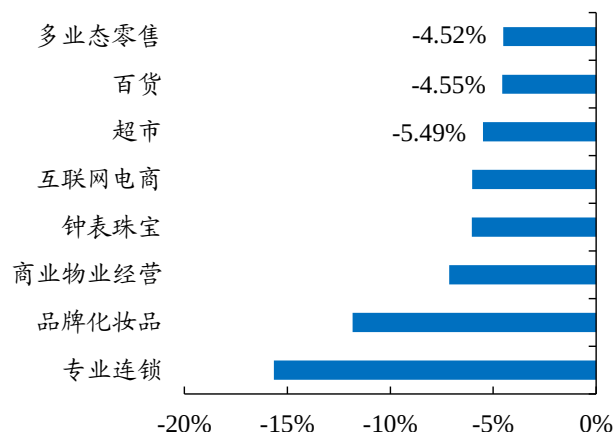


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，专业连锁板块本周跌幅最小；2022年年初至今，多业态零售板块跌幅最小。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，本周全部子板块下跌，其中专业连锁板块跌幅最小，周跌幅为3.21%；2022年全年来看，多业态零售板块年初至今累计跌幅为4.52%，在各零售行业各细分板块中跌幅最小。

图4: 本周专业连锁板块跌幅最小, 周跌幅为 3.21%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2022 年初至今多业态零售板块跌幅最小, 为 4.52%


数据来源: Wind、开源证券研究所

个股方面, 本周宁波中百、通程控股、翠微股份涨幅靠前。本周零售板块主要 90 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 11 家公司上涨、78 家公司下跌。其中, 本周个股涨幅排名前三位分别是宁波中百、通程控股、翠微股份, 周涨幅分别为 12.6%、9.7%和 8.5%。本周跌幅靠前公司为天虹股份、人人乐、汉商集团。

表1: 本周零售板块宁波中百、通程控股、翠微股份等涨幅靠前

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	600857.SH	宁波中百	11.73	12.6%	23.6%	16.6%	百货
2	000419.SZ	通程控股	5.64	9.7%	38.3%	23.1%	多业态零售
3	603123.SH	翠微股份	20.24	8.5%	99.8%	148.3%	百货
4	002640.SZ	*ST 跨境	3.35	8.4%	16.6%	7.0%	跨境电商
5	603031.SH	安德利	49.50	3.8%	4.3%	-3.5%	超市
6	601888.SH	中国中免	206.56	2.9%	2.6%	-5.9%	旅游零售III
7	600361.SH	华联综超	6.10	2.5%	7.8%	6.1%	超市
8	601366.SH	利群股份	6.64	1.7%	7.2%	7.3%	多业态零售
9	600981.SH	汇鸿集团	3.18	1.0%	4.8%	-9.9%	贸易III
10	600113.SH	浙江东日	6.80	0.7%	7.1%	1.5%	商业物业经营

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2022/1/28)

表2: 本周零售板块天虹股份、人人乐、汉商集团等跌幅靠前

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	002419.SZ	天虹股份	7.00	-18.2%	38.1%	11.5%	百货
2	002336.SZ	人人乐	5.31	-15.2%	25.6%	6.0%	超市
3	600774.SH	汉商集团	15.11	-14.6%	4.7%	-9.3%	多业态零售
4	603101.SH	汇嘉时代	6.57	-13.2%	22.7%	11.0%	百货
5	300464.SZ	星徽股份	6.98	-11.4%	10.6%	-16.2%	跨境电商

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2022/1/28)

2、零售观点：各大电商年货节报告彰显新消费趋势

2.1、行业动态：多家电商平台相继发布年货节报告，彰显新消费趋势

各大电商平台相继发布“年货节”报告，整体表现良好。本周（1月24日），淘宝联合艾瑞咨询发布《2022 承包家的新年味——年货节生活消费趋势报告》，此外，京东、抖音、快手也相继发布了年货节相关数据报告。综合各大平台情况看，2022 年电商年货节整体表现良好：其中，淘宝推出“全国年货图鉴”，直播间销售额同比增长 20.5%，客单价是整体客单价近 2 倍；京东年货节截至 1 月 23 日已累计售出 6.02 亿件年货，超过春运前半段返乡预计客流人次；抖音电商在 1 月 1 日至 16 日年货节期间，直播间累计时长达 3171 万小时、累计观看人次达 424 亿次；快手则陆续上线了新年第一播、品牌福利购、跟当地主播买地道年货以及主播挑战赛等丰富活动。

图6：淘宝在年货节上推出“全国年货图鉴”



资料来源：淘宝 APP

图7：抖音邀请各界明星大咖进入年货节直播间



资料来源：抖音 APP

女装、珠宝、食品和美妆是年货节热门品类，冰雪消费和家乡年货成为热点主题。热门品类方面，虽然不同电商平台统计落脚点不同，但综合来看，女装、珠宝首饰、食品、美妆及 3C 数码等品类排名靠前。热点主题方面，居于首位的是“冰雪消费”，随着北京冬奥会开赛在即，和冰雪相关的消费快速兴起，以京东为例，年货节以来冰雪运动相关品类成交金额同比增长 135%。另一大主题是“家乡年货”，在抖音所设专场中，广西螺蛳粉、新疆奶酪、河南烩面、湖北热干面、内蒙古葵花籽瓜子成为最受消费者喜爱的商品。

图8：淘宝年货节直播间中女装、珠宝首饰销售额靠前



资料来源：淘宝、艾瑞咨询、开源证券研究所

图9：京东签下谷爱凌为品牌代言人发力“冰雪消费”



资料来源：大众新闻

国潮崛起、颜值经济仍为消费趋势主流，带动相关品类增长。伴随当代年轻人对中华文化认同感与民族自信的崛起，针对国潮、国货的消费持续增长，2022 淘宝年货节女装/男装品类下“中国风”国潮服饰直播间成交额同比增长 81%，文化服饰如“汉服”、“旗袍”直播间成交额分别增长 64%、105%。颜值经济及悦己消费同样是重要的新消费趋势，在 2022 年京东年货节的本地订单中，黄金及香彩妆是排名前两位的品类。新的一年，看起来“美美哒”仍是多数消费者的美好心愿，作为美的点缀与辅助，珠宝首饰具有精美优雅特征，适合各类人群佩戴，能较好满足消费者的悦己心理，美妆则能够全面提升颜值，除女性外，近年来男性化妆品消费也在兴起。

图10：国潮崛起与文化自信已体现在新消费趋势中



资料来源：淘宝、艾瑞咨询、开源证券研究所

图11：彰显中国风尚的汉服在淘宝年货节上大放异彩



资料来源：新浪网

受“就地过年”政策影响，独居经济逐渐萌芽。疫情反复背景下，“就地过年”再次成为 2022 年春节的普遍现象，大量在外工作人群无法返回家乡，本就存在于年轻一代中的独居经济加速萌芽。从物质需求上看，消费者趋向家庭布置温馨化、智能化，因此洗地机、烘干机、投影仪等相关产品均有明显增长。而饮食作为独自生活必不可少的一项，也创造了广阔的需求空间，空气炸锅、预制菜等成交额均有大幅增长。精神需求方面，消费者倾向为自然与治愈买单，鲜花绿植直播间成交额增长 34%，宠物用品直播间成交额增长 40%，“醒狮服”等宠物服直播间成交额增长 65%。

图12：独居经济带来新的物质需求与精神需求



资料来源：淘宝、艾瑞咨询、开源证券研究所

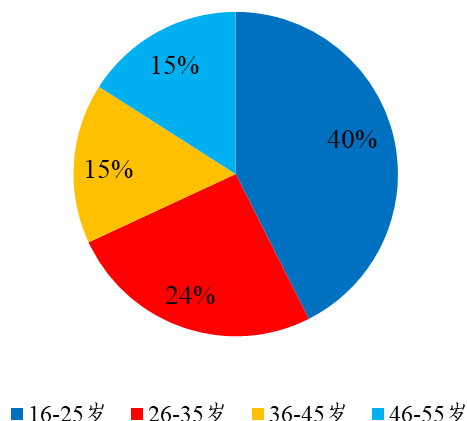
图13：京东针对预制菜开设年货节专场



资料来源：京东 APP

具体品类方面，黄金珠宝销售情况亮眼，贺岁好物及生肖款式备受追捧。截止1月13日，京东珠宝年货节中黄金类产品成交额环比增长120%，其中12月以来含有“萌虎”元素的珠宝首饰成交额同比增长85倍。年货节结束后，相关品类热度仍在持续攀升，京东平台上虎年黄金珠宝销量环比保持高增长。热销爆品TOP榜包括黄金吊坠及项链等饰品、福字牌及转运珠等贺岁好物，新品飙升TOP款包括周大生黄金转运珠、生肖老虎手链等产品。可见，春节期间消费者倾向购买兼具装饰性与保值增值功能的黄金饰品，通过购买贺岁好物和生肖款式产品，表达吉祥纳福的美好寓意。

图14：年轻群体尤其偏好萌虎主题消费



数据来源：京东黑板报、开源证券研究所

图15：周大生、潮宏基年货节活动均突出黄金产品



资料来源：淘宝 APP

美妆品类延续一贯亮眼表现，颜值经济正当时。各大电商平台在本次年货节中依然将美妆品类设为核心品类，从实际表现来看，美妆品类在2022淘宝年货节线上整体品类成交额中排名第八，直播间品类成交额中位于第四；在2022京东年货节本地订单品类中排名第二，表现亮眼一如既往。其中，珀莱雅、薇诺娜、花西子等优质品牌带来精品年货，引领品质化消费潮流。颜值追求仍是众多消费者购买的驱动因素，根据Mintel调查报告，74%的中国美妆产品消费者同意“我选择美妆产品时，颜值很重要”，而在年货节期间，富有“中国风”的包装和礼盒也深受消费者追捧。

图16：淘宝、京东均将美妆品类设为年货节核心品类



资料来源：淘宝 APP、京东 APP

图17：珀莱雅及薇诺娜等品牌年货节推出优质好货



资料来源：淘宝 APP

2.2、投资建议：关注化妆品、医美和黄金珠宝龙头品牌

投资主线 1：颜值经济时代，医美、化妆品消费高景气，关注龙头公司竞争优势提升。

(1) 化妆品：低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动行业高景气，国货美妆品牌凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势有望弯道超车。从化妆品上市公司财报和终端渠道反馈看，大单品和多渠道是持续得到验证的重要逻辑。化妆品行业投资建议关注皮肤学级和功效性护肤品、国潮彩妆、上游 ODM 等细分赛道，重点推荐鲁商发展（生物医药+生态健康双轮驱动，化妆品业务引入战投增长可期）、珀莱雅、贝泰妮（预告 2021 年业绩延续高增长）和青松股份，受益标的包括毛戈平、科思股份等。

(2) 医美：颜值经济时代，消费者旺盛医美需求驱动医美行业蓬勃发展；产业链中，医美产品商凭借技术、资质壁垒掌握核心环节。我们认为，未来医美行业规范发展，将显著利好具备合规 III 类医疗器械资质的医美产品和医美机构龙头。医美产品领域，我们重点看好透明质酸、肉毒素、再生类和光电射频四条细分赛道，重点推荐爱美客（玻尿酸产品龙头竞争壁垒深厚，预告 2021 年业绩延续高增长）和华熙生物，受益标的包括华东医药、四环医药、昊海生科、复锐医疗科技等。此外，下游医美机构领域受益标的包括奥园美谷、朗姿股份、华韩整形等。

投资主线 2：电商渗透率持续提升，重点关注下沉市场和新兴业态（抖音品牌自播和社区电商）。投资建议：重点推荐东南亚跨境电商龙头吉宏股份（跨境电商 SaaS 服务平台建设稳步推进）；新零售模式建议关注快速发展的抖音电商（品牌店铺自播）和社区电商（代表模式社区团购，行业头部企业包括美团、拼多多、阿里淘菜菜等）。

投资主线 3：关注景气度高、竞争力突出的线下零售细分赛道龙头（黄金珠宝等）。黄金珠宝品类终端消费持续高景气（2021 年金银珠宝类社零增速领跑各可选消费品类），重点推荐周大生（“省代”模式稳步推进），受益标的周大福、潮宏基。

表3：重点推荐鲁商发展、珀莱雅、爱美客、吉宏股份、周大生等

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	鲁商发展	化妆品	2021 年前三季度实现营收 63.5 亿元（-9.75%），归母净利润 5.03 亿元（+21.9%）；单 2021Q3 实现营收 22.8 亿元（-34.6%）、归母净利润 1.92 亿元（+11.0%）。公司已形成生物医药+生态健康双轮驱动布局，生物医药板块药品和原料业务竞争力突出，优质大单品、战投赋能未来有望打开化妆品业务进一步成长空间。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2021 年前三季度实现营收 30.1 亿元（+31.5%），归母净利润 3.64 亿元（+27.8%）；单 2021Q3 实现营收 11.0 亿元（+20.7%）、归母净利润 1.4 亿元（+30.1%）。化妆品行业大单品和多渠道逻辑持续验证。公司发力大单品，未来有望持续贡献收入、提升盈利能力，抖音等新兴渠道先发布局也将带来重要增量。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 64.73 亿元（+93.3%），归母净利润 10.06 亿元（+41.2%）；单 2021Q3 实现营收 36.84 亿元（+119.9%）、归母净利润 3.96 亿元（+3.7%）。黄金珠宝行业呈现高景气，公司渠道端重点推广省代模式初见成效，叠加产品矩阵完善和品牌力提升，未来收入、利润有望高增长。
603708.SH	家家悦	超市	2021 年全年预计实现归母净利润-2.60~-3.00 亿元（-160.8%~-170.2%）；单 2021Q4 预计实现归母净利润-4.52~-4.92 亿元。公司短期业绩受疫情反复、新店培育和商誉减值计提等影响下滑，但长期看公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，未来随门店成熟、提效，公司盈利能力有望恢复。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 497.86 亿元（+13.5%）、归母净利润 14.98 亿元（+21.5%）；单 2021Q3 实现营收 181.96 亿元（+4.7%）、归母净利润 4.56 亿元（-7.2%）。公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革带来效率优化，有望驱动持续增长。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2021 年前三季度实现营收 322.31 亿元 (+10.9%)、归母净利润 18.00 亿元 (+13.0%); 单 2021Q3 实现营收 95.06 亿元 (+6.8%)、归母净利润 3.91 亿元 (-24.4%)。公司珠宝板块持续高增长,“产业运营+产业投资”双轮驱动新兴消费赛道布局,有望带来盈利和估值双升。
688363.SH	华熙生物	化妆品	2021 年前三季度实现营收 30.1 亿元 (+88.7%)、归母净利润 5.55 亿元 (+26.9%); 单 2021Q3 实现营收 10.8 亿元 (+65.7%)、归母净利润 1.95 亿元 (+14.2%)。华熙生物作为全球透明质酸产业龙头,“原料+终端”全产业链布局优势突出,四轮驱动打开成长空间。
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	2021 年全年预计实现归母净利润 8.20~8.90 亿元 (+50.9%~+63.8%); 单 2021Q4 预计实现归母净利润 4.65~5.35 亿元 (+41.6%~+62.9%)。公司是敏感肌护肤黄金赛道冠军,明星大单品逻辑持续得到印证,核心竞争优势突出,未来品牌、渠道、品类延伸还将带来新的增长。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2021 年前三季度实现营收 16.54 亿元 (+2.7%)、归母净利润 0.34 亿元 (-47.5%)。单 2021Q3 实现营收 5.12 亿元 (-0.4%)、归母净利润-0.13 亿元 (-165.8%)。母婴连锁店业态受益三胎政策红利,公司围绕“品牌+全渠道”布局,稳步推进区域扩张,仍具备较强竞争力。
002697.SZ	红旗连锁	超市	2021 年前三季度实现营收 70.0 亿元 (+2.8%)、归母净利润 3.49 亿元 (-13.3%); 单 2021Q3 实现营收 24.64 亿元 (+7.6%)、归母净利润 1.28 亿元 (-9.9%)。公司主营便利店业态卡位社区流量,在川蜀地区已构筑区域竞争优势,2020 年以来提速展店,有望推动持续成长。
300896.SZ	爱美客	医美	2021 年全年预计实现归母净利润 9.00~10.00 亿元 (+104.7%~+127.4%); 单 2021Q4 预计实现归母净利润 1.91~2.91 亿元 (+28.0%~+94.9%)。公司研发转化高效、推新能力突出,在产品技术、安全性和有效性等方面均已得到医美机构和消费者认可;明星产品有望延续高增长,新品推广后也将持续放量。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2021 年全年预计实现归母净利润 2.34~2.59 亿元 (-53.6%~+58.1%); 单 2021Q4 预计实现归母净利润-0.14~+0.11 亿元。公司跨境电商业务短期受疫情长期持续和市场竞争等影响,客单价和盈利能力下滑;但长期看,跨境电商 SaaS 平台建设和产业链投资布局,将持续提升公司竞争力。

资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2.1、贝泰妮: 2021 年业绩预计同比+50.87%~+63.75%, 产品品牌知名度持续提升

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头, 2021 年业绩预计同比+50.87%~+63.75%。公司发布业绩预告: 2021 年全年预计实现归母净利润 8.2-8.9 亿元(同比+50.87%~+63.75%), 扣非净利润 7.7-8.4 亿元(同比+50.20%~+63.85%), 业绩持续高增长。我们认为, 公司作为敏感肌护肤黄金赛道冠军, 明星大单品逻辑持续得到印证, 未来品牌、渠道、品类延伸还将带来新的增长。

2021 年全年业绩预计延续高增长, 产品品牌知名度持续提升。2021 全年公司预计实现归母净利润 8.2-8.9 亿元(同比+50.87%~+63.75%); 其中 2021Q4 预计单季度实现归母净利润 4.65-5.35 亿元(同比+41.6%~+62.9%), 持续高增长。产品方面, 我们预计公司核心大单品舒敏保湿特护霜、清透防晒乳等仍保持较高增长, 同时新品舒缓修护冻干面膜也贡献重要增量; 渠道方面, 我们预计公司线上天猫自营渠道增速稳健, 抖音等新兴渠道在持续放量。整体看: 2021 年公司产品品牌知名度持续提升, 促进市场开拓, 带动销售规模增长; 此外, 2021 年公司非经常损益(闲置资金现金

管理和政府补助等) 合计约 4500-5500 万元。

公司是敏感肌领域龙头，大单品逻辑持续检验，多品牌多渠道有望放量。公司是敏感肌护肤黄金赛道冠军，2021 年双十一主品牌薇诺娜销售额蝉联国货 TOP1；新品薇诺娜舒缓修护冻干面膜全网销售量超 200 万盒，大单品持续打造能力强；此外，公司新品牌也在持续孵化，薇诺娜宝贝在双十一销售额位居天猫婴童护肤品类 TOP10。行业层面，2021 年起《化妆品监督管理条例》正式施行，行业进入监管 2.0 时代，在监管趋严背景下，产品合规性强、具备优质大单品的头部品牌有望显著获益，公司作为行业龙头，市占率有望持续提升。

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 2022 年 1 月 26 日信息更新报告《贝泰妮 (300957.SZ): 2021 年业绩预计同比+50.87%~+63.75%, 产品品牌知名度持续提升》等。

2.2.2、爱美客: 2021 年业绩预计高增长, 品牌影响力持续增强

爱美客是国产医美产品龙头, 预计 2021 全年业绩+104.7%~+127.4%。公司发布 2021 年业绩预告: 2021 年公司预计实现归母净利润 9 亿元-10 亿元 (同比增长 104.66%-127.40%), 扣非净利润 8.5 亿元-9.5 亿元 (同比增长 100.36%-123.93%), 业绩持续高增长。我们认为, 公司研发转化高效、推新能力突出, 在产品技术、安全性和有效性等方面均已得到医美机构和消费者认可; 明星产品增长势头强劲, 叠加新品推广贡献增量, 未来有望共同推动高增长。

2021 年全年业绩预计同比增长 104.7%-127.4%, 品牌影响力持续增强。2021 全年: 公司预计实现归母净利润 9 亿元-10 亿元 (同比+104.66%~127.40%); 单季度: 公司 2021Q4 预计实现归母净利润 1.91-2.91 亿元 (同比+28.0%~94.9%), 业绩持续高速增长。产品端: 我们预计公司核心产品嗨体保持较高增速 (其中熊猫针占比持续提升); 宝尼达高增; 新品濡白天使四季度持续贡献增量。具体看: (1) 公司品牌影响力增强驱动公司整体收入增长; (2) 公司销售网络和客户拓展带动销售增长; (3) 生产、销售规模扩大带来的规模效应, 盈利能力提升。

公司是医美行业龙头, 产品矩阵丰富, 核心产品竞争力突出, 新产品高增可期。公司是国产医美龙头, 研发转化高效、推新能力突出, 已形成了丰富的产品矩阵; 公司产品技术、安全性和有效性等方面得到医美机构和消费者认可, 品牌影响力持续增强; 目前医美行业整体监管趋严, 公司作为合规产品方龙头, 市占率有望持续提升。产品端: 明星产品嗨体 2022 年有望继续高增长; 再生类产品濡白天使随着市场推广 2022 年将持续放量, 且长期看市场空间广阔高增可期。在研产品方面, 公司通过自主研发、合作、投资入股等方式推动产品升级与新品研发, 布局肉毒素、体重管理等高潜力赛道, 有望接力贡献增量。

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 2022 年 1 月 20 日信息更新报告《爱美客 (300896.SZ): 全年业绩预计同比+104.66%~127.40%高速增长, 品牌影响力持续增强》等。

2.2.3、鲁商发展: 生物医药+生态健康双轮驱动, 打造大健康生态链

生物医药+生态健康双轮驱动, 打造大健康生态链。鲁商发展以地产业务起家, 后逐步切入医药、化妆品、原料等领域, 目前已形成生物医药+生态健康双轮驱动布局。2021 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 63.5 亿元 (-9.75%)、归母净利润 5.03 亿元 (+21.90%)。

我们认为，公司生物医药板块药品和原料业务竞争力突出，化妆品业务深耕多年厚积薄发，优质大单品带动高增长，引入战投赋能，未来有望打开进一步成长空间。

化妆品业务深耕多年厚积薄发；药品、原料业务稳健。公司 2018 年收购福瑞达医药集团切入医药、化妆品领域，2019 年收购山东焦点福瑞达（60%股权）加码透明质酸原料。化妆品：公司通过“玻尿酸+”品牌颐莲和主打“微生态护肤”品牌瑗尔博士切入功能性护肤品高景气赛道，其中瑗尔博士打造了反重力酵萃水乳套装、前导精华液等优质大单品，带动公司化妆品业务高增长，2021 年前三季度实现销售收入 9.93 亿元（+174.6%）。药品：公司通过明仁福瑞达、博士伦福瑞达（联营企业）布局药品板块，涵盖中药、化学药和保健食品、眼科和骨科透明质酸产品，疫情后恢复较快（2021H1 同比+45.4%）。原料：焦点福瑞达透明质酸原料销量位居全球第二（2019 年市占率 13%），截至 2021H1 产能已达到 420 吨/年，产能优势明显。

生物医药板块化妆品业务引入战投高速增长可期；生态健康板块积极转型。生物医药板块：（1）化妆品：2021 年 12 月公司引入战投落地，战略投资者阵容强大，包括腾讯创投、壹网壹创等（合计持股 16.9%），有望多方面赋能公司化妆品业务发展，未来高增长可期。（2）原料：公司透明质酸钠及衍生项目处于建设中，未来产能有望持续释放；同时国内透明质酸作为新食品原料获批，公司积极布局有望打开新成长空间。（3）药品：随着疫情恢复，有望实现稳健增长。生态健康板块：公司积极转型，物业、酒店收入占比持续上升。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《鲁商发展（600223.SH）：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》。

2.2.4、珀莱雅：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航

珀莱雅是国货化妆品龙头。公司已形成了多品类、多品牌、全渠道的布局，近年来公司产品持续升级、渠道运营优秀，核心竞争力突出。2021Q1-Q3 公司实现营业收入 30.1 亿元（+31.5%）、归母净利润 3.64 亿元（+27.8%）。我们认为，公司贯彻大单品战略，未来有望持续贡献收入、提升盈利能力，抖音等新兴渠道放量也将带来增量。

化妆品行业高景气，大单品、多渠道逻辑重要性凸显。Euromonitor 数据显示，2015-2020 年行业 CAGR=10.3%，化妆品行业整体保持较高景气。渠道方面，线上占比持续提升，其中，原主流电商渠道淘系增速放缓，抖音等新兴渠道快速崛起放量，未来能够更好把握淘外流量红利的品牌方有望更加获益。另外，随着消费者护肤理性化、科学化，大单品重要性凸显，一方面帮助企业树立优质品牌形象，另一方面也能贡献稳定收入、提升盈利能力。我们认为，未来具备强渠道运营能力和优质大单品的品牌方，有望在行业竞争中脱颖而出，提升市场份额。

大单品逻辑检验，多渠道布局放量，潜力品牌增长可期。（1）产品：发力大单品。公司自 2020 年以来持续推行大单品策略，双抗系列和红宝石系列大单品销售额占比持续提升，带动毛利率上升（2021Q3 单季公司毛利率已达 66.1%）。未来大单品策略有望持续提升公司主品牌形象和盈利能力。（2）渠道：淘系电商稳定增长，抖音等新兴渠道放量。公司渠道运营能力优秀，除天猫旗舰店保持较高增速（2018-2020 年 CAGR=65.3%）外，积极布局抖音等新兴渠道建立先发优势，2021 年连续多月位居抖音小店美妆品类销售额前三名。（3）品牌：主品牌升级，潜力品牌增长可期。公司主品牌珀莱雅年轻化升级，品牌形象更加深入人心；新品牌中，彩棠逐渐放量，悦芙媞、科瑞肤、印彩巴哈也有望贡献增量，未来整体增长可期。

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》。

2.2.5、吉宏股份: 业绩下滑, 关注跨境电商 SaaS 平台进展

吉宏股份是东南亚跨境电商龙头, 预告 2021 年业绩下滑。公司 2017 年起进军互联网领域, 设立厦门吉客印重点布局东南亚跨境电商市场。公司 2021 年前三季度实现营收 38.47 亿元 (+19.61%), 归母净利润 2.48 亿元 (-42.76%); 预告 2021 年全年预计实现归母净利润 2.34~2.59 亿元 (-53.6%~-58.1%)。我们认为, 公司跨境电商业务短期受到海外疫情长期持续和市场激烈竞争等影响, 客单价和盈利能力明显下滑; 但长期看, 跨境电商 SaaS 平台建设和产业链投资布局, 将持续提升公司竞争力。

跨境电商盈利能力受海外消费者购买力下降影响, 研发投入增加。单 2021Q3 公司实现营收 13.56 亿元 (+4.32%), 归母净利润 0.66 亿元 (-62.09%)。我们预计: (1) 公司跨境电商业务三季度收入端表现稳定 (单量保持小幅上升, 但客单价受海外消费者购买力下降影响小幅下滑), 利润端受海外广告成本上升等影响承压; (2) 包装业务受益限塑令和产能释放预计稳定增长, 但也面临原材料价格上涨压力; (3) 广告业务预计继续收缩。盈利能力方面, 2021 年前三季度公司综合毛利率为 40.05% (同比 -3.67pct, 为方便比较, 已根据会计准则调整还原至同口径, 下同); 费用方面: 公司销售/管理/研发费用率分别为 27.72%/2.26%/1.95%, 同比 +4.15pct/-0.16pct/+0.39pct, 销售费用提升主要系电商广告费支出增加。较 2020 年同期相比, 公司防疫物资销售和长荣健康投资收益减少, 同时 SaaS 平台研发费用增加 2400 万元, 以上因素共同造成公司业绩同比下滑。

跨境电商业务竞争优势突出, SaaS 服务平台建设稳步推进。东南亚电商空间广阔, 公司单页电商模式在供应链选品、精准投放和管理等方面已建立深厚竞争壁垒。除深耕跨境电商主业外, 公司 SaaS 服务平台“吉喵云”建设稳步推进 (5 月已内测, 预计 12 月上线), 利用公司积累数据经验为海量国内客户提供一站式跨境电商解决方案, 实现从“掘金者”向“卖水人”升级。

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 2021 年 10 月 31 日信息更新报告《吉宏股份 (002803.SZ): 三季度业绩明显下滑, 关注跨境电商 SaaS 平台建设》等。

2.2.6、周大生: 黄金批发收入高增长, 省代模式打开未来成长空间

周大生是全国性珠宝首饰龙头, 2021 前三季度营收高增长, 未来成长空间仍较大。公司 2021 年前三季度实现营收 64.73 亿元 (+93.3%)、归母净利润 10.06 亿元 (+41.2%); 单 2021Q3 实现营收 36.84 亿元 (+119.9%)、归母净利润 3.96 亿元 (+3.7%)。我们认为, 黄金珠宝行业呈现高景气, 公司渠道端重点推广省代模式初见成效, 叠加产品矩阵完善和品牌力提升, 未来收入、利润有望高增长。

高基数下电商业务增速下滑, 省代模式推动加盟渠道黄金批发收入增长。分渠道看, 2021 年前三季度公司自营线下/电商/加盟业务分别实现收入 9.17/7.39/46.44 亿元, 同比增速分别为 +79.7%/+5.3%/+132.7%。电商业务增速环比回落主要由于 2020 年同期直播带货业务集中带来高基数所致; 加盟业务增长显著主要由于引入省代模式以及在秋季订货会期间推出非凡古法黄金系列, 使得对加盟客户黄金产品批发销售收入同比大幅增长。盈利能力方面, 报告期内公司毛利率为 29.4% (-14.9pct)、净利率为 15.5% (-5.7pct); 费用方面, 公司销售/管理/财务费用率分别为 7.8% (-6.2pct)/1.0%

(-1.3pct)/-0.3%(+0.1pct); 毛利率和费用率变化主要均系加盟渠道黄金批发销售带来收入端大幅增长所致。

省代模式助力渠道拓展，产品矩阵不断完善，品牌力持续提升。渠道方面：报告期内公司线下新开/净开门店 436 家/168 家，期末门店总数达 4357 家，公司积极推广省代模式，供应链运营和资金周转效率提升明显，通过多方面资源赋能加盟商，未来有望打开线下渠道拓展新空间。产品方面：持续迭代优化情景风格系列钻石、开发特色 IP 类金饰、推动大钻赋能项目，产品矩阵不断完善。品牌方面：子品牌 DC、BLOVE、今生金饰等品牌建设均有序推进，随着公司品牌力持续增强，未来加盟渠道入网费的提升有望进一步增厚利润。

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》与 2021 年 10 月 30 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：黄金批发收入高增长，省代模式打开未来成长空间》等。

2.2.7、家家悦：受疫情反复、新店培育和商誉减值等影响，业绩下滑

家家悦是胶东生鲜超市龙头，受疫情反复、新店培育和商誉减值等影响业绩下滑。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过 80%）、完善物流仓储基地布局和中央厨房等规模化生产中心运作，在供应链等生鲜经营全方面建立了牢固竞争壁垒。公司 2021 年前三季度实现营收 132.02 亿元（+3.3%）、归母净利润 1.92 亿元（-50.6%）；预告 2021 年全年预计实现归母净利润-2.60~-3.00 亿元（-160.8%~-170.2%）。我们认为，公司短期业绩受疫情反复、新店培育和商誉减值计提等影响下滑，但长期看公司渠道拓展和物流供应链建设稳步推进，未来随门店成熟、提效，盈利能力有望恢复。

新门店培育、疫情反复和外部市场竞争等因素导致三季报利润下滑。分地区看，前三季度山东烟威/山东其他/省外地区主营收入分别为 65.8 亿元（-10.5%）/33.8 亿元（+3.4%）/18.7 亿元（+79.4%）。分业态看，大卖场/综合超市/百货/其他业态主营收入分别为 65.0 亿元（+11.6%）/52.0 亿元（-8.9%）/0.1 亿元（+4.4%）/1.2 亿元（-1.2%）。盈利能力方面，2021Q3 公司毛利率为 23.2%，同比-0.7pct；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 19.0%/2.0%/1.6%，同比+0.6pct/+0.3pct/+1.3pct；受期间费用率上升影响，2021Q3 公司净利率仅为 0.2%，同比-2.2pct。整体看，较多新增门店培育期拉低毛利率、疫情及市场消费影响拉低可比店同店销售和新租赁准则影响等因素共同导致公司三季报利润下滑。

线下线上渠道拓展升级，试水仓储店业态发展自有品牌。2021 年前三季度，公司直营门店新开 64 家（大卖场 28 家、综合超市 29 家，其他业态 7 家）、并购 26 家，报告期末直营门店总数达 959 家，保持较快拓展速度。面对市场竞争环境变化，公司积极推进线上线下融合（到家、直播、团购）和数字化建设，同时在经营模式上创新探索，10 月在山东潍坊开出首家仓储店（经营总面积 6000+平方米、SKU 数 5000+），试水新业态。

详见开源零售 2020 年 1 月 19 日首次覆盖报告《家家悦（603708.SH）：胶东生鲜超市龙头，内生外延扩张推进全国化布局》和 2021 年 10 月 30 日信息更新报告《家家悦（603708.SH）：受疫情反复、新店培育等影响，三季度业绩下滑》等。

2.2.8、老凤祥：三季度收入增速有所回落，多元发力巩固品牌优势

老凤祥是黄金珠宝龙头，2021 年单三季度收入增速有所回落。公司是黄金珠宝行业龙头，产品端构建珠宝首饰全品类矩阵并多方位跨界延伸，渠道端以加盟经销为主，

轻资产运营灵活扩张同时严控品牌管理。公司 2021 年前三季度实现营收 497.86 亿元 (+13.5%)、归母净利润 14.98 亿元 (+21.5%); 单 2021Q3 实现营收 181.96 亿元 (+4.7%)、归母净利润 4.56 亿元 (-7.2%)。我们认为, 黄金珠宝行业持续高景气, 公司品牌积淀深厚, 渠道扩张叠加国企改革带来效率优化, 有望驱动持续增长。

单三季度营收增速环比回落, 毛利率小幅下降, 费用率基本稳定。2021 年黄金珠宝消费持续高景气, 1-9 月金银珠宝类社零销售额同比增长 42%。公司单 2021Q3 实现营业收入 181.96 亿元, 同比+4.7%, 增速环比 2021Q2 下降 15.3pct 有所回落。盈利能力方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 毛利率分别为 7.3%/6.5%, 分别同比-0.6pct/-0.7pct, 小幅下降; 净利率分别为 3.0%/2.5%, 同比+0.2pct/-0.3pct。费用方面, 2021Q1-Q3/2021Q3 公司期间费用率合计分别为 2.4%/1.8%, 同比-0.2pct/-0.2pct; 其中单 2021Q3 销售/管理/财务费用率分别为 0.8%/0.9%/0.3%, 同比分别-0.2pct/+0.1pct/+0pct, 整体保持稳定。

外拓市场树品牌, 内修信息化系统, “十四五”跨越式发展起航。老凤祥品牌历史悠久, 在知名度、美誉度、忠诚度等多方面处于行业领先地位。报告期内, 公司对外发力深挖市场: 在上海国际首饰文化节上推出“凤祥喜事荟”, 以“国潮、国风、国韵”演绎其品牌文创新成果, 在中秋、国庆小长假期间积极推出品牌营销活动, 销售成绩斐然。公司对内将在“十四五”期间整合构建统一的信息化系统, 将各业务环节有机结合, 打造高效业务运营场景, 为企业战略决策提供数据依据和手段, 实现标准化、规范化、集约化的管理目标。未来, 公司持续聚焦品牌、人才、技术和规模优势, 以深化“双百行动”改革为契机, 内外功兼修推进全方位核心竞争力提升, 有望在“十四五”期间实现跨越式发展。

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》与 2021 年 10 月 29 日信息更新报告《老凤祥 (600612.SH): 三季度收入增速有所回落, 多元发力巩固品牌优势》等。

2.2.9、豫园股份: 新兴消费产业布局多维发力, 带动公司业绩增长

豫园股份是家庭快乐消费龙头, 新兴消费产业布局多维发力, 2021 年前三季度营收同比+10.9%。公司 2021 年前三季度实现营收 322.31 亿元 (+10.9%)、归母净利润 18.00 亿元 (+13.0%); 单 2021Q3 实现营收 95.06 亿元 (+6.8%)、归母净利润 3.91 亿元 (-24.4%)。我们认为, 公司珠宝板块持续高增长, “产业运营+产业投资”双轮驱动新兴消费赛道布局, 有望带来盈利和估值双升。

珠宝时尚业务保持较快增长, 推出“露璨”品牌试水培育钻石。2021 年前三季度公司珠宝时尚业务实现营收 218.61 亿元 (+34.2%), 增长良好; 业务毛利率 8.35%, 同比提升 0.97pct。报告期内公司净增珠宝门店 407 家, 延续较快展店节奏, 期末门店已达到 3786 家, 2021 年有望实现 600+开店。报告期内, 公司旗舰品牌老庙古韵金系列销售情况良好, DJULA、Damiani 等新品牌亦先后在上海多个核心商圈开出新店; 此外, 公司自主孵化定位年轻、时尚的培育钻石品牌“LUSANT 露璨”, 目前已上线天猫旗舰店开启试运营, 积极探索培育钻石新市场。

消费产业高增推升整体表现, 打造全球一流家庭快乐消费产业集团。公司持续推进消费产业新兴赛道布局。(1) 文化餐饮板块: 松鹤楼面馆前三季度新开/已签约待开业门店各 28 家, 截至期末拥有门店 49 家, 全国布局稳步推进, 板块实现营收 5.63 亿元 (+80.5%)。(2) 食品饮料板块: 先后投资控股西北知名白酒品牌“金徽酒”及持有舍得集团 70%股权, 板块实现营收 13.35 亿元 (+47.4%)。(3) 美丽健康板块: 投

资控股复星津美布局化妆品赛道，旗下以色列国宝级品牌 AHAVA 亮相三亚海旅免税城，拓展线下免税渠道，板块实现营收 3.23 亿元（+63.5%）。未来，公司践行“产业运营+产业投资”双轮驱动，构筑高品牌价值护城河。

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 2021 年 10 月 28 日信息更新报告《**豫园股份（600655.SH）：新兴消费产业布局多维发力，带动公司业绩增长**》等。

2.2.10、华熙生物：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长

华熙生物是全球透明质酸产业龙头，2021 年前三季度收入同比+89%。华熙生物是全球透明质酸产业龙头，已构建“原料+终端”的全产业链布局。公司 2021 年前三季度实现营收 30.1 亿元（+88.7%）、归母净利润 5.55 亿元（+26.9%）；单 2021Q3 营收 10.8 亿元（+65.7%）、归母净利润 1.95 亿元（+14.2%），功能性护肤品高速增长。我们认为，公司“原料+终端”全产业链布局优势突出，四轮驱动打开未来成长空间。

功能性护肤品高速增长，原料业务、医疗终端产品平稳增长。分业务看，公司功能性护肤品收入同比高速增长，原料和医疗终端业务平稳增长。盈利能力方面，2021Q1-Q3 公司毛利率为 77.8%（同比-3.1pct），单 2021Q3 看环比二季度基本持平（+0.2pct）。费用方面，2021Q3 公司期间费用率合计为 61.3%，同比+7.5pct，环比二季度-0.6pct 小幅下降：其中销售费用率为 46.5%（同比+5.0pct，环比-1.6pct），公司终端业务处于品牌建设阶段，加大营销投入；管理费用率为 6.9%（同比+1.5pct，环比-0.4pct，公司确认股权激励相关费用）；研发费用率为 7.9%（同比+2.4pct，公司重视研发投入，在研项目数量增加、研发人员薪酬提升）。公司 2021Q3 净利率为 18.0%，同比-8.2pct，环比+0.1pct 基本持平。

公司战略性布局加大营销投入，未来四轮驱动市场空间广阔。（1）原料业务：公司玻尿酸产能全球领先，老客户关系稳固、新客户持续拓展，天津工厂投产产能逐步释放，未来有望保持稳健增长。（2）医疗终端业务：2021 年公司医美战略升级，推动成立“未来医美共生联盟”，产品方面打造大单品、组织架构方面构建“强中台”，未来公司医美产品市占率有望提升。（3）功能性护肤品：紧抓“成分党”风口，打造多品牌矩阵覆盖高景气优质细分赛道，持续高速增长可期。（4）功能性食品：3 月推出水肌泉、6 月推出黑零、8 月推出休想角落，随着消费者教育深入，未来均有望贡献增量。

详见开源零售 2021 年 4 月 9 日首次覆盖报告《**华熙生物（688363.SH）：透明质酸全产业链龙头，四轮驱动打开新成长空间**》和 2021 年 10 月 27 日信息更新报告《**华熙生物（688363.SH）：前三季度收入同比+89%，功能性护肤品高速增长**》等。

2.2.11、爱婴室：受疫情反复和费用投入影响，三季报业绩下滑

爱婴室是深耕华东市场的母婴零售龙头，2021 年三季报业绩下滑。爱婴室深耕母婴零售领域近 20 年，在专业选品、价格和用户服务体验方面已树立品牌和口碑。公司 2021 年前三季度实现营收 16.54 亿元（+2.71%），归母净利润 0.34 亿元（-47.51%），业绩明显下滑。我们认为，母婴连锁店业态受益三胎政策红利，公司围绕“品牌+全渠道”布局，稳步推进区域扩张，仍具备较强竞争力。

疫情反复，线下门店承压、电商实现较快增长，毛利率则有所下滑。分渠道看，2021 年前三季度公司门店销售收入 13.81 亿元（-1.49%）；电商业务重点发力，营收 1.21 亿元（+52.88%）实现高速增长。分产品看，奶粉/用品/食品类分别实现营收 8.21/3.45/1.33 亿元，整体表现稳健。盈利能力方面，奶粉毛利率 20.58%（-2.64pct）下滑，我们预

计主要系促销力度加大所致；整体毛利率为 30.65% (-0.01pct)，同比基本持平。费用方面，2021 前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 23.77%/4.39%/1.64%，同比 +1.31pct/+0.47pct/+1.50pct，我们预计主要系电商等新业务布局和人员投入带来费用增加所致，此外，公司财务费用率提升受新租赁准则影响。

围绕“品牌+全渠道”布局，多管齐下提升综合竞争力。围绕“品牌+全渠道”战略，公司多维加码布局：（1）建立品牌声量，优化商品结构、供应链，向上游商品端（玩具等）延伸；（2）渠道拓展：前三季度新开/闭门店 28/20 家，期末门店总数 298 家，另有已签约待开店 13 家；拟收购华中母婴零售龙头贝贝熊，全国化扩张稳步推进；广泛布局综合电商平台、新兴社交平台和私域流量资源运营；（3）布局托育早教等母婴服务，实现业态横向拓展。公司深耕母婴零售多年，多管齐下助力品牌力和综合竞争力持续提升。

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 2021 年 10 月 26 日信息更新报告《**爱婴室 (603214.SH): 受疫情反复和费用投入影响，三季报业绩下滑**》等。

2.2.12、红旗连锁：营收季度环比持续改善，整体经营表现稳健

红旗连锁是川蜀便利店龙头，2021 年营收季度环比持续改善。红旗连锁深耕便利店业务近二十年，依托网点密集布局形成的规模优势、高效供应链配送体系以及成熟门店运营管理能力，在经营上筑就深厚壁垒。公司 2021 年前三季度实现营收 70.00 亿元 (+2.8%)、归母净利润 3.49 亿元 (-13.3%)，若扣除新租赁准则影响，归母净利润同比仅下降 0.73%；单 2021Q3 实现营收 24.64 亿元 (+7.6%)、归母净利润 1.28 亿元 (-9.9%)，基本符合预期。我们认为，公司在便利店行业已构筑区域竞争优势，未来提速展店，有望实现持续成长。

营收环比持续改善，利润受到新租赁准则和新门店培育影响。2021Q3 实现营业收入 24.64 亿元，同比 +7.6%，增速环比 2021Q2 提升 2.8pct，边际持续改善。盈利能力方面，2021Q1-Q3/2021Q3 毛利率分别为 29.7%/29.7%，分别同比 -0.7pct/-1.2pct；净利率分别为 5.0%/5.2%，同比 -0.9pct/-1.0pct。费用方面，2021Q1-Q3/2021Q3 公司期间费用率合计分别为 25.4%/24.8%，同比 +0.7pct/+0.3pct；其中单 2021Q3 销售/管理/财务费用率分别为 22.3%/1.6%/0.9%，同比分别 -0.7pct/-0.1pct/+1.1pct，盈利能力小幅下滑主要系新租赁准则及新开门店培育期影响所致。此外，公司前三季度投资收益为 1.02 亿元 (+18.2%)，其中对联营和合营企业的投资收益为 0.97 亿元 (+21.4%)，主要来自对新网银行股权投资。

深耕便利店行业构筑深厚竞争优势，上半年门店扩张提速明显。公司深耕便利店行业，依托区域规模优势、高效供应链和成熟门店运营管理能力构筑深厚竞争壁垒。2021 年前三季度，除持续深耕大成都地区外，公司多线齐进在川内多地拓展门店，报告期内新开/净开店 355/333 家（新开店平均面积 124 平米），截至报告期末门店总数已达 3669 家。除门店拓展外，公司在选品、供应链和物流体系建设等方面多维发力，推动竞争力提升。

详见开源零售 2020 年 2 月 28 日首次覆盖报告《**红旗连锁 (002697.SZ): 川蜀便利店龙头，扩品类+展门店打开成长空间**》和 2021 年 10 月 23 日信息更新报告《**红旗连锁 (002697.SZ): 营收季度环比持续改善，整体经营表现稳健**》等。

表4: 本周重点推荐个股贝泰妮表现较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价(元)	周涨跌幅	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688363.SH	华熙生物	买入	119.90	-5.07%	1.73	2.43	3.27	69	49	37
300957.SZ	贝泰妮	买入	168.30	3.84%	1.97	2.70	3.66	85	62	46
603708.SH	家家悦	买入	14.30	-9.49%	0.40	0.56	0.69	36	26	21
603214.SH	爱婴室	买入	23.11	-1.91%	0.62	0.81	1.02	37	29	23
002697.SZ	红旗连锁	买入	4.96	-8.32%	0.37	0.42	0.47	13	12	11
600612.SH	老凤祥	买入	45.54	-0.94%	3.41	3.91	4.48	13	12	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	18.51	-8.82%	0.99	1.42	1.85	19	13	10
002867.SZ	周大生	买入	17.25	-6.35%	1.23	1.52	1.85	14	11	9
300896.SZ	爱美客	买入	442.50	-3.59%	4.42	7.15	10.15	100	62	44
603605.SH	珀莱雅	买入	169.05	-5.03%	2.91	3.67	4.54	58	46	37
600655.SH	豫园股份	买入	9.23	-5.91%	1.07	1.28	1.49	9	7	6
600223.SH	鲁商发展	买入	10.91	-11.08%	0.73	0.94	1.10	15	12	10

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2022/1/28)

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词: 花西子、友哈、淘宝年货节、美械宝、孝心单等

【花西子】花西子获美国推特顶流博主 Jeffree Sta 推荐

1月23日,美国推特顶流美妆博主 Jeffree Sta 推送了自己在 2022 年的第一条美妆测试视频,国货彩妆品牌花西子在视频中受到推荐和认可。(来源:亿邦动力)

【友哈】阿里巴巴推出兴趣社群 APP “友哈”

1月24日消息,近日阿里巴巴推出兴趣社群 APP “友哈”,该应用定位为潮流有趣的好物研究所,共同爱好者们可以聚集于此,互相结识并种草生活中的好物。(来源:未来消费 APP)

【新东方】新东方计划建立农产品电商平台

1月24日消息,近日新东方计划建立农产品电商平台,目标是通过直播业务推广中国传统文化以及来自中国不同原产地的高品质农产品,助力中国农业产业发展。(来源:未来消费 APP)

【易买工品】工业品电商平台“易买工品”获数千万美元 C 轮融资

1月24日消息,近日工业品电商平台“易买工品”完成数千万美元 C 轮融资,由 Anchor Equity Partners 领投。该平台是服务于中小微企业的工业品自营电商,为其客户提供一站式备品备件及耗材零售服务。(来源:亿邦动力)

【淘宝年货节】淘宝发布《2022 承包家的新年味——年货节生活消费趋势报告》

1月24日消息,近日淘宝联合艾瑞咨询发布了《2022 承包家的新年味——年货节生活消费趋势报告》,报告中提到淘宝直播间渠道的成交额同比增长 20.5%,成交笔数同比增长 16%。(来源:亿邦动力)

【叮咚买菜】叮咚买菜快手菜相关食材销量同比增长 400%

1 月 24 日消息，近日叮咚买菜销售数据显示，2022 年春节前，快手菜相关食材销量同比增长 400%以上。（来源：亿邦动力）

【春节不打烊】淘宝上线“春节不打烊”活动

1 月 24 日晚 8 点，淘宝“春节不打烊”活动正式上线。1 月 24 日-2 月 8 日，20 万淘宝天猫商家将在春节期间照常发货，覆盖全国 95%的城市。（来源：联商网）

【每日优鲜】每日优鲜联合抖音试水直播购物极速达

1 月 25 日消息，近日每日优鲜与抖音巨量引擎试水直播购物极速达，销售商品以生鲜食材、短保食品饮料为主。（来源：职业零售网）

【美械宝】医美上游企业美械宝获康德莱投资

1 月 25 日，美械宝医美平台科技有限公司获康德莱投资。“美械宝”是医美上游企业，旗下胶原蛋白产品 Onlyfun 维壹美“嘭嘭胶原”已与国内 300 余家大型医美机构达成合作。（来源：医与美产业笔记）

【京东生鲜】京东生鲜发布《2022 年货经济学趣解》

1 月 25 日，京东生鲜发布《2022 年货经济学趣解》，报告显示，年货节期间，新年礼盒成为新春社交必备神器。预制菜品类销量同比增长 100%，预制菜成为京东生鲜年货节的热词之一。（来源：亿邦动力）

【每日优鲜】每日优鲜发布《2022 年春节消费趋势预测报告》

1 月 26 日消息，近日每日优鲜发布《2022 年春节消费趋势预测报告》：低糖类休闲食品 and 在家火锅将成为新宠，平台上的红色系、吉祥名年宵花和“豪气”高端预制菜预计将在春节期间实现 2 倍以上增长。（来源：亿邦动力）

【豆牛代卖】农产品代销平台豆牛代卖公布 2021 年经营情况

1 月 27 日消息，近日一亩田旗下的农产品代销平台豆牛代卖公布 2021 年经营情况：已覆盖全国 65 个城市，拥有 110 个一二级批发市场。（来源：亿邦动力）

【孝心单】美团优选“孝心单”单月订单数突破 350 万

1 月 27 日消息，近日美团优选“孝心单”全国单月订单数量已突破 350 万，礼盒销量同比增长超 30 倍。“孝心单”是美团优选开发出来专供异地过年的子女通过网购给远在家乡的父母送去孝心的订单。（来源：亿邦动力）

【地标年货节】京东联合全国各大地标协会上线年货节专场活动

1 月 27 日消息，近日京东联合全国各大地标协会上线“中国地标，品质好年”年货节专场，集结了来自全国各地的地标农产品，覆盖瓜果蔬菜、肉蛋海鲜及乳制品等众多品类。（来源：亿邦动力）

【百联迎新】百联集团开展“百联迎新购物季（新春档）”活动

1 月 28 日，百联集团携手旗下八大重点零售业态开展“百联迎新购物季(新春档)”活动。活动期间，零售业态整体同比增长近 30%，其中超商、百货、购物中心等业态同比增长超过 20%（来源：联商网）

3.2、公司公告：潮宏基、贝泰妮等公司发布 2021 年度业绩预告

王府井：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 25 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 12.39-13.99 亿元，同比增长 266%-313%。

潮宏基：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 25 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 3.3-3.5 亿元，同比增长 136%-151%；基本每股收益 0.37-0.39 元。

青松股份：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 26 日公告，预计 2021 年全年实现营业总收入 36-38 亿元，同比下降 1.68%-6.85%；归母净亏损 8.2-9.2 亿元，同比下降 278%-300%。公司拟对商誉及诺斯贝尔长期资产计提减值准备金额为 8.6-9.6 亿元。

贝泰妮：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 27 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 8.2-8.9 亿元，同比增长 50.87%-63.75%。

居然之家：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 27 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 23-25.8 亿元，同比增长 68.75%-89.29%；基本每股收益 0.35-0.4 元。

大商股份：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 28 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润增加 2.00-2.75 亿元，同比增加 40%-55%。

博士眼镜：关于向激励对象授予 2021 年限制性股票与股票期权激励计划预留部分限制性股票与股票期权的公告

根据公司 1 月 28 日公告，公司披露《2021 年限制性股票与股票期权激励计划(草案)》：拟向激励对象授予权益 621.60 万股，授予激励对象共 357 人，限制性股票授予价 9.08 元/股，股票期权行权价 18.16 元/份。业绩考核目标条件为：2021-2023 年营收增长率不低于 18%/32%/48%，净利润增长率不低于 18%/36%/56%。

中国黄金：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 8.01 亿元，同比增长 60.08%。

丽尚国潮：关于股东权益变动的提示性公告

根据公司 1 月 29 日公告，公司股东红楼集团有限公司与铸锋资产管理（北京）有限公司—铸锋鱼肠 9 号私募证券投资基金签署《股份转让协议书》，红楼集团拟将所持公司股份 0.39 亿股（占公司总股本约 5.01%）无限售流通股股份通过协议转让的方式转让给铸锋资产。

吉宏股份：关于终止实施 2021 年限制性股票激励计划并回购注销相关限制性股票的公告

根据公司 1 月 29 日公告，公司终止实施 2021 年限制性股票激励计划，并回购注销已授予但尚未解除限售的全部限制性股票 907 万股，回购价格为 12.96 元/股，回购金额合计人民币 1.18 亿元。

昊海生科：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 3.5-3.8 亿元，同比增长 52.13%-65.17%。

银座股份：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 0.23-0.33 亿元。

永辉超市：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润-39.3 亿元，同比减少 57.2 亿元。公司披露主要原因为：主动采取调结构降库存保市场的策略；全年科技投入 6.7 亿元，线上业务亏损 8.4 亿元；持有的金融资产公允价值变动以及计提的长期资产减值准备预计减少公司当年净利润 6 亿元左右；新租赁准则的执行使得公司当年净利润与原准则对比减少 4 亿元左右。

国光连锁：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润归母净利润减少 0.7-0.8 亿元，同比减少 66%-75%。

家家悦：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现营收约 175 亿元，同比增长 5%；归母净利润-2.6 至-3.0 亿元。公司披露主要原因为：对子公司内蒙古维乐惠超市有限公司和青岛维客商业连锁有限公司计提商誉减值损失 2.91 亿元至 3.29 亿元；新增门店培育爬坡期较长，前期运营成本较高，增加了亏损；2021 年共关闭了 43 家门店，因闭店长期待摊费用一次性处理等因素影响亏损增加。

奥园美谷：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现营收 15-19 亿元，归母净利润-850 至 -1150 万元；基本每股收益-0.011 至-0.015 元/股。公司披露主要原因为：与凯弦投资间发生 8,000 万元-12,000 万元信用减值损失；与京汉置业间发生信用减值损失与预计负债，预计将减少 2021 年度利润总额约 6,000 万元-7,000 万元。

中百集团：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润-0.23 至-0.32 亿元，同比下降 153.32%-174.19%；基本每股亏损 0.035-0.049 元/股。

南极电商：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 4.3-5.5 亿元，同比下降 53.70%-63.80%；基本每股收益 0.183-0.234 元/股。

吉宏股份：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 2.34-2.59 亿元，同比下降 53.64%-58.12%；基本每股收益 0.63-0.69 元/股。

若羽臣：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润 0.28-0.36 亿元，同比下降 59.33%-68.37%；基本每股收益 0.23-0.30 元/股。

苏宁易购：公司发布 2021 年度业绩预告

根据公司 1 月 29 日公告，预计 2021 年全年实现归母净利润-423 至-433 亿元；基本每股收益-4.54 元至-4.65 元/股。公司披露主要原因为：相关资产计提减值准备、确认投资损失、用来抵扣可抵扣亏损的应纳税所得额下降等。

表5：零售公司大事提醒：关注华致酒行解禁等

日期	公司名称	重大事项
2 月 7 日	华致酒行	解禁
2 月 8 日	中国黄金	解禁
2 月 10 日	爱施德	股东大会召开
2 月 16 日	步步高	股东大会召开
2 月 21 日	壹网壹创	解禁
2 月 22 日	星徽股份	解禁
2 月 25 日	国光连锁	股东大会召开
2 月 28 日	力量钻石	年报预计披露日期
3 月 3 日	丽人丽妆	年报预计披露日期
3 月 8 日	爱美客	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: 关注 2022 全国消费零售 CIO 大会等

日期	主题	重大事项
2 月 19 日	零售	2022 第十届亚洲自助售货及智慧零售博览交易会
2 月 27 日	零售	2022 全国消费零售 CIO 大会
3 月 2 日	零售	第十六届上海零售业大会暨中国零售创新峰会
3 月 10 日	化妆品	2022 第 59 届中国（广州）国际美博会
3 月 14 日	跨境电商	2022 第 15 届 CCEE（深圳）全球跨境电商选品大会
3 月 24 日	跨境电商	第六届全球跨境电商峰会
3 月 30 日	母婴	第 13 届国际童车及母婴童用品（深圳）展览会
3 月 30 日	跨境电商	跨境电商（出口）大会
4 月 14 日	零售	2022 中国零售数字化与营销创新峰会
4 月 21 日	零售	未来零售与客户体验创新峰会

资料来源: 亿邦动力网、活动家、联商网、开源证券研究所

4、风险提示

- （1）宏观经济风险:** 社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者信心下滑、消费需求受到抑制，零售行业经营也将承压；
- （2）疫情反复:** 若疫情出现反复，会对线下客流和门店销售造成较大影响，也会影响新店扩张、培育；
- （3）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；
- （4）政策风险:** 反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的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	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	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，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

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16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