

化妆品与日化行业研究

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001） 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

zhaozhongping@gjzq.com.cn

龙头坚韧，把握新品&新材料&新市场向上势能

投资建议

- 居民消费预期偏谨慎背景下可选消费（美妆&黄金珠宝&医美）Q2 景气度环比走弱，但龙头业绩依旧坚韧，新品、新材料势能持续释放，品牌出海扬帆起航。
- ✓ **美妆**：展望 Q3 预计淡季表现平稳，关注三条投资主线，1) 重组胶原蛋白高成长赛道：推荐护肤大单品&品类矩阵持续完善、医美有序推进的**巨子生物**；2) 符合性价比消费趋势标的；3) 望迎来边际改善标的（如贝泰妮等）。
- ✓ **黄金珠宝**：展望 Q3 预计淡季偏淡，重点关注 9 月中下旬订货会加盟商进货积极性及 Q4 旺季动销恢复情况。推荐高端古法黄金领军者**老铺黄金**（品牌印记类产品打造差异化，拥有消费&保值双重属性、承接消费力具备相对韧性高端客群悦己/送礼/收藏需求）。
- ✓ **医美**：从单一大单品依赖向产品矩阵升级，推荐薇旖美出货强劲+面中部增容/私密产品/十七型胶原蛋白有序推进获证的**锦波生物**。

投资逻辑

- **美妆**：竞争加剧、龙头坚韧，性价比趋势突出、重组胶原蛋白势能持续向上
- ✓ **行业**：1H24 化妆品零售额延续弱势（同比+1%），天猫降幅收窄、抖音延续快增。中长期预计持续演绎国货品牌崛起&内部分化，竞争向产品力、精细化运营能力、品牌力等综合能力升维。
- ✓ **品牌商**：分化延续，龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道表现亮眼。1H24 品牌商营收/归母净利润同比+21%/63%，子板块中表现最好，其中 1Q/2Q 营收同比+14.5%/12.9%、归母净利润同比+18.3%/+5.9%。内部分化持续加深，1) 龙头坚韧：珀莱雅大单品+品牌矩阵引领高质增长；2) 性价比品牌表现突出：润本股份/上美股份 1H24 营收同比+28%/+121%，归母净利润同比+51%/+297%；3) 重组胶原蛋白仍是红利赛道：巨子生物延续高增。
- ✓ **原料商** Q2 淡季偏淡，生产商/代运营商基本面仍承压、青松股份聚焦降本增效 Q2 扭亏为盈。
- **黄金珠宝**：金价高位扰动终端动销，产品驱动型公司业绩突出
- ✓ **行业**：1H24 金价上涨拉动消费者投资需求、金价高位抑制黄金饰品终端动销。1) 价：1Q24/2Q24 上海金交所 Au9999 收盘价均价同比+16%/+23%；2) 量：据中国黄金协会，1Q24 黄金首饰/金条及金币用金消费量同比-3%/+26.77%，2Q24 分别同比-52%/+72%。
- ✓ **板块具体看**，1) **成长性**：2Q24 业绩环比走弱，调整后营收/归母净利润同比+8%/-8%，内部分化，偏产品驱动型公司业绩表现更优，老铺黄金一枝独秀（H1 营收/归母净利润同比+148%/+200%）、潮宏基 2Q24 业绩超预期；2) **盈利性**：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，Q2 盈利能力总体走弱；3) **渠道**：24 年稳健扩张、质量优于速度；4) **高股息属性突出**：现金流表现较优，根据 23 年年报分红+1H24 中期分红计算，潮宏基、周大生股息率分别为 7.8%/8.7%（对应 8 月 30 日股价）。
- **医美**：成长红利减弱，上游关注产品矩阵打造，下游聚焦高质量运营
- ✓ **上游耗材**：大单品因所处生命周期不同表现分化，高基数下爱美客嗨体 Q2 降速、新材料（艾塑菲&薇旖美）加速放量，少女针 1H24/2Q24 分别同比+20%/+18%。
- ✓ **下游终端**：收入增速明显放缓，头部机构老客资源具备优势、显韧性。1H24 下游终端机构收入同比+5%，存量竞争时代、以价换量，销售费用率同比上升、毛利率同比下降，盈利能力总体同比下降。

风险提示

- 医美产品获批进度、单品销售、营销投放效率低预期；终端零售疲软

内容目录

1、美妆：竞争加剧、龙头坚韧，性价比趋势突出、重组胶原蛋白势能持续向上	4
1.1、1H24 化妆品社零延续弱势，天猫降幅收窄、抖音延续快增	4
1.2、板块总体：2Q24 收入及利润增速放缓至 5%-10%	4
1.3、子板块：品牌商延续分化，原料商淡季偏淡，生产商/代运营商基本面仍承压	6
1.3.1、品牌商：龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道表现亮眼	6
1.3.2、原料商：淡季偏淡，业绩环比走弱	7
1.3.3、生产商：订单需求仍待复苏，青松股份聚焦降本增效 Q2 实现扭亏为盈	7
1.3.4、代运营商：寻找拓品类/增品牌/拓平台机会	7
2、黄金珠宝：金价高位扰动终端动销，产品驱动型公司业绩突出	8
2.1、金价高位扰动终端动销，2Q24 黄金饰品景气度走弱	8
2.2、Q2 业绩环比走弱，内部分化、产品驱动型公司表现更优	8
2.2.1、盈利性：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，Q2 盈利能力总体走弱	9
2.2.2、渠道：24 年门店继续稳健扩张，质量优于速度	11
2.2.3、分红稳定性&持续性亮眼，高股息属性突出	11
3、医美：成长红利减弱，上游从依赖单一大单品到发力产品矩阵，下游聚焦高质量运营	12
3.1、上游耗材：大单品因所处生命周期不同表现分化，重点关注产品矩阵打造	12
3.2、下游终端：收入增速明显放缓，头部机构老客资源具备优势、显韧性	13
4、投资建议	13
5、风险提示	14
5.1、化妆品	14
5.2、黄金珠宝	14
5.3、医美	14

图表目录

图表 1：1H24 化妆品零售额同比+1%、延续弱势	4
图表 2：1Q24/2Q24 美妆天猫+抖音销售额同比+11.5%/+9.7%，天猫降幅收窄、抖音仍属于红利渠道	4
图表 3：化妆品板块个股样本	5
图表 4：1H24 化妆品板块营收 328 亿元、同比+15%	5
图表 5：1H24 化妆品板块归母净利 43 亿元、同比+28%	5
图表 6：化妆品板块毛利率持续优化，1H24 同比+3.4PCT	5
图表 7：1H24 化妆品板块盈利能力总体优化	5
图表 8：1H24 化妆品品牌商营收同比+21%	6
图表 9：1H23 化妆品品牌商归母净利润同比+63%	6
图表 10：1H24 化妆品品牌商净利率 16%、同比提升	6
图表 11：化妆品品牌商 1H24 净利率同比+0.4PCT	6
图表 12：品牌商销售费用率同比持续提升	7

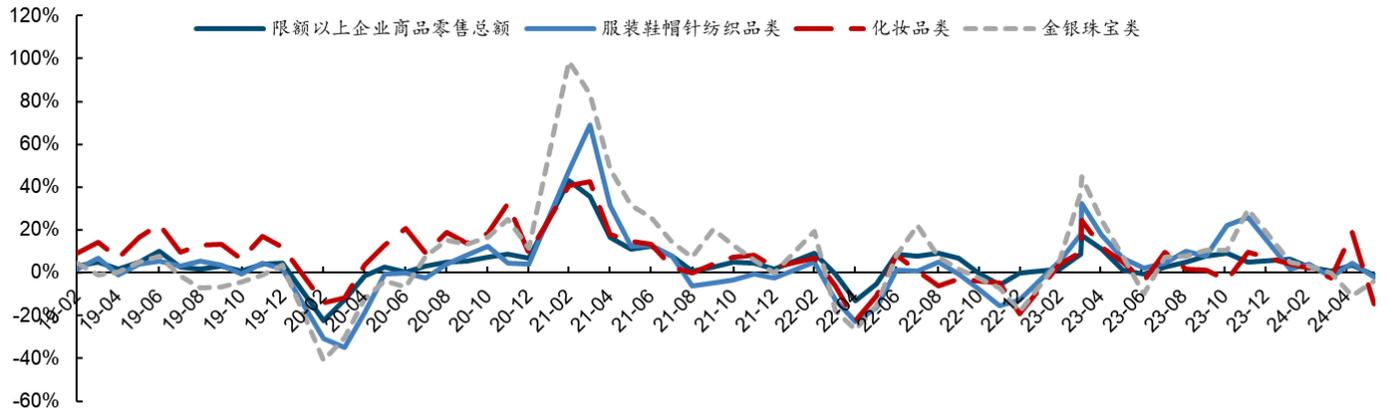
图表 13:	产品结构优化+聚焦大单品, 23 年/1H24 化妆品品牌商毛利率同比+4.4/+5.3PCT.....	7
图表 14:	1H24 原料商收入同比+10.7%.....	7
图表 15:	1Q24/2Q24 原料商归母净利润同比+19%/-4%.....	7
图表 16:	生产商 1H24 订单需求仍待复苏、收入同比-6.5%.....	7
图表 17:	生产商 1H24 扭亏为盈, 主要系青松股份 Q2 实现盈利.....	7
图表 18:	代运营商 1H24 营收增长承压.....	8
图表 19:	代运营商 1H24 归母净利润低基数下实现增长.....	8
图表 20:	1H24 金银珠宝类零售额同比+0.2%, 金价高位扰动终端动销、Q2 显著走弱.....	8
图表 21:	1H24 金价上涨拉动消费者投资需求、金价高位抑制黄金饰品终端动销.....	8
图表 22:	黄金珠宝板块个股样本.....	9
图表 23:	1H24 黄金珠宝板块营收同比+8.8%, 表现好于金银珠宝类社零 0.2%的增速.....	9
图表 24:	2Q24 黄金珠宝板块营收同比+2%、环比 Q1 放缓.....	9
图表 25:	2Q24 黄金珠宝板块业绩环比走弱.....	9
图表 26:	1H24 调整后黄金珠宝板块归母净利同比+13.3%.....	9
图表 27:	1H24 黄金珠宝板块毛利率 11%、同比-0.02PCT.....	10
图表 28:	1H24 黄金珠宝板块调整后净利率同比提升.....	10
图表 29:	收入增长摊薄, 1H24 黄金珠宝板块销售费用率同比下降.....	10
图表 30:	收入增长摊薄, 1H24 黄金珠宝板块管理费用率同比下降.....	10
图表 31:	金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现, 2Q24 盈利能力走弱.....	10
图表 32:	黄金珠宝板块 2Q24 销售费用率、管理费用率同比基本下行.....	11
图表 33:	24 年门店保持稳健扩张步伐.....	11
图表 34:	黄金珠宝板块分红比例&股息率均亮眼.....	12
图表 35:	医美上游耗材样本股.....	12
图表 36:	1H24 上游耗材收入同比+4%.....	13
图表 37:	1H24 上游耗材归母净利润同比+17%.....	13
图表 38:	1H24 下游终端机构收入同比+5%、明显放缓.....	13
图表 39:	1H24 下游终端机构毛利率同比下降.....	13
图表 40:	1H24 下游终端机构归母净利润同比下降.....	13
图表 41:	1H24 下游终端机构销售费用率同比上升.....	13

1、美妆：竞争加剧、龙头坚韧，性价比趋势突出、重组胶原蛋白势能持续向上

1.1、1H24 化妆品社零延续弱势，天猫降幅收窄、抖音延续快增

β 走弱，22 年开始化妆品行业增速总体放缓、23 年来平稳增长。据国家统计局，2017-2021 年限额以上化妆品零售额复合增速 11.4%，高于同期限额以上商品零售总额 5.2% 的复合增速。22 年/23 年/1H24 化妆品零售额增速-4.5%/+5.1%/+1%、低于同期限额以上商品零售总额 1.9%/5.5%/+2.9% 的增速，我们认为主要系渗透率增速放缓同时叠加大促透支、消费者在手库存居高。

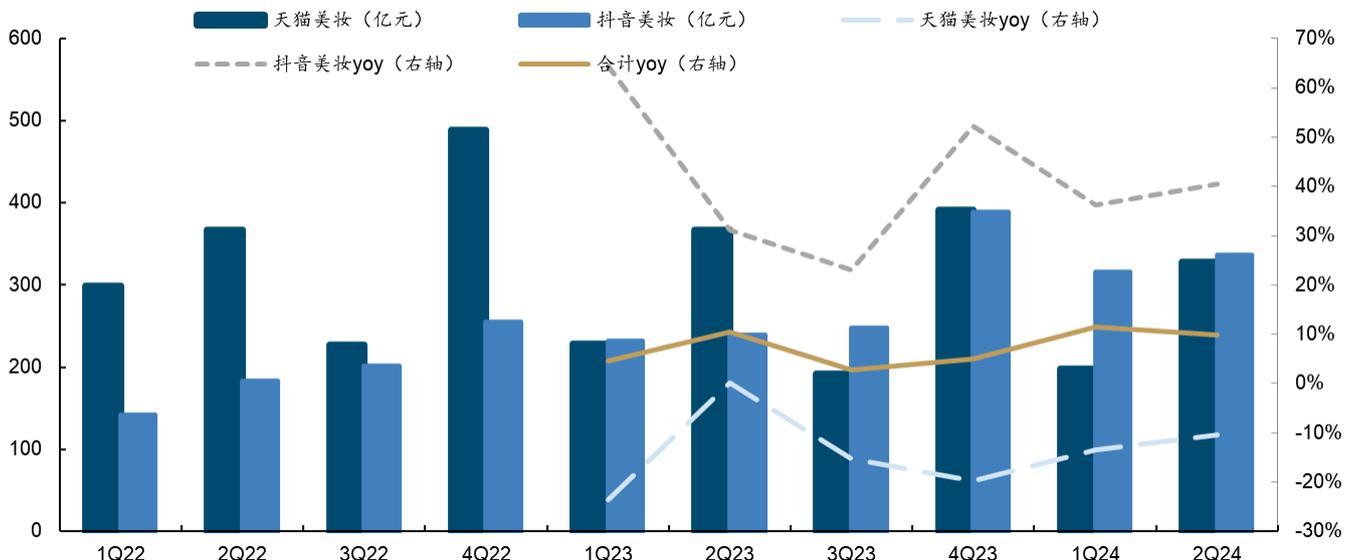
图表1：1H24 化妆品零售额同比+1%、延续弱势



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

天猫降幅收窄，抖音仍属于红利渠道、延续快增。据久谦数据，23 年天猫+抖音美妆类目销售额 2284 亿元、同比+5.8%，其中抖音/天猫分别同比+42%/-14.7%；1Q24 天猫+抖音美妆类目销售额同比+11.5%、其中天猫/抖音分别同比-13.5%/+36.1%，2Q24 天猫+抖音同比+9.7%、其中天猫/抖音同比-10.4%/+40.5%。

图表2：1Q24/2Q24 美妆天猫+抖音销售额同比+11.5%/+9.7%，天猫降幅收窄、抖音仍属于红利渠道



来源：久谦数据，国金证券研究所（注：美妆包含护肤+彩妆香水两个类目）

1.2、板块总体：2024 收入及利润增速放缓至 5%-10%

我们选择珀莱雅、贝泰妮、科思股份等作为化妆品板块样本股，并进一步划分品牌商、代运营商、生产商、原料商等子板块。

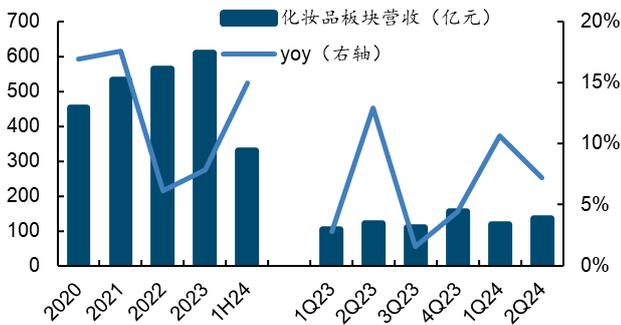
图表3: 化妆品板块个股样本

美妆品牌商	上海家化	代运营商	壹网壹创
	珀莱雅		丽人丽妆
	丸美股份		若羽臣
	水羊股份		凯淳股份
	贝泰妮	生产商	青松股份
	华熙生物		嘉亨家化
	福瑞达	原料商	科思股份
	敷尔佳		丽臣实业
	润本股份		鼎龙科技
	巨子生物、上美股份	个护品牌商	拉芳家化

来源: 国金证券研究所

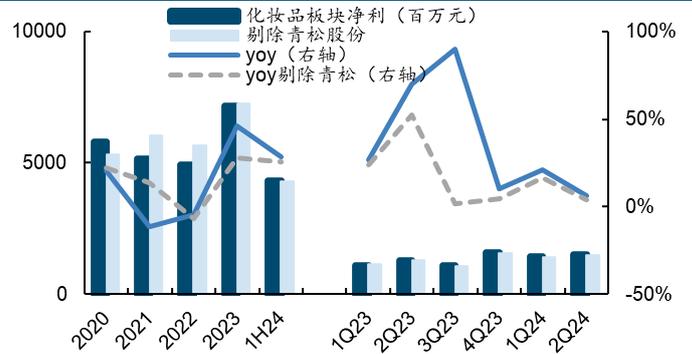
1H24 化妆品板块营收/归母净利润 328/43 亿元、同比+15%/+28.3%，主要系品牌商中珀莱雅、巨子生物、上美股份、润本股份增速靓丽。1Q24/2Q24 营收 117/136 亿元、同比+10.6%/+7.2%，归母净利润 14.2/15 亿元、同比+21%/+6%，Q2 增速环比放缓。

图表4: 1H24 化妆品板块营收 328 亿元、同比+15%



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 分季度统计未包含上美股份、巨子生物、华熙生物化妆品业务, 下同)

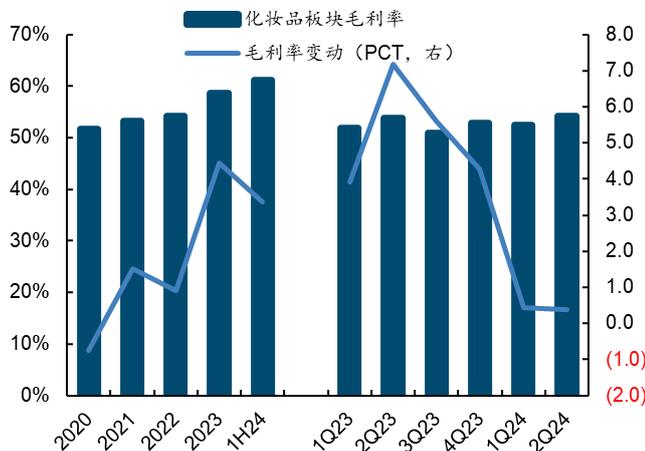
图表5: 1H24 化妆品板块归母净利 43 亿元、同比+28%



来源: Wind, 国金证券研究所

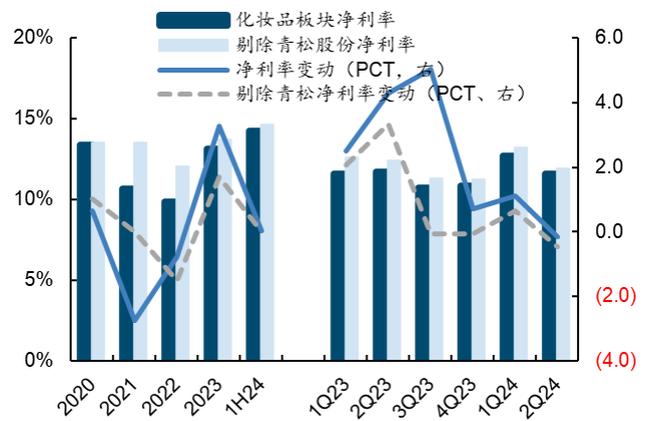
毛利率持续优化, 23 年/1H24 化妆品板块毛利率同比+4.4/+3.4PCT, 主要系品牌商产品升级&结构优化、聚焦大单品策略拉动毛利率提升明显; 流量成本上升+行业竞争激烈+抖音投入产出比偏低, 品牌商普遍加码投放致销售费用率提升明显, 23 年/1H24 化妆品板块销售费用率同比+4.1/+4.3PCT; 盈利能力总体优化, 23 年/1H24 化妆品板块归母净利率同比+1.7/0.7PCT。

图表6: 化妆品板块毛利率持续优化, 1H24 同比+3.4PCT



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 1H24 化妆品板块盈利能力总体优化



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3、子板块：品牌商延续分化，原料商淡季偏淡，生产商/代运营商基本面仍承压

1.3.1、品牌商：龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道表现亮眼

1H24 化妆品品牌商营收/归母净利润同比+21%/63%，总体表现亮眼，其中 1Q/2Q 营收同比+14.5%/12.9%、归母净利润同比+18.3%/+5.9%。内部分化持续加深，1) 龙头坚韧：珀莱雅大单品+品牌矩阵引领高质增长；2) 性价比品牌表现突出：润本股份、上美股份势能持续向上；3) 重组胶原蛋白仍是红利赛道：巨子生物延续高增。

图表8：1H24 化妆品品牌商营收同比+21%

	2020	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	-7%	9%	-7%	-7%	-9%	-4%	-14%
珀莱雅	20%	23%	38%	39%	38%	35%	41%
丸美股份	-3%	2%	-3%	29%	28%	39%	19%
水羊股份	54%	35%	-6%	-5%	0%	-1%	1%
贝泰妮	36%	53%	25%	10%	18%	27%	14%
润本股份	59%	31%	47%	21%	28%	10%	35%
敷尔佳	18%	4%	7%	9%	8%	10%	7%
巨子生物	25%	30%	53%	48%	56%	-	-
上美股份	18%	7%	-25%	55%	114%	-	-
华熙生物	112%	147%	39%	-18%	-30%	-	-
福瑞达	120%	117%	32%	23%	7%	15%	1%
品牌商	18%	28%	11%	14%	21%	14.5%	12.9%

图表9：1H23 化妆品品牌商归母净利润同比+63%

	2020	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	-23%	51%	-27%	6%	-21%	11%	-126%
珀莱雅	21%	21%	42%	46%	40%	46%	37%
丸美股份	-10%	-47%	-30%	49%	35%	41%	27%
水羊股份	415%	69%	-47%	135%	-26%	-23%	-27%
贝泰妮	32%	59%	22%	-28%	8%	12%	5%
润本股份	166%	27%	33%	41%	51%	68%	47%
敷尔佳	-2%	24%	5%	-12%	-4%	-5%	-3%
巨子生物	50%	0%	21%	45%	47%	-	-
上美股份	225%	67%	-57%	213%	297%	-	-
品牌商	19%	21.9%	2.8%	22.9%	63.2%	18.3%	5.9%

来源：Wind，国金证券研究所（注：1）福瑞达/华熙生物仅包含化妆品业务；2）1Q24/2Q24 品牌商营收增速未包含华熙生物化妆品业务、巨子生物、上美股份）

来源：Wind，国金证券研究所（注：1Q24/2Q24 品牌商归母净利润增速计算时未包含巨子生物、上美股份）

聚焦大单品+产品/渠道结构优化，美妆品牌商毛利率持续优化，23 年/1H24 毛利率同比+4.4%/+5.3PCT。线上转型+流量成本上升+抖音投入产出比偏低，品牌费用投入普遍加码，1H24 销售费用率同比+3.2PCT，其中 Q1/Q2 同比+2.3/+3PCT，行业竞争激烈下愈发考验精细化运营能力。

图表10：1H24 化妆品品牌商净利率 16%、同比提升

	2020	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	6.1%	8.5%	6.6%	7.6%	7.2%	13.4%	-1.3%
珀莱雅	12.7%	12.4%	12.8%	13.4%	14.0%	13.9%	14.1%
丸美股份	26.6%	13.9%	10.1%	11.7%	13.1%	16.7%	9.5%
水羊股份	3.8%	4.7%	2.6%	6.5%	4.6%	3.9%	5.2%
贝泰妮	20.6%	21.5%	21.0%	13.7%	17.2%	16.1%	18.0%
润本股份	21.4%	20.7%	18.7%	21.9%	24.2%	21.3%	25.0%
敷尔佳	40.9%	48.8%	47.9%	38.8%	36.2%	37.1%	35.6%
巨子生物	69.4%	53.3%	42.4%	41.2%	38.7%	-	-
上美股份	6.0%	9.3%	5.4%	10.9%	11.3%	-	-
品牌商净利率	15.0%	15.3%	14.7%	15.3%	16.0%	14.4%	12.8%

图表11：化妆品品牌商 1H24 净利率同比+0.4PCT

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	2.4%	-1.8%	0.9%	-1.1%	1.8%	-5.6%
珀莱雅	-0.3%	0.4%	0.6%	0.3%	1.1%	-0.4%
丸美股份	-12.7%	-3.8%	1.6%	0.7%	0.2%	0.6%
水羊股份	0.9%	-2.1%	3.9%	-1.6%	-1.1%	-2.0%
贝泰妮	0.8%	-0.5%	-7.3%	-1.8%	-2.2%	-1.4%
润本股份	-0.7%	-2.0%	3.2%	3.6%	7.3%	2.0%
敷尔佳	8.0%	-1.0%	-9.1%	-4.5%	-5.6%	-3.6%
巨子生物	-16.1%	-11.0%	-1.2%	-2.8%	-	-
上美股份	3.3%	-3.9%	5.5%	5.2%	-	-
品牌商	0.3%	-0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	-1.0%

来源：Wind，国金证券研究所（注：1Q24/2Q24 品牌商净利率计算时未包含巨子生物、上美股份）

来源：Wind，国金证券研究所（注：1Q24/2Q24 品牌商净利率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份）

图表12: 品牌商销售费用率同比持续提升

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	-3.0%	-1.2%	4.7%	-0.1%	-3.5%	4.8%
珀莱雅	3.1%	0.6%	1.0%	3.2%	3.6%	2.9%
丸美股份	9.2%	7.4%	5.0%	4.6%	7.8%	2.3%
水羊股份	1.8%	2.5%	-1.7%	6.4%	5.1%	7.4%
贝泰妮	-0.2%	-0.9%	6.4%	-0.8%	-0.9%	-0.8%
润本股份	1.6%	4.0%	-1.1%	2.0%	1.2%	2.4%
敷尔佳	-0.7%	6.0%	5.5%	6.6%	9.3%	4.6%
巨子生物	9.0%	7.6%	3.2%	0.5%		
上美股份	-2.0%	3.6%	6.4%	4.0%		
品牌商	0.8%	1.3%	3.5%	3.2%	2.3%	3.0%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q24/2Q24 品牌商销售费用率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份)

图表13: 产品结构优化+聚焦大单品, 23年/1H24化妆品品牌商毛利率同比+4.4%/+5.3PCT

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
上海家化	-1.2%	-1.6%	1.9%	0.9%	2.1%	-0.9%
珀莱雅	2.9%	3.2%	0.2%	-0.7%	0.1%	-1.3%
丸美股份	-2.2%	4.4%	2.3%	4.6%	5.9%	3.4%
水羊股份	2.9%	1.1%	5.3%	4.6%	7.6%	2.0%
贝泰妮	-0.2%	-0.8%	-1.3%	-2.8%	-4.0%	-2.0%
润本股份	0.5%	1.1%	2.2%	3.1%	2.9%	3.0%
敷尔佳	5.5%	1.1%	-0.8%	-1.4%	-1.2%	-1.5%
巨子生物	2.6%	-2.9%	-0.8%	-1.7%	-	-
上美股份	0.6%	-1.7%	8.5%	7.5%	-	-
品牌商	-3.1%	-0.8%	4.4%	5.3%	2.4%	0.3%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 1Q24/2Q24 品牌商毛利率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份)

1.3.2、原料商: 淡季偏淡, 业绩环比走弱

科思股份: 2Q24 淡季偏淡+部分客户消化库存影响、收入环比-2.7%/同比+15%; 安庆工厂爬坡前期拖累毛利率表现、可转债利息+汇兑收益+安庆工厂所得税税率较高影响表现利润, 2Q24 毛利率 47.86%、环比持平, 同比-1.81%, 归母净利率 29.11%、环比-1.76PCT、同比-2.47PCT。24 年增长驱动来自新防晒剂放量, 洗护产品 (PO/氨基酸表活) 预计业绩贡献较小。

图表14: 1H24 原料商收入同比+10.7%

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
鼎龙科技	8.9%	18.5%	-10.7%	-15.0%	-23.3%	-6.3%
科思股份	8.1%	61.8%	36.0%	18.0%	21.1%	15.0%
丽臣实业	15.9%	10.8%	6.7%	11.4%	16.5%	6.7%
原料商	12.9%	24.2%	13.3%	10.7%	13.2%	8.4%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 1Q24/2Q24 原料商归母净利润同比+19%/-4%

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
鼎龙科技	14.2%	58.6%	15.5%	-18.1%	-12%	-25%
科思股份	-18.7%	192.1%	89.0%	20.2%	37%	6%
丽臣实业	-19.6%	-32.9%	13.2%	-26.1%	-15.9%	-38.4%
原料商	-13.3%	62.0%	58.4%	7.2%	19%	-4%

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3.3、生产商: 订单需求仍待复苏, 青松股份聚焦降本增效 Q2 实现扭亏为盈

嘉亨家化 1H24 收入/归母净利润同比-5.1%/由盈转亏, 主要系需求偏弱+湖州嘉亨处初步投产期、产能利用率较低; 青松股份面对外部压力聚焦内部生产和管理效率提升、2Q24 扭亏为盈。

图表16: 生产商 1H24 订单需求仍待复苏、收入同比-6.5%

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
青松股份	-4.4%	-21.0%	-32.5%	-7.1%	-4.3%	-9.3%
嘉亨家化	19.9%	-9.4%	-3.4%	-5.1%	-5.4%	-4.8%
生产商	0.4%	-18.2%	-24.8%	-6.5%	-4.7%	-7.9%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 生产商 1H24 扭亏为盈, 主要系青松股份 Q2 实现盈利

	2021	2022	2023	1H24	1Q24	2Q24
青松股份	亏损	亏损	亏损	扭亏为盈	亏损收窄	扭亏为盈
嘉亨家化	4.0%	-28.3%	-42.4%	亏损	亏损	亏损
生产商	-247.0%	减亏	减亏	扭亏为盈	亏损收窄	扭亏为盈

来源: Wind, 国金证券研究所

1.3.4、代运营商: 寻找拓品类/增品牌/拓平台机会

受天猫流量趋于饱和、成长红利减弱, 线上流量成本上升、竞争加剧, 业务结构调整, 新渠道/新品类贡献增量有限, 21 年开始代运营板块营收与净利增长承压。21-23 年代运营板块营收同比-6.5%/-8.7%/-10.5%、归母净利润同比-1%/-92%/低基数下增长, 1H24 营收/归母净利润同比-12.6%/+44% (低基数效应)。

图表18: 代运营商 1H24 营收增长承压

	2020	2021	2022	2023	24H1	1Q24	2Q24
壹网壹创	-10%	-13%	36%	-16%	2%	1%	3%
丽人丽妆	19%	-10%	-22%	-15%	-33%	-23%	-40%
若羽臣	18%	13%	-6%	12%	33%	32%	34%
凯淳股份	15%	-6%	-8%	-16%	-34%	-27%	-40%
代运营	12.3%	-6.5%	-8.7%	-10.5%	-12.6%	-6.6%	-17.5%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 代运营商 1H24 归母净利润低基数下实现增长

	2020	2021	2022	2023	24H1	1Q24	2Q24
壹网壹创	42%	5%	-45%	-40%	-23%	-31%	-15%
丽人丽妆	19%	21%	-134%	扭亏	扭亏	减亏	3442%
若羽臣	3%	-67%	16%	61%	73%	86%	66%
凯淳股份	27%	-43%	-112%	扭亏	扭亏	43%	扭亏
代运营	25%	-1%	-92%	190%	44%	30%	51%

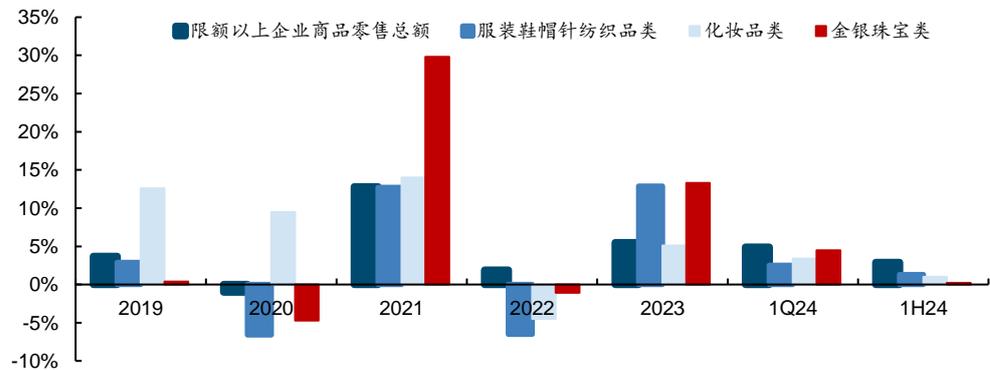
来源: Wind, 国金证券研究所

2、黄金珠宝: 金价高位扰动终端动销, 产品驱动型公司业绩突出

2.1、金价高位扰动终端动销, 2024 黄金饰品景气度走弱

金银珠宝类社零 23 年领跑可选消费品类, 1Q24 高基数下稳健增长, 金价高位扰动终端动销、2024 景气度走弱。据国家统计局, 2023 年金银珠宝类商品零售类同增 13.3%, 高于社零总额 7.2% 的增速、且领跑可选消费品类; 1H24 同比+0.2%, 其中 1Q24 同比+4.5%, 以绝对量推算 2Q24 同比-4%。

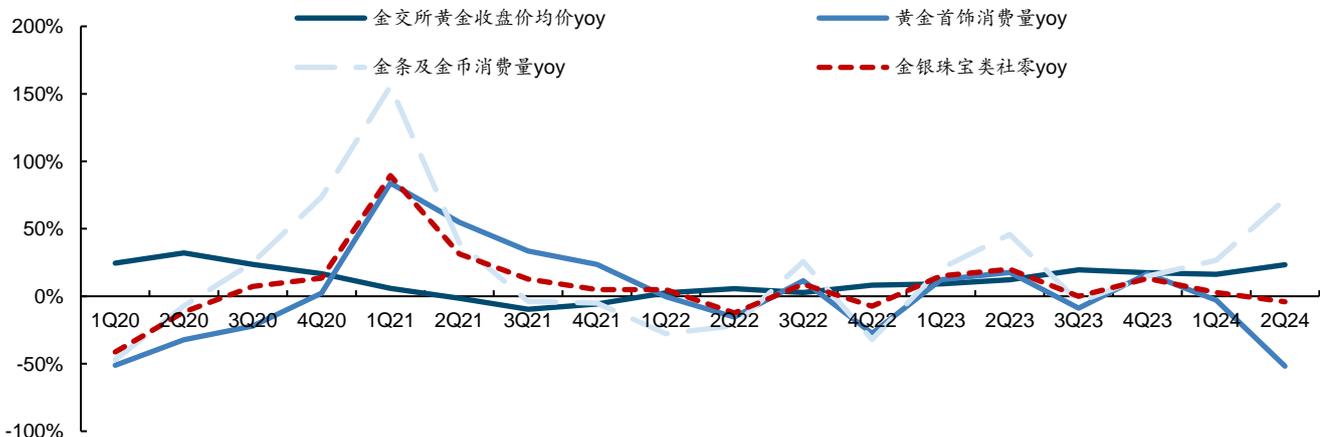
图表20: 1H24 金银珠宝类零售额同比+0.2%, 金价高位扰动终端动销、Q2 显著走弱



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

1H24 金价上涨拉动消费者投资需求、金价高位抑制黄金饰品终端动销。1) 价: 1Q24/2Q24 上海黄金交易所 Au9999 收盘价均价同比+16%/+23%; 2) 量: 据中国黄金协会, 1Q24 黄金首饰/金条及金币用金消费量同比-3%/+26.77%、2Q24 分别同比-52%/+72%, 金价急速上涨强化消费者观望情绪、对黄金首饰终端消费造成一定抑制, 拉动投资类黄金购买热情。

图表21: 1H24 金价上涨拉动消费者投资需求、金价高位抑制黄金饰品终端动销



来源: iFind, 中国黄金协会, 国金证券研究所

2.2、Q2 业绩环比走弱, 内部分化、产品驱动型公司表现更优

我们选择老凤祥、豫园股份、中国黄金、周大生、菜百股份、迪阿股份、曼卡龙、潮宏基、老铺黄金作为黄金珠宝板块样本股。

图表22: 黄金珠宝板块个股样本

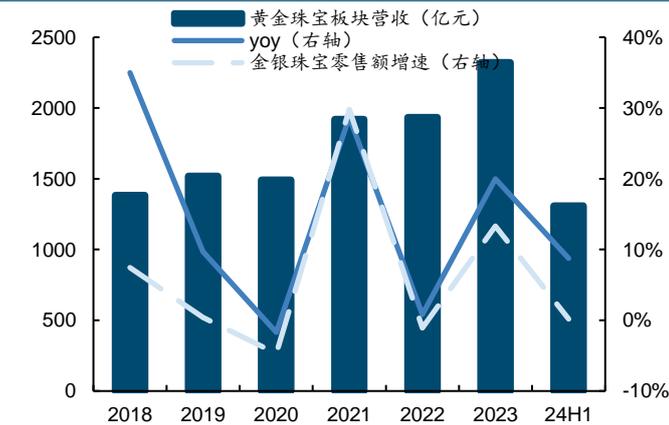
公司	收入yoy						归母净利润yoy					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
老凤祥	33%	3%	10%	-1%	4%	-9%	76%	15%	49%	-27%	12%	8%
豫园股份	25%	25%	6%	11%	13%	-15%	1%	348%	-89%	-107%	-46%	-49%
中国黄金	12%	22%	13%	32%	13%	26%	19%	27%	17%	54%	21%	-3%
周大生	50%	69%	15%	74%	23%	-21%	26%	27%	3%	38%	-7%	-31%
菜百股份	46%	78%	25%	70%	25%	41%	31%	159%	66%	11%	16%	-28%
迪阿股份	-42%	-38%	-48%	-31%	-40%	-34%	-73%	123%	-89%	-88%	-71%	107%
曼卡龙	3%	32%	2%	33%	45%	50%	29%	61%	23%	157%	21%	1%
潮宏基	22%	61%	24%	35%	18%	10%	30%	54%	23%	157%	5%	17%
老铺黄金		116%		176%		148%		232%		522%		199%
板块总体	25%	21%	10%	20%	11%	2%	13%	90%	3%	-82%	-2%	-30%
总体 (除豫园、迪阿)	27%	21%	13%	27%	11%	8%	42%	32%	30%	17%	10%	-8%

来源: 各公司公告, Wind, 国金证券研究所

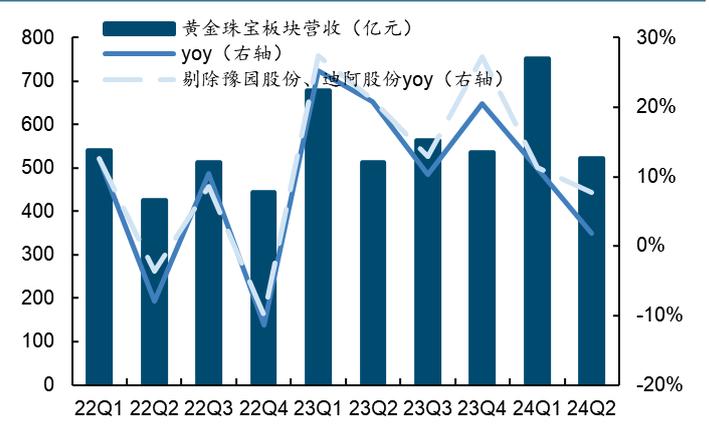
1H24 黄金珠宝板块营收 1308 亿元、同比+8.8% (增速表现好于金银珠宝类社零 0.2% 的增速), 行业集中度提升格局延续; 归母净利润 50.5 亿元、同比-11%, 调整后 (剔除迪阿股份、豫园股份影响, 下同)、同比+13.3% (增速靓丽主要系老铺黄金拉动)。1Q24 高基数下兑现稳健增长, 营收同比+11.1%、主要系基础金价同比+16% 拉动; 调整后归母净利润同比+9.9%。2Q24 业绩环比走弱, 营收/归母净利润同比+2%/-30%, 调整后营收/归母净利润同比+8%/-8%。

图表23: 1H24 黄金珠宝板块营收同比+8.8%, 表现好于金银珠宝类社零 0.2% 的增速

图表24: 2Q24 黄金珠宝板块营收同比+2%、环比 Q1 放缓



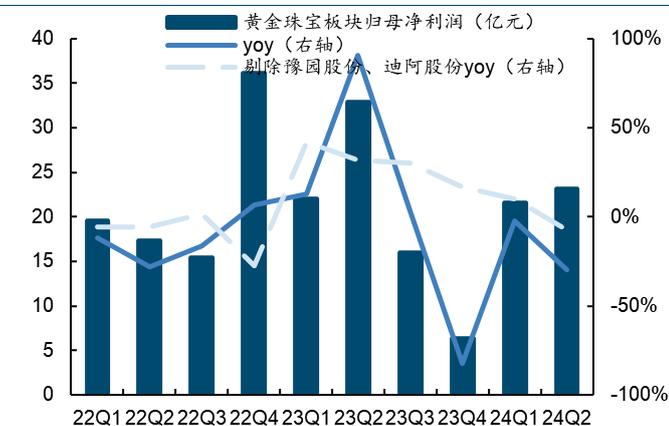
来源: Wind, 国金证券研究所



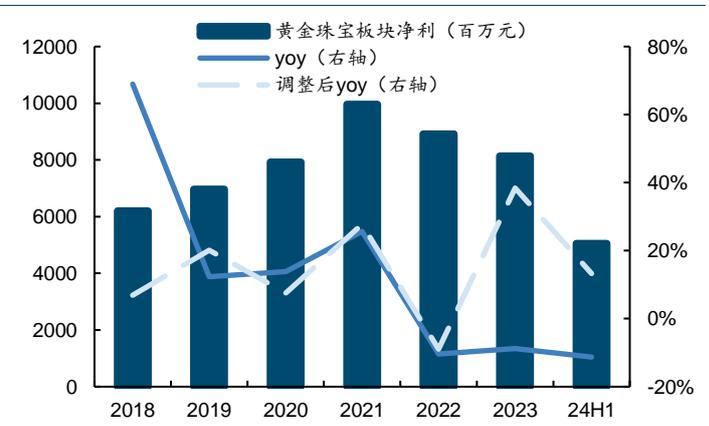
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 季度统计未包含老铺黄金, 下同)

图表25: 2Q24 黄金珠宝板块业绩环比走弱

图表26: 1H24 调整后黄金珠宝板块归母净利润同比+13.3%



来源: Wind, 国金证券研究所



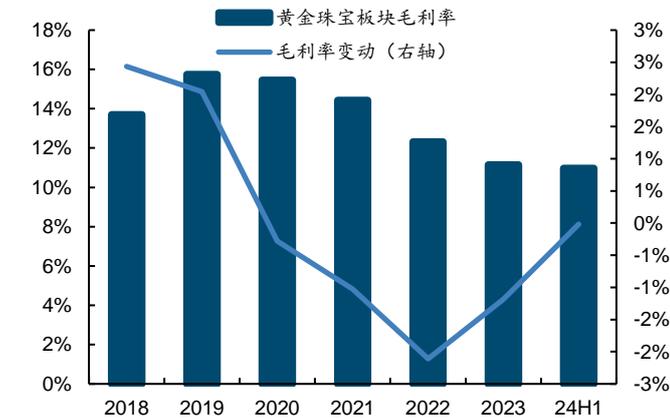
来源: Wind, 国金证券研究所

2.2.1、盈利性: 金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现, Q2 盈利能力总体走弱

影响单季度毛利率表现主要有：产品及渠道结构变化、金价季度内/环比趋势。由于生产、采购、销售模式、黄金产品占比、套期保值比例等不同，黄金珠宝品牌商对金价波动的敏感度也有所差异。其中潮宏基/周大生毛利率受金价波动影响较小，菜百股份、中国黄金、老凤祥毛利率对于金价波动敏感度更高。

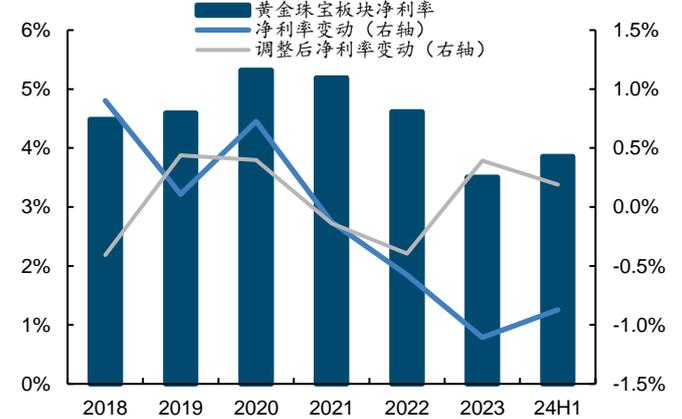
1Q24/2Q24 老凤祥受益金价上行毛利率同比+0.35/+1.6PCT，低毛利贵金属投资黄金产品占比上升、菜百股份毛利率同比-1.4/-3.8PCT，拓展加盟+发力黄金产品、潮宏基毛利率同比-3.1/-2.4PCT。

图表27：1H24 黄金珠宝板块毛利率 11%、同比-0.02PCT



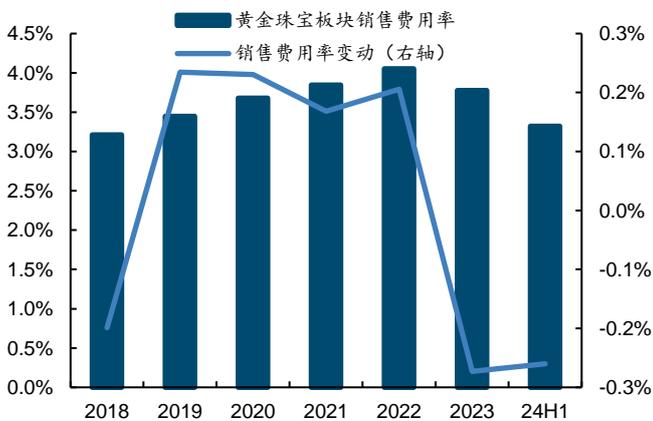
来源：Wind，国金证券研究所

图表28：1H24 黄金珠宝板块调整后净利率同比提升



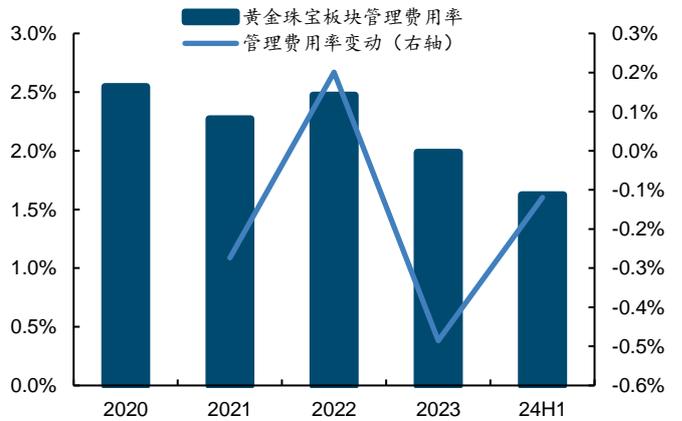
来源：Wind，国金证券研究所

图表29：收入增长摊薄，1H24 黄金珠宝板块销售费用率同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表30：收入增长摊薄，1H24 黄金珠宝板块管理费用率同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，2Q24 盈利能力走弱

公司	毛利率变动						归母净利率变动					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
老凤祥	0.1%	1.7%	0.8%	0.4%	0.3%	1.6%	0.7%	0.4%	0.8%	-1.0%	0.2%	0.7%
豫园股份	-4.4%	-3.8%	-3.2%	-3.6%	-0.3%	-0.2%	-0.5%	11.1%	-1.2%	-18.6%	-1.2%	-6.1%
中国黄金	-0.1%	-0.2%	1.7%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.2%	0.1%	-0.4%
周大生	-2.3%	-5.5%	-0.1%	-4.7%	-2.3%	3.9%	-1.7%	-3.1%	-1.0%	-1.5%	-2.1%	-1.2%
菜百股份	-1.3%	1.4%	-0.1%	-1.6%	-1.4%	-3.8%	-0.5%	1.7%	1.1%	-1.4%	-0.3%	-2.6%
迪阿股份	-1.3%	-1.4%	-2.8%	3.0%	-4.0%	-2.6%	-16.5%	-32.3%	-16.1%	5.6%	-7.4%	9.8%
曼卡龙	0.9%	-4.1%	-2.0%	-0.7%	-6.0%	-3.6%	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%	-1.3%	-1.7%
潮宏基	-3.2%	-7.2%	-2.2%	-4.4%	-3.1%	-2.4%	0.5%	-0.3%	0.0%	4.9%	-0.9%	0.3%
板块总体	-1.8%	-1.0%	-0.7%	-2.2%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	2.4%	-0.2%	-6.9%	-0.4%	-2.0%
总体 (除豫园、迪阿)	0.0%	0.7%	0.9%	-0.5%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.5%	-0.2%	0.0%	-0.5%

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

图表32：黄金珠宝板块 2Q24 销售费用率、管理费用率同比基本下行

公司	销售费用率变动						管理费用率变动					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
老凤祥	-0.1%	0.3%	0.5%	1.8%	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.5%	-0.1%	0.4%
豫园股份	0.8%	-0.6%	0.3%	-0.4%	-0.7%	-0.2%	1.6%	-0.5%	-1.2%	2.9%	0.0%	-0.6%
中国黄金	0.3%	-0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
周大生	1.2%	-1.5%	0.0%	-2.4%	0.4%	3.6%	-0.3%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-0.1%	0.3%
菜百股份	0.0%	-1.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
迪阿股份	21.2%	27.0%	11.9%	5.6%	6.1%	7.3%	3.1%	1.8%	2.2%	2.6%	2.1%	4.7%
曼卡龙	0.1%	-2.4%	-1.5%	-1.3%	-2.5%	-0.9%	-0.5%	-1.2%	-0.8%	0.7%	-1.2%	-1.0%
潮宏基	-2.5%	-5.4%	-3.1%	-3.8%	-2.2%	-3.2%	0.5%	-0.5%	0.5%	0.8%	0.5%	0.2%

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

2.2.2、渠道：24 年门店继续稳健扩张，质量优于速度

24 年门店保持稳健扩张步伐。1) 潮宏基优化自营，25 年 2000 家珠宝门店目标不变：1H24 珠宝业务门店净增 52 家至 1451 家，其中自营门店净减少 17 家至 257 家（新增 8 家、撤店 25 家），加盟净增 69 家至 1194 家；2) 周大生：1H24 周大生品牌门店净增加 124 家（Q1/Q2 净增 23 家/101 家）至 5230 家，包括加盟门店 112 家（Q1/Q2 净增 18 家/83 家）、自营门店 12 家（Q1/Q2 净增 5 家/18 家）。3) 老凤祥：1H24 末营销网点 6022 家、上半年净开 28 家，积极布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题门店。4) 中国黄金：1H24 末门店总数 4266 家，其中自营/加盟门店 100/4166 家，上半年分别净减少 3 家/净增加 12 家。

图表33：24 年门店保持稳健扩张步伐

公司	门店 (1H24 末)	门店 (23 年末)	较 22 年末净增加	自营	加盟	加盟 23 年净增加	预计全年开店计划
老凤祥	6022	5994	385	187	5807	392	全年力争新增银楼专卖店（加盟店）、经销网点（专柜）不少于 300 家
豫园股份（老庙+亚一）	5097	4994	429	-	-	-	-
中国黄金	4266	4257	615	103	4154	617	双位数增长
周大生	5230	5106	490	331	4775	408	净开店 400-600 家
菜百股份	93	87	17	87	0	-	10-20 家
迪阿股份	451	528	-160	528	0	-	-
曼卡龙	224	218	8		120	9	-
潮宏基	1451	1399	241	274	1125	291	净开店 300 家

来源：各公司公告，国金证券研究所

2.2.3、分红稳定性&持续性亮眼，高股息属性突出

黄金珠宝板块现金流较好，且往年分红稳定性&持续性、股息率均亮眼，同时企业经营稳健，后续预计仍保持较为强劲的分红。24H1 周大生/潮宏基中期高比例分红，根据 23 年分红+1H24 分红周大生、潮宏基股息率分别为 8.7%/7.8%（对应 24 年 8 月 30 日股价）。

图表34：黄金珠宝板块分红比例&股息率均亮眼

公司	24年中期每股分红(元、税前)	23年年报每股分红(元、税前)	24年中期现金分红比例	23年现金分红比例	8月30日收盘价	股息率
潮宏基	0.1	0.25	39%	67%	4.48	7.8%
周大生	0.3	0.65	54%	54%	10.88	8.7%
菜百股份		0.7		77%	10.74	6.5%
中国黄金		0.45		78%	8.61	5.2%
豫园股份		0.19		36%	5.17	3.7%
老凤祥		1.95		46%	51.95	3.8%

来源：iFind，国金证券研究所（注：股息率以24年中期分红+23年年报分红合计计算）

3、医美：成长红利减弱，上游从依赖单一大单品到发力产品矩阵，下游聚焦高质量运营

3.1、上游耗材：大单品因所处生命周期不同表现分化，重点关注产品矩阵打造

我们选择江苏吴中、锦波生物、爱美客、华熙生物、昊海生科、华东医药、复锐医疗科技、时代天使作为医美上游耗材样本股。

图表35：医美上游耗材样本股

公司	收入(亿元)						归母净利润(亿元)					
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
江苏吴中	6.1	4.9	4.0	7.4	7.0	5.0	0.28	-0.01	-0.16	-0.83	0.05	0.19
锦波生物	1.3	1.9	2.0	2.6	2.3	3.8	0.43	0.66	0.83	1.08	1.01	2.08
爱美客	6.3	8.3	7.1	7.0	8.1	8.5	4.14	5.49	4.55	4.40	5.27	5.93
华熙生物	13.1	17.7	11.5	18.5	13.6	14.5	2.00	2.24	0.90	0.78	2.43	0.98
昊海生科	6.1	7.0	6.7	6.7	6.5	7.6	0.81	1.24	1.22	0.89	0.98	1.38
华东医药	101.1	102.7	100.1	102.3	104.1	105.5	7.55	6.79	7.55	6.50	8.62	8.34
复锐医疗科技	1.73		1.87		1.70		0.19		0.13		0.11	
时代天使	6.17		8.59		8.62		0.32		0.21		0.22	
板块总体	134	142	131	145	142	145	15	16	15	13	18	19
	收入yoy						归母净利润yoy					
江苏吴中	38%	43%	-32%	14%	15%	3%	270%	减亏	减亏	亏损扩大	-82%	扭亏为盈
锦波生物	98%	110%	106%	90%	76%	100%	181%	176%	169%	176%	136%	213%
爱美客	46%	83%	18%	56%	28%	2%	48%	77%	13%	62%	27%	8%
华熙生物	4%	5%	-17%	-9%	4%	-18%	0%	-18%	-56%	-73%	21%	-56%
昊海生科	29%	42%	9%	23%	6%	8%	33%	1130%	34%	377%	20%	11%
华东医药	13%	11%	4%	4%	3%	3%	7%	7%	18%	26%	14%	23%
复锐医疗科技	-1%		4%		-2%		-8%		-36%		-42%	
时代天使	8%		22%		40%		-57%		-85%		-30%	
板块总体	16%	16%	1%	6%	6%	2%	20%	34%	11%	15%	21%	15%

来源：Wind，国金证券研究所（注：板块总体计算不包含复锐医疗科技、时代天使）

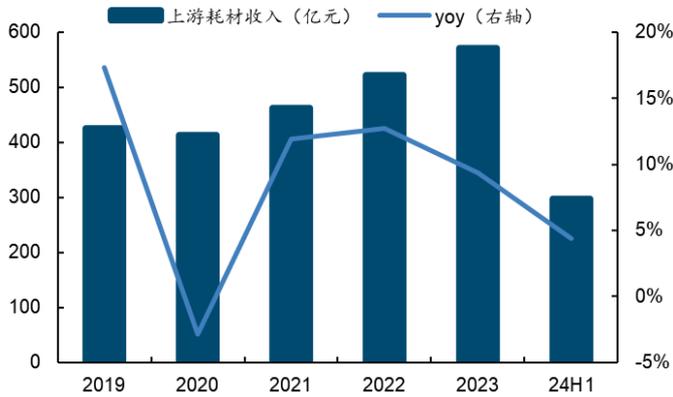
■ 玻尿酸竞争激烈、老品降速，新材料（艾塑菲&薇旖美）加速放量

玻尿酸：高基数下爱美客嗨体降速，长效水光娃娃针细分赛道突围。2024 营收 8.5 亿元、同比+2%，H1 溶液类注射产品（嗨体为主）营收 9.76 亿元、同比+11.65%，凝胶类注射产品（濡白天使等）营收 6.5 亿元、同比增 14.57%；华熙生物差异化优势品类微交联致娃娃针上半年收入同增 200%+。

再生针剂：华东医药国内医美欣可丽（少女针运营主体）H1 营收 6.18 亿元、同比+20%，其中 Q2 营收 3.61 亿元、同比+18%；江苏吴中医美生科产品收入 8025 万元、营业利润 3345 万元（主要系艾塑菲 4 月上市拉动）。

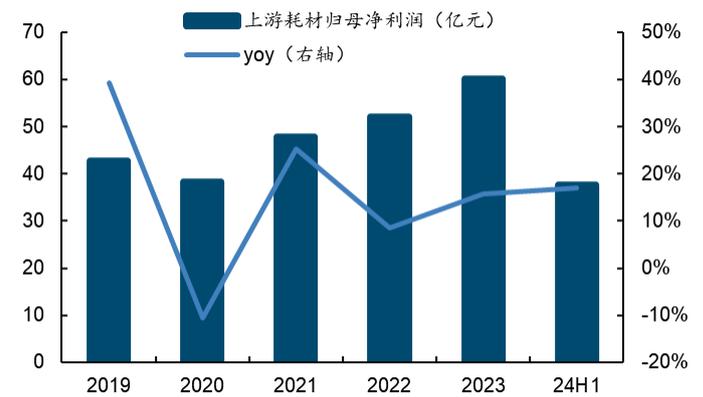
重组胶原蛋白加速放量：锦波生物 2024 营收 3.77 亿元、同比+100%、环比+67%，归母净利润 2.08 亿元、同比+213%、环比+105%，核心大单品薇旖美 Q2 低基数下同比高增、环比增速亦靓丽，主要系标杆机构打造成效显著拉动单店总体进货量增加+新机构铺货。

图表36: 1H24 上游耗材收入同比+4%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 1H24 上游耗材归母净利润同比+17%

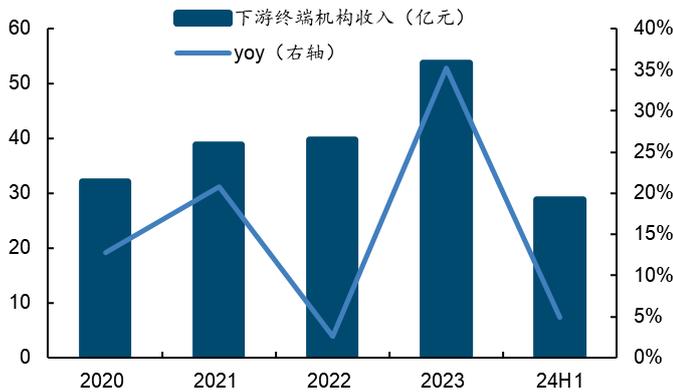


来源: Wind, 国金证券研究所

3.2、下游终端: 收入增速明显放缓, 头部机构老客资源具备优势、显韧性

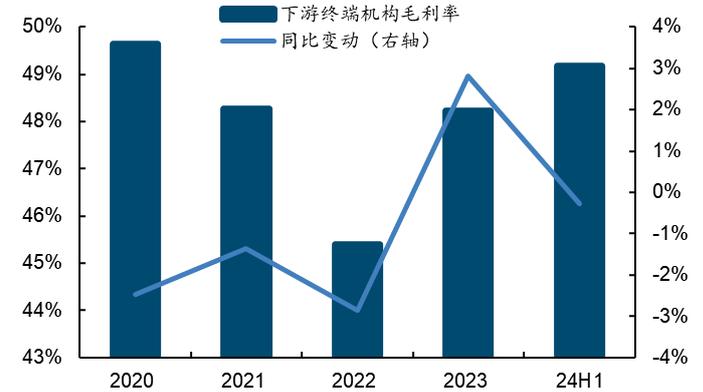
1H24 下游终端机构收入同比+5%、增速明显放缓, 存量竞争时代、以价换量, 销售费用率同比上升、毛利率同比下降, 盈利能力总体同比下降。

图表38: 1H24 下游终端机构收入同比+5%、明显放缓



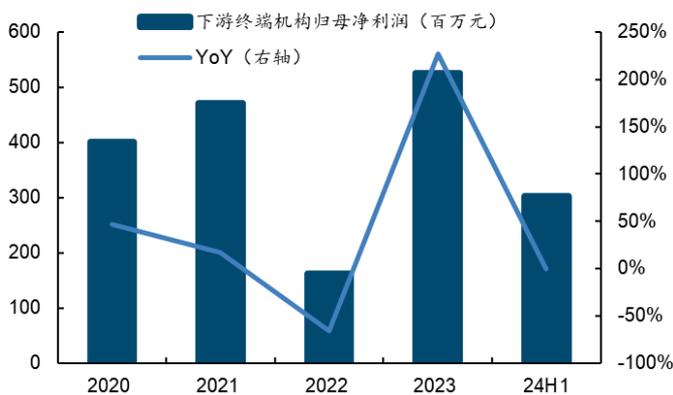
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 下游终端机构样本包含美丽田园、朗姿股份医疗美容业务、华韩股份)

图表39: 1H24 下游终端机构毛利率同比下降



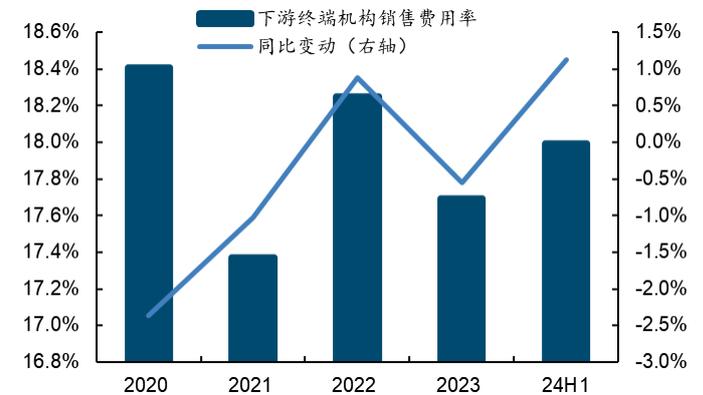
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 下游终端机构样本包含美丽田园、朗姿股份医疗美容业务、华韩股份)

图表40: 1H24 下游终端机构归母净利润同比下降



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 下游终端机构样本包含美丽田园、华韩股份)

图表41: 1H24 下游终端机构销售费用率同比上升



来源: Wind, 国金证券研究所

4、投资建议

居民消费预期偏谨慎背景下可选消费(美妆&黄金珠宝&医美)Q2景气度环比走弱, 但龙头业绩依旧坚韧, 新品、新材料势能持续释放, 品牌出海扬帆起航。

美妆: 展望 Q3 预计淡季表现平稳, 关注三条投资主线, 1) 重组胶原蛋白高成长赛道:

推荐护肤大单品&品类矩阵持续完善、医美有序推进的巨子生物；2）符合性价比消费趋势标的，关注上美股份、润本股份；3）望迎来边际改善标的（如贝泰妮、上海家化等）。

黄金珠宝：展望 Q3，预计淡季偏淡，重点关注 9 月中下旬订货会加盟商进货积极性及 Q4 旺季动销恢复情况。推荐高端古法黄金领军者老铺黄金（品牌印记类产品打造差异化，拥有消费&保值双重属性、承接消费具备相对韧性高端客群悦己/送礼/收藏需求）。

医美：从单一大单品依赖向产品矩阵升级，推荐薇旻美出货强劲+面中部增容/私密产品/十七型胶原蛋白有序推进获证的锦波生物。

5、风险提示

5.1、化妆品

新品销售不及预期：化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

营销投放不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期、将影响其成长性与盈利性。

抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。

5.2、黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强，终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价波动：金价走势影响黄金投资需求&消费需求释放，金价高位震荡或将激发消费者观望情绪、抑制需求释放，从而影响企业收入/利润释放。

5.3、医美

产品获批进度不及预期：医疗类产品必须经过产品技术要求制定和审核、注册检测或临床试验、质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书。若产品不能如期获批上市，或将影响相关公司业绩成长性。

医疗事故引发的舆情风险：重组胶原蛋白在医美领域的运用处于起步期，若有相关舆情事件，可能在一段时间内显著影响重组胶原蛋白在医美行业的渗透速度。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---