

➤ **商贸零售行业板块总览：**按申银万国行业类（2021）分类，2023 年板块实现营业收入总收入 13679 亿元，同比+6.59%；归母净利润为 152 亿元，同比扭亏；1Q24 板块总营收为 3342 亿元，同比-1.98%，归母净利润 86.88 亿元，同比-34.60%。2023 年，商贸零售与纺织服饰板块整体分红比例同比提升，其中服饰分红比例处在较高水平。2023 年，商贸零售/美容护理/纺织服饰板块整体分红比例分别为 44.02%/39.79%/62.06%，分别同比+2.54/-3.12/+2.55 pct。商贸零售板块中，百货板块分红比例同比+1.81 pct 至 46.76%；美容护理板块中，化妆品板块同比+3.81 pct 至 40.85%；纺织服饰板块中，饰品板块同比+3.66 pct 至 59.55%，服装家纺板块同比+2.69 pct 至 70.22%，整体处在较高水平。

➤ **零售板块：24Q1 为传统零售旺季，大盘稳步增长。**①**跨境电商：**低基数下业绩持续改善。美国消费总额稳定上升，24 年以来 CPI 连续高于预期，4 月消费者信心指数下滑，消费力稍显疲软。4Q23 营收为 257.30 亿元，同比+13.2%，1Q24 营收为 227.24 亿元，同比增长 18.1%。4Q23 归母净利润 10.69 亿元，同比+263.2%，1Q24 归母净利润 11.52 亿元，同比-9.7%。按照 2023 年分红比例排序，安克创新（50.34%）>致欧科技（48.62%）>吉宏股份（39.65%）>华凯易佰（34.82%）>赛维时代（29.81%）>乐歌股份（19.72%）。②**百货板块：**4Q23 百货行业营收同比+6.2%，呈现恢复态势，但仍低于 19-21 年的同期情况。1Q24 行业营收同比-4.3%，环比+18.8%。4Q23 归母净利润 5.73 亿元，同比增长 105.5%，1Q24 归母净利润 22.92 亿元/yoy-9.0%。③**超市板块：**1Q24 板块实现盈利，边际转好。2023 年，总营收 1304.39 亿元，同比-12.7%，归母净利润-32.04 亿元；1Q24 总营收 361.17 亿元，同比-6.2%，归母净利润 9.90 亿元，同比+13.0%。

➤ **黄金珠宝板块：投资与消费共同驱动，增长韧性充足。**2023 年，全国黄金消费量为 1089.69 吨，同比+8.78%。其中，黄金首饰 706.48 吨，同比+7.97%；金条及金币 299.60 吨，同比+15.70%；工业及其他用金 83.61 吨，同比-5.50%。24Q1，全国黄金消费量 308.905 吨，同比+5.94%。其中，黄金首饰 183.922 吨，同比-3.00%；金条及金币 106.323 吨，同比增长+26.77%；工业及其他用金 18.660 吨，同比+3.09%。2023 年，黄金珠宝公司营业收入为 1419.52 亿元，同比+18.8%，归母净利润合计为 56.93 亿元，同比+13.9%。1Q24，黄金珠宝公司营业收入为 579.90 亿元，同比+10.6%，1Q24，黄金珠宝公司归母净利润合计同比+5.6%至 19.71 亿元。按照 2023 年分红比例排名为迪阿股份（290.04%）>中国黄金（77.66%）>菜百股份（77.03%）>潮宏基（66.64%）>周大生（53.61%）。

➤ **医美板块：上游药械端增速稳健，下游机构端盈利能力持续提升。**2023 年，医美板块营收 587.96 亿元/yoy+9.86%，归母净利润 58.96 亿元/yoy+125.91%。1Q24 营收 134.90 亿元/yoy+6.87%，归母净利润 16.71 亿元/yoy+23.26%。①**上游药械端：**2023 年，锦波生物、昊海生科、爱美客归母净利润同比增速领先，同比+174.60%、+130.58%、+47.99%。②**下游机构端：**区域性医美机构龙头朗姿股份盈利能力持续提升。2023 年，归母净利润同比+953.37%，24Q1，归母净利润同比+15.83%。按 2023 年分红比例排序，朗姿股份（88.46%）>昊海生科（57.24%）>华东医药（35.84%）>爱美客（31.53%）>锦波生物（29.52%）。

➤ **美妆板块：24Q1 板块呈现弱修复态势，抖音渠道高速增长，国货美妆龙头表现亮眼。**24Q1 化妆品零售额同比+3.40%，低于社零整体 4.70%的增速。平台表现分化，抖音渠道加速成长，24Q1 抖音美妆大盘超过天猫。业绩方面，23 年美妆板块营收 467.49 亿元/yoy-11.17%，归母净利润 55.81 亿元/yoy+27.46%；24Q1 实现营收 110.00 亿元/yoy+6.91%，归母净利润 15.87 亿元/yoy+17.07%；其中，①**头部美妆品牌商：**23 年，福瑞达、水羊股份、丸美股份归母净利润同比增速领先，同比+567.44%、+135.76%、+48.93%。毛利率方面，上海家化/丸美股份/水羊股份/福瑞达/润本股份 24Q1 毛利率同比分别+2.07/+5.93/+7.63/+11.45/+2.85pct，美护龙头盈利能力提升。按 2023 年分红比例排序，丸美股份（80.38%）>敷尔佳（53.39%）>福瑞达（33.51%）>贝泰妮（33.35%）>上海家化（31.06%）>华熙生物（30.69%）>润本股份（30.43%）>珀莱雅（30.07%）>水羊股份（13.21%）。②**上游防晒原料龙头：**科思股份 23 年/24Q1 扣非归母净利润分别同比+89.11%/+29.78%。③**中游代工企业：**嘉亨家化 23 年/24Q1 归母净利润分别同比-42.39%/-153.52%。

➤ **投资建议：**①**美妆板块，**推荐珀莱雅、巨子生物、上美股份、科思股份、水羊股份、丸美股份、福瑞达，建议关注嘉亨家化、华熙生物、贝泰妮、润本股份、上海家化、青松股份。②**零售板块，**推荐小商品城、华凯易佰、重庆百货、丽尚国潮；推荐明月镜片、博士眼镜，推荐全球零售商龙头名创优品，推荐专业母婴零售龙头孩子王。③**培育钻石板块，**建议关注力量钻石、沃尔德、惠丰钻石、四方达、黄河旋风等。④**珠宝板块，**推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙，建议关注周大福等。⑤**医美板块，**推荐爱美客、锦波生物、朗姿股份、美丽田园，建议关注昊海生科、普门科技。

➤ **风险提示：**消费需求不及预期，行业竞争格局恶化，新品推广不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603605.SH	珀莱雅	115.55	3.82	4.73	5.69	30	24	20	推荐
600223.SH	福瑞达	8.68	0.40	0.50	0.61	22	17	14	推荐
832982.BJ	锦波生物	180.98	7.08	10.10	13.06	26	18	14	推荐
832982.BJ	爱美客	180.98	11.66	15.72	19.72	16	12	9	推荐
300592.SZ	华凯易佰	18.70	1.55	1.94	2.33	12	10	8	推荐
600415.SH	小商品城	8.76	0.50	0.57	0.73	18	15	12	推荐
600612.SH	老凤祥	75.81	5.02	5.80	6.53	15	13	12	推荐
002867.SZ	周大生	16.31	1.36	1.53	1.72	12	11	9	推荐
002345.SZ	潮宏基	6.19	0.51	0.60	0.69	12	10	9	推荐
301101.SZ	明月镜片	27.70	0.92	1.09	1.34	30	25	21	推荐

资料来源：ifind，民生证券研究院预测。（注：股价为 2024 年 5 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

邮箱：liuyanqing@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- “庖丁解牛”拆析招股书（二十一）毛戈平：民族高端化妆品品牌，“东方美学”的美妆范式-2024/05/06
- 美妆行业点评：24Q1 美妆板块业绩双位数增长，“618”大促临近，重点关注美妆板块配置机会-2024/05/06
- 零售周观点：进入 23 年年报及 24 年一季报密集披露期，关注业绩超预期标的-2024/04/28
- 零售周观点：珀莱雅计划 24H1 推出新洗护品牌“惊时”，24 年 3 月社零总额同比+3.1%-2024/04/21
- 零售周观点：周大福发布 FY24Q4 经营数据，一季度跨境电商进出口额维持高增-2024/04/14

目录

1 零售行业：24Q1 社零总额稳步增长	3
1.1 百货板块：23Q4 业绩稍有回落，24Q1 旺季稳定增长	5
1.2 超市板块：边际转好，1Q24 板块整体实现盈利	8
1.3 跨境电商：海外消费力保持稳定，业绩持续改善	11
2 黄金珠宝：投资与消费共同驱动，增长韧性充足	20
2.1 黄金珠宝板块总览：2023 年金银珠宝类零售额增速领跑社零总额，24Q1 在高基数下实现稳健增长	20
2.2 黄金珠宝行业财报综述	21
3 医美板块：上游药械端增速稳健，下游机构端盈利能力持续提升	28
3.1 医美板块总览：上游药械增速稳健，下游盈利能力提升	28
3.2 医美行业财报综述	29
4 美妆：24Q1 板块呈现弱修复态势，抖音渠道高速增长，国货美妆龙头表现亮眼	32
4.1 化妆品板块总览：Q1 销售额实现弱修复，期待 Q2 在“618”大促催化加速增长	32
4.2 化妆品产业链各环节财务数据分析	34
5 投资建议	42
6 风险提示	44
插图目录	45
表格目录	46

1 零售行业：24Q1 社零总额稳步增长

2023 年中国社会消费品零售总额 47.15 万亿元,同比增长 7.22%。其中 23Q4, 为 12.94 万亿元,同比增长 8.34%。24Q1 中国社会消费品零售总额为 12.03 万亿元,同比增长 4.70%。2023 年限额以上企业消费品零售总额 16.52 万亿元,同比增长 5.50%。其中 23Q4 为 4.55 万亿元,同比增长 2.81%。24Q1 限额以上企业消费品零售总额为 4.19 万亿元,同比增长 3.13%。

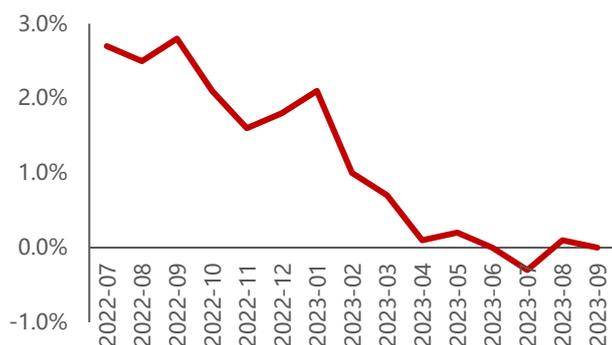
图1：社会消费品零售总额（亿元）当月值及同比增速（%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

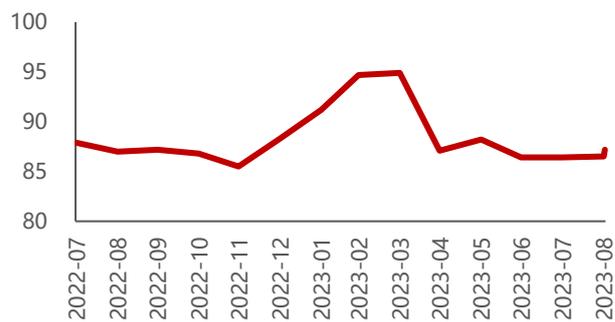
CPI 总体涨势趋缓。2023 年中国 CPI 同比上涨 0.2%，涨幅比上半年回落 0.5pct，10 至 12 月保持较低水平 yoy-0.2%/-0.5%/-0.3%。随着需求稳步恢复，市场信心逐步增强，经济运行持续好转，加上低基数效应逐步减弱，物价总水平有望逐步回升到年均值水平附近。

图2：CPI 当月同比



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：消费者信心指数



资料来源：ifind，民生证券研究院

23Q4 各品类零售业务的表现存在差异，受到多种因素的影响，包括季节性、市场需求、价格波动和消费者购买习惯的变化。2023 年金银珠宝和服装鞋帽针纺品类分别同比增长 13.3%和 12.9%，零售和食品服务行业在第三季度保持了增长态势，但是增速与去年同期相比有所放缓。

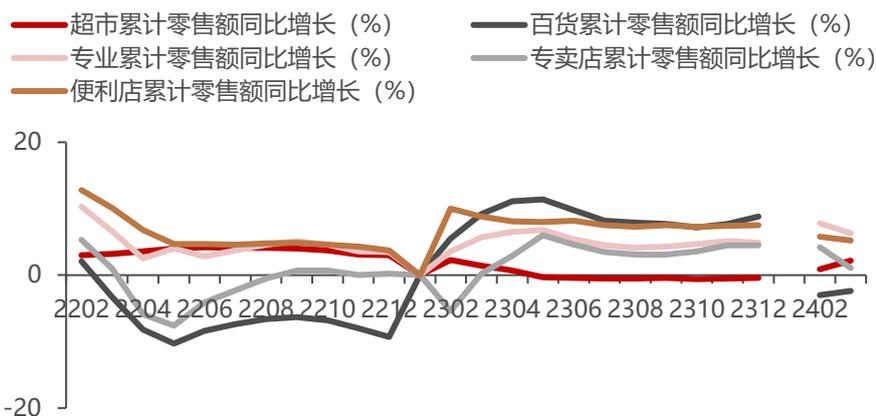
图4：社会消费品零售总额分品类同比增速

		2024-03	2024-01-02	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2022-12
总额	社会消费品零售总额	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%	2.5%	3.1%	12.7%	18.4%	10.6%	-1.8%
	限额以上企业消费品总额	2.6%	6.7%	6.6%	10.0%	8.7%	5.2%	3.1%	0.3%	2.3%	12.5%	19.0%	10.1%	-1.3%
高频必选	粮油、食品类	11.0%	9.0%	5.8%	4.4%	4.4%	8.3%	4.5%	5.5%	5.4%	-0.7%	1.0%	4.4%	10.5%
	饮料	5.8%	6.9%	7.7%	6.3%	6.2%	8.0%	0.8%	3.1%	3.6%	-0.7%	-3.4%	-5.1%	5.5%
	烟酒	9.4%	13.7%	8.3%	16.2%	15.4%	23.1%	4.3%	7.2%	9.6%	8.6%	14.9%	9.0%	-7.3%
	日用品	3.5%	-0.7%	-5.9%	3.5%	4.4%	0.7%	1.5%	-1.0%	-2.2%	9.4%	10.1%	7.7%	-9.2%
高频可选	服装鞋帽针纺织品	3.8%	1.9%	26.0%	22.0%	7.5%	9.9%	4.5%	2.3%	6.9%	17.6%	32.4%	17.7%	-12.5%
	化妆品	2.2%	4.0%	9.7%	-3.5%	1.1%	1.6%	9.7%	-4.1%	4.8%	11.7%	24.3%	9.6%	-19.3%
低频可选	金银珠宝	3.2%	5.0%	29.4%	10.7%	10.4%	7.7%	7.2%	-10.0%	7.8%	24.4%	44.7%	37.4%	-18.4%
	通讯类器材	7.2%	16.2%	11.0%	16.8%	14.6%	0.4%	8.5%	3.0%	6.6%	27.4%	14.6%	1.8%	-4.5%
	家用电器和音像器材	5.8%	5.7%	-0.1%	2.7%	9.6%	-2.3%	-2.9%	-5.5%	4.5%	0.1%	4.7%	-1.4%	-13.1%
	家具类	0.2%	4.6%	2.3%	2.2%	1.7%	0.5%	4.8%	0.1%	1.2%	5.0%	3.4%	3.5%	-5.8%
	汽车	-3.7%	8.7%	4.0%	14.7%	11.4%	2.8%	1.1%	-1.5%	-1.1%	24.2%	38.0%	11.5%	4.6%
	文化办公用品	-6.6%	-8.8%	-9.0%	-8.2%	7.7%	-13.6%	-8.4%	-13.1%	-9.9%	-1.2%	-4.9%	-1.9%	-0.3%
其它	石油及制品	3.5%	5.0%	8.6%	7.2%	5.4%	8.9%	6.0%	-0.6%	-2.2%	4.1%	13.5%	9.2%	-2.9%
	建筑及装潢材料	2.8%	2.1%	-7.5%	-10.4%	-4.8%	-8.2%	-11.4%	-11.2%	-6.8%	-14.6%	-11.2%	-4.7%	-8.9%

资料来源：ifind，民生证券研究院

按零售业态分，2023年限额以上零售业单位中超市/百货/专业零售/专卖店/便利店业态分别同比-0.4%/+8.8%/+4.9%/+4.5%/+7.5%。超市业态受损程度较大。

图5：限额以上分业态零售额同比增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2023年，商贸零售与纺织服饰板块整体分红比例同比提升，其中饰品分红比例处在较高水平。2023年，商贸零售/美容护理/纺织服饰板块整体分红比例分别为44.02%/39.79%/62.06%，分别同比+2.54/-3.12/+2.55 pct。商贸零售板块中，百货板块分红比例同比+1.81 pct至46.76%；美容护理板块中，化妆品板块同比+3.81 pct至40.85%；纺织服饰板块中，饰品板块同比+3.66 pct至59.55%，服装家纺板块同比+2.69 pct至70.22%，整体处在较高水平。

表1：2019-2023 年商贸零售&美容护理&纺织服饰板块分红比例（%）

板块名称	2019	2020	2021	2022	2023
商贸零售	27.62	40.31	45.86	41.48	44.02
贸易II	22.98	42.75	36.51	34.39	33.08
一般零售	33.25	44.01	58.08	45.31	44.90
百货	35.78	45.83	44.63	44.95	46.76
超市	65.54	26.76	-	109.46	47.45
多业态零售	32.13	77.09	89.80	42.44	49.63
商业物业经营	25.78	36.99	34.94	41.37	41.85
专业连锁II	56.19	50.48	41.12	59.96	59.21
互联网电商	12.18	30.71	37.39	45.46	43.95
综合电商	5.37	45.33	36.80	29.89	10.72
跨境电商	72.69	22.41	100.23	93.27	59.08
电商服务	37.35	32.47	28.26	55.05	111.66
旅游零售II	30.37	31.80	30.34	31.05	47.99
美容护理	26.52	30.11	33.77	42.91	39.79
个护用品	26.49	24.31	32.60	51.41	47.34
化妆品	25.75	29.37	31.90	37.05	40.85
医疗美容	30.33	65.74	39.66	40.26	31.13
纺织服饰	50.32	53.84	56.97	59.51	62.06
纺织制造	45.95	47.12	50.67	50.21	49.35
服装家纺	53.99	54.19	63.85	67.53	70.22
饰品	40.77	58.74	48.33	55.89	59.55

资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.1 百货板块：23Q4 业绩稍有回落，24Q1 旺季稳定增长

1.1.1 百货板块总体情况

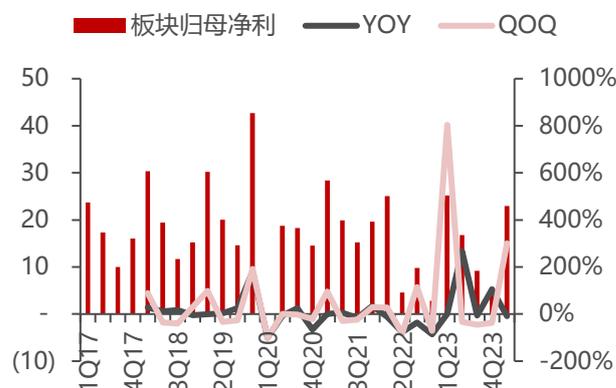
4Q23 百货行业营收同比增长 6.2%，呈现恢复的态势，但仍然低于 19-21 年的同期情况。1Q24 行业营收同比下滑 4.3%，环比增长 18.8%。百货行业作为一个成长失速的传统行业，过去多年估值和股价表现均较为承压，国企改革、REITS、折扣零售的布局、潜在的免税市内店政策等主题投资机遇，给百货行业带来了充分的价值重估机遇。4Q23 板块营收为 323.50 亿元，同比增长 6.2%，毛利为 110.76 亿元，毛利率 34.2%/-1.6pct，归母净利 5.73 亿元，同比增长 105.5%，净利率 1.8%/+0.9pct。1Q24 板块营收为 384.27 亿元，毛利 34.02 亿元，毛利率 33.7%/-0.5pct，归母净利 22.92 亿元/yoy-9.0%，净利率 6.0%/-0.3pct。

图6: 百货行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



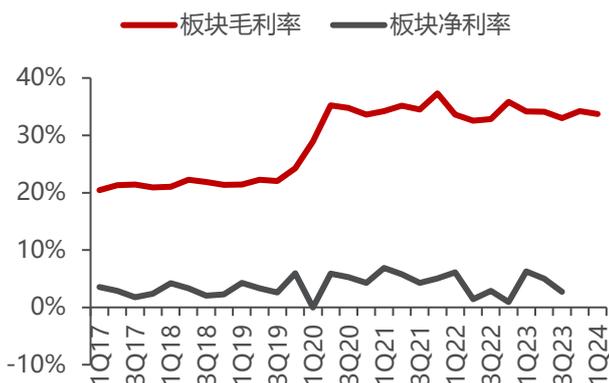
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 百货行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



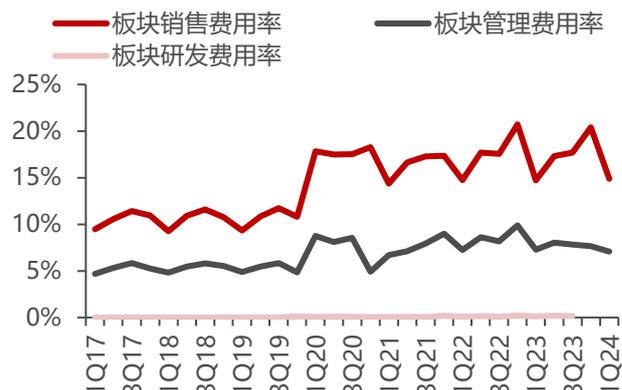
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8: 百货行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9: 百货行业分季度费用率水平



资料来源: ifind, 民生证券研究院

1.1.2 标的梳理

➤ 重庆百货

业绩简述: 1) 2023 年: 实现营收 189.85 亿元/yoy+3.72%, 归母净利润 13.15 亿元/yoy+48.84%, 扣非归母净利润 11.29 亿元/yoy+41.73%。现金分红 1.22 亿元, 分红比率 45.63%。公司参股 31.06%的马上消费实现净利润 19.82 亿元, 确认投资收益 6.15 亿元。2) 4Q23: 实现营收 42.07 亿元/yoy+10.86%, 归母净利润 1.87 亿元/yoy+213.17%, 扣非归母净利润 1.09 亿元/yoy+52.25%。

除超市外其他业态实现正增长。 1) 分行业看, ①百货行业营收 20.15 亿元/yoy+8.81%; ②超市行业营收 61.83 亿元/yoy-5.51%; ③电器行业营收 29.27 亿元/yoy+19.52%; ④汽贸行业营收 60.83 亿元/yoy+13.18%; ⑤其他行业营收 3.58 亿元/yoy-32.81%。2) 分地区看, ①重庆地区营收 172.31 亿元/yoy+5.42%; ②四川地区营收 2.92 亿元/yoy-11.52%; ③贵州地区营收 569 万元/yoy-28.63%;

④湖北地区营收 3742 万元/yoy-7.21%。3) 分渠道看, 2023 年, 公司线上、线下销售额分别为 27.27 亿元和 313.31 亿元, 线上、线下销售占比分别为 8.01% 和 91.99%。

费率方面: 1) 毛利率方面, 2023 年公司毛利率水平上升 0.28pct 至 19.89%, 其中百货、超市、电器、汽贸、其他行业分别实现毛利率 65.99%/+1.74pct、17.36%/+1.90pct、19.77%/-0.06pct、6.25%/-1.05pct、36.66%/-1.70pct。重庆、四川、贵州、湖北地区毛利率分别为 19.34%/+1.74pct、51.38%/+7.94pct、86.14%/+8.24pct、18.70%/-3.30pct。2) 费用方面, 2023 年公司实现销售/管理/研发/财务费用率 13.75%/5.19%/0.14%/0.65%, 同比-1.00/+0.42/-0.05/-0.01pct, 费率降低主要系公司 2023 年度系统性降本增效。

系统性降本增效, 减租金及能源开支与人工成本。公司积极实施减租降租政策, 一年内累计减少租金支出 8466 万元; 严格限制营销和能源开支, 全年共节省 5680 万元; 不断推进成本和费用下降, 从 2019 年起, 人工成本每年持续减少; 通过五地联合采购和自主招标方式, 全年总计节约成本 3535 万元。

数智化推动融合创新, 会员销售额提升。通过数字化赋能, 公司推动了商品、会员、渠道、营销四大领域的深度整合。23 年公司会员人数为 2760 万人, 销售额 164.98 亿元/yoy+7.15%, 占零售总额 59%。全方位业态整合的促销活动带来了 41.5 亿元的收入; 同时, 公司不断改善多业态融合的应用程序, 丰富了本地生活服务生态系统, 建立了包括“吃、住、行、游、购、娱”在内的综合生态联盟。

投资建议:我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 14.46/15.97/17.63 亿元, 分别同比变化 +10.0%/10.4%/10.4%, 20-22 年公司分红比率分别为 142.73%/153.23%/30.85%, 高分红下估值较低, 维持“推荐”评级。

风险提示: 消费需求不及预期, 展店不及预期。

表2: 百货标的 4Q23 的财务数据 (单位: 亿元)

股票简称	收入	yoy	增速同比变动 (pct)	扣非归母净利润	yoy	增速同比变动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非净利率	同比变动 (pct)
王府井	29.59	26.8%	53.22	0.46	118.4%	284.18	43.97%	6.35	1.6%	12.30
天虹股份	28.35	-2.3%	3.12	0.07	169.1%	82.63	40.78%	2.51	0.3%	0.61
重庆百货	42.07	10.9%	31.23	1.09	52.3%	85.61	25.56%	-4.84	2.6%	0.71
合肥百货	15.59	18.7%	39.55	-0.18	-230.5%	-40.79	27.70%	-4.26	-1.1%	-0.48
友阿股份	3.27	2.3%	54.53	-0.75	33.7%	63.78	65.02%	5.41	-23.2%	12.92
欧亚集团	15.36	4.4%	33.00	-0.01	99.2%	165.38	25.12%	-24.23	-0.1%	8.67
大商股份	16.56	7.0%	25.17	0.63	174.3%	134.13	36.80%	-0.56	3.8%	2.34
武商集团	17.40	17.9%	37.72	-0.13	57.6%	173.85	47.82%	1.39	-0.8%	1.18
银座股份	10.34	12.4%	38.24	-0.16	85.8%	203.27	52.58%	2.70	-1.5%	10.90
杭州解百	4.77	2.3%	9.83	0.26	289.1%	380.01	79.53%	3.00	5.5%	4.07
新华百货	14.15	7.9%	6.32	-0.07	78.7%	692.08	25.25%	4.11	-0.5%	1.94
文峰股份	5.43	-5.2%	3.84	0.42	199.8%	278.09	47.68%	3.07	7.8%	5.35

友好集团	3.14	89.6%	151.67	-0.67	52.8%	302.36	39.52%	29.31	-21.2%	64.12
广百股份	10.21	-10.5%	16.65	0.05	106.6%	213.37	35.38%	16.52	0.5%	6.87
百联股份	69.60	-3.1%	8.94	-0.83	-517.7%	-401.82	26.60%	-2.68	-1.2%	-0.99
居然之家	37.68	6.1%	-2.68	0.46	-33.1%	53.63	31.81%	-10.24	1.2%	-0.72

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表3: 百货标的 1Q24 的财务数据 (单位: 亿元)

股票简称	收入	yoy	增速同比变动 (pct)	扣非归母净利润	yoy	增速同比变动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非净利率	同比变动 (pct)
王府井	33.08	-1.7%	-3.32	1.93	-13.7%	-158.55	41.22%	-1.58	5.8%	-0.81
天虹股份	33.40	-1.3%	0.93	1.27	-26.1%	-207.18	36.95%	-0.11	3.8%	-1.27
重庆百货	48.50	-4.6%	-1.45	4.46	-2.7%	-27.24	28.20%	1.07	9.2%	0.14
合肥百货	20.02	1.7%	-1.66	0.89	17.2%	-8.57	27.71%	-0.80	4.4%	0.59
友阿股份	3.38	-9.1%	34.03	0.54	53.5%	93.06	64.87%	2.24	16.3%	6.62
欧亚集团	19.44	0.2%	-0.91	0.05	-36.0%	-148.32	37.49%	-3.84	0.2%	-0.13
大商股份	20.93	-7.9%	-5.49	2.31	21.2%	30.19	43.80%	2.55	11.1%	2.66
武商集团	19.56	-4.8%	-14.45	1.09	-15.2%	11.53	46.48%	0.34	5.6%	-0.69
银座股份	16.72	1.8%	6.98	0.79	-8.7%	-103.59	39.70%	0.09	4.7%	-0.54
杭州解百	5.12	-11.7%	-21.58	1.20	3.0%	-28.08	79.31%	-2.44	23.4%	3.35
新华百货	18.84	2.3%	-4.64	0.78	-3.6%	-122.50	26.67%	-2.48	4.1%	-0.25
文峰股份	5.58	-11.7%	-2.20	0.52	-37.7%	-75.37	51.30%	2.53	9.3%	-3.87
友好集团	5.17	-4.6%	-0.69	0.13	-71.2%	-1180.12	29.56%	-4.07	2.5%	-5.87
广百股份	14.88	-13.6%	-17.10	0.24	-25.3%	-39.38	22.47%	1.08	1.6%	-0.25
百联股份	88.29	-7.0%	0.78	1.62	-16.2%	-48.72	24.63%	-0.42	1.8%	-0.20
居然之家	31.37	-3.4%	-7.91	3.73	-12.0%	13.98	36.73%	-2.47	11.9%	-1.16

资料来源: ifind, 民生证券研究院

1.2 超市板块: 边际转好, 1Q24 板块整体实现盈利

1.2.1 超市板块总体情况

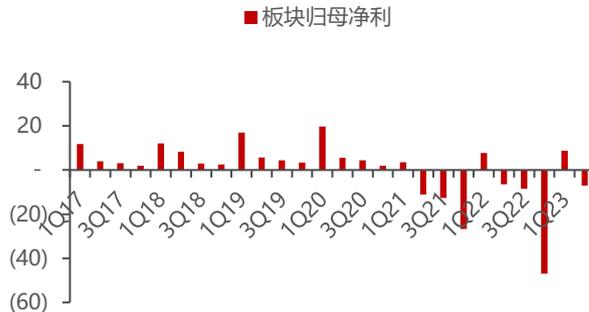
新兴的零售模式对传统超市业态造成了冲击, 未及时进行转型的传统超市逐渐陷入经营困境。超市板块主要涉及的必需消费品的需求相对稳定, 但也容易受到价格竞争的压力。销售端, 4Q23 板块总营收为 282.89 亿元, 同比-11.4%; 1Q24 板块总营收为 361.17 亿元, 同比-6.2%。毛利率端, 4Q23 板块的毛利为 65.02 亿元, 毛利率为 23.0%; 1Q24 板块的毛利为 87.36 亿元, 毛利率为 24.2%。费用端, 4Q23 销售费率为 23.3%, 管理费率为 3.1%, 研发费率为 0.2%; 1Q24 销售费率为 17.2%, 管理费率为 2.3%, 研发费率为 0.2%。利润端, 4Q23 板块归母净利润为-28.12 亿元, 1Q24 归母净利润为 9.90 亿元。

图10: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



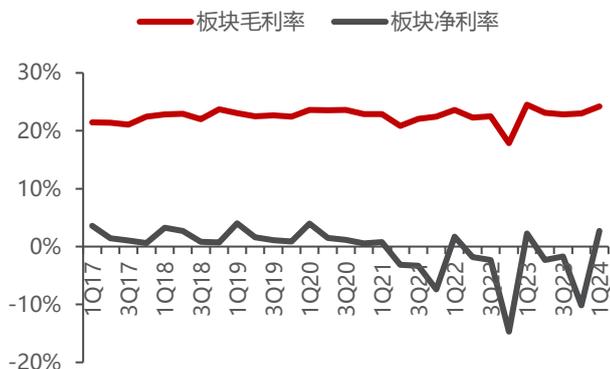
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 超市行业分季度归母净利润 (亿元)



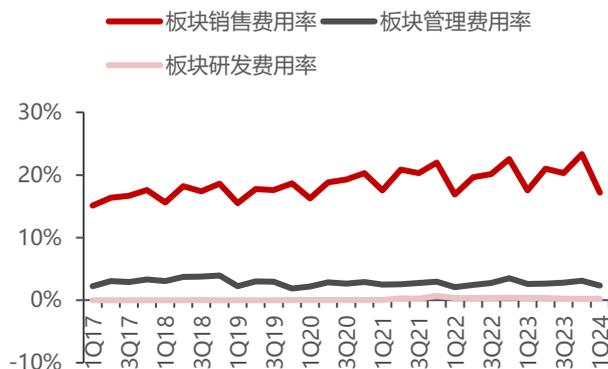
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图12: 超市行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图13: 超市行业分季度费用率情况



资料来源: ifind, 民生证券研究院

1.2.2 标的梳理

➤ 家家悦

2023年, 公司实现营业收入 177.63 亿元/yoy-2.31%, 归母净利润 1.36 亿元/yoy+127.04%, 扣非归母净利润 0.98 亿元/yoy+275.56%; 2024Q1, 公司实现营业收入 51.89 亿元/yoy+5.73%, 归母净利润 1.47 亿元/yoy+7.10%, 扣非归母净利润 1.35 亿元/yoy+1.05%。2024Q1, 毛利率为 24.04%/-0.62 pct。

➤ 永辉超市

2023年, 实现营业收入 785.42 亿元/yoy-12.71%, 归母净利润-13.29 亿元/yoy+51.90%, 实现扣非归母净利润-19.76 亿元/yoy+22.96%。2024Q1, 公司实现营业收入 216.65 亿元/yoy-8.98%, 归母净利润 7.36 亿元/yoy+4.57%, 扣非归母净利润 5.99 亿元/yoy-3.08%。2024Q1, 公司毛利率为 22.85%/-0.03 pct。

➤ 红旗连锁

2023 年，公司实现营业收入 101.33 亿元/yoy+1.12%，归母净利润 5.61 亿元/yoy+15.53%，扣非归母净利润 4.90 亿元/yoy+9.26%。2024Q1，公司实现营业收入 26.71 亿元/yoy+4.55%，归母净利润 1.63 亿元/yoy+15.95%，扣非归母净利润 1.51 亿元/yoy+9.86%。2024Q1，公司毛利率为 29.80%/-0.23 pct。

表4：超市标的 1Q24 财务数据

证券代码	证券简称	1Q24 收		1Q24 归		毛利率	毛利率同 比变动 (pct)	净利率	净利率同 比变动 (pct)
		入 (亿 元)	同比增速	母净利润 (亿元)	同比增速				
000759.SZ	中百集团	32.60	-7.2%	-0.25	-619.2%	21.9%	-2.7%	-0.9%	-1.2%
002251.SZ	步步高	9.28	-10.2%	0.20	120.3%	42.5%	0.9%	2.7%	11.9%
002336.SZ	人人乐	5.83	-38.9%	-1.32	-33.6%	28.2%	2.1%	-22.6%	-12.3%
002697.SZ	红旗连锁	26.71	4.5%	1.63	16.0%	29.8%	-0.2%	6.1%	0.6%
601116.SH	三江购物	10.62	-2.7%	0.52	-1.4%	27.0%	-0.6%	4.9%	0.0%
601933.SH	永辉超市	216.65	-9.0%	7.36	4.6%	22.9%	0.0%	3.3%	0.5%
603708.SH	家家悦	51.89	5.7%	1.47	7.1%	24.0%	-0.6%	2.9%	0.1%
605188.SH	国光连锁	7.57	12.3%	0.27	-2.7%	23.9%	-2.6%	3.5%	-0.5%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2023 年分红及股息率：超市板块中，按 2023 年报的分红比例对公司排序，家家悦(88.00%)>三江购物(79.55%)>国光连锁(34.12%)>红旗连锁(30.05%)；2023 年的股息率(股票获利率)排名，红旗连锁(2.30%)>三江购物(2.24%)>家家悦(1.79%)>国光连锁(0.14%)。

表5：超市板块个股分红比例及股息率(%)

证券代码	证券名称	分红比例(2023 年报)	股息率(股票获利率, 2023 年度)
601116.SH	三江购物	79.55	2.24
603708.SH	家家悦	88.00	1.79
605188.SH	国光连锁	34.12	0.14
002697.SZ	红旗连锁	30.05	2.30

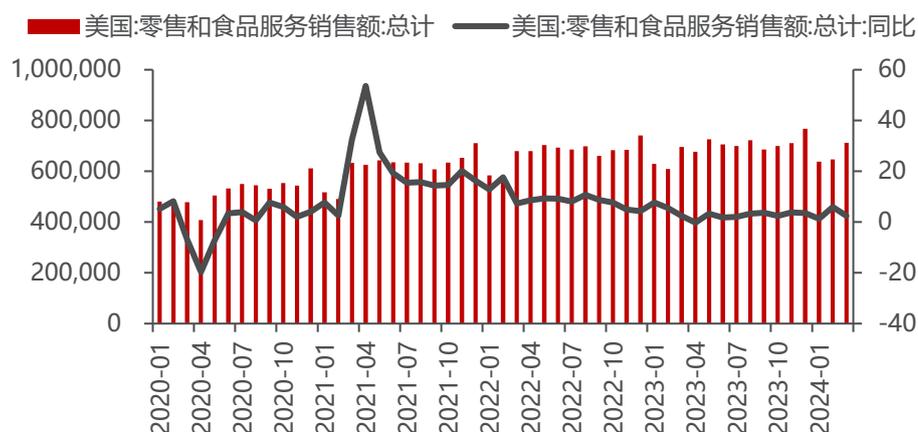
资料来源：iFinD，民生证券研究院；(其中：股息率收盘价为 2024 年 4 月 30 日)

1.3 跨境电商：海外消费力保持稳定，业绩持续改善

1.3.1 海外消费跟踪：2023 年美国零售总额稳定增长

美国零售总额稳定增长。2023 年零售和食品服务销售额总计为 833 万亿美元，同比增长 3.18%，其中 10-12 月分别同比增长 2.36%/3.86%/3.53%。1Q24 该总额为 200 万亿美元，同比增长 3.18%。

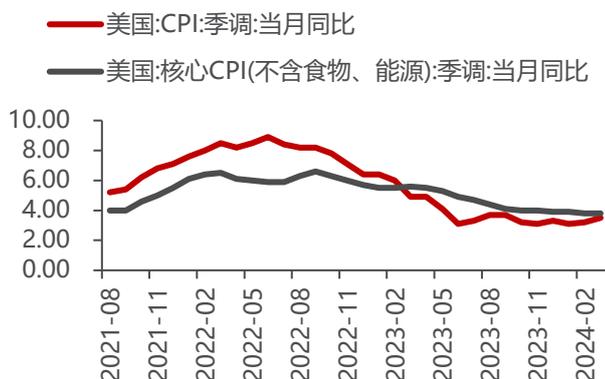
图14：美国零售和食品服务销售额（百万美元）及同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

23Q3 核心通胀延续回落。10-12 月美国 CPI 同比增速分别为 3.2%/3.1%/3.3%，基本持平，24 年以来，1-3 月美国核心 CPI 连续超出经济学家普遍预期，核心 CPI 已经连续三个月超出经济学家普遍预期。3 月整体 CPI 较上月增长 0.4%，较上年同期则同比增长 3.5%，同比增速高于 2 月份，主要是受到天然气以及汽油等能源价格上涨的大力推动，3 月整体 CPI 同比与环比均超经济学家预期。

4 月消费者信心回落，低于预期。2024 年 1 月美国消费者信心指数达到 79，超过市场预期的 70，较 2023 年 12 月的 69.7 有显著提升，而 4 月份消费者信心指数下降到 97，低于经济学家预期的 104，也低于 3 月份的 103.1。

图15: CPI及核心CPI同比增速


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 美国密歇根大学消费者信心指数


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 美国零售总额分品类同比增速

		2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
总额	零售和食品服务销售额	2.4%	6.0%	1.3%	3.5%	3.9%	2.4%	3.7%	3.3%	2.0%	1.7%	3.3%	-0.3%	2.4%
	不包括机动车辆及零部件店	3.3%	6.0%	1.6%	2.9%	3.4%	2.3%	2.9%	2.9%	1.0%	0.7%	2.1%	0.4%	2.8%
非耐用品	食品和饮料店	3.5%	3.5%	0.5%	0.5%	1.1%	-0.1%	2.2%	2.6%	1.3%	1.4%	3.4%	3.0%	5.0%
	保健和个人护理店	-0.3%	6.2%	6.3%	8.7%	10.2%	11.8%	7.1%	8.6%	7.2%	8.4%	11.4%	5.6%	7.9%
	加油站	-1.5%	-0.7%	-7.8%	-7.4%	-10.3%	-7.9%	-3.5%	-8.1%	-21.2%	-23.4%	-20.2%	-15.2%	-12.8%
	服装及服装配饰店	3.1%	4.9%	-1.1%	3.3%	1.8%	-1.4%	0.9%	4.2%	1.8%	0.4%	0.3%	-3.3%	-1.5%
	运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店	-4.0%	1.2%	-2.3%	-3.5%	0.2%	-2.4%	-0.7%	-2.0%	0.0%	0.2%	1.8%	-2.1%	1.4%
	日用品商场	9.6%	6.3%	1.3%	2.0%	1.1%	0.0%	2.2%	3.3%	1.7%	1.4%	1.6%	2.1%	3.1%
	杂货店	5.0%	2.1%	-3.5%	2.9%	7.6%	4.8%	2.0%	-3.5%	1.2%	2.5%	4.2%	1.0%	2.0%
	无店铺商販	5.6%	10.7%	9.7%	6.7%	8.9%	9.0%	6.5%	7.5%	10.2%	8.5%	9.7%	5.3%	6.5%
	食品服务和饮吧	6.8%	11.3%	3.7%	10.9%	10.8%	7.6%	10.7%	9.5%	9.7%	11.3%	9.3%	7.9%	13.5%
	电子和家用电器店	-1.5%	6.0%	-0.4%	2.0%	4.3%	2.2%	-1.0%	-1.2%	-4.2%	0.1%	-2.3%	-10.5%	-4.6%
耐用品	家具和家用装饰店	-8.0%	-1.2%	-8.5%	-7.4%	-5.4%	-12.0%	-7.0%	-6.9%	-7.2%	-3.4%	-6.0%	-11.6%	-3.1%
	机动车辆及零部件店	-1.0%	6.1%	0.0%	6.5%	6.1%	2.6%	7.1%	4.8%	6.4%	6.0%	8.3%	-2.8%	1.0%
	建筑材料、园林设备和物料店	-7.3%	-1.5%	-7.4%	-6.0%	-2.2%	-3.0%	-6.6%	-2.8%	-3.9%	-3.8%	0.8%	-6.3%	-5.9%

资料来源: ifind, 民生证券研究院

1.3.2 跨境电商板块总体情况: 毛利率保持增长, 盈利能力不断增强

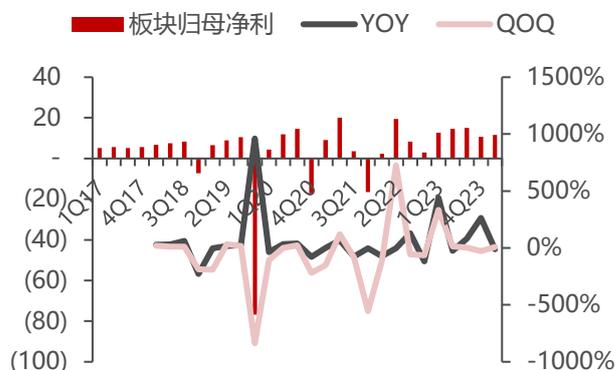
虽然全球经济不景气和疫情影响导致了一些海外市场的消费需求下降, 但由于逆全球化的低成本, 世界跨国家地区交易前景依旧可期。随着产业结构升级、政策鼓励和技术进步的深入推进, 跨境电商行业迎来了新的发展机遇。销售端, 4Q23 营收为 257.30 亿元, 同比增长 13.2%, 毛利为 74.26 亿元, 毛利率 28.9%/-2.3pct, 归母净利润为 10.69 亿元, 同比增长 263.2%, 净利率 4.2%/+2.9pct。1Q24 营收为 227.24 亿元, 同比增长 18.1%, 毛利 73.99 亿元, 毛利率 32.6%/+0.3pct, 归母净利润 11.52 亿元, 同比下降 9.7%, 净利率 5.1%/-1.5pct。

图18: 跨境电商行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



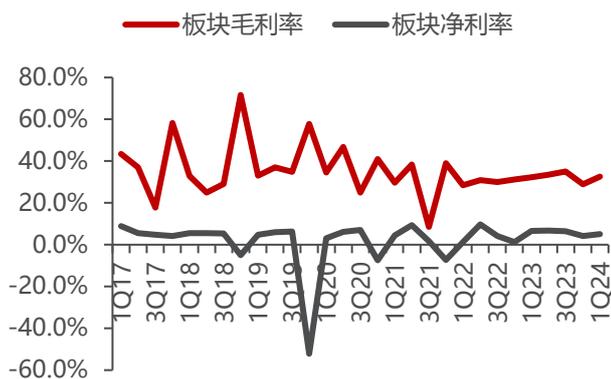
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 跨境电商行业分季度扣非归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



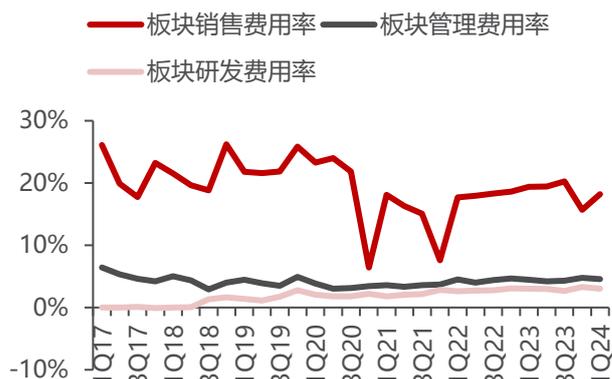
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图20: 跨境电商行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图21: 跨境电商行业分季度费用率水平



资料来源: ifind, 民生证券研究院

1.3.3 标的梳理

➤ 华凯易佰

事件: 1) 2023 年实现营收 65.18 亿元/yoy+47.56%，归母净利润 3.32 亿元/yoy+53.08%，归母扣非净利润 2.89 亿元/yoy+44.83%，非经损益主要来自应收款项减值准备转回 2401 万元和政府补助 1448 万元；其中全资子公司易佰网络实现营收 64.83 亿元/yoy+47.89%，净利润 4.06 亿元/yoy+40.62%。2) 23Q4 实现营收 17.68 亿元/yoy+30.16%，归母净利润 3294 万元/yoy-54.58%，归母扣非净利润 642 万元/yoy-90.05%。

把握电商市场发展机遇，持续深耕跨境出口电商综合业务。 1) 分业务看，商品销售业务实现收入 56.96 亿元/yoy+38.62%，占总营收比重 87.39%/-5.63pct；其中 23 年泛品业务 SKU 超过 104 万款，客单价为 107 元；精品业务 SKU 数量为 636 个，客单价为 380 元。跨境电商综合服务实现收入 7.86 亿元/yoy+188.52%，

占总营收比重 12.05%/+5.89pct。2)分平台看,23 年公司前五大客户为 Amazon、eBay、AliExpress、Cdiscount、Walmart, 销售比例分别为 74.81%、2.76%、1.81%、1.45%、1.41%, 合计 82.24%。3) 分地区看, 出口地主要为发达国家, 其中美国和英国分别占到 34.3%和 6.5%。

数字技术赋能, 助力跨境电商盈利能力稳步提升。 1) 毛利率方面, 2023 年为 36.96%, 同比-2.55pct, 其中跨境出口电商业务毛利率 40.15%/+0.55pct。主要系公司依托自主研发的全自动数据整理及调价管理系统, 根据库存、库龄、日均加权销量等维度, 计算最优售卖价格, 实现批量、快速的价格升降调整。23Q4 毛利率为 34.66%/-2.45pct, 环比变动-2.45pct。2) 费率方面, 2023 年公司实现销售/管理/研发费用率 23.43%/6.38%/1.00%, 同比-1.21/+0.89/-0.17pct, 管理费用率变化主要系易佰网络计提团队超额业绩奖励以及增加股份支付费用所致。3) 净利率方面, 2023 年公司实现净利率 5.35%/-0.17pct; 23Q4 实现净利率 1.86%/-3.48pct, 环比-3.33pct。

依托自主开发算法, 精准备货提高存货周转效率。 公司国内仓主要位于东莞虎门, 采用租赁方式自营管理, 主要承担向海外仓集货转运和向海外消费者直邮发货等职能; 海外仓主要由 Amazon 等第三方电商平台及谷仓、万邑通等专业的大型第三方仓储物流服务商运营管理, 位于美国、英国、德国、澳大利亚等地, 23 年通过国内仓、第三方海外仓、平台仓 (Amazon) 发货的销售收入占比分别为 33.49%/2.44%/61.42%。23 年存货周转天数同比下降 22.46 天至 71.32 天。公司执行全品类深耕的经营策略, SKU 规模庞大。公司依托自主开发的算法, 确定每个 SKU 的安全库存、备货周期、单次备货量, 随着 SKU 销售情况的变化动态调整各项参数, 实现少量多批、快速响应的采购模式。

投资建议: “精品+亿迈”三大业务驱动模式, 在汇率向好和国际运费下降等成本端因素持续优化的背景下, 公司通过易佰云信息化系统的精细化运作, 有效实现降本增效, 经营业绩持续向好。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 4.50/5.60/6.74 亿元, 分别同比+35.3%/+24.7%/+20.2%, 维持“推荐”评级。

风险提示: 海外需求不及预期, 收购计划不及预期, 出口成本大幅变化。

➤ 小商品城

业绩简述: 1) 2023: 实现营收 113.00 亿元/yoy+48.3%, 归母净利润 26.76 亿元/yoy+142.25%, 扣非归母净利润 24.69 亿元/yoy+39.86%, 现金分红 10.97 亿元, 分红比率 40.99%。2) 1Q24: 实现营收 26.81 亿元/yoy+26.42%, 归母净利润 7.13 亿元/yoy-41.66%, 扣非归母净利润 6.91 亿元/yoy-36.03%, 较上年同期联营、合营企业投资收益同比减少 7.29 亿元, 资产处置同比减少 1.65 亿元; 剔除前述因素后的利润同比增长 95.95%。

新市场开业及涨租使得市场经营业务持续增长, 贸易服务生态逐渐完善。 1) 市场经营业务 23 年营收 30.74 亿元/yoy+81.16%, 毛利率 71.83%/+28.52pct。

二区东新能源市场新增建筑面积 13.1 万方, 1-3 层新增商位 650 余间, 其中三层于 12 月完成招商。此外, 对市场到期商位的租金进行调整, 平均上浮 5.5%, 公司预计未来三年增长率将不低于 5%。2) 贸易服务业务 23 年营收 6.02 亿元/yoy+43.37%, 毛利率 69.74%/+22.48pct。截至 23 年底, ①CG 平台累计上传商品超 1000 万个, 23 年 GMV 超 650 亿元, 完成上线西班牙、沙特、哥伦比亚等 6 个国家站, 3.2 万家经营户 70 万款商品对外展出。23 年经营主体大数据公司实现净利润 0.81 亿元。②Yiwupay 已开通超 2 万个人民币账号, 新增跨境人民币支付业务交易额超 85 亿元, 交易覆盖五大洲 150 个国家地区。24Q1, Chinagoods 实现 GMV110 亿元/yoy+37.5%, Yiwupay 实现跨境交易额 62 亿元。3) 配套服务 23 年营收 4.67 亿元/yoy+79.30%, 毛利率 23.58%/+6.88pct, 其中酒店业务(含受托经营酒店)营收超 4 亿元, 创历史新高。4) 商品销售业务 23 年营收 67.92 亿元/yoy+37.22%, 毛利率 0.50%/+0.22pct。

盈利能力显著提升, 费用率保持稳定。2023 年毛利率 26.50%/+1.61pct, 24Q1 毛利率为 39.05%/+8.02pct, 环比+13.97pct。费率方面, 24Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.33%/3.79%/0.21%/0.93%, 同比变化+0.21/-1.35/-0.06/-1.05pct。

AI 技术投入不断推进, 数据资产加速变现。①AI 技术加码投入: 近年公司持续在数字化、数据资源相关领域投入达 1.3 亿元, 2023 年相关投入达 1800 万元, 24 年继续扩大投入。24Q1 季末确认的数据资源无形资产超 800 万元, 全年预计投入或将超 5000 万元。已有 1.7 万人在 CG 平台上深度体验并使用 AI 系列产品, 商家使用后的 3 个月内, 平均询盘量增长 30%以上, 订单量增长 15%以上。②数据资产变现加速: Yiwupay 为商户提供基于支付数据为底层的融资信贷模型, 由征信公司统一封装输出给银行等金融机构, 收取相应服务费。征信公司成立于 2014 年 7 月, 目前覆盖 108 万法人, 共计 1.64 亿余条数据。目前授信主体 3 万余户, 授信总额达 99.3 亿元。

投资建议: 24 年义乌市出口市场一片繁荣, 1-2 月, 义乌市进出口总值同比增长 47.3%; 其中出口同比增长 41.0%。义乌市出口具备规模优势, 以及完善的配套设施, 企业出口的成本、效率不断优化, 小商品城市场经营持续向好。此外, 公司基于线下市场打造的线上平台、支付及物流服务, 完善出口贸易服务生态, 为商户出海赋能, 同时积累数据资产, 衍生多种变现方式, 形成正反馈效应。叠加“一带一路”风口, 我们长期看好公司的成长性, 预计 24-26 年归母净利润为 27.56/31.46/39.87 亿元, 同比增长 3.0%/14.2%/26.7%, 维持“推荐”评级。

风险提示: 海外需求不及预期, 国际贸易政策变化。

➤ 赛维时代

业绩简述: 1) 2023: 实现营收 65.64 亿元/yoy+33.7%, 归母净利润 3.36 亿元/yoy+81.62%, 扣非归母净利润 3.08 亿元/yoy+78.80%。现金分红 1.00 亿元,

分红比率为 29.81%。经营活动产生的现金流量净流入额为 5.50 亿元，同比增加 31.47%。2) 1Q24: 实现营收 17.99 亿元/yoy+44.66%，归母净利润 0.86 亿元/yoy+65.58%，扣非归母净利润 0.70 亿元/yoy+53.52%。

持续贯彻全渠道研究，布局品牌全阶段合作平台。 1) 分产品看，23 年①服饰配饰商品销售收入 46.71 亿元/yoy+41.49%，占比总收入 71.17%/+3.92pct，毛利率 49.24%/-0.06pct；②非服饰配饰商品销售收入 17.36 亿元/yoy+19.48%，占比总收入 26.45%/-3.15pct，毛利率 38.11%/+0.73pct；③物流服务营收 1.26 亿元/yoy-12.40%，占比总收入 1.92%/-1.00pct；④其他业务营收 0.30 亿元/yoy+181.81%，占比总收入 0.46%/+0.24pct。2) 分品牌看，公司前五大品牌 Coofandy;Ekouaer;Avidlove;ANCHEER;Zeagoo 品牌分别实现收入 14.55/12.86/6.29/2.31/2.28 亿元，分别同比变化 +58.63%/+41.90%/+33.43%/-13.40%/+85.14%。3) 分地区看，境内收入 1.32 亿元/yoy-11.28%，占比总收入 2.01%/-1.02pct，境外北美地区收入 58.72 亿元/yoy+41.04%，占比 89.87%/+4.88pct，欧洲地区收入 4.99 亿元/yoy-10.15%，占比 7.64%/-3.70pct，亚洲和其他地区分别占比 0.32%/0.15%。4) 分渠道看，Amazon;Walmart;eBay 收入分别为 57.70/2.67/0.49 亿元，分别同比变化 +32.47%/+139.74%/+32.07%，占比总收入分别为 88.32%/4.08%/0.75%，自营网站同比增长 23.89%，占比总收入为 2.77%，其他 B2C 和 B2B 渠道占总收入比例为 2.15%。

盈利能力稳步提升，费用率保持稳定。 经调整，2023 年毛利率 45.84%/+1.07pct，24Q1 毛利率为 47.16%/+1.49pct。费率方面，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.67%/3.69%/1.34%/-0.07%，同比变化+0.35/-0.12/+0.37/-0.09pct；24Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 37.96%/2.07%/1.55%/-0.38%，同比变化+2.20/-0.34/+0.36/-1.14pct。

股权激励计划（草案）考核目标为收入 3 年 CAGR 23%或利润 3 年 CAGR 22%。 4 月 26 日，公司发布股权激励计划（草案），拟向 435 名激励对象授予 1200 万股限制性股票，占总股本 3.00%，考核年度为 2024-2026 年，考核目标为以 23 年收入和净利润为基数，24 年收入或净利润增长分别不低于 30%和 25%，25 年收入或净利润增长分别不低于 55%和 50%，26 年收入或净利润增长分别不低于 85%和 80%，经计算，收入或净利润 3 年 CAGR 分别不低于 22.8%或 21.6%。

投资建议：公司以全链路数字化技术打造敏捷快反的时尚产业链，孵化 63 个千万级别的自有品牌。此外，积极布局海外仓储物流环节，为跨境电商业务降本增效，渠道方面，通过 Shopify 平台在美国搭建了自营独立站，营收占比不断提升。我们看好公司在产品、服务、渠道各方面的精细化运营，长期来看成长具有确定性。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 4.37/5.51/6.93 亿元，同比增长 30.3%/26.0%/25.8%，维持“推荐”评级。

风险提示：海外需求不及预期，国际贸易政策变化。

➤ 吉宏股份

事件：2023 年公司实现营收 66.95 亿元/yoy+24.53%，归母净利润 3.45 亿元/yoy+87.57%，扣非归母净利润 3.25 亿元/yoy+92.12%，经营活动现金流净额 7.26 亿元/yoy+85.60%。其中 4Q23 实现营收 17.64 亿元/yoy+22.56%，归母净利润 0.24 亿元/yoy+265.71%，扣非归母净利润 0.25 亿元/yoy+321.87%。

跨境电商业务占比不断提升，2023 年占总收入提升 5.79pct 至 63.58%。分业务看，1) 跨境电商业务：发力精品业务。2023 年实现营收 42.57 亿元/yoy+37.02%，占公司总收入比例为 63.58%/+5.79pct，目前公司已打造品牌包括 SENADA BIKES、Veimia、Konciwa 及 PETTENA 等，产品涵盖电助力自行车、内衣、遮阳伞及宠物用品，跨境社交电商业务范围已扩大至 40 多个国家。以 2022 年在亚洲从事社交媒体电商业务收入为口径，公司在中国 B2C 出口电商公司中排名第二，市场份额为 2.2%。2) 包装业务：2023 年实现营收 20.97 亿元/yoy+5.75%，占公司总营收比例为 31.32%/-5.56pct，其中纸盒纸箱实现收入 13.46 亿元/yoy-2.65%，占比总营收 20.11%。按收入计，公司 2022 年在中国纸制快消品销售包装解决方案公司中排名第一，市场份额为 1.1%。3) 其他业务：2023 年实现营收 3.41 亿元/yoy+19.10%，包括吉喵云服务业务、广告营销业务和供应链业务，占比总营收为 5.10%/-0.23pct。公司前五大客户合计销售占比为 24.27%，其中第一大客户占比 18.65%。

毛利率和销售费用率均大幅提升，净利率保持稳定。盈利能力方面，2023 年公司实现毛利率 46.66%/+6.06pct，净利率 5.15%/+0.30pct。分业务看，跨境电商业务实现毛利率 63.31%/+4.11pct，包装业务毛利率 19.20%/+3.44pct，其他业务毛利率 7.69%/-1.61pct。费用率方面，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 34.99%/5.47%/2.12%，分别变化+5.98/-0.08/-0.74pct，销售费用率的大幅上升主要因为广告费用同比增长 50.34%至 22.42 亿元。

持续投入智能化建设。公司自主研发跨境社交电商运营管理系统并持续更新迭代“Giikin”平台，该平台作为公司跨境社交电商业务的智慧中枢，贯穿包括选品、图像素材设计、视频素材生成、广告文案与翻译、广告投放、物流配送、客服等全业务流程，实现了业务的数字化、可视化、智能化。

投资建议：东南亚、日韩市场前景广阔，公司的跨境电商业务主要渠道为独立站，AIGC 赋能营销推广，为公司带来更高的业绩弹性。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 76.71/88.29/102.09 亿元，归母净利分别为 4.36/5.17/6.02 亿元，同比增长 26.5%/18.4%/16.4%，维持“推荐”评级。

风险提示：海外需求不及预期，新项目落地不及预期，出口成本大幅变化。

➤ 乐歌股份

业绩简述: 1) 2023: 实现营收 39.02 亿元/yoy+21.61%, 归母净利润 6.34 亿元/yoy+189.72%, 扣非归母净利润 2.52 亿元/yoy+142.38%, 超过此前预告的上限。现金分红 1.25 亿元, 分红比率 19.72%。2) 4Q23: 营收 12.16 亿元/yoy+35.73%, 归母净利润 1.17 亿元/yoy+93.55%, 扣非归母净利润 0.99 亿元/yoy+160.64%, 环比增长 40.81%。

海外仓占比不断提升, 家具制造盈利能力不断优化。分行业看, ①家居制造: 23 年实现营收 29.50 亿元/yoy+8.55%, 占比总营收 75.62%/-9.10pct, 毛利率 44.21%/+4.20pct。分品牌看, 自主品牌 20.85 亿元/yoy+16.47%, 占比家具制造收入 70.66%/+4.81pct。分渠道看, 跨境电商销售收入 17.73 亿元/yoy+12.59%, 前三大渠道亚马逊/独立站/天猫分别占家具销售收入比例为 34.22%/22.93%/3.05%, 亚马逊和独立站销售收入分别同比增长 7.78%/16.72%, 人均消费金额分别为 1694/3014 元。近年来, 公司独立站发展迅速, 现有独立站 12 个, 销售占跨境电商销售收入提升至近 4 成, 具有较强的品牌溢价能力和消费者认同感。分产品看, 人体工学产品仍然是收入的主要来源, 收入 26.12 亿元/yoy+8.70%, 占比总营收 66.94%/-7.95pct。②海外仓: 实现营收 9.51 亿元/yoy+94.03%, 占总营收比重 24.38%/+9.10pct, 毛利率 12.69%/+9.32pct。公司可提供头程海运、目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流等全流程跨境物流综合服务, 并新增供应链金融、代理出口等相关服务。2024 年一季度加快扩仓进度, 目前在全球拥有 13 个自营海外仓, 总面积 36.24 万平方米, 已累计服务超过 600 家外贸企业。

业务结构变化使得整体毛利率下降, 费用率保持稳定。23 年整体毛利率为 36.53%/-2.37pct, 主要系低毛利率的海外仓业务占比提升所致, 但各业务毛利率均有提升, 家具制造和海外仓毛利率分别提升 4.20/9.32pct。费用率方面, 23 年公司实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.07%/4.18%/3.71%/0.96%, 同比-0.08/+0.46/-0.77/+0.05pct。

投资建议: 从需求端来看, 海外大件家居线上渗透率提升, 需求端旺盛, 公司 2024 年将扩仓 10-15 万平米。从公司盈利能力来看, 随着自建仓落地, 有望降低成本提升毛利率。我们看好公司长期的业绩成长性。预计 24-26 年实现收入 48.70/59.44/68.47 亿元, 同比增长 24.8%/22.0%/15.2%, 预计 24-26 年实现归母净利润 4.45/5.04/5.81 亿元, 同比变化-29.8/+13.3%/+15.1%, 维持“推荐”评级。

风险提示: 海外需求不及预期, 新项目落地不及预期, 出口成本大幅变化。

表6：跨境电商标的 4Q23 财务数据（单位：亿元）

股票简称	收入	yoy	增速同比 变动 (pct)	扣非归母 净利润	yoy	增速同比 变动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非净利 率	同比变动 (pct)
联络互动	36.55	1.2%	17.21	-1.33	48.82%	19.99	15.5%	0.84	-3.6%	3.07
焦点科技	4.02	10.8%	17.08	0.73	35.71%	15.54	82.2%	-3.15	18.2%	3.29
跨境通	15.90	-25.8%	-45.85	-0.75	-6.96%	-103.73	11.1%	0.40	-4.7%	-1.44
吉宏股份	17.64	22.6%	14.39	0.25	321.87%	255.29	44.9%	3.95	1.4%	2.21
星徽股份	3.76	-27.0%	-6.74	-0.32	84.04%	-3.49	20.5%	0.46	-8.4%	28.49
华凯易佰	17.68	30.2%	-4.83	0.06	-90.25%	-269.69	34.7%	-2.45	0.4%	-4.39
赛维时代	21.89	41.1%	32.82	1.00	414.67%	462.57	-1.9%	-68.82	4.6%	4.58
华鼎股份	23.82	26.7%	30.19	-0.24	70.80%	-21.11	15.7%	-6.29	-1.0%	3.45
致欧科技	19.38	45.0%	48.89	1.19	0.00%	0.00	35.2%	2.21	6.1%	6.13
巨星科技	23.20	-16.4%	-2.08	1.51	-31.74%	-218.73	33.7%	3.42	6.5%	-1.45
乐歌股份	12.16	35.7%	19.53	0.99	160.64%	-37.75	36.5%	13.71	8.2%	3.91
安克创新	57.21	21.4%	7.74	4.21	70.14%	52.78	44.0%	5.60	7.4%	2.11
三态股份	4.09	10.9%	34.60	0.14	-58.15%	-58.15	28.2%	-5.09	3.4%	3.43

资料来源：ifind，民生证券研究院

表7：跨境电商标的 1Q24 财务数据（单位：亿元）

股票简称	收入	yoy	增速同比 变动 (pct)	扣非归母 净利润	yoy	增速同比 变动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非净 利率	同比变动 (pct)
联络互动	27.55	-5.7%	10.44	-1.22	34.64%	122.20	10.1%	1.08	-4.4%	1.96
焦点科技	3.84	11.0%	11.55	0.73	57.03%	27.18	79.0%	0.48	19.1%	5.59
跨境通	12.76	-19.6%	-27.79	-0.20	-156.51%	-213.33	12.5%	1.77	-1.6%	-1.07
吉宏股份	13.24	-3.7%	-18.16	0.38	-41.04%	-107.27	40.6%	-5.01	2.9%	-1.83
星徽股份	3.66	-21.5%	-0.82	0.01	-56.72%	-165.47	25.7%	-5.64	0.3%	-0.25
华凯易佰	16.97	23.0%	-24.40	0.77	6.73%	-112.39	36.5%	-1.54	4.5%	-0.69
赛维时代	17.99	44.7%	21.85	0.70	53.52%	25.02	47.2%	-21.95	3.9%	0.23
华鼎股份	20.85	16.6%	18.14	0.72	3480.10%	3382.35	19.6%	-0.92	3.5%	3.60
致欧科技	18.42	45.3%	56.48	0.96	13.61%	-68.74	36.0%	-0.78	5.2%	-1.45
巨星科技	33.06	29.4%	40.52	4.31	51.37%	3.04	31.4%	2.13	13.1%	1.90
乐歌股份	11.22	40.8%	36.54	0.41	100.09%	-751.90	31.3%	-5.87	3.7%	1.09
安克创新	43.78	30.1%	12.62	3.15	29.04%	-25.49	45.1%	3.59	7.2%	-0.06
三态股份	3.89	-0.5%	3.46	0.25	-29.06%	-37.71	31.7%	-1.84	6.4%	-2.56

资料来源：ifind，民生证券研究院

2 黄金珠宝：投资与消费共同驱动，增长韧性充足

2.1 黄金珠宝板块总览：2023 年金银珠宝类零售额增速领跑社零总额，24Q1 在高基数下实现稳健增长

根据中国黄金协会,2023 年,全国黄金消费量为 1089.69 吨,同比+8.78%。其中:黄金首饰 706.48 吨,同比增长 7.97%;金条及金币 299.60 吨,同比增长 15.70%;工业及其他用金 83.61 吨,同比下降 5.50%。2024 Q1,全国黄金消费量 308.905 吨,同比增长 5.94%。其中:黄金首饰 183.922 吨,同比下降 3.00%;金条及金币 106.323 吨,同比增长 26.77%;工业及其他用金 18.660 吨,同比增长 3.09%。2023 年,国民经济经济回升向好,供给需求稳步改善。据国家统计局数据,金银珠宝类商品零售额增幅继续领跑其他品类商品,2023 年限额以上单位金银珠宝类,体育、娱乐用品类,通讯器材类商品零售额分别增长 13.3%、11.2%、7.0%。2024 年 1-3 月,社会消费品零售总额 120327 亿元,同比+4.7%,金银珠宝类零售额 996 亿元,同比+4.5%。24 年 3 月末至 4 月初,金价快速拉升下,部分金饰品的消费者短期持观望态度,而对于投资金条类产品的关注度提升。

图22：2022-2024Q1 金银珠宝零售额及同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图23：2022-2024Q1 黄金价格变动



资料来源：iFind，民生证券研究院

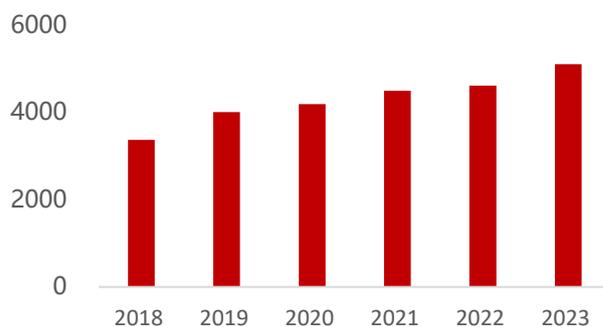
国内珠宝龙头企业持续扩张终端零售门店数量，品牌集中度进一步提升。近年，珠宝首饰行业消费群体逐渐倾向选择品牌知名度较高的黄金珠宝品牌，龙头企业通过高效整合上下游资源和不断扩充门店数量，市场份额逐渐增加，品牌集中度进一步提升。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年期间我国珠宝首饰行业持续向头部企业靠拢，CR10 由 20.9%提升至 37.2%。截至 2023 年年末，老凤祥、周大福、周大生、中国黄金、潮宏基与豫园股份（老庙+亚一）门店数量分别达 5994、7548、5106、4257、1399 与 4994 家。

图24: 周大福门店数 (家)



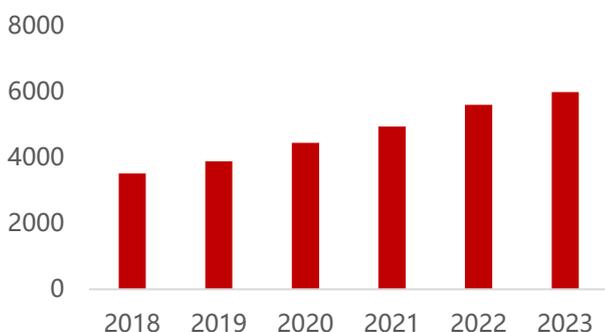
资料来源: 周大福公司公告, 民生证券研究院

图25: 周大生门店数 (家)



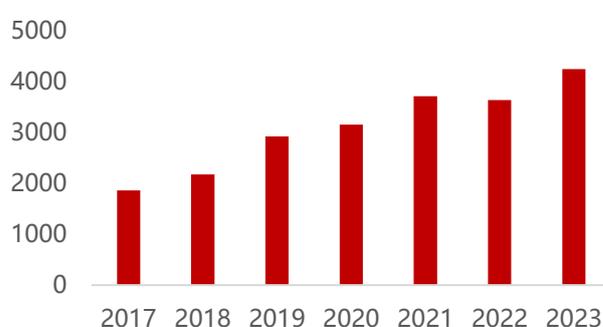
资料来源: 周大生公司公告, 民生证券研究院

图26: 老凤祥门店数 (家)



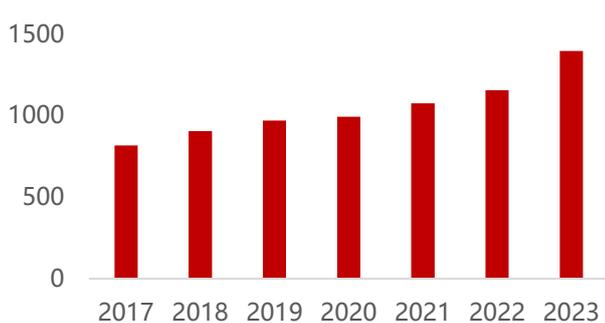
资料来源: 老凤祥公司公告, 民生证券研究院

图27: 中国黄金门店数 (家)



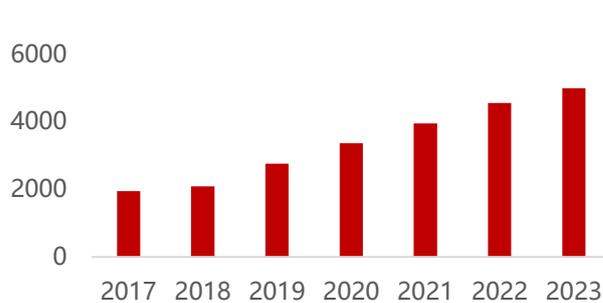
资料来源: 中国黄金公司公告, 民生证券研究院

图28: 潮宏基门店数 (家)



资料来源: 潮宏基公司公告, 民生证券研究院

图29: 豫园股份黄金珠宝门店数 (家)



资料来源: 豫园股份公司公告, 民生证券研究院

2.2 黄金珠宝行业财报综述

我们选取黄金珠宝行业的 7 家公司为代表进行统计, 其中包括老凤祥、中国黄金、周大生、菜百股份、迪阿股份、潮宏基与曼卡龙。

2.2.1 收入与利润端

2023年，黄金珠宝公司营业收入为1419.52亿元，同比+18.8%，保持稳健增速。2023年，受益于疫后的消费恢复，且金价处在整体稳健上行的通路上，黄金的投资需求与消费需求均处在较高水平，黄金珠宝类产品作为可选消费品呈现较强复苏态势，我国金银珠宝商品零售总额为2472亿元，同比+12.20%，高于我国社会消费品零售总额增速6.8%；国际与国内金价震荡上行，刺激黄金产品的消费活力，体现在黄金珠宝企业营收端呈现较稳健的增速。2023年，周大生营业收入为162.90亿元，同比+46.5%，主要系黄金产品及线上业务增长；菜百股份营业收入165.52亿元，同比+50.6%，主要系整体销售情况向好，金价震荡上行拉高产品客单价，积极拓展营销网络，门店数量同比增加。由于消费端需求疲软和终端门店调整等原因，2023年，迪阿股份营业收入同比-40.8%至21.80亿元。

4Q23，黄金珠宝公司营业总收入为349.43亿元，同比+25.9%。4Q23，菜百股份营业收入为41.83亿元，同比+69.8%，主要因贵金属投资类产品与金饰品销售情况持续向好；周大生营业收入为37.96亿元，同比+74.0%，系开店速度加快、黄金产品高景气所驱动。**1Q24，黄金珠宝公司营业总收入为579.90亿元，同比+10.6%。**1Q24，曼卡龙实现营收5.00亿元，同比+45.1%；菜百股份营业收入为63.16亿元，同比+25.0%；周大生营业收入为50.70亿元，同比+23.0%。

表8：黄金珠宝公司营业收入（亿元）

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2023 同比 2022
605599.SH	菜百股份	83.99	70.68	104.06	109.90	165.52	50.6%
600612.SH	老凤祥	496.29	517.22	586.91	630.10	714.36	13.4%
301177.SZ	迪阿股份	16.65	24.64	46.23	36.82	21.80	-40.8%
002867.SZ	周大生	54.39	50.84	91.55	111.18	162.90	46.5%
600916.SH	中国黄金	382.74	337.88	507.58	471.24	563.64	19.6%
002345.SZ	潮宏基	35.43	32.15	46.36	44.17	59.00	33.6%
300945.SZ	曼卡龙	2.24	2.28	12.53	16.10	19.23	19.4%
合计		1071.72	1035.69	1395.21	1419.52	1706.46	20.2%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表9：黄金珠宝公司 Q4 单季度营业收入（亿元）

证券代码	证券简称	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	23Q4 同比 22Q4
605599.SH	菜百股份	-	21.86	31.46	24.64	41.83	69.8%
600612.SH	老凤祥	75.00	78.55	89.04	94.72	93.70	-1.1%
301177.SZ	迪阿股份	-	9.65	12.12	6.39	4.38	-31.4%
002867.SZ	周大生	16.29	17.35	26.82	21.82	37.96	74.0%
600916.SH	中国黄金	114.57	104.60	138.38	114.35	150.51	31.6%
002345.SZ	潮宏基	8.74	8.98	11.87	10.37	14.01	35.1%
300945.SZ	曼卡龙	2.24	2.28	3.77	5.28	7.05	33.5%
合计		216.84	243.28	313.46	277.56	349.43	25.9%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表10：黄金珠宝公司 Q1 单季度营业收入（亿元）

证券代码	证券简称	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	24Q1 同比 23Q1
605599.SH	菜百股份	-	-	29.52	34.70	50.52	63.16	25.0%
600612.SH	老凤祥	150.05	144.89	171.98	184.42	245.58	256.30	4.4%
301177.SZ	迪阿股份	-	2.97	10.84	12.21	7.05	4.26	-39.5%
002867.SZ	周大生	10.97	6.78	11.57	27.54	41.22	50.70	23.0%
600916.SH	中国黄金	-	64.84	133.00	143.68	161.39	182.51	13.1%
002345.SZ	潮宏基	9.57	6.14	11.20	12.53	15.24	17.96	17.9%
300945.SZ	曼卡龙	-	1.38	3.59	3.36	3.45	5.00	45.1%
合计		170.60	226.99	371.71	418.43	524.46	579.90	10.6%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2023 年，黄金珠宝公司归母净利润合计为 56.93 亿元，同比+13.9%。除迪阿股份外，行业内公司的归母净利润同比增速为正。2023 年，潮宏基实现归母净利润 3.33 亿元，同比增长 67.4%，菜百股份、曼卡龙和老凤祥的同比增速也较高。

4Q23，黄金珠宝公司归母净利润合计值同比+23.5%至 8.46 亿元。其中，曼卡龙归母净利润为 0.12 亿元，同比增长 157.5%，潮宏基归母净利润为 0.20 亿元，由负转正；中国黄金、周大生也实现较高的同比增速。1Q24，黄金珠宝公司归母净利润合计同比+5.6%至 19.71 亿元。其中，曼卡龙、中国黄金归母净利润同比+21.1%，菜百股份与老凤祥分别同比+16.2%与+12.0%，实现了在 23Q1 的高基数下的稳健增长。

表11：黄金珠宝公司归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2023 同比 2022
605599.SH	菜百股份	4.02	3.62	3.64	4.60	7.07	53.6%
600612.SH	老凤祥	14.08	15.86	18.76	17.00	22.14	30.2%
301177.SZ	迪阿股份	2.64	5.63	13.02	7.29	0.69	-90.5%
002867.SZ	周大生	9.91	10.13	12.25	10.91	13.16	20.7%
600916.SH	中国黄金	4.51	5.00	7.94	7.65	9.73	27.2%
002345.SZ	潮宏基	0.81	1.40	3.51	1.99	3.33	67.4%
300945.SZ	曼卡龙	0.65	0.64	0.70	0.54	0.80	47.1%
合计		36.63	42.28	59.82	49.99	56.93	13.9%

资料来源：ifind，民生证券研究院

表12：黄金珠宝公司单季度 Q4 归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	23Q4 同比 22Q4
605599.SH	菜百股份	-	0.99	0.98	1.04	1.15	11.3%
600612.SH	老凤祥	2.42	3.53	3.78	3.44	2.50	-27.4%
301177.SZ	迪阿股份	-	2.52	3.11	-0.43	-0.05	-88.0%
002867.SZ	周大生	2.64	3.01	2.19	1.60	2.21	38.0%
600916.SH	中国黄金	2.07	1.71	2.36	1.51	2.33	53.7%
002345.SZ	潮宏基	-1.17	0.59	0.66	-0.36	0.20	157.2%
300945.SZ	曼卡龙	0.14	0.08	0.09	0.05	0.12	157.5%
合计		6.10	12.44	13.17	6.85	8.46	23.5%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

表13：黄金珠宝公司单季度 Q1 归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	24Q1 同比 23Q1
605599.SH	菜百股份	-	-	1.05	1.80	2.35	2.72	16.2%
600612.SH	老凤祥	3.74	3.72	6.48	4.07	7.16	8.02	12.0%
301177.SZ	迪阿股份	-	0.22	3.22	3.76	1.01	0.29	-70.8%
002867.SZ	周大生	1.94	1.01	2.35	2.90	3.65	3.41	-6.6%
600916.SH	中国黄金	-	-0.91	2.06	2.52	3.00	3.63	21.1%
002345.SZ	潮宏基	0.88	-0.23	1.05	0.95	1.24	1.31	5.5%
300945.SZ	曼卡龙	-	0.06	0.23	0.21	0.27	0.32	21.1%
合计		6.56	3.86	16.45	16.20	18.68	19.71	5.6%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.2.2 销售毛利率

2023 年，黄金珠宝公司的销售毛利率的平均值为 21.5%，同比-1.32 pct。受到 2023 年黄金产品高景气驱动，产品结构中黄金产品占比提升，因黄金产品毛利率普遍低于钻石镶嵌类，黄金珠宝公司销售毛利率普遍出现同比下滑。其中，因钻石镶嵌产品作为主要的产品类型，2023 年，迪阿股份的毛利率为 68.8%，同比-0.96 pct；受到黄金产品在收入结构中的占比提升的影响，潮宏基、周大生与曼卡龙的毛利率分别同比-4.11、-2.64 与-1.94 pct 至 26.1%、18.1%与 14.6%。

4Q23，黄金珠宝公司的销售毛利率平均值为 20.34%，同比-1.18 pct。老凤祥、迪阿股份毛利率略有增长，其余公司毛利率均下降。1Q24，黄金珠宝公司的销售毛利率平均值为 20.85%，同比-2.35 pct，主要系产品结构调整，黄金产品占收入的比重上行，高毛利率的镶嵌等产品下滑，造成整体毛利率呈现同比下滑。

表14：黄金珠宝公司毛利率

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2023 同比 2022 (pct)
605599.SH	菜百股份	13.6%	13.9%	11.3%	11.2%	10.7%	-0.54
600612.SH	老凤祥	8.5%	8.2%	7.8%	7.6%	8.3%	0.72
301177.SZ	迪阿股份	70.2%	69.4%	70.1%	69.8%	68.8%	-0.96
002867.SZ	周大生	36.0%	41.0%	27.3%	20.8%	18.1%	-2.64
600916.SH	中国黄金	5.1%	4.4%	3.1%	3.9%	4.1%	0.23
002345.SZ	潮宏基	37.7%	35.8%	33.4%	30.2%	26.1%	-4.11
300945.SZ	曼卡龙	25.8%	28.2%	20.0%	16.6%	14.6%	-1.94
平均值		28.1%	28.7%	24.7%	22.9%	21.5%	-1.32

资料来源：ifind，民生证券研究院

表15：黄金珠宝公司单季度 Q4 毛利率

证券代码	证券简称	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	23Q4 同比 22Q4 (pct)
605599.SH	菜百股份	-	12.92%	10.14%	10.83%	9.27%	-1.55
600612.SH	老凤祥	8.41%	9.75%	10.19%	9.10%	9.48%	0.38
301177.SZ	迪阿股份	0.00%	68.83%	71.20%	65.26%	68.28%	3.02
002867.SZ	周大生	34.16%	34.70%	22.25%	22.62%	17.89%	-4.73
600916.SH	中国黄金	3.74%	1.94%	3.23%	4.13%	3.84%	-0.29
002345.SZ	潮宏基	38.56%	34.92%	31.07%	28.26%	23.90%	-4.37
300945.SZ	曼卡龙	24.90%	23.23%	14.62%	10.44%	9.72%	-0.71
平均值		15.68%	26.61%	23.24%	21.52%	20.34%	-1.18

资料来源：ifind，民生证券研究院

表16：黄金珠宝公司单季度 Q1 毛利率

证券代码	证券简称	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	24Q1 同比 23Q1(pct)
605599.SH	菜百股份	0.00%	0.00%	11.89%	12.64%	11.38%	10.00%	-1.37
600612.SH	老凤祥	7.46%	8.17%	7.64%	7.87%	8.02%	8.37%	0.35
301177.SZ	迪阿股份	0.00%	69.93%	70.41%	71.12%	69.87%	65.82%	-4.04
002867.SZ	周大生	37.35%	43.35%	40.42%	20.17%	17.91%	15.57%	-2.34
600916.SH	中国黄金	0.00%	4.43%	2.37%	4.09%	3.99%	4.09%	0.11
002345.SZ	潮宏基	38.74%	36.94%	35.96%	31.27%	28.03%	24.92%	-3.11
300945.SZ	曼卡龙	0.00%	25.21%	19.54%	22.26%	23.21%	17.17%	-6.04
平均值		11.94%	26.86%	26.89%	24.20%	23.20%	20.85%	-2.35

资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2.3 期间费用率

2023 年，黄金珠宝公司期间费用率平均值同比+1.90 pct 至 15.21%。其中，

销售费率的平均值同比+1.62pct 至 12.50%。管理费率、研发费率、财务费率较稳定，整体上费用控制表现较好。

表17：黄金珠宝行业公司费用率水平

证券代码	证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率	
		2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)	2023	同比 (pct)
605599.SH	菜百股份	2.62%	-0.57	0.68%	-0.23	0.05%	-0.04	0.19%	0.03	3.54%	-0.82
600612.SH	老凤祥	1.48%	0.16	0.69%	0.05	0.05%	0.00	0.20%	-0.13	2.41%	0.08
301177.SZ	迪阿股份	56.36%	17.73	6.97%	2.51	1.00%	0.51	1.18%	0.60	65.51%	21.35
002867.SZ	周大生	5.80%	-0.94	0.65%	-0.18	0.08%	-0.04	0.02%	0.14	6.55%	-1.01
600916.SH	中国黄金	0.88%	-0.07	0.33%	0.02	0.05%	-0.01	0.04%	-0.02	1.30%	-0.07
002345.SZ	潮宏基	14.03%	-3.49	2.13%	0.07	1.06%	-0.29	0.53%	-0.14	17.76%	-3.85
300945.SZ	曼卡龙	6.31%	-1.48	3.43%	-0.39	0.05%	0.00	-0.40%	-0.48	9.39%	-2.34
平均值		12.50%	1.62	2.13	0.26	0.33	0.02	0.25	0.00	15.21%	1.90

资料来源：iFind，民生证券研究院

2.2.4 销售净利率

2023年，黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比-2.26 pct 至 4.45%。其中，菜百股份、老凤祥、中国黄金、潮宏基和曼卡龙保持同比增长趋势，分别同比+0.10、+0.57、+0.11、+0.95、+0.82 pct 至 4.3%、4.2%、1.7%、5.6%、4.1%。2023Q4，黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比+1.02 pct 至 2.19%。其中，菜百股份、老凤祥和周大生分别同比-1.44、-1.00、-1.49 pct 至 2.78%、3.73%、5.80%。2024Q1，黄金珠宝公司净利率的平均值同比 1.68 pct 至 5.41%。

表18：黄金珠宝公司销售净利率水平

证券代码	证券简称	2019	2020	2021	2022	2023	2023 同比 2022 (pct)
605599.SH	菜百股份	4.8%	5.2%	3.5%	4.2%	4.3%	0.10
600612.SH	老凤祥	3.7%	4.0%	4.2%	3.6%	4.2%	0.57
301177.SZ	迪阿股份	15.9%	22.9%	28.2%	19.8%	3.2%	-16.65
002867.SZ	周大生	18.2%	19.9%	13.3%	9.8%	8.1%	-1.72
600916.SH	中国黄金	1.2%	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	0.11
002345.SZ	潮宏基	2.3%	4.5%	7.7%	4.6%	5.6%	0.95
300945.SZ	曼卡龙	7.2%	7.9%	5.6%	3.3%	4.1%	0.82
平均值		7.61%	9.40%	9.15%	6.71%	4.45%	-2.26

资料来源：ifind，民生证券研究院

表19：黄金珠宝公司单季度 Q4 销售净利率水平

证券代码	证券简称	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	23Q4 同比 22Q4(pct)
605599.SH	菜百股份	-	4.54%	3.16%	4.22%	2.78%	-1.44
600612.SH	老凤祥	4.02%	5.88%	5.60%	4.73%	3.73%	-1.00
301177.SZ	迪阿股份	-	26.12%	25.70%	-6.78%	-1.18%	5.59
002867.SZ	周大生	16.20%	17.41%	8.11%	7.29%	5.80%	-1.49
600916.SH	中国黄金	1.79%	1.63%	1.70%	1.32%	1.55%	0.23
002345.SZ	潮宏基	-13.59%	6.66%	5.44%	-3.43%	1.01%	4.44
300945.SZ	曼卡龙	6.21%	3.67%	2.38%	0.80%	1.63%	0.82
平均值		2.09%	9.42%	7.44%	1.17%	2.19%	1.02

资料来源：ifind，民生证券研究院

表20：黄金珠宝公司单季度 Q1 销售净利率水平

证券代码	证券简称	19Q1	20Q1	21Q1	22Q1	23Q1	24Q1	24Q1 同比 23Q1 (pct)
605599.SH	菜百股份	0.00%	0.00%	3.56%	5.22%	4.67%	4.33%	-0.34
600612.SH	老凤祥	3.34%	3.36%	4.64%	3.02%	3.89%	4.11%	0.22
301177.SZ	迪阿股份	0.00%	7.35%	29.68%	30.78%	14.32%	6.91%	-7.41
002867.SZ	周大生	17.67%	14.81%	20.32%	10.49%	8.84%	6.72%	-2.13
600916.SH	中国黄金	0.00%	-1.43%	1.57%	1.76%	1.87%	2.00%	0.13
002345.SZ	潮宏基	9.36%	-3.50%	9.55%	7.82%	8.34%	7.35%	-0.99
300945.SZ	曼卡龙	0.00%	4.61%	6.51%	6.13%	7.70%	6.44%	-1.26
平均值		4.34%	3.60%	10.83%	9.32%	7.09%	5.41%	-1.68

资料来源：iFinD，民生证券研究院

2023 年分红比例及股息率： 而股息率（股票获利率，2023 年度）排名为周大生（5.95%）>菜百股份（4.69%）>中国黄金（4.03%）>老凤祥（2.52%）>迪阿股份（2.06%）。

表21：珠宝个股分红率及股息率（%）

证券代码	证券名称	分红比例（2023 年报）	股息率（股票获利率，2023 年度）
600612.SH	老凤祥	46.07	2.52
600916.SH	中国黄金	77.66	4.03
603900.SH	莱绅通灵	-45.04	1.68
605599.SH	菜百股份	77.03	4.69
002345.SZ	潮宏基	66.64	4.03
002574.SZ	明牌珠宝	33.19	1.90
002731.SZ	萃华珠宝	10.53	0.72
002867.SZ	周大生	53.61	5.95
300945.SZ	曼卡龙	39.90	1.13
301177.SZ	迪阿股份	290.04	2.06

资料来源：iFinD，民生证券研究院

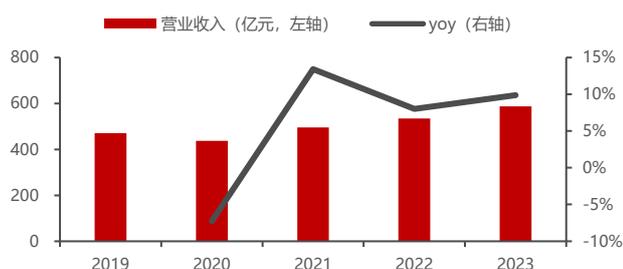
3 医美板块：上游药械端增速稳健，下游机构端盈利能力持续提升

3.1 医美板块总览：上游药械增速稳健，下游盈利能力提升

以目前拥有合规三类医疗器械证的医美上市公司和医美机构上市公司为标的，含爱美客、华东医药、四环医药、昊海生科、复锐医疗科技、朗姿股份、锦波生物，对2023年&2024Q1医美板块的财务情况进行总结：

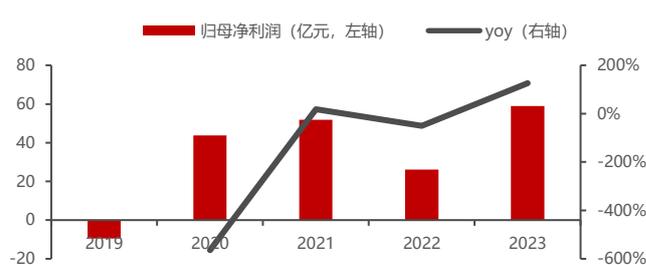
2023年，医美板块实现营业收入587.96亿元/yoy+9.86%，归母净利润为58.96亿元/yoy+125.91%。1Q24实现营业收入134.90亿元/yoy+6.87%，归母净利润为16.71亿元/yoy+23.26%。

图30：医美标的2019-2023年营业收入（亿元）



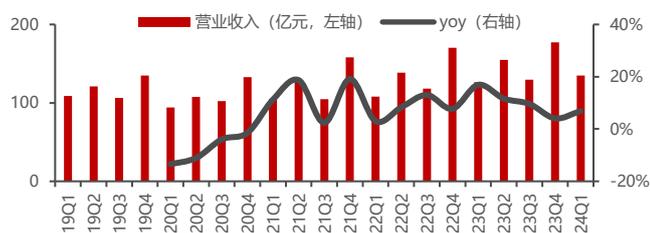
资料来源：iFind，民生证券研究院

图31：医美标的2019-2023年归母净利润（亿元）



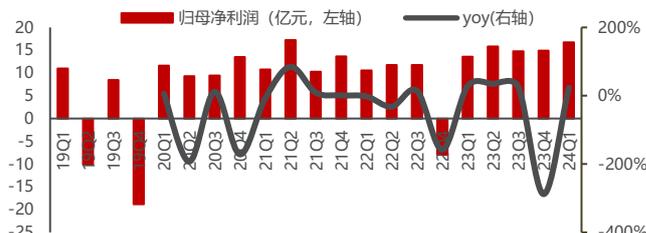
资料来源：iFind，民生证券研究院

图32：医美标的19Q1-24Q1营业收入（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

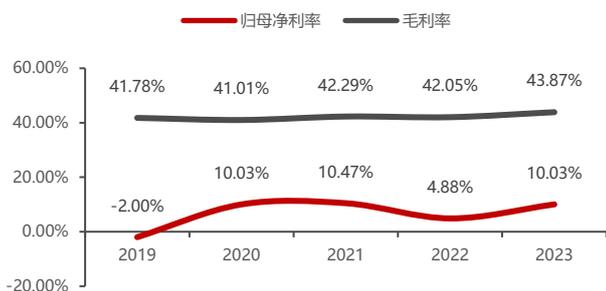
图33：医美标的19Q1-24Q1归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

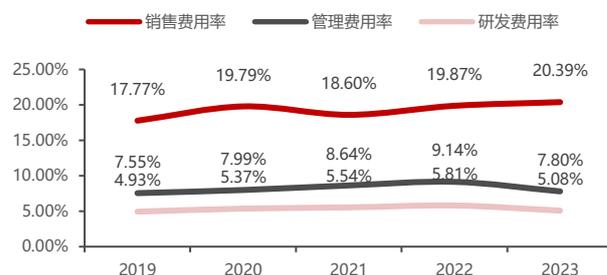
从盈利能力与费率看，2023年，医美板块毛利率为43.87%，同比+1.82pct，其中，销售费率/管理费/研发费率分别为20.39%/7.80%/5.08%，同比+0.51/-1.35/-0.72pct。1Q24，毛利率为41.41%，同比+0.86pct，销售费率/管理费/研发费率分别为18.20%/4.37%/3.28%，同比-0.63/-0.29/+0.13pct。

图34: 医美标的 2019-2023 年归母净利润率&毛利率



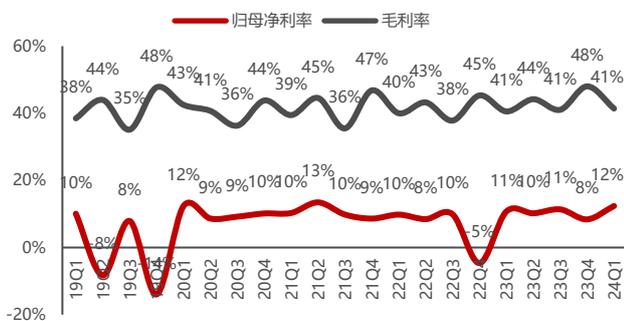
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图35: 医美标的 2019-2023 年三费率情况



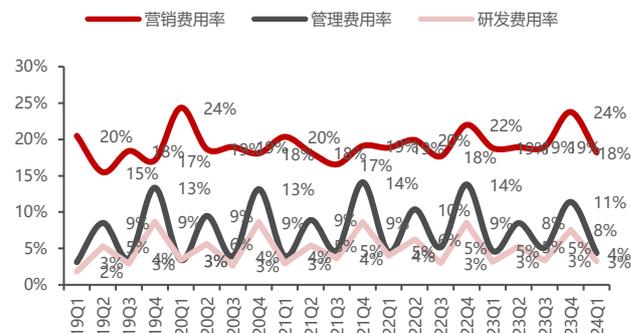
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图36: 医美标的 1Q19-1Q24 归母净利润率&毛利率



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图37: 医美标的 1Q19-1Q24 三费率情况



资料来源: iFind, 民生证券研究院

3.2 医美行业财报综述

3.2.1 营收与归母净利润

2023 年, 锦波生物、爱美客、朗姿股份收入同比增速领先, 分别同比+99.96%、+47.99%、+32.67%。24Q1, 爱美客、华东医药、昊海生科、锦波生物、朗姿股份的营业收入同比增速为正, 分别为 28.24%、2.93%、5.68%、76.09%、11.42%。

表22: 2023 年医美上市公司营收与归母净利润及同比增速

公司名称	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
爱美客	28.69	47.99	18.58	47.08
华东医药	406.24	7.71	28.39	13.59
四环医药	10.56	-27.87	-0.54	-97.18
昊海生科	26.54	24.59	4.16	130.58
复锐医疗科技	12.44	6.47	2.24	-0.78
锦波生物	7.80	99.96	3.00	174.60
朗姿股份	51.45	24.41	2.25	953.37
总计	543.73	11.68	58.09	153.47

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表23：1Q24 医美上市公司营收与归母净利润及同比增速

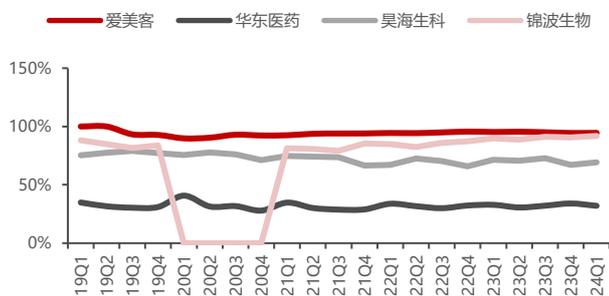
公司名称	营收 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
爱美客	8.08	28.24	5.27	27.38
华东医药	104.11	2.93	8.62	14.18
昊海生科	6.46	5.68	0.98	20.16
锦波生物	2.26	76.09	1.01	135.72
朗姿股份	14.00	11.42	0.82	15.83
总计	134.90	0.07	16.71	23.26

资料来源：ifind，民生证券研究院

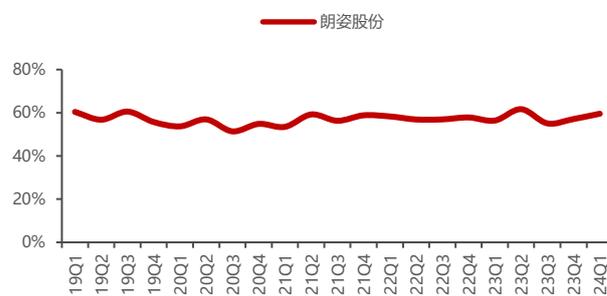
3.2.2 毛利率、费率与净利率

上游药械端：龙头药械商爱美客基本面稳健上行，毛利率保持稳定，锦波生物有一定增幅；与华东医药、昊海生科和锦波生物相比，爱美客销售费用率保持行业最低，管理费用率相对较低。

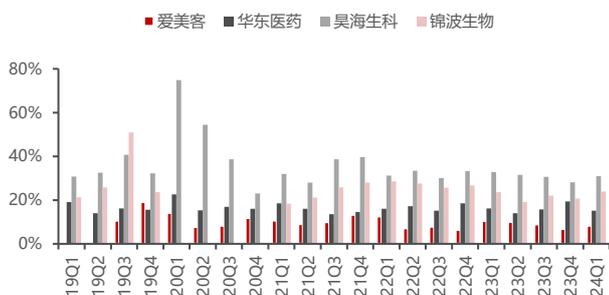
下游机构端：朗姿股份盈利能力保持相对稳定。

图38：19Q1-24Q1 上游药械商毛利率


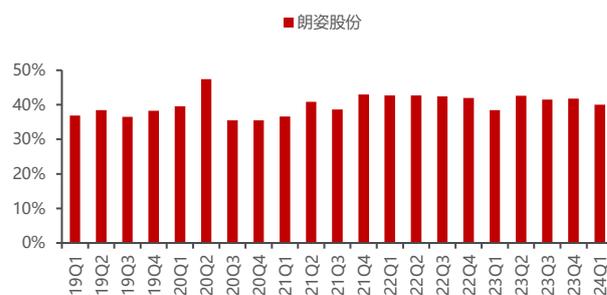
资料来源：iFind，民生证券研究院

图39：19Q1-24Q1 机构端毛利率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图40：19Q1-24Q1 上游药械商销售费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图41：19Q1-24Q1 机构端销售费用率


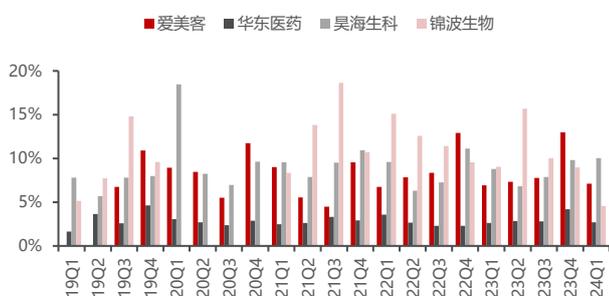
资料来源：iFind，民生证券研究院

图42：19Q1-24Q1 上游药械商管理费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图43：19Q1-24Q1 机构端管理费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图44：19Q1-24Q1 上游药械商研发费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

图45：19Q1-24Q1 机构端研发费用率


资料来源：iFind，民生证券研究院

3.2.3 分红比例与股息率

2023 年分红比例及股息率：按 2023 年分红比例排序，朗姿股份 (88.46%) > 昊海生科 (57.24%) > 华东医药 (35.84%) > 爱美客 (31.53%) > 锦波生物 (29.52%)；按股息率 (股票获利率，2023 年) 排序，朗姿股份 (2.58%) > 爱美客 (1.94%) > 华东医药 (1.76%) > 昊海生科 (1.04%) > 锦波生物 (0.86%)。

表24：医美个股分红比例及股息率 (%)

证券代码	证券名称	分红比例 (2023 年报)	股息率 (股票获利率, 2023 年)
300896.SZ	爱美客	31.53	1.94
832982.BJ	锦波生物	29.52	0.86
000963.SZ	华东医药	35.84	1.76
688366.SH	昊海生科	57.24	1.04
002612.SZ	朗姿股份	88.46	2.58

资料来源：iFinD，民生证券研究院

4 美妆：24Q1 板块呈现弱修复态势，抖音渠道高速增长，国货美妆龙头表现亮眼

4.1 化妆品板块总览：Q1 销售额实现弱修复，期待 Q2 在“618”大促催化加速增长

24Q1 化妆品零售额同比+3.40%，低于社零整体同比增速。根据国家统计局数据，23 年全年社零整体为 471495.2 亿元，yoy+7.22%，其中化妆品类商品零售额为 4141.7 亿元，yoy+5.24%，低于社零整体增速。24Q1 社零总额为 120326.8 亿元，yoy+4.70%，其中化妆品类商品零售额为 1086.2 亿元，yoy+3.40%，增速低于社零整体，化妆品行业呈现弱修复，期待 24Q2 美妆板块在“618”大促推动下加速增长。

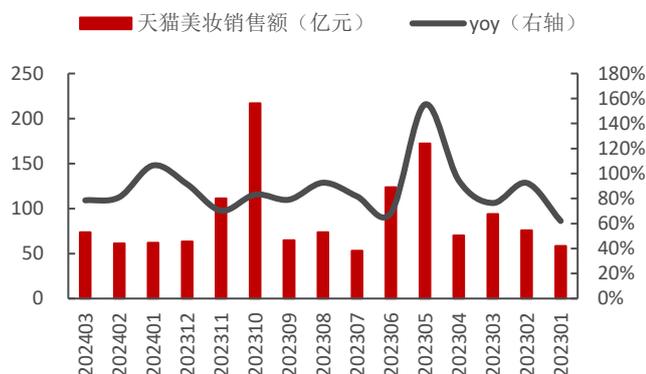
图46：社零总额同比增速 VS 化妆品行业同比增速



资料来源：ifind，国家统计局，民生证券研究院

平台表现分化，抖音销售占比逐步提升，24Q1 抖音美妆大盘超过天猫。根据久谦数据，23 年天猫+抖音+京东美妆实现 GMV 2668.54 亿元/yoy+3.88%，其中，1) 天猫美妆 GMV 为 1177.25 亿元/yoy-12.39%，GMV 占比 44.12%/yoy-9.59pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比-14.34%，彩妆 GMV 同比-5.96%；2) 抖音美妆 23 年实现 GMV 1106.78 亿元/yoy+50.67%，GMV 占比 41.48%/yoy+11.12pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比+36.68%，彩妆 GMV 同比+97.10%。24Q1 天猫+抖音+京东美妆 GMV 为 596.36 亿元 yoy+6.72%，其中 1) 天猫美妆实现 GMV 197.07 亿元/yoy-13.56%，其中美容护肤 GMV 同比-15.08%，彩妆 GMV 同比-9.43%；2) 抖音美妆实现 GMV 315.32 亿元/yoy+36.09%，其中美容护肤 GMV 同比+33.37%，彩妆 GMV 同比+42.72%。

图47：天猫美妆销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图48：抖音美妆销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

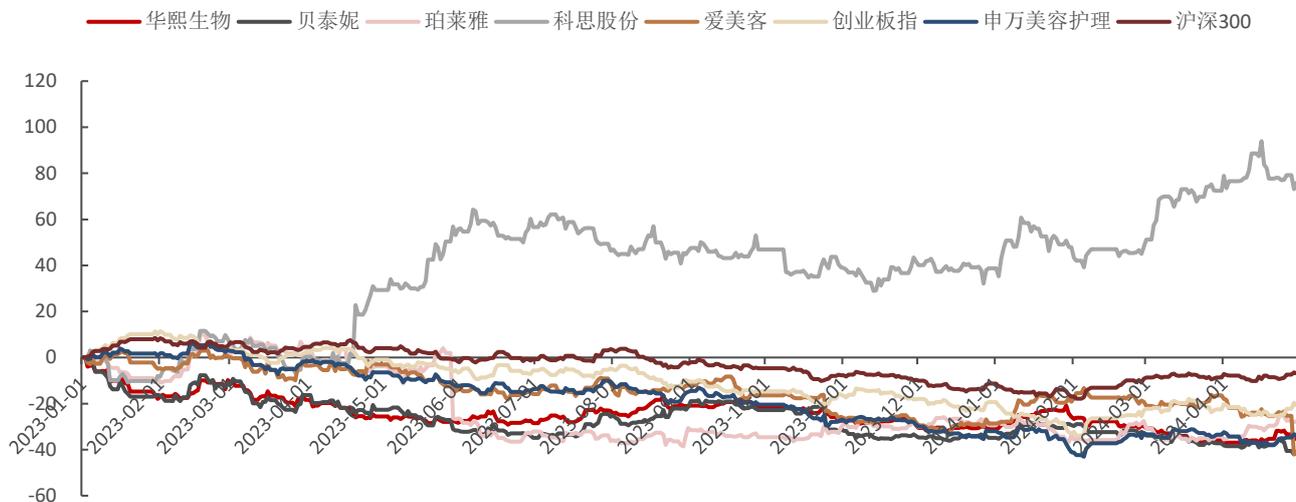
图49：天猫+京东+抖音美妆销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

美护板块 23 年年初至今跌幅-33.57%，相对大盘表现较弱。沪深 300、创业板、申万美护指数自 23 年年初至今（2024 年 4 月 30 日）涨跌幅分别为-6.90%、-20.81%、-33.57%，申万美护指数相对沪深 300 指数的超额收益为-26.67%。从个股情况来看，头部医美美妆标的的中科思股份相对创业板指实现明显的超额收益。

图50：部分指数与上市公司 23 年初至今（截至 24 年 4 月 30 日）涨跌幅（%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：华熙生物、贝泰妮、科思股份、爱美客为相对创业板的超额收益，珀莱雅为相对沪深 300 的超额收益。

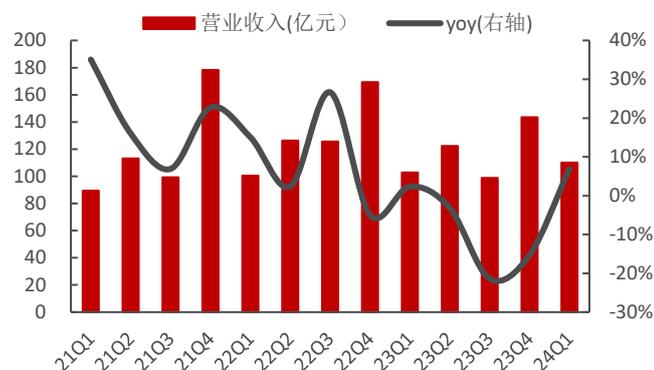
4.2 化妆品产业链各环节财务数据分析

4.2.1 总体收入及盈利能力

美护板块收入增长稳定，加码营销提升品牌影响力。1) 从业绩端看，2023 年，美护板块整体实现营收 467.49 亿元/yoy-11.17%，实现归母净利润 55.81 亿元/yoy+27.46%；23Q4 整体实现营收 143.41 亿元/yoy-15.30%，实现归母净利润 15.40 亿元/yoy-1.12%；24Q1 整体实现营收 110.00 亿元/yoy+6.91%，实现归母净利润 15.87 亿元/yoy+17.07%。2) 从盈利能力看，①毛利率端，2023 年美护板块整体实现毛利率 61.62%，同比+10.23pct；23Q4 化妆品板块整体实现毛利率 62.30%，同比+11.32pct，环比+0.22pct；24Q1 板块整体毛利率 63.58%，同比+4.35pct，环比+1.27pct；②费率端，2023 年板块整体销售/管理/研发费用率分别为 37.62%/6.71%/3.50%，同比+8.30/+1.25/+0.71pct，其中销售费用率上升主要系各品牌持续加码营销推广、电商投入与达人合作等；23Q4 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 38.92%/7.11%/3.70%，同比+10.85/+2.31/+0.83pct，环比+0.99/+0.05/+0.00pct；24Q1 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 37.06%/6.15%/3.12%，同比+1.75/-0.60/-0.15pct，环比-1.86/-0.96/-0.58pct；③净利率端，2023 年美护板块整体归母净利率为 11.94%，同比+3.70pct；23Q4 板块整体归母净利率为 10.74%，同比+1.54pct，环比-0.67pct；24Q1 板块整体归母净利率为 14.43%，同比+1.25pct，环比+3.69pct。

注：申万美护指数化妆品指数包含的标的为上海家化、水羊股份、珀莱雅、润本股份、丸美股份、贝泰妮、华熙生物、福瑞达、青松股份、科思股份、嘉亨家化。

图51：美妆标的单季度营收及增长率



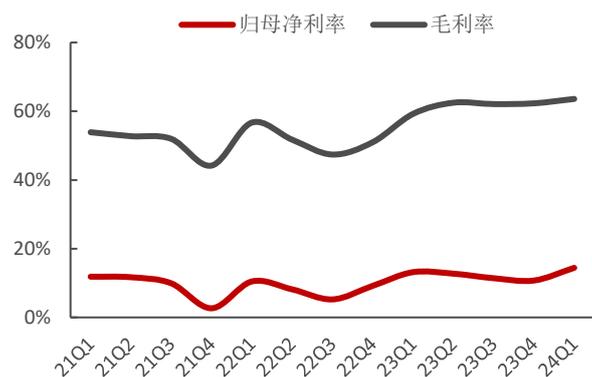
资料来源：ifind，民生证券研究院

图52：美妆标的单季度归母净利润及增长率



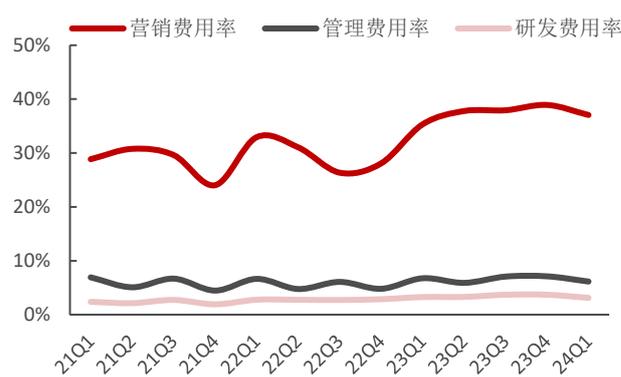
资料来源：ifind，民生证券研究院

图53：美妆标的单季度毛利率及归母净利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图54：美妆标的单季度三费率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

上游端：防晒需求维持高景气，科思股份业绩表现亮眼。2023年，上游厂商整体营收 53.85 亿元/yoy-6.08%，归母净利 7.05 亿元/yoy+328.42%，其中嘉亨家化 23 年业绩下滑主要系①受宏观经济等外部环境影响行业需求复苏低于预期，②公司全资子公司湖州嘉亨的化妆品生产线市场拓展期尚需一定的时间，规模效应未充分发挥，③管理费用&研发费用&财务费用同比增加所致。单季度看，23Q4 上游厂商整体营收 14.41 亿元/yoy-8.76%，归母净利 2.07 亿元/yoy+195.26%；24Q1 上游厂商整体营收 12.95 亿元/yoy+7.95%，归母净利 2.11 亿元/yoy+79.08%，其中科思股份业绩表现亮眼，在化妆品活性成分及其原料业务下游市场需求的持续增长、公司新增产品线逐步放量等多因素驱动下，24Q1 归母净利润同比增长 37.16%。

品牌端：品牌业绩表现分化，福瑞达剥离地产后业绩高速增长。2023年，重点美妆上市公司整体实现营收 413.64 亿元/yoy-10.96%，其中珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/敷尔佳同比实现正增长；2023 年整体归母净利 48.76 亿元/yoy+6.34%，归母净利率 11.79%/yoy+1.92pct，其中上海家化/水羊股份/珀莱

雅/润本股份/丸美股份/福瑞达归母净利润均同比实现正增长，同比增速分别为 5.93%、135.76%、46.06%、177.34%、48.93%、567.44%。单季度看，24Q1 重点美妆上市公司整体实现营收 97.04 亿元，yoy+6.77%，其中珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/敷尔佳/华熙生物同比实现正增长，同比增速分别为 34.56%、10.02%、38.73%、27.06%、9.65%、4.24%；此外，福瑞达 24Q1 营收同比下滑 29.99%主要系地产业务剥离所致。24Q1 整体归母净利 13.76 亿元/yoy+11.17%，归母净利率 12.63%/yoy-0.99pct，其中上海家化/珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/华熙生物归母净利润同比实现正增长。

表25：2023 年美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	2023 年营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	2023 年归母净利润 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	65.98	-7.16	-0.10	5.00	5.93	33.23
水羊股份	44.93	-4.86	0.89	2.94	135.76	182.98
珀莱雅	89.05	39.45	1.63	11.94	46.06	4.18
润本股份	10.33	20.66	-26.40	2.26	41.23	8.57
丸美股份	22.26	28.52	31.61	2.59	48.93	78.68
贝泰妮	55.22	10.14	-14.51	7.57	-28.01	-49.83
敷尔佳	19.34	9.29	2.04	7.49	-11.56	-16.71
华熙生物	60.76	-4.45	-32.98	5.93	-38.97	-63.07
福瑞达	45.79	-64.65	-69.40	3.03	567.44	654.88
青松股份	19.69	-32.49	-11.48	-0.68	90.79	72.23
科思股份	24.00	35.99	-25.86	7.34	89.00	-103.13
嘉亨家化	10.16	-3.41	6.04	0.40	-42.35	-14.04
总计	467.49	-11.17	-19.49	55.81	27.46	16.93

资料来源：ifind，民生证券研究院

表26：23Q4 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	23Q4 营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	23Q4 归母净利润 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	15.06	-14.04	-10.55	1.06	-33.31	-2.73
水羊股份	11.16	-19.14	-0.42	1.14	1863.51	1957.03
珀莱雅	36.56	50.86	1.36	4.48	39.06	-12.99
润本股份	2.09	19.72	-	0.45	58.54	-
丸美股份	6.89	17.20	26.64	0.86	57.99	106.85
贝泰妮	20.91	-1.31	-12.24	1.78	-66.74	-71.91
敷尔佳	5.94	30.78	34.52	2.13	7.28	17.36
华熙生物	18.54	-9.04	-14.38	0.78	-73.37	-102.64
福瑞达	11.84	-73.23	-46.76	0.65	160.33	137.02
青松股份	5.28	-31.83	-7.19	-0.05	94.61	2.90
科思股份	6.26	21.27	-27.40	1.97	47.30	-487.32
嘉亨家化	2.87	-0.48	11.91	0.14	-34.62	0.05
总计	143.41	-15.30	-10.32	15.40	-1.12	-229.54

资料来源：ifind，民生证券研究院

表27：24Q1 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	24Q1 营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	24Q1 归母净利润 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	19.05	-3.76	2.74	2.56	11.18	-4.41
水羊股份	10.32	-1.36	-1.41	0.40	-23.25	-48.63
珀莱雅	21.82	34.56	5.29	3.03	45.58	14.26
润本股份	1.67	10.02	-	0.35	67.93	-
丸美股份	6.61	38.73	14.15	1.11	40.62	20.47
贝泰妮	10.97	27.06	20.29	1.77	11.74	3.33
敷尔佳	4.09	9.65	4.28	1.52	-4.77	-3.35
华熙生物	13.61	4.24	0.23	2.43	21.39	21.02
福瑞达	8.91	-29.99	-15.82	0.59	-54.35	-149.44
青松股份	3.80	-4.26	37.96	-0.06	87.48	65.79
科思股份	7.12	21.10	-21.22	2.20	37.16	-138.97
嘉亨家化	2.03	-5.43	9.38	-0.03	-153.52	-86.03
总计	110.00	6.91	4.55	15.87	17.07	-11.78

资料来源：ifind，民生证券研究院

4.2.2 化妆品产业链各环节毛利率比较：头部品牌商聚焦发展高毛利率品类及产品带动毛利率提升，上游厂商推动产能建设优化毛利水平

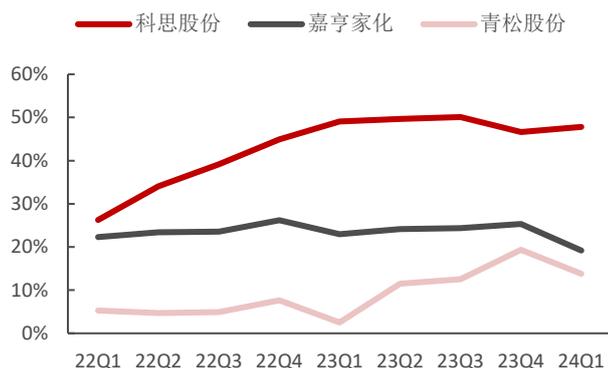
1) **上游厂商产能建设稳步推进，毛利率持续提升。**2023 年上游厂商整体毛利率 30.75%，同比+12.19pct。单季度看，23Q4 整体毛利率 32.39%，同比+9.15pct，主要系科思股份/青松股份毛利率提升拉动，23 年毛利率分别同比+12.17%/+6.39pct 至 48.83%/12.05%；24Q1 上游厂商整体毛利率 33.35%，同比+4.38pct，环比+0.96pct，毛利率持续提升。

2) **品牌商积极优化产品结构，聚焦发展高毛利率品类及产品，毛利率逐步提升。**2023 年品牌商整体毛利率 65.64%/同比+10.21pct；23Q4 品牌商整体毛利率 65.64%/同比+11.81pct；24Q1 品牌商整体毛利率 67.61%/同比+4.39pct。分品牌看，福瑞达 23Q4/24Q1 毛利率分别同比+22.90%/+11.45pct 至 44.78%/50.85%，主要得益于地产业务剥离；丸美股份 24Q1 毛利率为 74.61%，同比+5.93pct，主要系公司销售及产品结构优化以及持续成本控制所致；水羊股份 23Q4/24Q1 毛利率分别同比+11.66%/+7.63pct 至 59.72%/61.34%，主要系公司进一步完善自主品牌多层次品牌矩阵体系，品牌资产持续沉淀，CP 品牌业务进入良性轨道，整体业务及产品结构进一步优化；华熙生物 23Q4/24Q1 毛利率分别为 73.88%/75.73%，同比-2.60%/+1.95pct，主要系护肤品业务处于调整期影响整体盈利水平。

3) **多数电商运营企业毛利率维持稳定，丽人丽妆毛利率显著恢复。**2023 年

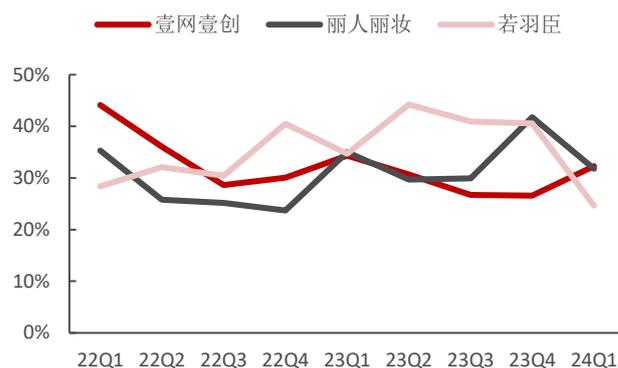
电商运营整体毛利率 34.75%/yoy+4.69pct，23Q4 毛利率 38.01%/yoy+9.44pct，其中丽人丽妆通过控制采购规模，长账龄低毛利库存持续出清，推动毛利率逐步恢复，23 年/23Q4 实现毛利率 34.57%/41.78%，同比 +7.51/+18.07pct；若羽臣 23Q4 毛利率同比基本持平。24Q1 电商运营整体实现毛利率 29.55%，yoy-5.23pct。

图55：22Q1-24Q1 中上游美妆制造商毛利率 (%)



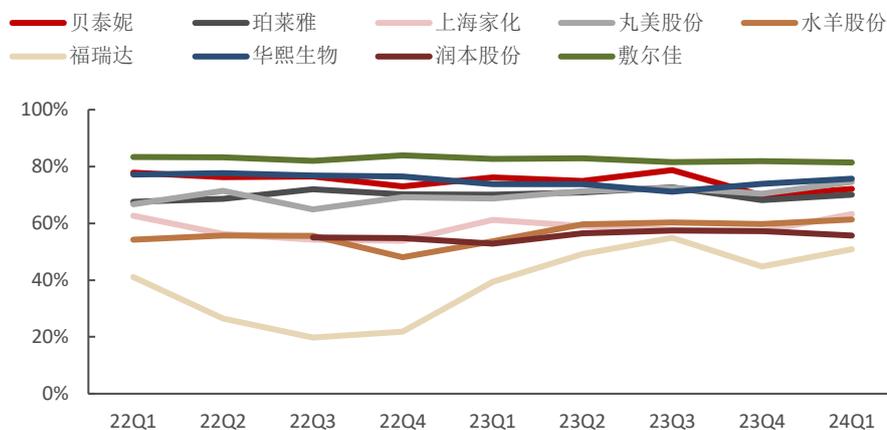
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图56：22Q1-24Q1 美妆代运营公司毛利率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图57：22Q1-24Q1 美妆品牌公司毛利率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

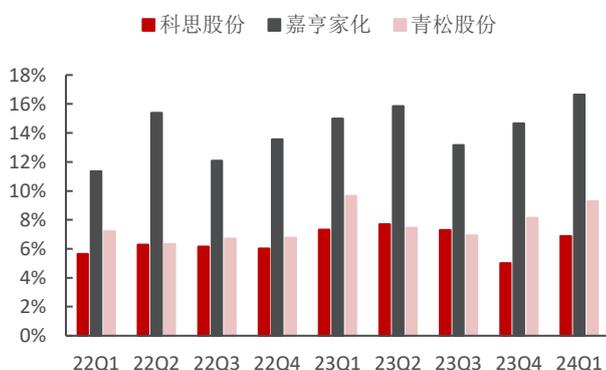
4.2.3 化妆品产业链各环节费用率比较：线上运营成本增长，品牌商销售费用率同比提升

1) 中上游美妆制造商管理费用率较为稳定，研发费用率提升。23 年上游美妆制造商整体管理费用率为 8.69%，yoy+1.02pct，其中科思股份/嘉亨家化管理费用率同比+0.78/+1.62pct 至 6.81%/14.58%；23 年上游美妆制造商整体研发费用率为 8.15%，yoy+4.24pct，其中科思股份/嘉亨家化研发费用率分别为 6.52%/13.15%，yoy+1.97/+11.10pct，嘉亨家化研发费用率大幅提升主要系公司子公司湖州嘉亨“技术研发中心升级建设项目”投入使用，研发相关投入增加。

2) 线上运营成本增长，品牌商销售费用率同比提升。2023 年，品牌商整体销售费用率为 42.30%，yoy+9.57pct；23Q4 品牌整体销售费用率为 43.09%，yoy+12.26pct，主要系敷尔佳线上收入相关营销费增加，23Q4 销售费用率同比+7.71pct 至 29.80%；福瑞达销售费用随业务销售规模有所增加，23Q4 销售费用率同比+22.50pct 至 30.29%；24Q1 品牌整体销售费用率为 41.75%，yoy+2.05pct。管理费用率方面，24Q1 多数品牌管理费用率小幅下降，贝泰妮/珀莱雅/上海家化/丸美股份/福瑞达/润本股份/敷尔佳 24Q1 管理费用率分别同比-0.82/-1.41/-2.62/-1.21/-0.54/-0.30/-0.67pct；水羊股份/华熙生物 24Q1 管理费用率有所提升，分别同比+1.53/+1.95pct 至 5.66%/8.53%。

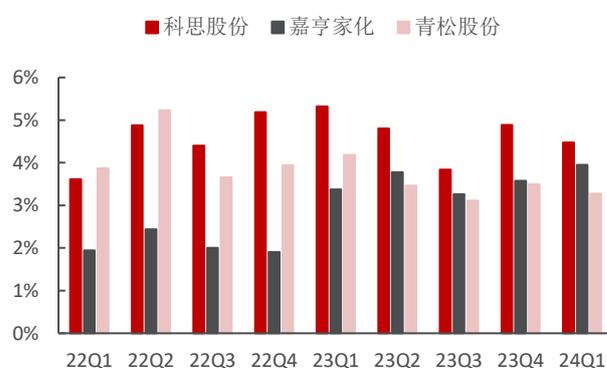
3) 23Q4 电商运营企业收入增速下滑致销售费用率提升，管理费用率较为稳定。2023 年电商运营端整体销售费用率为 22.88%，yoy+3.45pct；23Q4 销售费用率为 26.54%，yoy+7.69pct，其中壹网壹创、丽人丽妆 23Q4 销售费用率同比提升+7.10/+9.79pct 主要系收入端承压所致；24Q1 销售费用率为 20.50%，yoy-1.08pct。管理费用率方面，2023 年电商运营端整体管理费用率为 5.38%，yoy+0.27pct；23Q4 管理费用率为 4.18%，yoy+0.03pct，整体管理费用率水平较为稳定；24Q1 管理费用率为 5.32%，yoy-0.72pct。

图58：22Q1-24Q1 中上游美妆制造商管理费用率(%)



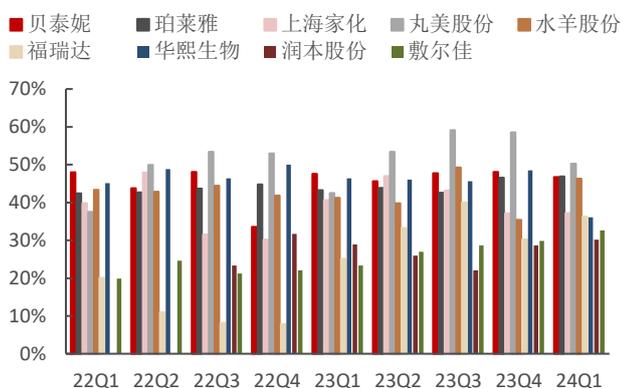
资料来源：ifind，民生证券研究院

图59：22Q1-24Q1 中上游美妆制造商研发费用率(%)



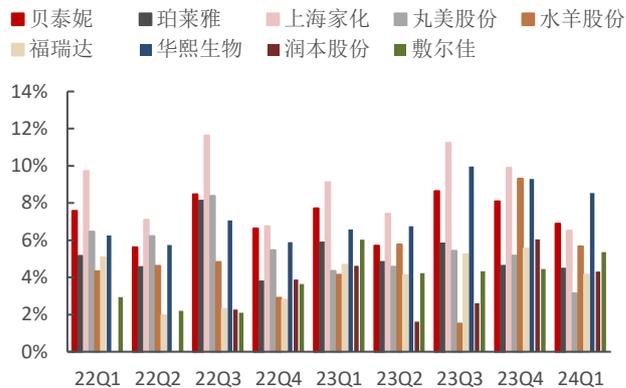
资料来源：ifind，民生证券研究院

图60: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司销售费用率 (%)



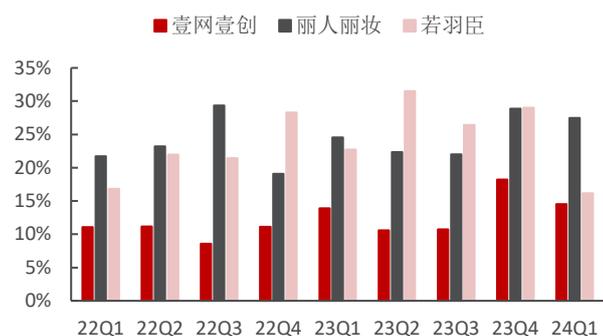
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图61: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司管理费用率 (%)



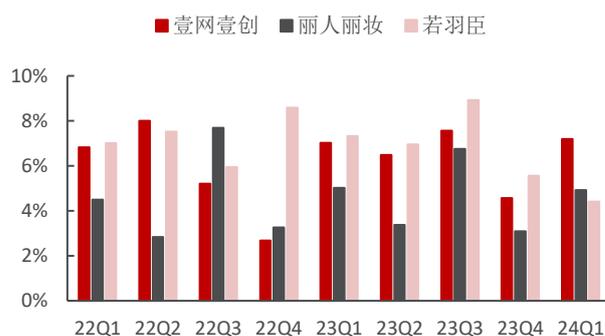
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图62: 22Q1-24Q1 电商运营公司销售费用率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图63: 22Q1-24Q1 电商运营公司管理费用率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

4.2.4 分红比例与股息率

1) **中上游美妆制造商:** 按 2023 年分红比例排序, 嘉亨家化 (87.84%) > 科思股份 (57.71%); 按股息率 (股票获利率, 2023 年) 排序, 嘉亨家化 (2.37%) > 科思股份 (1.86%)。

2) **美妆品牌公司:** 按 2023 年分红比例排序, 丸美股份 (80.38%) > 敷尔佳 (53.39%) > 福瑞达 (33.51%) > 贝泰妮 (33.35%) > 上海家化 (31.06%) > 华熙生物 (30.69%) > 润本股份 (30.43%) > 珀莱雅 (30.07%) > 水羊股份 (13.21%); 按股息率 (股票获利率, 2023 年) 排序, 敷尔佳 (2.89%) > 丸美股份 (1.71%) > 福瑞达 (1.27%) > 珀莱雅 (1.18%) > 上海家化 (1.1%) > 贝泰妮 (1.05%) > 润本股份 (0.91%) > 华熙生物 (0.62%) > 水羊股份 (0.56%)。

3) **电商运营公司:** 按 2023 年分红比例排序, 若羽臣 (147.75%) > 青木股份 (126.91%) > 丽人丽妆 (67.81%) > 值得买 (37.23%) > 壹网壹创 (29.65%); 按股息率 (股票获利率, 2023 年) 排序, 若羽臣 (1.81%) > 青木股份 (1.42%) >

值得买 (0.76%) > 壹网壹创 (0.76%) > 丽人丽妆 (0.68%)。

表28：美妆个股分红比例及股息率 (%)

证券代码	证券名称	分红比例 (2023 年报, %)	股息率 (股票获利率, 2023 年, %)
600315.SH	上海家化	31.06	1.10
300740.SZ	水羊股份	13.21	0.56
603605.SH	珀莱雅	30.07	1.18
603193.SH	润本股份	30.43	0.91
603983.SH	丸美股份	80.38	1.71
300957.SZ	贝泰妮	33.35	1.05
301371.SZ	敷尔佳	53.39	2.89
688363.SH	华熙生物	30.69	0.62
600223.SH	福瑞达	33.51	1.27
300132.SZ	青松股份	--	--
300856.SZ	科思股份	57.71	1.86
300955.SZ	嘉亨家化	87.84	2.37
300792.SZ	壹网壹创	29.65	0.76
605136.SH	丽人丽妆	67.81	0.68
003010.SZ	若羽臣	147.75	1.81
300785.SZ	值得买	37.23	0.76
301110.SZ	青木股份	126.91	1.42

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5 投资建议

商贸零售行业板块总览：按申银万国行业类（2021）分类，2023 年板块实现营业收入 13679 亿元，同比+6.59%；归母净利润为 152 亿元，同比扭亏；1Q24 板块总营收为 3342 亿元，同比-1.98%，归母净利润 86.88 亿元，同比-34.60%。2023 年，商贸零售与纺织服饰板块整体分红比例同比提升，其中饰品分红比例处在较高水平。2023 年，商贸零售/美容护理/纺织服饰板块整体分红比例分别为 44.02%/39.79%/62.06%，分别同比+2.54/-3.12/+2.55 pct。商贸零售板块中，百货板块分红比例同比+1.81 pct 至 46.76%；美容护理板块中，化妆品板块同比+3.81 pct 至 40.85%；纺织服饰板块中，饰品板块同比+3.66 pct 至 59.55%，服装家纺板块同比+2.69 pct 至 70.22%，整体处在较高水平。

零售板块：24Q1 为传统零售旺季，大盘稳步增长。①跨境电商：低基数下业绩持续改善。美国消费总额稳定上升，24 年以来 CPI 连续高于预期，4 月消费者信心指数下滑，消费力稍显疲软。4Q23 营收为 257.30 亿元，同比+13.2%，1Q24 营收为 227.24 亿元，同比增长 18.1%。4Q23 归母净利 10.69 亿元，同比+263.2%，1Q24 归母净利 11.52 亿元，同比-9.7%。按照 2023 年分红比例排序，安克创新（50.34%）>致欧科技（48.62%）>吉宏股份（39.65%）>华凯易佰（34.82%）>赛维时代（29.81%）>乐歌股份（19.72%）。②百货板块：4Q23 百货行业营收同比+6.2%，呈现恢复态势，但仍低于 19-21 年的同期情况。1Q24 行业营收同比-4.3%，环比+18.8%。4Q23 归母净利 5.73 亿元，同比增长 105.5%，1Q24 归母净利 22.92 亿元/yoy-9.0%，③超市板块：1Q24 板块实现盈利，边际转好。2023 年，总营收 1304.39 亿元，同比-12.7%，归母净利润-32.04 亿元；1Q24 总营收 361.17 亿元，同比-6.2%，归母净利 9.90 亿元，同比+13.0%。

黄金珠宝板块：投资与消费共同驱动，增长韧性充足。2023 年，全国黄金消费量为 1089.69 吨，同比+8.78%。其中，黄金首饰 706.48 吨，同比+7.97%；金条及金币 299.60 吨，同比+15.70%；工业及其他用金 83.61 吨，同比-5.50%。24Q1，全国黄金消费量 308.905 吨，同比+5.94%。其中，黄金首饰 183.922 吨，同比-3.00%；金条及金币 106.323 吨，同比增长+26.77%；工业及其他用金 18.660 吨，同比+3.09%。2023 年，黄金珠宝公司营业总收入为 1419.52 亿元，同比+18.8%，归母净利润合计为 56.93 亿元，同比+13.9%。1Q24，黄金珠宝公司营业总收入为 579.90 亿元，同比+10.6%，1Q24，黄金珠宝公司归母净利润合计同比+5.6%至 19.71 亿元。按照 2023 年报分红比例排名为迪阿股份（290.04%）>中国黄金（77.66%）>菜百股份（77.03%）>潮宏基（66.64%）>周大生（53.61%）。

医美板块：上游药械端增速稳健，下游机构端盈利能力持续提升。2023 年，医美板块营收 587.96 亿元/yoy+9.86%，归母净利润 58.96 亿元/yoy+125.91%。1Q24 营收 134.90 亿元/yoy+6.87%，归母净利润 16.71 亿元/yoy+23.26%。①

上游药械端：2023 年，锦波生物、昊海生科、爱美客归母净利润同比增速领先，同比+174.60%、+130.58%、+47.99%。②下游机构端：区域性医美机构龙头朗姿股份盈利能力持续提升。2023 年，归母净利润同比+953.37%，24Q1，归母净利润同比+15.83%。按 2023 年分红比例排序，朗姿股份（88.46%）>昊海生科（57.24%）>华东医药（35.84%）>爱美客（31.53%）>锦波生物（29.52%）。

美妆板块：24Q1 板块呈现弱修复态势，抖音渠道高速增长，国货美妆龙头表现亮眼。24Q1 化妆品零售额同比+3.40%，低于社零整体 4.70%的增速。平台表现分化，抖音渠道加速成长，24Q1 抖音美妆大盘超过天猫。业绩方面，23 年美护板块营收 467.49 亿元/yoy-11.17%，归母净利 55.81 亿元/yoy+27.46%；24Q1 实现营收 110.00 亿元/yoy+6.91%，归母净利润 15.87 亿元/yoy+17.07%；其中，①头部美妆品牌商：23 年，福瑞达、水羊股份、丸美股份归母净利同比增速领先，同比+567.44%、+135.76%、+48.93%。毛利率方面，上海家化/丸美股份/水羊股份/福瑞达/润本股份 24Q1 毛利率同比分别+2.07%/+5.93%/+7.63%/+11.45%/+2.85pct，美护龙头盈利能力提升。按 2023 年分红比例排序，丸美股份（80.38%）>敷尔佳（53.39%）>福瑞达（33.51%）>贝泰妮（33.35%）>上海家化（31.06%）>华熙生物（30.69%）>润本股份（30.43%）>珀莱雅（30.07%）>水羊股份（13.21%）。②上游防晒原料龙头：科思股份 23 年/24Q1 扣非归母净利润分别同比+89.11%/+29.78%。③中游代工企业：嘉亨家化 23 年/24Q1 归母净利分别同比-42.39%/-153.52%。

投资建议：①美妆板块，推荐珀莱雅、巨子生物、上美股份、科思股份、水羊股份、丸美股份、福瑞达，建议关注嘉亨家化、华熙生物、贝泰妮、润本股份、上海家化、青松股份。②零售板块，推荐小商品城、华凯易佰、重庆百货、丽尚国潮；推荐明月镜片、博士眼镜，推荐全球零售商龙头名创优品，推荐专业母婴零售龙头孩子王。③培育钻石板块，建议关注力量钻石、沃尔德、惠丰钻石、四方达、黄河旋风等。④珠宝板块，推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙，建议关注周大福等。⑤医美板块，推荐爱美客、锦波生物、朗姿股份、美丽田园，建议关注昊海生科、普门科技。

6 风险提示

1) 消费需求不及预期: 若消费需求低迷, 居民的消费信心下滑, 将会影响到可选消费属性较强的医美、珠宝等企业的经营, 影响公司整体的盈利能力。

2) 行业竞争格局恶化: 化妆品、黄金珠宝、培育钻石行业的参与者不断增多, 竞争加剧或将影响行业竞争格局与市场供需情况, 对企业盈利能力造成一定影响。

3) 新品推广不及预期: 若消费者的市场需求不及预期, 公司的品牌推广受到一定限制, 将会影响到公司新品牌的培育, 进而阻碍公司盈利能力的提升。

插图目录

图 1: 社会消费品零售总额 (亿元) 当月值及同比增速 (%)	3
图 2: CPI 当月同比	3
图 3: 消费者信心指数	3
图 4: 社会消费品零售总额分品类同比增速	4
图 5: 限额以上分业态零售额同比增速	4
图 6: 百货行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	6
图 7: 百货行业分季度归母净利 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	6
图 8: 百货行业分季度毛利率和净利率水平	6
图 9: 百货行业分季度费用率水平	6
图 10: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	9
图 11: 超市行业分季度归母净利 (亿元)	9
图 12: 超市行业分季度毛利率和净利率水平	9
图 13: 超市行业分季度费用率情况	9
图 14: 美国零售和食品服务销售额 (百万美元) 及同比增速	11
图 15: CPI 及核心 CPI 同比增速	12
图 16: 美国密歇根大学消费者信心指数	12
图 17: 美国零售总额分品类同比增速	12
图 18: 跨境电商行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	13
图 19: 跨境电商行业分季度扣非归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	13
图 20: 跨境电商行业分季度毛利率和净利率水平	13
图 21: 跨境电商行业分季度费用率水平	13
图 22: 2022-2024Q1 金银珠宝零售额及同比	20
图 23: 2022-2024Q1 黄金价格变动	20
图 24: 周大福门店数 (家)	21
图 25: 周大生门店数 (家)	21
图 26: 老凤祥门店数 (家)	21
图 27: 中国黄金门店数 (家)	21
图 28: 潮宏基门店数 (家)	21
图 29: 豫园股份黄金珠宝门店数 (家)	21
图 30: 医美标的 2019-2023 年营业收入 (亿元)	28
图 31: 医美标的 2019-2023 年归母净利润 (亿元)	28
图 32: 医美标的 19Q1-24Q1 营业收入 (亿元)	28
图 33: 医美标的 19Q1-24Q1 归母净利润 (亿元)	28
图 34: 医美标的 2019-2023 年归母净利率&毛利率	29
图 35: 医美标的 2019-2023 年三费率情况	29
图 36: 医美标的 1Q19-1Q24 归母净利率&毛利率	29
图 37: 医美标的 1Q19-1Q24 三费率情况	29
图 38: 19Q1-24Q1 上游药械商毛利率	30
图 39: 19Q1-24Q1 机构端毛利率	30
图 40: 19Q1-24Q1 上游药械商销售费用率	30
图 41: 19Q1-24Q1 机构端销售费用率	30
图 42: 19Q1-24Q1 上游药械商管理费用率	31
图 43: 19Q1-24Q1 机构端管理费用率	31
图 44: 19Q1-24Q1 上游药械商研发费用率	31
图 45: 19Q1-24Q1 机构端研发费用率	31
图 46: 社零总额同比增速 VS 化妆品行业同比增速	32
图 47: 天猫美妆销售额 (亿元) 及增速	33
图 48: 抖音美妆销售额 (亿元) 及增速	33
图 49: 天猫+京东+抖音美妆销售额 (亿元) 及增速	33
图 50: 部分指数与上市公司 23 年初至今 (截至 24 年 4 月 30 日) 涨跌幅 (%)	34
图 51: 美妆标的单季度营收及增长率	35
图 52: 美妆标的单季度归母净利润及增长率	35
图 53: 美妆标的单季度毛利率及归母净利率	35
图 54: 美妆标的单季度三费率情况	35

图 55: 22Q1-24Q1 中上游美妆制造商毛利率 (%)	38
图 56: 22Q1-24Q1 美妆代运营公司毛利率 (%)	38
图 57: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司毛利率 (%)	38
图 58: 22Q1-24Q1 中上游美妆制造商管理费用率 (%)	39
图 59: 22Q1-24Q1 中上游美妆制造商研发费用率 (%)	39
图 60: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司销售费用率 (%)	40
图 61: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司管理费用率 (%)	40
图 62: 22Q1-24Q1 电商运营公司销售费用率 (%)	40
图 63: 22Q1-24Q1 电商运营公司管理费用率 (%)	40

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2019-2023 年商贸零售&美容护理&纺织服饰板块分红比例 (%)	5
表 2: 百货标的 4Q23 的财务数据 (单位: 亿元)	7
表 3: 百货标的 1Q24 的财务数据 (单位: 亿元)	8
表 4: 超市标的 1Q24 财务数据	10
表 5: 超市板块个股分红比例及股息率 (%)	10
表 6: 跨境电商标的 4Q23 财务数据 (单位: 亿元)	19
表 7: 跨境电商标的 1Q24 财务数据 (单位: 亿元)	19
表 8: 黄金珠宝公司营业收入 (亿元)	22
表 9: 黄金珠宝公司 Q4 单季度营业收入 (亿元)	22
表 10: 黄金珠宝公司 Q1 单季度营业收入 (亿元)	23
表 11: 黄金珠宝公司归母净利润 (亿元)	23
表 12: 黄金珠宝公司单季度 Q4 归母净利润 (亿元)	24
表 13: 黄金珠宝公司单季度 Q1 归母净利润 (亿元)	24
表 14: 黄金珠宝公司毛利率	25
表 15: 黄金珠宝公司单季度 Q4 毛利率	25
表 16: 黄金珠宝公司单季度 Q1 毛利率	25
表 17: 黄金珠宝行业公司费用率水平	26
表 18: 黄金珠宝公司销售净利率水平	26
表 19: 黄金珠宝公司单季度 Q4 销售净利率水平	27
表 20: 黄金珠宝公司单季度 Q1 销售净利率水平	27
表 21: 珠宝个股分红率及股息率 (%)	27
表 22: 2023 年医美上市公司营收与归母净利润及同比增速	29
表 23: 1Q24 医美上市公司营收与归母净利润及同比增速	30
表 24: 医美个股分红比例及股息率 (%)	31
表 25: 2023 年美妆上市公司营收及归母净利润数据	36
表 26: 23Q4 美妆上市公司营收及归母净利润数据	36
表 27: 24Q1 美妆上市公司营收及归母净利润数据	37
表 28: 美妆个股分红比例及股息率 (%)	41

分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026