

商贸零售

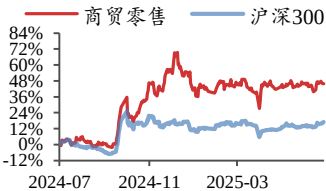
2025 年 07 月 06 日

美丽田园股权结构优化，新氧青春诊所发展迅速

——行业周报

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《医美化妆品 5 月月报：美丽田园股东 CPE 退出主要股东，618 强品牌美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出——行业点评报告》-2025.7.1

《老铺黄金新店双开，国内外高端渠道布局再突破——行业周报》-2025.6.29

《618 电商高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围——行业周报》-2025.6.22

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

陈思（联系人）

chensi@kysec.cn

证书编号：S0790124070031

姚慕宇（联系人）

yaomuyu@kysec.cn

证书编号：S0790125040021

● 美丽田园股东 CPE 退出主要股东，新氧青春诊所实现高效运营

（1）美丽田园医疗健康发布公告称，CPE 拟出售其所持有的约 5133 万股（约 21.77%）公司股份后将不再作为公司主要股东，意味着公司股权结构将发生重大变化，新投资者的引入可能为公司带来更分散的股权结构，从长远看有助于优化公司治理结构。此外，公司 5 月 28 日增持奈瑞儿 20% 股权，交易完成后持股比例升至 90%，其“内生外延”战略及“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证。（2）新氧从单纯的线上流量平台向线下连锁诊所转型，旗下轻医美连锁品牌“新氧青春诊所”发展迅速，目前已覆盖 9 城 31 家门店，2025 年一季度连锁业务收入同比增长 551%，截至 6 月 7 日，品牌累计服务人次突破 20 万。新氧通过传统互联网业务和上游布局，实现了较低的获客成本与较强的上游议价能力，在供应链端，新氧通过收购奇致激光、代理韩国爱拉提玻尿酸及与西宏、奥泰康药业独家合作，构建设备到耗材的全链条布局；医疗服务端，单店平均配备 3-4 名医生，每位医生月均完成 330 例治疗，远超行业平均水平，复购率超 60%，通过供应链布局与互联网模式实现高效运营。

● 行业关键词：净妍生物、浣熊食堂、闪电仓、Color Wow、小象超市等

【净妍生物】净妍生物与美国赛诺秀签约合作。

【浣熊食堂】美团三年将建成 1200 家“浣熊食堂”。

【闪电仓】家家悦 24 小时生活超市首批闪电仓上线。

【Color Wow】欧莱雅集团宣布已签署协议收购美发品牌 Color Wow。

【小象超市】小象超市线下首店或于 7 月在北京、杭州双开。

● 板块行情回顾

本周（6 月 30 日-7 月 4 日），商贸零售指数报收 2152.72 点，下跌 0.16%，跑输上证综指（本周上涨 1.40%）1.56 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 27 位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周大东方（+6.6%）、步步高（+5.6%）、苏豪弘业（+5.0%）涨幅靠前。

● 投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

● 风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

目 录

1、 零售行情回顾	3
2、 零售观点：CPE 退出美丽田园主要股东，新氧诊所发展迅速	5
2.1、 行业动态：CPE 退出美丽田园主要股东，新氧青春诊所发展迅速	5
2.2、 关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司	6
2.2.1、 周大福：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄	8
2.2.2、 潮宏基：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能	8
2.2.3、 周大生：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化	9
2.2.4、 朗姿股份：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进	9
2.2.5、 珀莱雅：2025Q1 归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长	10
2.2.6、 润本股份：2025Q1 收入高增，看好夏季防晒等新品放量	11
2.2.7、 永辉超市：2025Q1 稳态调改店实现盈利，渠道改革有望提速	11
2.2.8、 丸美生物：2025Q1 扣非归母净利润+28.6%，丸美势能持续向上	12
2.2.9、 华熙生物：变革深化致短期承压，期待 2025 年迎来发展拐点	12
2.2.10、 爱婴室：2024 年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线	13
2.2.11、 老铺黄金：2024 年归母净利润同比+253.9%，高端中式黄金龙头扬帆出海	13
2.2.12、 毛戈平：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上	14
2.2.13、 巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证	15
2.2.14、 科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动	15
2.2.15、 上美股份：2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花	16
2.2.16、 爱美客：2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长	16
3、 零售行业动态追踪	18
3.1、 行业关键词：净妍生物、浣熊食堂、闪电仓、Color Wow、小象超市等	18
3.2、 大事提醒：关注多家公司股东大会召开等	19
4、 风险提示	19

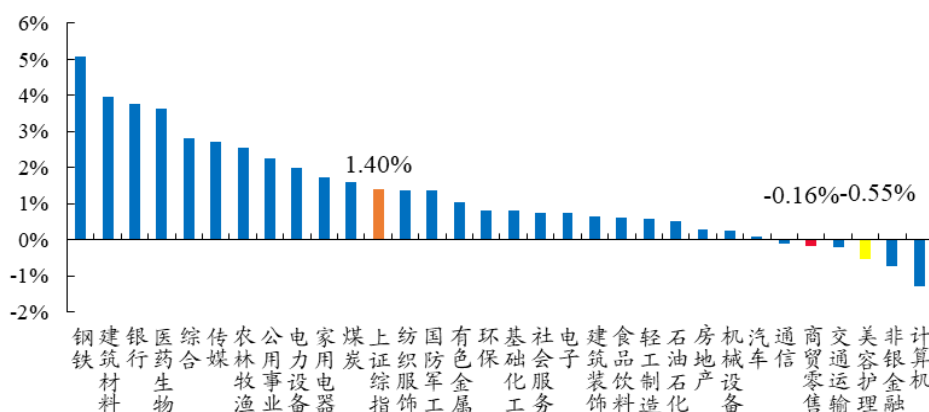
图表目录

图 1： 本周零售行业（商贸零售）指数下跌 0.16%	3
图 2： 2025 年年初至今（商贸零售）指数下跌 3.85%	3
图 3： 本周钟表珠宝板块涨幅最大，为 4.51%	4
图 4： 2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 31.27%	4
图 5： 美丽田园股东 CPE 拟出约 5133 万股（约 21.77%）	5
图 6： 美丽田园增持智能美养龙头奈瑞儿 20%股权	5
图 7： 新氧青春诊所“自然能量”快闪活动在深圳举办	5
图 8： 新氧青春诊所累计服务突破 20 万人次	5
表 1： 本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 27	3
表 2： 本周零售行业大东方、步步高、苏豪弘业涨幅靠前	4
表 3： 本周零售行业星徽股份、国芳集团、翠微股份等跌幅靠前	4
表 4： 重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等	6
表 5： 本周潮宏基、周大生、豫园股份表现相对较好	17
表 6： 零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等	19
表 7： 零售行业大事提醒：ICBE2025 杭州国际跨境电商交易博览会等	19

1、零售行情回顾

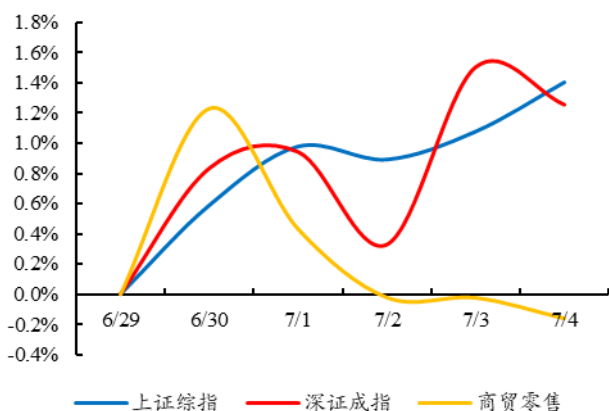
本周(6月30日-7月4日)A股上涨,零售行业指数下跌0.16%。上证综指报收3472.32点,周累计上涨1.40%;深证成指报收10508.76点,周上涨1.25%;本周全部31个一级行业中,表现排名前三位的分别为钢铁、建筑材料和银行。零售行业指数(参照商贸零售指数)本周报收2152.72点,周跌幅为0.16%,在所有一级行业中位列第27位。2025年年初至今,零售行业指数下跌3.85%,表现弱于大盘(2025年年初至今上证综指累计上涨3.60%)。

表1: 本周零售行业(商贸零售指数)表现位列第27



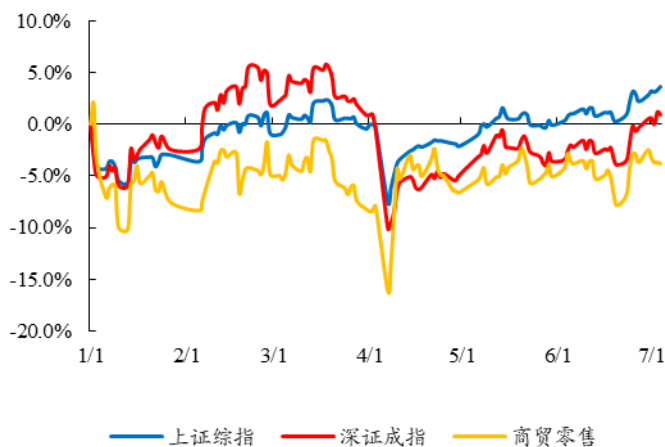
数据来源: Wind、开源证券研究所

图1: 本周零售行业(商贸零售)指数下跌0.16%



数据来源: Wind、开源证券研究所

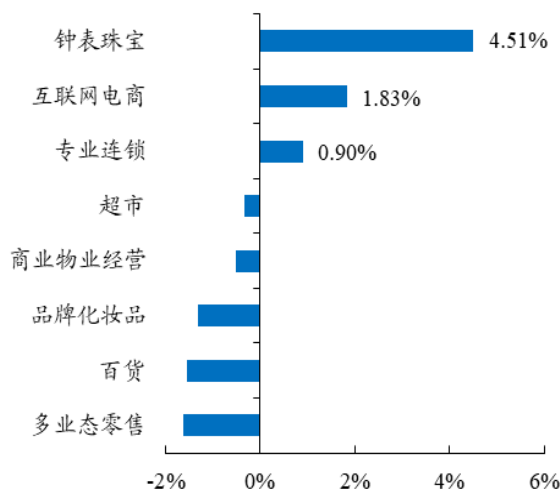
图2: 2025年年初至今(商贸零售)指数下跌3.85%



数据来源: Wind、开源证券研究所

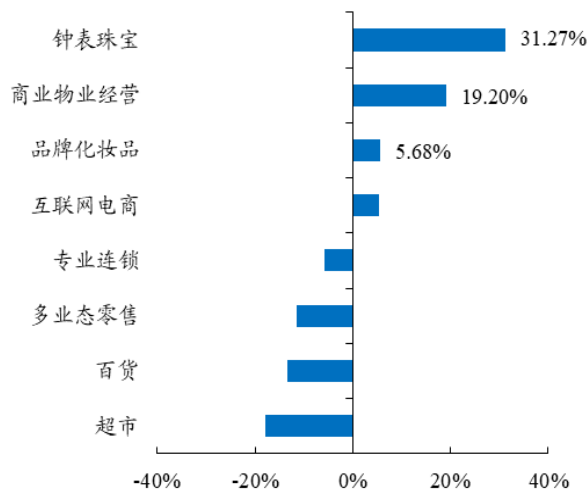
零售各细分板块中,钟表珠宝板块本周涨幅最大;2025年年初至今,钟表珠宝板块涨幅最大。在零售行业各主要细分板块(我们依据二级行业分类,选择较有代表性的超市、百货、多业态零售、专业连锁、商业物业经营、互联网电商、钟表珠宝和品牌化妆品8个细分板块)中,本周3个子板块上涨,其中钟表珠宝板块涨幅最大,周涨幅为4.51%;2025年全年来看,钟表珠宝板块年初至今累计涨幅为31.27%,在零售行业各细分板块中领跑。

图3：本周钟表珠宝板块涨幅最大，为 4.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年至今钟表珠宝板块涨幅最大，为 31.27%



数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周大东方、步步高、苏豪弘业涨幅靠前。本周零售行业主要 86 家上市公司（参照一级行业指数成分，剔除少量主业已发生变化公司）中，合计有 38 家公司上涨、41 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是大东方、步步高、苏豪弘业，周涨幅分别为 6.6%、5.6%和 5.0%。本周跌幅靠前公司为星徽股份、国芳集团、翠微股份。

表2：本周零售行业大东方、步步高、苏豪弘业涨幅靠前

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	600327.SH	大东方	4.80	6.6%	23.3%	-9.4%	百货
2	002251.SZ	步步高	4.97	5.6%	21.7%	25.8%	超市
3	600128.SH	苏豪弘业	10.42	5.0%	33.0%	29.5%	贸易Ⅲ
4	002697.SZ	红旗连锁	5.40	4.6%	8.7%	-6.8%	超市
5	300622.SZ	博士眼镜	33.42	2.9%	38.8%	-12.6%	专业连锁Ⅲ
6	002183.SZ	怡亚通	4.50	2.9%	5.7%	0.2%	贸易Ⅲ
7	601828.SH	美凯龙	2.96	2.8%	4.0%	-7.8%	商业物业经营
8	600857.SH	宁波中百	10.29	2.6%	12.7%	10.6%	百货
9	603682.SH	锦和商管	5.79	2.5%	7.6%	-19.5%	商业物业经营
10	002344.SZ	海宁皮城	4.34	2.3%	4.0%	-6.7%	商业物业经营

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/7/4）

表3：本周零售行业星徽股份、国芳集团、翠微股份等跌幅靠前

跌幅排名	证券代码	股票简称	收盘价（元）	周涨跌幅	周换手率	年初至今涨幅	所属三级行业
1	300464.SZ	星徽股份	5.36	-9.1%	19.5%	3.7%	跨境电商
2	601086.SH	国芳集团	11.23	-7.8%	24.9%	92.4%	百货
3	603123.SH	翠微股份	14.32	-7.6%	94.5%	77.9%	百货
4	600858.SH	银座股份	5.70	-5.8%	49.5%	3.1%	多业态零售
5	600113.SH	浙江东日	28.38	-5.4%	25.8%	105.7%	商业物业经营

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025/7/4）

2、零售观点：CPE 退出美丽田园主要股东，新氧诊所发展迅速

2.1、行业动态：CPE 退出美丽田园主要股东，新氧青春诊所发展迅速

美丽田园股东 CPE 大幅减持退出主要股东。美丽田园医疗健康 6 月 25 日发布公告，CPE 拟出售其所持有的约 5133 万股（约 21.77%）公司股份后将不再作为公司主要股东，意味着公司股权结构将发生重大变化，新投资者的引入可能为公司带来更分散的股权结构，从长远看有助于优化公司治理结构。此外，公司 5 月 28 日增持奈瑞儿 20% 股权，交易完成后持股比例升至 90%。公司业务聚焦于美容与保健、医疗美容、亚健康管理三大服务板块，2025H1 重磅女神节大促集团权益金实现 5.1 亿元（同比+14.5%）、销售额 5.5 亿元（同比+9.7%）、客流同比+10.5%，“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证。

图5：美丽田园股东 CPE 拟出约 5133 万股（约 21.77%）



资料来源：美丽田园公司公告

图6：美丽田园增持智能美养龙头奈瑞儿 20% 股权



资料来源：医美部落公众号

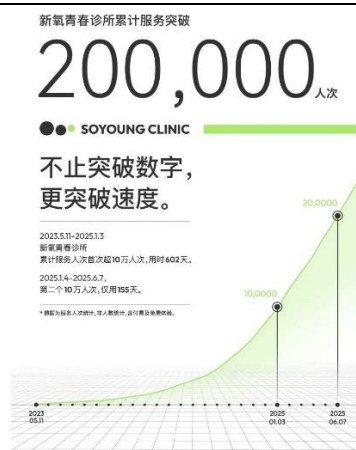
新氧青春诊所发展迅速，通过供应链布局与互联网模式实现高效运营。新氧从单纯的线上流量平台向线下连锁诊所转型，旗下轻医美连锁品牌“新氧青春诊所”发展迅速，目前已覆盖 9 城 31 家门店，2025 年一季度连锁业务收入同比增长 551%，截至 6 月 7 日，品牌累计服务人次突破 20 万。新氧通过传统互联网业务和上游布局，实现了较低的获客成本与较强的上游议价能力，在供应链端，新氧通过收购奇致激光、代理韩国爱拉丝提玻尿酸及与西宏、奥泰康药业独家合作，构建设备到耗材的全链条布局；医疗服务端，单店平均配备 3-4 名医生，每位医生月均完成 330 例治疗，远超行业平均水平，复购率超 60%，通过供应链布局与互联网模式实现高效运营。

图7：新氧青春诊所“自然能量”快闪活动在深圳举办



资料来源：新浪财经

图8：新氧青春诊所累计服务突破 20 万人次



资料来源：新氧集团公众号

2.2、关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

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

投资主线 2：关注顺应消费趋势积极变革探索的线下零售龙头。借“情绪消费”东风，线下渠道有望迎来与线上电商的攻守易势机会。对线下零售企业（超市、百货、连锁等）而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势，并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下、实现困境反转。重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的重庆百货等。

投资主线 3：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。618 大促强品牌力美妆龙头及新锐功效品牌突围，颜值经济和悦己趋势下，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇：（1）高景气美妆细分赛道国货崛起趋势持续，重点推荐上美股份、珀莱雅、巨子生物、丸美生物等，受益标的上海家化等；（2）高端美妆打造稀缺，国货势能崛起，重点推荐毛戈平；（3）个护家清领域多面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣等。

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

表4：重点推荐老铺黄金、潮宏基、毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
1929.HK	周大福	珠宝首饰	FY2025 实现营收 827.37 亿元（-17.5%）、归母净利润 54.59 亿元（-9.0%）。持续推动产品结构优化和门店调性升级，一口价占比提升带动盈利能力改善。
6181.HK	老铺黄金	珠宝首饰	FY2024 实现营收 85.06 亿元（+167.5%）、归母净利润 14.73 亿元（+253.9%）。古法手工金器专业第一品牌，“品牌破圈+客群扩张”有望带动店数和业绩持续高增。
002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰	2024 年实现营收 65.18 亿元（+10.5%）、归母净利润 1.94 亿元（-41.9%）。2025Q1 实现营收 22.52 亿元（+25.4%）、归母净利润 1.89 亿元（+44.4%）。时尚珠宝打造年轻差异化特色，综合品牌力提升叠加渠道提速扩张，驱动持续成长。
1318.HK	毛戈平	化妆品	FY2024 实现营收 38.85 亿元（+34.6%）、归母净利润 8.81 亿元（+33.0%）。稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开想象空间。
603605.SH	珀莱雅	化妆品	2024 年实现营收 107.78 亿元（+21.0%）、归母净利润 15.52 亿元（+30.0%）。2025Q1 实现营收 23.59 亿元（+8.1%）、归母净利润 3.90 亿元（+28.9%）。公司国货美妆龙头地位稳固，多系列新品频出有望贡献增量。
2367.HK	巨子生物	化妆品	FY2024 实现营收 55.39 亿元（+57.1%）、归母净利润 20.64 亿元（+42.1%）。重组胶原蛋白专业护肤龙头，多维度发力，强化核心竞争力实现长期增长。
2145.HK	上美股份	化妆品	FY2024 实现营收 67.93 亿元（+61.2%）、归母净利润 7.81 亿元（+69.4%）。主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花。
600916.SH	中国黄金	珠宝首饰	2024 年实现营收 604.64 亿元（+7.3%）、归母净利润 8.18 亿元（-15.9%）。2025Q1 实现营收 110.03 亿元（-39.7%）、归母净利润 1.35 亿元（-63.0%）。

公司代码	公司名称	所属细分行业	核心观点与投资逻辑
			公司是黄金珠宝行业核心央企，通过全产业链布局深筑黄金品类优势。
002867.SZ	周大生	珠宝首饰	2024 年实现营收 138.91 亿元（-13.5%）、归母净利润 8.55 亿元（-22.0%）。 2025Q1 实现营收 26.73 亿元（-47.3%）、归母净利润 2.52 亿元（-26.1%）。 新品牌与主品牌优势互补有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动成长。
002612.SZ	朗姿股份	医美	2024 年实现营收 56.91 亿元（-0.2%）、归母净利润 2.57 亿元（+1.4%）。 2025Q1 实现营收 13.99 亿元（-7.8%）、归母净利润 0.95 亿元（+5.1%）。 “内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。
603708.SH	家家悦	超市	2024 年实现营收 182.56 亿元（+2.8%）、归母净利润 1.32 亿元（-3.3%）。 2025Q1 实现营收 49.41 亿元（-4.8%）、归母净利润 1.42 亿元（-3.6%）。 公司股权激励计划有望激发内部成长动能，零食连锁与折扣超市布局值得关注。
301381.SZ	赛维时代	跨境电商	2024 年实现营收 102.75 亿元（+56.6%）、归母净利润 2.14 亿元（-36.2%）。 2025Q1 实现营收 24.58 亿元（+36.7%）、归母净利润 0.47 亿元（-45.1%）。 公司未来在巩固成熟品牌竞争优势基础上，持续孵化培育潜力品牌，有望保持高增。
603983.SH	丸美生物	化妆品	2024 年实现营收 29.70 亿元（+33.4%）、归母净利润 3.42 亿元（+31.7%）。 2025Q1 实现营收 8.47 亿元（+28.0%）、归母净利润 1.35 亿元（+22.1%）。 “人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，未来高质量增长可期。
603214.SH	爱婴室	专业连锁	2024 年实现营收 34.67 亿元（+4.1%）、归母净利润 1.06 亿元（+1.6%）。 2025Q1 实现营收 8.59 亿元（+6.6%）、归母净利润 0.07 亿元（+6.1%）。 主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间，后续基地店通贩店拓店空间大。
603193.SH	润本股份	化妆品	2024 年实现营收 13.18 亿元（+27.6%）、归母净利润 3.00 亿元（+32.8%）； 2025Q1 实现营收 2.40 亿元（+44.0%）、归母净利润 0.44 亿元（+24.6%）。 公司坚持“研产销一体化”战略，持续开发差异化的创新性新品提供溢价打开利润空间。
601933.SH	永辉超市	超市	2024 年实现营收 675.74 亿元（-14.1%）、归母净利润-14.65 亿元。 2025Q1 实现营收 174.79 亿元（-19.3%）、归母净利润 1.48 亿元（-80.0%）。 公司是全国性超市龙头，调改变革加速铺开。
300896.SZ	爱美客	医美	2024 年实现营收 30.26 亿元（+5.5%）、归母净利润 19.58 亿元（+5.3%）。 2025Q1 实现营收 6.63 亿元（-17.9%）、归母净利润 4.44 亿元（-15.9%）。 产品、渠道、研发全方位发力深化长期竞争力，全球化布局进程加速。
600223.SH	福瑞达	化妆品	2024 年实现营收 39.83 亿元（-13.0%）、归母净利润 2.44 亿元（-19.7%）。 2025Q1 实现营收 8.76 亿元（-1.6%）、归母净利润 0.51 亿元（-14.1%）。 公司聚焦核心业务，化妆品战略升级高质量发展可期，有望成为医药健康领军企业。
002803.SZ	吉宏股份	跨境电商	2024 年实现营收 55.29 亿元（-17.4%）、归母净利润 1.82 亿元（-47.3%）。 2025Q1 实现营收 14.77 亿元（+11.6%）、归母净利润 0.59 亿元（+38.2%）。 跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。
600655.SH	豫园股份	珠宝首饰	2024 年实现营收 469.24 亿元（-19.3%）、归母净利润 1.25 亿元（-93.8%）。 2025Q1 实现营收 87.82 亿元（-49.0%）、归母净利润 0.52 亿元（-71.2%）。 珠宝板块延续承压，“产业运营+产业投资”双轮驱动，贯彻“东方生活美学”战略。
2487.HK	科笛-B	医美	FY2024 实现营收 2.80 亿元（+101.0%）、归母净利润-4.43 亿元（减亏）。 泛皮肤病领域新星，管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间。
600612.SH	老凤祥	珠宝首饰	2024 年实现营收 567.93 亿元（-20.5%）、归母净利润 19.50 亿元（+12.0%）。 2025Q1 实现营收 175.21 亿元（-31.6%）、归母净利润 6.13 亿元（-23.6%）。 公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.1、周大福：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄

公司 2025 财年营收同比-17.5%，归母净利润同比-9.0%，经营有所承压。公司发布年报：FY2025 实现营收 896.56 亿港元(-17.5%)、归母净利润 59.16 亿港元(-9.0%)；此外，董事会宣派末期股息每股 0.32 港元。我们认为，公司聚焦整体经营质量提升，推进产品结构优化和门店调性升级，有望重获增长势能。

同店销售降幅收窄，产品结构持续优化带动毛利率改善。分地区看，FY2025 公司在中国内地/中国内地以外市场营业额分别实现同比-16.9%/-20.6%；其中，中国内地营业额占比达 83.2% (+0.7pct)。分产品看，FY2025 公司珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品（计价）/黄金首饰及产品（定价）营业额分别实现同比-13.8%/-29.4%/+105.5%。同店方面，公司中国内地 FY2025 同店销售同比-19.4%，Q3/Q4 分别同比-16.1%/-13.2%，降幅逐季收窄。盈利能力方面，FY2025 公司毛利率为 29.5% (+9.0pct)，提升主要系金价上涨、高毛利定价黄金占比提升以及成本管控合理；综合来看，黄金价格波动给毛利率带来 8.0pct 提振。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.2%，同比分别+0.9pct/+0.7pct。

积极推进品牌调性提升，持续优化产品结构，定价黄金产品表现亮眼。（1）渠道：公司持续优化门店质量与效率，中国内地 FY2025 周大福主品牌净关门店 896 家，期末门店总数达 6274 家，其中直营/加盟分别占 24.9%/75.1%。此外公司积极推进品牌转型，2025 财年已开 5 家新形象店，门店调性显著改善。（2）产品：公司积极推进产品结构优化，其中标志性定价类产品周大福传福系列和故宫系列 2025 财年零售值突破 40 亿港元；定价黄金产品实现快速增长，其在中国内地黄金首饰及产品的占比从 2024 财年的 7.1% 大幅提升至 19.2%。

详见开源零售 2022 年 10 月 12 日首次覆盖报告《周大福（1929.HK）：珠宝龙头品牌积淀深厚，内地渠道扩张驱动成长》和 2025 年 6 月 19 日信息更新报告《周大福（1929.HK）：产品结构持续优化，同店销售降幅收窄》等。

2.2.2、潮宏基：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能

2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能。公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 65.18 亿元（同比+10.5%，下同）、归母净利润 1.94 亿元（-41.9%），剔除商誉减值后归母净利润 3.5 亿元（-5.11%）；2025Q1 实现营收 22.52 亿元（+25.4%）、归母净利润 1.89 亿元（+44.4%）。我们认为，公司深耕时尚黄金品类，发挥差异化设计能力优势并精准营销年轻客群，驱动品牌持续成长。

代理业务稳步发展、黄金品类增速快，女包计提商誉减值拖累业绩。分产品看，2024 年公司时尚珠宝/传统黄金/皮具分别实现营收 29.7/29.5/2.7 亿元，同比-0.6%/+30.2%/-27.4%；分渠道看，自营/代理分别实现营收 30.2/32.8 亿元，同比-7.4%/+32.3%。盈利能力方面，2024 年公司综合毛利率为 23.6%（-2.5pct），女包品牌菲安妮计提商誉减值准备 1.77 亿元，对业绩造成一定拖累。2025Q1 公司综合毛利率为 22.9%（-2.0pct），销售/管理/财务费用率分别为 8.8%（-2.6pct）/1.3%（-0.5pct）/0.4%（-0.1pct），期间费用在规模效应带动下持续优化。

加盟渠道逆势扩张，基于产品升级和品牌扩圈提高市场影响力。（1）渠道扩张：公司发力加盟模式推进渠道布局，2024 年珠宝业务净增 111 家门店（其中加盟净增 147 家），期末门店总数达到 1511 家，实现逆势净开店；（2）产品升级：公司深植东方传统文化，推出“非遗花丝、国潮串珠、IP 集合”等三大印记品类，发力东方美

学高端黄金线，“臻金·梵华”系列新品受到欢迎；（3）品牌扩圈：公司坚持全渠道营销和国际化战略，一方面在拓展线下渠道同时也利用小红书、抖音、得物等新兴线上渠道扩大品牌声量；另一方面将东南亚作为出海战略布局的切入口，开设门店推动品牌国际影响力提升。

详见开源零售 2022 年 3 月 7 日首次覆盖报告《潮宏基（002345.SZ）：东方时尚珠宝龙头品牌，发力加盟扩张驱动高成长》和 2025 年 4 月 30 日信息更新报告《潮宏基（002345.SZ）：2025Q1 业绩高增超预期，差异化产品提升品牌势能》等。

2.2.3、周大生：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化

受金价上涨影响，公司 2024 年及 2025Q1 经营业绩持续承压。公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 138.91 亿元（同比-14.7%，下同）、归母净利润 10.10 亿元（-23.2%）；2025Q1 实现营收 26.73 亿元（-47.3%）、归母净利润 2.52 亿元（-26.1%）。我们认为，公司通过重塑多品牌定位，未来成长动能值得期待。

金价高位波动抑制终端动销，其中黄金产品承压明显。2024 年分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 17.44/27.95/91.87 亿元，同比+7.8%/+11.4%/-23.3%；分产品看，素金首饰/镶嵌首饰/品牌使用费分别实现营收 114.39/7.58/7.06 亿元，同比-16.6%/-17.4%/-18.1%。2025Q1 分模式看，公司自营线下/线上/加盟分别实现营收 5.27/5.34/15.84 亿元，同比-16.3%/-6.7%/-58.6%，分产品看，镶嵌类/素金类产品分别实现营收 1.28/21.15 亿元，同比+0.2%/-53.2%。盈利能力方面，2025Q1 公司综合毛利率为 26.2%（+10.6pct），销售/管理/财务费用率分别为 9.5%/1.0%/0.1%，同比分别+4.5pct/+0.5pct/-0.2pct。综合来看，2025Q1 毛利率大幅抬升主要系低毛利率黄金产品占比下降，销售费用率抬升主因收入下滑但费用投放刚性。

直营渠道保持韧性，2025 年计划推动渠道结构和品牌矩阵优化。（1）渠道：2024 年公司线下新开/净开门店 663 家/-98 家，期末门店总数达 5008 家，其中加盟/自营分别净开-120/22 家，加盟渠道承压，直营渠道保持更强韧性。（2）品牌：重塑多品牌定位，加强“周大生 X 国家宝藏”“周大生经典”“转珠阁”品牌矩阵建设，同时积极针对品牌出海进行团队储备和资源对接。

详见开源零售 2020 年 7 月 19 日首次覆盖报告《周大生（002867.SZ）：珠宝龙头拥抱直播电商，新渠道新营销驱动新成长》和 2025 年 5 月 1 日信息更新报告《周大生（002867.SZ）：2025Q1 业绩短期承压，关注后续品牌矩阵优化》等。

2.2.4、朗姿股份：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进

2024 年公司归母净利润同比增长 1.4%，医美内生外延持续推进。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 56.91 亿元（同比-0.2%，下同）、归母净利润 2.57 亿元（+1.4%），扣非归母净利润 2.18 亿元（+11.3%）。2025Q1 营收 13.99 亿元（-7.8%）、归母净利润 0.95 亿元（+5.1%）。

医美业务增长稳健，女装&婴童有所承压，综合毛利率稳中有升。2024 年（1）医美：实现营收 27.84 亿元（+3.5%）、毛利率 54.4%（+1.3pct）；分类型看，手术/非手术类项目分别实现营收 4.01 亿元（-12.4%）/23.83 亿元（+6.7%）；分品牌看，米兰柏羽/晶肤/韩辰/五洲/雅美分别实现营收 12.65/4.71/3.69/2.11/1.95 亿元，同比+0.9%/+12.0%/+8.4%/-3.0%/-2.8%，毛利率均超过 50%。（2）女装：营收 19.25 亿元（-3.0%）、毛利率 63.5%（+3.3pct），公司持续发力电商，线上占比进一步提升至 39.9%（+2.7pct）。（3）婴童：营收 9.21 亿元（-5.5%）、毛利率 61.8%（+1.1pct），

其中童装品牌“阿卡邦”销售占 51.5%。盈利方面，综合毛利率为 58.8% (+1.4pct)，其中手术/非手术类毛利率分别为 47.1%/55.6%，定制化产品+规模效应驱动非手术类项目毛利率提升。费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别-0.7pct/+0.8pct/持平/持平。

推进构建“泛时尚产业互联生态圈”，“外延+内生”全方位扩张医美版图。除了通过收并购医美机构外延扩张以外，公司也通过其他方式持续加码泛美业布局，（1）纵向延展深化：公司 9 月发布公告，拟参股“朗曦姿颜”正式进军医美上游产品领域，以期及时掌握医美上游产品的研发创新和技术迭代信息，同时提高供应链稳定性、集团采购议价能力；（2）横向异业拓展：另外公司旗下晶肤医美推出更加社区化、生活化的生活美容子品牌“晶肤美瑟”，未来有望在“医美+生美”的双美模式上进一步探索。我们认为，公司已建立从“衣美”到“医美”的时尚业务方阵，医美业务全国化布局已现雏形，并进一步通过“外延扩张+纵向深化+异业拓展”加码泛美业布局，未来有望持续打开成长空间。

详见开源零售 2022 年 12 月 16 日首次覆盖报告《朗姿股份（002612.SZ）：内生外延双轮驱动，区域医美龙头加速全国化布局》和 2025 年 4 月 30 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：2024 年公司业绩稳健，医美内生外延持续推进》等。

2.2.5、珀莱雅：2025Q1 归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长

2025Q1 归母净利润同比+28.9%，利润表现超预期。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 107.78 亿元（同比+21.0%，下同）、归母净利润 15.52 亿元（+30.0%）；2025Q1 实现营收 23.59 亿元（+8.1%）、归母净利润 3.90 亿元（+28.9%），公司国货美妆龙头地位稳固，多系列新品频出有望贡献增量。

2024 年主品牌表现稳健、洗护系列增势较强，盈利水平提升。分品牌看，2024 年珀莱雅实现营收 85.81 亿元（+19.6%）突破 80 亿大关，彩棠/OR/悦芙媞分别实现营收 11.91/3.68/3.32 亿元，同比分别增长 19.0%/71.1%/9.4%，OR 增势良好。分渠道看，线上/线下分别实现营收 102.34 亿元（+23.7%）/5.32 亿元（-13.6%），线上延续高成长、线下营收承压。分品类看，护肤类/美容彩妆类/洗护类营收分别为 90.19/13.61/3.86 亿元，同比分别增长 19.3%/22.0%/79.4%。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 毛利率分别为 71.4%（+1.5pct）/72.8%（+2.7pct），主要系毛利率更高的线上占比提升所致。费用方面，销售/管理/研发费用率 2024 年同比分别+3.3pct/-1.7pct/持平，2025Q1 同比分别-1.2pct/-0.2pct/-0.3pct。

珀莱雅多赛道新品孵化加速，产品+运营+品牌全方位发力。产品：珀莱雅产品上新加速，2024 年 10 月发布光学瓶系列，添加独家 335 原料；2025 年 3-4 月陆续推出持妆夜气垫（大毛孔肌定制）、超膜粉管（兼具修颜与防晒）、精修瓶、光学水乳等，双抗精华升级美白特证版，实现“抗氧+美白”双效协同，后续储备有多款美白、底妆、医美修复等系列新品待推。运营：公司 2025 年主动降低达播占比提升投放效率，销售费用率下行改善盈利水平。品牌：2 月 21 日官宣刘亦菲为珀莱雅防晒全球代言人，4 月 15 日公司官宣易烱千玺为珀莱雅品牌全球代言人，“强强联手”开启珀莱雅品牌营销新篇章。

详见开源零售 2021 年 12 月 8 日首次覆盖报告《珀莱雅（603605.SH）：大单品、多渠道逻辑检验，国货美妆龙头扬帆起航》和 2025 年 4 月 26 日信息更新报告《珀莱雅（603605.SH）：2025Q1 归母净利润+28.9%，系列新品布局贡献增长》等。

2.2.6、润本股份：2025Q1 收入高增，看好夏季防晒等新品放量

2025Q1 收入和利润分别同比+44.0%/+24.6%，收入实现较快增长。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 13.18 亿元（同比+27.6%，下同）、归母净利润 3.00 亿元（+32.8%）；2025Q1 实现营收 2.40 亿元（+44.0%）、归母净利润 0.44 亿元（+24.6%），排除政府补贴和利息收入影响，利润和收入增势并行。

婴童护理系列贡献收入上升，销售投放略加大、毛利率向好。分品类看，2024 年公司婴童护理/驱蚊/精油业务分别实现营收 6.90/4.39/1.58 亿元，同比分别+32.4%/+35.4%/+7.9%，婴童护理贡献收入进一步提升，达 52.4%；此外，2025Q1 婴童护理/驱蚊/精油业务售价分别 34.2%/+2.2%/-9.4%，婴童护理品类受提价和产品结构变化影响售价提升幅度较大。分渠道看，2024 年线上直销/线上经销/线上代销/非平台经销同比分别+24.8%/+23.4%/+4.1%/+39.6%。盈利能力方面，2024 年及 2025Q1 毛利率分别为 58.2%（+1.8pct）、57.7%（+2.0pct），毛利率提升主要系高毛利的婴童护理品类占比提升。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别+2.8pct/-0.7pct/+0.2pct，2025Q1 则同比分别为+1.3pct/-0.6pct/-0.9pct。

公司积极开拓高潜力细分品类，期待后续防晒新品与抖音渠道放量。产品端，公司加速推新，2024 年推出儿童防晒乳、定时加热器、蛋黄油系列等 90 余款单品（2023 年推新 50 余款），现婴童护理四季系列已全面布局；2025 年有望在防晒、青少年、洗护等多领域持续发力，润本儿童水感防晒啫喱已登上抖音 3 月母婴品类 TOP5。渠道端，公司发力线上直营渠道，并通过非平台经销开发合作胖东来、永辉、名创优品、屈臣氏、wowcolour 等线下渠道，实现较快增长；同时公司产品在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市占率。

详见开源零售 2024 年 1 月 15 日首次覆盖报告《润本股份（603193.SH）：驱蚊及婴童护理细分龙头，立足小品类、打造大品牌》和 2025 年 4 月 28 日信息更新报告《润本股份（603193.SH）：2025Q1 收入高增，看好夏季防晒等新品放量》等。

2.2.7、永辉超市：2025Q1 稳态调改店实现盈利，渠道改革有望提速

公司经营业绩受门店调改影响明显承压。公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 675.74 亿元（同比-14.1%，下同）、归母净利润-14.65 亿元（2024 年同期为-13.29 亿元）；2025Q1 实现营收 174.79 亿元（-19.3%），归母净利润 1.48 亿元（-80%）。我们认为，公司向品质零售转型进展顺利，随调改店逐渐盈利，长期经营拐点可期。

公司主动优化商品结构和采购模式，短期拖累盈利能力。分行业看，2024 年公司零售业/服务业分别实现营收 637.68/38.06 亿元，同比分别-13.5%/-22.8%；分产品看，生鲜及加工/食品用品（含服装）分别实现营收 288.25/349.43 亿元，同比分别-12.8%/-14.0%。盈利能力方面，2024 年公司综合毛利率为 20.5%（-0.8pct），盈利能力下滑主要系公司在商品结构和采购模式优化过程中主动推裸价、控后台。2025Q1 公司综合毛利率为 21.5%（-1.4pct），销售/管理/财务费用率分别为 16.6%（+1.0pct）/2.4%（+0.4pct）/1.5%（+0.0pct），费用率整体呈抬升趋势，毛利率短期承压。

稳态调改店实现盈利，有望加速推进品质零售转型。永辉超市改革领导小组组长叶国富提出“三个聚焦、一个反对”：即聚焦核心供应商、核心大单品（未来目标孵化 100 个亿元级单品）及长期主义，反对采购随意更换供应商。基于此，永辉超市有望快速推进供应链革新并向品质零售转型。截至 2025 年 3 月底公司共调改 47 家门店，其中 41 家“稳态调改店”（开业满 3 个月）已实现稳定盈利，预计 2025 年 6

月底，永辉超市全国调改门店将突破 124 家，2026 年农历春节前目标锁定 300 家。

详见开源零售 2019 年 12 月 27 日首次覆盖报告《永辉超市（601933.SH）：生鲜超市龙头，“到店到家”巩固主业护城河》和 2025 年 5 月 1 日信息更新报告《永辉超市（601933.SH）：2025Q1 稳态调改店实现盈利，渠道改革有望提速》等。

2.2.8、丸美生物：2025Q1 扣非归母净利润+28.6%，丸美势能持续向上

2025Q1 扣非归母净利润+28.6%，业绩符合预期。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 29.70 亿元（同比+33.4%，下同）、归母净利润 3.42 亿元（+31.7%）；2025Q1 实现营收 8.47 亿元（+28.0%）、归母净利润 1.35 亿元（+22.1%）、扣非归母净利润 1.34 亿元（+28.6%），业绩符合预期。

眼部类和美容类表现亮眼，产品结构持续优化带动盈利能力提升。分品类看，2024 年眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 6.89 亿元（+60.8%）/11.25 亿元（+21.6%）/2.41 亿元（+8.8%）/9.13 亿元（+40.5%），大单品丸美小红笔全年实现 GMV5.3 亿元（+146%），斩获抖音淡纹眼霜 TOP1，小金针 GMV3.5 亿元（+96%）。分品牌看，丸美和恋火收入分别同比增长超 30%和 40%。盈利能力方面，公司 2024 年和 2025Q1 毛利率分别为 73.7%（+3.0pct）/76.1%（+1.4pct），产品结构不断优化、高客单大单品占比提升带动盈利能力持续改善。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别+1.2pct/-1.2pct/-0.3pct，销售费用增加系公司加大品牌建设投入所致。

丸美产品集中度与用户粘性持续提升，恋火底妆心智不断增强。丸美：丸美夯实“眼部护理+淡纹去皱”品牌心智，小红笔、小金针等大单品集中度提升，小金针面霜新品 2024 年 9 月上市首月即突破千万 GMV，逐步构建成“超级单品+储备单品”的产品梯队。恋火：2024 年恋火看不见/蹭不掉系列 6 款粉底 GMV 均超亿元，产品多次霸榜天猫、抖音等底妆类榜单 TOP1。运营：丸美 2024 年在抖音 GMV 达 10-15 亿元（+66.9%），其中自播和达播 GMV 同比分别+54%/+82%，自播+达播+橱窗多面开花；此外，品牌会员活跃人数和回购金额同比分别+31%/+48%，用户粘性持续提升。

详见开源零售 2024 年 5 月 29 日首次覆盖报告《丸美生物（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期》和 2025 年 4 月 29 日信息更新报告《丸美生物（603983.SH）：2025Q1 扣非归母净利润+28.6%，丸美势能持续向上》等。

2.2.9、华熙生物：变革深化致短期承压，期待 2025 年迎来发展拐点

组织管理变革持续致短期业绩承压，期待 2025 年经营拐点出现。公司发布年报及一季报：2024 年实现营收 53.71 亿元（同比-11.6%，下同）、归母净利润 1.74 亿元（-70.6%）；2025Q1 实现营收 10.78 亿元（-20.8%）、归母净利润 1.02 亿元（-58.1%）。公司是四轮驱动的玻尿酸全产业链龙头，期待公司战略调整完成后回归增长。

护肤品业务承压、原料业务稳健，娃娃针等带动医疗终端业务增势较好。2024 年分业务看，（1）皮肤科学创新转化业务实现营收 25.69 亿元（-31.6%）、毛利率 72.8%（-1.1pct），市场竞争加剧及业务战略调整导致收入承压；（2）医疗终端产品业务实现营收 14.40 亿元（+32.0%）、毛利率 84.4%（+2.3pct）；（3）原料业务实现营收 12.36 亿元（+9.5%）、毛利率 65.6%（+0.9pct），医药级透明质酸原料毛利率为 87.6%，保持较高水平。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 毛利率分别为 74.1%（+0.8pct）/72.2%（-3.6pct）。费用方面，2024 年销售/管理/研发费用率同比分别-0.9pct/+4.2pct/+1.3pct，管理费用增加主要系变革中职工薪酬、折旧摊销费及机构咨询费增加所致。

有序推进全面变革，未来重回增长可期。（1）原料：医药级原料稳步增长，期待新品 PDRN、无菌 HA 产品贡献增量；化妆品原料保持增长态势。（2）医疗终端：2024 年公司医美机构覆盖 7000 家，其中润致娃娃针覆盖机构数量超 5000 家，收入同比翻倍；10 月发布润致格格针新品，截至 2024 年底销售突破千万元。（3）功能性护肤品：润百颜深耕屏障修护系列，2024 年该系列收入占比超 50%；此外联合润致发布颈部淡纹紧致系列，深化“日常功效护肤+术养结合械妆一体+定制化护肤”心智；夸迪聚焦抗老赛道，构建 CT50 超弹系列。期待护肤品业务调整完毕后为公司贡献弹性收入。

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 2025 年 4 月 28 日信息更新报告《**华熙生物（688363.SH）：变革深化致短期承压，期待 2025 年迎来发展拐点**》等。

2.2.10、爱婴室：2024 年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线

2024 年公司归母净利润+1.6%，母婴主业表现稳健。公司发布年报：2024 年实现营收 34.67 亿元（同比+4.1%，下同）、归母净利润 1.06 亿元（+1.6%），实现扣非归母净利润 7209 万元（+9.8%）；单 2024Q4 实现营收 9.99 亿元（+9.7%）、归母净利润 5852 万元（+1.3%）。公司是母婴零售龙头，主业高质量稳健增长，万代 IP 授权稀缺打开想象空间。

毛利率受品类结构影响有所下滑，经营提效驱动费用率略降。2024 年分渠道看，公司门店/电商/母婴服务/供应商服务分别实现营收 24.84/7.20/35.6/2.23 亿元，同比分别+2.1%/+16.6%/+52.0%/-0.9%，电商业务较好。分产品看，奶粉类/食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收 20.97/3.12/5.04/2.23/0.70 亿元，同比分别+9.5%/+0.4%/-2.8%/-6.9%/-11.3%；公司旗下产品销售额+8%，其中营养食品、纸尿裤、玩具、棉纺品拉动作用明显。盈利能力方面，毛利率为 26.9%（-1.5pct）。费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 19.5%/3.1%/0.8%，同比分别-1.3pct/-0.2pct/-0.2pct，经营效率稳步提升。

母婴主业持续推进线上线下融合，万代 IP 授权创造第二增长曲线。（1）线下：2024 年在购物中心内累计新开 62 家母婴门店（同比增加 21 家），在高线市场头部商圈占据重要份额；现有门店采取“一店一策”调改，2024 年共调改 35 家。（2）线上：通过多平台拓展和多品牌入驻，并通过“直播+达人”提升品牌影响力，2024 年线上销售达 7.20 亿元（+17%）。（3）万代合作：2024 年 12 月首家高达基地落地苏州，成功进军 IP 零售市场；2025 年 3 月 29 日万代官方拼装模型店在苏州开业，通贩店 IP 更全、开店空间更大。公司母婴主业稳中向好，万代合作具备稀缺性，未来新店拓展叠加经营效率提升，驱动持续成长。

详见开源零售 2019 年 11 月 21 日首次覆盖报告《**爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图**》和 2025 年 4 月 9 日信息更新报告《**爱婴室（603214.SH）：2024 年主业经营稳健，万代合作打开第二增长曲线**》等。

2.2.11、老铺黄金：2024 年归母净利润同比+253.9%，高端中式黄金龙头扬帆出海

品牌破圈和渠道升级驱动业绩高增长。公司发布业绩公告：2024 年营收 85.06 亿元（同比+167.5%，下同）、归母净利润 14.73 亿元（+253.9%）；单 2024H2 营收 49.85 亿元（+182.9%）、归母净利润 8.84 亿元（+302.7%）。此外拟每股派息 6.35 元。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动公司同店收入高增长。品牌端：老铺黄

金品牌持续扩圈，凭借在工艺、审美、文化主题方面的长期积累，以及对核心消费群体偏好的深度理解，实现会员人数快速增长，截至 2024 年底忠诚会员数达 35 万人。**产品端：**重视研发创新，董事长亲自担任研发总监，推动产品持续优化、推新、迭代，截至 2024 年底公司已创作出近 2000 项原创设计。**渠道端：**2024 年公司线上业务快速成长，实现收入 10.55 亿元，同比增长 192.2%；线下方面，截至 2024 年底公司门店总数 36 家（新增 7 家、优化扩容 4 家）、入驻高端商场 26 个，平均单个商场收入 3.28 亿元，实现在中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中排名第一。受益品牌影响力增强和高端商圈拓展、门店面积扩大，2024 年公司同店收入同比增长 121%。

国内店效提升+海外市场拓展，老铺黄金致力打造“世界黄金第一品牌”。公司在持续优化国内店效同时，也坚定追求品牌国际化和市场全球化，致力于将老铺黄金打造为具备强市场竞争力的“世界黄金第一品牌”。**国内：**通过店铺扩容、区位优势及 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。**海外：**从新加坡等地顶级商圈起步，采取先华人市场、后西方市场策略，以金器等产品为特色，在海外消费群体中建立老铺黄金全品类高端黄金品牌的形象。

详见开源零售 2025 年 1 月 9 日首次覆盖报告《老铺黄金（6181.HK）：高端中式黄金执牛耳者，“高筑墙、广积粮、缓称王”》和 2025 年 4 月 6 日信息更新报告《老铺黄金（6181.HK）：品牌破圈、渠道升级，高端中式黄金龙头扬帆出海》等。

2.2.12、毛戈平：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上

2024 年公司收入利润增长均超 30%，高端品牌势能持续向上。公司发布业绩公告：2024 年的营业收入 38.85 亿元（同比+34.6%，下同）、归母净利润 8.81 亿元（+32.8%），经调整年内利润 9.24 亿元（+39.2%），业绩符合预期，护肤线与彩妆协同发展。

加强彩妆品牌心智，线上维持高速增长，费用率基本保持平稳。分业务看，2024 年彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 23.04/14.29/1.52 亿元，同比分别+42.0%/+23.2%/+45.8%，分别占比 59.3%/36.8%/3.9%。**分渠道看，**线上/线下渠道实现营收 17.84/19.49 亿元，同比分别+51.2%/+21.6%。**盈利能力方面，**2024 年公司毛利率 84.4%（-0.4pct），其中彩妆/护肤/化妆艺术培训业务毛利率分别为 83.6%/87.2%/69.0%；销售/管理/研发费用率为 49.0%/6.9%/0.6%，同比分别+0.1pct/+0.2pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳。

彩妆护肤协同发展，发力高端渠道利好同店，高端品牌形象持续深化。彩妆端，公司以彩妆为基本盘，均价持续提升（+6.4%），2024 年光感无痕粉膏系列销售超 4 亿元（占彩妆近 20%），鱼子气垫、皮肤衣、空气唇釉仍有较大发展潜力，此外“气蕴东方”香水系列上新，另储备有多款香水待上市。**护肤端，**鱼子面膜零售额超 8 亿元（占护肤近 60%），鱼子系列其他产品如鱼子安瓶精华、鱼子菁华水亦有放量空间，2025 年初上新身体系列布局新品类。**线下端，**2024 年自营及经销专柜分别为 378/31 个，线下复购率达 34.9%（+2.1pct），持续开拓武汉 SKP、成都 SKP 等超高端渠道，强化高端国妆定位并助于同店提升。**线上端，**2025 年 38 大促毛戈平首次进入天猫美妆 TOP20 榜单，并登顶抖音彩妆香水榜单，线上通过加强营销活动持续拓新客，老客线上复购率也持续增加，未来线上有望维持较快增速。

详见开源零售 2025 年 2 月 19 日首次覆盖报告《毛戈平（1318.HK）：以妆为笔，绘东方气韵、铸大师传奇》和 2025 年 4 月 1 日信息更新报告《毛戈平（1318.HK）：2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上》等。

2.2.13、巨子生物：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证

公司 2024 年归母净利润同比+42.1%，重组胶原蛋白龙头一路高歌。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 55.39 亿元（同比+57.2%，下同）、归母净利润 20.62 亿元（+42.1%），经调整利润 21.52 亿元（+46.5%），业绩增长强劲。

胶原棒势能持续释放，第二梯队焦点和胶卷系列起势迅速。分品类来看，2024 年护肤品/敷料/保健食品实现营收 43.02/12.18/0.18 亿元，同比分别+62.5%/+41.5%/+15.0%。分品牌看，可复美实现营收 45.42 亿元（+62.9%），高增主要系明星单品胶原棒的稳健增长以及新品焦点面霜的成功推出，根据蝉妈妈和炼丹炉数据，2024 年胶原棒 GMV 近 24 亿元，销售量 529 万件，焦点面霜推出 9 个月实现线上 2.77 亿元 GMV；可丽金实现营收 8.41 亿元（+36.3%），胶卷系列登上天猫、抖音多个榜单前列。分渠道看，直销/经销实现营收 41.34/14.05 亿元，同比分别+70.8%/+27.3%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 82.1%（-1.5pct），主要受产品成本上升和品类结构调整的影响；销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，同比分别+3.2pct/持平/-0.2pct。

产品渠道研发多点发力，全渠道布局成效显著。产品端：可复美形成一大医疗器械系列+四大功效护肤系列，明星单品胶原棒及焦点系列等新品表现优异，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+60%/+80%；可丽金强化抗老心智，大膜王、嘭嘭次抛放量，胶卷系列提速显著，2024 年 618 和双 11 大促销售分别+100%/+150%。渠道端：公司以线上+线下、专业+大众的思路进行全渠道布局。线下产品进入约 1700 家公立医院、3000 家私立医院和诊所；线上根据平台特性匹配差异化运营策略，实现全域渠道增长。研发端：推进 III 类医疗器械产品研发，获骨修复材料注册证及重组胶原蛋白填充剂优先审批。

详见开源零售 2023 年 6 月 28 日首次覆盖报告《巨子生物（2367.HK）：重组胶原蛋白领军者，品牌势能向上未来成长可期》和 2025 年 3 月 28 日信息更新报告《巨子生物（2367.HK）：2024 年业绩实现亮眼高增，大单品打造能力持续验证》等。

2.2.14、科笛-B：2024 年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动

2024 年营收同增 103%，多管线为业绩扭亏注入动能。公司发布业绩公告：2024 年实现营收 2.80 亿元（同比+103.2%，下同）、归母净利润-4.34 亿元（亏损收窄）、经调净利润-3.65 亿元（亏损扩大 3.7%），经营层面亏损占收入的比例进一步收窄。

毛发及护肤产品表现突出，盈利能力保持稳定。毛发：公司在毛发疾病及护理领域取得显著进展，相关产品收益占比持续提升。核心产品 CUP-MNDE（米诺地尔喷雾剂）表现突出，稳居天猫跨境米诺地尔品类销量榜首，整体复购率和客服询单转化率持续高于行业平均水平。护肤：欧玛油橄榄系列表现亮眼，贡献超过 70% 的皮肤护理销量。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 51.3%，较 2023 年-0.3pct，维持稳定。

商业化能力持续验证，2025 年有望迎来业绩新增长点。现有产品：公司毛发疾病及护理产品和皮肤护理产品持续放量，2024 年 618 和双 11 大促分别实现 5600 万元和 1.1 亿元的 GMV；CU-10201（外用米诺环素）于 2024 年 11 月获批，适用于 9 岁以上青少年及成人重度痤疮，产品优势突出。在研管线：公司多个在研管线有望陆续落地，（1）CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）有望尽快获得在国内进行商业化的监管批准，其是全球首个获批用于雄激素性脱发治疗的外用非那雄胺产品；（2）CU-30101（利多卡因丁卡因乳膏）上市申请于 2024 年 7 月获药监局受理；（3）

CU-20401（重组突变胶原酶）于2024年12月完成治疗额下脂肪堆积的Ⅱ期临床试验，展现出良好疗效和安全性。公司已形成覆盖毛发疾病、皮肤护理和医美领域的多元化产品布局，看好密集管线落地和商业化进程加速下的成长空间。

详见开源零售2024年3月6日首次覆盖报告《科笛-B（2487.HK）：深筑研发+消费双壁垒，打造领先一体化皮肤学平台》和2025年3月27日信息更新报告《科笛-B（2487.HK）：2024年营收倍增，多管线落地+商业化推进双轮驱动》等。

2.2.15、上美股份：2024年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花

2024年归母净利润+69.4%，公司多渠道、多品牌全面开花。公司发布业绩公告：2024年实现营收67.93亿元（同比+62.1%，下同）、归母净利润7.81亿元（+69.4%），符合市场预期。

2024年主品牌韩束增势较强，多渠道扩张推动销售费用率提升。分品牌看，主品牌韩束实现营收55.91亿元（+80.9%），线上GMV位列国货美妆第二，增速位列头部美妆第一，X肽面霜2024年双十一期间销售4000万元；Newpage一页/红色小象/一叶子分别实现收入3.76亿元（+146.3%）/3.76亿元（+0.1%）/2.29亿元（-35.7%）。分渠道看，线上/线下渠道收入分别为61.50（+71.4%）/5.78亿元（+7.1%），线上货架和兴趣电商协同发展，线下稳健。**盈利能力方面**，2024年公司毛利率75.2%（+3.2pct），系产品结构变化带动韩束毛利率提升所致；销售/管理/研发费用率分别为58.1%/3.6%/2.6%，同比分别+4.7pct/-1.4pct/-0.4pct，线上竞争加剧叠加渠道扩张推动销售费用率提升。

韩束6大BU协同发展，Newpage一页势头较猛，新品牌预计尽快面世。韩束：主品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立6大BU协同发展，爆品蛮腰套盒势能延续，抖音端自播和商品卡发力，预计有助于改善利润；天猫端推出X肽、次抛等新品攻克大单品打法，此外男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，目前新品均起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。**Newpage一页**：聚焦大单品策略，以安心霜为切入点拓展中大童以及青少年线，目标成为婴童全年龄功效护肤品牌，低基数下空间较大。**其他品牌**：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，红色小象通过“美+护”战略扭亏向好；此外，公司计划尽快推出婴童护理品牌面包超人以及与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌NANbeauty。

详见开源零售2024年10月6日首次覆盖报告《上美股份（2145.HK）：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长》和2025年3月25日信息更新报告《上美股份（2145.HK）：2024年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花》等。

2.2.16、爱美客：2024年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长

公司2024年营收同比+5.5%，归母净利润同比+5.3%。公司发布年报：2024年实现营收30.26亿元（同比+5.5%，下同）、归母净利润19.58亿元（同比+5.3%），表现稳健；单Q4实现营收6.50亿元（同比-7.0%）、归母净利润3.72亿元（同比-15.5%）。

大单品嗨体保持韧性，凝胶类高毛利产品占比提升带动盈利能力上行。分产品来看，2024年公司溶液类产品实现营收17.44亿元同比（同比+4.4%），毛利率93.8%（同比-0.7pct），核心单品嗨体继续保持市场领先地位；凝胶类产品实现营收12.16亿元（同比+5.0%），毛利率98.0%（同比+0.5pct），预计主要系高毛利产品占比提升所致；面部埋植线实现营收680万元（同比+14.9%）。**盈利能力方面**，2024年公司毛利率为94.6%（同比-0.5pct），主要受行业竞争加剧和成本上升的影响，但仍保持在

行业领先水平；净利率为 64.7%（同比持平）。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 9.2%/4.1%/10.0%，同比分别+0.1pct/-1.0pct/+1.3pct。

产品、渠道、研发多管齐下，巩固核心竞争力助力未来持续增长。产品端：预计 2025 年嗨体维持稳健增长，濡白天使凭借再生材料技术优势巩固市场地位，如生天使加速临床应用场景渗透。研发端：目前公司已获得 11 张 III 类医疗器械注册证，其中医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶已于 2024 年 10 月获批，重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得药监局临床试验批件，米诺地尔搽剂、利多卡因丁卡因乳膏等已进入注册申报阶段，管线陆续落地支撑中长期增长动能。渠道端：公司通过收购韩国 REGENBiotech 开启全球化布局新篇章，发挥双方在产品+渠道+生产端的多维协同效应。

详见开源零售 2020 年 10 月 28 日首次覆盖报告《**爱美客(300896.SZ)：推新能力深筑壁垒，医美龙头蓝海先行**》和 2025 年 3 月 24 日信息更新报告《**爱美客(300896.SZ)：2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长**》等。

表5：本周潮宏基、周大生、豫园股份表现相对较好

证券代码	股票简称	评级	收盘价（元）	周涨跌幅	EPS			PE		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002345.SZ	潮宏基	买入	14.29	4.31%	0.52	0.67	0.82	27	21	17
002867.SZ	周大生	买入	12.96	-0.15%	1.05	1.24	1.45	12	10	9
600655.SH	豫园股份	买入	5.51	-1.78%	0.32	0.38	0.42	17	15	13
603193.SH	润本股份	买入	30.18	-4.55%	0.97	1.23	1.54	31	25	20
603983.SH	丸美生物	买入	42.62	3.30%	1.14	1.49	1.90	37	29	22
300957.SZ	贝泰妮	买入	43.57	-0.73%	1.59	1.90	2.19	27	23	20
688363.SH	华熙生物	买入	50.35	-1.49%	0.91	1.21	1.54	55	42	33
600223.SH	福瑞达	买入	8.10	-1.58%	0.29	0.33	0.38	28	25	21
300740.SZ	水羊股份	买入	16.55	-1.19%	0.68	0.82	1.02	24	20	16
300896.SZ	爱美客	买入	172.62	0.24%	7.31	8.25	9.09	24	21	19
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.04	2.10%	0.64	0.72	0.82	27	24	21
300592.SZ	华凯易佰	买入	11.03	0.27%	0.66	0.89	1.12	17	12	10
002803.SZ	吉宏股份	买入	14.60	4.58%	0.63	0.81	1.00	23	18	15
301381.SZ	赛维时代	买入	19.65	-0.15%	0.93	1.28	1.66	21	15	12
603214.SH	爱婴室	买入	19.43	-2.02%	1.01	1.22	1.45	19	16	13
601933.SH	永辉超市	买入	4.77	-1.45%	-0.08	0.05	0.13	-60	95	37
603708.SH	家家悦	买入	10.17	0.20%	0.31	0.40	0.48	33	25	21
603605.SH	珀莱雅	买入	81.00	-2.17%	4.70	5.47	6.19	17	15	13
600612.SH	老凤祥	买入	49.38	-0.38%	3.37	3.65	3.94	15	14	13
600916.SH	中国黄金	买入	8.16	-0.12%	0.54	0.62	0.71	15	13	11

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2025/7/4，仅展示 A 股覆盖标的）

3、零售行业动态追踪

3.1、行业关键词：净妍生物、浣熊食堂、闪电仓、Color Wow、小象超市等

【京东七鲜】京东七鲜华北区域覆盖加速，涉及北京、天津、石家庄

6月30日消息，京东七鲜与天津嘉里汇完成签约，将在天津再增一家商场店。下半年京东七鲜在北京、石家庄等地均有新商场店落地，选址包括北京西红门荟聚、北京望京凯德 MALL、石家庄裕华万达等热门商圈。京东七鲜还将陆续开出数十家卫星小店，扩大华北区域的市场覆盖范围，2025 年底前完成京津地区全覆盖。（来源：亿邦动力公众号）

【梦龙冰淇淋】全球最大冰淇淋公司宣告独立运营

7月1日消息，梦龙冰淇淋公司正式完成业务的独立运营，包括设立法人实体、构建新的运营模式，以及剥离财务报表。目前，梦龙冰淇淋公司正在推进与联合利华的全面分离，并计划于2025年第四季度上市。新公司在荷兰注册成立并设立总部，股票将在阿姆斯特丹、伦敦和纽约上市。（来源：职业零售网公众号）

【净妍生物】净妍生物与美国赛诺秀签约合作

7月1日消息，净妍生物与全球领先的医疗美容激光设备制造商—美国赛诺秀，在上海正式签署战略合作协议。双方就 TEMPSUREenvi 黄金玛吉达成深度合作，开启无创舒适热玛吉新时代。（来源：医美行业观察公众号）

【淘宝闪购】淘宝闪购 500 亿补贴再掀外卖大战

7月2日消息，淘宝闪购将在12个月内直补消费者及商家共500亿。消费端，此前淘宝闪购已经通过发放大额红包、免单卡、官方补贴一口价商品等方式补贴消费者；供给端，淘宝闪购上线店铺补贴、商品补贴、配送补贴、免佣减佣等措施，促进商家生意增长。（来源：亿邦动力公众号）

【浣熊食堂】美团三年将建成 1200 家“浣熊食堂”

7月2日消息，美团推出“浣熊食堂”，面向所有餐饮商家开放，符合美团食品安全标准并承诺透明化运营即可入驻。浣熊食堂采取“全程可视可追溯”的运营模式，已吸引全聚德、老乡鸡、德克士、云海肴等上百餐饮品牌加入。未来三年，美团计划在全国投资建设1200家“浣熊食堂”，帮助超万家餐饮商家品质升级。（来源：亿邦动力公众号）

【闪电仓】家家悦 24 小时生活超市首批闪电仓上线

7月3日消息，家家悦24小时生活超市首批闪电仓（威海 W37 店）上线。消费者可在京东、饿了么、美团等线上平台搜索“家家悦24小时生活超市”选购商品，周边3-5公里范围内，24小时任意时段下单均可享受闪电仓极速发货，骑手30分钟送达的全新购物体验。（来源：职业零售网公众号）

【Color Wow】欧莱雅集团宣布已签署协议收购美发品牌 Color Wow

7月3日消息，欧莱雅集团宣布已签署协议收购美发品牌 Color Wow。本次交易预计将在获得监管部门批准和满足其他常规条件后正式完成。（来源：职业零售网公众号）

【雅诗兰黛】打造平台首个搭载 AI 工具的护肤品牌旗舰店

7月4日消息，雅诗兰黛于6月底召开中国首场发布会，宣布7月11日正式入驻天猫，携手天猫打造平台首个搭载AI工具的护肤品牌旗舰店。标志着The Ordinary结束跨境试水，开启了全面本土化运营。（来源：化妆品财经在线公众号）

【小象超市】小象超市线下首店或于7月在北京、杭州双开

7月4日消息，小象超市线下首店或于7月在北京、杭州双开，该业态对标盒马NB，主打社区折扣小店。该项目命名为“快乐猴”超市，首店原定在6月，于北京、杭州双店齐开。（来源：职业零售网公众号）

3.2、大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

表6：零售公司大事提醒：关注多家公司股东大会召开等

日期	公司名称	重大事项
7月7日	吉宏股份	股东大会召开
7月8日	中兴商业	股东大会召开
7月15日	国芳集团	股东大会召开
7月17日	丽尚国潮	股东大会召开
7月18日	天虹股份	股东大会召开
7月24日	豫园股份	股东大会召开
8月18日	小商品城	中报预计披露日期
8月19日	爱婴室	中报预计披露日期
8月21日	永辉超市	中报预计披露日期
8月21日	高鑫零售	分红

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：零售行业大事提醒：ICBE2025 杭州国际跨境电商交易博览会等

日期	主题	重大事项
7月10日	电商	ICBE2025 杭州国际跨境电商交易博览会
7月11日	电商	2025 第十六届全球新电商博览会暨杭州私域直播电商选品展
7月23日	美妆	2025 第48届青岛国际美容美发化妆品用品博览会
8月1日	零售	2025 第二十一届上海国际新零售社群团购博览会
8月15日	电商	2025 中国跨境电商交易会（秋季）
8月20日	美妆	2025CBE 杭州国际美容博览会
8月22日	珠宝首饰	2025 上海国际珠宝展览会（夏季）
8月28日	电商	2025 中国（郑州）跨境电商交易会
8月29日	珠宝首饰	2025 北京（秋季）国际璀璨珠宝展览会
9月4日	美妆	2025 第68届中国（广州）国际美博会

资料来源：亿邦动力网、活动家、第一展会网等、开源证券研究所

4、风险提示

（1）消费复苏不及预期：社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；

（2）竞争加剧：若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；

（3）政策风险：反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn