开源证券

市场下沉、渠道效率升级，新品牌新业态乘风而起

商贸零售行业2021年投资策略

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

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

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

2020年12月7日

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 投资建议

7 风险提示

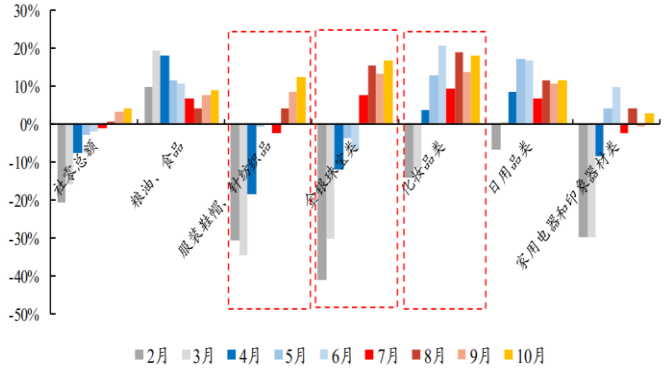
1.1 数据指标：社会消费受疫情影响明显，二三季度以来稳步复苏

上半年社零受疫情冲击显著，疫情缓和后，社会消费稳步复苏。2020年上半年，新冠疫情对社会生活冲击显著，社零同比大幅下滑（一季度同比-19%，二季度同比-4%）。随着疫情缓和，社会消费稳步复苏，化妆品、黄金珠宝等品类恢复亮眼。

从上市公司经营业绩看，受疫情影响，零售企业上半年经营整体承压，三季度营收、盈利端见到明显改善。（1）超市：上半年表现出较强韧性，三季度收入增速环比回落；（2）化妆品:受益于线上渠道高景气增长，二季度开始恢复，三季度继续亮眼；（3）黄金珠宝:上半年承压，三季度受益于婚庆需求逐步释放，单季营收同比+20.5%，扣非归母净利润同比+32.2%。

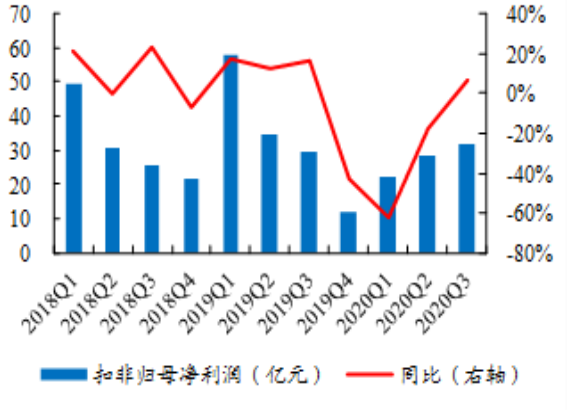
从重大消费节点看，“十一”黄金周消费明显复苏，双十一电商购物节各大平台再创新高，展现强大内需潜力。回顾2020年重大消费节点，“十一”黄金周消费复苏较清明节、劳动节、端午节小长假已经较为明显，“双十一”购物节方面，天猫、京东等主流电商平台成交额纷纷破历史记录，天猫累计成交额达4982亿，可比口径增速达26%；京东累计成交额为2715亿元，同比增长33%。

图1：随着疫情缓和，可选消费稳步复苏



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：零售行业上半年业绩承压，三季度增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：双十一购物节天猫平台打破记录



资料来源：天猫

1.2 “人、货、场”持续演进升级，孕育细分赛道发展机会

“人”：从消费者年龄代际上看，Z世代崛起；从城市线级看，下沉市场空间广阔。目前我国0-9岁儿童、10-24岁人群、50岁以上老人在人口中占比分别为11.9%、17.8%、31.9%，儿童经济、Z世代、银发经济等细分年龄代际消费赛道随之产生。我国下沉市场涵盖约200个地级市、3000个县城和40000个乡镇，人口超过10亿（约占总人口的72%），市场空间大。

“场”：从消费场景看，线上渗透率持续提高，直播保持风口。近年来，线上渗透率持续提升；2020年年初疫情进一步催生线上需求，根据国家统计局数据，2020年1-10月实物商品网上零售额占社零比重累计达24.2%（2019年同期为19.5%），保持较高水平。

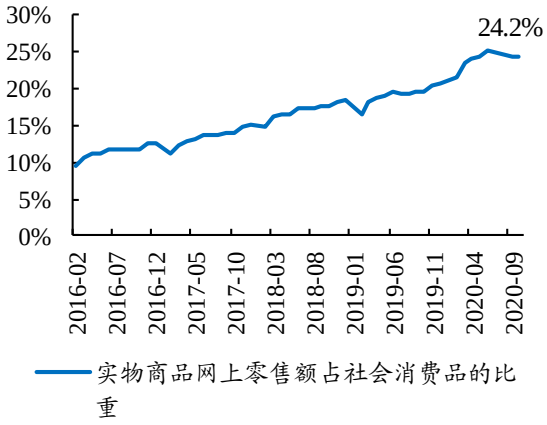
“货”:人口代际变化和流量渠道变迁，促进了“货”的迭代升级。从行业趋势上看，随着当代国人生活水平不断提升，以提升自身幸福感为出发点的悦己消费悄然兴起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝蓬勃发展；从生产模式上看，技术升级带来数据经济渗透率持续提升，C2M生产模式对商家而言降本增效，对消费者而言消费体验提升，获得各大互联网巨头青睐。

图4：不同代际人群带来细分赛道黄金成长机会

	用户群体	用户群体特点	对应细分赛道
儿童经济	0-12岁儿童家长（**0-9岁儿童占比11.9%**）	用户规模庞大，线上活跃规模达**3亿**，其中**中高消费**能力用户占比高	奶粉 婴童用品 线上教育等
Z世代	95后+00后（**10-24岁占比17.8%**）	用户消费能力较高，消费观念转变催生偶像经济、宅文化等新业态，善于接纳**新经济业态、新品牌**	宅文化 偶像经济 美妆 手游 社交等
银发经济	50岁以上的人群（**人群占比31.9%**）	用户规模庞大，人口占比达1/3，对互联网的使用程度不断**加深**，是**电商重要增量**	家电 食品 电器等标品领域

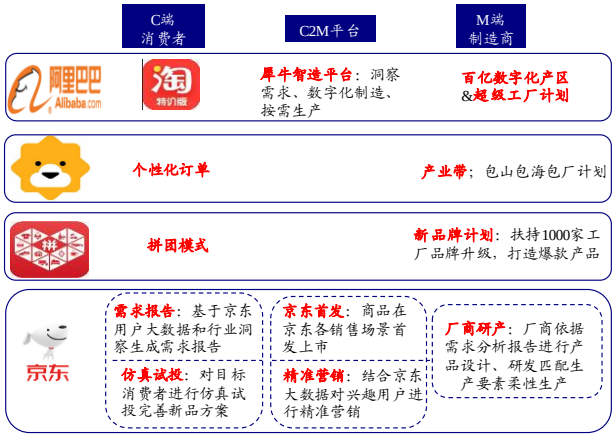
资料来源：Questmobile、population pyramid、开源证券研究所

图5：线上渗透率持续提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图6：各大电商平台纷纷布局C2M模式生产



资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

1.3 零售企业竞争策略：深挖下沉市场，数字化提效赋能

各大电商平台继续深挖下沉市场红利。基础设施方面，下沉市场网络和物流等基础设施不断完善；政策方面，众多针对下沉市场的政策先后颁布，下沉市场是政策的重点扶持所在。在此背景下，巨头纷纷布局下沉市场，社区团购、拼购模式崛起并快速增长。未来在电商平台布局不断深入的背景下，更多新模式、新品牌也有望应运而生。

通过数字化赋能，围绕“人、货、场”的全渠道、多维度效率提升仍将是长期趋势。数字经济持续推进，零售业态也在围绕数字化持续提升效率，使“人、货、场”紧密相连。具体来说：（1）人：平台通过数据化，实现“千人千面”；（2）货：在数据赋能的背景下，C2M反向定制使产品可以更有效满足消费者需求；（3）场：线上、线下全渠道融合明显。未来数据赋能、效率提升仍将是行业发展的主旋律，头部企业在流量、数据、供应链方面优势较为明显。

图7：电商巨头不断在下沉市场深耕

京东在供应链、物流等方面体系性下沉，并设立独立品牌**京喜**，以产地直采、社交拼购等玩法**专攻下沉市场**。

京东

快手最早从下沉市场发迹，先以短视频吸引用户，后以**直播带货**渗透下沉消费市场并**持续加码电商**。

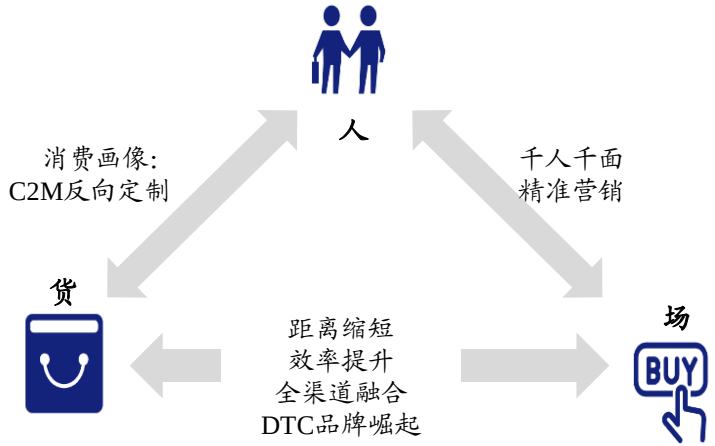
借助阿里消费生态落地，升级**聚划算、淘宝特价版**等下沉零售业务板块。

阿里巴巴 Alibaba.com

拼多多从下沉市场发迹，以日用消费爆品等策略打造“**同类商品最低价格**”。

资料来源：京喜&亿邦动力研究院、开源证券研究所

图8：通过数字化赋能，围绕“人、货、场”效率持续提升



资料来源：开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 **年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域**

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 投资建议

7 风险提示

2.1 “悦己消费”悄然兴起，“新品牌”涌现

悦己消费悄然兴起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝受青睐。颜值经济、潮玩、时尚珠宝近年来发展迅速，此类消费以提升自身幸福感为出发点，属于典型的“悦己型”消费，居民消费水平整体提升，Z世代、女性消费群体崛起，未来悦己型消费有望继续保持较高增速。

细分赛道新品牌快速崛起，小众黑马品牌表现亮眼。通过切入细分赛道，本年涌现出众多黑马品牌（元气森林、三顿半咖啡），2020年天猫双十一期间，16个新品牌（在天猫平台上线未满3年）成交额破亿，357个品牌跑出细分行业第一，展现了新品牌的巨大潜力。

图9：以“颜值经济”、“潮玩”为代表的悦己型消费迅速崛起





赛道	颜值经济	潮玩
规模	彩妆552亿 护肤2444亿 医美1769亿	约207亿
增速	彩妆:2016-2019CAGR=24.7% 护肤:2016-2019CAGR=12.9% 医美:2016-2019CAGR=28.1%	2016-2019CAGR=36.2%
主要人群	女性群体	年轻一代、Z世代

资料来源：Euromonitor、艾瑞咨询、弗若斯特沙利文、开源证券研究所

图10：细分赛道新品牌快速崛起，表现亮眼





品牌	元气森林	三顿半
创新点	应用植物代糖赤藓糖醇“好喝”的同时，做到“健康”	采用现磨咖啡的低温萃取技术和医疗行业的冻干技术，兼顾便捷与口感
品牌荣誉	2020年双十一元气森林同时斩获天猫和京东饮品类销量第一	2019年12月，获得阿里巴巴ONE商业大会，ONE新品创新奖。
赛道及定位	无糖气泡水 0糖0脂0卡	精品咖啡

资料来源：各品牌官方旗舰店、各品牌官网、开源证券研究所

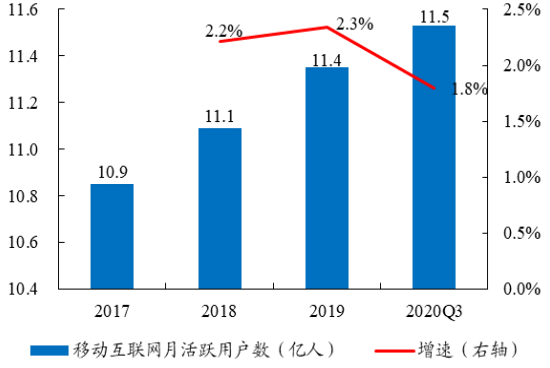
2.2 “私域”：从收割流量升级至用户运营思维，降本增效促裂变

公域流量成本高企，私域流量价值凸显。随着流量红利衰减，公域流量成本快速上升，中小商家被逐渐边缘化。而私域流量具有低引流成本、流量可控、可深入服务的优势。中小商家可以通过直播等方式将流量引入私域，并通过多种运营方式进行带货变现，从被动购买流量升级为主动引流运营，并降低获客成本，提升转化率。

私域流量对零售的变革：从收割流量升级至用户运营思维，降本增效促裂变。思维方面，零售商家由依赖平台、被动购买流量的思维升级为主动吸引用户，提升转化和留存的用户思维。效率方面，私域零售拥有流量成本低、转化率高、客单价高等优势。

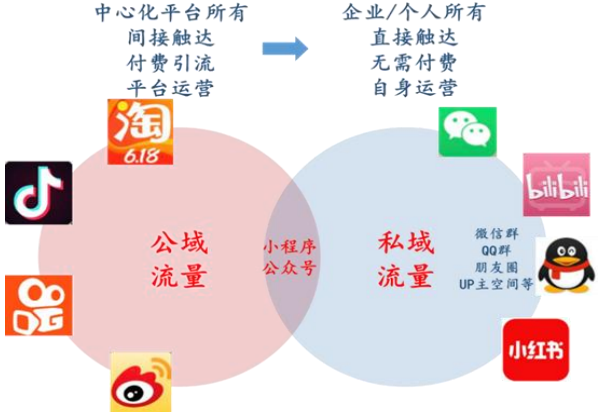
以**完美日记**为例，公司凭借高效的“小完子”微信私域营销体系，2019和2020年连续登顶天猫双十一彩妆榜单榜首，母公司逸仙电商于2020年11月19日在纽交所上市。

图11：移动互联网月活跃用户增长缓慢



数据来源：Quest Mobile、开源证券研究所

图12：私域与公域流量的区别在触达、付费和运营方面



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图13：完美日记打造“小完子”私域流量社群



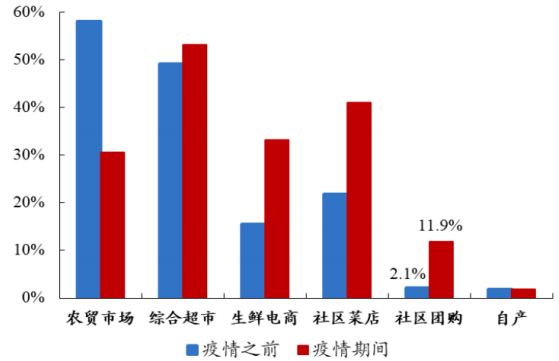
资料来源：小完子微信群、开源证券研究所

2.3 社区团购：以“预售、次日达、自提”为特点的新零售模式

受益于疫情对消费者的充分教育和互联网巨头加码布局，社区团购行业蓬勃发展。疫情期间，居民外出减少、购物渠道受阻，同时信息传达和管理多以社区为单位，社区统一采购配送等模式逐步普及。而社区团购品类恰好以生鲜为主，解决了消费者每日高频、刚性需求，在疫情期间发展火热。根据商务部数据，居民通过社区团购渠道购买生鲜的比例较疫情前大幅增长；根据凯度数据统计，有1/4的用户在疫情中首次使用社区团购平台。疫情对消费者起到很好的教育作用，显著降低了社区团购平台的拉新成本。随着互联网巨头相继加码入局，社区团购行业也迎来加速发展。生鲜成为线下超市经营关键品类，到家需求快速增长。

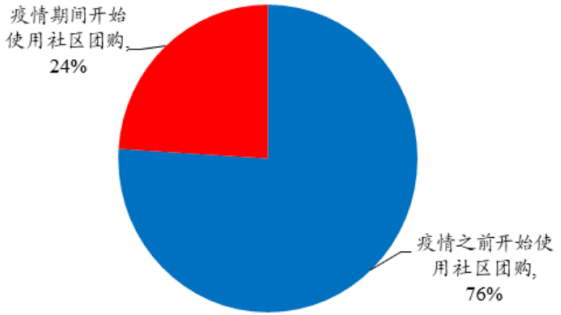
社区团购是依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式。一个典型的社区团购业务流程是：（1）团长在自建微信群内分享高性价比商品链接；（2）群内用户在特定时点前（一般为当晚11点）点击商品链接或直接通过平台小程序下单，同时选择自提点；（3）平台当天收集完订单后，调动供应链，第二天由仓库将货发送至自提点（一般为团长所在门店）；（4）用户自行到自提点提货。

图14：疫情期间社区团购渠道购买生鲜比例大幅增长



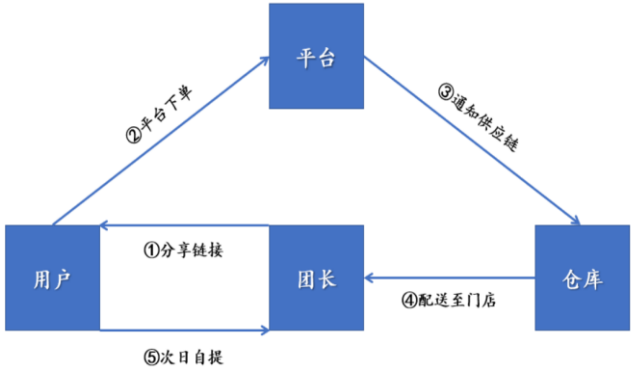
数据来源：商务部流通产业促进中心、开源证券研究所

图15：1/4的用户在疫情中首次使用社区团购平台



数据来源：凯度咨询、开源证券研究所

图16：社区团购依托社区和团长社交关系实现商品流通



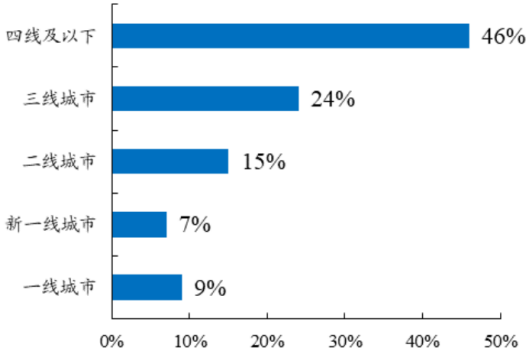
资料来源：开源证券研究所

2.3 社区团购：客单价要求低，主攻下沉市场

社区团购通过“预售+次日达+自提”模式，实现“更省、更便捷”购物体验，主攻下沉市场。社区团购以生鲜品类切入市场，采用预售方式实现最大化以销定采，降低了生鲜库存损耗；通过次日达+自提的方式，在牺牲一定配送时效性前提下，有效压缩了履约成本，结合平台补贴，提供了更高性价比的商品。横向对比看，生鲜品类在社区团购平台的价格要明显低于淘宝等传统电商平台，因此较好满足了下沉市场特征人群（闲暇时间多、价格敏感）的消费需求。而从地域分布看，根据新经销数据，目前分布在三四线及以下的团长数量占比达到 70%，下沉市场是社区团购的主战场。

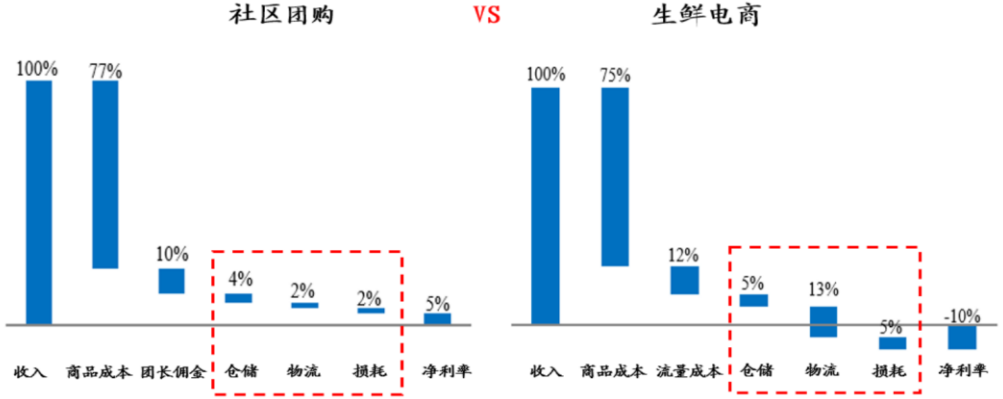
相较前置仓生鲜电商而言，社区团购对客单价要求低，特别适合下沉市场。近年来，前置仓模式（如每日优鲜、叮咚买菜等）生鲜电商蓬勃发展，在损耗及交付体验上有了明显优化，但仍面临难以集约交付导致的高配送成本难题，因此在低线城市可复制性较差。反观社区团购模式，通过采用“预售、次日达、自提”方式，显著降低了平台损耗；同时由于集约配送及用户自提，大幅降低了配送成本（生鲜电商物流成为13%，社区团购为 2%）。目前，其配送时效介于传统电商与前置仓之间，在拥有相对较多闲暇时间的低线城市，具备了更强的复制性。

图17：社区团购团长主要分布在下沉市场



数据来源：新经销、开源证券研究所

图18：预售+自提模式为集单集配提供了操作空间，降低了整个链路的物流配送成本



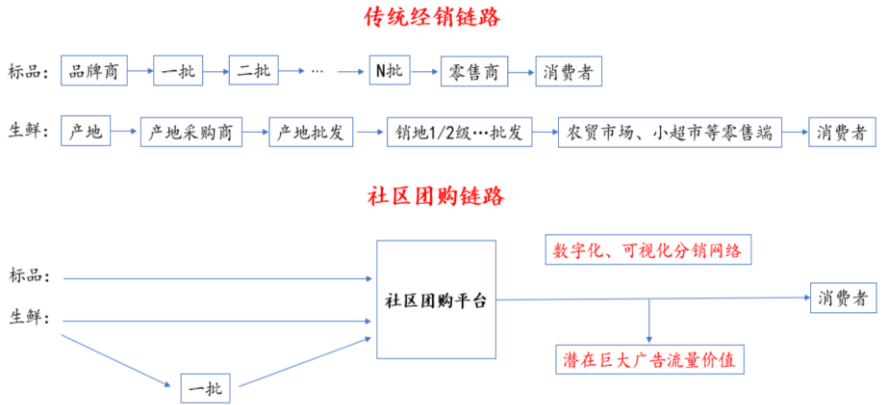
数据来源：兴盛优选、每日优鲜、叮咚买菜、开源证券研究所

2.3 社区团购：有望发展为下沉市场零售基础设施，数字化分销网络蕴藏价值

长期看，社区团购有望发展为下沉市场的零售基础设施。传统 B2C 电商通过快递履约，但在下沉市场，由于无法实现足够的订单密度，导致履约成本较高。而在社区团购模式中，通过团长集单，并引入高频生鲜品类做大单量，在物流环节通过集中配送履约，有效降低了物流成本，从而在低客单价前提下也具备了盈利能力。长期来看，社区团购可以发展成为一个连接到村一级的零售基础设施，为海量商品建立一个触达下沉市场的分销网络。

社团团购为品牌商重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达 C 端消费者，蕴藏广告流量价值。传统流通渠道下，品牌商商品一般需要层层经销才能实现下沉，中间环节冗繁、终端加价倍率较高。电商渠道出现为品牌商提供了直达消费者的机会，既能将中间环节利润让利给终端消费者，也可直接从数据中得到反馈指导经营。但在下沉市场，由于经销商布局更早，目前电商的下沉程度仍非常有限。社区团购通过模式上的改进进一步降低了履约成本，并通过生鲜品类高频打低频的方法，触达了海量 C 端消费者。且由于其建立的是数字化、可视化的分销网络，因此也具备了更高的广告流量价值，受到众多互联网巨头重视。

图19：社团团购重构经销渠道、简化流通环节链路，广泛触达C端消费者，蕴藏广告流量价值



资料来源：开源证券研究所

2.3 社区团购：初期起势靠流量、优质团长为稀缺资源

早期优质团长为稀缺资源，头部平台已打响团长争夺战。当前阶段，团长发挥着低价引流、商品推送、交付、售后等多种重要功能，在社区中拥有门店的优质团长仍为稀缺资源。行业竞争加剧之下，各个玩家为了快速做大交易规模，争相从其他平台高价挖团长，团长身兼多个平台已成为常态。此外，团长会更倾向于将社群流量掌握在自身手中，如此才能始终保持对平台的话语权，这也将不利于平台的用户沉淀及团长环节成本的降低。

短期内平台通过多种方式尝试绑定团长，长期看团长的作用将会逐渐弱化。当前团长对于平台快速跑马圈地仍是关键，因此平台方试图通过拉长结算期、排他性协议等方式来绑定团长。长期来看，我们认为平台对团长的依赖会逐渐减少，原因在于：1）随着消费习惯培育及对平台逐渐信任，部分消费者会有转向直接通过微信小程序下单的趋势，因为在平台内可以主动选择商品且非被动接受微信群繁多消息的打扰；2）随着订单量增多，团长店内分拣作业难度加大，未来该部分作业可能会前置到网格仓完成。减少对团长的依赖也有助于平台更高效的管理。

图20：团长在微信群内推送商品信息



资料来源：兴盛优选团购群

图21：订单量增大后，团长的分拣作业难度加大



资料来源：联讯网

2.3 社区团购：长期看供应链能力是竞争关键

社区团购的模式较重，对于供应链建设的要求更高，造成快速扩张的难度大。生鲜在社区团购中占有较高的比例，平台需要做好选品、采购、分拣、物流等工作，本质上是自营的模式；同时由于生鲜供应的区域化，仓储物流上对冷链要求较高，因而比标品自营模式所需的资金投入、管理复杂程度也更高。相比于共享单车、网约车、外卖的流量打法，社区团购在 SKU 经营（海量）\仓配建设、人员管理（团长、用户、配送员）上要求更高，导致快速扩张的难度更大。

烧钱可以短期集聚流量，但是行业最终竞争力仍在于供应链能力。尽管从短期来看，流量与补贴可以帮助社区团购平台迅速起量，但是社区团购从本质上仍然经营的是零售生意，长期来看商品的多快好省才是形成竞争力的关键。供应链能力一看仓配端：各大平台为了控制物流成本，往往通过招募个体司机方式获得运力，但从长远看，个体司机的管理难度较大，存在较大不稳定性；二看商品端：团购平台当前依靠爆品走量，存在品类少、档次低、品质不稳定问题，能否在长期兼顾供应链效率、品类丰富度、质量稳定性，将是平台对消费者形成粘性的关键。

表1：相比于共享单车、网约车及外卖等业态，社区团购在模式上更重

项目	主要参与方	服务或产品	供应端	SKU	资产属性	备注
共享单车	用户、平台、政府	自助式的骑行服务	单车	0/1	重	前期就要供应单车
网约车	用户、平台、司机、政府	轻交互的运输服务	司机或车辆	0/1	轻/重	前期利用出租车和社会车辆存量供应
外卖	用户、平台、商家、骑手	较复杂的配送服务	商家、骑手	0/1	较轻	涉及商家和骑手的组织，重人力和组织，不重资产
社区团购	用户、平台、团长、供应商、配送员	半自助式的配送服务	商家、骑手和基础设施	海量	重	需要建仓配

资料来源：《产品不归路》公众号、开源证券研究所

2.3 社区团购：赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技

社区团购赛道玩家众多，创业公司与互联网巨头同场竞技。疫情加速社区团购模式发展，目前行业内玩家众多，主要可分为创业公司与互联网巨头两种。创业公司代表如兴盛优选、十荟团、同程生活等，这些玩家进入社区团购行业较早，具有较丰富的零售经验，且在经营上具有明显的区域性特色。另一方面，以美团优选（美团旗下）、多多买菜（拼多多旗下）、橙心优选（滴滴旗下）等为代表的互联网巨头玩家，拥有明显的流量以及资金优势，同时在先前的外卖、打车等行业大战中积累了丰富的地推、组织等经验。此外，也有部分超市企业如步步高、家家悦等，上线了社区团购小程序，但目前规模远小于前两类玩家，对行业格局影响较小。

相较而言，互联网巨头中美团和拼多多经验禀赋相对突出，在长期竞争中更具优势。（1）兴盛优选：行业内最大独角兽，由芙蓉超市孵化，核心竞争力为数量众多的线下门店、多年零售经验和成熟的供应链仓配体系。**（2）美团：**坐拥 4.5 亿年活跃用户和经验丰富的地推团队，在流量、获客端优势明显；此外通过快驴、美团买菜在生鲜经营 B 端、C 端亦均有布局。**（3）拼多多：**以拼团业务起家，在农产品经营上具有丰富资源积累；此外，拼多多主要位于下沉市场的用户群体也与社区团购主战场高度契合。**（4）滴滴：**跨界入行，依靠补贴取得先发优势，长期生鲜经营竞争力仍待观察。**（5）阿里巴巴：**通过盒马优选和入股十荟团等多线布局，但可能面临微信流量限制。

图22：社区团购玩家众多：主要分为创业公司和互联网巨头两种



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 **“颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”**

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 投资建议

7 风险提示

3.1 化妆品行业趋势：直播、社媒营销风口依旧，品质化升级、数字化赋能是方向

2020年直播、短视频等营销模式贯穿全年，风口依旧。化妆品作为直播带货模式的核心销售品类之一，充分享受新渠道流量红利。2020年双十一，各大化妆品品牌加码布局直播模式，取得优异成果，双十一直播引导成交量创造新高。

消费者日趋理性，疫情催生对产品安全性、功效性的需求，护肤品质化升级趋势明显。疫情后，消费者对护肤品安全性提出更高需求。CBNData&欧莱雅中国的调研数据显示，疫情后，消费者选购产品时对产品安全性、产品功效的考虑因素值较疫情前明显提升，而品牌知名度这一指标则相对下降。消费者心理和需求的变化，也给具备优质产品的国货美妆品牌创造了更大的机会。

对化妆品品牌而言，以数据为基础的强中台模式成为迭代升级重要方向。随着技术进步、渠道融合，品牌方与消费者距离不断缩短，化妆品企业也在围绕数字化建设转型、提效赋能。我们认为，以数据为基础的强中台DTC模式，将成为行业模式升级的重要方向。

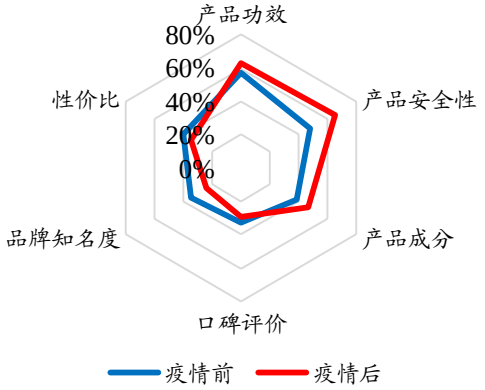
“国潮风+快迭代+下沉市场”，有望助力国货美妆品牌弯道超车。

图23：淘宝直播双十一预售10分钟超2019年全天



资料来源：天下网商、天猫发言人官微

图24：疫情后消费者对化妆品安全性关注度提升明显



数据来源：CBNData&欧莱雅中国、开源证券研究所

图25：化妆品企业纷纷加码数据中台建设

公司	数据中台布局
完美日记	超200名IT工程师组成的内部团队，提供技术、数据和相关功能的开发和支持。
珀莱雅	拥有两套ERP系统，覆盖从生产到流通领域的产业链所有环节
上海家化	数字化作为“一二三”基本方针中的三个助推器之一，摆在重要战略地位
伽蓝集团	2019年11月启动数据中台项目，并于2020年7月完成中台搭建
上美集团	2020年11月宣告上线“数据中台”，企业数字化变革正式进入3.0时代

资料来源：亿邦动力网、开源证券研究所

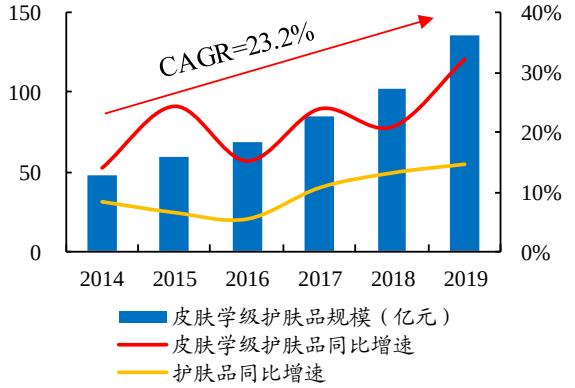
3.2 化妆品行业机会：功效性和皮肤学级护肤品、彩妆和产业链上游

护肤品：皮肤学级和功能性护肤品赛道优质，国货品牌具备产品方面差异化竞争优势。皮肤学级护肤品：凭借“医研赋能”，以薇诺娜和玉泽为代表的国货品牌在产品、渠道上具有差异化竞争优势。功能性护肤品：乘“成分党”东风，国货品牌可以通过专攻细分领域或主推自己的成分优势，解决消费者痛点，差异化竞争，实现弯道超车。

彩妆：国产品牌通过“中国风”切入大众彩妆赛道，借助渠道和流量红利，实现快速增长。（1）产品方面国货彩妆以中国风为切入点，抓住风口；（2）渠道流量方面：国货彩妆品牌紧抓最新流量入口，与头部主播李佳琦、薇娅广泛展开合作，销量快速增长；（3）定位方面：国货彩妆以大众价位为主，在产品品质相近前提下，价格仅为国际品牌的1/5-1/2，“大牌平替”红利突出。

化妆品代工龙头：持续享受“颜值经济”崛起红利，市占率有望不断提升。目前我国化妆品行业处于高速增长阶段，2014-2019年五年CAGR达9.92%，化妆品代工企业在产业链上游可以享受行业增长红利。龙头化妆品代工企业产能、研发、客户资源优势明显

图26：皮肤学级护肤品赛道持续高增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图27：薇诺娜双十一销售位居国货护肤品第一



资料来源：薇诺娜官方旗舰店

图28：珀莱雅双抗精华液主打抗衰





资料来源：珀莱雅官方旗舰店

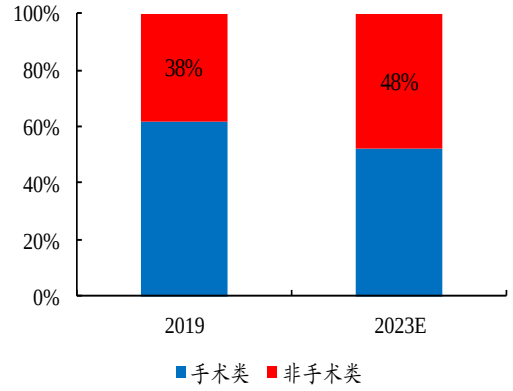
3.3 医美：“轻医美”消费需求增长，优质国产品牌竞争力突出

颜值压力催生医美刚需，医美行业快速发展，轻医美是重要增量。2012-2019年，中国医美市场从298亿元增长至1769亿元，复合增速达到28.97%。艾瑞咨询预计2023年中国医美市场总体规模将达到3115亿元。具体来看，轻医美风险更低，价格更友好，预计到2023年将占据医美市场半壁江山。

中游产品生产商占据医美产业链的核心环节，议价权较高。医美产业链主要由上游原料供应商、中游产品器械生产制造商、下游医美机构和消费者构成。相较而言，中游产品厂商的技术、资质壁垒更高。

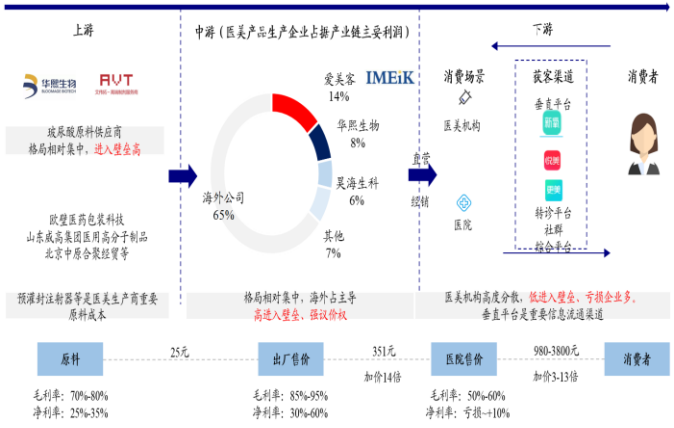
玻尿酸是具有强保湿性的国内医美主力产品，优质国货正凭借下游渠道的推广优势抢占份额。玻尿酸，具有保湿、填充、塑形等功效，是国内轻医美项目主力。2019年，海外玻尿酸品牌占据近65%的市场份额，但近年来，以爱美客嗨体为代表的国产玻尿酸质量与口碑不断提升，且留给下游医美机构利润空间较大，市场份额快速提升。

图29：轻医美收入有望占据半壁江山



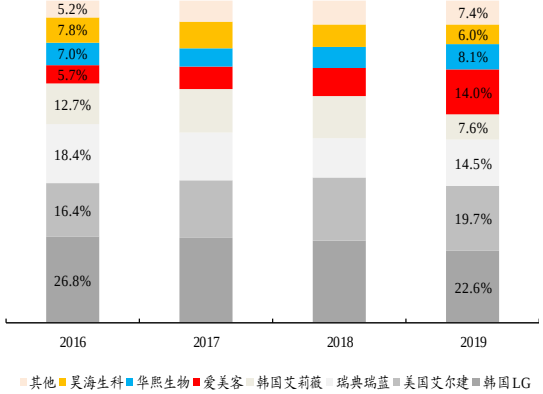
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图30：医美产品生产商占据产业链核心环节



资料来源：新氧APP、艾瑞咨询、开源证券研究所

图31：国产品牌市场份额持续提高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 **电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会**

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 投资建议

7 风险提示

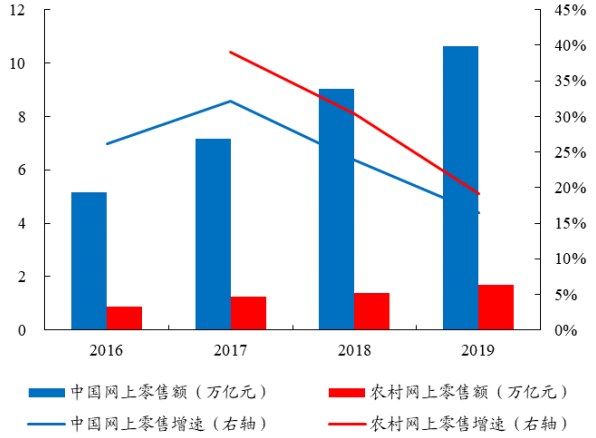
4.1 电商：下沉市场红利释放，巨头涌入低线淘金

下沉市场空间广阔，电商用户快速增长。随着移动互联网的普及和乡镇快递网点覆盖率的提升，农村及低线城市用户分散以及服务成本高的痛点被克服，下沉市场用户的线上消费能力快速释放。新增用户方面，一线城市电商用户增长已面临天花板，而下沉市场用户则在快速增长。

阿里巴巴推出淘宝特价版，主打高性价比商品，助力C2M和下沉市场战略发展。2020年3月，淘宝特价版推出，并公布“超级工厂”和“百亿产区”计划，三者并称为淘宝C2M战略三大支柱。其中“超级工厂”和“百亿产区”从供应链上游为特价版提供商品支持，淘宝特价版将节省的成本让利给消费者，通过低价商品快速吸引下沉市场的用户。

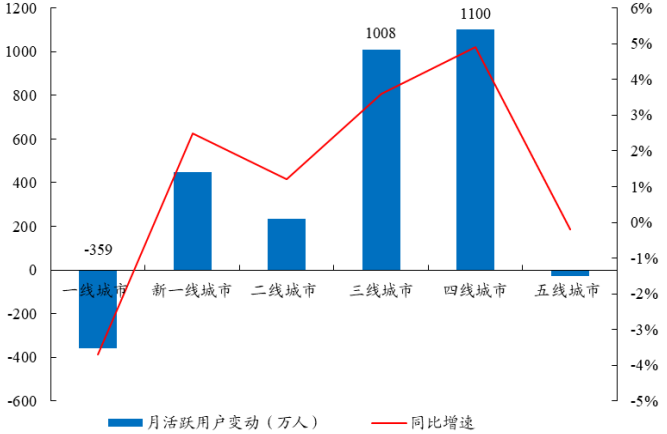
京东通过京喜挖掘微信社交流量，快速覆盖下沉市场。2019年9月京东拼购更名为“京喜”，主攻下沉市场。用户方面，京喜依托微信，通过社交拉新玩法，实现用户裂变增长。同时，京喜首页通过设置了一级入口，降低主站引流成本。商品方面，京喜采用“产地直供”的模式，省去中间成本，为消费者提供高性价比产品。

图32：农村网上零售额增速快于中国网上零售额增速



数据来源：商务部、开源证券研究所

图33：2020Q2互联网新增用户主要来自三四线城市



数据来源：Quest Mobile、开源证券研究所

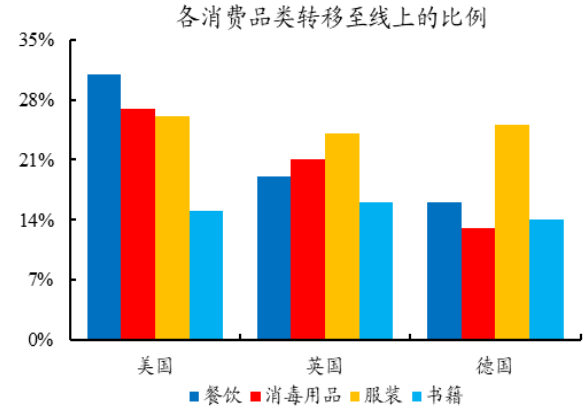
4.2 跨境电商市场天时地利人和齐具，RCEP签订再送东风

天时：全球电商渗透率提升，疫情加速消费向线上转移，带动高性价比商品需求。2020年全球电商零售额预计超过4万亿美元，近5年复合增速达到23%。海外疫情蔓延，进一步催化线下消费向线上转移。而疫情之后消费者的电商消费习惯得到保留，对线上高性价比的商品需求依然旺盛。

地利：中国供应链优势铸就高性价比商品，受到全球消费者认可。中国拥有完善的制造业和供应链体系，为跨境出口电商提供了强大的供应链支持。在成熟的供应链以及高效的物流体系支撑下，中国商品具有明显的高性价比优势，已得到海外消费者认可。

人和：跨境电商人才丰富，政策利好不断释放，RCEP 签订为跨境电商再送东风。（1）国内电商市场培养了丰富的人才。（2）2020年来国家已出台多项利好政策，且2020年11月RCEP的签订有望从关税减免、跨境物流效率提升、汇率稳定等方面促进出口跨境电商的发展。

图34：美英德等国疫情期间消费向线上转移



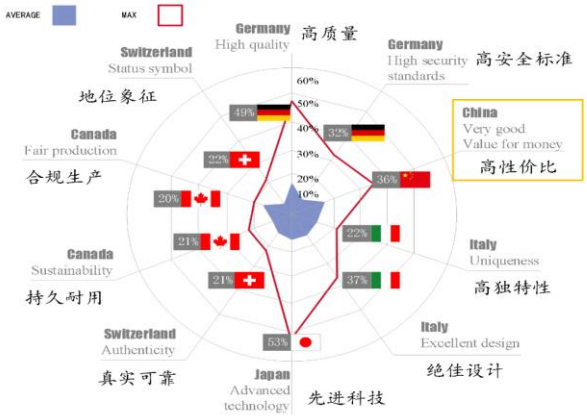
数据来源：Statista、开源证券研究所

图35：珠三角汇集了完整的电子产业链



资料来源：中国地图册

图36：海外消费者广泛认可中国产品性价比



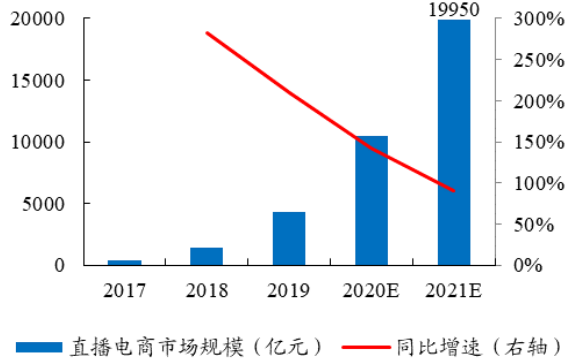
资料来源：Paypal

4.3 直播全方位升级“人货场”，社交电商去中心化，提高获客与带货效率

直播电商全方位升级零售“人货场”，市场持续火爆，流量向头部主播集中。直播电商模式下，主播凭借与粉丝之间的情感联系成为流量中心；货由于中间流通环节减少和主播强溢价能力下，实现了极致的性价比；基于以上两点优势，消费者在场内的购物目的更强，场的聚集效应与转化率也更高。 2020年直播电商市场继续快速增长，10月21日天猫预售开启10分钟后，直播引导成交量就超过了2019年双十一全天。同时，流量向明星主播集中，头部效应愈发明显，双十一期间薇娅、李佳琦合计贡献了淘宝前十大主播销售额的81%。

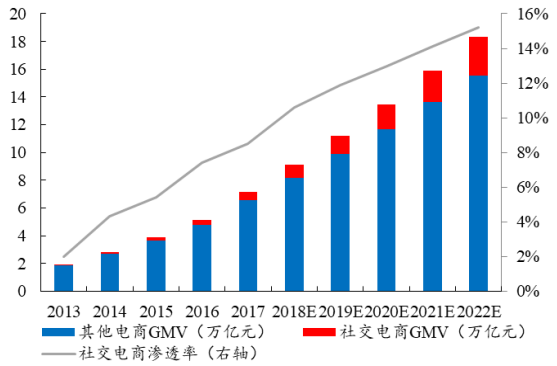
社交电商依靠去中心化网络进行获客和营销，实现快速获客与用户自发种草。不同于中心化平台，社交电商上的商家可以通过微信群，公众号、小程序等去中心化网络，主动向目标受众营销并获得客户，同时利用拼团、砍价等方式鼓励用户自发分享链接，将顾客变为去中心化网络中的营销节点，具有裂变速度快、转化率高等优势。预计2022年国内社交电商渗透率将达到15%以上。国内社交电商龙头拼多多借助微信社交关系实现裂变传播，年活跃用户数已达7.3亿，并实现首次单季度盈利。新兴社交电商小红书立足美妆，用户自发种草带货，成功打造了“三次元社区”与“新品牌孵化池”，助力孵化彩妆 “独角兽”完美日记。

图37：预计2021年直播电商市场规模近2万亿



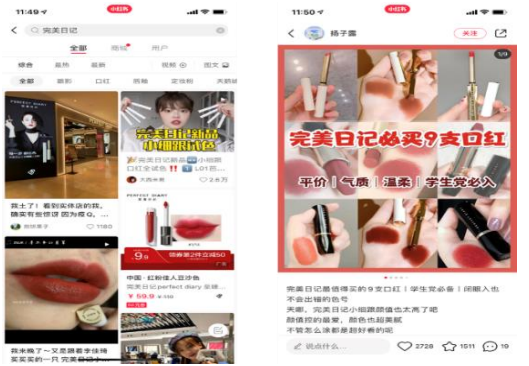
数据来源：阿里研究院、毕马威、开源证券研究所

图38：预计国内社交电商渗透率快速提升



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图39：小红书用户自发种草带货完美日记



资料来源：小红书

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 **传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头**

6 投资建议

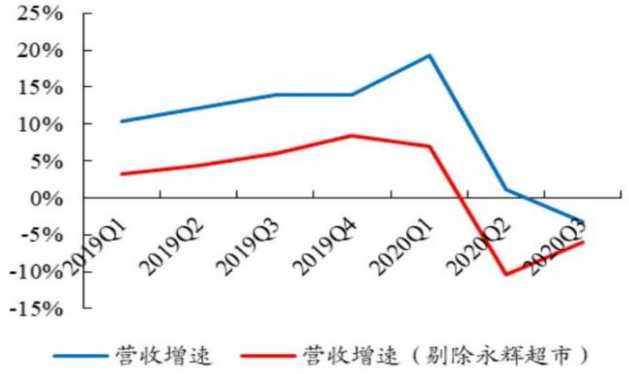
7 风险提示

5.1 超市：疫情后收入增速放缓，多业态互补发展是趋势

受疫情冲击影响，2020年内超市行业整体收入增速呈前高后低、逐渐回落趋势。疫情期间，必选消费品类需求呈现较强韧性，叠加居民消费向超市渠道转移和CPI维持高位因素，共同带动超市板块收入快速增长，一季度超市行业整体收入增速达到19%。随着疫情缓和，农贸市场、餐饮等基本恢复正常营业，造成客流分流，叠加CPI回落因素影响，量和价的双重影响导致超市同店增长受到明显冲击，二/三季度收入增速分别为+1.1%/-3.3%，收入增速上明显放缓。而从超市经营的重点品类粮油食品的零售额增速来看，在经历3月/4月的高增长（同比增速均在+18%以上）后，也呈现明显的回落趋势（8月最低时同比增速回落到+4.2%）。

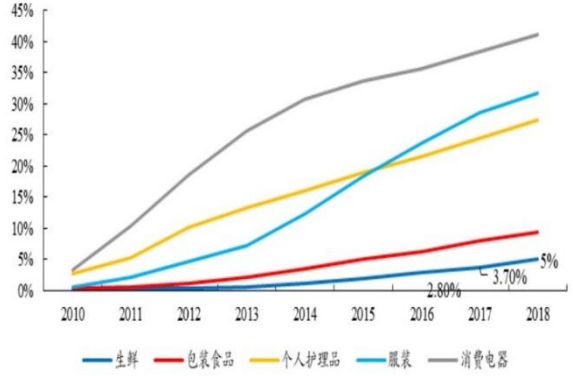
生鲜成为线下超市经营关键品类，到家需求快速增长。生鲜存在客单价低、毛利率低、易腐烂损耗、物流成本高等特点，导致其一直存在线上渗透的难题。近年线下超市凭借生鲜聚客引流抵御线上冲击，生鲜供应链能力也就成为行业竞争制胜关键。此外，疫情期间居民外出减少，线上购物需求增加，尤其以生鲜品类最为明显。因此，各超市企业也纷纷发展到家业务：相较2019年春节后同期，超市企业到家小程序日均活跃用户规模均出现显著增加。随着消费者习惯得到培育，线上线下融合正成为实体商超发展的主流模式。

图40：2020年内超市行业整体收入增速呈逐渐放缓趋势



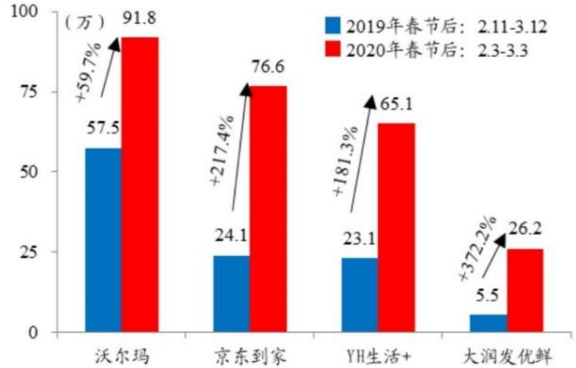
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：生鲜品类线上渗透率仍较低



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图42：超市到家小程序日均活跃用户规模同比大幅增加



数据来源：Statista、开源证券研究所

5.1 超市：疫情后收入增速放缓，多业态互补发展是趋势

线下零售多种业态迭出，未来多业态互补才能更好的满足不同需求，加大品牌粘性。近年来多种零售业态如社区生鲜超市、前置仓生鲜电商、会员制超市等，对传统大卖场超市都形成了一定的分流压力。零售的本质是满足消费者多快好省的需求，我们认为，未来没有一种模式可以通吃，多业态互补才是发展终局。以新零售探索者盒马为例：从2016年1月盒马鲜生首家门店在上海金桥国际广场开业起，盒马先后推出了盒马鲜生、盒马F2、盒马mini、盒马小店、盒马菜市、盒马X会员店等多种业态。盒马通过推出多种业态组合并持续迭代，目的在于满足不同人群消费需求，进而占领消费者心智、提高用户粘性。

表2：盒马旗下拥有多种业态，满足不同群体需求

门店类型	特点
盒马鲜生	4000 平米以上大店，选址购物中心。模式为“生鲜+超市+餐饮+外卖”。
盒马 F2	800 平米左右，选址在城市 CBD 写字楼区，主要为商务白领提供早中晚餐及下午茶。
盒马 mini	300-500 平米，定位郊区、城镇、县市，散装非标品为主，海鲜比例提升，同时引入熟食等现制现售品类商品
盒马小店	城市区域前置仓，只提供外送服务，填补盒马鲜生空白区。
盒马菜市	社区菜市场，蔬菜蛋禽蔬菜品为散装，选品更关注一日三餐食材，有海鲜区，没有现制区。
盒马 X 会员店	大型仓储式会员制超市，拥有自主品牌盒马 MAX，主打高性价比消费。提供 20 公里内半日达的配送服务。

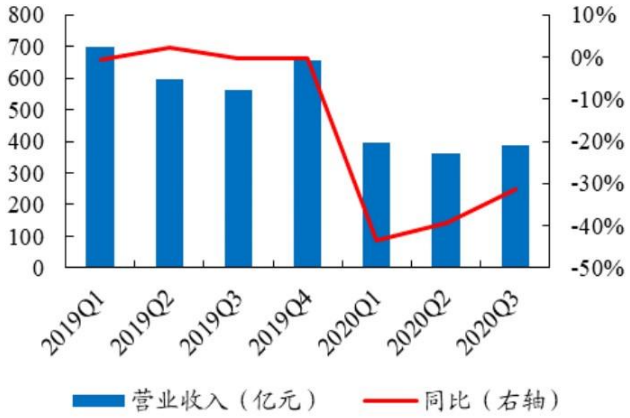
资料来源：盒马官网、网易财经、开源证券研究所

5.2 百货：受疫情冲击明显，通过多种方式加快向线上转型

2020年前三季度百货行业收入、利润受疫情冲击，承压明显。一方面，受疫情冲击影响，商场客流明显下滑，聚集性消费明显减少，以可选品类为主的百货业态收入持续承压。2020年一/二/三季度百货行业整体收入分别下滑43.6%/39.4%/31.3%，扣非归母净利润分别下滑-120%/-36%/-18%，收入、利润均明显承压。另一方面，社交电商、直播带货等各类线上购物渠道快速发展，对以百货为代表的传统线下零售业态带来较大分流挑战。2020 年疫情后，互联网巨头相继入局，社区团购市场再次火热。

百货企业加快向购物中心转型，并积极尝试社群、小程序、直播导购等新零售方式。百货业态主要经营可选消费品类，如服装、珠宝等，近年来受电商冲击分流严重，处于下行周期。百货公司逐渐加大餐饮、影院等娱乐业态占比，加快向购物中心转型。此外为降低疫情对经营的冲击，部分线下百货企业也在试水微信社群、小程序、直播导购等新零售方式。从长期来看，疫情将推动线下实体零售企业的数字化转型和线上线下融合加速。

图43：2020年百货行业整体收入明显承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2020年百货行业整体扣非归母净利润明显下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：苏宁广场通过微信社群引导线上下单



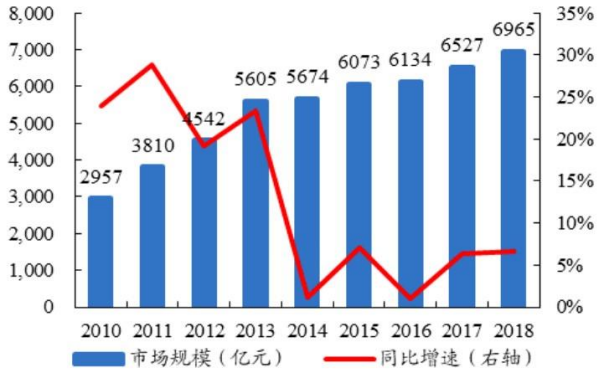
资料来源：苏宁广场小程序、新浪财经

5.3 黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔

国内珠宝行业空间广阔，渗透率仍有较大提升空间。国内珠宝行业行业规模总量从2010年的2957亿元增长至2018年的6965亿元，复合增长率达11.3%。增长率方面，珠宝行业先经过一段时期的高速发展，2013年因“抢金潮”透支消费能力，行业增速出现回落，2017/2018年受消费升级、通胀和避险等因素影响，增速稳中有升。随着我国经济发展、人均可支配收入不断提高，珠宝消费水平有望逐渐向发达经济体水平靠拢。

时尚珠宝市场达千亿，与传统珠宝具有不同消费场景。区别于传统由黄金、白金等贵金属及贵重宝石打造的精品珠宝，时尚珠宝一般由银、合金等非贵金属及准宝石加工制造而成，单价明显低于精品珠宝（通常在一千元以内），主要用于日常装饰佩戴且具有更高的消费频率，代表品牌如施华洛世奇、潘多拉等。时尚珠宝具有更多的快消属性，产品样式繁多且迭代更快。根据Euromonitor统计，2019年国内时尚珠宝市场空间为1045亿元，占珠宝市场整体比重近15%。未来随着品牌加大在时尚珠宝上对消费者的宣传教育，市场有望持续保持稳健增长。

图46：我国黄金珠宝行业规模近7000亿元（2019年）



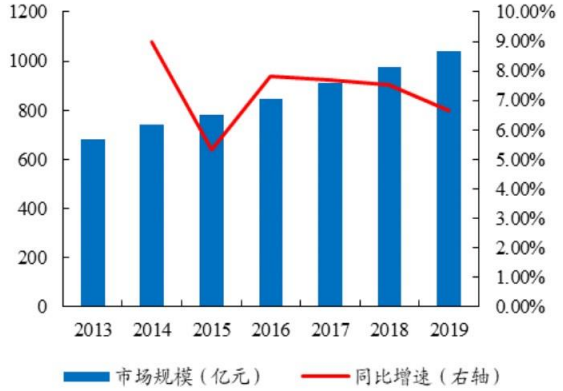
数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图47：时尚珠宝主要用于日常佩戴，消费频率更高



资料来源：施华洛世奇、潘多拉官网

图48：2019年国内时尚珠宝市场空间达千亿



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

5.3 黄金珠宝：受益婚庆需求释放，时尚珠宝潜在空间广阔

直播电商行业规模高速增长，有望推动时尚珠宝需求不断释放。根据艾媒数据中心，2019年直播电商市场规模达4338亿，同比增长226%，近年来保持高速增长，预计2020年直播电商市场规模达9610亿。而从用户年龄层次上来看，90后和80后占据较大比例，分别约为40%和30%，是直播电商的主力人群。此外，年轻消费群体具有更强的悦己性需求，以银饰为代表的时尚珠宝客单价较低，消费场景多为日常装饰性需求，消费者更容易冲动性下单（因为试错成本也低），时尚珠宝需求有望在直播电商渠道中不断释放。2020年，珠宝品牌周大生与快手头部主播辛有志合作直播带货，效果上佳。

2020下半年珠宝消费恢复明显，行业整体持续受益于婚庆需求集中释放。受疫情影响，2020上半年黄金珠宝门店客流明显下滑，行业零售额出现下滑，2月/3月同比增速分别下滑41.1%/30.1%。随着疫情趋缓，门店客流逐渐恢复，行业零售额增速逐渐改善。此外，由于在上半年受抑制的婚庆需求逐渐释放，自7月黄金珠宝零售额增速转正后，8/9/10月保持双位数增长，增速分别为15.3%/13.1%/16.7%，表现亮眼。随着元旦、春节等节日临近，婚庆需求进一步释放有望推动行业继续保持较快增长。

图49：预计2020年直播电商市场规模可达9610亿元



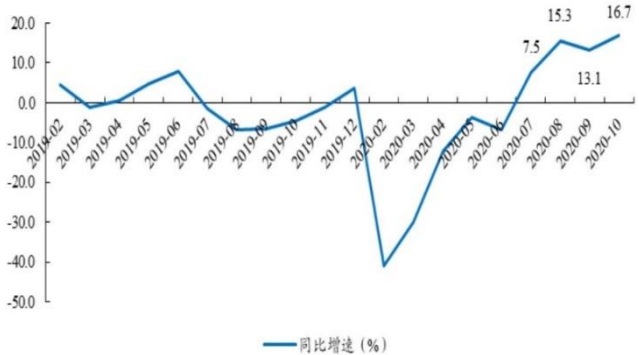
数据来源：艾媒数据中心、开源证券研究所

图50:快手主播在周大生品牌直播专场上带货



资料来源：新浪财经

图51：2020年7月后黄金珠宝零售额增速明显恢复



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

5.4 母婴连锁：渠道价值仍然突出，头部企业开启全国扩张

母婴消费市场快速增长，疫情冲击下母婴连锁店推进全渠道营销与到家服务。消费升级驱动行业蓬勃发展，2019年市场规模已超过3万亿元。2020年，疫情对线下客流影响较大，可选品类销售大幅下滑，母婴连锁店加快推进全渠道营销与到家服务以应对冲击。

“专业+品质+服务”满足品牌方和消费者需求，渠道价值稳固。对下游消费者来说，母婴店产品拥有品牌、渠道的双重背书，而且还满足新生代妈妈一站式购物需求，价格上也具备较强竞争力。对上游品牌方来说，新品迭代加快，行业竞争日趋激烈，新客获取重要性提升，而线下门店是展示宣传的最佳渠道，在推新、拉新方面的渠道价值不可替代。

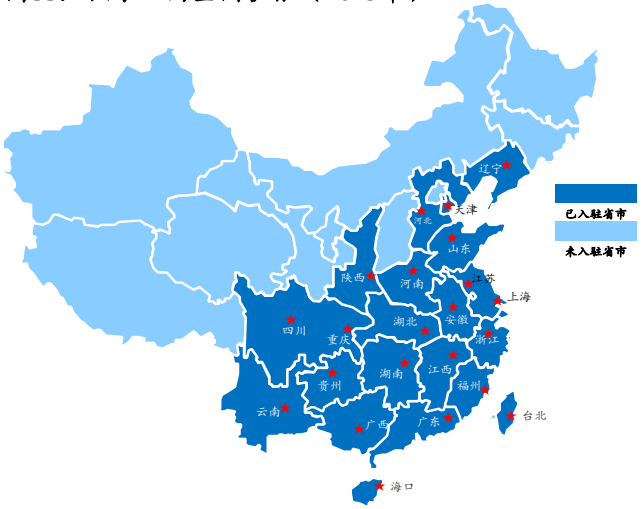
母婴连锁头部企业逐步向全国扩张，行业集中度有望提升。近年来孩子王、爱婴室等头部公司受益资本加持逐步建立了品牌和规模优势，在人员储备等条件成熟后开始加速对外整合并购扩张，区域性强和集中度低的行业特点正被改写。

图52：母婴连锁门店有助于品牌商新品宣传和获客



资料来源：开源证券研究所

图53：孩子王向全国扩张（2019年）



资料来源：孩子王官方网站、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 **投资建议**

7 风险提示

6 投资建议

投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”三条主线布局。业绩层面，随着疫情冲击减退，社会经济持续复苏，零售行业2021年业绩增速（考虑2020年同期低基数背景）有望呈现前高后平走势。我们也看到，2020年，疫情后的零售行业在“人、货、场”等多方面持续演进升级：Z世代崛起，“悦己消费”盛行，下沉市场孕育无限潜力；疫情驱动线上渗透率持续提高，电商、直播站在风口，私域流量重要性提升；DTC、C2M等模式快速发展，反哺供应链推动货的迭代升级，各类“新物、好物”涌现。我们认为，人口代际变化和渠道流量变迁，也为零售企业发展带来机遇。深挖下沉市场，通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现全渠道、多维度的效率提升，仍是零售企业的重要竞争策略和方向。基于以上分析和判断，2021年零售行业投资我们建议重点关注“颜值经济”、“新兴电商”和“线下零售细分龙头”三条主线。

“颜值经济”：一路向“美”，由可选变为刚需；重点关注化妆品优质细分赛道，掘金医美产业链。（1）皮肤学级和功效性护肤品：受益标的为凭借“医研赋能”构筑产品差异化竞争优势的贝泰妮（主品牌薇诺娜）。（2）彩妆：“国潮风+快迭代”为国货品牌创造弯道超车机会，受益标的逸仙电商（主品牌为完美日记）。（3）产业链上游：化妆品ODM龙头企业有望享受下游增长东风，受益标的青松股份。（4）医美赛道：轻医美消费需求高增长，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客，受益标的华熙生物。

新兴电商：疫情驱动电商渗透率持续提升，重点关注两个电商洼地市场（下沉市场和跨境市场）、两个新兴业态（直播电商和社交电商）。（1）跨境电商：天时地利人和齐具，RCEP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，受益标的安克创新。（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。

传统线下零售：疫情缓和，线下消费复苏，重点关注竞争力突出的细分赛道龙头。（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。（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：投资建议：优质零售细分赛道受益标的

证券代码	股票简称	评级	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002803.SZ	吉宏股份	买入	127	33.50	1.69	2.29	3.05	20	15	11
603214.SH	爱婴室	买入	42	29.15	0.92	1.40	1.81	32	21	16
002867.SZ	周大生	买入	203	27.73	1.43	1.78	2.11	19	16	13
601933.SH	永辉超市	买入	745	7.83	0.26	0.33	0.42	30	23	19
603708.SH	家家悦	买入	153	25.10	0.91	1.07	1.25	28	23	20
300896.SZ	爱美客	买入	716	595.8	3.48	5.31	7.61	171	112	78
603605.SH	珀莱雅	未评级	331	164.67	2.39	3.06	3.80	69	54	43
300132.SZ	青松股份	未评级	112	21.67	1.03	1.20	1.39	21	18	16
688363.SH	华熙生物	未评级	695	144.74	1.40	1.90	2.54	103	76	57

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2020/12/07，其中珀莱雅、青松股份、华熙生物采用Wind一致预期预测数据，其他采用开源证券预测数据）

目 录

CONTENTS

1 疫情后“人、货、场”持续升级，下沉市场、渠道效率是竞争关键

2 年度零售关键词：社区团购、新品牌、悦己消费、私域

3 “颜值经济”：一路向美，由“可选”变为“刚需”

4 电商：消费向线上转移，洼地市场与新兴业态孕育机会

5 传统线下：超市百货承压，关注珠宝和母婴连锁细分龙头

6 投资建议

7 风险提示

7 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，也会对行业公司的门店扩张带来影响；

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。

分析师声明

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。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，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：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
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券