

消费逐步复苏，看好化妆品、黄金珠宝板块

强于大市 (维持)

——商贸零售行业 2023 年中期投资策略

2023 年 06 月 21 日

投资要点:

行业回顾: 国民经济企稳回升，消费呈现复苏态势。2023 年上半年，我国经济社会逐步恢复常态化运行，此前受到压抑的消费需求持续释放，叠加政策利好频频出台，消费呈现逐步复苏态势。2023 年 1-5 月，我国社零累计同比+9.3%，单月同比从 1-2 月的+3.50%逐步恢复至 5 月的+12.70%。

行情回顾: 商贸零售行业表现不佳，科思股份、老凤祥表现亮眼。从二级市场来看，2023 年初至 6 月 16 日，商贸零售行业累计下跌 17.17%，其中，化妆品板块下跌 4.36%，跑输上证综指 10.32 个 pct，其中，科思股份表现亮眼，涨幅为+51.47%，若羽臣/水羊股份/壹网壹创分别上涨 20.03%/11.64%/10.33%。黄金珠宝板块上涨 3.49%，跑输上证综指 2.47 个 pct，其中，老凤祥领涨，涨幅为+48.36%，潮宏基/周大生/菜百股份分别上涨 47.70%/27.38%/21.46%。

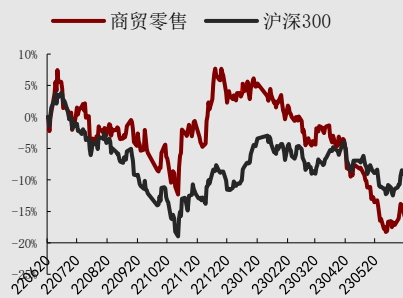
下半年细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝板块

化妆品: 2023 年上半年，化妆品需求逐渐回暖，限额以上企业化妆品零售额月度同比增速逐渐修复，2023 年 1-2 月/3 月/4 月/5 月限额以上企业化妆品零售额分别同比+3.8%/+9.6%/+24.3%/+11.7%，线上数据逐月向好。中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。近年来，化妆品法律法规密集发布，监管趋严，行业洗牌加速。同时，在互联网红利消退背景下，国货化妆品龙头企业积极寻求新机遇，通过产品力、营销的升级，实现异军突起。看好强研发、多渠道、产品力优秀的化妆品龙头企业。

黄金珠宝: 短期来看，黄金价格震荡走高，2023 年以来黄金珠宝消费场景恢复，叠加国潮崛起、黄金首饰工艺提升等因素促使珠宝首饰消费量提高，行业迎来量价齐升。而行业龙头企业在过去三年期间积极开拓品类，并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。下半年继续看好短期受益于行业量价齐升、长期市占率提升的黄金珠宝龙头企业。

风险因素: 宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

5 月社零同比增长 12.70%，消费市场持续恢复

5 月黄金珠宝线上数据表现平淡，部分内资品牌表现亮眼

金银珠宝零售额同比增幅逐月扩大，部分公司 23Q1 业绩表现优异

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

正文目录

| | |
|---|-----------|
| 1 行业回顾：消费呈现复苏态势，部分重点个股表现亮眼 | 4 |
| 1.1 行业：国民经济企稳回升，消费呈现复苏态势..... | 4 |
| 1.2 行情：商贸零售行业表现不佳，科思股份、老凤祥表现亮眼..... | 5 |
| 2 细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝板块 | 7 |
| 2.1 化妆品：2023 年以来行业整体回暖，龙头强者恒强..... | 7 |
| 2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展..... | 7 |
| 2.1.2 供给侧：政策趋严促行业规范化，渠道驱动向产品驱动转变..... | 9 |
| 2.2 黄金珠宝：金价走高+黄金珠宝消费量提升，行业量价齐升..... | 13 |
| 2.2.1 短期：恢复弹性大，量价齐升推动行业长期向好..... | 13 |
| 2.2.2 中长期：龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强..... | 16 |
| 3 投资建议 | 18 |
| 4 风险因素 | 18 |

| | |
|--|----|
| 图表 1： 全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比..... | 4 |
| 图表 2： 社零总额同比增速及实际增速..... | 4 |
| 图表 3： 社零餐饮收入、商品零售同比增速..... | 4 |
| 图表 4： 2023 年“两会”扩大内需计划节选..... | 5 |
| 图表 5： 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)..... | 6 |
| 图表 6： 化妆品、黄金珠宝行业重点个股区间涨跌幅(%)..... | 6 |
| 图表 7： 中国化妆品市场规模及同比增速..... | 7 |
| 图表 8： 限额以上企业化妆品零售额及同比增速..... | 7 |
| 图表 9： 世界主要国家化妆品市场规模增速对比..... | 7 |
| 图表 10： 世界主要国家化妆品人均消费额对比（美元）..... | 7 |
| 图表 11： 中国化妆品市场主要渠道占比..... | 8 |
| 图表 12： 淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速..... | 8 |
| 图表 13： 京东近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速..... | 8 |
| 图表 14： 拼多多近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速..... | 8 |
| 图表 15： 2023 年 1-4 月重点化妆品公司旗下主要品牌淘系平台情况..... | 9 |
| 图表 16： 近十年来中国化妆品行业 Top20 品牌份额（%）..... | 10 |
| 图表 17： 2015-2022 年主要化妆品公司研发费用率（%）..... | 11 |
| 图表 18： 功能性护肤品重点品牌科技成分..... | 11 |
| 图表 19： 李佳琦直播带货薇诺娜、夸迪、珀莱雅..... | 13 |
| 图表 20： 薇诺娜发展私域流量..... | 13 |
| 图表 21： 中国黄金珠宝市场规模及同比增速..... | 14 |
| 图表 22： 各类黄金消费情况..... | 14 |
| 图表 23： 金银珠宝类商品零售额及同比增速..... | 14 |
| 图表 24： 伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求..... | 15 |
| 图表 25： 中国珠宝市场主要渠道占比..... | 15 |
| 图表 26： 淘系平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速..... | 15 |
| 图表 27： 京东平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速..... | 16 |
| 图表 28： 苏宁平台近期珠宝 GMV（亿元）及同比增速..... | 16 |
| 图表 29： 2023 年 1-4 月重点黄金珠宝公司旗下主要品牌淘系平台情况..... | 16 |
| 图表 30： 各品牌 IP 联名产品、古法金产品..... | 17 |

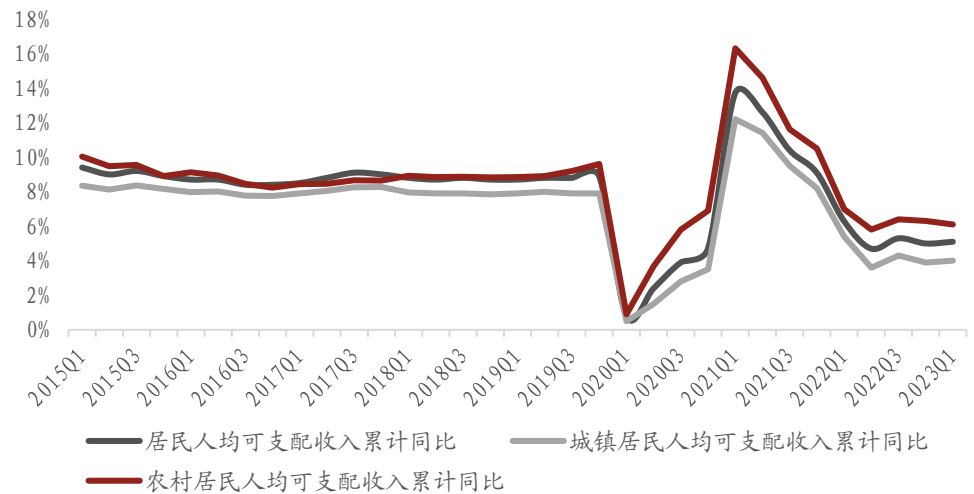
| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 31: 2017-2022 年行业龙头门店数量对比..... | 17 |
| 图表 32: 2017-2022 年行业龙头门店净增加情况..... | 17 |

1 行业回顾：消费呈现复苏态势，部分重点个股表现亮眼

1.1 行业：国民经济企稳回升，消费呈现复苏态势

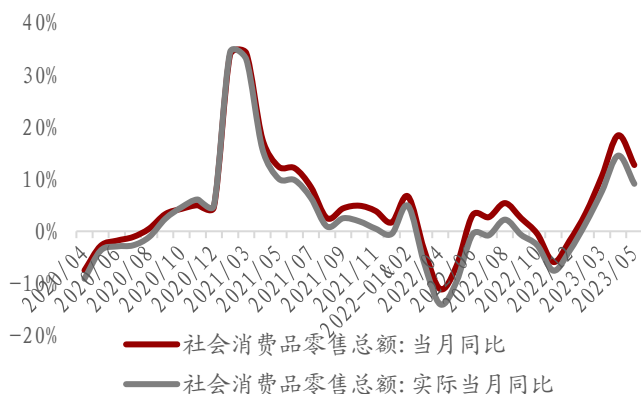
回顾2023年上半年：国民经济企稳回升，消费呈复苏回暖趋势。2023年上半年，社会逐步恢复常态化运行，国民经济稳步增长。2020-2022年三年疫情期间受到压抑的消费需求持续释放，线下实体经济尤其是旅游、餐饮、零售等行业持续回升。从统计局数据来看，2023Q1，居民人均可支配收入同比+5.10%，环比2022年微升0.1pct，企稳回升，其中，城镇居民人均可支配收入同比+4.00%，环比2022年微升0.1pct，农村居民人均可支配收入同比+6.10%，环比2022年微降0.2pct，农村居民可支配收入仍有待恢复。社零数据方面，2023年1-5月社零累计同比增速为+9.30%，单月来看，社零同比增速从1-2月的+3.50%逐步恢复至5月的+12.70%，消费呈现复苏态势。

图表1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比



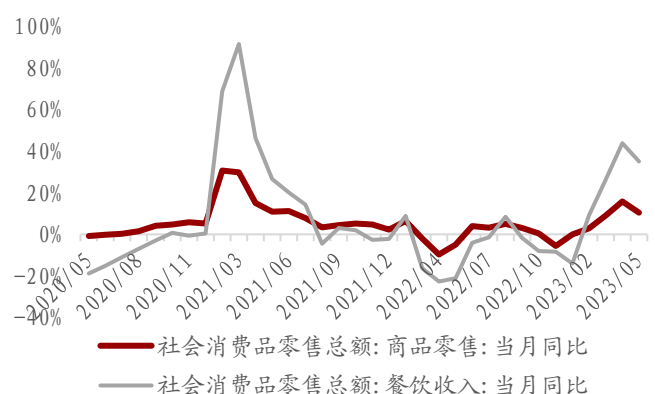
资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表2：社零总额同比增速及实际增速



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表3：社零餐饮收入、商品零售同比增速



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

展望未来：2023年把“着力扩大国内需求”作为首要任务，推动生活服务消费恢复。2023年3月4日-13日，十四届全国人大一次会议及全国政协十四届一次会议召开，会议指出，在过去一年，我国经济发展遇到疫情等国内外多重超预期因素冲击，面对经济新的下行压力，出台实施经济一揽子政策和接续措施，稳住了经济大盘，经济展现出韧性；2023年经济发展要坚持“稳字当头、稳中有进”，更好地统筹疫情防控和经济社会发展，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。会议阐述2023年经济工作八大重点，把“着力扩大国内需求”作为首要任务，把恢复和扩大消费摆在优先位置。

政策利好释放，扩大内需战略实施方案出台，消费市场有望稳步恢复。2022年12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，《纲要》指出，我国扩大内需机遇和挑战都有新的发展变化，应全面促进消费，加快消费提质升级。2023年3月13日，十四届全国人大一次会议表决批准2023年国民经济和社会发展计划。计划提出，着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用；综合施策释放消费潜力，从增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景等方面，打造高质量消费供给体系，持续提升传统消费，加快培育新型消费，不断壮大消费热点。

图表4：2023年“两会”扩大内需计划节选

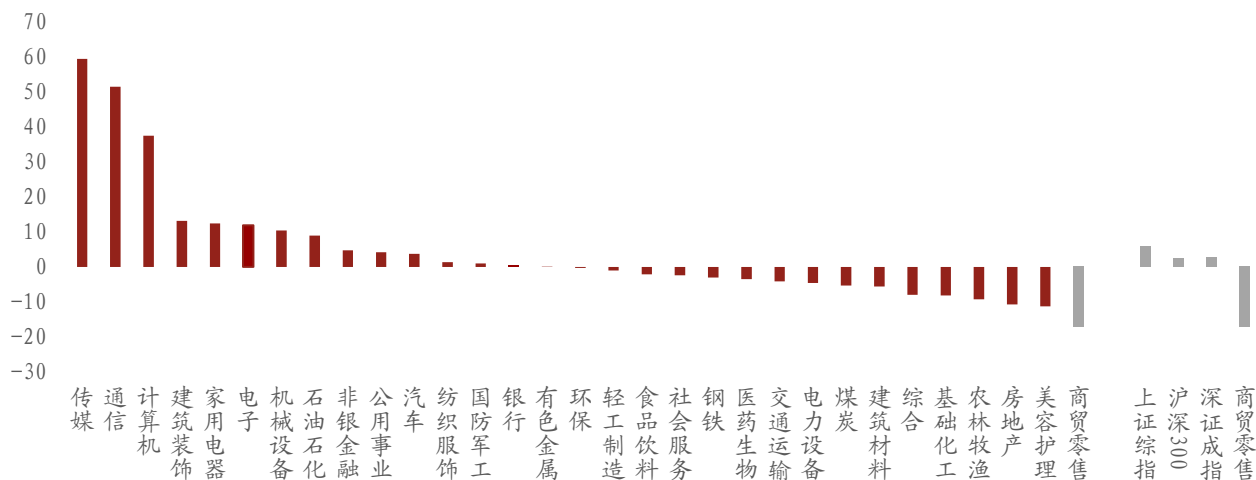
| 2023年“两会”扩大内需计划节选 | | |
|---------------------|--------|--|
| 着力扩大国内需求，综合施策释放消费潜力 | 增强消费能力 | 1) 多渠道增加居民收入，促进居民想消费、敢消费、能消费；2) 推进城乡区域联动、线上线下相结合的系列促消费活动； |
| | 改善消费条件 | 1) 加快推进国际消费中心城市及区域消费中心的培育建设；2) 打造便民生活圈；3) 建立县域商业体系；4) 支持住房改善、养老服务等消费，推动重点领域和大宗商品消费持续改善。 |
| | 创新消费场景 | 1) 鼓励发展消费新业态新模式新场景，推动线上线下商品消费融合发展；2) 引导电商企业培育新消费品牌；3) 鼓励有条件地方积极发展首店经济、首发经济；4) 培育文化和旅游消费新业态新场景。 |
| | 鼓励绿色消费 | 1) 鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电、绿色建材等予以支持；2) 持续开展家电生产企业回收目标责任制行动；3) 扩大绿色产品供给和消费。 |

资料来源：中国人民政府网、万联证券研究所

1.2 行情：商贸零售行业表现不佳，科思股份、老凤祥表现亮眼

2023年1月1日至6月16日，申万31个一级行业涨跌不一，其中，传媒板块(+59.48%)、通信板块(+51.52%)、计算机板块(+37.49%)和建筑装饰板块(+13.17%)等行业领涨。商贸零售行业表现不佳，累计下跌17.17%，跑输上证综指23.13个pct，位列第31名。重点细分板块方面，化妆品板块下跌4.36%，跑输上证综指10.32个pct，黄金珠宝板块上涨3.49%，跑输上证综指2.47个pct。重点个股方面，化妆品板块中，科思股份表现亮眼，涨幅为+51.47%，其次，若羽臣/水羊股份/壹网壹创分别上涨20.03%/11.64%/10.33%；黄金珠宝板块中，老凤祥领涨，涨幅为+48.36%，潮宏基/周大生/菜百股份分别上涨47.70%/27.38%/21.46%。

图表5: 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2023年1月1日至6月16日;
(2) 股价涨跌幅使用前复权(分红再投)计算。

图表6: 化妆品、黄金珠宝行业重点个股区间涨跌幅(%)

| 区间涨跌幅 (2023年初至2023/6/16) | | | |
|--------------------------|--------|-------------|--------|
| 板块及重点个股 | 区间涨跌幅 | 板块及重点个股 | 区间涨跌幅 |
| 化妆品 | 4.36 | 黄金珠宝 | 3.49 |
| 科思股份 | 51.47 | 老凤祥 | 48.36 |
| 若羽臣 | 20.03 | 潮宏基 | 47.70 |
| 水羊股份 | 11.64 | 周大生 | 27.38 |
| 壹网壹创 | 10.33 | 莱百股份 | 21.46 |
| 拉芳家化 | 6.52 | 六福集团 | 2.80 |
| 福瑞达 | 6.33 | 莱绅通灵 | -2.18 |
| 片仔癀 | 3.41 | 中国黄金 | -2.18 |
| 丸美股份 | 1.60 | 周大福 | -3.77 |
| 珀莱雅 | -5.03 | 豫园股份 | -3.82 |
| 丽人丽妆 | -5.58 | 谢瑞麟 | -5.74 |
| 上海家化 | -5.97 | 周生生 | -9.98 |
| 青松股份 | -21.81 | 迪阿股份 | -34.95 |
| 华熙生物 | -30.98 | | |
| 逸仙电商 | -31.51 | | |
| 贝泰妮 | -34.46 | | |

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2023年1月1日至6月16日;

(2) 我们根据上市公司的主营业务情况, 选取出以上化妆品公司和黄金珠宝公司分别划分为化妆品板块、黄金珠宝板块;

(3) 板块涨跌幅计算公式为: $(\sum \text{个股涨跌幅} * \text{个股流通市值}) / (\sum \text{个股流通市值})$ 。

2 细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝板块

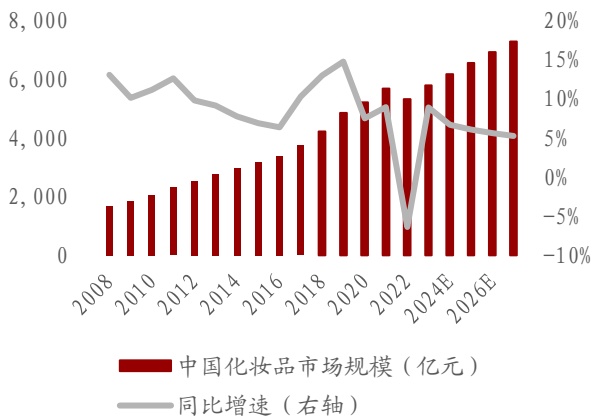
2.1 化妆品：2023 年以来行业整体回暖，龙头强者恒强

2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展

化妆品行业消费呈现复苏态势，行业整体回暖。受宏观经济下行等因素的影响，2022 年中国化妆品市场规模达到5318亿元，同比-6.4%。随着2023年经济逐步复苏，2023 年1-5月化妆品消费整体回暖，限额以上企业化妆品零售额月度同比增速由负转正，2023 年1-2 月 /3 月 /4 月 /5 月限额以上企业化妆品零售额分别同比 +3.8%/+9.6%/+24.3%/+11.7%。

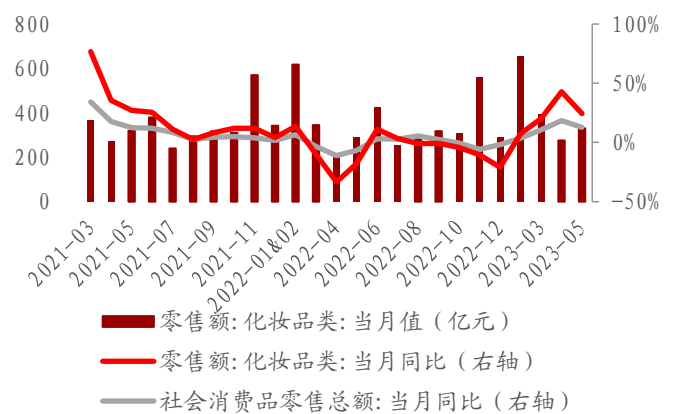
中长期来看，中国化妆品人均消费仍较低，对标世界发达国家有5倍发展空间。尽管短期受到疫情因素影响，但从中长期来看，中国化妆品市场增速快且人均化妆品消费额仍然有较大提升空间。根据Euromonitor的数据显示，2022年中国化妆品人均消费额为55.9美元，而美国/英国/日本/韩国的化妆品人均消费额约为235-335美元，若以这些发达国家的化妆品人均消费额作为天花板，则中国化妆品市场仍有5倍左右的发展空间。

图表7：中国化妆品市场规模及同比增速



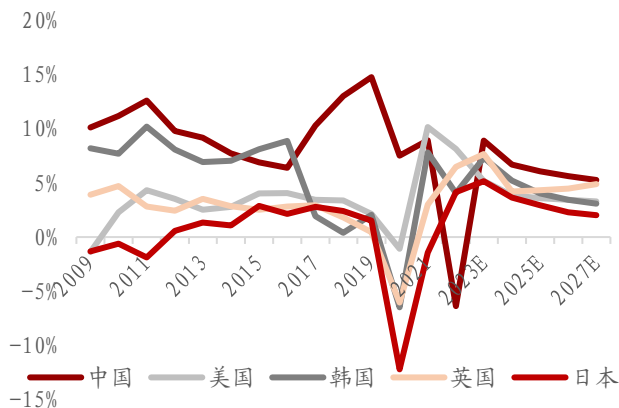
资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表8：限额以上企业化妆品零售额及同比增速



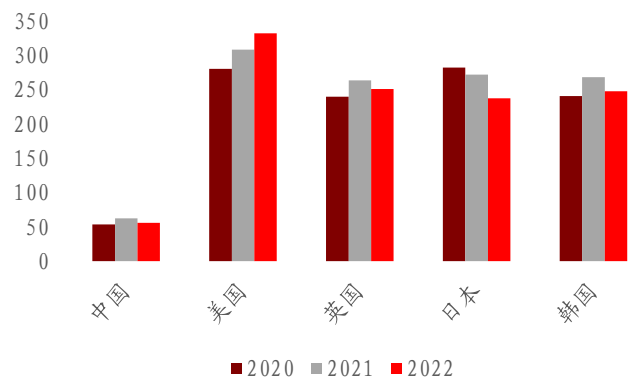
资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表9：世界主要国家化妆品市场规模增速对比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表10：世界主要国家化妆品人均消费额对比（美元）

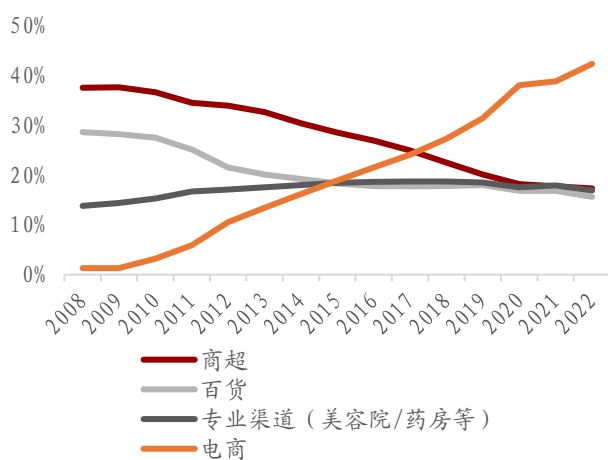


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

线上渠道占比快速攀升，线下百货商超渠道占比下滑。过去由于电商平台快速发展、营销手法多样化、线上成本更低以及配送到家等因素，化妆品线上消费市场急剧膨胀，侵占线下渠道份额。而近三年由于受到疫情影响，线下消费场景被压制，促使化妆品消费市场进一步从线下往线上转移。根据Euromonitor的数据，我国化妆品市场电商渠道占比从2010年的3.2%快速提升至2022年的42.3%，成为占比最大的渠道。而2022年线下商超/百货/专业渠道占比分别为17.3%/15.6%/16.9%。

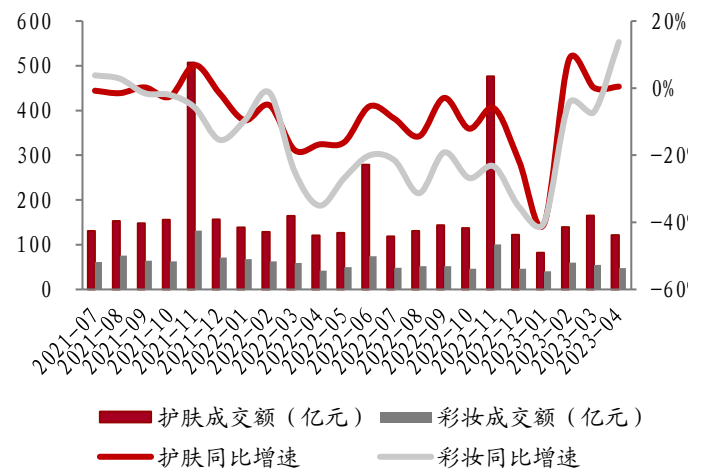
线上具体情况：2023年1-4月，化妆品电商数据逐月向好。根据萝卜投研的数据，2023年1月-4月，淘系平台化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-40%/+4%/-2%/+4%，京东化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-20%/0%/-8%/-5%，拼多多化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-91%/-19%/-8%/-16%。整体而言，化妆品线上表现逐月向好。

图表11：中国化妆品市场主要渠道占比



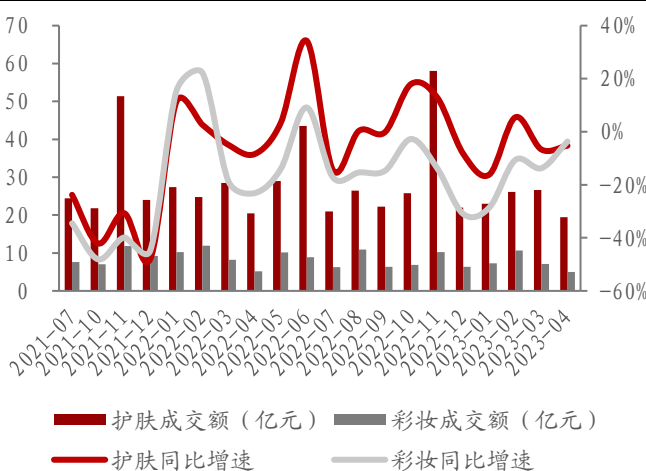
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表12：淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



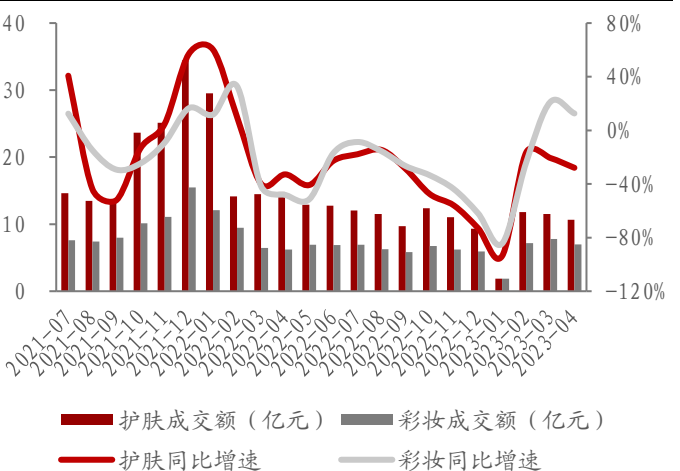
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表13：京东近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表14：拼多多近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

品牌淘系平台情况：头部企业强者恒强，珀莱雅、彩棠、毛戈平、薇诺娜宝贝等重点品牌表现较好。2023年1-4月重点公司旗下主要品牌淘系平台数据：珀莱雅旗下珀莱雅、彩棠、悦芙媞分别同比+3%/+184%/+44%；毛戈平旗下毛戈平、至爱终生分别同比+33%/+30%；上海家化旗下双妹、佰草集、美加净分别同比+82%/+22%/+14%；丸美股份旗下丸美、恋火分别同比+1%/+71%；水羊股份旗下大水滴同比+51%，贝泰妮旗下薇诺娜、薇诺娜宝贝分别同比-25%/+66%。

图表15：2023年1-4月重点化妆品公司旗下主要品牌淘系平台情况

| 公司名称 | 品牌 | 销售额 (万元) | 同比 | 公司名称 | 品牌 | 销售额 (万元) | 同比 |
|------|------|-------------|-------|-------|-------|-------------|-------|
| 珀莱雅 | 珀莱雅 | 105724 | 3% | 毛戈平 | 毛戈平 | 25297 | 33% |
| | 彩棠 | 28707 | 184% | | 至爱终生 | 57 | 30% |
| | 优资莱 | 1637 | -12% | 逸仙电商 | 完美日记 | 18944 | -49% |
| | 悦芙媞 | 3007 | 44% | | 小奥汀 | 4517 | -40% |
| | 韩雅 | 241 | -20% | | 完子心选 | 571 | -66% |
| | 上美集团 | 悠雅 | 7 | -53% | 华熙生物 | 润百颜 | 18335 |
| 韩束 | | 14039 | -39% | 夸迪 | | 14151 | -28% |
| 一叶子 | | 7681 | -41% | 米蓓尔 | | 7672 | -50% |
| 红色小象 | 5182 | -55% | BM肌活 | 9546 | | -16% | |
| 丸美股份 | 丸美 | 14171 | 1% | 上海家化 | 玉泽 | 11283 | -36% |
| | 恋火 | 9781 | 71% | | 佰草集 | 7410 | 22% |
| | 春纪 | 443 | -32% | | 高夫 | 2305 | -23% |
| 水羊股份 | 御泥坊 | 6011 | -50% | | 美加净 | 2380 | 14% |
| | 小迷糊 | 1821 | -32% | | 启初 | 398 | -78% |
| | 大水滴 | 4672 | 51% | | 双妹 | 582 | 82% |
| | 御MEN | 0 | -100% | 福瑞达 | 颐莲 | 13303 | 5% |
| | HPH | 20 | -92% | | 瑗尔博士 | 21237 | -21% |
| 花瑶花 | 13 | -90% | 贝泰妮 | 薇诺娜 | 56709 | -25% | |
| | | | | 薇诺娜宝贝 | 4046 | 66% | |

资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

注：若与上市公司披露的数据不一致，请以上市公司口径为准。

2.1.2 供给侧：政策趋严促行业规范化，渠道驱动向产品驱动转变

政策：化妆品政策趋严，促使行业规范化，龙头受益。2021年1月1日，国务院发布的《化妆品监督管理条例》新规正式实施，随后，国家市场监督管理总局与国家药品监督管理局相继发布多条配套法规。《条例》的重点包括：对化妆品及原料进行分类管理、特殊化妆品及新原料注册管理/普通化妆品备案管理、化妆品功效宣称、代工企业对生产活动负责、建立生产质量管理体系、建立不良反应监测制度等方面。我们认为，对于头部化妆品企业而言，其自身具备条件，可完成注册备案以及功效宣称测评，相应成本较低，且原料与产品的合规性强、原有的生产流程和管理规范，受条例影响的程度低；而对于中小企业而言，条例的发布或将带来注册备案、功效宣称测评、建立规范化的管理和生产制度等方面的成本与时间压力，利好强研发、强管理的合规龙头企业。

竞争格局：外资主导，内资突起。中国化妆品行业此前的竞争格局是以外资主导，近年来中国化妆品企业通过加强研发，驱动产品升级，践行大单品策略、强化营销等方

式奋起直追。根据Euromonitor的数据显示，中国化妆品市场TOP20品牌中，中国品牌包括百雀羚、自然堂、薇诺娜、珀莱雅、云南白药，2022年各品牌份额分别为1.9%/1.5%/1.4%/1.3%/1.2%，中国品牌的市占率相较于2013年均有所增长。

图表 16: 近十年来中国化妆品行业 Top20 品牌份额 (%)

| 品牌名 | 所属公司 | 国家 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 趋势 |
|-------|-----------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----|
| 欧莱雅 | 欧莱雅集团 | 法国 | 4.5 | 4.2 | 4 | 3.7 | 3.4 | 3.4 | 3.6 | 3.9 | 4.1 | 4.4 | ↓ |
| 兰蔻 | 欧莱雅集团 | 法国 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 2.4 | 2.9 | 3.2 | 3.5 | ↑ |
| 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛集团 | 美国 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.4 | 1.7 | 2.1 | 2.6 | 2.8 | 2.7 | ↑ |
| Olay | 宝洁公司 | 美国 | 3 | 2.7 | 2.3 | 1.9 | 1.7 | 1.8 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | ↓ |
| 百雀羚 | 上海百雀羚 | 中国 | 0.9 | 1.3 | 1.8 | 2 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.2 | 2 | 1.9 | ↑ |
| 海飞丝 | 宝洁公司 | 美国 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | ↓ |
| 自然堂 | 伽蓝集团 | 中国 | - | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | ↑ |
| 迪奥 | LVMH | 法国 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | ↑ |
| 薇诺娜 | 贝泰妮生物科技集团 | 中国 | 0 | 0 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1 | 1.4 | ↑ |
| 珀莱雅 | 珀莱雅公司 | 中国 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1.3 | ↑ |
| 云南白药 | 云南白药集团 | 中国 | 0.9 | 1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | ↑ |
| 海蓝之谜 | 雅诗兰黛集团 | 美国 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 1 | 1.2 | 1.2 | ↑ |
| SK-II | 宝洁公司 | 美国 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | ↑ |
| 潘婷 | 宝洁公司 | 美国 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1 | 1.1 | ↓ |
| 黑人牙膏 | 高露洁棕榄公司 | 美国 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1 | 1.1 | ↓ |
| 舒肤佳 | 宝洁公司 | 美国 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1 | 0.9 | 1 | 1 | 1 | ↓ |
| 香奈儿 | 香奈儿集团 | 法国 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1 | 1 | ↑ |
| 飘柔 | 宝洁公司 | 美国 | 2 | 1.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1 | ↓ |
| 资生堂 | 资生堂集团 | 日本 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 1 | ↑ |
| 圣罗兰 | 欧莱雅集团 | 法国 | 0 | 0 | 0 | 0.1 | 0.2 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | ↑ |

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

国货化妆品龙头表现优秀，市占率不断提升。我们通过总结这些企业的发展经验，发现它们主要是从研发赋能产品、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率、借力头部主播带货等几个方向发力：

(1) 研发：注重研发，科技赋能产品。目前，化妆品行业竞争激烈，产品同质化严重，不少美妆企业依靠研发赋能产品，打造产品差异化。从研发费用率来看，国内外美妆企业的研发费用率大体维持在1.5%-3.2%左右，其中欧莱雅从2015-2022年维持研发费用率在3%左右，位居国外美妆集团之首；国内美妆企业加大研发的投入成本，贝泰妮、丸美股份在2022年的研发费用率分别为5.08%、3.06%，均超越国外美妆企业的研发费用率。从研发团队与建设来看，多家头部美妆集团注重研发团队的建设，例如贝泰妮开设云南植物实验室，开发多种云南特色植物功效，2022年公司研发人员占总员工数的比例高达12.81%，丸美股份的研发人员数量占比8.77%，创建眼部肌肤研究中心（丸美5C中心），并且聘请日本研发高管，将日本护肤技术和中国女性护肤需求对接，助力品牌发展。

图表 17: 2015-2022 年主要化妆品公司研发费用率 (%)

| 集团 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 欧莱雅 | 3.14% | 3.29% | 3.37% | 3.39% | 3.30% | 3.45% | 3.19% | 2.98% |
| 资生堂 | 1.48% | 2.15% | 2.41% | 2.66% | 2.80% | 2.93% | 2.47% | 2.50% |
| 爱茉莉 | 1.39% | 1.50% | 1.55% | 1.60% | 1.57% | 1.85% | 1.98% | 2.19% |
| 雅诗兰黛 | 1.65% | 1.70% | 1.51% | 1.32% | 1.36% | 1.60% | 1.50% | 1.73% |
| 贝泰妮 | - | - | 3.62% | 3.71% | 2.78% | 2.41% | 2.81% | 5.08% |
| 丸美股份 | 1.94% | 2.05% | 2.09% | 2.15% | 2.49% | 2.87% | 2.83% | 3.06% |
| 上海家化 | 2.23% | 2.34% | 2.48% | 2.09% | 2.27% | 2.05% | 2.13% | 2.25% |
| 珀莱雅 | 2.13% | 2.92% | 2.29% | 2.17% | 2.39% | 1.92% | 1.65% | 2.00% |

资料来源: 同花顺iFind、公司年报、万联证券研究所

(2) 产品: 从消费者角度出发, 打造产品差异化。互联网红利见顶, 此前的渠道驱动出现疲软, 以淘系为代表的传统电商平台销售额出现下滑, 国内头部品牌商要想破局获取更多的流量, 则要从产品切入, 打造产品差异化。不同于以往的是, 由于普通护肤品赛道竞争激烈, 因此近年来不断有化妆品企业顺应消费者需求, 提升研发投入, 入局功效性护肤品赛道, 例如抗衰、舒缓敏感肌、医美术后修复补水等, 通过功效性护肤品的核心成分打造产品的差异化。据沙利文数据显示, 中国功能性护肤品赛道近年来发展迅猛, 2017-2021年市场规模从133亿元增长至308亿元, CAGR达到23.4%。功能性护肤品主要可分为以下三类: 1) 皮肤学级: 代表产品有薇诺娜的舒敏保湿特护霜、理肤泉和雅漾的补水喷雾等; 2) 强功效性护肤品: 代表产品有The ordinary的精华溶液、珀莱雅的双抗精华和红宝石精华、雅诗兰黛小棕瓶、丸美小红笔眼霜等; 3) 医美级械字号产品: 代表产品有创福康医用胶原蛋白敷料、敷尔佳的白膜和黑膜等。

推行大单品战略, 提高销量和复购率。国内化妆品龙头公司贝泰妮、珀莱雅积极推行大单品战略, 通过产品的纵向迭代 (产品不断升级) +横向拓展 (核心成分向其他品类扩张) 扩充大单品矩阵, 从而提升产品的连带销售和复购率, 有效地留存客群, 并进一步强化品牌。另外, 大单品多为眼霜、面霜、精华等高毛利品类, 推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

图表 18: 功能性护肤品重点品牌科技成分

| 功效类型 | 品牌 | 产品 | 主要科技成分 | 功效 | 产品图示 |
|---------|--------------|--|--|---|---|
| 皮肤学级护肤品 | 理肤泉 | 理肤泉补水喷雾 | 100%天然益生精粹温泉水 | 补水 |  |
| | 雅漾 | 雅漾保湿喷雾 | 法国圣奥迪尔泉水 | 补水 |  |
| | 薇诺娜 | 舒敏保湿特护霜 | 马齿苋精粹、多分子透明质酸钠、青刺果油、β-葡聚糖&牛油果树果脂、10%VC、20%果酸 | 舒缓、保湿 |  |
| | | 舒缓保湿特护精华液 | 青刺果 PRO、丹参根精粹、释迦果精粹、马齿苋精粹 | |  |
| 玉泽 | 玉泽皮肤屏障修护保湿面霜 | 植物仿生脂质技术, 四种植物油脂 (牛油果树果脂、霍霍巴籽油、油橄榄果油、向日葵籽油) 科学配比 | 修护、保湿 |  | |

| | | | | | |
|--------------------------------|-----|----------------|---|--------------|--|
| 强功效 性护肤 品 | 珀莱雅 | 红宝石精华 2.0 | 20%六胜肽-1 溶液+1%超分子维 A 醇 | |  |
| | | 红宝石面霜 2.0 | 六重胜肽（玻尿酸胜肽、三肽-5、四肽-9、四肽-11、六胜肽-1PRO 溶液、六肽-9）+山金车花精粹 | 抗衰、保湿 |  |
| | | 源力精华 2.0 | BMs-Tech Pro 肌源锁扣科技+Pro ECM 协同乳清蛋白+3 重神经酰胺质体+异槲皮素 | 抗衰、修复 |  |
| | | 双抗精华 3.0 | 双抗成分 NOX-AGE; 抗氧: 99.9%高浓麦角硫因 Max、EUK-134、LIPOCHROMAN molecule、虾青素; 抗糖: 脱羧肌肽、Collrepair、合欢树皮提取物 | 抗衰（抗糖、抗氧）、保湿 |  |
| | 丸美 | 小红笔眼霜 2.0 | 25%定制胜肽（包括 Erasin0003、寡肽-1、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8、乙酰基四肽-5、芋螺肽）、重组 I 型&III 型胶原、黑洛西&眼力士、白池花籽油+Mcbiome+2-α-甘油葡糖苷+藏红花提取物 | 抗衰、保湿 |  |
| 雅诗兰黛 | | 第七代小棕瓶小棕瓶精华 | 律波肽、二裂酵母、透明质酸、维生素 E | 抗衰、保湿 |  |
| | | 第五代小棕瓶眼霜 | 律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E | |  |
| 欧莱雅 | | 补水抗皱眼霜 2.0 | 浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母 | 抗衰、补水 |  |
| 医美术 后修复 (敷料/ 修复 贴) | 创福康 | 创福康医用胶原敷料 | 活性胶原蛋白 | 修复、补水 |  |
| | 可复美 | 可复美重组胶原蛋白敷料 | 重组 I 型人源化胶原蛋白原液 | 修复、补水 |  |
| | 敷尔佳 | 敷尔佳白膜 敷尔佳黑膜 | 透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940 透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940 | 修复、补水 |   |

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

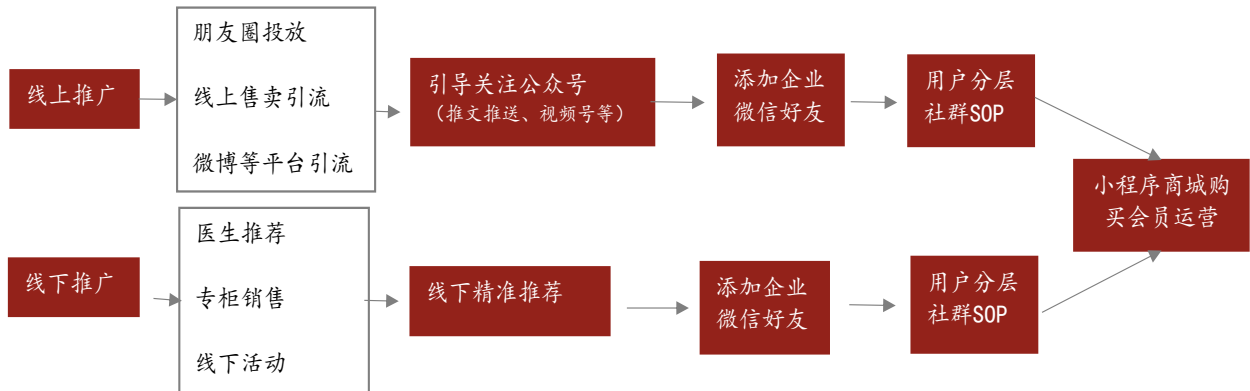
(3) 营销&渠道：与头部主播合作，并加强自播，发展私域流量。面对传统电商流量红利消退、平台获客成本持续上升，国货龙头化妆品公司纷纷寻求新思路，例如直播带货、发展私域流量等。直播带货的优势即是能让消费者通过与主播线上互动的方式拉动销售，国货化妆品公司通过与头部主播合作+发展自播的方式开展直播业务，在抖音、小红书、淘宝等平台进行运营。而私域即是相对于公域而言的，私域的优势在于品牌方可减少对传统电商平台的依赖，降低平台费用，并能通过品牌方的销售更好地维系和客户间的关系，促进复购率的提升。薇诺娜是国货化妆品品牌发展私域流量的典型代表，品牌方充分利用线下销售网点派驻的专业BA，线下引导消费者在小程序注册下单，并在朋友圈、公众号等进行引流至私域，日渐积累私域消费客群，同时也能通过专业的BA给到消费者更为专业的护肤知识，增加品牌粘性。

图表 19: 李佳琦直播带货薇诺娜、夸迪、珀莱雅



资料来源: 蓝媒会、万联证券研究所

图表 20: 薇诺娜发展私域流量



资料来源: 易观数科、万联证券研究所

2.2 黄金珠宝: 金价走高+黄金珠宝消费量提升, 行业量价齐升

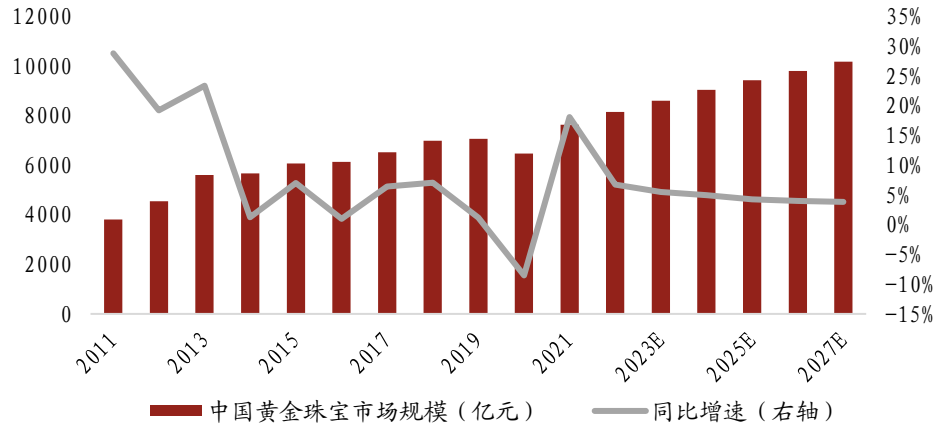
2.2.1 短期: 恢复弹性大, 量价齐升推动行业长期向好

我国黄金珠宝市场规模稳步提升, 2023年金银珠宝零售额同比增幅逐月扩大。2011-2022年, 中国黄金珠宝市场规模从3809.66亿元提升至8158.98亿元, CAGR达到7.17%。受疫情影响, 2020年中国黄金珠宝市场规模为6470.00亿元, 同比-8.52%, 而后随着疫情得到逐步控制, 2021年市场规模恢复至7641.74亿元, 同比+18.11%。2022年, 中国黄金珠宝市场规模回升至8158.98亿元, 同比+6.77%, 随着2022年末国内防疫政策优化放开, 线下珠宝消费需求迎来强势反弹。预计未来随着经济的逐步复苏, 2023-2027年中国黄金珠宝市场规模增速将恢复至3%-6%水平。从统计局的口径来看, 2023年以来, 限额以上企业金银珠宝类零售额月度同比增幅逐月扩大, 1-2月/3月/4月/5月同比分别+5.9%/+37.4%/+44.7%/+24.4%, 珠宝行业全面回暖。

量的角度: 黄金工艺提升+多场景渗透率提升, 黄金首饰消费占比提升。黄金作为长期抗通胀的工具, 受到投资者青睐。此外, 黄金珠宝还具备婚嫁、送礼、日常消费等属性, 根据中国黄金协会的数据, 2023Q1, 黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为65.03%/28.76%/6.21%。随着人民生活恢复正常化、经济逐渐复苏,

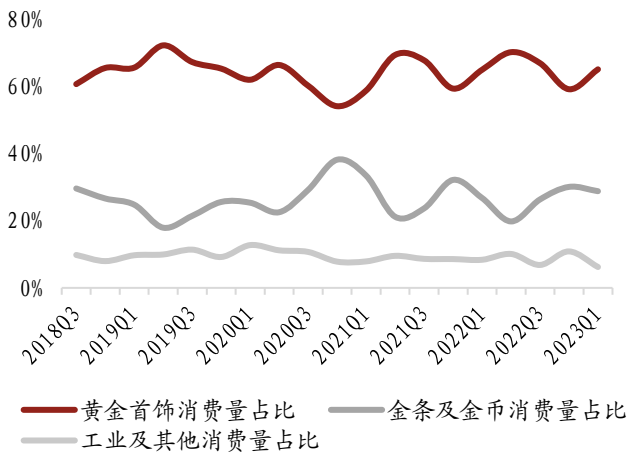
婚庆刚需释放，带动黄金首饰销量提升。另外，近几年金价震荡上行叠加3D、5G等黄金工艺的提 升使得黄金饰品更受消费者青睐，而“悦己”消费、送礼等多场景渗透率提升使得黄金珠宝首饰消费需求扩大。2023Q1，黄金首饰消费量占比同比提升0.15个pct。

图表21：中国黄金珠宝市场规模及同比增速



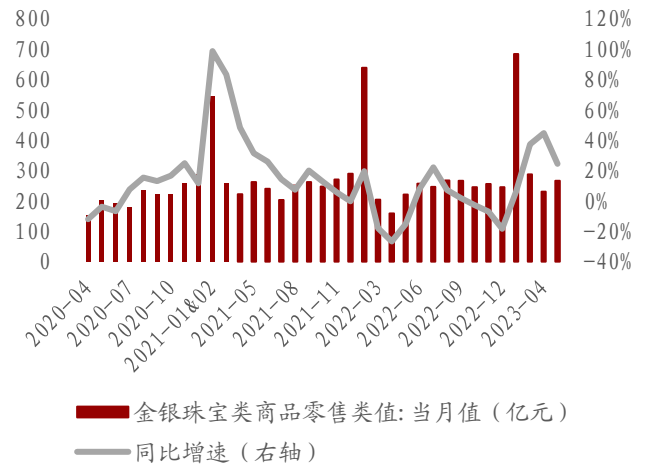
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表22：各类黄金消费情况



资料来源：iFind、中国黄金协会、万联证券研究所

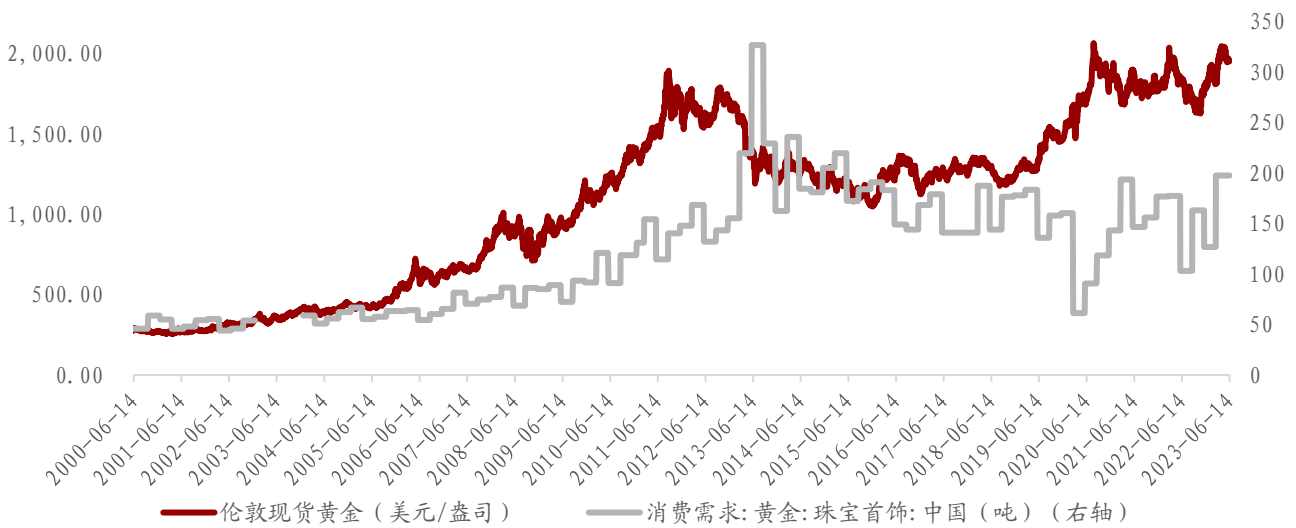
图表23：金银珠宝类商品零售额及同比增速



资料来源：iFind、国家统计局、万联证券研究所

价的角度：现货黄金价格震荡上行。近年来，受地缘政治紧张局势升级、美国通胀飙升、新冠病毒在全球范围内变种传播等因素影响，国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，全球经济发展速度放慢，以信用为基础的世界货币体系受到冲击。近几年伦敦现货黄金价格震荡上行，2020/2021/2022年黄金价格涨跌幅分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%，2023年1-5月黄金价格上涨8.31%，截止2023年6月14日，黄金现货价格高达1955.8美元/盎司。

图表24: 伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



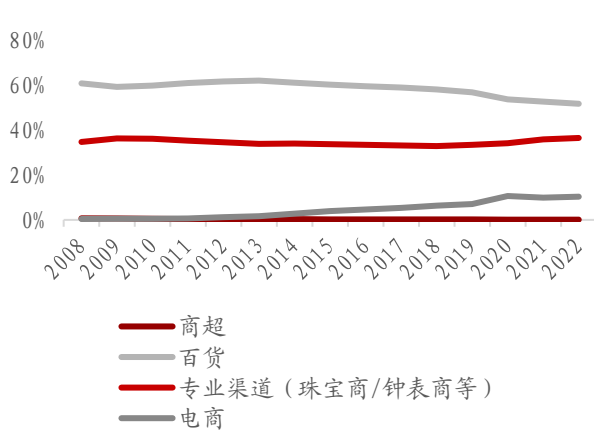
资料来源: iFind, 万联证券研究所整理

分渠道情况:

线上渠道占比小幅上升, 线下百货商超渠道占比下滑。过去由于珠宝市场快速发展, 加之其产品的贵重性与精致性, 主要集中于线下营销推广, 借助百货、珠宝商、钟表商等渠道抢占市场份额, 线上渠道鲜有成效。而近三年由于受到疫情影响, 线下消费场景被压制, 促使珠宝消费市场进一步从线下往线上转移。根据Euromonitor的数据, 我国珠宝市场电商渠道占比从2012年的1.2%提升至2022年的10.3%, 成为同比涨幅最大的渠道。2022年, 线下商超/百货/专业渠道占比分别为0.1%/51.6%/36.4%。

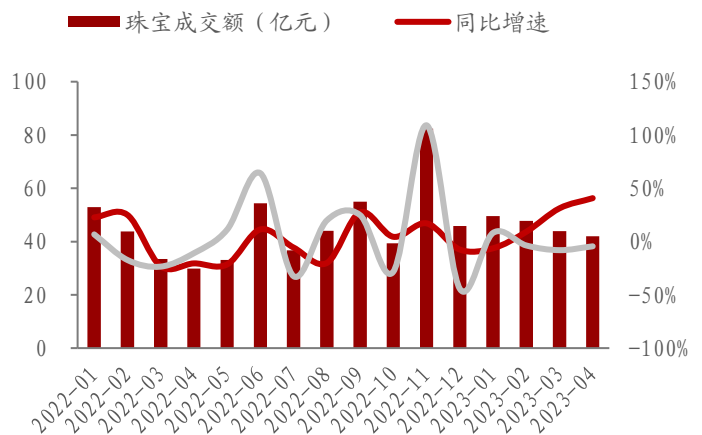
线上具体情况: 2023年1-4月京东平台与淘系平台实现正增长, 苏宁平台大幅下滑。根据萝卜投研的数据, 2023年1-4月淘系平台珠宝GMV同比+14.53%, 京东珠宝GMV同比+4.84%, 苏宁平台珠宝GMV同比-89.98%。

图表25: 中国珠宝市场主要渠道占比



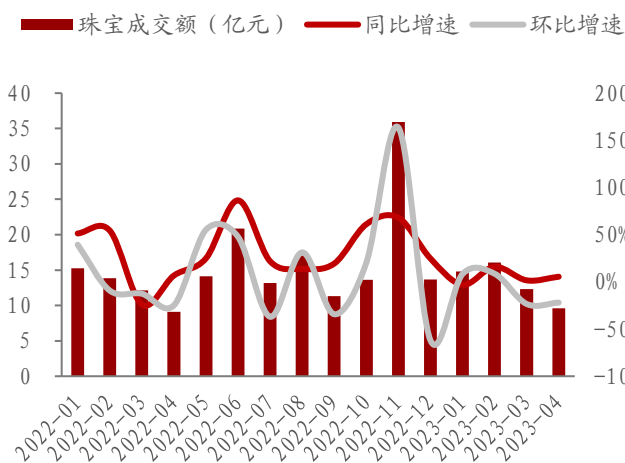
资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

图表26: 淘系平台近期珠宝GMV (亿元) 及同比增速



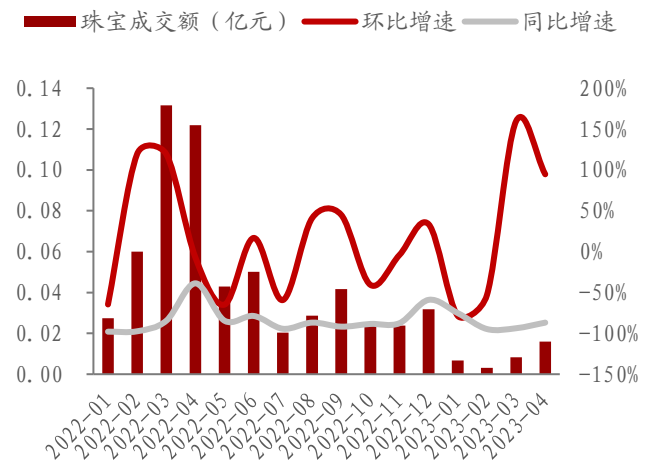
资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

图表27: 京东平台近期珠宝GMV (亿元) 及同比增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

图表28: 苏宁平台近期珠宝GMV (亿元) 及同比增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

品牌淘系平台情况: 各品牌表现分化, 周大生、中国黄金增速较高。根据萝卜投研的数据, 2023年1-4月各大主要的黄金珠宝品牌淘系平台数据表现分化, 其中, 中国黄金、老庙、周大生、周生生、六福珠宝涨幅居前, 分别同比+97%/+40%/+37%/+12%/+12%, 而周大福、DR、老凤祥、莱绅通灵则同比下滑。

图表29: 2023年1-4月重点黄金珠宝公司旗下主要品牌淘系平台情况

| 公司名称 | 品牌 | 销售额 (万元) | 同比 |
|------|------|----------|------|
| 周大福 | 周大福 | 68544 | -17% |
| 六福集团 | 六福珠宝 | 20850 | +12% |
| 周生生 | 周生生 | 43656 | +12% |
| 潮宏基 | 潮宏基 | 22347 | +2% |
| 周大生 | 周大生 | 38834 | +37% |
| 迪阿股份 | DR | 4357 | -65% |
| 老凤祥 | 老凤祥 | 100 | -96% |
| 豫园股份 | 老庙 | 17266 | +40% |
| 中国黄金 | 中国黄金 | 30334 | +97% |
| 莱绅通灵 | 莱绅通灵 | 1117 | -44% |











资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

注: 若与上市公司披露的数据不一致, 请以上市公司口径为准。

2.2.2 中长期: 龙头积极开拓品类、扩渠道, 有望实现强者恒强

拓品类: 在国潮文化和“悦己”观念的影响之下, 越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷, 同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流, 纷纷对产品进行创新, 加大对黄金类产品的研发, 推出古法金、生肖金等品类, 积极与各大IP联名, 同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰, 受到消费者追捧。

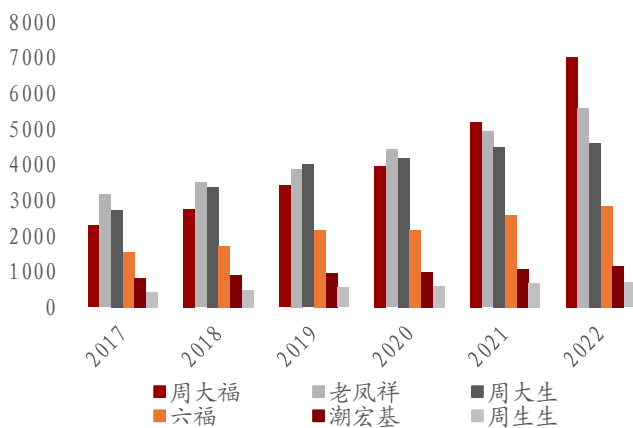
图表 30: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品

| 品牌 | 产品系列 | 产品详情 | | |
|------|------------|--|---|--|
| 周大生 | 遇见国潮系列 | 吉庆祥瑞手镯 | 龙凤和美对戒 | 太平有象手镯 |
| | |  |  |  |
| | | 宝锁吊坠 | 如意吊坠 | 皇家福在眼前串珠 |
| 菜百 | 故宫“宫匠黄金”系列 |  |  |  |
| | | 凤天成运吊坠 | 龙腾盛世吊坠 | 锦上添花吊坠 |
| | |  |  |  |
| 中国黄金 | 花木兰系列 | 御前侍卫御猫吊坠 | 护身虎吊坠 | 招财进宝御猫吊坠 |
| | |  |  |  |
| | | | | |

资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

扩渠道: 疫情促进黄金珠宝行业洗牌, 龙头企业逆势扩张。2020-2022年, 头部黄金珠宝企业逆势加速开店, 其中, 周大福珠宝(内地)近三年分别净增加554/1223/1824家门店, 老凤祥分别净增加557/498/665家门店, 六福(内地)分别净增加0/430/251家门店, 周大生分别净增加178/313/114家门店。

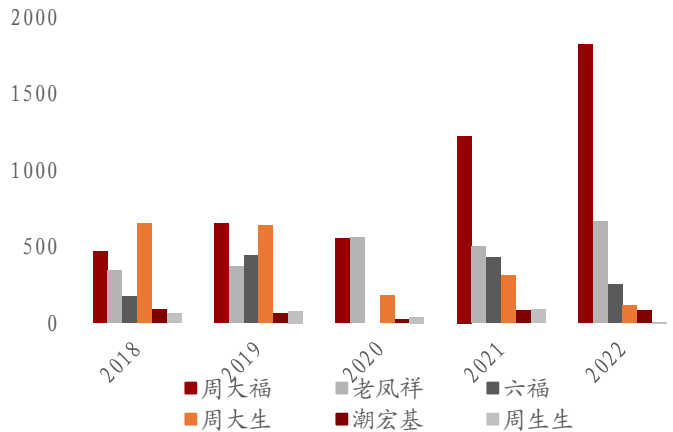
图表 31: 2017-2022 年行业龙头门店数量对比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 为增强可比性, 统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

图表 32: 2017-2022 年行业龙头门店净增加情况



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 为增强可比性, 统一取六家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

3 投资建议

2023年上半年，我国经济社会逐步恢复常态化运行，此前受到压抑的消费需求持续释放，叠加政策利好频频出台，消费呈现逐步复苏态势。2023年1-5月，我国社零累计同比+9.3%，单月同比从1-2月的+3.50%逐步恢复至5月的+12.70%。从二级市场来看，2023年初至6月16日，商贸零售行业累计下跌17.17%，其中，化妆品板块下跌4.36%，跑输上证综指10.32个pct，其中，科思股份表现亮眼，涨幅为+51.47%，若羽臣/水羊股份/壹网壹创分别上涨20.03%/11.64%/10.33%。黄金珠宝板块上涨3.49%，跑输上证综指2.47个pct，其中，老凤祥领涨，涨幅为+48.36%，潮宏基/周大生/菜百股份分别上涨47.70%/27.38%/21.46%。

细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝板块

化妆品：2023年上半年，化妆品需求逐渐回暖，限额以上企业化妆品零售额月度同比增速逐渐修复，2023年1-2月/3月/4月/5月限额以上企业化妆品零售额分别同比+3.8%/+9.6%/+24.3%/+11.7%，线上数据逐月向好。中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。近年来，化妆品法律法规密集发布，监管趋严，行业洗牌加速。同时，在互联网红利消退背景下，国货化妆品龙头企业积极寻求新机遇，通过产品力、营销的升级，实现异军突起。看好强研发、多渠道、产品力优秀的化妆品龙头企业。

黄金珠宝：短期来看，黄金价格震荡走高，2023年以来黄金珠宝消费场景恢复，叠加国潮崛起、黄金首饰工艺提升等因素促使珠宝首饰消费量提高，行业迎来量价齐升。而行业龙头企业在过去三年期间积极开拓品类，并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。下半年继续看好短期受益于行业量价齐升、长期市占率提升的黄金珠宝龙头企业。

4 风险因素

宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场