商业贸易

2021 年 01 月 17 日

贝泰妮提交注册稿，敏感肌护肤黄金赛道国货崛起

——商贸零售行业周报

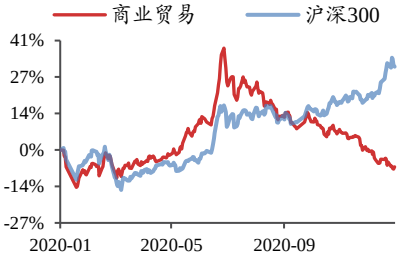
黄泽鹏（分析师）
huangzepeng@kysec.cn
证书编号：S0790519110001

李旭东（联系人）
lixudong@kysec.cn
证书编号：S0790120010014

符超然（联系人）
fuchaoran@kysec.cn
证书编号：S0790120080062

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-12 月化妆品线上销售相对平淡，看好皮肤学级护肤品赛道》-2021.1.10

《行业深度报告-化妆品专题：从贝泰妮看“医研赋能”助力敏感肌护肤国货崛起》-2021.1.9

《行业周报-围绕“人货场”的渠道效率升级仍是零售行业主题》-2021.1.3

● 贝泰妮提交招股书注册稿，2020 年归母净利润预计同比增长 16%-35%

本周（2021 年 1 月 14 日），贝泰妮（薇诺娜母公司）提交招股书注册稿，同时更新了 2020 年前三季度财务数据及年报业绩预告：2020 年公司收入预计同比增长 27.59%-39.42%，归母净利润同比增长 16.03%-35.45%。薇诺娜是我国敏感肌修护领域龙头品牌（2020 年双十一销售额位居国货第一名），我们认为，敏感肌修护赛道具有空间大、渗透低、增速快、粘性强等特征。一方面，我国女性群体敏感肌高发为行业创造旺盛需求：我们测算我国皮肤学级护肤品潜在市场规模在千亿级别，但目前渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平；而根据 Euromonitor 数据，我国皮肤学级护肤品行业 2014-2019 年复合增速达 23%，持续呈现高景气。另一方面，从消费人群特征看，敏感肌人群由于更换产品风险大，因此，需求端强粘性也带来赛道的高复购优势。短期看，敏感肌肤关注度持续升高，后疫情时代口罩佩戴常态化催化抗敏舒缓需求；长期看，护肤理性化趋势和行业监管趋严也将帮助优质企业脱颖而出。目前，敏感肌黄金赛道内国货品牌已在产品和渠道端构筑差异化竞争优势，其中优秀代表为薇诺娜：强研发支持下，打造明星产品深受消费者欢迎；渠道/营销方面早期以线下医院渠道切入打造口碑，而后紧抓电商红利发力线上，实现连续高增长和敏感肌修护领域的中国品牌打造。

● 行业关键词：多多买菜、点淘 APP、逸仙电商、李子柒、天猫年货节等

【多多买菜】拼多多社区团购买菜业务上海开团，进军一线城市。

【点淘 APP】点淘 APP 在淘宝直播机构大会上正式发布。

【逸仙电商】逸仙电商与彩妆 ODM 企业上海臻臣合资成立上海逸仙。

【李子柒】李子柒入驻饿了么，首批在上海开设 10 家外卖店。

【天猫年货节】天猫淘宝宣布将于 1 月 20 日开启年货节。

● 板块行情回顾

本周（1 月 11 日-1 月 15 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3135.51 点，下跌 1.90%，跑输上证综指（本周下跌 0.10%）1.80 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 19 位。各细分板块中，本周超市表现较好，2021 年年初至今超市板块表现亦领跑。个股方面，本周爱施德（+27.1%）、东方银星（+8.5%）和天虹股份（+8.0%）涨幅靠前。

● 投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”主线布局

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；化妆品板块看好皮肤学级护肤品赛道，受益标的贝泰妮（拟上市）。

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，关注竞争力突出的珠宝和母婴连锁细分赛道龙头，重点推荐周大生、爱婴室。

● 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：贝泰妮提交注册稿，敏感肌护肤赛道国货崛起 5
2.1、 行业动态：贝泰妮提交注册稿，更新 2020 年财务数据 5
2.2、 投资建议：颜值经济主线看好皮肤学级护肤品赛道 8
2.2.1、 吉宏股份：年报预告延续高增长，单四季度增速有所放缓 9
2.2.2、 豫园股份：三季度业绩高增长，拟推出首期员工持股计划 10
2.2.3、 永辉超市：三季度收入同比下滑，展店恢复、mini 店继续优化 10
2.2.4、 家家悦：销售费用拖累三季度业绩，定增募资助力后续扩张 11
2.2.5、 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 12
2.2.6、 步步高：三季度业绩改善明显，到家与数字化建设成效显著 12
2.2.7、 老凤祥：三季度业绩表现亮眼，持续受益于婚庆需求释放 13
2.2.8、 爱婴室：疫情影响持续超出预期，刚性费用拖累三季度业绩 14
2.2.9、 红旗连锁：三季度收入增速回归正常，毛利率持续提升 14
2.2.10、 爱美客：三季度业绩加速成长，医美龙头蓝海先行 15
3、 零售行业动态追踪 16
3.1、 行业关键词：多多买菜、点淘 APP、逸仙电商、天猫年货节、李子柒等 16
3.2、 公司公告：御家汇、吉宏股份发布业绩预告等 18
4、 风险提示 19

图表目录

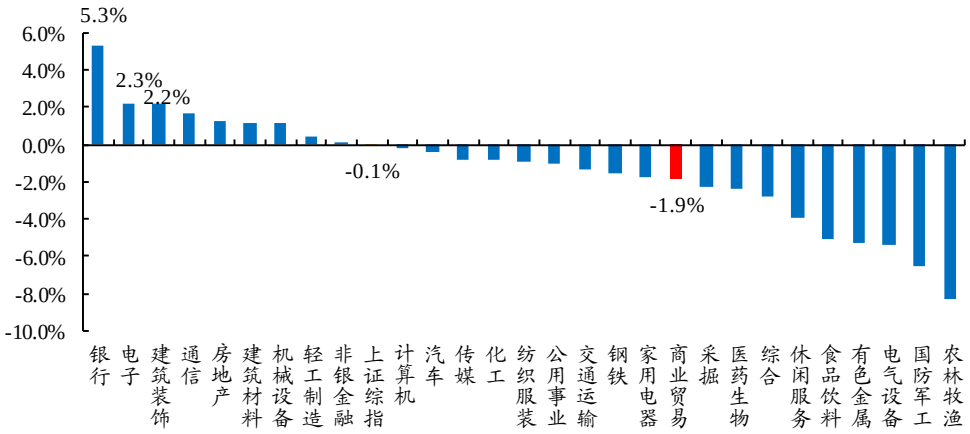
图 1： 本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 19 位 3
图 2： 本周零售（商业贸易）指数下跌 1.90% 3
图 3： 2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 3.04% 3
图 4： 本周超市板块表现最好，涨幅为 1.72% 4
图 5： 2021 年初至今超市板块涨幅最高，达 0.29% 4
图 6： 贝泰妮 2020 年前三季度收入同比增长 33.0% 5
图 7： 贝泰妮 2020 年前三季度归母净利润同增 15.2% 5
图 8： 针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道 5
图 9： “敏感肌肤”关键词的百度指数持续上升 6
图 10： 疫情后，消费者对化妆品的安全性和成分关注度明显提升 6
图 11： 国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰 7
图 12： 薇诺娜已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环 7

表 1： 本周零售板块爱施德、东方银星和天虹股份等涨幅居前 4
表 2： 本周零售板块北京城乡、海印股份、江苏国泰等跌幅靠前 4
表 3： 重点推荐爱美客、吉宏股份、周大生等 8
表 4： 本周重点推荐个股家家悦、红旗连锁表现相对较好 16
表 5： 零售公司大事提醒：关注部分公司限售股上市流通、年报披露等 18
表 6： 零售行业大事提醒：关注 FMCG 第四届零售消费品行业 CIO 年会等 19

1、 零售板块行情回顾

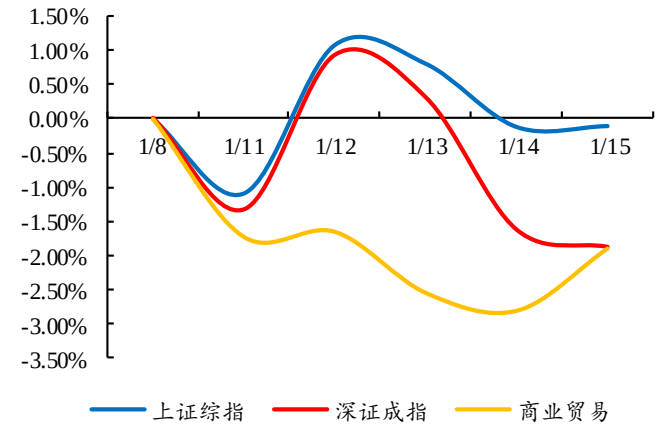
本周（1 月 11 日-1 月 15 日）A 股基本持平，零售板块下跌 1.90%。上证综指报收 3566.38 点，全周累计下跌 0.10%；深证成指报收 15031.70 点，下跌 1.88%。在全部 28 个一级行业中，本周表现排名前三位的分别为银行、电子和建筑装饰。零售行业指数（参照商业贸易指数）本周报收 3135.51 点，周跌幅为 1.90%，在所有一级行业中位列第 19 位。2021 年年初至今，零售行业累计下跌 3.04%，表现弱于大盘（2021 年年初至今上证综指累计上涨 2.69%）。

图1：本周零售板块（商业贸易指数）表现位列第 19 位



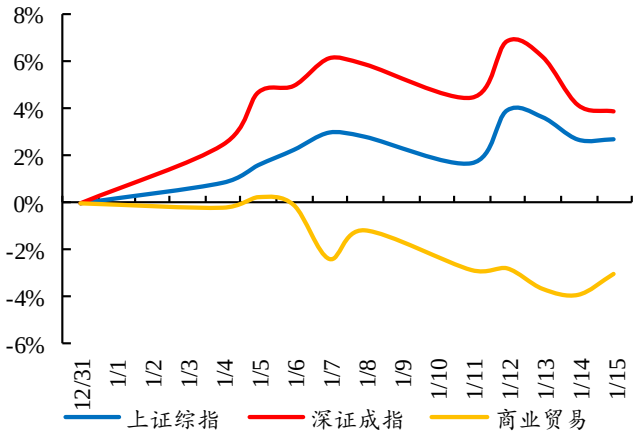
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售（商业贸易）指数下跌 1.90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

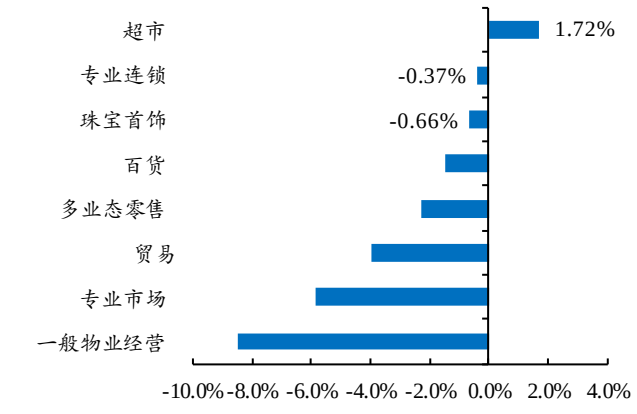
图3：2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 3.04%



数据来源：Wind、开源证券研究所

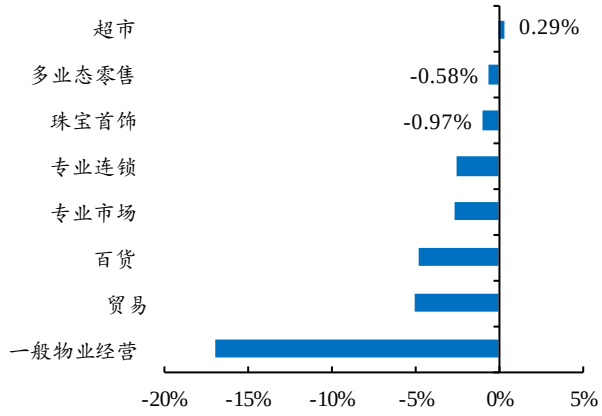
本周零售行业各细分板块中，超市涨幅最高；2021 年年初至今，超市板块涨幅居首。在零售行业各主要细分板块（我们依据二级行业分类，选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、一般物业经营、专业市场、贸易和珠宝首饰等 8 个细分板块）中，本周表现较好的子行业为超市板块，周涨幅为 1.72%；2021 年全年来看，超市板块年初至今累计涨幅为 0.29%，在零售行业各细分板块中领跑。

图4：本周超市板块表现最好，涨幅为 1.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021 年初至今超市板块涨幅最高，达 0.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

零售个股方面，本周爱施德、东方银星和天虹股份等涨幅靠前。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 25 家公司上涨、61 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是爱施德、东方银星和天虹股份，涨幅分别为 27.1%、8.5%和 8.0%。本周跌幅靠前公司为北京城乡、海印股份、江苏国泰等。

表1：本周零售板块爱施德、东方银星和天虹股份等涨幅居前

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	002416.SZ	爱施德	11.12	27.1%	19.3%	49.1%	专业连锁
2	600753.SH	东方银星	18.54	8.5%	10.3%	0.0%	贸易Ⅲ
3	002419.SZ	天虹股份	7.73	8.0%	3.9%	1.2%	百货
4	600827.SH	百联股份	17.86	5.3%	11.0%	22.3%	多业态零售
5	600122.SH	*ST 宏图	1.00	5.3%	7.6%	-6.5%	专业连锁
6	300622.SZ	博士眼镜	14.40	4.9%	11.1%	2.8%	专业连锁
7	600306.SH	*ST 商城	5.15	4.7%	2.8%	-0.6%	百货
8	603708.SH	家家悦	22.32	4.6%	10.6%	4.8%	超市
9	002697.SZ	红旗连锁	6.39	4.1%	8.7%	-3.3%	超市
10	002187.SZ	广百股份	7.76	3.7%	5.3%	-5.5%	百货

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/01/15）

表2：本周零售板块北京城乡、海印股份、江苏国泰等跌幅靠前

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	600861.SH	北京城乡	14.78	-22.9%	8.1%	-17.2%	多业态零售
2	000861.SZ	海印股份	2.41	-14.2%	8.5%	-16.9%	一般物业经营
3	002091.SZ	江苏国泰	6.48	-14.1%	11.9%	-10.4%	贸易Ⅲ
4	600655.SH	豫园股份	12.33	-13.9%	44.3%	38.7%	专业连锁
5	000061.SZ	农产品	6.23	-13.6%	5.2%	-11.6%	专业市场

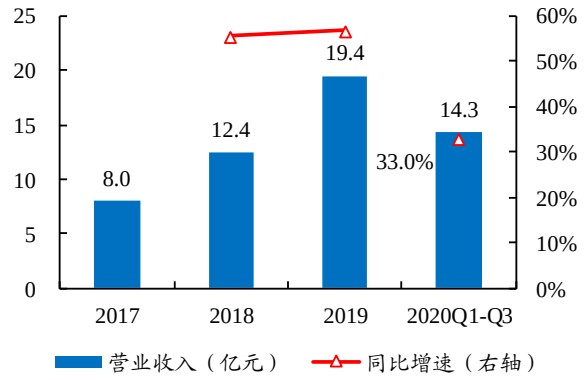
数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/01/15）

2、 零售观点：贝泰妮提交注册稿，敏感肌护肤赛道国货崛起

2.1、 行业动态：贝泰妮提交注册稿，更新 2020 年财务数据

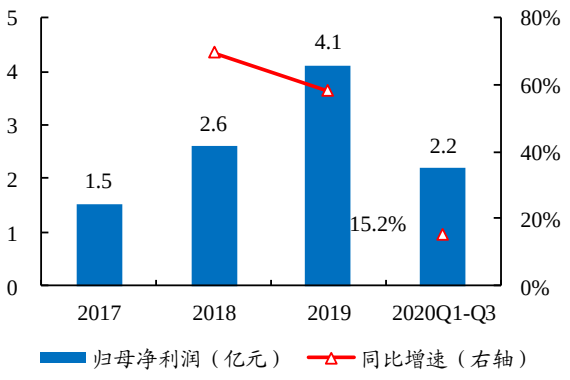
贝泰妮(薇诺娜母公司)提交注册稿，更新了 2020 年前三季度和年报预告经营业绩。本周（2021 年 1 月 14 日）贝泰妮提交招股书注册稿，同时更新财务数据：2020 年前三季度，公司预计实现收入 14.3 亿元，同比增长 33.0%，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 15.2%;值得注意的是,前三季度公司利润率为 15.0%,较 2019 年水平(21.3%)下降明显，主要是由于公司加大营销投入、平台推广服务费增加所致。此外，公司预计 2020 年全年收入同比增长 27.59%-39.42%,归母净利润同比增长 16.03%-35.45%。贝泰妮（薇诺娜）是我国敏感肌修护领域的护肤品龙头品牌，2020 年双十一销售额位居国货护肤品第一名。

图6：贝泰妮 2020 年前三季度收入同比增长 33.0%



数据来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

图7：贝泰妮 2020 年前三季度归母净利润同增 15.2%



数据来源：贝泰妮公司公告、开源证券研究所

贝泰妮所在的敏感肌修护黄金赛道，具有空间大、渗透低、增速快、粘性强等特征。我国约有 36%女性存在敏感肌烦恼，敏感肌的高发也为主攻敏感肌修护的皮肤学级护肤品赛道创造了发展机会。我们测算得到我国皮肤学级护肤品的潜在市场规模在千亿级别，但目前行业渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平。根据 Euromonitor 数据,皮肤学级护肤品行业 2014 年-2019 年复合增速达到 23%,已持续呈现高景气。另一方面，从消费人群特征来看，敏感肌人群由于更换产品风险大，因此在需求端存在强粘性：以薇诺娜为例，2019 年薇诺娜官方旗舰店复购率接近 30%。

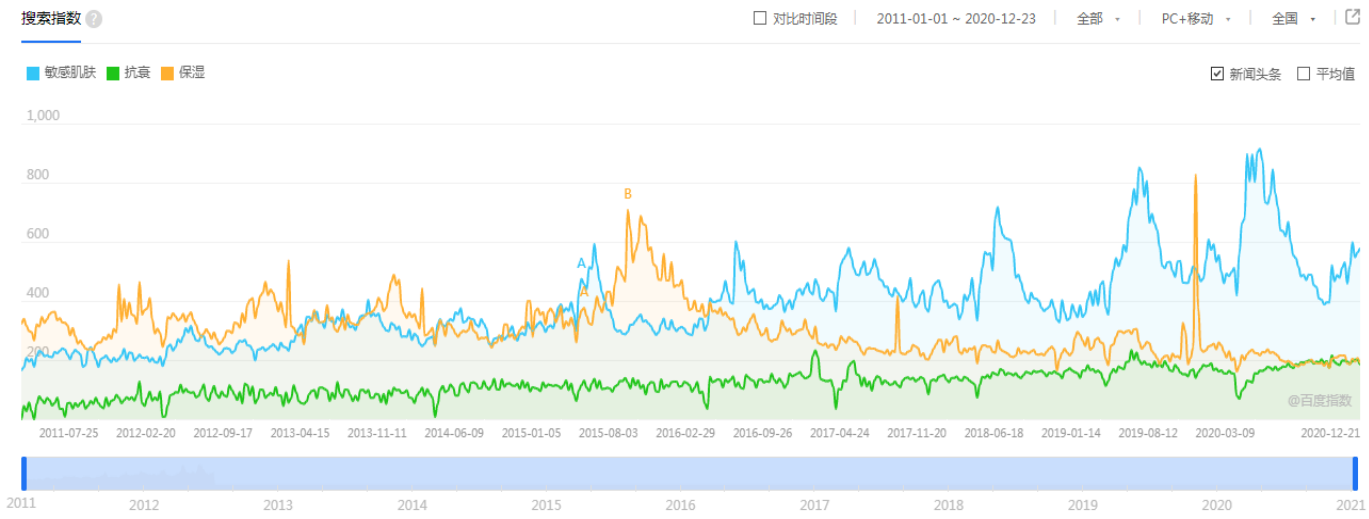
图8：针对敏感肌的皮肤学级护肤品增速领跑化妆品各细分赛道

	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

短期看，敏感肌肤关注度持续升高，疫情催化抗敏舒缓需求。近年来敏感肌修护热度持续较高；后疫情时代口罩佩戴常态化，也给部分消费者带来皮肤困扰问题，舒缓镇定需求提升。根据 CBNData&欧莱雅《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，超 6 成消费者佩戴口罩后出现皮肤过敏、泛红等症状；而从搜索数据上看，淘宝天猫的“口罩脸”、“屏障修复”和百度指数的“敏感肌肤”等关键词搜索指数均持续上升。

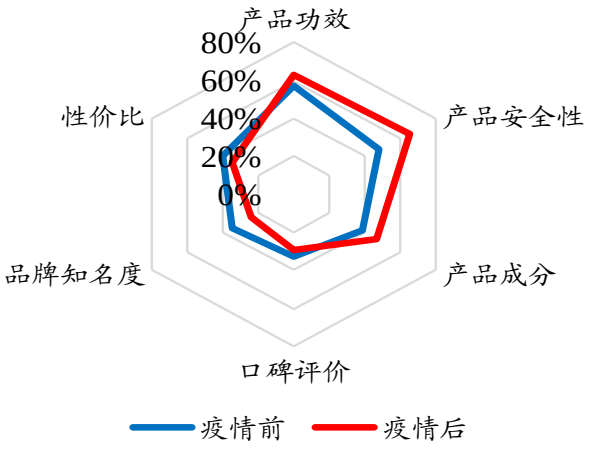
图9：“敏感肌肤”关键词的百度指数持续上升



资料来源：百度指数（蓝色为敏感肌肤、绿色为抗衰、黄色为保湿）

长期看，护肤理性化已成为行业趋势，监管趋严推动行业出清，也有助于优秀企业脱颖而出。随着护肤教育普及，护肤消费日趋理性化，消费者选购护肤品时开始更加注重产品功效，成分党随之崛起。根据 CBNData&欧莱雅中国《后疫情时代理性护肤白皮书》数据，在消费者选购产品的考虑因素中，产品安全性、产品功效等要素在疫情后明显提升，而品牌知名度等因素的关注度则有所下降。因此，具有优质产品（但品牌力暂时稍逊）的国货品牌有望迎来机会。此外，《化妆品监督管理条例》2021 年正式开始实施，内容增加到 80 条，对原料及产品、生产经营、监督管理、法律责任等方面都提出了明确要求。我们认为，未来随着行业监管趋严，有望帮助具备优质产品的行业优秀企业脱颖而出。

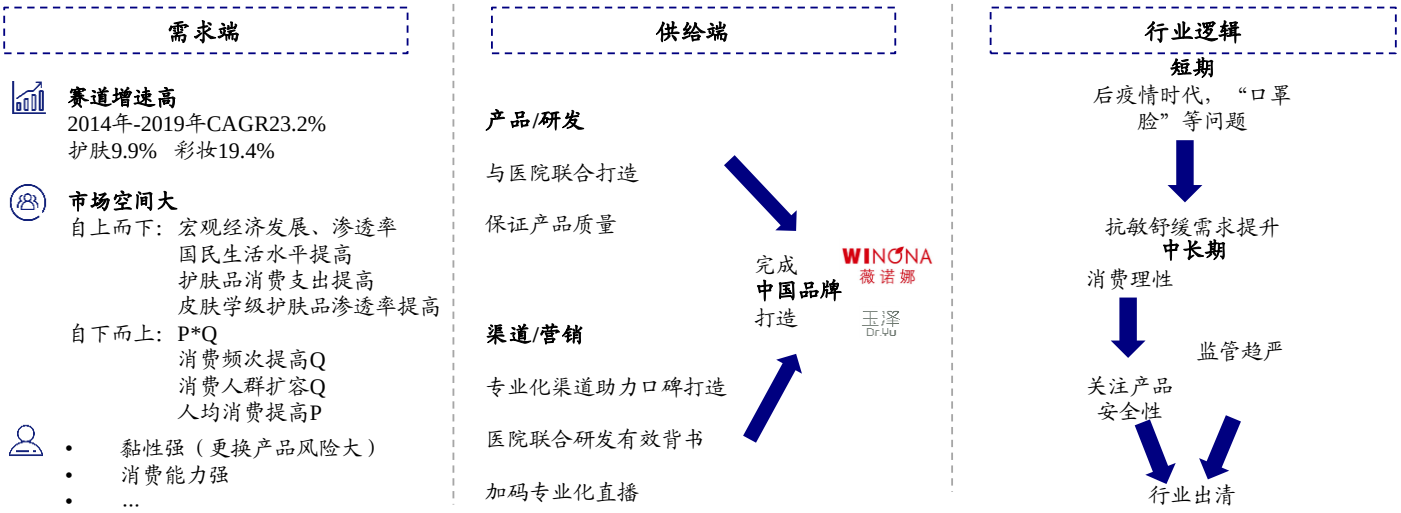
图10：疫情后，消费者对化妆品的安全性和成分关注度明显提升



数据来源：CBNData&欧莱雅中国、开源证券研究所

通过“医研赋能”，国货品牌在产品和渠道上构建差异化竞争优势，“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的发展链路清晰。需求端看，皮肤学级护肤品增速高、空间大、用户黏性强，赛道非常优质。供给端看，产品角度国内皮肤学级护肤品多采用与医院联合打造方式，保证产品质量同时起到背书作用；渠道上可以通过连锁药房等专业渠道助力口碑打造。总体来看国货品牌已构建差异化竞争优势，有望通过“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环链路，完成中国品牌的打造。

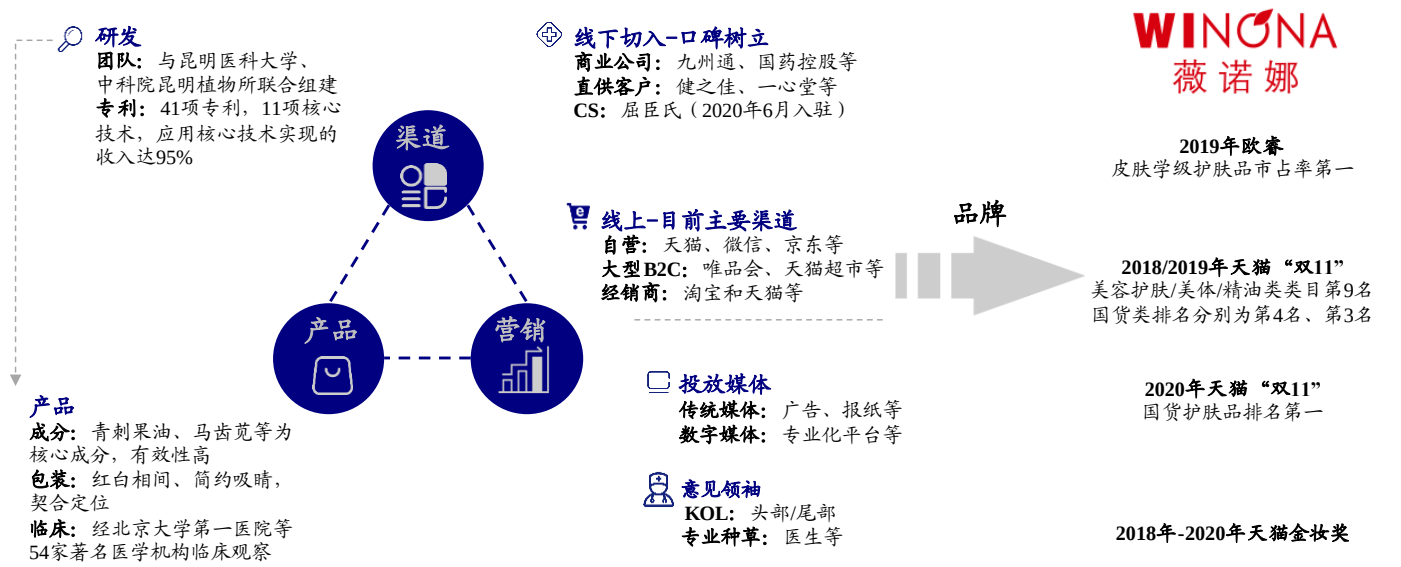
图11：国货品牌“研发/产品——渠道/营销——品牌力”发展链路清晰



资料来源：贝泰妮公司官网、玉泽官网、Euromonitor、开源证券研究所

薇诺娜等优质国货品牌已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环。薇诺娜作为敏感肌修护赛道的国货龙头品牌，品牌市占率 2019 年正式超越雅漾位列我国皮肤学级护肤品领域第一，2018-2020 年连续三年获得天猫金妆奖（有“美妆奥斯卡”之称）。我们复盘薇诺娜的发展经验和成长路径，可以看到：薇诺娜品牌成立之初在产品、线下渠道方面首先构筑竞争优势，而后乘电商东风发力线上，进一步借力直播、社交电商等营销，在销售连续高增长同时，逐步完成品牌打造。

图12：薇诺娜已形成“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向循环



资料来源：贝泰妮公司公告、贝泰妮公司官网、Euromonitor、开源证券研究所

2.2、 投资建议：颜值经济主线看好皮肤学级护肤品赛道

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，看好皮肤学级护肤品赛道。（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，而国货美妆有望凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起。化妆品行业投资建议关注皮肤学级和功效性护肤品、彩妆和产业链上游 ODM 龙头三条细分赛道，受益标的贝泰妮、完美日记、珀莱雅、华熙生物和青松股份等。其中，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，过去五年复合增速达到 23%。一方面，敏感肌用户抗敏支出高，高粘性带来高复购；另一方面，在强研发高壁垒下，行业集中度和头部公司毛利率水平也更高。目前我国皮肤学级护肤品参与者包括薇诺娜、玉泽、雅漾、理肤泉、修丽可等，其中薇诺娜 2019 年市占率已跃居行业第一（20.5%）。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。**（2）医美：**除化妆品外，颜值经济时代消费者旺盛的“变美”需求，也驱动着医美（特别是非手术类“轻医美”）行业蓬勃发展。而在产业链中，中游医美产品生产商凭借着较高的技术、资质壁垒和强议价权，掌握了产业链核心环节。我们也注意到，在直播等新渠道助力下，医美领域的线下生活服务订单快速增长。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：（1）跨境电商：天时地利人和齐具推动中国出口跨境电商行业发展，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（本周公司发布了年报业绩预告，2020 年预计实现归母净利润 5.55 亿元-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，跨境电商业务驱动高增长）。（2）社交电商：去中心化网络实现快速获客与用户自发种草，受益标的拼多多。

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。（1）超市：重点推荐永辉超市、家家悦。（2）黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔，重点推荐在时尚珠宝和线上电商直播领域具备先发布局优势的周大生，以及品牌力突出的老凤祥和豫园股份（老庙）。（3）母婴连锁：渠道价值仍然突出，龙头企业开启全国化布局，重点推荐爱婴室，受益标的孩子王。

表3：重点推荐爱美客、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
300896.SZ	爱美客	医美	2020 年前三季度实现营收 4.6 亿元（+17.4%），归母净利润 2.9 亿元（+31.8%）。公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2020 年预计实现归母净利润 5.55 亿元-5.80 亿元，同比增长 70%-78%，但单四季度业绩低于预期。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。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2020 年前三季度实现营收 33.5 亿元（-12.1%），归母净利润 7.1 亿元（-2.1%）。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。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2020 年前三季度实现营收 438.7 亿元（+4.1%），归母净利润 12.3 亿元（+5.7%）。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 年前三季度实现营收 290.7 亿元（+4.9%），归母净利润 15.9 亿元（+31.1%）。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	2020 年前三季度实现营收 16.1 亿元（-7.5%），归母净利润 0.64 亿元（-26.5%）。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	2020 年前三季度实现营收 151.6 亿元（+1.7%），归母净利润 1.69 亿元（-27.2%）。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	2020 年第三季度实现营收 22.9 亿元（+11.3%），归母净利润 1.4 亿元（-16.2%）。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、 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；同时切入国内 To B 端精准营销，以效果广告服务为主要业务落地。公司发布 2020 年业绩预告：预计实现归母净利润 5.55 亿元-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，但单四季度业绩低于预期。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，低于预期。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》**。

2.2.2、 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。前三季度公司经营净现金流为-31 亿元（2019 年同期为-8 亿元），主要原因为获取房地产项目导致现金支出增加。

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》**。

2.2.3、 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，2020 年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。而在传统卖场主业之外，面对社区生鲜等新兴业态竞争挑战，公司以永辉 mini 业态下沉社区并承载到家业务开展，精准卡位社区零售赛道，将有力防御竞争业态对卖场主业的冲击分流。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。我们认为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。

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》。**

2.2.4、 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 2020 年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%），业绩低于预期。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。

2.2.5、 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 2020 年三季报业绩超预期。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），销售费用率增长较多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、减少采购支出有关。

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。

2.2.6、 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，2020 年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。

2.2.7、 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。

2.2.8、 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，2020 年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。

2.2.9、 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，2020 年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，轻资产模式探索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。

2.2.10、 爱美客：三季度业绩加速成长，医美龙头蓝海先行

具备快速推新能力的医美龙头，2020 年三季度业绩加速成长。公司是深耕玻尿酸市场的国内医美行业龙头。我们认为，颜值经济时代，“变美”需求驱动医美行业蓬勃发展，产业链中产品生产商占据核心环节。目前，公司已构建嗨体、宝尼达、爱芙莱等玻尿酸明星产品矩阵，而快速推新能力构建了深厚竞争壁垒，未来布局童颜针、肉毒素等高增长新赛道，成长潜力突出。2020 年前三季度，公司实现营收 4.64 亿元(+17.4%)，归母净利润 2.90 亿元(+31.8%)，扣非后为 2.80 亿元(+29.9%)，业绩加速增长。同时，公司规模效应凸显，费用率持续优化，前三季度销售/管理费用率分别为 9.0%(-2.6pct)/5.7%(-3.3pct)。

轻医美黄金赛道快速发展，中游玻尿酸生产商占据产业链核心环节。医美需求释放驱动行业快速增长，预计 2023 年市场规模有望达到 3115 亿元。相较传统手术类医美项目而言，以能量源和注射为主的轻医美项目风险低、价格友好，正逐渐成为市场主流。产业链方面，中游医美产品生产商相比于上游原材料厂商与下游医美机构，具有技术、资质壁垒高，产品标准易规模化等优势，强议价权保障了 90%以上的高毛利率水平。目前，国内应用较成熟的医美产品是玻尿酸注射液，主要市场份额被进口产品占据。长期来看，受益于下游医美机构引导推荐和消费者接受程度提升，国产品牌份额有望逐渐提高。

快速推新能力铸就深厚竞争壁垒，产能渠道扩张助力增长未来。公司高度注重研发投入和产品转化，铸就了“快速推出新产品”这一核心竞争壁垒。2009 年至今，公司先后推出国内首款玻尿酸产品（逸美）、唯一一款颈纹修复产品（嗨体）、唯一一款国产长效玻尿酸产品（宝尼达）和国内首款面部埋植线产品（紧恋），始终把握先发优势，享受蓝海红利。未来，公司将继续大力投入研发新品，有望快速推出童颜针产

品，入局肉毒素、重组蛋白等高潜力新市场。产能方面，公司产能利用率一直接近饱和，募投项目建设完成后有望缓解产能瓶颈。而在渠道方面，公司早期以直销为主快速切入市场，未来随着品牌建立和产品接受度提高，将加大经销体系的建设，彻底释放渠道潜力。

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》。**

表4：本周重点推荐个股家家悦、红旗连锁表现相对较好

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	周涨幅（%）	EPS（元）			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	永辉超市	买入	7.30	1.96%	0.26	0.33	0.42	28	22	18
603708.SH	家家悦	买入	22.32	4.64%	0.91	1.07	1.25	25	21	18
603214.SH	爱婴室	买入	20.64	-4.53%	0.92	1.40	1.81	22	15	11
002697.SZ	红旗连锁	买入	6.39	4.07%	0.43	0.54	0.64	15	12	10
002251.SZ	步步高	买入	8.25	0.12%	0.26	0.33	0.45	32	25	18
600612.SH	老凤祥	买入	47.92	3.36%	2.83	3.30	3.79	17	15	13
002803.SZ	吉宏股份	买入	29.75	3.98%	1.50	2.00	2.65	20	15	11
002867.SZ	周大生	买入	27.13	-3.28%	1.43	1.78	2.11	19	15	13
300896.SZ	爱美客	买入	718.99	-1.09%	3.48	5.31	7.61	207	135	94
600655.SH	豫园股份	买入	12.33	-13.90%	0.90	1.07	1.28	14	12	10

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2021/01/15）

3、 零售行业动态追踪

3.1、 行业关键词：多多买菜、点淘 APP、逸仙电商、天猫年货节、李子柒等

【橙心优选】橙心优选成为石家庄首批保供企业

1 月 10 日，滴滴旗下橙心优选成为石家庄首批保供（保障市场供应）企业，紧急调配蔬菜水果等物资，保障当地居民的日常生活。1 月 11 日起，橙心优选陆续恢复在石家庄的履约服务。（来源：电商报）

【京东科技】京东宣布成立京东科技子公司

1 月 11 日，京东集团宣布将云与 AI 业务与京东数科整合后，正式成立京东科技子集团，京东科技将联合京东零售、京东物流等，担负起降低全社会供应链成本等重任。（来源：中国零售网）

【寺库】奢侈品电商寺库收到 “私有化”初步提案

1 月 11 日，奢侈品电商寺库网宣布，公司董事会已收到董事长李日学非约束性“私有化”初步提案，提议以每股美国存托股 3.27 美元现金收购公司全部已发行、李日学及其附属尚未拥有的 A 类普通股。（来源：电商报）

【考拉海购】澳洲第一护肤品牌 EAORON 获“美妆黑卡挚爱品牌”奖

1 月 11 日，考拉海购美妆跨年奇妙夜落幕，最能客观反映品牌影响力的“美妆黑卡挚爱品牌”奖被澳洲第一护肤品牌 EAORON 取得。（来源：亿邦动力网）

【跨境电商】海南跨境电商零售进口额同比增长逾七倍

2020 年海南全省跨境电商零售进口额 5.26 亿元，同比增长 7.53 倍，主要进口商品包括宠物食品、香化美妆产品等。（来源：亿邦动力网）

【淘宝联盟】淘宝联盟下调微博小店内容服务费至 2%

1 月 12 日，微博电商官方发布公告，宣布淘宝联盟将调整对微博小店内容库类目的收费标准。自 2021 年 1 月 15 日零点起，通过微博小店推广淘宝商品，各类目内容场景服务费由原来的 6%降至 2%。（来源：亿邦动力网）

【多多买菜】拼多多社区团购买菜业务上海开团，进军一线城市

1 月 12 日，多多买菜在上海开团，其中一个居民社区 1 公里内已经开出了 11 家自提点，这标志着拼多多买菜开始进击一线城市。（来源：中国零售网）

【点淘 APP】点淘 APP 在淘宝直播机构大会上正式发布

1 月 13 日，在淘宝直播机构大会上，点淘 APP 正式发布。APP 两个显著特点是短视频加直播的双核模式和独有的“点一点”按钮（消费者在视频中看到感兴趣的商品时，可直接通过该按钮链接到相关产品）。据内部数据显示，其变现效率、转化效率和用户粘度较高，承载的内容边界更宽。（来源：亿邦动力网）

【永辉超市】永辉超市线上线下同步开启“年货大街”

1 月 13 日，永辉超市线上线下同步开启年货节“年货大街”，并发挥供应链优势，联合众多国内外头部品牌推出定制产品与营销活动。（来源：联商网）

【阿里巴巴国际站】阿里巴巴国际站发布 2020 年年报

1 月 14 日，阿里巴巴国际站发布 2020 年年报，平台实收交易额按美元计价同比增长 101%，其中美妆个护行业的交易额排第四。（来源：亿邦动力网）

【逸仙电商】逸仙电商与彩妆 ODM 企业上海臻臣合资 1 亿元成立上海逸仙

1 月 14 日，完美日记母公司逸仙电商与上海臻臣化妆品有限公司共同出资 1 亿元成立上海逸仙化妆品有限公司，持股比例为 35%和 65%，新公司经营范围包含化妆品生产、货物进出口、技术进出口等。上海臻臣是一家与诸多全球知名品牌合作的中国彩妆 OEM、ODM 生产型企业，也是多个国际大牌在中国指定的唯一生产制造商。（来源：化妆品观察）

【天猫年货节】天猫淘宝宣布将于 1 月 20 日开启年货节

1 月 15 日，天猫淘宝宣布，1 月 20 日农历腊八正式启动年货节。过年期间，淘宝天猫将组织有条件的商家继续正常运营，保障从大年到初七，粮油米面、口罩、消毒液等的充足供应，209 个城市快递正常发货。（来源：未来消费 APP）

【李子柒】李子柒入驻饿了么，首批在上海开设 10 家外卖店

1 月 15 日，饿了么宣布与李子柒达成合作，首批在上海开设 10 家外卖店。李子柒饿了么外卖店覆盖休闲零食、冲调饮品、方便速食等多个品类。目前，螺蛳粉、金玉蛋黄酥、桂花坚果藕粉等 20 多款商品已经上线。（来源：未来消费 APP）

3.2、 公司公告：御家汇、吉宏股份发布业绩预告等

御家汇：发布 2020 年度业绩预告

根据公司 1 月 11 日公告，2020 年业绩预计情况为：实现归母净利润 1.2 亿元至 1.5 亿元，同比增长 340.81%-451.01%。

珀莱雅：关于控股股东及部分董事、高级管理人员集中竞价减持股份计划公告

根据公司 1 月 12 日公告，控股股东侯军呈、控股股东方爱琴、曹良国、金衍华、王莉、张叶峰计划分别减持不超过 301.68 万股、7.00 万股、103.12 万股、1.83 万股、1.11 万股、0.90 万股，减持比例分别不超过 1.50%、0.03%、0.51%、0.01%、0.006%、0.005%。拟减持原因均为自身资金安排需要。

吉宏股份：发布 2020 年度业绩预告

根据公司 1 月 13 日公告，公司 2020 年业绩预计情况为：实现归母净利润 5.5 亿元至 5.8 亿元，同比增长 70.11%-77.77%；基本每股收益 1.47 元-1.53 元。

国光连锁:关于获得企业上市奖励等政府补助的公告

根据公司 1 月 14 日公告，公司 2020 年 11 月 14 日至 2021 年 1 月 13 日，公司及下属全资子公司赣州国光实业有限公司累计获得各类政府补助共计 651.74 万元。

美凯龙：公司发布关于筹划员工持股计划的提示性公告

根据公司 1 月 15 日公告，本次员工持股计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 1%，单个员工所获股票总数累计不超过公司股本总额的 0.1%。总人数共计不超过 800 人。

表5：零售公司大事提醒：关注部分公司限售股上市流通、年报披露等

日期	公司名称	重大事项
1 月 18 日	美凯龙	限售股份上市流通
1 月 20 日	国光连锁	股东大会召开
1 月 21 日	安克创新	股东大会召开
1 月 25 日	海印股份	股东大会召开
1 月 27 日	利群股份	股东大会召开
2 月 1 日	天虹股份	股东大会召开
2 月 3 日	上海家化	年报预计披露日期
2 月 9 日	爱美客	年报预计披露日期
3 月 12 日	天虹股份	年报预计披露日期
3 月 26 日	豫园股份	年报预计披露日期

资料来源：Wind、开源证券研究所

表6：零售行业大事提醒：关注 FMCG 第四届零售消费品行业 CIO 年会等

日期	主题	重大事项
1 月 22 日	零售消费品	FMCG 第四届零售消费品行业 CIO 年会
1 月 24 日	零售品牌	2021 年中国新品牌浪潮大会
1 月 28 日	零售	第 15 届上海零售业大会·中国零售创新峰会
3 月 2 日	生鲜零售	第 2 届零售生鲜峰会
3 月 2 日	生鲜零售	零售生鲜食材展
3 月 9 日	电商	第十届中国数字营销与电商创新国际峰会
3 月 10 日	医疗美容	2021 医美健康产业博览会
3 月 13 日	消费零售	全国消费零售 CIO 大会
3 月 24 日	消费零售	CPG 2021 第六届中国消费品 CIO 峰会
3 月 26 日	互联网经济	GIEC 中国互联网经济年会

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