商业贸易

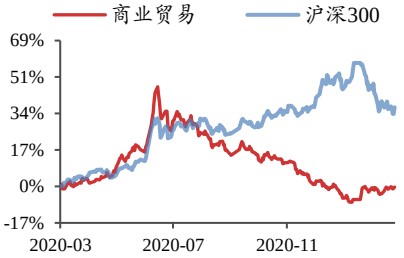
2021 年 03 月 28 日

三月化妆品品牌新品看点多，新增重点推荐贝泰妮

——商贸零售行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《商贸零售行业周报-黄金珠宝等“悦己”消费升级类商品呈现高景气》-2021.3.20

《行业点评报告-1-2 月社零同比+33.8%，金银珠宝品类表现亮眼》-2021.3.16

《商贸零售行业周报-阿里巴巴推出“零小哇优选”，加码社区团购》-2021.3.14

黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

● 敏感肌修护领域龙头贝泰妮登陆 A 股，三月化妆品新品发布看点多

本周（2021 年 3 月 25 日）贝泰妮登陆 A 股，敏感肌修护领域龙头扬帆起航。2019 年，贝泰妮旗下薇诺娜品牌在皮肤学级护肤品领域市占率位居第一，也是唯一连续四年双十一跻身化妆品销售额前十的国货护肤品牌。我们认为，敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强；贝泰妮作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长（详见深度报告《贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者》）。近期，化妆品上市公司品牌方也发布了较多新品，主要围绕着“强功效”、“敏感肌”等细分赛道展开，价格带以中高端为主。具体来看，上海家化旗下佰草集推出主打美白功效的灯管精华（379 元/30ml）、典萃推出主打焕亮修护的白泥面膜（149 元/7 片），还有双妹生命之花修护菁华露、玉泽臻安润泽修护精华液、六神 tokidoki 联名款等即将发售；丸美 3 月 20 日首发创新科技品牌美丽法则，应用全人源胶原蛋白作为核心技术，首批上线产品包括面膜、眼霜、精华等 5 个 SKU；华熙生物旗下润百颜也在 3 月 26 日携手天猫小黑盒举办了“修瓷大师”系列新品首发活动，进军敏感肌修护领域。总体而言，近期国货品牌发布新品看点多多。

● 行业关键词：达达集团、玻尿酸饮用水、巢鲜厨、天猫国际、医美直播等

【达达集团】京东将持有达达集团的 51%股份。
【玻尿酸饮用水】华熙生物推出新品水肌泉玻尿酸饮用水。
【巢鲜厨】顺丰上线社区团购小程序“巢鲜厨”。
【天猫国际】天猫国际升级“五新”策略：半年开出 1000 家进口小店。
【医美直播】饿了么在行业率先实现单场医美直播成交额破亿。

● 板块行情回顾

本周（3 月 22 日-3 月 26 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3146.59 点，上涨 1.10%，跑赢上证综指（本周上涨 0.40%）0.70 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 11 位。各细分板块中，本周 5 个子行业上涨，2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅居首。个股方面，本周*ST 中商（+21.4%）、天虹股份（+15.6%）和苏美达(+11.7%)涨幅靠前。

● 投资建议：新增重点推荐贝泰妮

投资主线一（颜值经济）：医美板块重点推荐轻医美玻尿酸产品龙头爱美客；化妆品板块新增重点推荐敏感肌修护龙头贝泰妮；
投资主线二（新兴电商）：疫情驱动电商渗透率提升，关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和两个新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；
投资主线三（传统零售）：疫情缓和、线下消费复苏，关注终端需求回暖的黄金珠宝板块，重点推荐在时尚珠宝和线上电商均领先布局的周大生。

● 风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目 录

1、 零售板块行情回顾 3
2、 零售观点：贝泰妮登陆 A 股，三月化妆品新品看点多 5
2.1、 行业动态：贝泰妮登陆 A 股，三月化妆品新品看点多 5
2.2、投资建议：新增重点推荐贝泰妮 8
2.2.1、 贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者 9
2.2.2、 爱美客：2020 年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长 10
2.2.3、 吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓 10
2.2.4、 豫园股份：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划 11
2.2.5、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化 11
2.2.6、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张 12
2.2.7、 周大生：三季报超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长 13
2.2.8、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著 13
2.2.9、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放 14
2.2.10、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩 15
2.2.11、 红旗连锁：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升 15
3、 零售行业动态追踪 16
3.1、 行业关键词：达达集团、玻尿酸饮用水、巢鲜厨、天猫国际、医美直播等 16
3.2、 公司公告：美团发布 2020 年年度报告等 18
4、 风险提示 20

图表目录

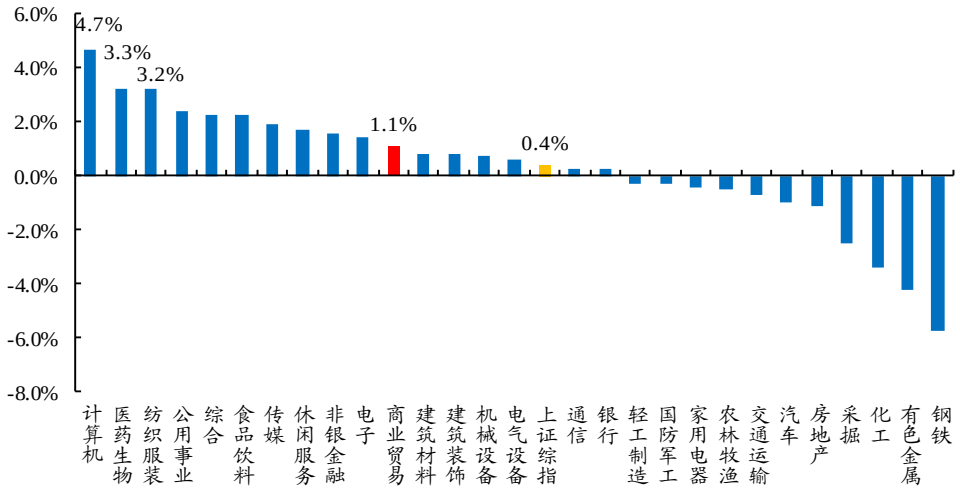
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 11 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数上涨 1.10% 3
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 2.70% 3
图 4： 本周百货板块涨幅最大 4
图 5： 2021 年初至今珠宝首饰板块涨幅最高，达 24.13% 4
图 6： 疫情后消费者护肤日趋理性 5
图 7： 社媒渠道和直播营销为大单品兴起创造条件 5
图 8： 针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道 5
图 9： 贝泰妮竞争优势突出，品牌发展链路清晰 6
图 10： 近期国货化妆品品牌方上新了较多新品 7

表 1： 本周零售板块*ST 中商、天虹股份和苏美达等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块爱施德、百联股份、北京城乡等跌幅靠前 4
表 3： 重点推荐贝泰妮、吉宏股份、周大生等 8
表 4： 本周重点推荐个股爱婴室、豫园股份、贝泰妮表现相对较好 16
表 5： 零售公司大事提醒：关注周大生、华熙生物年报披露等 19
表 6： 零售行业大事提醒：关注 2021 中国化妆品创新展等 20

1、 零售板块行情回顾

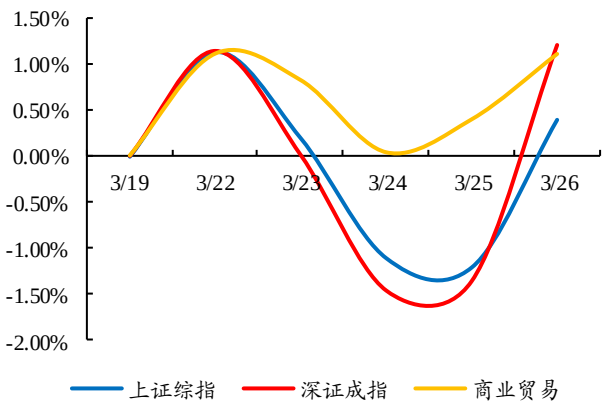
本周（3 月 22 日-3 月 26 日）A 股上涨，零售板块上涨 1.10%。上证综指报收 3418.33 点，全周累计上涨 0.40%；深证成指报收 13769.68 点，周上涨 1.20%；本周全部 28 个一级行业中，表现排名前三位的分别为计算机、医药生物和纺织服装。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3146.59 点，周涨幅为 1.10%，在所有一级行业中位列第 11 位。2021 年年初至今，零售行业下跌 2.70%，表现弱于大盘（2021 年年初至今上证综指累计下跌 1.58%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 11 位



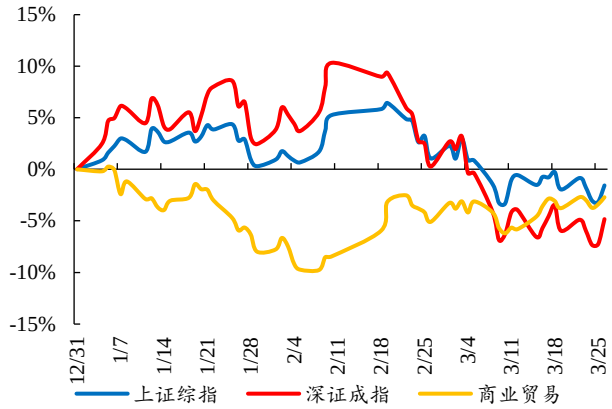
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数上涨 1.10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

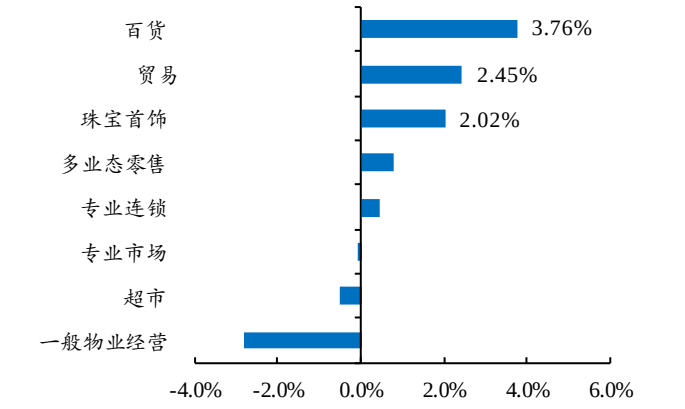
图3：2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 2.70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

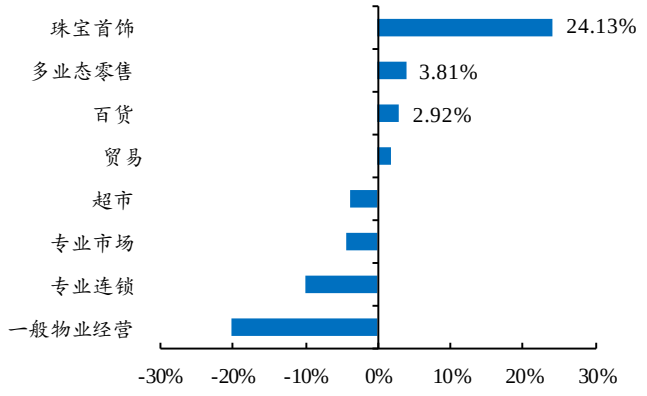
零售各细分板块中，百货板块本周涨幅最大；2021 年年初至今，珠宝首饰板块涨幅排在首位。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个细分板块）中，本周 5 个子行业上涨，其中百货涨幅最大，周涨幅 3.76%；2021 年全年来看，珠宝首饰板块年初至今累计涨幅为 24.13%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周百货板块涨幅最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年初至今珠宝首饰板块涨幅最高，达 24.13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周*ST 中商、天虹股份和苏美达涨幅靠前。本周零售板块主要 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和 B 股公司）中，合计有 52 家公司上涨、30 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是*ST 中商、天虹股份和苏美达，涨幅分别为 21.4%、15.6%和 11.7%。本周跌幅靠前公司为爱施德、百联股份、北京城乡等。

表1：本周零售板块*ST 中商、天虹股份和苏美达等涨幅居前

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	600280.SH	*ST 中商	4.36	21.4%	5.4%	83.2%	百货
2	002419.SZ	天虹股份	9.34	15.6%	9.8%	22.3%	百货
3	600710.SH	苏美达	6.00	11.7%	18.6%	7.1%	贸易Ⅲ
4	000564.SZ	*ST 大集	2.88	11.6%	16.5%	11.2%	百货
5	603214.SH	爱婴室	21.96	10.1%	20.0%	-4.3%	专业连锁
6	600655.SH	豫园股份	11.15	9.7%	12.8%	25.4%	专业连锁
7	601086.SH	国芳集团	4.47	8.2%	6.3%	5.2%	百货
8	000501.SZ	鄂武商 A	12.93	6.9%	13.0%	11.0%	百货
9	002818.SZ	富森美	14.87	6.8%	3.9%	5.2%	专业市场
10	600729.SH	重庆百货	31.04	6.7%	4.4%	7.4%	多业态零售

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/03/26）

表2：本周零售板块爱施德、百联股份、北京城乡等跌幅靠前

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	002416.SZ	爱施德	8.26	-16.6%	16.1%	10.7%	专业连锁
2	600827.SH	百联股份	17.61	-5.5%	8.7%	20.6%	多业态零售
3	600861.SH	北京城乡	15.32	-5.4%	3.1%	-14.2%	多业态零售
4	600738.SH	丽尚国潮	6.24	-3.9%	5.9%	-2.8%	专业市场
5	600605.SH	汇通能源	12.89	-3.0%	2.9%	7.3%	贸易Ⅲ

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/03/26）

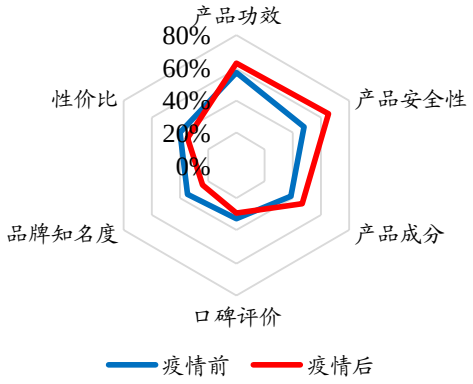
2、 零售观点：贝泰妮登陆 A 股，三月化妆品新品看点多

2.1、 行业动态：贝泰妮登陆 A 股，三月化妆品新品看点多

贝泰妮登陆 A 股，敏感肌修护龙头扬帆起航。本周（2021 年 3 月 25 日），敏感肌修护领域龙头贝泰妮正式登陆 A 股。根据 Euromonitor 数据，2019 年贝泰妮旗下薇诺娜品牌在皮肤学级护肤品领域市占率位居第一。作为细分领域冠军，贝泰妮已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新的增长。

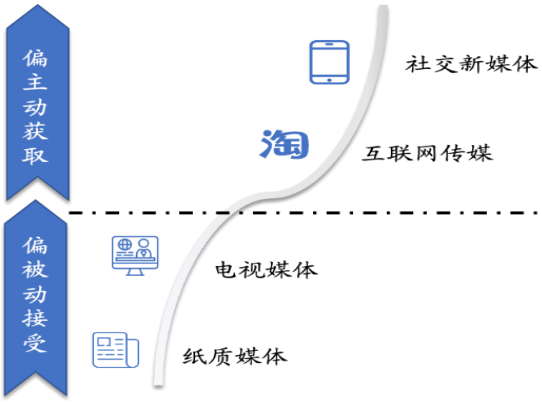
护肤品行业：社媒直播把握流量入口，细分领域冠军&明星单品成为品牌破局之锤。护肤品消费日趋理性，优质产品始终是品牌竞争基础核心；但由于行业竞争加剧，差异化品牌形象宣传也成为关键要义。考虑到直播、社媒营销占据风口，新生代消费群体接受 KOL 种草、购买细分明星单品的消费习惯逐渐养成，打造细分领域冠军&明星大单品关键性愈加凸显，成为品牌突围之道。

图6：疫情后消费者护肤日趋理性



数据来源：CBNData&欧莱雅中国、开源证券研究所

图7：社媒渠道和直播营销为大单品兴起创造条件



资料来源：开源证券研究所

敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强。（1）增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；（2）渗透低：行业渗透率仅 5.5%，相较海外处于较低水平；（3）空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）黏性强：更换产品的高风险带来了消费者的强黏性。敏感肌赛道内，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异于外资品牌的竞争优势。

图8：针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-2019五年CAGR
总规模	2310	2536	2768	2978	3177	3380	3728	4197	4777	
总规模同比增速	13%	10%	9%	8%	7%	6%	10%	13%	14%	9.9%
护肤	1152	1272	1393	1510	1610	1698	1881	2131	2444	
护肤同比增速	14%	10%	10%	8%	7%	6%	11%	13%	15%	10%
抗衰	246	279	312	330	341	356	404	472	575	
抗衰同比增速	17%	14%	12%	6%	4%	4%	13%	17%	22%	12%
彩妆	166	181	205	227	253	285	346	433	552	
彩妆同比增速	13%	9%	13%	11%	11%	12%	21%	25%	27%	19.4%
皮肤学级	34	37	42	48	59	68	85	102	136	
皮肤学级同比增速	24%	8%	13%	14%	24%	15%	24%	21%	32%	23%

数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

贝泰妮：敏感肌赛道冠军品牌，大单品深入人心，品牌渠道拓展空间广阔。贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，医研赋能加专业背书打造冠军单品。**细分赛道“冠军品牌”：**薇诺娜在敏感肌修护领域市占率第一，已打造“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。**护肤细分领域“明星单品”：**舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，相对竞品优势明显，有望打造为长生命周期大单品。**未来增长点：**（1）主品牌薇诺娜仍有充足发展空间，根据 Euromonitor 数据，2019 年欧莱雅和百雀羚护肤口径零售额达到 110 亿元，市占率排名前十的单品牌零售额均在 40 亿元以上；单电商口径看，2020 年欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等天猫旗舰店 GMV 均超 40 亿元。贝泰妮 2020 年实现收入 26.9 亿元，薇诺娜单品牌仍有较大空间；（2）WINONA Baby 和 BEAUTY ANSWERS 多品牌矩阵持续拓展，这些品牌亦有望不断为公司贡献增量；（3）继续推进直供客户渠道布局，在打造专业形象的同时，也有望贡献增量。

图9：贝泰妮竞争优势突出，品牌发展链路清晰



资料来源：贝泰妮公司公告、Euromonitor、开源证券研究所

近期国货化妆品品牌均发布了较多新品，具有较强看点。薇诺娜推出了抗初老新品双修赋活精华液，实现在敏感肌肤状态下采用温和有效的方式抗初老。上海家化发布了 10 大品牌新品，包括佰草主打美白功效的灯管精华（379 元/30ml）、典萃主打焕亮修护的白泥面膜（149 元/7 片），还有双妹生命之花修护菁华露、玉泽臻安润泽修护精华液、六神 tokidoki 联名款等即将发售。丸美在 3 月 20 日首发创新科技品牌美丽法则，应用全人源胶原蛋白作为核心技术，首批上线产品包括面膜、眼霜、精华等 5 个 SKU。华熙生物旗下润百颜也于 3 月 26 日携手天猫小黑盒举办了“修瓷大师”系列新品首发活动，产品屏障调理瓷敏大白瓶首创 4 重屏障修护理论解决肌肤敏感问题，也标志着润百颜品牌进军敏感肌修护领域。总体而言，近期国货品牌发布了较多新品，价格带以中高端为主，功效上主要围绕着“美白”、“抗衰”等强功效型和敏感肌这两条化妆品优质细分赛道展开，我们持续看好皮肤学级和功能性护肤品赛道，国货品牌凭借差异化竞争优势有望实现弯道超车。

图10：近期国货化妆品品牌方上新了较多新品

公司	品牌	产品	价格	功效	预计/实际上市时间
丸美	丸美	 晶致奢颜精华	638元/30ml	晶致焕采，促进弹性胶原，**紧致淡皱，纤紧松垮肌**	1月
	美丽法则	 全人源™胶原蛋白系列		淡纹、胶原蛋白补充、**生物科技抗衰**	4月
贝泰妮	薇诺娜	 双修赋活精华液	398元/30ml	专研**抗初老**精华	4月
华熙生物	润百颜	 屏障调理瓷敏大白管	499元/45ml	首创4重屏障修护理论，**全方位击碎敏感**；28天后，**瓷敏肌逐步改善**	3月
上海家化	佰草集	 新七白灯管精华	379元/30ml	**持久透白不返黑，28天见证肤色改变**	3月
	双妹	 生命之花修护菁华露	-	**柔嫩肌肤，提亮，初抗**	上市筹备中
	玉泽	 臻安润泽蓝铜胜肽精华	-	激发自身胶原蛋白再生，**增加肌肤弹力**，维护肌肤表面微生态平衡	5月发售
	典萃	 焕亮修护白泥面膜	149元/6g*7	**水润、透亮、淡纹**	3月
	六神	 止痒露tokidoki联名款	-	走珠涂抹，强化**止痒**	5月发售
珀莱雅	珀莱雅	 源力修护精华液	259元/30ml	赋活基底层，强化表皮屏障，平衡微生态屏障，**舒缓肌肤泛红敏感**	2月

资料来源：丸美、贝泰妮等各品牌官方旗舰店、开源证券研究所

2.2、投资建议：新增重点推荐贝泰妮

投资主线 1：“颜值经济”时代，化妆品和医美消费已由可选变为刚需。（1）化妆品：低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动化妆品行业高景气，国货美妆有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起。2021 年 1-2 月社零数据显示，化妆品类同比增速达到 40.7%。皮肤学级护肤品赛道具有大空间、低渗透、高增长、强黏性等特点。我们认为，短期疫情催化抗敏舒缓需求，理性护肤成为趋势；长期看，国货品牌在产品和渠道上已构建差异化竞争优势，持续成长潜力突出。**重点推荐贝泰妮：**公司已经在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。此外，建议关注护肤品优质细分赛道、彩妆和上游 ODM 龙头三条细分赛道，受益标的包括完美日记、珀莱雅、华熙生物和青松股份等。**（2）医美：**除化妆品外，颜值经济时代消费者旺盛“变美”需求，也驱动着医美（特别是非手术“轻医美”）行业蓬勃发展。产业链中，医美产品生产商凭借较高技术、资质壁垒和强议价权，掌握产业链核心环节。医美行业重点推荐深耕玻尿酸的国内龙头爱美客：公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建竞争壁垒，进一步布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。

投资主线 2：疫情驱动电商渗透率持续提升，重点关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）、两个新兴业态（直播和社交电商）。投资建议：跨境电商：天时地利人和齐具推动中国出口跨境电商行业快速发展，RCEP 协议签订再送政策东风；重点推荐东南亚单页电商龙头吉宏股份（深度受益东南亚市场红利，模式核心竞争力突出，未来区域新市场开拓和 SaaS 平台新模式升级有望帮助公司延续高增长、加深护城河）。

投资主线 3：疫情缓和、线下消费复苏，关注竞争力突出的线下零售细分赛道龙头。首推黄金珠宝板块：受益婚庆需求释放，黄金珠宝品类终端消费明显回暖（1-2 月金银珠宝社零增速超过 98%），时尚珠宝孕育潜在增量空间，重点推荐周大生（在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势，二股东减持等压制因素已基本消除，2021 年线下门店扩张重新提速）和老凤祥。

表3：重点推荐贝泰妮、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
300957.SZ	贝泰妮	化妆品	敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。 贝泰妮作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。
300896.SZ	爱美客	医美	2020 年实现营收 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）。 颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展。公司是国产医美玻尿酸龙头，研发、推新能力突出，未来明星产品和待批新品有望推动持续高增长。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2020 年公司预计实现归母净利润 5.55-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，延续高增长。 公司深度受益东南亚市场红利，跨境电商模式核心竞争力突出，未来国内电商市场开拓和模式升级（SaaS 平台）有望帮助公司延续高增长、加深护城河。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2020 年公司预计实现营收 50.8 亿元（-6.5%），归母净利润 10.1 亿元（+2.1%）。 婚庆需求释放带来黄金珠宝行业明显回暖，公司在时尚珠宝和线上电商直播领域先发布局优势明显，二股东减持等压制因素已基本消除。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年公司预计实现营收 517.2 亿元（+4.2%），归母净利润 15.9 亿元（+12.6%）。 公司门店保持快速扩张，疫情趋缓下婚庆需求释放带动黄金珠宝消费明显回暖，有望推动公司同店持续恢复；公司积极推进国企改革，经营效率有望进一步提升。

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	2020 年实现营收 440.5 亿元（+0.27%），归母净利润 36.1 亿元（+12.82%）。公司珠宝门店疫情下逆势扩张，同时围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，长期看有望为公司带来盈利与估值的双升。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	公司受疫情影响，恢复慢于预期。长期看公司专业连锁模式对母婴消费上下游具备重要渠道价值，未来围绕“品牌+全渠道”布局、整合供应链，竞争力依然突出。
002251.SZ	步步高	超市	公司战略回归超市主业，关闭亏损门店、聚焦优势区域经营，持续推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。
002697.SZ	红旗连锁	超市	公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式探索异地扩张进一步打开成长想象空间。
601933.SH	永辉超市	超市	2020 年前三季度营收 726.7 亿元（+14.4%），归母净利润 20.3 亿元（+31.9%）。公司在生鲜经营上优势显著，近期通过整合到家业务及对 mini 店的优化调整减少创新业务亏损，盈利能力有望逐渐提升。
603708.SH	家家悦	超市	2020 年前三季度营收 137.6 亿元（+22.2%），归母净利润 3.9 亿元（+10.6%）。公司强势供应链及运营优势保障了公司在省外的扩张能力，尽管短期业绩受开店费用等影响扰动，但随着门店逐渐成熟，稳态下盈利能力有望迎来修复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、 贝泰妮：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者

贝泰妮是国货敏感肌修护龙头。公司 2019 年市占率位居全国皮肤学级护肤品第一名。我们认为，敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强。公司作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长。2020 年，贝泰妮营收为 26.9 亿元，同比增长 38.5%，营收 2017-2020 年三年 CAGR 达 50.0%；实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 31.9%，三年 CAGR 达 52.4%，公司在疫情背景下，业绩表现仍然亮眼。

敏感肌赛道增速高、渗透低、空间大、黏性强，国货品牌具备差异化优势。护肤品消费日趋理性，优质产品始终是品牌竞争基础核心；但由于行业竞争加剧，差异化品牌形象宣传也成为关键要义。考虑到直播、社媒营销占据风口，新生代消费群体接受 KOL 种草、购买细分明星单品的消费习惯逐渐养成，打造大单品的关键性愈加凸显，成为品牌突围之道。敏感肌黄金赛道：增速高、渗透低、空间大、黏性强。（1）增速高：皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，领跑护肤行业；（2）渗透低：行业渗透率仅 5.5%，相较海外处于较低水平；（3）空间大：我们测算我国敏感肌潜在市场规模在千亿级别；（4）黏性强：更换产品的高风险带来了消费者的强黏性。敏感肌赛道内，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异于外资品牌的竞争优势。

贝泰妮：敏感肌赛道冠军品牌，大单品深入人心，品牌渠道拓展空间广阔。贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，医研赋能加专业背书打造冠军单品。细分赛道“冠军品牌”：薇诺娜在敏感肌修护领域市占率第一，已打造“敏感肌=薇诺娜”的强品牌效应。护肤细分领域“明星单品”：舒敏保湿特护霜双十一销售额位居乳液面霜品类前三名，相对竞品优势明显，有望打造为长生命周期大单品。未来增长点：主品牌薇诺娜仍有充足发展空间；拓展 WINONA Baby 等新品牌打造品牌矩阵；直供客户渠道延伸带来新增量。

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》**。

2.2.2、 爱美客：2020 年明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长

深耕玻尿酸产品市场的国内医美行业龙头，明星产品嗨体放量，推动持续高增长。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展；公司是国产医美玻尿酸龙头，研发转化高效、推新能力突出。2020 年实现营收 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.4 亿元（+43.93%）；其中 Q4 营收 2.45 亿元（+51.03%），归母净利润 1.49 亿元（+75.24%），业绩高增长。考虑到公司明星产品和待批新品的持续高增长潜力，我们上调盈利预测。

明星产品嗨体放量驱动高增长，规模效应带动盈利能力提升。2020 年新冠疫情对医美行业客流造成较大影响，但公司凭借较强产品和品牌力，在疫情缓和后销售迅速回暖，全年仍逆势实现高增长。其中，以明星玻尿酸产品嗨体为核心的溶液类注射针剂表现亮眼，全年营收 4.47 亿元（+82.85%），占总营收比重达到 63%，构成公司增长主要驱动力；此外，凝胶类产品实现营收 2.52 亿（-19.21%），相对体量较小的埋线和化妆品类产品分别实现 21 倍/9 倍增长。盈利能力方面，公司整体毛利率继续稳定在 92%以上；同时，费用端的规模效应随营收增长逐步凸显，2020 年公司销售费用率（10.37%，-3.47pct）和管理费用率（6.13%，-2.49pct）均有明显改善，带动净利率进一步提升。

快速推新能力铸就医美龙头竞争壁垒，新品推出有望再享高成长红利。颜值经济时代，“变美”需求驱动轻医美赛道蓬勃发展；公司作为国产玻尿酸龙头，研发转化高效、推新能力突出，产品矩阵丰富且存在差异化，先发优势明显。嗨体等明星产品口碑已得到下游医疗机构和消费者认可、市场渗透率稳步提升；未来，公司继续大力投入研发，有望快速推出首款合规童颜针产品，同时入局 A 肉毒素和利拉鲁肽注射液（用于慢性体重管理）等高潜力新市场。随着新产品陆续贡献增量，公司有望继续扩大市场份额，医美龙头品牌力进一步提升。

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 2021 年 2 月 9 日信息更新报告**《爱美客（300896.SZ）：明星产品嗨体放量，医美龙头持续高增长》**。

2.2.3、 吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓

东南亚跨境电商龙头，2020 年业绩预告延续高增长，单四季度业绩低于预期。公司前身为厦门正奇，主要从事创意设计及广告策划制作业务；2017 年起进军互联网领域，设立厦门吉客印开展 To C 端精准营销业务，立足东南亚地区，以跨境电商为主要业务模式。公司已发布 2020 年业绩预告：预计实现归母净利润 5.55-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，跨境电商业务驱动全年业绩延续高增长。我们认为，公司跨境电商业务深度受益东南亚市场红利，核心竞争力突出，未来新市场开拓和模式升级（SaaS 平台）有望帮助公司延续高增长、加深护城河。

疫情驱动跨境电商业务大幅增长，四季度受居民购买力下降影响增速放缓。2020 年，海外疫情驱动消费者消费需求向线上转移，公司灵活应对环境变化、发挥模式优势，跨境电商业务订单和利润实现大幅增长，预计全年归母净利润同比增长 150%-165%。但单从四季度来看，疫情反复影响了海外消费者的购买力，公司因此对产品结构及价格主动调整，又由于电商板块营销和物流成本相对刚性，因此对电商利润带来一定负面影响，拖累四季度公司整体业绩环比下滑。但我们也注意到，公司电商战略的主动调整近期已逐步见效，跨境电商订单量逐步提升，2020 年底已突破历史新高（根据公司公众号数据）。

扬帆东南亚电商蓝海，加速由“掘金者”向“卖水人”升级。公司已成为东南亚跨境电商龙头。长期看，东南亚电商市场广阔，单页营销电商模式在供应链选品、精准买量投放和管理方面优势突出，且竞争壁垒将随经验和用户数据沉淀愈加深厚。在此基础上，公司进一步打造电商 SaaS 平台（2021 年上半年有望推出试用版本），为国内海量中小跨境电商企业提供系统服务支持。长期看，随着一带一路战略推进和 RCEP 协议落地，将有越来越多跨境电商卖家切入东南亚市场，潜在 SaaS 服务需求旺盛。公司通过布局 SaaS，在模式上加速从掘金者向卖水人转型升级，有望进一步提升跨境电商业务的竞争力和成长性。

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 1 月 12 日信息更新报告**《吉宏股份(002803.SZ)：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓》**。

2.2.4、 豫园股份：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划

家庭快乐消费龙头，2020 年三季度业绩高增长。豫园股份是集珠宝时尚、文化商业及时尚地标为一体的家庭快乐消费龙头，并围绕家庭快乐消费主线布局餐饮、食饮、美丽健康等消费新兴赛道。2020 年前三季度公司实现营收 291 亿元（+5%），归母净利润 15.9 亿元(+31%)；其中 Q3 营收 90 亿元(+21%)，归母净利润 4.8 亿元(+122%)，业绩超预期。我们认为，公司珠宝门店逆势快速扩张，婚庆需求释放驱动行业回暖；同时公司围绕家庭快乐消费主线推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，业态布局的丰富完善有望为公司带来盈利与估值双升。

黄金珠宝业务收入增速逐季提升，费用率整体保持稳定。前三季度公司珠宝时尚业务实现收入 163 亿元（+8%），其中 Q3 收入 59 亿元（+19%），增速逐季提升（Q1/Q2 增速分别为 1%/5%）；前三季度物业开发板块实现收入 100 亿元（+2%），增速保持平稳。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 4.4%（-0.5pct）/7.0%（+0pct）/2.7%（+1.3pct），整体保持稳定，财务费用率上升主要原因为借款增加。

珠宝门店逆势快速扩张，拟推出首期员工持股计划增强凝聚力。2020 年前三季度公司净增珠宝门店 463 家，门店合计达 3222 家，疫情中逆势实现快速扩张。近期社零数据显示，黄金珠宝消费回暖明显，婚庆需求释放有望带动公司同店进一步恢复。公司也积极推进消费产业新兴赛道布局：2020 年已在多地新开松鹤楼面馆 16 家，餐饮板块连锁化加速；10 月完成对金徽酒进一步增持后合计控股 38%，赋能后的金徽酒未来有望进一步贡献业绩增量（金徽酒 Q3 单季度实现净利润 0.39 亿元，+40%）。此外，公司拟针对高管及员工共 94 人推出首期持股计划，股权激励考核要求为 2020 年归母净利润不低于 34 亿元（受激励员工购买回购股票的价格为 3.7 元/股，合计不超过 598.2 万股）。员工持股计划推出，有望进一步增强公司凝聚力，保障短期业绩的确定性。

详见开源零售 2020 年 9 月 20 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 2020 年 10 月 27 日信息更新报告**《豫园股份（600655.SH）：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划》**。

2.2.5、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化

以生鲜为特色的全国超市龙头，三季度收入同比下滑。公司深耕生鲜运营近 20 年，凭借高比例直采模式、强大冷链仓储系统和组织制度优化，在供应链和门店经营效率方面已构筑竞争优势。近年来，公司依托生鲜差异化优势持续推进门店扩张、完成

全国布局，规模优势也开始显现。2020 年前三季度，公司实现营收 727 亿元(+14%)，归母净利润 20 亿元（+32%），扣非净利润 15 亿元（+20%）；其中 Q3 营收 222 亿元（-1%），归母净利润 2.9 亿元（+16.6%），扣非净利润 1.0 亿元（-35.8%），收入增长放缓。

毛利率有所下滑，费用率整体保持稳定。Q3 单季度一区（闵、赣）/二区（京、津、辽、吉、黑）收入分别-6.3%/-8.2%，拖累整体收入增速，而七区（豫、晋、冀）收入同比+8.3%，表现好于整体。根据我们测算，Q3 单季度主营毛利率为 15.34%(-0.62pct)，预计主要受促销增加及社区超市、团购等新业态导致行业竞争加剧有关。费用方面，2020Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 17.5%（+0.9pct）/2.5%（-0.8pct）/0.1%（-0.3pct），整体保持稳定。1-9 月经营净现金流为 60.7 亿元（+166%），改善明显。

展店速度逐渐恢复，mini 店继续优化调整。Q3 公司新开超市门店 27 家（Q1/Q2 分别新开 16/15 家），展店速度逐渐恢复，根据公司官网显示（截至 10 月 30 日）目前大卖场门店合计 970 家。mini 店方面，Q3 新开/关闭 8 家/61 家（H1 新开/关闭 mini 店 16 家/88 家），继续优化调整，截至 Q3 末共拥有 405 家 mini 店。Q3 到家业务收入 19.7 亿元（+97%），占主营收入比重 9.7%，环比 Q2 有所下滑（Q1/Q2 占比分别为 7.3%/13.5%），其中永辉生活 APP 占到家业务比重为 50.7%，环比 H1 基本持平（49.3%）。7 月底，公司收回云创 20%股权、整合到家业务，有望在增强到家服务体验同时逐渐优化内部费用控制，减少创新业态亏损。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告**《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头稳步扩张，“到店到家”巩固主业护城河》**和 2020 年 10 月 31 日信息更新报告**《永辉超市（601933.SH）：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化》。**

2.2.6、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张

胶东地区生鲜超市龙头，公司三季度收入增长平稳，业绩低于预期。公司经营生鲜业务多年，依托高直采比例（超过 80%）、完善的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。公司深耕胶东市场，近年来依托区域内完善布局的仓储物流中心开始在山东省内其他地区加速展店，通过门店合伙人机制也保障了新店的高效运营。前三季度实现营收 138 亿元（+22%），归母净利润 3.9 亿元（+11%）；其中 Q3 营收 45 亿元（+13%），归母净利润 1.0 亿元（-19%）。我们认为，强势供应链及运营优势保障了公司在省外的扩张能力，尽管短期业绩受开店费用等影响扰动，但随着门店逐渐成熟，稳态下盈利能力有望迎来修复。

Q3 省外收入占比提升至 9.3%，销售费用增长拖累利润。分地区看，Q3 单季度山东省内/省外主营收入分别为 35.6 亿元（+9%）/3.7 亿元（+285%），省外收入占比已经提升至 9.3%（同比+6.5pct），主要原因为公司加快省外门店拓展（自建及并购）。Q3 单季度公司毛利率为 22.1%（+0.6pct），表现稳健。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 17.1%（+1.9pct）/1.6%（-0.4pct）/0.2%（+0.4pct），销售费用增长预计与开店较多有关，对利润造成较大拖累。

省外展店稳健，定增募资助力后续扩张。2020Q3 公司新开门店 33 家（H1 新增门店 67 家，含并购淮北真棒 31 家），其中大卖场/综合超市分别为 13/19 家；分地域来看，山东/河北/其他省份分别为 19 家/6 家/8 家，公司继续加快省外扩张步伐，截至 Q3 末公司共拥有门店 874 家。公司继续推进物流供应链建设，烟台、莱芜、张家口等多地物流中心完工并投入使用，也将为新店扩张提供保障。在公司强势供应链及运营优

势下，前期并购标的的顺利整合为未来店铺选址提供更多操作可能，省外扩张空间广阔。此外，公司非公开发行股票募集资金获证监会受理，后续有望助力公司进一步扩张同时优化公司负债结构。

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 2020 年 10 月 31 日信息更新报告**《家家悦（603708.SH）：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张》**等。

2.2.7、 周大生：三季报超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长

周大生是全国性珠宝首饰龙头，公司三季报业绩超预期。公司 1999 年开出第一家门店，经过 20 余年发展已成为全国门店数量最多（截至 2020Q3，公司门店数量达 4020 家）的珠宝企业，成长能力优异。2020 年前三季度实现营收 33.5 亿元（-12%），归母净利润 7.1 亿元（-2%）；其中 Q3 营收 16.8 亿元（+18%），归母净利润 3.8 亿元（+51%），业绩超预期。我们认为，婚庆需求集中释放带来行业明显回暖，“双十一”电商购物节叠加直播等新渠道，有望推动公司线上业务进一步快速增长。

Q3 自营线上收入同比大增 160%，毛利率持续提升。分渠道看：Q3 单季度自营线下/自营线上/加盟分别实现收入 1.8 亿元(-18%)/3.2 亿元(+160%)/11.4 亿元(+10%)，线上收入大幅增长主要系公司加大直播带货尝试，前三季度线上收入占比已达 21%。Q3 单季度毛利率为 42.9%(+7.8pct)，预计主要与年内金价上涨及公司高毛利银饰销售增多有关。费用方面，2020Q3 销售/管理/财务费用率分别为 11.6%(+3.4pct)/1.4%(-0.9pct)/-0.4%(-0.7pct)，销售费用率增长主要因为直播营销费用增大。前三季度公司经营净现金流 12 亿元（+128%），主要与公司控制存货额度、减少采购有关。

婚庆需求集中释放驱动行业回暖，电商购物节有望推动线上业务继续快速增长。2020 年前三季度公司新开/净开门店 348 家/9 家（2019 年同期为 618 家/412 家），受疫情影响门店拓展放缓、撤店有所增加，报告期末门店总数为 4020 家。随着疫情缓和、婚庆需求逐步释放，三季度黄金珠宝行业整体回暖明显，8、9 月品类社零增速都在双位数。此外公司较早布局电商渠道，线上产品以低单价时尚珠宝为主，消费频率高，配合直播电商等新兴营销方式，实现了更加精准的下沉和消费者触达。“双十一”等电商购物节，更有望推动公司线上业务进一步快速增长。

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 2020 年 10 月 30 日信息更新报告**《周大生（002867.SZ）：三季报业绩超预期，婚庆需求释放、电商购物节有望继续驱动高增长》**等。

2.2.8、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著

步步高为西南地区双业态零售龙头，三季度业绩改善明显。公司 1995 年成立于湖南湘潭，2005 年开始加速拓展省外业务，2008 年 6 月登陆深交所，目前已发展成为一家深耕湖南，以超市和百货为主体，大卖场、家电专业店、城市生活广场等多业态齐头并进的综合性零售渠道商。在经营模式上，超市业务以自营为主、百货业务以联营为主。公司自成立以来，已逐步形成了立足中小城市发展、密集式开店网络布局、多业态组合等经营优势，同时不断推进数字化转型、加速线上线下融合，打造核心竞争力。公司前三季度实现营收 151 亿元(+2%)，归母净利润 1.7 亿元(-27%)；其中 Q3 营收 47 亿元（-1%），归母净利润 0.03 亿元（2019 年同期为-0.11 亿元），业绩改善明显。我们认为，公司战略回归超市主业，关闭亏损门店并聚焦优势区域经营，持续

推进到家与数字化建设取得显著成效，盈利能力有望回升。

Q3 毛利率年内首次增长，经营净现金流大幅改善。2020Q3 单季度公司毛利率为 24.5%（+0.9pct），年内首次出现同比增长，随着公司推进生鲜供应链变革、加大直采比重，主业毛利率有望持续提升。费用方面，Q3 销售/管理/财务费用率分别为 20.4%(+0.7pct)/1.9%(+0pct)/2.2%(+0.4pct)，整体保持平稳。经营活动净现金流为 3.4 亿元(+237%)，大幅改善。

战略重心回归超市板块，推进到家与数字化建设成效显著。公司战略重心回归超市板块：（1）百货业务方面未来主要专注于存量门店经营提效；（2）6 月退出亏损重庆市场，聚焦优势区域经营；（3）家电业务与五星电器合作后，将有更多精力专注超市主业。公司持续推进门店到家与数字化建设，截至 9 月 30 日，公司到家门店达到 356 家，拥有数字化会员 2297 万（环比 2020H1 增长 216 万），数字化会员贡献销售占比达 78%。2020H1/Q3 线上收入占比分别为 7%/17%，呈现持续提升趋势。线上线下全渠道运营，也将有助于公司实现精准服务、提升客户粘性，在聚客引流的同时实现经营效率的提升。此外，公司深耕数字化运营并建立新的组织运行模式，大力推行合伙人机制，试点区域门店销售可比增长 10.4%，费用率可比下降 0.9%，已初步取得良好成效。

详见开源零售 2020 年 5 月 23 日首次覆盖报告**《步步高（002251.SZ）：西南双业态零售龙头，战略回归超市主业再起航》**与 2020 年 10 月 29 日信息更新报告**《步步高（002251.SZ）：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著》**等。

2.2.9、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放

老凤祥为黄金珠宝行业龙头之一，公司 2020 年三季度业绩表现亮眼。公司下设“老凤祥”珠宝首饰、“工美”工艺美术、“中华”笔类文教用品三大业务板块。公司具有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力。公司始终坚持自主创新和研发，拥有黄金、珠宝首饰专业加工基地把控上游生产源头；产品上构建珠宝首饰全品类矩阵并向服饰类饰品、旅游纪念品、工艺品、钟表、珐琅和眼镜等产业跨界延伸；下游渠道方面则以加盟经销为主，结合自营银楼建设，轻资产运营灵活扩张的同时严控品牌管理。2020 前三季度实现营收 439 亿元（+4%），归母净利润 12.3 亿元（+6%）。

黄金珠宝业务收入增速大幅改善，费用率整体优化。受疫情影响，公司前三季度黄金珠宝业务实现收入 321 亿元（-2%），其中 Q3 实现收入 141 亿元（+22%），增速环比大幅提升，主要原因为加盟商在中秋国庆订货会上拿货增加。Q3 单季度公司综合毛利率为 7.2%（-1.8pct），预计主要受促销活动、折扣增长影响。费用方面，Q3 单季度公司销售/管理/财务费用率分别为 1.08%（-0.41pct）/0.54%（-0.39pct）/0.35%（-0.08pct），整体呈现优化趋势。2020 前三季度公司经营净现金流为 12 亿元（2019 年同期为-11 亿元），现金流大幅增长的主要原因为公司减少商品购买及劳务支付；截至 Q3 末应收账款 57 亿元（较 2020 年初增长 53 亿元），主要为国庆中秋双节订货会产生的应收账款尚未回笼所致。

线下门店快速扩张，婚庆需求释放有望带动行业回暖。2020 年前三季度公司新开/净开门店 327/231 家（2019 年同期净开 201 家），其中国内加盟店净开 229 家，门店总数达到 4124 家，疫情中仍保持快速扩张。社零数据显示自 7 月来黄金珠宝消费额已经连续 3 个月实现正增长，其中 8/9 月增速保持在双位数。随着疫情趋缓、婚庆需求集中释放，行业整体明显回暖，有望带动公司同店持续恢复。此外，公司选取了三家

子公司于 2020 年起进行试点，落实“双百行动”，积极推广实施职业经理人制度、健全考核激励机制，经营效率有望进一步提升。

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 2020 年 10 月 29 日信息更新报告**《老凤祥（600612.SH）：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放》**等。

2.2.10、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩

深耕线下零售的母婴消费专家，前三季度业绩受疫情影响出现下滑。公司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：行业洞察和专业买手保障产品品质，品牌商资源支持+直采模式构筑价格优势，门店暖心服务增强消费者粘性。上市以来，公司一方面内练经营提效，围绕“品牌+全渠道”多维加码布局。2020 年前三季度公司实现营收 16.10 亿元(-7.54%)，归母净利润 0.64 亿元(-26.53%)，扣非后归母净利润 0.39 亿元(-46.40%)，业绩受疫情影响出现下滑。

前三季度疫情持续影响线下门店销售，销售管理刚性费用拖累业绩。2020 年前三季度，疫情对公司线下实体门店客流和经营造成较大影响，持续情况超出预期。分渠道看，门店销售收入 14.02 亿元(-9.29%)；电商收入 0.79 亿元(+63.17%)。分产品看，母婴消费需求相对刚性的奶粉/食品/用品类分别实现营收 7.96/1.31/3.60 亿元，表现相对稳健；但可选消费属性较强的棉纺、玩具、车床等品类则下滑明显。盈利能力方面，受益于商品结构持续优化，核心品类奶粉(+0.77pct)/用品类(+3.16pct)推动公司整体毛利率提升至 30.66%(+1.11pct)。但另一方面，经营费用并未随收入下滑而同步减少，前三季度租金、折旧、人工等刚性支出及股权激励费用计提导致公司销售费用率上升至 22.46%(+2.47pct)、管理费用率上升至 3.93%(+0.68pct)，拖累公司净利率下滑至 4.18%(-1.23pct)。

“品牌+全渠道”多维加码布局，提升长期核心竞争力。公司围绕“品牌+全渠道”发展方向多维加码布局。品牌方面：持续推进商品结构优化、引进中高端国产奶粉品牌，提升毛利率。渠道方面：受疫情影响，公司主动优化门店布局，前三季度累计开店 17 家、闭店 32 家，目前门店总数为 282 家，另有已签约待开业门店 15 家。此外，公司继续积极探索新媒体营销方式，借助母婴 KOL 和直播社交平台精准触达更多母婴消费群体，线上渠道建设不断完善。未来，全渠道营销系统建设完善有望显著提升公司核心竞争力。

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 2020 年 10 月 22 日信息更新报告**《爱婴室（603214.SH）：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩》**等。

2.2.11、 红旗连锁：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升

川蜀便利店龙头，三季度收入增速回归正常。公司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，在经营上筑就了深厚壁垒。近年来，公司通过收购 9010 引入高毛利率堂食业务，同时大力发展进口商品业务，推动品类结构不断优化；另一方面，公司通过优化完善红旗云大数据平台提升精准选品能力，并在供应端提高直采比例、降低采购成本。2020 三季度公司实现营收 22.91 亿元(+11.3%)，归母净利润 1.42 亿元(-16.2%)；其中新网银行投资收益 0.21 亿元(-63%)，扣除新网银行影响后主业利润为 1.21 亿元(+7.0%)，业绩符合预期。我们认为，公司门店位置优势显著（社区高频流量），品类结构及供

应链优化下公司毛利率持续提升，轻资产模式异地扩张进一步打开成长想象空间。

毛利率继续提升，下半年人力成本预计会逐渐改善。2020Q3 公司综合毛利率为 30.94%（同比+1.22pct），毛利率稳健增长主要得益于以下原因：一方面公司品类结构不断优化（快餐、熟食、进口食品等高毛利率品类占比提升）；另一方面，公司不断加大直采比例，降低采购成本。费用方面，2020Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 23.0%/1.7%/-0.2%，同比分别+1.4pct/+0.1pct/+0pct，其中销售费用增长较多对利润造成一定拖累。因为疫情原因上半年社保缴费减半（自 7 月起已经恢复正常），预计将单季度增加开支约 1000 万元；公司 6 月份一次性发放抗疫补贴 3000 万元，此部分对人工费用的影响也将于下半年消除。

转让吉百兴股权优化快餐业务，轻资产管理输出开启异地扩张。公司计划将吉百兴 20%股权作价 800 万元转让给黄万炯（2020 年 1 月 9 日公司以资金 800 万元受让吉百兴 20%股权，上半年吉百兴亏损约 50 万元），公司已找到替代供应商，此次交易为基于自身战略的优化调整。2020 年 6 月公司宣布与兰州国资利民合作成立甘肃红旗利民，截至 9 月 17 日首批 15 家门店已经开业，并计划未来 3 年至少开店 500 家。公司通过轻资产模式实现川渝外市场扩张，有望进一步打开成长空间。

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 2020 年 10 月 21 日信息更新报告**《红旗连锁（002697.SZ）：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升》**等。

表4：本周重点推荐个股爱婴室、豫园股份、贝泰妮表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300957.SZ	贝泰妮	买入	175.97	8.08%	1.28	1.88	2.63	137	93	67
601933.SH	永辉超市	买入	6.83	-1.01%	0.26	0.33	0.42	26	20	16
603708.SH	家家悦	买入	21.52	-2.93%	0.91	1.07	1.25	24	20	17
603214.SH	爱婴室	买入	21.96	10.08%	0.92	1.40	1.81	24	16	12
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.04	-0.17%	0.43	0.54	0.64	14	11	9
002251.SZ	步步高	买入	8.29	3.37%	0.26	0.33	0.45	32	25	18
600612.SH	老凤祥	买入	53.00	0.63%	2.83	3.30	3.79	19	16	14
002803.SZ	吉宏股份	买入	30.78	-3.96%	1.69	2.29	3.05	18	13	10
002867.SZ	周大生	买入	33.78	1.90%	1.43	1.78	2.11	24	19	16
300896.SZ	爱美客	买入	385.59	-12.73%	2.03	3.24	4.85	190	119	79
600655.SH	豫园股份	买入	11.15	9.74%	0.93	1.07	1.28	12	10	9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/03/26）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：达达集团、玻尿酸饮用水、巢鲜厨、天猫国际、医美直播等

【达达集团】京东将持有达达集团 51%股份

3 月 22 日，达达集团发布公告，京东集团将以 8 亿美元认购达达集团新发行普通股，

交易完成后，包含其现持有股份，京东将持有达达集团的 51%股份。（来源：达达集团黑板报）

【电商号】微博正式开启电商号政策

3 月 22 日，微博正式宣布推出电商号扶持政策，将给予百亿流量扶持和一亿现金激励，在未来一年内重点扶持千万电商号，打造垂直领域特色电商博主。（来源：亿邦动力网）

【玻尿酸饮用水】华熙生物推出新品水肌泉玻尿酸饮用水

3 月 22 日，华熙生物于抖音直播间推出国内首款玻尿酸饮用水——水肌泉玻尿酸饮用水。（来源：鲸平台电报）

【抖音】抖音私域开闸放水

3 月 23 日，抖音开启了粉丝群聊功能的测试。原本服务于直播间的粉丝群，直接显示在账号主页的商品橱窗旁边，这次变化让抖音粉丝群真正成为了账号面向所有粉丝的私域运用工具。（来源：亿邦动力网）

【美妆】美妆品牌 MyGlamm 获亚马逊印度领投的 2400 万美元 C 轮融资

3 月 23 日，直销美妆护肤品牌 MyGlamm 已从亚马逊、印度消费品公司威普罗和私募股权风投公司 Ascent Capital 筹资了 17.5 亿卢比，据悉，这是亚马逊首次投资印度消费品牌，使 MyGlamm 的估值达到了 1 亿美元。（来源：亿邦动力报道）

【云集】云集发布 2020 年四季度及全年财报

3 月 23 日，云集发布 2020 年四季度及全年财报。2020 年四季度，云集营收为 13.3 亿元，同比下降 45.8%；2020 全年，云集营收为 55.3 亿元，上年同期为 116.7 亿元。（来源：亿邦动力网）

【巢鲜厨】顺丰上线社区团购小程序“巢鲜厨”

3 月 23 日消息，近日，顺丰旗下快递柜品牌“丰巢”在丰巢智能柜公众号发布信息，推出全新的丰巢服务站，并面向全国招募入驻。在丰巢特惠官方微信公众号内，丰巢设置的社区团购端口，小程序“巢鲜厨”已上线。（来源：联商网）

【考拉海购】考拉海购成立数字化新品研发中心

3 月 24 日，在 2021 全球商家大会上，考拉海购宣布将成立“数字化新品研发中心”，首批联合 100 个品牌，一年内研制出 500 款新品。（来源：亿邦动力网）

【天猫国际】天猫国际升级“五新”策略：半年开出 1000 家进口小店

3 月 25 日，天猫国际总经理刘一曼在 2021 年商家大会上表示，进口“三新”策略升级到“五新”，在持续孵化新品类、引入新品牌、首发新商品的基础上，推出进口“新小店”和“新产业带”模式。天猫国际半年为海外中小品牌开出 1000 家进口新小店，一年内在全国 6 大综保区打造进口新产业带。（来源：亿邦动力网）

【小红书】任命前花旗高管杨若担任 CFO，暂无 IPO 计划

3 月 26 日，针对“小红书聘请首席财务官，考虑最早 2021 年赴美上市”的消息，小红书确认前花旗集团 TMT 投资银行部亚太区董事总经理杨若将加入小红书，担任公

司 CFO 一职，称杨若未来将负责公司财务战略的制定、财务管理及内控等工作。同时，小红书表示，暂无 IPO 计划。（来源：亿邦动力网）

【医美直播】饿了么在行业率先实现单场医美直播成交额破亿

3 月 26 日，饿了么消费医疗总经理王亚军在 2021 医美·医疗行业峰会上透露，过去一年，饿了么在行业率先实现单场医美直播成交额破亿，来自三线及以下城市的用户增长 200%，成为医美消费增长最快的群体。（来源：电商报）

3.2、 公司公告：美团发布 2020 年年度报告等

永辉超市：关于股东部分股份质押的公告

根据公司 3 月 22 日公告，董事长张轩松已将其所持 1.7 亿股质押给云南国际信托。张轩松目前累计质押公司股份 4.0752 亿股，占其所持股份的 33.5%，占公司总股本的 4.3%。

安克创新：关于对外投资暨关联交易的公告

根据公司 3 月 22 日公告，安克创新拟以自有资金人民币 4000 万元对深圳市智岩科技有限公司进行增资，本次投资完成后，公司将持有智岩科技 1.3%的股权。

爱美客：更新 2020 年年度报告

根据公司 3 月 22 日公告，在原报告基础上增加披露了本年度营业成本的主要构成项目，并在主营业务分析部分增加披露了原材料、人工工资等在成本总额中的占比情况。

爱美客：首次公开发行部分限售股解禁上市流通的公告

根据公司 3 月 23 日公告，公司限售股份约 256.72 万股将于 2021 年 3 月 29 日解禁并上市流通，占公司总股本比例为 1.19%。

跨境通：关于出售下属子公司 100%股权暨关联交易的公告

根据公司 3 月 23 日公告，公司拟 20.2 亿元转让帕拓逊网络 100%股权予小米、顺为、鼎晖及量子跃动等等。

大商股份：关于以集中竞价交易方式首次回购股份的公告

根据公司 3 月 23 日公告，公司通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式首次回购股份 58.12 万股，占公司总股本的比例为 0.20%，耗资 1221.68 万元。

家家悦：关于完成工商变更登记及《公司章程》备案的公告

根据公司 3 月 23 日公告，公司注册资本变更为人民币 6.08 亿元。

中百集团：2020 年年度报告

根据公司 3 月 24 日公告，公司 2020 年营业收入为 131.29 亿元，同比下降 15.56%；归属于母公司的净利润 0.43 亿元，同比增长 323.01%。基本每股收益 0.07 元，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。

爱婴室：首次公开发行部分限售股上市流通公告

根据公司 3 月 24 日公告，本次上市流通的限售股为公司首次公开发行限售股，共计 6271.6 万股，占公司目前总股本的 43.96%，将于 2021 年 3 月 30 日起上市流通。

小商品城：关于变更注册资本暨修订《公司章程》的公告

根据公司 3 月 24 日公告，公司总股本已由 5,443,214,176 股增加至 5,489,914,176 股，注册资本亦相应由 544 亿元增加至 548 亿元。

昊海生科：2020 年年度报告

根据公司 3 月 26 日公告，公司实现营业收入 13.3 亿元，同比下降 16.95%；归母净利润 2.3 亿元，同比下降 37.95%；对应基本每股收益 1.30 元。

美团： 2020 年年度报告

根据公司 3 月 26 日公告，公司 2020 年实现营收 1147.9 亿元，同比增长 17.7%；净利润 47.1 亿元，同比增长 110.5%；经调整后净利润为 31.2 亿元，同比下降 33%；四季度营收 379.18 亿元，同比增长 34.7%，四季度净亏损 22.4 亿元。2020 年公司全年餐饮外卖业务交易金额同比增长 24.5%至人民币 4889 亿元。

表5：零售公司大事提醒：关注周大生、华熙生物年报披露等

日期	公司名称	重大事项
3 月 29 日	九美股份	股东大会召开
3 月 30 日	鄂武商 A	年报预计披露日期
3 月 30 日	周大生	年报预计披露日期
3 月 30 日	安克创新	年报预计披露日期
3 月 31 日	美凯龙	年报预计披露日期
3 月 31 日	华熙生物	年报预计披露日期
4 月 1 日	红旗连锁	年报预计披露日期
4 月 1 日	天虹股份	股东大会召开
4 月 2 日	重庆百货	年报预计披露日期
4 月 2 日	爱婴室	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 2021 中国化妆品创新展等

日期	主题	重大事项
3 月 30 日	化妆品	2021 中国化妆品创新展
4 月 1 日	消费零售	域见·消费新食机 腾讯广告私享会
4 月 9 日	跨境电商	马蹄社×安克创新游学丨品牌出海
4 月 15 日	数字营销	2021 新数字新营销消费品行业峰会
4 月 21 日	消费零售	2021 亿邦未来零售大会-新消费峰会
4 月 21 日	消费零售	CPG 2021 第六届中国消费品 CIO 峰会
4 月 22 日	跨境电商	2021 亿邦 DTC 品牌独立站峰会
4 月 23 日	电商	2021 年第四届海外仓两会八小时破局全球资源
4 月 25 日	美妆	2021 第三十七届北京国际美容化妆品博览会
4 月 26 日	数字营销	第十一届中国数字营销与电商创新峰会

资料来源：亿邦动力网、活动家、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，零售行业经营也将承压；

（2）疫情反复：若疫情出现反复，会对线下客流造成较大影响，也会对行业公司门店扩张带来影响；

（3）行业竞争加剧：行业如果竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	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