

## 商贸零售

2024年10月27日

## 永辉超市门店调改持续推进，关注线下零售变革机遇

——行业周报

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

骆峥（分析师）

陈思（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

luozheng@kysec.cn

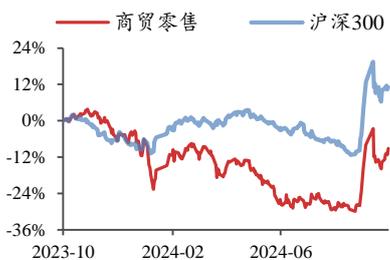
chensi@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790524040008

证书编号：S0790124070031

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《雄脱、痤疮治疗市场广阔，关注差异化布局企业——行业深度报告》

-2024.10.25

《双11大促美妆类目热度高涨，国货美妆表现分化——行业周报》

-2024.10.20

《9月社零同比+3.2%，假期叠加消费政策助力回暖——行业点评报告》

-2024.10.18

### ● 永辉超市门店调改即将步入“从10到N”阶段，关注线下零售渠道机遇

10月19日，永辉超市“学习胖东来”自主调改的北京首家门店——石景山喜隆多店恢复营业，该店恢复营业首日支付客流约1.4万次，单日销售额达170万元，超调改前日均销售的6倍，延续此前其他调改门店靓丽表现。从完成调改的门店样本看，整体已能够达到较高标准化水平，体现出相对成熟的方法论，涵盖商品、门店布局、人员等多方面。从调改节奏看，永辉超市门店调改的整体规划清晰，自主调改首批城市的已调改样板均交出靓丽答卷，验证方法论的有效性以及良好的消费者认可度；此外，调改组正着手拟定永辉超市调改白皮书，帮助后续调改标准化铺开。我们认为，永辉超市门店调改即将步入“从10到N”阶段，一方面已有样板店的地区会复制铺开，尚无样板店的地区也会参考成熟方法论跟进。从消费场景看，近年来我国消费者尤其年轻群体对情绪价值的追求，对消费渠道选择决策产生重要影响，而线下渠道相较于线上渠道的核心优势在于提供消费体验。展望未来，把握消费者情绪价值需求是线下渠道抢回流量的关键，这就需要涉及商品端、门店端和服务端的多维度积极变革，这方面永辉超市已然走在前列。

### ● 行业关键词：永辉北京、颈阔肌带、酷塑晶琢®、饿了么、抖音双11等

【永辉北京】北京首家“学习胖东来”调改店恢复营业，开业首日人气热烈。

【颈阔肌带】BOTOX® Cosmetic“颈阔肌带”适应症获FDA批准。

【饿了么】饿了么公布三年战略规划，探讨即时电商平台和商家新商业模式。

【抖音双11】抖音双11狂欢期抖音商城搜索GMV同比增长92%。

【酷塑晶琢®】艾尔建美学旗下全新一代冷冻减脂仪酷塑晶琢®获注册批准。

### ● 板块行情回顾

本周（10月21日-10月25日），商贸零售指数报收1869.92点，上涨5.29%，跑赢上证综指（本周上涨1.17%）4.13个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第6位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2024年年初至今专业连锁板块领跑。个股方面，本周东方集团（+42.6%）、汇鸿集团（+30.6%）、永辉超市（+25.4%）涨幅靠前。

### ● 投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备“稳增长+高股息”属性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金等；

投资主线二（化妆品）：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐珀莱雅、巨子生物、上美股份、润本股份等；

投资主线三（医美）：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头，重点推荐医美产品端爱美客、科笛-B，医美机构端朗姿股份；

投资主线四（跨境电商）：关注顺应海外消费趋势、具备强品牌或多门店运营能力的跨境电商头部卖家，重点推荐赛维时代、华凯易佰。

● 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.....                                     | 4  |
| 2、零售观点：关注永辉超市门店调改及线下零售渠道机遇.....                   | 6  |
| 2.1、行业动态：永辉超市门店调改即将步入“从 10 到 N”阶段.....            | 6  |
| 2.2、关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司.....                      | 8  |
| 2.2.1、珀莱雅：国货美妆龙头表现稳健，“系列品牌化”持续完善.....             | 10 |
| 2.2.2、贝泰妮：2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压.....         | 10 |
| 2.2.3、爱婴室：母婴龙头 2024Q3 经营稳健，效率稳步提升.....            | 11 |
| 2.2.4、润本股份：2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好.....       | 11 |
| 2.2.5、爱美客：三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间.....             | 12 |
| 2.2.6、上美股份：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长.....            | 13 |
| 2.2.7、科笛-B：上半年营收维持较快增长，各重磅管线进展顺利.....             | 13 |
| 2.2.8、中国黄金：上半年归母净利润+10.6%，黄金产品销售表现稳健.....         | 14 |
| 2.2.9、老凤祥：一季度经营稳健，金价上涨助推盈利能力持续提升.....             | 14 |
| 2.2.10、家家悦：主动提高商品质价比，毛利率略降但客流增长明显.....            | 15 |
| 2.2.11、朗姿股份：上半年医美稳健，拟再收购两家医院拓宽外延布局.....           | 16 |
| 2.2.12、潮宏基：二季度归母净利润+16.8%，加盟渠道表现超预期.....          | 16 |
| 2.2.13、周大生：二季度终端销售承压，费用投入拖累业绩表现.....              | 17 |
| 2.2.14、华凯易佰：上半年营收稳健增长，新业务投入等拖累业绩表现.....           | 17 |
| 2.2.15、赛维时代：品牌孵化和发展顺利，服饰配饰品类增长亮眼.....             | 18 |
| 2.2.16、丸美股份：2024H1 归母净利润同比增长 35.1%，主品牌势能持续提升..... | 19 |
| 2.2.17、福瑞达：剔除地产业务影响，2024H1 公司经营情况稳健.....          | 19 |
| 2.2.18、百果园集团：上半年水果零售业务有所承压，2B 事业群表现良好.....        | 20 |
| 2.2.19、巨子生物：2024H1 归母净利润+47.4%，重组胶原龙头延续高增.....    | 20 |
| 2.2.20、红旗连锁：主营业务保持稳健增长，重点调整门店、商品等方面.....          | 21 |
| 3、零售行业动态追踪.....                                   | 22 |
| 3.1、行业关键词：永辉北京、颈阔肌带、酷塑晶琢®、饿了么、抖音双 11 等.....       | 22 |
| 3.2、公司公告：多家公司发布 2024 年三季度报告等.....                 | 24 |
| 4、风险提示.....                                       | 27 |

## 图表目录

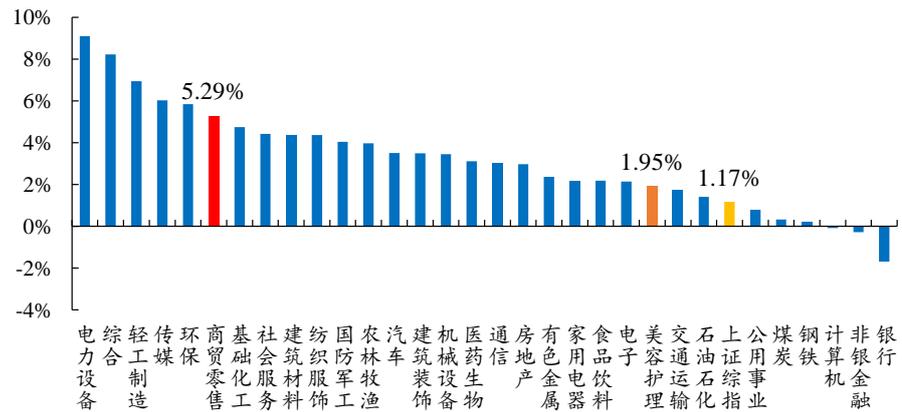
|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 图 1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第 6 位.....        | 4 |
| 图 2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨 5.29%.....         | 4 |
| 图 3：2024 年年初至今（商贸零售）指数下跌 5.05%.....     | 4 |
| 图 4：本周超市板块涨幅较大，为 16.10%.....            | 5 |
| 图 5：2024 年初至今专业连锁板块涨幅较大，为 24.93%.....   | 5 |
| 图 6：永辉超市石景山喜隆多店恢复营业首日客流亮眼.....          | 6 |
| 图 7：永辉超市首批十大城市自主调改进展顺利.....             | 6 |
| 图 8：永辉超市自有品牌咏悦汇精酿啤酒大受欢迎.....            | 6 |
| 图 9：生鲜操作区域改为明厨亮灶让消费者买的放心.....           | 6 |
| 图 10：永辉超市门店调改即将步入“从 10 到 N”的复制铺开阶段..... | 7 |
| 图 11：消费者对情绪价值的追求已逐渐成重要消费动因.....         | 7 |
| 图 12：更贴心的环境与服务有望提升消费者购物体验.....          | 7 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1: 本周零售行业东方集团、汇鸿集团、永辉超市等涨幅靠前.....          | 5  |
| 表 2: 本周零售行业青木科技、凯淳股份、跨境通等跌幅靠前.....           | 5  |
| 表 3: 重点推荐潮宏基、科笛-B、珀莱雅、巨子生物、上美股份、润本股份等.....   | 8  |
| 表 4: 本周永辉超市、爱婴室表现相对较好.....                   | 22 |
| 表 5: 零售公司大事提醒: 关注多家公司三季报预计披露日期等.....         | 27 |
| 表 6: 零售行业大事提醒: 关注 2024 第 21 届昆明国际美业博览会等..... | 27 |

## 1、零售行情回顾

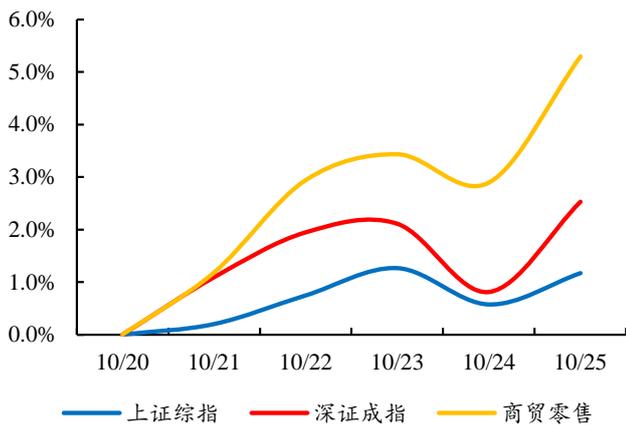
本周（10月21日-10月25日）A股上涨，零售行业指数上涨5.29%。上证综指报收3299.70点，周累计上涨1.17%；深证成指报收10619.85点，周上涨2.53%；本周全部31个一级行业中，表现排名前三位的分别为电力设备、综合和轻工制造。零售行业指数（参照商贸零售指数）本周报收1869.92点，周涨幅为5.29%，在所有一级行业中位列第6位。2024年年初至今，零售行业指数下跌5.05%，表现弱于大盘（2024年年初至今上证综指累计上涨10.92%）。

图1：本周零售行业（商贸零售指数）表现位列第6位



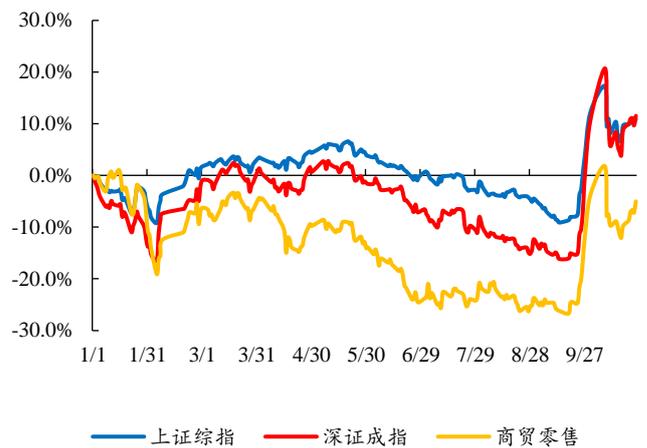
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周零售行业（商贸零售）指数上涨5.29%



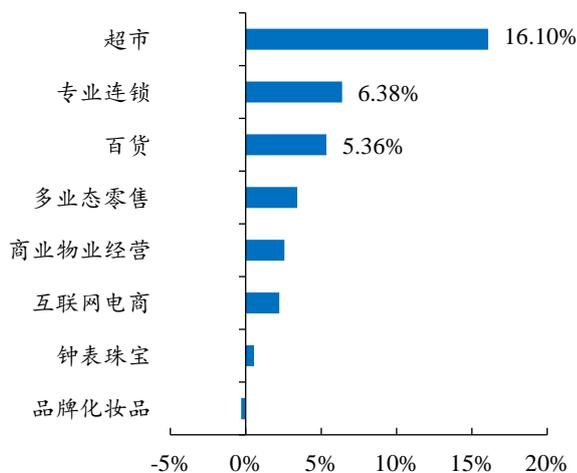
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年年初至今（商贸零售）指数下跌5.05%

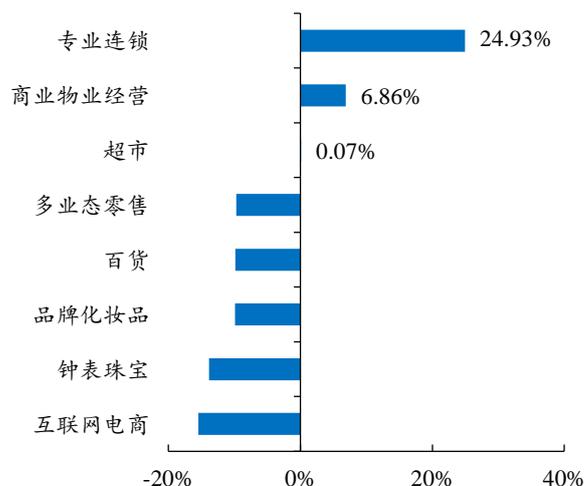


数据来源：Wind、开源证券研究所

零售各细分板块中，超市板块本周涨幅最大；2024年年初至今，专业连锁板块涨幅最大。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7个子板块上涨，其中超市板块涨幅最大，周涨幅为16.10%；2024年全年来看，专业连锁板块年初至今累计涨幅为24.93%，在零售行业各细分板块中领跑。

**图4：本周超市板块涨幅较大，为 16.10%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2024年初至今专业连锁板块涨幅较大，为 24.93%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

个股方面，本周东方集团、汇鸿集团、永辉超市涨幅靠前。本周零售行业主要 89 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 82 家公司上涨、7 家公司下跌。其中，本周个股涨幅排名前三位分别是东方集团、汇鸿集团、永辉超市，周涨幅分别为 42.6%、30.6%和 25.4%。本周跌幅靠前公司为青木科技、凯淳股份、跨境通。

**表1：本周零售行业东方集团、汇鸿集团、永辉超市等涨幅靠前**

| 涨幅排名 | 证券代码      | 股票简称  | 收盘价（元） | 周涨跌幅  | 周换手率  | 年初至今涨幅 | 所属三级行业 |
|------|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 1    | 600811.SH | 东方集团  | 2.31   | 42.6% | 19.6% | 16.1%  | 贸易Ⅲ    |
| 2    | 600981.SH | 汇鸿集团  | 2.69   | 30.6% | 19.5% | -11.8% | 贸易Ⅲ    |
| 3    | 601933.SH | 永辉超市  | 3.80   | 25.4% | 28.9% | 34.8%  | 超市     |
| 4    | 600539.SH | 狮头股份  | 5.61   | 22.2% | 22.7% | -21.8% | 电商服务   |
| 5    | 603214.SH | 爱婴室   | 17.11  | 21.1% | 44.3% | 8.1%   | 专业连锁Ⅲ  |
| 6    | 000151.SZ | 中成股份  | 14.48  | 19.1% | 54.4% | 27.8%  | 贸易Ⅲ    |
| 7    | 600712.SH | 南宁百货  | 5.07   | 17.6% | 63.9% | -2.9%  | 百货     |
| 8    | 002336.SZ | *ST人乐 | 3.45   | 16.6% | 11.2% | -74.2% | 超市     |
| 9    | 603123.SH | 翠微股份  | 9.25   | 16.5% | 33.4% | -13.1% | 百货     |
| 10   | 002072.SZ | 凯瑞德   | 5.67   | 15.7% | 39.0% | -7.7%  | 贸易Ⅲ    |

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024/10/25）

**表2：本周零售行业青木科技、凯淳股份、跨境通等跌幅靠前**

| 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    | 301110.SZ | 青木科技 | 39.18  | -6.5% | 55.5% | 39.8%  | 电商服务   |
| 2    | 301001.SZ | 凯淳股份 | 24.94  | -4.9% | 63.2% | -1.7%  | 电商服务   |
| 3    | 002640.SZ | 跨境通  | 2.94   | -3.3% | 67.4% | -21.4% | 跨境电商   |
| 4    | 600415.SH | 小商品城 | 10.74  | -1.9% | 12.7% | 50.6%  | 商业物业经营 |
| 5    | 600729.SH | 重庆百货 | 22.31  | -1.5% | 12.0% | -16.2% | 多业态零售  |

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024/10/25）

## 2、零售观点：关注永辉超市门店调改及线下零售渠道机遇

### 2.1、行业动态：永辉超市门店调改即将步入“从10到N”阶段

永辉超市全国第10家调改门店开业，门店调改正式进入“双数时代”。10月19日，永辉超市“学习胖东来”自主调改的北京首家门店——石景山喜隆多店恢复营业，这也是其全国第10家调改门店，至此，永辉门店调改正式进入“双数时代”。永辉超市石景山喜隆多店恢复营业首日迎来进店人流超5万，支付客流约1.4万次，单日销售总额达170万元，超调改前日均销售的6倍，延续此前其他调改门店靓丽表现。可以说，永辉超市自2024年6月启动门店调改以来，调改进展、效果、客群认可度等方面的表现都在持续增强市场对传统零售业态龙头变革的信心。

图6：永辉超市石景山喜隆多店恢复营业首日客流亮眼



资料来源：永辉同道公众号

图7：永辉超市首批十大城市自主调改进展顺利



资料来源：永辉同道公众号

永辉超市门店调改方法论已基本成熟，深度涵盖商品、门店布局、人员等多维度。从永辉超市完成调改的门店样本看，门店整体已能够达到较高的标准化水平，体现出相对成熟的方法论。具体来看，**(1) 商品：**补充商品功能，保留一线品牌，规划补充时尚商品品类，引入胖东来自有品牌爆款商品，商品结构达到胖东来商品结构的90%以上，而永辉超市自主品牌商品也通过学习胖东来，在销售端取得明显进步。**(2) 门店布局：**取消强制动线，拓宽主副通道，优化陈列位置，扩大熟食加工区经营面积，增加加工设备和顾客休息区及便民设施。**(3) 人员：**门店员工工资普遍有一定程度提高，同时门店还缩短营业时间、增加年休假，给到员工更多尊重和快乐。

图8：永辉超市自有品牌咏悦汇精酿啤酒大受欢迎



资料来源：CHINASHOP 看零售公众号

图9：生鲜操作区域改为明厨亮灶让消费者买的放心



资料来源：开源证券研究所

从调改节奏看，永辉超市门店调改即将步入“从10到N”阶段。永辉超市门店调改整体规划清晰，自主调改首批十大城市的思路是选择10个省级行政区，每个行政区中再选出核心城市的一家门店进行调改打样，一方面是考核该区域调改小组在郑州学习胖东来经验的成效，另一方面也能根据不同地区消费者偏好再做微调，积累差异化经验。从结果来看，已完成调改的首批门店均交出靓丽答卷，验证方法论的有效性良好的消费者认可度，试水阶段初步完成。此外，调改组正着手拟定永辉超市调改白皮书，将门店调改动作形成标准化的参考文件，推动更多城市更多门店调改。我们认为，永辉超市门店调改即将步入“从10到N”阶段，一方面已有样板店的地区会快速复制铺开，尚无样板店的地区也会参考成熟的方法论跟进。

图10：永辉超市门店调改即将步入“从10到N”的复制铺开阶段



永辉超市学习胖东来自主调改店11月份开业门店名单发布

## 美好永辉 从心出发

坚信真诚和善良 坚定品质和安全

### 学习胖东来调改 已开业门店

|           |        |
|-----------|--------|
| 郑州信万广场店   | 6月19日  |
| 郑州瀚海海尚店   | 8月7日   |
| 西安中贸广场店   | 8月31日  |
| 合肥东风大道店   | 9月1日   |
| 福州公园道店    | 9月12日  |
| 杭州滨江宝龙店   | 9月14日  |
| 郑州裕华广场店   | 9月20日  |
| 贵阳金源购物中心店 | 9月30日  |
| 成都文华广场店   | 10月11日 |
| 北京喜隆多店    | 10月19日 |



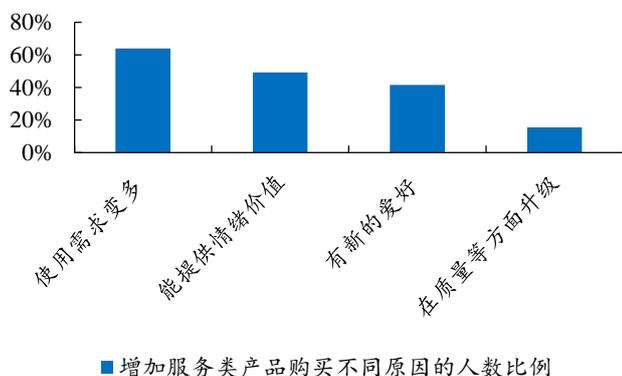
### 学习胖东来调改 待开业门店

|            |        |
|------------|--------|
| 福州长乐万里店    | 11月1日  |
| 福州五四北店     | 11月8日  |
| 深圳卓悦汇购物中心店 | 11月8日  |
| 重庆南坪万达店    | 11月15日 |
| 沈阳沈北吾悦店    | 11月22日 |
| 合肥庐阳华润万象汇店 | 11月22日 |
| 合肥滨湖方圆荟店   | 11月28日 |
| 兰州中海寰宇城店   | 11月29日 |

资料来源：永辉同道公众号

线下零售渠道或迎来阶段性流量机遇，背后是情绪价值需求所导向的消费场景变化。近年来，我国消费者尤其年轻群体对情绪价值的追求，对消费渠道选择决策产生重要影响。从消费场景看，相较于线上电商低价而言，线下渠道核心优势在于提供消费体验，但过往零售企业聚焦经营“货架”的思路，忽视消费者端导致了一系列困境。展望未来，把握消费者情绪价值需求是线下渠道抢回流量的关键，这就需要涉及商品端、门店端和服务端的多维度积极变革，这方面永辉超市已然走在前列。

图11：消费者对情绪价值的追求已逐渐成重要消费动因



数据来源：DT 商业观察、开源证券研究所

图12：更贴心的环境与服务有望提升消费者购物体验



资料来源：永辉同道公众号

## 2.2、关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

**投资主线 1：静待黄金珠宝景气度拐点，关注“稳增长+高股息”的龙头品牌。**长期看，黄金珠宝公司基于“单店销售+门店数量”双轮驱动，“稳增长+高股息”属性凸显，产品和信息化能力领先的头部品牌竞争力更优。重点推荐潮宏基（产品差异化，加盟拓店弹性大）、周大生（“稳增长+高股息”）、老凤祥和中國黄金等。此外，关注我国古法手工金器品牌老铺黄金及其国内高端黄金产品市场的机会。

**投资主线 2：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。**国货龙头品牌持续崛起、业绩确定性更强；行业机会与挑战并存，美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，把握细分结构性机会且具备强产品力、运营力、品牌力的公司，更有望在变化中抢占市场。重点推荐珀莱雅（产品+品牌+渠道全面发力、国货美妆龙头地位稳固）、巨子生物（重组胶原蛋白专业护肤龙头）、上美股份（主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维持续成长）、润本股份（“驱蚊+婴童护理”龙头）等。

**投资主线 3：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。**长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类厂商，以及市占率&盈利能力有望同步提升的机构端龙头。重点推荐爱美客（看好差异化单品表现，未来平台化长期增长）、科笛-B、朗姿股份等。

**投资主线 4：关注具备强品牌或多门店运营能力的跨境电商头部卖家。**海外消费降级和线上化趋势下，我国出海企业输出高性价比优质商品，有望受益；行业发展进入深水期，看好头部卖家延续更优表现。重点推荐赛维时代（跨境服饰龙头，技术驱动品牌扬帆出海）、华凯易佰、吉宏股份。

**表3：重点推荐潮宏基、科笛-B、珀莱雅、巨子生物、上美股份、润本股份等**

| 公司代码      | 公司名称 | 所属细分行业 | 核心观点与投资逻辑                                                                                                                                        |
|-----------|------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 603605.SH | 珀莱雅  | 化妆品    | 2024年前三季度实现营收 69.66 亿元（+32.7%）、归母净利润 9.99 亿元（+34.0%）；单 2024Q3 实现营收 19.65 亿元（+21.2%）、归母净利润 2.98 亿元（+20.7%）。公司产品、渠道、品牌多维发力，国货美妆龙头双十一大促表现可期。        |
| 603193.SH | 润本股份 | 化妆品    | 2024年前三季度实现营收 10.38 亿元（+26.0%）、归母净利润 2.61 亿元（+44.4%）；单 2024Q3 实现营收 2.93 亿元（+20.1%）、归母净利润 0.81 亿元（+32.0%）。 “驱蚊+婴童护理”市场龙头，立足小品类、打造大品牌，推新品、拓渠道持续成长。 |
| 603983.SH | 丸美股份 | 化妆品    | 2024年前三季度实现营收 19.52 亿元（+27.1%）、归母净利润 2.39 亿元（+37.4%）；单 2024Q3 实现营收 6.00 亿元（+25.8%）、归母净利润 0.62 亿元（+44.3%）。 “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。     |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 化妆品    | 2024年前三季度实现营收 40.18 亿元（+17.1%）、归母净利润 4.15 亿元（-28.4%）；单 2024Q3 实现营收 12.13 亿元（+14.0%）、归母净利润-0.69 亿元（-153.4%）。公司是敏感肌护肤领域龙头，未来品牌矩阵有望持续完善，长期稳健增长可期。   |
| 603214.SH | 爱婴室  | 专业连锁   | 2024年前三季度实现营收 24.68 亿元（+2.0%）、归母净利润 0.48 亿元（+2.0%）；单 2024Q3 实现营收 7.74 亿元（+2.6%）、归母净利润 0.05 亿元（+0.8%）。公司短期开店策略回归正常化，长期看“渠道+品牌+多产业”有望持续强化竞争力。      |
| 300896.SZ | 爱美客  | 医美     | 2024年前三季度实现营收 23.76 亿元（+9.5%）、归母净利润 15.86 亿元（+11.8%）；单 2024Q3 实现营收 7.19 亿元（+1.1%）、归母净利润 4.65 亿元（+2.1%）。产品、渠道、研发全方位发力深化长期竞争力，拓领域扩产能持续发力未来成长。      |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 跨境电商   | 2024年前三季度实现营收 61.15 亿元（+28.8%）、归母净利润 1.89 亿元（-36.7%）；单 2024Q3 实现营收 25.96 亿元（+47.7%）、归母净利润 0.55 亿元（-40.0%）。                                       |

| 公司代码      | 公司名称  | 所属细分行业 | 核心观点与投资逻辑                                                                                                                                     |
|-----------|-------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           |       |        | 泛品类头部卖家，“精品+亿迈生态平台”打造第二曲线；公布股权激励计划赋能成长。                                                                                                       |
| 002612.SZ | 朗姿股份  | 医美     | 2024年前三季度实现营收41.78亿元(+1.5%)、归母净利润2.09亿元(-4.87%)；<br>单2024Q3实现营收14.89亿元(-6.2%)、归母净利润0.58亿元(-17.7%)。<br>公司拟现金收购郑州集美100%股权，“内生+外延”双重驱动下医美版图持续扩张。 |
| 2145.HK   | 上美股份  | 化妆品    | FY2024H1实现营收35.42亿元(+114.1%)、归母净利润4.01亿元(+297.4%)。<br>主品牌韩束势能强劲，团队组织高效与供应链强，助力公司产品+渠道+品牌多维成长。                                                 |
| 2487.HK   | 科笛-B  | 医美     | FY2024H1实现营收0.96亿元(+174.4%)、归母净利润-2.01亿元(+87.8%)。<br>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。                                                             |
| 600916.SH | 中国黄金  | 珠宝首饰   | 2024Q1实现营收182.51亿元(+13.1%)、归母净利润3.63亿元(+21.1%)；<br>2024H1实现营收351.55亿元(+18.9%)、归母净利润5.94亿元(+10.6%)。<br>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。         |
| 600612.SH | 老凤祥   | 珠宝首饰   | 2024Q1实现营收256.30亿元(+4.4%)、归母净利润8.02亿元(+12.0%)；<br>2024H1实现营收399.59亿元(-1.0%)、归母净利润14.04亿元(+10.3%)。<br>公司品牌积淀深厚，渠道扩张叠加国企改革，《三年行动计划》有望推动成长提速。    |
| 603708.SH | 家家悦   | 超市     | 2024H1实现营收93.62亿元(+3.0%)、归母净利润1.70亿元(-8.8%)。<br>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。                                                           |
| 002345.SZ | 潮宏基   | 珠宝首饰   | 2024Q1实现营收17.96亿元(+17.9%)、归母净利润1.31亿元(+5.5%)；<br>2024H1实现营收34.31亿元(+14.2%)、归母净利润2.30亿元(+10.0%)。<br>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，驱动持续增长。      |
| 002867.SZ | 周大生   | 珠宝首饰   | 2024Q1实现营收50.70亿元(+23.0%)、归母净利润3.41亿元(-6.6%)；<br>2024H1实现营收81.97亿元(+1.5%)、归母净利润6.01亿元(-18.7%)。<br>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。       |
| 301381.SZ | 赛维时代  | 跨境电商   | 2024Q1实现营收17.88亿元(+44.7%)、归母净利润0.86亿元(+65.6%)；<br>2024H1实现营收41.77亿元(+50.6%)、归母净利润2.36亿元(+56.7%)。<br>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。     |
| 600223.SH | 福瑞达   | 化妆品    | 2024Q1实现营收8.91亿元(-30.0%)、归母净利润0.59亿元(-54.4%)；<br>2024H1实现营收19.25亿元(-22.2%)，归母净利润1.27亿元(-33.2%)。<br>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。      |
| 688363.SH | 华熙生物  | 化妆品    | 2024H1实现营收28.11亿元(-8.6%)、归母净利润3.42亿元(-19.5%)。<br>公司是四轮驱动的玻尿酸全产业链龙头，看好公司业务优化完成后回归稳健增长。                                                         |
| 2411.HK   | 百果园集团 | 专业连锁   | FY2024H1实现营收55.94亿元(-11.1%)、归母净利润0.89亿元(-66.1%)。<br>水果零售龙头，加盟连锁门店贡献稳定增长，ToB业务有望打开新的增长空间。                                                      |
| 2367.HK   | 巨子生物  | 化妆品    | FY2024H1实现营收25.4亿元(+58.2%)、归母净利润9.83亿元(+47.4%)。<br>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。                                                          |
| 002803.SZ | 吉宏股份  | 跨境电商   | 2024H1实现营收24.53亿元(-22.0%)、归母净利润0.72亿元(-61.8%)。<br>跨境社交电商龙头，“数据为轴、技术驱动”助力长期成长。                                                                 |
| 300740.SZ | 水羊股份  | 化妆品    | 2024Q1实现营收10.32亿元(-1.4%)、归母净利润0.40亿元(-23.2%)；<br>2024H1实现营收22.93亿元(+0.1%)、归母净利润1.06亿元(-25.7%)。<br>EDB持续放量前景广阔，SKU有序接力叠加全球化多渠道运营，公司有望持续增长。     |
| 002697.SZ | 红旗连锁  | 超市     | 2024H1实现营收51.86亿元(+3.7%)、归母净利润2.67亿元(+3.8%)。<br>超市主业经营稳健，国资入主后有望实现全方位资源赋能，进一步激发增长动能。                                                          |
| 1929.HK   | 周大福   | 珠宝首饰   | FY2025Q2实现零售值同比-21.0%。<br>行业头部品牌，依托品牌、产品、渠道多方位竞争优势提升经营质量，有望持续增长。                                                                              |

资料来源：Wind、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

9 / 29

### 2.2.1、珀莱雅：国货美妆龙头表现稳健，“系列品牌化”持续完善

**2024Q3 归母净利润同比+20.7%，国货美妆龙头表现稳健。**公司发布三季报：2024Q1-Q3 实现营收 69.66 亿元（+32.7%）、归母净利润 9.99 亿元（+33.9%），其中 2024Q3 实现营收 19.65 亿元（+21.2%）、归母净利润 2.98 亿元（+20.7%），淡季增长稳健。

**2024Q3 预计主品牌表现稳健，第二梯队品牌彩棠/OR 增势较强。**分品类看，2024Q3 护肤类/美容彩妆类/洗护类分别实现营收 16.54 亿元（+20.7%）/2.33 亿元（+18.7%）/0.75 亿元（+47.2%）；平均售价方面，2024Q3 护肤类+24.6%（单价较高的品类收入占比提升）、美容彩妆类-6.6%（单价较低的原色波塔销售占比增加），洗护类-6.8%（单价较低的惊时销售占比增加）。分品牌看，预计主品牌珀莱雅表现稳健，第二梯队品牌彩棠/OR 增长较快。盈利能力方面，2024Q3 毛利率和净利率分别为 70.7%（-1.9pct）/15.2%（持平）。费用方面，2024Q3 销售/管理/研发费用率分别为 45.4%/4.9%/2.4%，同比分别+2.8pct/-1.0pct/+0.1pct，销售费用率提高主要系达播投放力度加大导致形象宣传推广费用增加。

**珀莱雅进一步完善“系列品牌化”布局，彩棠发力底妆成效初显。**产品：珀莱雅品牌持续夯实大单品战略，2024Q3 升级迭代“源力精华 3.0”和“能量面霜”产品，此外公司官宣“沁柔防晒”美白+防晒双特证和“光学瓶”美白特证获批，有望带动防晒、美白条线增长。品牌：珀莱雅在 2023 年高基数下表现稳健，持续耕耘“系列品牌化”布局；彩棠发力底妆赛道成效初显，“小圆管”粉底液高增，高光修容家族不断丰富。渠道：线上坚持精细化运营，抖音达播投放力度加大，进一步完善品牌自播矩阵账号搭建；线下积极开拓高质量新型百货、商城集合店渠道。双十一：珀莱雅品牌在天猫双 11 抢先购（10 月 21 日-10 月 23 日）美妆与快消榜单均问鼎第一，坐稳天猫美妆龙头地位。

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 2024 年 10 月 26 日信息更新报告《珀莱雅：国货美妆龙头表现稳健，“系列品牌化”持续完善》等。

### 2.2.2、贝泰妮：2024Q3 营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压

**2024Q3 营收端稳中向好，备战大促加大营销力度利润端承压。**公司发布三季报：2024Q1-Q3 实现营收 40.18 亿元（同比+17.1%，下同）、归母净利润 4.1 亿元（-28.4%）；单三季度实现营收 12.13 亿元（+14.0%）、归母净亏损 6900 万元，备战四季度大促加大营销力度导致三季度利润承压。我们认为，公司旗下薇诺娜是敏感肌护肤龙头品牌，随着主品牌心智不断强化及整体品牌矩阵完善，未来恢复增长可期。

**前三季度各品牌营收稳健，品牌结构、促销政策影响盈利能力。**分品牌看，2024Q1-Q3 悦江投资旗下姬芮、泊美合计实现营收 3.81 亿元，毛利率约 58.37%；而公司旗下薇诺娜及其他主要品牌合计实现营收 36.37 亿元（+6.00%）实现稳步增长，毛利率约 75.34%。整体看，2024Q1-Q3 公司综合毛利率为 73.73%（-2.69pct），一方面受毛利率较低的品牌并表影响（2023 年 10 月 31 日起纳入合并范围），另一方面也受公司促销政策影响。分渠道看，根据久谦数据，主品牌薇诺娜 2024Q1-Q3 在抖音渠道增长较好。费用方面，2024Q1-Q3 销售费用率为 50.0%（+3.3pct），主要系公司加大种草及品牌宣传力度；管理费用率为 8.5%（+1.3pct），主要系因计提员工持股计划股权激励费用。

**双十一阶段性战报跻身天猫美妆 TOP10，渠道、品牌多维发力赋能长期成长。**双十一：天猫大美妆数据显示，薇诺娜在天猫美妆榜（10月21日-23日）排名第10名，后续表现可期。渠道：公司进一步发力抖音渠道有望带来增量；此外公司在曼谷建立东南亚海外市场业务总部，未来有望开启国际化新篇章。品牌：一方面发力薇诺娜品牌2.0建设稳固主品牌心智，另一方面也通过薇诺娜宝贝、瑗科缦、贝芙汀、姬芮、泊美等新品牌实现多元化发展。

详见开源零售2021年3月25日首次覆盖报告《贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者》和2024年10月26日信息更新报告《贝泰妮（300957.SZ）：2024Q3营收稳健，备战大促加大营销力度利润承压》等。

### 2.2.3、爱婴室：母婴龙头2024Q3经营稳健，效率稳步提升

**母婴龙头2024Q3整体经营稳健。**公司发布三季报：2024Q1-Q3实现营收24.68亿元（同比+1.9%，下同）、归母净利润4789万元（+2.0%）；单2024Q3实现营收7.74亿元（+2.6%）、归母净利润546万元（+0.8%）。公司是母婴零售龙头，持续推进线上线下的融合，洞察消费趋势推出自有品牌，全方位打造长期竞争力。

**电商渠道较好、奶粉相对稳健，经营效率稳步提升驱动期间费用率略降。**2024Q1-Q3，分业态看，公司门店、电商、母婴服务、供应商服务分别实现营收17.86/4.86/0.16/1.59亿元，同比分别+0.6%/+12.3%/-7.8%/-5.4%，电商业务较好。分产品看，奶粉类营收14.79亿元（+7.8%），食品/用品/棉纺/玩具及出行类则分别实现营收2.24/3.74/1.45/0.54亿元，同比分别-5.1%/-2.5%/-11.6%/-14.8%。盈利能力方面，2024Q1-Q3毛利率为26.07%（-1.33pct），其中奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行毛利率分别为15.37%（-1.34pct）/32.42%（+2.90pct）/29.28%（+1.11pct）/39.56%（-1.54pct）/25.28%（-3.33pct），预计终端价格战导致盈利能力下滑。费用方面，2024Q1-Q3销售/管理/财务费用率分别为20.23%/3.18%/0.91%，同比分别-0.96pct/-0.20pct/-0.14pct，经营效率稳步提升驱动期间费用率略降。

**母婴龙头持续推进线上线下融合，自有品牌反响良好盈利能力有望提升。**（1）线下：2024Q1-Q3公司新开39家门店并关闭45家门店，期末门店合计463家（较二季度末持平），并拥有已签约待开店26家。（2）线上：一方面发展第三方电商平台业务，另一方面持续优化O2O系统提升服务效率，坚定探索全渠道融合。（3）品牌：洞察母婴消费市场趋势并推出合兰仕、多优等独家品牌，上半年自有品牌营收约占自有渠道13%，未来有望带动盈利能力提升。

详见开源零售2019年11月21日首次覆盖报告《爱婴室（603214.SH）：母婴连锁零售龙头，内练经营提效，外展门店宏图》和2024年10月26日信息更新报告《爱婴室（603214.SH）：母婴龙头2024Q3经营稳健，效率稳步提升》等。

### 2.2.4、润本股份：2024Q3归母净利润同增32%，婴童护理表现良好

**2024Q3归母净利润同比增长32.0%表现亮眼。**公司发布三季报：2024Q1-Q3实现营收10.38亿元（+32.0%）、归母净利润2.61亿元（+44.3%），其中2024Q3实现营收2.93亿元（+20.1%）、归母净利润0.81亿元（+32.0%）。公司是“驱蚊+婴童护理”细分龙头，平价消费顺应消费趋势，组织灵活+高度自产构筑公司底层优势，推新品有望持续成长。

**秋冬旺季来临带动婴童护理业务增长提速，利息收入提升带动净利率提高。**分品类看，2024Q3公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收0.89/1.50/0.46亿元，同比分

别+16.2%/+26.7%/+15.3%，换季气温变化影响下，驱蚊业务降速，婴童护理业务增长较好；此外，2024Q3 驱蚊类产品平均售价同比+2.2%、婴童护理类+2.2%、精油类+14.1%，产品升级战略背景下定价维持稳中向好态势。分渠道看，根据久谦数据测算，2024Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别+55.3%/+11.0%/+7.4%。盈利能力方面，2024Q3 毛利率和净利率分别为 57.6% (+0.1pct) /27.6% (+2.5pct)。费用方面，2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.5%/2.5%/3.4%/-3.2%，同比分别+1.4pct/-0.1pct/+0.8pct/-3.0pct，闲置募集资金贡献利息收入导致财务费用下滑。

**新品蛋黄面霜表现亮眼，拟建智能工厂拓展产能天花板。**渠道端，品效合一的抖音渠道快速增长有望带动品牌势能外溢，继而驱动线上线下全渠道增长。产品端，新品蛋黄油特护精华霜跻身抖音宝宝面霜爆款榜 TOP3(截至 10 月 22 日)表现亮眼，持续验证公司爆品打造能力。生产端，公司于 9 月 23 日发布公告，拟投资 7 亿元建设“润本智能智造未来工厂”，预计在 4 年内投产运营，投产后 1 年内达产，智能工厂建成有利于巩固提升公司产品创新实力、进一步拓展产能，并满足消费者不断增长的多样化需求。

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 2024 年 10 月 23 日信息更新报告《**润本股份 (603193.SH): 2024Q3 归母净利润同增 32%，婴童护理表现良好**》等。

### 2.2.5、爱美客：三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间

**2024Q3 营收、归母净利润增长承压。**公司发布三季报：2024Q1-Q3 实现营收 23.76 亿元 (同比+9.5%，下同)、归母净利润 15.86 亿元 (+11.8%)；其中单三季度实现营收 7.19 亿元 (+1.1%)，归母净利润 4.65 亿元 (+2.1%)，消费意愿低迷背景下承压。政策虽已转向，但终端消费回暖仍需时间。我们认为，公司产品规划较清晰，未来差异化管线陆续落地有望赋能长期成长。

**单三季度毛利率略有下滑，受利息收入减少影响期间费用率有所提升。**毛利率方面，2024Q1-Q3/2024Q3 毛利率分别为 94.8%/94.6%，同比分别-0.5pct/-0.5pct 均略有下滑，预计主要系毛利率相对低的溶液类产品占比提升所致。费用方面，2024Q3 期间费用率 20.4% (+1.2pct)，其中销售费用率 9.0% (+0.1pct) 基本持平；管理费用率 3.3% (-1.2pct) 预计系相较 2023 年同期无港股上市费用故优化较多；财务费用率-0.5% (+1.4pct) 主要系购买较大额度理财产品，且其收益计入投资收益、公允价值变动损益导致利息收入减少。

**医美产品矩阵布局丰富，未来各管线落地有望持续打开成长空间。**现有产品：(1) 入门级产品“嗨体”性价比高、品牌心智强，后续行业回暖有望提振增长；(2) 宝尼达 2.0 (改善轻中度额后缩) 已获批，有望凭借特有“聚乙烯醇凝胶微球”在效果持续时间方面凸显差异化优势；(3) 公司携手朗姿股份推出定制化产品“科伽莱·黄金双妍针”，探索现有产品的新增长路径。在研管线：(1) 肉毒素上市申请已获受理，利丁双卡因麻膏也即将进入注册申报阶段；(2) 司美格鲁肽临床试验申请 (体重管理适应症) 已于 10 月获批；(3) 玻尿酸酶、溶脂针 (去氧胆酸)、光电能量源设备 (独家代理韩国 Jeisys) 等亦稳步推进。整体看公司医美产品矩阵布局较丰富，未来各管线陆续落地有望打开成长空间。

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 2024 年 10 月 25 日信息更新报告《**爱美客 (300896.SZ): 三季度增长承压，期待后续管线落地打开成长空间**》等。

### 2.2.6、上美股份：主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长

**主品牌韩束势能强劲，产品+渠道+品牌多维成长。**上美股份是国内领先的多品牌美妆集团，深耕大众护肤、母婴护理、洗护等赛道，主品牌韩束凭借产品高性价比与短剧红利走红，2024年来霸榜抖音美妆第一，未来依靠高效组织运营能力与供应链能力，有望延续高成长表现。

**核心优势：团队组织效率高和供应链能力强，助力公司乘势而上。**复盘韩束在抖音走红起量的成功经验，我们认为，团队组织效率高和供应链能力强是公司乘势而上的核心优势。(1) 组织效率高：团队执行力强且善于复盘，各品牌负责人享有高度自主的管理权，核心产品定位精准、适配品牌基因；过往在营销端“明星代言-大屏投放-危机公关-抖音短剧”和渠道端“电视购物-微商时代-直播带货”的多个事例，也均证明公司嗅觉灵敏反应快、善于把握风口红利。(2) 供应链能力强：公司打造海外+国内双工厂供应链体系，灵活且高度自产，为控价量产提供稳定保障（韩束走红后订单激增，但未出现断供压货现象，且全时段全渠道稳定控价），这一能力也将在未来有力支撑品牌突围和进一步增长。

**增长看点：蛮腰系列与单品协同、全渠道发力、第二曲线品牌增势强劲。**1、产品：分阶段重点推“蛮腰系列”，功效具备差异化，白蛮腰系列逐渐起量；2024年重磅推出“活肤水”，大单品与套盒有益互补，后续有望贡献业绩增量。2、渠道：公司平衡抖音投放结构，流量与曝光度持续上升，同时抖音势能外溢也带动天猫快速增长；2024年重返线下CS渠道推出专供系列，终端反馈较好。3、品牌：大众护肤市场空间大、消费韧性强，韩束产品性价比高、品牌底蕴深厚，受益平价消费趋势有望延续增长势能；此外，中高端敏感肌婴童护肤品牌一页首创“医研共创”模式，定位稀缺有望打造第二曲线。我们认为，公司具备高性价比、高组织效率和强供应链优势，产品+渠道+品牌多维度发力成长。

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》。

### 2.2.7、科笛-B：上半年营收维持较快增长，各重磅管线进展顺利

**2024H1 营收同增 178%，维持较快增长。**公司 2024H1 实现营收 0.96 亿元（同比+178.3%，下同）、归母净利润-2.01 亿元、经调净利润-1.61 亿元，经营层面亏损占收入的比例进一步收窄。公司是泛皮肤病治疗领域新星，毛发产品全面布局，研发+消费双管齐下共筑壁垒，外用米诺环素/外用非那雄胺/利丁双卡因麻膏获批后有望贡献增量。

**毛发、护肤持续放量，盈利能力较 2023 年全年水平提升。**毛发：2024H1 营收约 4760 万元，核心单品 Bailleul 小白管已连续 16 个月在天猫国际医药皮肤科药品类单品排名第一；受益于精细化运营，青丝几何旗舰店复购率、转化率维持较高水平，此外青丝几何二硫化硒洗剂营收同增 121 倍，推动除小白管外的毛发护理产品营收占比持续提升。护肤：2024H1 营收约 4700 万元，欧玛油橄榄系列销量占比已超 70%，此外兴趣电商渠道贡献营收占比亦有同比提升。盈利能力方面，2024H1 公司毛利率 53%，环比 2023H2 毛利率+5pct，呈边际向好趋势。

**在研管线进展顺利，下半年期待毛发新品、欧玛品牌进一步贡献增量。**现有产品：毛发方面，新品 OTC 米诺地尔搽剂下半年有望在精细化运营下放量；护肤方面，欧玛品牌势能良好，双十一表现可期。在研管线：整体进展顺利，具体看，(1) 外用

4%米诺环素泡沫剂（痤疮）、外用非那雄胺喷雾剂（脱发）、利多卡因丁卡因局麻膏三款重磅产品上市申请均已获受理，有望于 2024H2-2025 年间陆续获批上市，进一步打开公司成长空间；（2）重组突变胶原酶（用于治疗额下脂肪堆积）已于 6 月完成 II 期临床入组，预计 2025 年完成 II 期临床并于 2028 年获批；（3）外用新型小分子（特应性皮炎）IND 申请已于 5 月获批。

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 2024 年 8 月 31 日信息更新报告《科笛-B (2487.HK)：上半年营收维持较快增长，各重磅管线进展顺利》等。

### 2.2.8、中国黄金：上半年归母净利润+10.6%，黄金产品销售表现稳健

公司 2024H1 营收同比+18.9%、归母净利润同比+10.6%，表现稳健。公司 2024H1 实现营收 351.55 亿元（同比+18.9%，下同）、归母净利润 5.94 亿元（+10.6%）；2024Q2 实现营收 169.05 亿元（+25.9%），归母净利润 2.31 亿元（-2.6%）。我们认为，公司作为业内央企，全产业链布局深筑黄金品类竞争优势，深度绑定省代有望持续成长。

上半年黄金产品销售表现良好，黄金租赁相关的投资收益等影响业绩。分产品看，2024H1 公司黄金产品/K 金珠宝类产品/品牌使用费/管理服务费等分别实现营收 346.7/0.8/0.7/0.8 亿元，同比+19.4%/-65.3%/+105.7%/+338.3%。盈利能力方面，2024H1 公司综合毛利率为 4.39%（+0.16pct）；期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 0.68%/0.23%/0.02%，同比分别-0.04pct/-0.03pct/-0.01pct，整体基本稳定。2024H1 公司投资收益为-2.4 亿元（2023H1 为-1.4 亿元），主要是归还租赁黄金产生的损益；公允价值变动收益为-2.0 亿元（2023H1 为-1.1 亿元），主要是租赁黄金日常核算产生的公允价值变动。

计划从渠道驱动向产品驱动转型，全面启动品牌焕新工作。（1）渠道：2024H1 公司净增门店 9 家（加盟净增 12 家，直营净关 3 家），期末门店总数达 4266 家；发力加盟渠道，坚持“开大店、开好店、开精品店”策略。（2）产品：公司发布 2024 年度产品研发计划，重点提升高附加值产品的占比，上半年举办专供产品展销会，推出“承福金”、“玲珑金”等六大类别产品，满足不同消费群体多元化需求，加大产品自主研发比例，推动从渠道驱动向产品驱动。（3）品牌：2024 年上半年，公司全面启动品牌焕新工作，通过大型公关活动、跨界合作体育赛事和时尚活动，实现品牌与多元文化深度融合，扩大品牌影响力

详见开源零售 2023 年 2 月 9 日首次覆盖报告《中国黄金 (600916.SH)：全产业链布局黄金龙头，培育钻石打开新成长空间》和 2024 年 8 月 31 日信息更新报告《中国黄金 (600916.SH)：一季度业绩增长良好，渠道端深耕细作夯实基本盘》等。

### 2.2.9、老凤祥：一季度经营稳健，金价上涨助推盈利能力持续提升

公司 2024H1 营收同比-1.0%、归母净利润同比+10.3%，业绩逆势增长。公司 2024H1 实现营收 399.59 亿元（同比-1.0%，下同）、归母净利润 14.04 亿元（+10.3%）；2024Q2 实现营收 143.29 亿元（-9.2%），归母净利润 6.02 亿元（+8.1%）。我们认为，公司品牌积淀深厚，国企改革激发内生动能，践行《三年行动计划》有望促进持续成长。

盈利能力提升明显，珠宝首饰与黄金交易业务毛利率或受益于金价上涨。按合同产生的收入口径，分业务看，2024H1 公司珠宝首饰/黄金交易/笔类业务分别实现收入 341.96/54.82/1.07 亿元，分别同比-4.0%/+26.0%/+9.9%。主要二级子公司中，2024H1 上海老凤祥/中国第一铅笔有限公司分别实现利润总额 22.0/3.7 亿元，分别同比

+4.7%/+22.1%。盈利能力方面，2024H1 公司综合毛利率为 9.2% (+0.7pct)，2024Q2 综合毛利率为 10.7% (+1.6pct)，是驱动公司业绩逆势增长的主要因素，提升明显或因为报告期内黄金价格上涨，利好珠宝首饰与黄金交易业务毛利率提升；期间费用方面，2024H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.3%/0.7%/0.2%，整体基本稳定。

**深化提升改革，全力推动高质量发展三年行动计划，加快产业经营布局。**(1) 渠道：2024H1 公司净增营销网点 28 家，报告期末总数达 6022 家，并根据市场情况制定了《老凤祥全国市场拓展支持实施方案》，进一步支持总经销等。(2) 品牌：公司积极参展境内外各大展会，不断提升老凤祥品牌全球影响力；以“老凤祥珍品私洽中心”为主线打造人民广场新地标和中国顶级珠宝交易中心。(3) 深化改革：公司全面落实《全力推动高质量发展三年行动计划（2023-2025 年）》，同时推动“双百”行动综合改革纵深发展，持续提升人才队伍建设。

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》和 2024 年 4 月 30 日信息更新报告《老凤祥（600612.SH）：二季度归母净利润+8.1%，盈利能力有所提升》等。

### 2.2.10、家家悦：主动提高商品质价比，毛利率略降但客流增长明显

公司 2024H1 营收同比+3.0%、归母净利润同比-8.8%，业绩有所承压。公司 2024H1 实现营收 93.62 亿元（同比+3.0%，下同）、归母净利润 1.70 亿元（-8.8%）；2024Q2 实现营收 41.73 亿元（-0.2%），归母净利润 0.22 亿元（-53.8%）。我们认为，公司致力于高质量发展，股权激励计划有望激发内部成长动能，布局零食连锁、折扣店等新业态值得关注。

上半年公司营收表现稳健，省外区域增长良好，但盈利能力有所承压。2024H1 公司经营业绩表现稳健，分品类看，生鲜/食品化洗/百货类分别实现营收 38.6/44.7/2.9 亿元，同比分别+4.4%/+4.2%/-8.9%；分区域看，山东/省外地区分别实现营收 71.0/15.1 亿元，同比+2.6%/+9.6%，公司省外地区子公司 2024H1 减亏进展良好，其中内蒙古维乐惠超市实现营业收入 5.4 亿元（+11.4%）、营业利润 0.2 亿元（+241.8%）。盈利能力方面，2024H1 公司综合毛利率为 23.6%（-0.5pct），生鲜/食品化洗/百货类分别为 17.4%/19.2%/34.0%，同比+0.8pct/-0.3pct/-2.7pct，公司聚焦顾客需求，不断优化品类，提高商品的质价比，导致综合毛利率略降，但同时也带动可比超市门店客流量增长 13.7%；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为 17.6%/1.9%/1.4%，整体基本稳定。

**高质量推进渠道网络发展，持续深化零食店、折扣店新业态布局。**(1) 渠道优化：公司聚焦重点区域，优化门店结构，完善网络布局，2024H1 新开直营店 27 家，加盟店 42 家，期末直营门店共 997 家，加盟门店共 100 家。(2) 线上线下融合：公司搭建完善了线上线下融合互动的全渠道协同平台，2024H1 线上销售同比+22%左右，线上客流同比+18.5%，并保持良好盈利能力。(3) 新业态布局：公司按照“区域密集、多业态互补”战略，持续深化零食店、折扣店等业态布局，2024 年上半年底，悦己零食店总门店数达 104 家。

详见开源零售 2020 年 2 月 10 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 2024 年 8 月 30 日信息更新报告《家家悦（603708.SH）：主动提高商品质价比，毛利率略降但客流增长明显》等。

### 2.2.11、朗姿股份：上半年医美稳健，拟再收购两家医院拓宽外延布局

公司 2024Q2 营收同增 1.1%，经营略显承压。公司 2024H1 实现营收 26.89 亿元（同比+6.2%，下同）、归母净利润 1.52 亿元（+1.1%），其中 2024Q2 实现营收 12.89 亿元（+1.1%）、归母净利润 0.70 亿元（-12.0%），主要系子公司递延所得税冲回影响利润表现。公司已建立从“衣美”到“医美”的时尚业务方阵，医美业务“内生+外延”全国化连锁布局雏形已现，未来有望持续成长。

上半年分业务看医美业务营收表现稳健，综合毛利率略有提升。上半年分业务看：（1）医美营收 11.94 亿元（+6.0%）、毛利率 54.2%（-0.7pct），表现稳健；其中，米兰柏羽/高一生/晶肤/韩辰/武汉五洲/郑州集美分别实现营收 5.37/0.89/2.20/1.82/1.09/0.57 亿元，同比+3.9%/+14.1%/+11.5%/+9.8%/-4.2%/+4.7%，毛利率分别+1.1%/+1.9%/-3.0%/-3.7%/-2.1%/+0.6%。（2）女装营收 10.12 亿元（+11.4%）、毛利率 64.3%（+1.9pct），线上渠道占比达 38.0%（+0.7pct）进一步提升。（3）婴童营收 4.50 亿元（-4.1%），毛利率 63.5%（+1.8pct），表现较弱。整体看，2024H1 公司综合毛利率 59.8%（+0.8pct），销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.1pct/持平/+0.1pct/-0.3pct，期间费用率稳中略降。

拟收购北京丽都、湖南雅美两家医院，医美业务全国化布局持续加速。公司下属全资子公司北京朗姿医管拟以 3.3 亿元收购北京丽都 100% 股权，并以 2.5 亿元收购湖南雅美 70% 股权；此外交易对手方对两家医院 2024-2026 年经审计的扣非归母净利润分别作出承诺：北京丽都不低于 1999/2146/2475 万元、湖南雅美不低于 1723/2447/3109 万元。截至 2024 年 6 月公司旗下合计拥有 38 家医美机构，分布于成都、深圳等城市，随着公司外延并购进程不断推进，全国化布局持续加速，医美业务规模效应、品牌效应有望持续增强，助力公司实现长期成长。

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 2024 年 8 月 29 日信息更新报告《朗姿股份（002612.SZ）：上半年医美稳健，拟再收购两家医院拓宽外延布局》等。

### 2.2.12、潮宏基：二季度归母净利润+16.8%，加盟渠道表现超预期

2024Q2 营收同比+10.3%，归母净利润同比+16.8%超预期。公司 2024H1 实现营收 34.31 亿元（同比+14.2%，下同）、归母净利润 2.30 亿元（+10.0%）；2024Q2 实现营收 16.35 亿元（+10.3%），归母净利润 0.99 亿元（+16.8%）；此外，公告拟每 10 股派发现金股利 1.0 元。我们认为，公司以时尚珠宝打造差异化特色，渠道扩张叠加品牌力提升驱动持续成长。

加盟代理渠道营收高增长，毛利率和销售费用率均小幅下降。分产品看，2024H1 公司时尚珠宝/传统黄金/皮具/品牌授权及加盟服务收入分别实现营收 16.5/14.8/1.5/1.2 亿元，同比+6.0%/+31.4%/-26.1%/+41.0%，黄金品类销售良好、加盟授权服务相关收入增加；分渠道看，自营/加盟代理分别实现营收 17.2/16.5 亿元，同比-4.0%/+43.7%。盈利能力方面，2024H1 公司综合毛利率为 24.1%（-2.7pct），销售/管理/财务费用率分别为 11.4%/1.9%/0.5%，同比-2.7pct/+0.3pct/持平，公司综合毛利率和销售费用率下降，均与渠道结构变化（加盟渠道占比提升）有关。

加盟渠道保持良好扩张势头，看好未来品牌势能提升推动持续成长。（1）渠道扩张：公司通过加盟模式推进渠道扩张，2024H1 珠宝业务净增加盟店 69 家，扩张势头良好，报告期末加盟门店总数达 1194 家，总门店数达 1451 家；（2）产品研发：公司

继续精耕品牌印记系列，2024年上半年联袂《T》中文版跨界发布“2024/25彩金珠宝潮流趋势”，特邀央美教授/非遗传承人升级“花丝·风雨桥”系列，与国际知名艺术家联名设计“花丝·如意”、“花丝·圆满”系列。(3)品牌提升：公司以“意象东方·非遗新生”立时尚标杆，携手全新品牌代言人宋轶，持续拔高潮宏基在时尚东方的品牌调性，扩大圈层影响力。

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2024年8月28日信息更新报告《潮宏基(002345.SZ)：二季度归母净利润+16.8%，加盟渠道表现超预期》等。

### 2.2.13、周大生：二季度终端销售承压，费用投入拖累业绩表现

公司2024年上半年营收同比+1.52%、归母净利润同比-18.7%，业绩承压。公司2024H1实现营收81.97亿元(同比+1.5%，下同)、归母净利润6.01亿元(-18.7%)；2024Q2营收31.26亿元(-20.9%)、归母净利润2.60亿元(-30.5%)；此外，公告拟每10股派发现金股利3.0元。我们认为，公司发力布局多品牌矩阵叠加省代模式，逆势扩张渠道提高市占率，积极推进黄金品类体系化建设，待到金价趋稳，有望恢复增长弹性。

**自营渠道表现稳健，加盟渠道承压，销售费用等投入拖累业绩表现。**分模式看，公司2024H1自营线下/自营线上/加盟业务分别实现收入9.6/11.9/59.3亿元，同比+16.4%/+3.1%/-0.7%，受到金价波动、消费环境较低迷等因素影响，黄金类产品市场面临较大增长压力，钻石镶嵌类产品市场仍处于深度调整阶段。盈利能力方面，2024H1公司综合毛利率为18.4%(-0.1pct)，实现毛利额15.07亿元(+1.1%)，其中自营线下/自营线上/加盟业务分别实现毛利额2.5/3.6/8.0亿元，同比+14.6%/+23.6%/-8.7%；期间费用方面，销售/管理/财务费用率分别为6.5%/0.6%/0.2%，同比分别+1.5pct/+0.1pct/+0.2pct，销售费用投入明显提高。

**整合资源带动渠道规模稳健扩张，持续推进黄金产品体系化建设。**(1)渠道：2024H1公司新开/净开门店分别为297/124家，截至报告期末总门店数达5230家，整合资源打造品牌矩阵，周大生+周大生经典+国家宝藏主题店。(2)产品：黄金产品体系化优势进一步凸显，独家冠名《国家宝藏》第四季，与该IP深度联名，还推出了“莫奈花园”、“炽热梵高”国际艺术珠宝系列等。(3)品牌：2024年春节，公司携手天猫推出《中国有龙》龙年献礼短片；公司官宣央视总台《国家宝藏》第四季栏目总冠军，董事长受邀作为栏目推荐人。

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2024年8月28日信息更新报告《周大生(002867.SZ)：二季度终端销售承压，费用投入拖累业绩表现》等。

### 2.2.14、华凯易佰：上半年营收稳健增长，新业务投入等拖累业绩表现

公司2024H1营收同比+17.6%、归母净利润同比-35.3%，业绩有所承压。公司2024H1实现营收35.19亿元(同比+17.6%，下同)、归母净利润1.35亿元(-35.3%)；2024Q2实现营收18.22亿元(+12.9%)，归母净利润0.53亿元(-60.1%)。我们认为，公司数智化体系深筑运营能力壁垒，未来巩固泛品优势，发力“精品+亿迈生态平台”等新业务，整合通拓科技，有望持续增长。

**跨境电商营收增长稳健，新业务投入增加等因素拖累整体业绩表现。**2024H1，公司跨境出口电商/跨境电商综合服务业务分别实现营收30.3/4.9亿元，分别同比增长

13.7%/54.1%；其中，泛品业务在售产品 SKU 约 108 万款，销售客单价约 107 元，精品业务在售 SKU 约 1284 款，销售客单价约为 385 元，亿迈生态平台业务合作商户共计 219 家。盈利能力方面，2024H1 公司毛利率为 36.7% (-1.6pct)；期间费用方面，公司销售/管理/财务费用率为 23.7%/6.7%/-0.2%，分别同比+0.8pct/+1.2pct/-0.1pct，其中，销售费用增长主要因为组建了多个新团队支持新领域业务发展导致投入增加、为销售旺季增加备货导致仓储费用增加，而管理费用增长主要因为增加限制性股票股份支付费用、易佰网络为拓展新业务增加投入、母公司收款费用增加等。

**三大业务发展态势良好，积极布局新兴平台有望打开新的增长空间。**公司已搭建“一体两翼”的战略布局，泛品、精品与亿迈生态平台业务发展态势良好，在保持传统渠道优势的基础上，积极布局新兴平台，有望打开新增长空间。(1) 泛品：保持数据化、系统化优势，积极布局 Temu、Shein 等新兴业务渠道；(2) 精品：积极把握平台红利，新探索的 TikTok 平台已成为增长的关键渠道；(3) 亿迈生态平台：持续助力业内卖家和跨行业卖家开拓海外市场。

详见开源零售 2023 年 6 月 26 日首次覆盖报告《**华凯易佰 (300592.SZ)：跨境电商泛品龙头，深筑数字化壁垒驱动多元发展**》和 2024 年 8 月 26 日信息更新报告《**华凯易佰 (300592.SZ)：上半年营收稳健增长，新业务投入等拖累业绩表现**》等。

### 2.2.15、赛维时代：品牌孵化和发展顺利，服饰配饰品类增长亮眼

**公司 2024 年上半年营收同比+50.6%、归母净利润同比+56.7%，增长亮眼。**公司 2024H1 实现营收 41.77 亿元 (同比+50.6%，下同)、归母净利润 2.36 亿元 (+56.7%)；2024Q2 实现营收 23.78 亿元 (+55.5%)，归母净利润 1.50 亿元 (+52.0%)；此外，公告拟每 10 股派发现金红利 3.00 元。我们认为，公司通过全链路数字化能力夯实发展基础，品牌化战略稳步推进，未来巩固成熟品牌竞争优势，同时持续孵化培育潜力品牌，有望保持较快增长。

**上半年服饰配饰品类增长亮眼，非服饰配饰品类盈利能力提升显著。**分品类看，2024H1 公司服饰配饰/非服饰配饰/物流服务分别实现营业收入 30.0/10.1/1.4 亿元，分别同比+53.6%/+34.4%/+160.6%，公司的底层能力赋能服饰细分品类的品牌孵化和发展，带动整体营收增长；公司在境外市场的北美/欧洲/亚洲/其他地区营收占比分别为 89.1%/7.0%/0.2%/0.2%，北美地区仍是主要市场。盈利能力方面，2024H1 公司综合毛利率为 46.5% (+1.1pct)，提升主要系非服饰配饰品类逐步消化前期不利因素，并不断精简和聚焦细分品类调整，带来该品类销售毛利率显著提升所致；费用方面，公司销售/管理/财务费用率分别为 36.6%/2.1%/-0.4%，其中销售费用上升主要系销售收入及品牌推广费提升所致，管理费用上升主要系管理人员薪酬增加，以及新增确认股份支付费用所致。

**深耕跨境品牌服装赛道构筑竞争壁垒，积极布局新兴平台开拓市场。**公司多年来深耕跨境品牌服装供应链和品牌运营的各个环节，基于完备的全链路数字化体系，有效解决产品开发、生产供应、跨境运输、产品销售等多环节行业痛点，具备坚实竞争壁垒。此外，公司在保持 Amazon 竞争优势的基础上，积极布局 Temu、TikTok 等新兴平台，2024 年上半年在 Temu/TikTok 上分别实现销售 0.61/0.24 亿元，未来有望打开新的成长空间。

详见开源零售 2024 年 8 月 21 日首次覆盖报告《**赛维时代 (301381.SZ)：跨境电商服饰赛道龙头，技术驱动品牌扬帆出海**》和 2024 年 8 月 24 日信息更新报告《**赛维时代 (301381.SZ)：品牌孵化和发展顺利，服饰配饰品类增长亮眼**》等。

### 2.2.16、丸美股份：2024H1 归母净利润同比增长 35.1%，主品牌势能持续提升

**2024H1 归母净利润同比增长 35.1%，主品牌势能持续提升。**公司 2024H1 公司实现营收 13.52 亿元（同比+27.7%，下同）、归母净利润 1.77 亿元（+35.1%）、扣非归母净利润 1.66 亿元（+40.2%）；2024Q2 实现营收 6.91 亿元（+18.6%）、归母净利润 0.66 亿元（+26.7%）。公司已实现底层思维&能力的迭代优化，主品牌势能持续提升，未来可期。

**胶原系列与底妆新品表现亮眼，线上渠道增长持续，线下表现未及预期。**分品牌看，2024H1 丸美/恋火分别实现营收 9.30/4.17 亿元，同比分别+25.9%/+35.8%；丸美在猫旗和抖快同比分别增长 34.3%/30.1%，top5 单品在天猫销售占比 69%，产品集中度进一步提升，新品胶原小金针 2.0 上半年 GMV 同比增长超 106%；恋火新品 PL 波点系列深受消费者喜爱，上市两个月实现 GMV 达 2.75 亿元，618 期间 PL 粉底液霸榜天猫热卖榜等榜单 TOP1。分渠道看，2024H1 公司线上、线下渠道分别实现营收 11.39/2.12 亿元，同比分别+34.9%/-1.2%，线上依旧高增；二季度线下表现不及预期拖累表现，推出专供全新弹力蛋白系列新品，完成线下产品金字塔构建。盈利能力方面，公司 2024H1 毛利率为 74.7%（+4.6pct），主要系产品结构优化精简管理。费用方面，2024H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 53.1%/3.4%/2.7%，同比分别+4.6pct/-1.0pct/-0.1pct。

**丸美主品牌心智进一步深化，分渠分品策略全面收官，未来高质量增长可期。**产品：公司产品策略升级，产品集中度进一步提升，受益胶原蛋白赛道高景气小金针等大单品势能向上。品牌：丸美继续夯实眼部护理专家+抗衰老大师心智，大单品打造重塑丸美主品牌心智，品牌粘性持续攀升；恋火通过“看不见”/“蹭不掉”粉底液等大单品塑造底妆心智，差异化新品表现亮眼。渠道：公司线上多平台深化精细化运营实现高增；线下打造专供系列，分渠分品策略全面收官。

详见开源零售 2024 年 5 月 29 日首次覆盖报告《丸美股份（603983.SH）：老牌国货万象更“芯”，未来高质量增长可期》和 2024 年 8 月 24 日信息更新报告《丸美股份（603983.SH）：2024H1 归母净利润同比增长 35.1%，主品牌势能持续提升》等。

### 2.2.17、福瑞达：剔除地产业务影响，2024H1 公司经营情况稳健

**剔除地产业务影响，2024H1 公司经营情况稳健。**公司 2024H1 实现营收 19.25 亿元（同比-22.2%，下同），归母净利润 1.27 亿元（-33.2%），2023Q1 剥离部分地产业务产生投资收益导致表观增速承压，若剔除地产业务影响，营收同比+1.5%、归母净利润+2.9%，基本稳健。我们认为，公司持续聚焦核心大健康业务，未来高质量发展可期。

**化妆品业务费用管控见成效，原料业务相对稳健、医药业务仍承压。**2024 年上半年分业务来看，化妆品：营收 11.86 亿元（+7.2%）、毛利率 61.4%（-1.7pct），颐莲、瓊尔博士营收分别为 4.47 亿元（+14.2%）/6.45 亿元（+7.8%）；此外业务主体山东福瑞达生物股份实现归属于上市公司股东的净利润 0.90 亿元（+13.7%），费用管控初现成效。医药：营收 2.40 亿元（-17.3%）、毛利率 52.1%（-4.2pct），降幅较 Q1 有所收窄。原料：营收 1.72 亿元（+0.7%）、毛利率 39.3%（+3.7pct），相对稳健。此外，2024H1 公司综合毛利率为 51.9%（+7.7pct），而销售/管理/研发费用率分别为 36.4%/4.1%/3.4%，同比分别+7.3pct/-0.3pct/+0.8pct，毛利率、销售费用率同比变化较大主要与业务结构变化（地产剥离）有关。

化妆品战略升级高质量发展可期，医药、原料业务有望稳健增长。(1) 化妆品：研发方面通过原料等基础研究赋能现有品牌，并持续推进二/三类医疗器械开发、注册；销售方面将继续实施大单品策略，不断优化渠道布局；品牌端已升级为“5+N”发展战略，从单一美妆升级为“生美+医美”。(2) 医药：一方面通过合作/自主研发、引进等方式加快推进新品进度，另一方面积极探索医药电商业务、实现全渠道覆盖。(3) 原料：布局多元化原料、加快高附加值产品注册及市场推广进度，并不断完善销售团队建设，持续争夺市场占有率。此外，公司公告拟实施中期分红，合计拟派发现金红利 5083 万元。

详见开源零售 2022 年 1 月 16 日首次覆盖报告《福瑞达 (600223.SH)：生物医药+生态健康双轮驱动，打造大健康生态链》和 2024 年 8 月 24 日信息更新报告《福瑞达 (600223.SH)：剔除地产业务影响，2024H1 公司经营情况稳健》等。

### 2.2.18、百果园集团：上半年水果零售业务有所承压，2B 事业群表现良好

公司 2024H1 营收同比-11.1%，归母净利润同比-66.1%，整体有所承压。公司 2024 年上半年实现营收 55.94 亿元（同比-11.1%）、归母净利润 0.89 亿元（同比-66.1%）。我们认为，公司战略清晰，持续强化渠道、供应链和品牌形象等核心竞争力，预计 2024 年往后加盟渠道完成优化有望逐渐恢复，ToB 业务有望打开新的增长空间。

公司上半年水果零售业务有所承压，2B 事业群表现良好。2024 年上半年，我国鲜果消费物价指数 (CPI) 同比下降 7.8%。分业务来看，2024H1 公司水果及其他食品销售/其他收入（包括特许权使用费及特许经营收入、会员费收入、其他业务等）分别实现营收 54.36/1.58 亿元，分别同比-11.1%/-10.6%，整体有所承压。(1) 零售事业群：2024H1 净关门店 68 家（加盟净关 70 家，直营净开 2 家），期末总店数达 6025 家；水果礼品作为核心战略之一，销售占比从 2023H1 的 10.6% 提升至 2024H1 的 13.0%，主要得益于公司抓住端午节、母亲节等节日发力推广。(2) 2B 事业群：公司基于供应链和产品资源，扩大国内外市场客户基础及覆盖规模，2024H1 实现直销水果及其他食品的销售收入 7.13 亿元（同比+30.0%）。(3) 品类事业群：2024H1 公司招牌及 A 级水果销售额占门店零售总额 64.0%，自有品牌水果零售额占门店零售总额 16.0%。盈利能力方面，公司 2024H1 毛利率为 11.1% (-0.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/3.0%/1.2%/0.4%，同比分别+1.5pct/+0.7pct/持平/+0.2pct。

以“高品质水果专家与领导者”新战略为指引，兼顾高品质与高性价比。公司未来计划在零售业务上注重运营效率和高质量增长，进一步优化加盟模式，合理降费并加强赋能；2B 业务将秉持“买全球、卖全球”理念，持续发展。

详见开源零售 2024 年 2 月 6 日首次覆盖报告《百果园集团 (2411.HK)：水果零售龙头，发布黄金十年战略、正式扬帆起航》和 2024 年 8 月 22 日信息更新报告《百果园集团 (2411.HK)：上半年水果零售业务有所承压，2B 事业群表现良好》等。

### 2.2.19、巨子生物：2024H1 归母净利润+47.4%，重组胶原龙头延续高增

2024H1 归母净利润+47.4%，行业平淡背景下表现亮眼。公司 2024H1 实现营收 25.4 亿元（同比+58.2%，下同）、归母净利润 9.83 亿元（+47.4%）、经调净利润 10.27 亿元（+51.8%），行业平淡背景下仍增长亮眼。

可复美大单品亮眼+新品增长迅速，线上渠道扩张推动销售费用率小幅提升。2024 年上半年，分品类看，护肤品/敷料/保健食品实现营收 19.40/5.92/0.09 亿元，同比分别+62.0%/+48.9%/-21.1%。分品牌看，可复美实现营收 20.71 亿元（+68.6%），胶原

敷料在 618 大促多个热卖榜位居 TOP1，明星大单品胶原棒口碑销量双升；此外根据久谦数据，4 月推出的焦点面霜上半年 GMV 近 0.5 亿元；可丽金实现营收 3.96 亿元（+23.6%），618 大促期间线上全渠道 GMV 翻倍增长。分渠道看，直销/经销实现营收 18.38/7.02 亿元，同比分别+69.7%/+34.4%，其中线上 DTC 店铺/电商平台营收同分别+64.1%/+143.3%，均实现高增。盈利能力方面，2024H1 毛利率 82.4%（-1.7pct），主要系毛利率较低的护肤品占比提升。2024H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 35.1%/2.6%/1.9%，同比分别+0.5pct/-0.4pct/-0.2pct，线上直销渠道扩张推动销售费用率小幅提升。

**重组胶原蛋白龙头多维发力，强化核心竞争力实现长期增长。**产品端：可复美品牌明星单品胶原棒表现持续亮眼，焦点与胶卷系列新品有望助力增长；可丽金品牌携手美丽修行开展百人试用活动获得 99%好评，彰显品牌的强产品力，未来可丽金将加强公域渠道建设及投入力度。渠道端：坚持线上+线下、专业+大众全域布局，全国首家品牌旗舰店已在重庆万象城落地。研发端：2024 年上半年新增专利 40 项，专利布局速度加快。

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 2024 年 8 月 20 日信息更新报告《**巨子生物 (2367.HK)：2024H1 归母净利润+47.4%，重组胶原龙头延续高增**》等。

#### 2.2.20、红旗连锁：主营业务保持稳健增长，重点调整门店、商品等方面

**公司 2024 年上半年营收同比+3.7%、归母净利润同比+3.8%，增长稳健。**公司 2024H1 实现营收 51.86 亿元（同比+3.7%，下同），归母净利润 2.67 亿元（+3.8%），增长稳健；2024Q2 实现营收 25.15 亿元（+2.7%），归母净利润 1.03 亿元（-10.9%）。我们认为，公司便利超市主业经营稳健，国资控股后，有望实现全方位资源赋能，进一步激发增长动能，推动持续成长。

**公司主营业务表现良好，期间费用率有所下降，投资收益略有承压。**2024 年上半年公司实现主营业务净利润 2.07 亿元，同比增长 6.1%，表现良好。分业务看，公司日用百货/食品/烟酒/其他业务分别实现营收 7.1/22.7/18.1/3.9 亿元，分别同比+1.3%/+1.7%/+9.0%/-3.2%。盈利能力方面，2024 年上半年公司毛利率为 28.98%，同比-0.37pct。期间费用方面，公司销售/管理/财务费用率为 21.94%/1.44%/0.88%，同比-0.55pct/-0.09pct/+0.37pct，整体有所下降。此外投资收益方面，2024 年上半年公司对新网银行及甘肃红旗实现投资收益 5936 万元（-3.6%），有所承压，但新网银行仍经营状况良好，资金充足，分红可观。

**深耕便利店行业构筑竞争优势，全年将重点调整门店、商品等方面。**公司深耕便利店行业，立足“商品+服务”差异化竞争策略、密集式门店布局、人才和品牌等优势深筑竞争壁垒。2024 年上半年，公司净开店 16 家，完成旧店改造 202 家，截至报告期末门店总数达 3655 家。此外，公司持续加强与线上平台的合作，开拓线上引流、落地门店的功能，2024 年上半年通过线上渠道实现客户引流到店 535 万人次，线上销售近 5 亿元。长期看，公司以客户需求为核心，专注于提升顾客体验，有望持续提升门店服务水平，夯实区域渠道品牌竞争力，并有望与其控股股东——省属国有大型骨干企业四川省商业投资集团有限责任公司有望形成资源互补、协同发展。

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 2024 年 7 月 27 日信息更新报告《**红旗连锁 (002697.SZ)：主营业务保持稳健增长，重点调整门店、商品等方面**》等。

**表4：本周永辉超市、爱婴室表现相对较好**

| 证券代码      | 股票简称 | 评级 | 收盘价（元） | 周涨跌幅   | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|----|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |    |        |        | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 688363.SH | 华熙生物 | 买入 | 60.69  | 0.15%  | 1.77  | 2.24  | 2.82  | 34    | 27    | 22    |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 买入 | 53.15  | 0.82%  | 2.36  | 2.99  | 3.71  | 23    | 18    | 14    |
| 603214.SH | 爱婴室  | 买入 | 17.11  | 21.09% | 0.84  | 0.94  | 1.03  | 20    | 18    | 17    |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 买入 | 4.99   | 2.25%  | 0.42  | 0.44  | 0.46  | 12    | 11    | 11    |
| 600612.SH | 老凤祥  | 买入 | 56.03  | 0.04%  | 4.66  | 5.15  | 5.69  | 12    | 11    | 10    |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 买入 | 12.34  | 1.40%  | 0.45  | 0.67  | 0.91  | 27    | 18    | 14    |
| 002867.SZ | 周大生  | 买入 | 11.78  | 0.68%  | 1.14  | 1.34  | 1.53  | 10    | 9     | 8     |
| 300896.SZ | 爱美客  | 买入 | 216.79 | -1.61% | 6.86  | 8.25  | 9.77  | 29    | 22    | 18    |
| 600655.SH | 豫园股份 | 买入 | 5.98   | 3.82%  | 0.44  | 0.52  | 0.62  | 14    | 12    | 10    |
| 600223.SH | 福瑞达  | 买入 | 7.23   | 3.43%  | 0.37  | 0.47  | 0.58  | 20    | 15    | 12    |
| 002345.SZ | 潮宏基  | 买入 | 5.05   | 1.41%  | 0.43  | 0.52  | 0.61  | 12    | 10    | 8     |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | 买入 | 23.27  | 3.88%  | 0.38  | 0.67  | 1.00  | 61    | 35    | 23    |
| 601933.SH | 永辉超市 | 买入 | 3.80   | 25.41% | 0.01  | 0.05  | 0.10  | 380   | 76    | 38    |
| 603708.SH | 家家悦  | 买入 | 9.21   | 5.26%  | 0.34  | 0.40  | 0.47  | 27    | 23    | 20    |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 买入 | 15.84  | 4.97%  | 0.43  | 0.52  | 0.61  | 37    | 30    | 26    |
| 600916.SH | 中国黄金 | 买入 | 9.08   | 0.44%  | 0.60  | 0.77  | 0.89  | 15    | 12    | 10    |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 买入 | 12.95  | 0.47%  | 0.95  | 1.26  | 1.52  | 14    | 10    | 9     |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 买入 | 13.91  | -4.79% | 0.88  | 1.06  | 1.28  | 16    | 13    | 11    |
| 603193.SH | 润本股份 | 买入 | 24.10  | 0.37%  | 0.78  | 0.96  | 1.18  | 31    | 25    | 20    |
| 603983.SH | 丸美股份 | 买入 | 30.06  | -2.37% | 0.94  | 1.21  | 1.51  | 32    | 25    | 20    |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 买入 | 29.10  | 4.00%  | 1.14  | 1.51  | 1.94  | 26    | 19    | 15    |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 买入 | 95.27  | -2.72% | 3.82  | 4.76  | 5.75  | 25    | 20    | 17    |

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024/10/25）

### 3、零售行业动态追踪

#### 3.1、行业关键词：永辉北京、颈阔肌带、酷塑晶琢®、饿了么、抖音双11等

##### 【永辉北京】北京首家“学习胖东来”调改店恢复营业，开业首日人气热烈

10月19日消息，北京首家“学习胖东来”调改店——永辉石景山区喜隆多购物中心店，正式恢复营业。开业首日，人气爆棚，超市内人头攒动，从卖场环境到商品品质，每一处细节都透露着永辉“学习胖东来”调改店的对品质和服务的追求。据永辉官方数据显示，开业当天，首日支付客流约1.4万人次，超5万人进入超市，单日销售总额达到170万元，超过调改前日均销售的6倍。（来源：职业零售网公众号）

##### 【颈阔肌带】BOTOX® Cosmetic “颈阔肌带”适应症获FDA批准

10月21日消息，艾尔建美学近日公告，其肉毒毒素产品BOTOX® Cosmetic已获得美国FDA批准用于暂时改善成人中至重度“颈阔肌带”外观。据称，此次获批使BOTOX® Cosmetic成为首个也是目前唯一一个获得美国FDA批准四个美容适应症的肉毒毒素产品，也是美国FDA首次批准肉毒毒素用于面部以外美容适应症。（来

源：医美行业观察公众号)

### 【天猫达播】天猫双 11 李佳琦、蜜蜂惊喜社等多个直播间 5 分钟内破亿

10 月 21 日，天猫双 11 正式开卖，李佳琦 Austin、蜜蜂惊喜社、香菇来了、烈儿宝贝、陈洁 kiki 等直播间 5 分钟内成交破亿，交个朋友、所有女生的衣橱、胡可、酒妹妹等在 30 分钟内成交破亿。(来源：亿邦动力公众号)

### 【天猫双 11】天猫双 11 开卖四小时 174 个品牌成交破亿

10 月 22 日消息，据淘天数据，10 月 21 日晚 8 点，2024 年天猫“双 11”正式开售，品牌商品开局迎来爆发，174 个品牌成交破亿，超 1.2 万个品牌成交增速超 100%，近 6000 个品牌增速超 500%。(来源：职业零售网公众号)

### 【饿了么】饿了么公布三年战略规划，探讨即时电商平台和商家新商业模式

10 月 23 日消息，2024 即时电商未来商业峰会上，饿了么 CEO 韩鏊表示，从流量到留量，从增单到增利，饿了么制定了未来三年的重要战略规划，一是健康增长，做更懂消费者的即时餐饮平台；二是做符合饿了么特色的即时零售；三是做面向市场价值延展的即时物流网络。(来源：亿邦动力公众号)

### 【抖音双 11】抖音双 11 狂欢期抖音商城搜索 GMV 同比增长 92%

10 月 23 日消息，“抖音商城双 11 好物节”正式期前 3 天狂欢期（10 月 18 日-10 月 20 日）落幕，据抖音电商统计，抖音商城搜索 GMV 同比增长 92%。各大品牌生意全面爆发，近 8000 个品牌成交同比增长 200%+，超 10000 个品牌成交同比翻倍。苹果、华为、欧莱雅、资生堂、鸭鸭、耐克等品牌成交额破亿，持续领跑，再次证明了抖音电商的内容爆发力。(来源：亿邦动力公众号)

### 【博瑞医药】博瑞医药 BGM0504 注射液减重适应症获得 III 期临床试验伦理批件

10 月 23 日消息，博瑞医药公告，全资子公司博瑞新创自主研发的 BGM0504 注射液减重适应症的 III 期临床研究方案通过了牵头医院北京大学人民医院伦理审查委员会的审批，获得了《北京大学人民医院伦理审查委员会伦理审查批件》。(来源：医美行业观察公众号)

### 【开云集团】开云集团三季度销售跌幅超出预期

10 月 24 日消息，法国奢侈品巨头开云集团周三警告，由于中国市场需求疲弱，集团第三季销售额跌幅超出预期，2024 年盈利将几乎削半。开云表示，2024 年持续经营业务的盈利预计约为 25 亿欧元，创 2016 年以来最低水平。其中占集团年度销售额一半和盈利贡献三分之二的 Gucci 品牌，第三季度同店销售额持续下滑，跌幅达到 25%。(来源：职业零售网公众号)

### 【小红书双 11】小红书双 11 首周 GMV 千万级商家增长 3.3 倍

10 月 24 日消息，小红书电商公布双 11 第一阶段战报：截至 10 月 20 日，2024 年双 11 在小红书成交破千万的商家数同比增长超过 3.3 倍，成交破 500 万的商家数量同比增长 4.5 倍，成交破百万商家数增长 3.1 倍。(来源：亿邦动力公众号)

### 【酷塑晶琢®】艾尔建美学旗下全新一代冷冻减脂仪酷塑晶琢®获注册批准

10 月 25 日消息，艾尔建美学宣布旗下全新一代冷冻减脂仪酷塑晶琢®

(CoolSculpting® Elite) 获得国家药品监督管理局注册批准，其获批适应症为临床上适用于能够满足负压吸引固定且脂肪厚度大于 1 厘米的腹部和侧腰部位皮下脂肪层的非侵入性冷冻减脂。(来源：医美行业观察公众号)

### 【Nd:YAG】半岛医疗皮秒 Nd:YAG 激光治疗仪获批

10 月 25 日消息，国家药监局发布的医疗器械批准证明文件中显示，深圳半岛医疗集团股份有限公司关于皮秒 Nd:YAG 激光治疗仪的注册申请获批（国械注准 20243092111）。(来源：医美行业观察公众号)

### 【速卖通】速卖通百亿补贴首次参加双 11 品牌商家拥有专属场域

10 月 25 日消息，招商资料显示，2024 年双 11 速卖通将基于“百亿补贴”对品牌商家进行精准扶持和集中投入，为了实现最大化爆发，速卖通将根据应季趋势和国别化需求精选 5000 头部爆品，全力补贴保障价格力，推出限时秒杀玩法，定制全链路独家标签，强化大促氛围，促进消费者下单。(来源：亿邦动力公众号)

## 3.2、公司公告：多家公司发布 2024 年三季度报告等

### 银座股份：关于 2020 年度员工持股计划完成第二批非交易过户的公告

根据公司 10 月 21 日公告，截至 2024 年 4 月 13 日，管理委员会根据员工持股计划等相关规定及部分持有人申请，通过中国证券登记结算有限责任公司将其通过员工持股计划间接持有的股票非交易过户至个人证券账户。非交易过户完成后，公司 2020 年度员工持股计划所持有的公司股票剩余 384.86 万股，占公司总股本的 0.74%，剩余持有人数 146 名。

### 孩子王：公司发布 2024 年三季度报告

根据公司 10 月 21 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 22.78 亿元，同比增长 4.11%；归母净利润 5.15 亿元，同比增长 8.66%；基本每股收益 0.05 元/股。

### 锦波生物：公司发布 2024 年三季度报告

根据公司 10 月 21 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 98.84 亿元，同比增长 91.16%；归母净利润 5.20 亿元，同比增长 170.42%；基本每股收益 5.87 元/股。

### 中兴商业：公司发布 2024 年三季度报告

根据公司 10 月 21 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 1.63 亿元，同比下降 16.52%；归母净利润 1621.93 万元，同比下降 41.64%；基本每股收益 0.04 元/股。

### 富森美：公司发布 2024 年三季度报告

根据公司 10 月 22 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 3.46 亿元，同比下降 10.08%；归母净利润 2.63 亿元，同比增长 10.04%；基本每股收益 0.28 元/股。

### 润本股份：公司发布 2024 年三季度报告

根据公司 10 月 22 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 10.38 亿元，同比增长 25.98%；归母净利润 2.61 亿元，同比增长 44.35%；基本每股收益 0.64 元/股。

#### **爱美客：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 23 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 23.76 亿元，同比上升 9.46%；归母净利润 15.86 亿元，同比增长 11.79%；基本每股收益 5.26 元/股。

#### **科思股份：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 23 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 18.58 亿元，同比下降 4.69%；归母净利润 5.14 亿元，同比下降 4.11%；基本每股收益 1.51 元/股。

#### **致欧科技：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 23 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 57.28 亿元，同比增长 38.49%；归母净利润 2.78 亿元，同比下降 3.11%；基本每股收益 0.69 元/股。

#### **华东医药：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 24 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 314.78 亿元，同比增长 3.56%；归母净利润 25.62 亿元，同比增长 17.05%；基本每股收益 1.46 元/股。

#### **汇嘉时代：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 24 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 18.47 亿元，同比下降 2.45%；归母净利润 0.50 亿元，同比下降 68.77%；基本每股收益 0.11 元/股。

#### **苏美达：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 24 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 869.41 亿元，同比下降 9.50%；归母净利润 10.01 亿元，同比增长 12.17%；基本每股收益 0.77 元/股。

#### **贝泰妮：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 24 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 40.18 亿元，同比增长 17.09%；归母净利润 4.15 亿元，同比下降 28.39%；基本每股收益 0.99 元/股。

#### **珀莱雅：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 24 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 69.66 亿元，同比增长 32.72%；归母净利润 9.99 亿元，同比增长 33.95%；基本每股收益 0.75 元/股。

#### **华凯易佰：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 61.15 亿元，同比增长 28.75%；归母净利润 1.89 亿元，同比下降 36.74%；基本每股收益 0.49 元/股。

#### **海宁皮城：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 7.08 亿元，同比下降 8.91%；归母净利润 0.72 亿元，同比下降 46.27%；基本每股收益 0.06 元/股

#### **天虹股份：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 90.47 亿元，同比下降 2.22%；归母净利润 1.18 亿元，同比下降 47.32%；基本每股收益 0.10 元/股。

#### **朗姿股份：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 41.78 亿元，同比增长 1.45%；归母净利润 2.09 亿元，同比下降 4.87%；基本每股收益 0.47 元/股

#### **丸美股份：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 19.52 亿元，同比增长 27.07%；归母净利润 2.39 亿元，同比增长 37.38%；基本每股收益 0.60 元/股。

#### **茂业商业：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 21.26 亿元，同比下降 12.75%；归母净利润 1.54 亿元，同比下降 17.31%；基本每股收益 0.09 元/股。

#### **大东方：公司发布 2024 年三季度报告**

根据公司 10 月 25 日公告，公司发布三季报：2024 年前三季度实现营业收入 27.62 亿元，同比增长 2.87%；归母净利润 1.01 亿元，同比下降 23.08%；基本每股收益 0.11 元/股。

**表5：零售公司大事提醒：关注多家公司三季报预计披露日期等**

| 日期     | 公司名称 | 重大事项      |
|--------|------|-----------|
| 10月29日 | 福瑞达  | 三季报预计披露日期 |
| 10月30日 | 中国黄金 | 三季报预计披露日期 |
| 10月30日 | 老凤祥  | 三季报预计披露日期 |
| 10月30日 | 水羊股份 | 三季报预计披露日期 |
| 10月30日 | 红旗连锁 | 三季报预计披露日期 |
| 10月31日 | 潮宏基  | 三季报预计披露日期 |
| 10月31日 | 周大生  | 三季报预计披露日期 |
| 10月31日 | 豫园股份 | 三季报预计披露日期 |
| 10月31日 | 永辉超市 | 三季报预计披露日期 |
| 10月31日 | 华熙生物 | 三季报预计披露日期 |

资料来源：Wind、开源证券研究所

**表6：零售行业大事提醒：关注2024第21届昆明国际美业博览会等**

| 日期     | 主题   | 重大事项                          |
|--------|------|-------------------------------|
| 11月25日 | 美妆   | 2024第21届昆明国际美业博览会             |
| 11月28日 | 电商   | 2024第8届杭州国际网红品牌博览会暨电商选品会      |
| 12月4日  | 零售   | 2024第17届全球（上海）零售自有品牌产品亚洲展 PLF |
| 12月27日 | 珠宝首饰 | 2024第十一届上海国际珠宝展览会暨元旦黄金珠宝节     |
| 2月24日  | 零售   | 上海新零售社区社群团购博览会                |
| 2月24日  | 电商   | 2025第21届CCEE深圳雨果跨境展暨全球平台资源大会  |
| 2月28日  | 电商   | 2025第十五届杭州网红直播电商及私域团购博览会      |
| 3月18日  | 电商   | 2025中国跨境电商交易会（春季福州）           |
| 3月19日  | 电商   | 2025第六届杭州电商新渠道博览会暨集脉电商        |
| 3月20日  | 电商   | 2025第四届CHWE出海网全球跨境电商展览会       |

资料来源：亿邦动力网、活动家、会展之窗等、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。

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