



顺应消费趋势，关注黄金珠宝等景气赛道优质品牌

商贸零售行业2024年中期投资策略

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

姓名 骆峥（联系人）

证书编号：S0790524040008

邮箱：luozheng@kysec.cn

姓名 杨柏炜（联系人）

证书编号：S0790524050001

邮箱：yangbowei@kysec.cn

1. 行业回顾

综合社零数据和上市公司财报验证情况看，2023年以来社会消费整体稳步恢复，零售企业经营也显著回暖；2024Q1行业复苏态势延续，其中，黄金珠宝板块在高基数下实现稳健增长，跨境电商、医美化妆品部分龙头公司也验证了显著优于行业整体的经营景气度。

2. 细分板块梳理分析

黄金珠宝：2024年金价屡创新高，长期看金价上行有望支撑行业景气，品牌方亦多方面受益。展望全年，龙头公司基于“单店销售+门店数”双轮驱动，有望延续良好增长，同时依托轻资产加盟模式优势，未来“稳增长+高股息”属性有望更加凸显。

跨境电商：海外消费降级和线上化趋势，利好高性价比优质国货出海；亚马逊、Temu、TikTok Shop等电商平台百舸争流，错位竞争也带来渠道增量。一季报行业高景气得到验证，展望未来，运营能力重要性将愈发凸显，头部卖家有望延续更优表现。

医美：2024Q1部分差异化医美产品在高基数下（2023Q1存在积压需求集中释放）仍展现出较高景气度。趋势方面，产品端受“自然美”需求驱动，上游厂商持续探索差异化新材料；机构端为提升盈利能力重点发力定制化产品，同时继续外延收购扩张。展望2024全年，我们认为重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类抢占市场能力更强，高景气有望延续。

化妆品：2024年预计延续温和复苏态势，关注渠道、成分、品类、市场等结构性机会：抖音渠道红利尚存，仍是品牌成长的关键增量；重组胶原蛋白成分热度高涨，多品牌入局；防晒品类格局优化，国货迎来机遇；国货美妆品牌出海方兴未艾，关注东南亚等市场。

3. 投资建议

黄金珠宝：看好受益金价上涨、具备“稳增长+高股息”属性的龙头品牌，重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥和中国黄金等。

跨境电商：看好顺应海外消费趋势、具备强运营能力的跨境头部卖家，重点推荐华凯易佰、吉宏股份等。

医美：看好具备差异化产品的医美厂商以及市占率&盈利能力有望同步提升的头部机构，重点推荐爱美客、科笛-B、朗姿股份等。

化妆品：看好紧握细分结构性机会、综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物等。

4. 风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；政策风险等。

目录

CONTENTS

- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类等产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

1.1 零售数据：2024Q1社会消费整体稳健，可选品类表现有所分化

经济发展、消费场景恢复背景下，2023年及2024Q1社会消费表现稳健。2023年我国社零总额为47.15万亿元（同比+7.2%），其中2023Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+5.7%/+10.7%/+4.2%/+8.3%，呈稳健增长态势；2024年一季度我国社零总额为12.03万亿元（同比+4.7%），社会消费温和复苏，但整体恢复程度不如生产端，未来还需持续关注消费复苏进程。

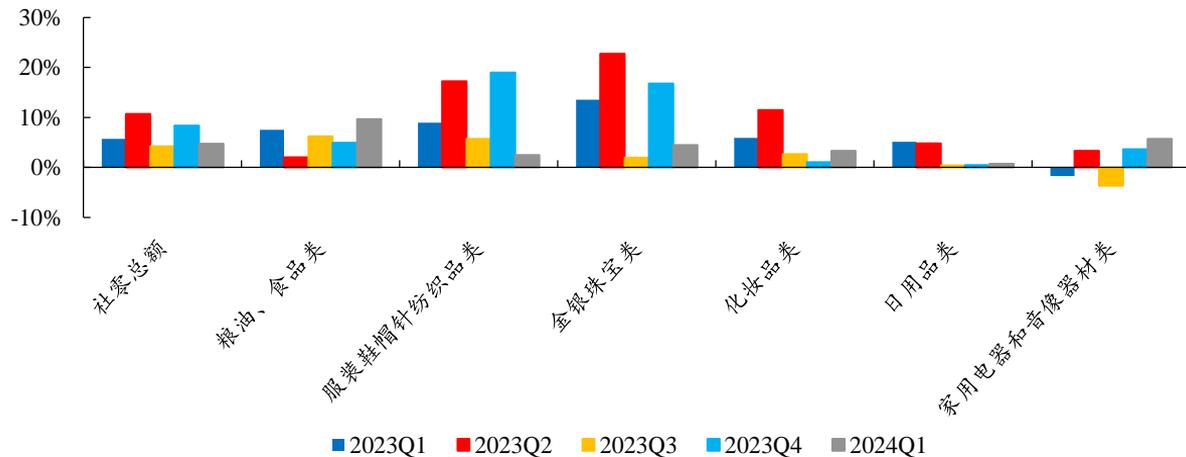
分品类看，商品消费中必选品类维持稳健，可选消费表现分化。2023年，以粮油食品为代表的必选消费品维持平稳增长，可选消费品表现则略有分化，服装鞋帽、金银珠宝韧性较强，化妆品类稳健增长。2024Q1金银珠宝、服装鞋帽、化妆品分别同比+4.5%/+2.5%/+3.3%，其中金银珠宝增速季度环比有所回落，主要系金价急涨导致终端消费者产生观望情绪所致。

图1：2023年以来社会消费呈温和复苏态势



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2024Q1必选品类保持稳健，可选消费表现有所分化



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2 零售渠道：线上零售延续良好势头，线下各业态亦表现稳健

线上零售延续良好发展势头。2024Q1实物商品网上零售总额为2.81万亿元（同比+11.6%），其中吃/穿/用类商品分别同比+21.1%/+12.1%/+9.7%，维持良好增长势头。渗透率方面，一季度实物商品网上零售额占社零比重为23.3%（同比-0.9pct，环比+0.9pct），维持在较高水平。

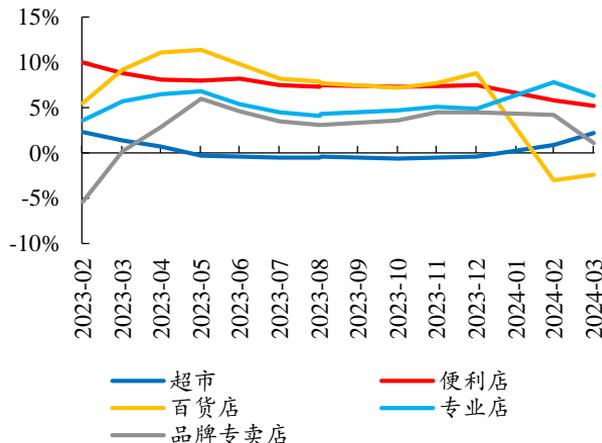
线下零售各业态持续恢复，除百货外其他零售业态均表现稳健。2024Q1网下商品零售额为9.23万亿元（同比+23.1%）；分业态看，2024Q1超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+2.2%/+5.2%/-2.4%/+6.3%/+1.1%，除百货外均呈现温和复苏态势。根据汇客云数据，2024Q1全国购物中心日均客流1.82万人次（同比+7%），日均客流已达到近五年同期最高，基本恢复到疫情前水平，接触型消费显著回暖。

图3：2024Q1实物商品网上零售额同比增长11.6%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：2024年一季度线下各业态表现稳健



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图5：2024Q1全国购物中心日均客流为近5年最高



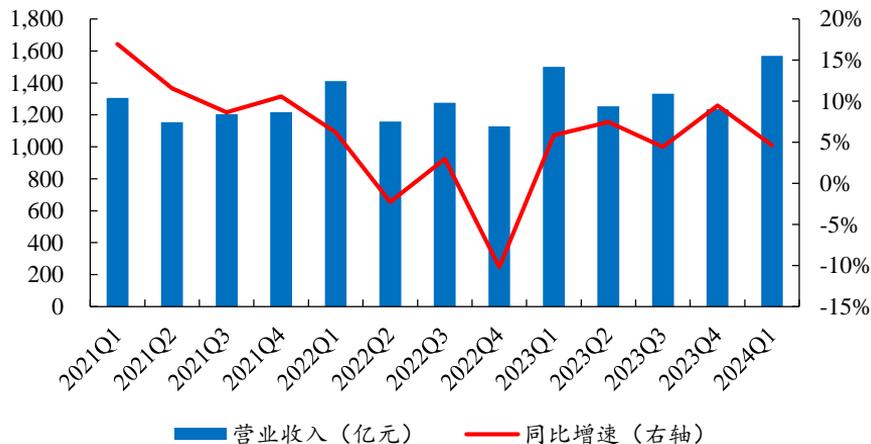
资料来源：汇客云

1.3 零售企业经营业绩：2023年显著回暖，2024Q1持续复苏

收入端，零售企业2023年来呈稳健复苏态势。我们选取6家超市、13家百货、13家美容护理、8家黄金珠宝、6家跨境电商和4家专业连锁合计50家上市公司（下简称零售行业整体）作为样本，对零售行业企业经营业绩做梳理分析。2023Q1-2024Q1分季度看，零售行业整体营收同比增速分别为+5.8%/+7.5%/+4.4%/+9.5%/+4.6%，呈现稳健复苏态势。

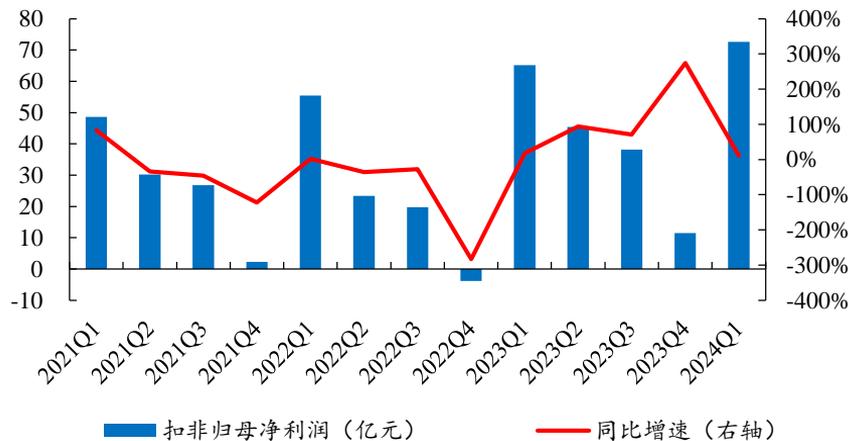
利润端，零售企业2023年来显著回暖、2024Q1温和复苏。2023年，零售行业整体扣非归母净利润同比+56.6%，2023Q1/Q2/Q3/Q4同比增速分别为+17.6%/+93.8%/+71.0%/+273.9%，其中四季度增速较高主要系2022年同期基数较低所致；2024年一季度，行业整体利润端同比+10.8%，伴随消费复苏，零售企业经营显著回暖。

图6：2023年来零售行业收入端稳健复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023年零售行业利润端显著回暖，2024Q1维持稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

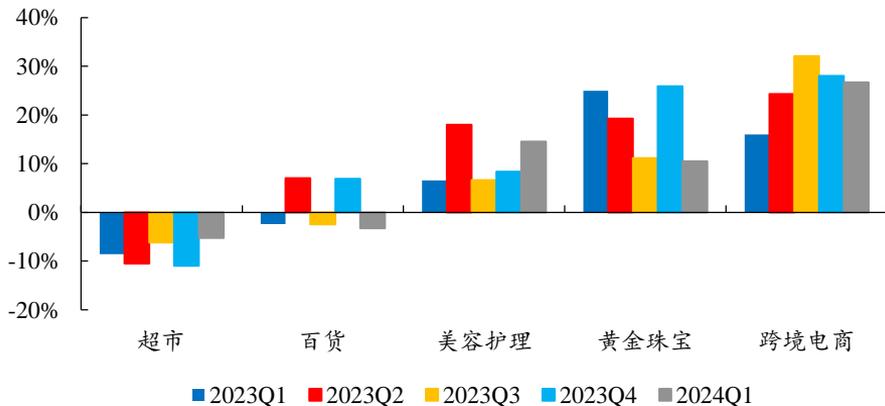
1.3 零售企业经营业绩：跨境电商、黄金珠宝表现较好，美容护理有所分化

收入端看，黄金珠宝、美容护理增势较好，跨境电商呈现高景气。2023年超市、百货板块表现相对逊色；黄金珠宝板块呈现高景气，2023Q1-2024Q1营收分别同比+25%/+19%/+11%/+26%/+11%；美护板块营收同比分别+7%/+18%/+7%/+8%/+15%，也体现增长韧性；跨境电商板块营收同比分别+16%/+24%/+32%/+28%/+27%，受益于外部环境向好，经营增长突出。

利润端看，跨境电商与美容护理表现出色，黄金珠宝稳健。2023年跨境电商与美护板块利润端表现较好，分别同比+66%/+29%，2024Q1仍维持较快增速；百货2023年在低基数下有较高增长，2024Q1则略有下滑（同比-5%）；黄金珠宝与超市则保持稳健。

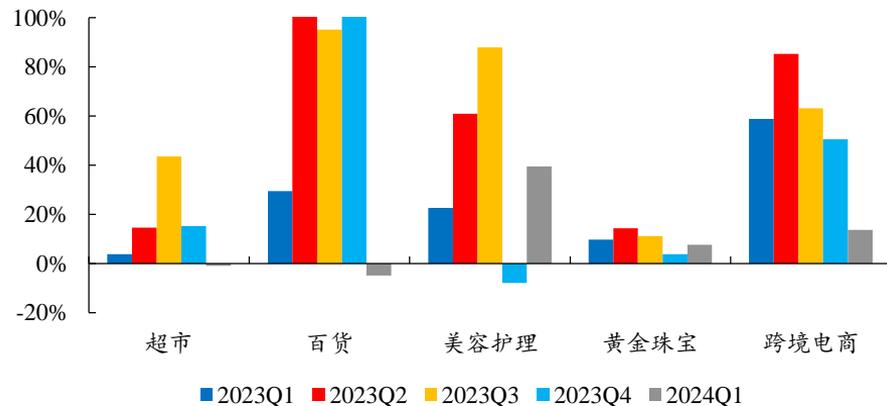
竞争格局特征：强品牌力企业经营表现显著优于行业整体。优质品牌方及细分赛道龙头企业在消费复苏基调下呈现出更强的韧性，如化妆品龙头珀莱雅、黄金珠宝龙头老凤祥等公司2023年及2024Q1经营业绩均增长良好。

图8：收入端，跨境电商、黄金珠宝及美容护理板块稳健复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：利润端，2024Q1美容护理和跨境电商板块增长较好



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：上限仅展示到100%）

目录

CONTENTS

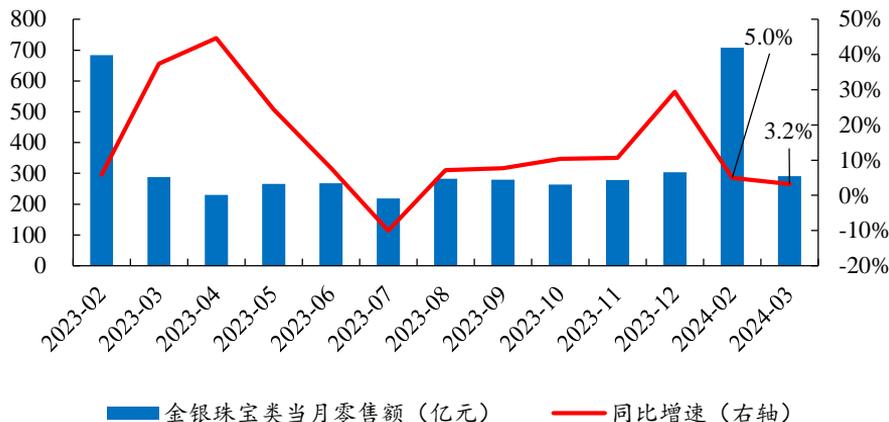
- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 **黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性**
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

2.1 黄金珠宝：2024Q1在较高基数下仍实现稳健增长“开门红”

2024Q1黄金珠宝行业在较高基数下保持增长。2024年一季度（含春节旺季），尽管面临较高基数（2021-2023年同期连续高增长），但金银珠宝社零数据仍取得4.5%的同比增长，在居民消费意愿相对承压的大环境下，实现了在消费赛道中横向更高景气的验证。这背后我们认为这是黄金珠宝“投资+消费”双重需求属性的共同驱动结果。

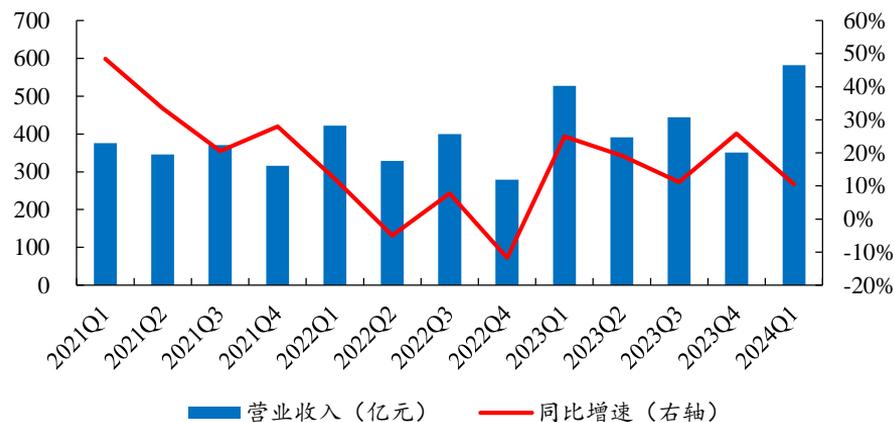
黄金珠宝上市公司一季报表现良好。我们以重点关注的8家黄金珠宝企业（老凤祥、周大生、中国黄金、潮宏基等）作为研究样本，观察黄金珠宝板块的整体经营情况：2024Q1板块实现营收582.3亿元（同比+10.5%，下同）、扣非归母净利润19.3亿元（+7.7%）；盈利能力方面，整体毛利率为9.0%（-0.6pct）、扣非归母净利率为3.3%（-0.1pct），各项期间费用率稳中有降。

图10：2024Q1金银珠宝社零数据在较高基数下保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024Q1黄金珠宝板块营收在较高基数下取得良好增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

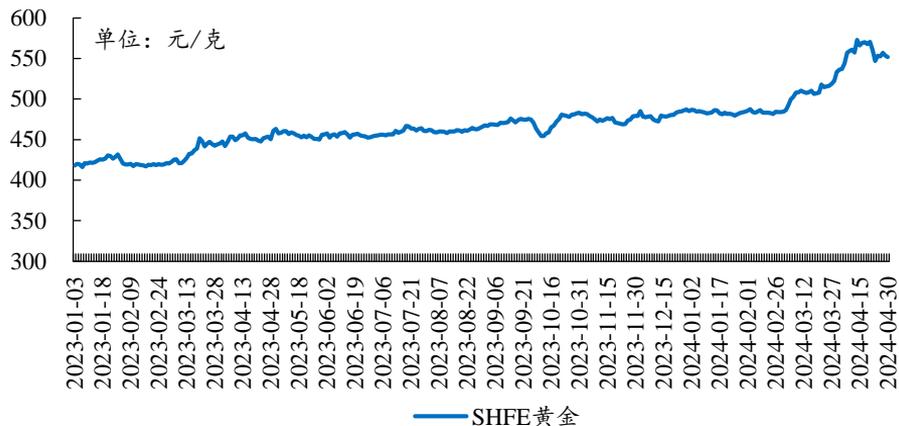
2.2 金价：屡创历史新高，有望带动行业景气度长期向上

2024年3月以来金价屡创新高，中长期仍具备较强支撑。2024年3月以来，上海金交所黄金价格屡创历史新高，4月12日SHFE黄金收盘价达到570.5元/克；展望未来，考虑美国降息预期、全球流动性提高和各国央行加大黄金储备等因素，我们认为金价在中长期内仍具备较强支撑。

金价上行有望带动行业景气度长期向上，多方面利好品牌方。金价上行趋势下，品牌方有望迎来量价齐升，并从多环节增厚利润：

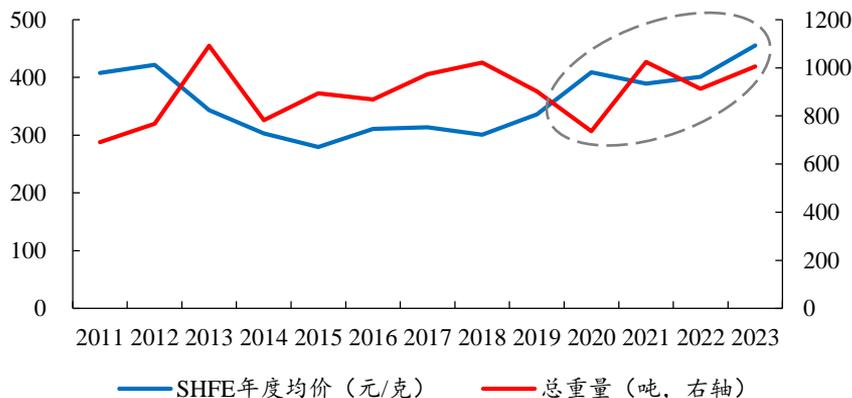
- (1) **原材料备货**：部分品牌有一定比例黄金原材料来自现金采购，通过在金交所买卖这些存货获利，代表品牌包括老凤祥等；
- (2) **加盟批发**：一方面批发存货增值会转化为毛利额增厚，另一方面部分按固定费率成本加成模式定价批发销售的产品也会受益；
- (3) **直营销售**：直营零售门店内的黄金产品存货在金价上涨阶段增值，销售时将兑现为毛利额增厚、提高毛利率。

图12：2024年3月以来，上海金交所黄金价格屡创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：近年来金价上涨对我国黄金消费量也构成正向支撑



数据来源：Wind、中国黄金协会、开源证券研究所

2.3 看点：产品为本，构建品牌差异化认知

性价比消费趋势下，“水贝模式”出圈，零售终端折扣力度加大、竞争激烈。黄金珠宝行业在深圳水贝等产业带的成熟、规模化生产能力，为零售终端提供了充足的“普货”产品供给，叠加“性价比”消费趋势，使得终端品牌竞争在2024年以来愈发激烈，“克减”折扣力度加大，主打薄利多销的“水贝模式”也逐步出圈，受到部分消费者青睐。

长期看，产品仍是构建品牌差异化认知的根本，需要信息化水平、规模和影响力等要素支撑。尽管短期“性价比”消费趋势存在扰动，但拉长看，有独创性、设计感的产品生命力更持久，也能帮助品牌构建差异化认知，进而规避价格内卷。但这也需要品牌方的信息化水平（洞察客群结构及需求、分析市场反馈）、规模效应（原创设计、IP联名等均需成本投入，大的销售规模能摊薄成本）和市场影响力（品牌前期积累的市场影响力能明显拔高产品推新的起点）等几个要素的支撑，这方面头部品牌优势明显。

图14：头部品牌自主设计推出“龙”IP系列产品



资料来源：潮宏基珠宝、周大生珠宝公众号

图15：周大福发布《2023珠宝消费趋势调查报告》彰显品牌影响力



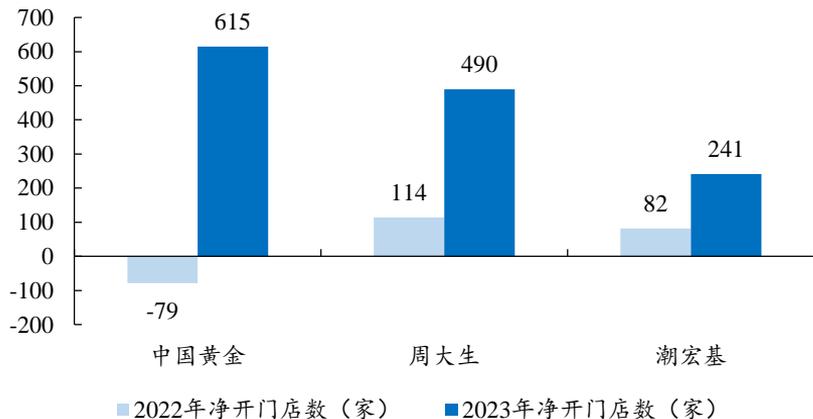
资料来源：周大福《2023珠宝消费趋势调查报告》

2.3 看点：渠道为翼推动规模增长，黄金珠宝连锁生意价值凸显

头部品牌渠道扩张成绩亮眼，推动企业规模增长。2023年多个头部品牌取得亮眼的渠道扩张成绩，支撑了销售规模增长，在较弱的消费市场环境下难能可贵。我们认为，这背后是加盟商的连锁业态选择偏好变化结果：顺应趋势、注重抗风险性、拥抱头部。

经济环境整体走弱，黄金珠宝零售的生意价值持续凸显。（1）**契合消费趋势：**近年来经济环境整体走弱，消费者信心也有所承压，在决策时更加谨慎，而黄金类产品基于自身贵金属材质所带来的保值增值属性，能有效缓解“值不值”的疑虑，同时工艺水平和产品外观的进步，也有望打开更广阔的日常消费场景；（2）**抗风险能力强：**由于黄金材质所具备的保值增值属性，黄金相关产品作为门店存货的减值风险较食品、服装等其他品类更低，也有效增强了加盟商在外部环境波动下的抗风险能力。

图16：2023年头部品牌渠道扩张成绩亮眼



数据来源：周大生、潮宏基等公司公告、开源证券研究所

图17：黄金珠宝加盟商门店存货以黄金为主，减值风险低



资料来源：中国宁波网

2.3 看点：“稳增长+高股息”属性逐步体现，股东回报可期

2023年黄金珠宝板块标的分红可观。从黄金珠宝主要公司2023年报数据看，周大生、中国黄金、潮宏基、菜百股份等分红率指标基本在70%左右或以上，对应股息率达到4%-6%，股东回报情况可观。

同店稳健+开店扩张支撑增长，轻资产加盟模式对品牌方的资本支出需求不大。黄金珠宝品牌零售生意的商业模式相对稳定，头部品牌增长稳健，一方面是提高单店铺货量，另一方面是扩大终端门店基数，成长路径清晰、现金流稳定。未来持续扩张所依靠的加盟模式，具备明显轻资产特征，单个门店投资额多数都由加盟商承担，品牌方在未来的资本支出需求较小。

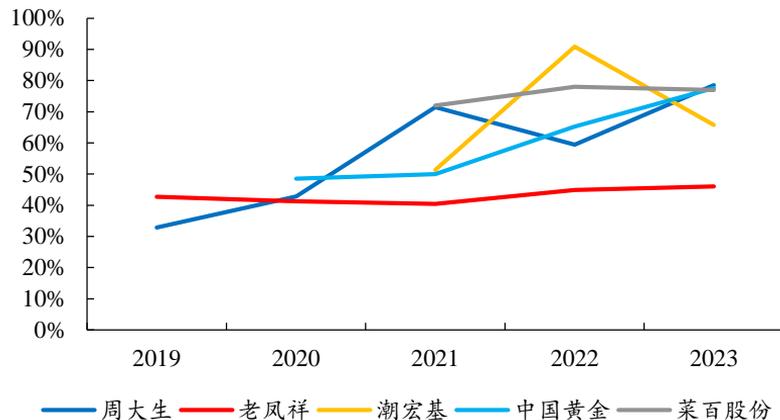
未来上市公司高股息属性有望凸显。考虑到头部品牌组织架构搭建成熟、现金流稳定，未来“稳增长+高股息”属性有望显现。

图18：头部品牌扩张以轻资产加盟模式为主



资料来源：老凤祥公众号

图19：近年来黄金珠宝板块上市公司分红率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

金价上行支撑长期景气，关注黄金珠宝公司“稳增长+高股息”属性。从业务模式出发，品牌方在金价上涨阶段有望从原材料备货、加盟批发、直营销售等环节受益；而长期看，金价创新高也有望进一步强化黄金在大众心中的“确定性”标签，支撑行业景气度。黄金珠宝公司基于“单店销售+门店数量”的双轮驱动，有望实现经营业绩稳健增长，同时由于轻资产加盟模式资本支出压力较小，预计未来现金流相对充裕，分红率有望稳定提升，“稳增长+高股息”属性凸显。

产品为本构建品牌差异化认知，渠道为翼推动规模增长，头部品牌增长动能强劲。产品与渠道是研判品牌发展的关键要素，面对日趋激烈的市场竞争，具备独创性、设计感的产品生命力会更持久，也能帮助品牌构建差异化认知，最大限度规避价格内卷；而渠道规模则是品牌综合实力的直观体现，头部品牌2023年以来开店动能验证强劲，背后是加盟商的连锁业态选择偏好变化结果（顺应消费趋势、注重抗风险性）。长期视角看，未来行业进入供需共振阶段，产品研发能力（成体系迭代、打造品牌印记产品）和信息化能力（提升全链路经营效率）是重要竞争要素，头部品牌优势明显，市场集中度有望进一步提升。

重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥、周大福、中国黄金等，受益标的莱百股份等。

潮宏基：近年来顺应黄金珠宝行业趋势，产品端以优质时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟门店提速扩张、开店弹性突出；此外，公司信息化建设水平优秀，有望支撑长期持续较高成长。

周大生：渠道端优化省代模式叠加多元化品牌矩阵布局助力拓店，产品端发力黄金产品体系，未来随品牌力逐步提升，轻资产模式下有望释放业绩弹性并带来良好现金流，支撑良好股东回报，股息率有望保持在较高水平。

老凤祥：公司综合品牌力、总经销加盟商等资源禀赋突出，近年来持续推进国企改革，践行《三年行动计划》激发内生动力，保障经营业绩增长目标稳定兑现；此外，特色黄金原料采购批发模式有望在金价上涨周期充分受益带来业绩弹性。

周大福：在品牌、产品、渠道、数字化等多方位建立竞争优势，仍为行业标杆；2024年公司聚焦整体经营质量提升，五大战略方针助力长期健康发展。

中国黄金：黄金珠宝品牌中唯一央企，国资委实施“一企一策”考核激发活力；公司通过特色产业投资平台与省代深度绑定，黄金产品出货与门店数量扩张共同推动增长。

目录

CONTENTS

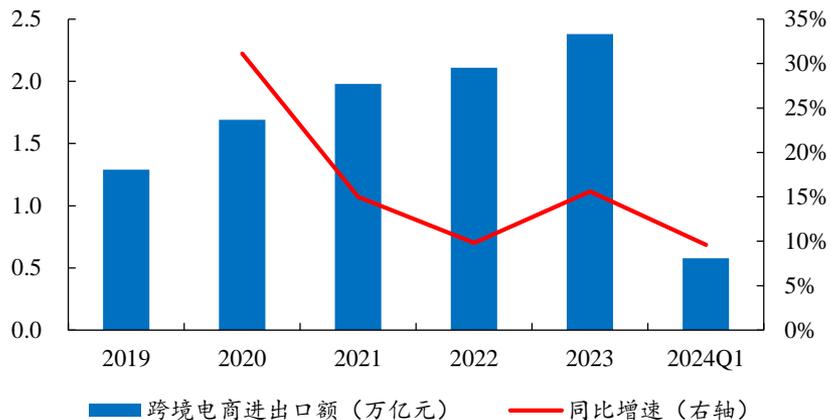
- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 **跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒**
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

3.1 跨境电商：2024Q1海外需求依然强劲，上市公司延续较快增长

2024Q1我国跨境电商进出口额稳健增长。根据我国海关总署数据，2024Q1我国跨境电商进出口总额达5776亿元，同比增长9.6%；其中，出口总额4480亿元、进口总额1296亿元，整体保持稳健增长。

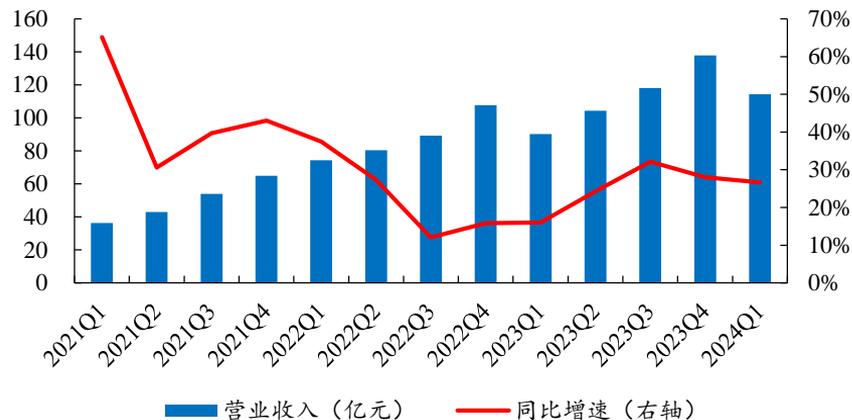
跨境电商上市公司一季报经营表现优于行业整体。我们以重点关注的6家跨境电商企业（华凯易佰、吉宏股份、赛维时代等）作为研究样本，观察跨境电商板块的整体经营情况：2024Q1板块实现营收114.3亿元（同比+26.7%，下同）、扣非归母净利润6.2亿元（+13.7%），上市公司一季报经营业绩表现优于行业整体，主要系海外市场需求强劲，同时国内头部卖家竞争力持续提升所致；盈利能力方面，板块整体毛利率为41.7%（-2.7pct）、扣非归母净利率为5.4%（-0.6pct）。

图20：2024Q1我国跨境电商进出口总额稳健增长



数据来源：网经社、开源证券研究所

图21：2024Q1跨境电商板块营收在海外强劲需求拉动下增长亮眼



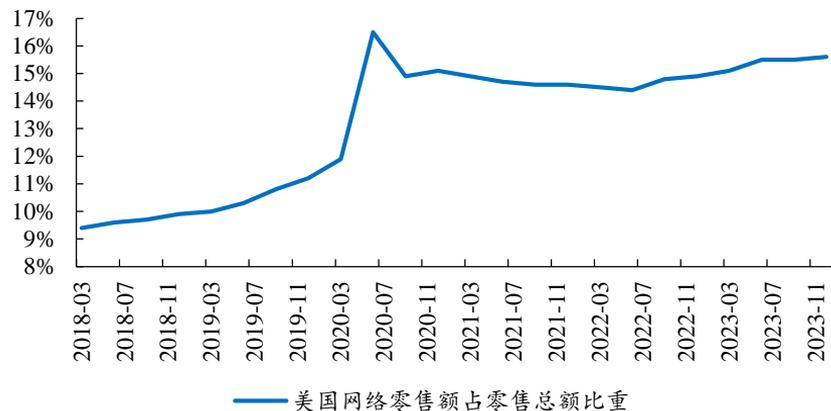
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 看点：海外消费降级叠加线上渗透率提升，制造业优势助力国货出海

海外消费市场存在降级趋势，线上渠道渗透率持续提升。海外市场以美国为例，整体需求表现强劲，而内部已呈现结构性变化，核心矛盾是高通胀持续给到实际购买力较大压力，海外消费者普遍存在消费降级趋势。此外，近年来美国线上零售渠道增速快于整体零售业，一定程度上也体现出消费者的消费选择正逐步转向性价比属性更突出的线上渠道。

我国制造端优势突出，产品出海有望顺应趋势获得持续增长。我国出海企业背靠制造端优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，借助跨境电商等渠道红利，有望充分受益于海外市场消费趋势，获得海外消费者更多青睐、提升市场份额。

图22：近年来美国线上渠道渗透率保持提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：我国制造业优势助力高性价比国货出海



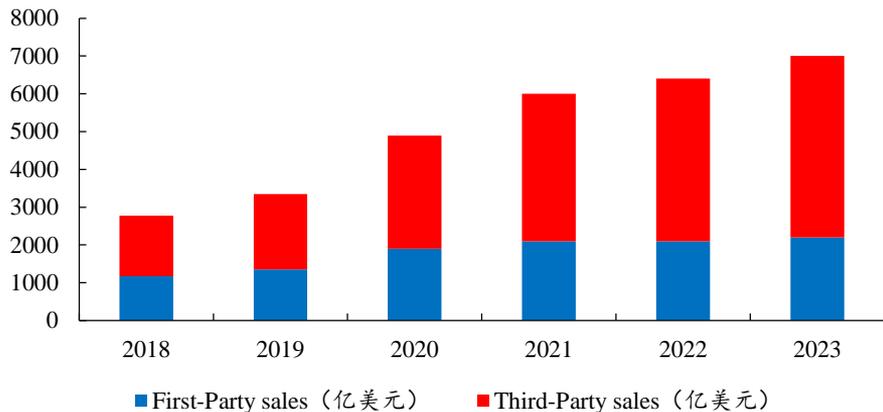
资料来源：环球网

3.3 格局：亚马逊仍是出海主阵地，流量分配逻辑变化利好头部卖家

亚马逊大盘销售近年来保持稳健增长，仍是**中国卖家出海主阵地**。亚马逊平台近年来销售规模保持稳健增长，根据Marketplace Pulse数据，2023年GMV达7000亿美元，且美国站畅销卖家中，中国卖家占比近50%。未来，亚马逊立足平台流量、客群认知、供应链（FBA等基础设施）等优势，有望作为中国卖家的出海主阵地实现持续增长。

亚马逊平台**流量分配逻辑改变，运营门槛提高利好头部卖家**。亚马逊搜索算法已从A9逐步升级至A10，除调整已有的广告投入、销售记录、转化率等要素权重外，新增了有机销售、浏览量、站外引流等要素。整体来看，在新流量分配逻辑下，早先卖家依靠广告投入起量的简单模式可行性在下降，提高综合运营能力抓自然流量的重要性也愈发凸显，未来头部卖家优势有望扩大。

图24：近年来亚马逊大盘GMV保持稳健增长



数据来源：Marketplace Pulse、开源证券研究所

图25：亚马逊平台流量分配逻辑变化利好头部卖家



资料来源：Bebolddigital

3.3 格局：Temu、TikTok Shop等新兴平台崛起，错位竞争创造新机遇

Temu采用全托管模式对接制造端资源，显著降低商品出海门槛。拼多多旗下Temu平台采用全托管模式，即平台承担销售、运营和部分物流职能，通过全链路把控获取更低进货价格并保障品质，实现“绝对低价”核心优势，近年来快速崛起。对卖家（尤其工厂、工贸一体型企业）而言，Temu平台虽然压低卖家毛利率，但不失为一个低门槛、快速出海拓宽销路的增量新渠道。

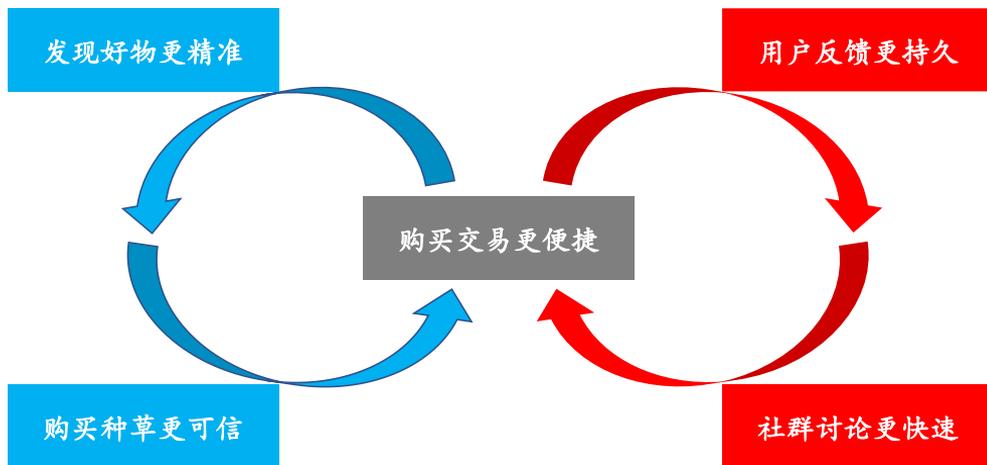
TikTok Shop依托主站流量红利，复制抖音电商打造兴趣电商出海。TikTok Shop是全球顶流社交平台TikTok旗下的电商平台，复刻抖音电商的商业化道路，依托主站充足且优质的流量资源，把握海外超10亿用户兴趣趋势，打造内容电商出海渠道。2023年TikTok Shop总GMV成倍增长，超100亿美元，预计2024年仍将保持较快增速。

图26：截至2024年2月Temu已覆盖全球49个国家



资料来源：Temu官网

图27：TikTok Shop的社群打法重新定义电商消费价值



资料来源：Kalodata《TikTok 2024电商白皮书》、开源证券研究所

3.4 投资观点：海外需求利好国货出海，龙头围绕运营能力构筑竞争壁垒

海外消费趋势利好国货出海，电商平台百舸争流创造机遇。海外消费降级和线上化趋势下，我国出海企业背靠制造端优质资源，在产品力与性价比方面已树立良好口碑，有望受益趋势并提升市场份额；分平台看，亚马逊仍会是中国卖家的出海主阵地，而 Temu、TikTok Shop 等新兴平台崛起，错位竞争也会创造新机遇。

跨境电商行业进入深水期，龙头企业通过提升运营能力构筑竞争壁垒。从亚马逊平台流量分配逻辑变化趋势看，行业发展已进入深水期，未来商家运营能力重要性将愈发凸显，率先发力投入建设信息化系统，智能化、数字化水平业内领先并在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒的公司，有望在享受跨境电商大盘景气外，额外实现市场份额和盈利能力的提升。

重点推荐：吉宏股份、华凯易佰，受益标的赛维时代等。

图28：吉宏股份社交电商模式契合海外年轻者线上消费趋势



资料来源：吉宏股份公司官网

图29：基于信息化的运营能力是易佰网络（华凯易佰）核心竞争壁垒



资料来源：易佰网络公司官网

目录

CONTENTS

- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 **医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品**
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

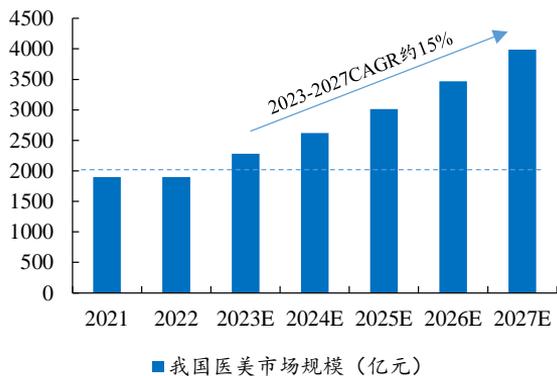
4.1 医美：短期有所分化，长期渗透率+国产化率+合规化多维提升逻辑未变

2024年复盘：高基数下终端医美机构承压，差异化产品厂商仍表现较好。考虑到2023年一季度存在积压需求集中释放导致的高基数，我们预计医美机构2024年一季度同比增长承压。但我们也注意到，部分差异化产品仍较受求美者欢迎，带动部分上游厂商营收较好增长，2024Q1爱美客、锦波生物、华东医药医美业务分别实现营收8.1亿元（+28%）/2.3亿元（+76%）/2.6亿元（+23%）。

长期依然看好医美行业渗透率及国内厂商份额提升。我国医美渗透率较美、日、韩、巴西等国家仍有差距、尚有提升空间，艾尔建美学&德勤预计2023-2027年我国医美市场有望维持15%的复合增长。此外，近年来热度较高的再生、胶原类产品多为国产品牌，未来我们看好国内厂商通过差异化产品进一步抢夺市场份额。

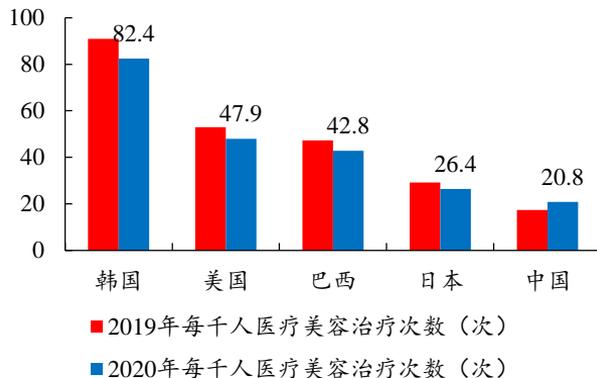
合规化进程持续推进，医美直播被叫停助力行业健康成长。2月23日焦点访谈《医美直播，带货还是“带祸”》曝光医美直播乱象并呼吁加大监管力度，后续多个平台医美直播被强制叫停。我们认为，医美直播除违反《医疗广告法》以外，其无序价格战既伤害产品厂商（导致破价、以次充好会损害品牌形象），也淡化了终端机构医疗服务价值，医美直播被叫停有利于行业健康成长。

图30：2023-2027年我国医美行业有望维持15% CAGR



数据来源：艾尔建美学&德勤、开源证券研究所

图31：我国医美渗透率较美日韩等国家仍有差距



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图32：焦点访谈曝光医美直播乱象



资料来源：央视网

4.2 趋势：自然美需求驱动厂商探索新材料，机构布局定制化产品提升盈利能力

产品端：新材料助力求美者追求自然美，厂商纷纷发力“医美+护肤”协同。（1）近年来热度较高的再生类、重组胶原等材料，均可实现更自然的修饰效果，预计求美者对“妈生感”的追求将驱动厂商进一步探索自然、安全的新材料；（2）爱美客发布三大护肤品牌、艾尔建旗下护肤品牌SkinMedica进军中国，布局护肤品或强化医美产品龙头C端曝光，从而实现“医美+护肤”协同并进。

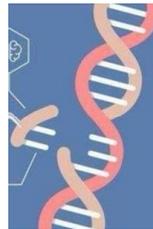
机构端：机构定制化产品蔚然成风，龙头外延收购扩张有望强者恒强。（1）朗姿股份等头部机构集团正持续深化定制产品布局，主要系一方面规模化采购可降低成本，另一方面非标品可规避低价竞争进而实现医美技术真正价值；（2）2月朗姿股份公告拟收购郑州集美医美医院、3月美丽田园医疗健康公告拟收购奈瑞儿70%股权，有望助力市占率提升，期待量变诱发品牌效应、盈利能力质变。

图33：医美产品龙头纷纷发力“医美+护肤”协同



资料来源：爱美客IMEIK公众号、丝缇珂SkinMedica公众号

图34：朗姿股份持续深化定制产品布局



资料来源：Wind、美业观察公众号、重庆米兰柏羽医院公众号、中国科学技术协会、开源证券研究所

图35：行业龙头外延收购扩张有望提升市占率实现强者恒强



资料来源：朗姿股份等公司公告、开源证券研究所

4.3 重组胶原蛋白：空间广阔未来可期，2024年将迎来新入局者

“薇旖美”快速放量，重组胶原蛋白填充剂未来可期。2023年锦波生物“薇旖美”销量达57.6万瓶（同比+252%）快速放量。根据Frost&Sullivan数据，2027年我国胶原蛋白填充剂市场规模有望突破1700亿元，其中重组产品规模破千亿元，空间广阔未来可期。

在局者发力、新入者增加，多方参与有望推动渗透率加速提升。锦波生物2024年启动“薇旖美元计划”发力线下宣传、强化市场教育。赛道高景气亦推动后来者入局，2024年3月修丽可官宣“铂研胶原针”（战略合作锦波生物）进军重组胶原，此外巨子生物两款填充剂新品亦有望在2024年获批。

未来重组胶原性能升级有望驱动市场扩容。长效动物胶原植入剂“肤漾美”（效果可维持一年）3月在中国台湾获批，动物胶原产品已逐步从非交联弱支撑迈向交联长效支撑，而重组胶原产品目前尚存在填充弱、代谢快等局限。但我们也能看到，南京东万、巨子生物等企业正持续探索全长三螺旋、交联等能够提升重组胶原产品性能的技术，未来产品性能提升有望驱动市场进一步扩容。

图36：薇旖美启动“元计划”发力线下宣传



资料来源：薇旖美公众号、美业观察公众号

图37：修丽可战略合作锦波生物推出“铂研胶原针”



资料来源：修丽可SkinCeuticals公众号

图38：多企业探索全长三螺旋、交联等技术推动行业进步

序号	所有者名称	主文档标识名称	主文档编号	登记/受理日期
393	南京东万生物技术有限公司	重组型人胶原蛋白原料主文檔-DW-001	M2024063-000	2024-03-15

产品	适应症	预计研发期间	预计通过的医疗器械注册证	预计受理时间
交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌层焕活产品（主要针对中度至重度法令纹）	超过36个月（包括临床试验）	第三类	2025年上半年

资料来源：江苏吴中公众号、巨子生物招股书、开源证券研究所

4.4 再生类：景气度不减，新老势力有望携手做大市场规模

再生类产品景气不减。根据各相关企业年报，2023年爱美客濡白天使延续良好增长势头、华东医药子公司欣可丽美学（主要“伊妍仕”贡献）则实现营收10.5亿元（同增67.8%）。虽已步入获批后的第二个完整年，再生类产品整体仍呈现较好景气度。

艾塑菲获批、羟基磷灰石风起，新老再生势力携手做大市场规模。艾塑菲（江苏吴中代理，核心成分PDLLA微球）于2024年1月获批，成为国内第四款合规再生类产品；虽然国内暂无医美相关适应症的羟基磷灰石产品，但海魅云境（骨缺损填充适应症）、美神针 HarmonyCa（国内未获批）近年来热度均较高。我们认为，丰富的可选产品或为求美者带来更多可能，有望推动市场规模增长。

形态灵活、功效独特，看好再生类赛道后续发展。再生产品普遍为“微球+载体”形式，根据载体（生理盐水、玻尿酸/CMC凝胶）不同而形态不同，现用现配型产品还可调节浓度实现量体裁衣（如艾塑菲又被称为“百变童颜”）；另外，再生产品通过刺激自体胶原分泌，在补充容积塑形的同时还能实现紧致、嫩肤等效果；综合看我们认为，再生产品渗透率仍有提升空间。

图39：江苏吴中代理“艾塑菲”已获批 图40：羟基磷灰石产品近来热度较高



表1：不同再生类产品之间区别主要源于微球、载体的差异

公司	产品	微球成分	载体成分	类型	国内适应症
爱美客	濡白天使	聚左旋乳酸	玻尿酸	预灌装	适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹。
	如生天使	聚左旋乳酸	玻尿酸	预灌装	
华东医药	伊妍仕	聚己内酯	CMC凝胶	预灌装	皮下层植入，以纠正中到重度鼻唇沟皱纹
圣博玛	艾维岚	聚左旋乳酸	常用生理盐水	现用现配	注射到真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
江苏吴中	艾塑菲	聚双旋乳酸	常用生理盐水	现用现配	注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹
吴海生科	海魅云境	羟基磷灰石	常用玻尿酸	现用现配	适用于非承重性骨缺损
艾尔建	HarmonyCa	羟基磷灰石	玻尿酸	预灌装	国内尚未获批

资料来源：AestheFill艾塑菲公众号 资料来源：海魅云境公众号、Medactive公众号

资料来源：药监局官网、开源证券研究所

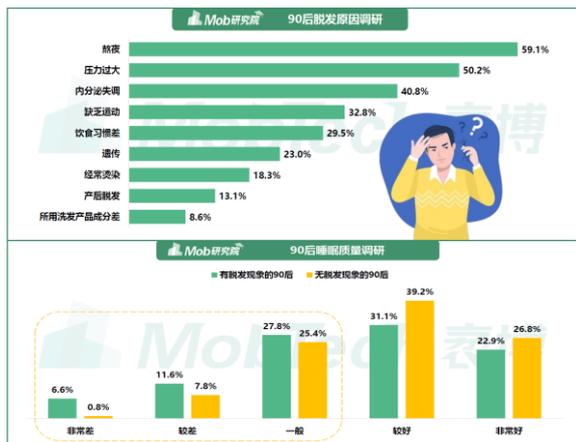
4.5 毛发类：脱发治疗与护理市场可期，创新产品竞争格局良好

脱发治疗空间广阔。我国脱发患者基数较大（2021年约2.5亿人），因其逆经济周期属性（熬夜工作、压力、饮食紊乱等诱发脱发）脱发患者将持续增加。随着大众对脱发重视程度及未来供需匹配度提升，市场有望持续增长，2030年脱发治疗产品规模或达2035亿元。

国内获批雄脱治疗药物成分较少，且传统产品存在较多痛点。雄激素性脱发（简称“雄脱”）是常见脱发类型之一，国内获批治疗药物核心成分仅米诺地尔、非那雄胺和环丙孕酮三类，其中（1）米诺地尔产品多含有丙二醇溶剂，存在易致敏、油腻等问题；（2）口服非那雄胺片则存在导致性功能障碍、抑郁症等副作用；（3）环丙孕酮仅适用于女性且孕期不能使用。

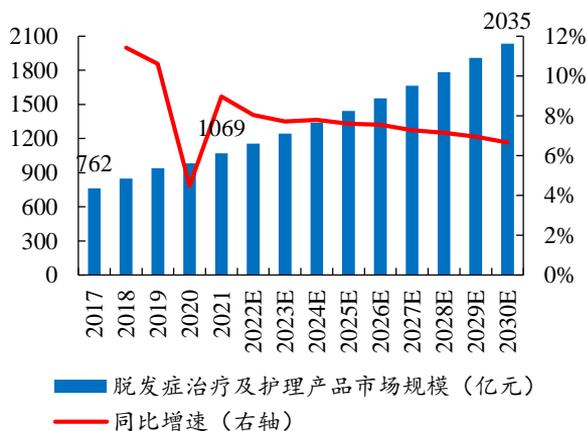
差异化竞争优势突出，看好创新型产品后续成长。创新产品通过改变配方、剂型等优化治疗体验：（1）米诺地尔方面，科笛旗下法国小白管、青丝几何米诺地尔主打低浓度/不含丙二醇，三生制药则推出不含丙二醇的米诺地尔泡沫剂；（2）非那雄胺方面，科笛布局外用非那雄胺喷雾剂（有望于2025年获批上市）规避了口服导致的较强副作用。综合看，创新产品有望凭借差异化优势实现较好增长。

图41：脱发受熬夜、压力、饮食习惯等因素的影响



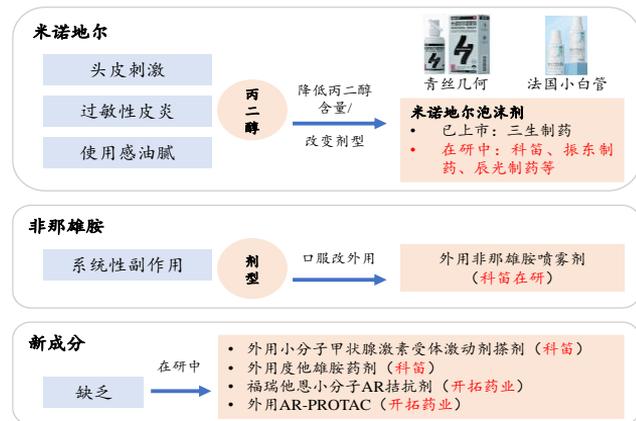
资料来源：MobTech官微公众号

图42：脱发治疗及护理产品市场空间广阔



资料来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图43：毛发类创新产品竞争格局良好



资料来源：CDE、科笛招股书、科笛海外旗舰店、开源证券研究所

4.6 投资观点：差异化产品构筑上游厂商竞争力，期待下游机构盈利能力回升

看好差异化医美产品厂商及医美机构龙头。短期看差异化上游厂商抢占市场能力更强，长期渗透率+国产化率+合规化程度多维提升逻辑未变，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化医美产品厂商，以及市占率&盈利能力有望同步提升的机构端龙头。

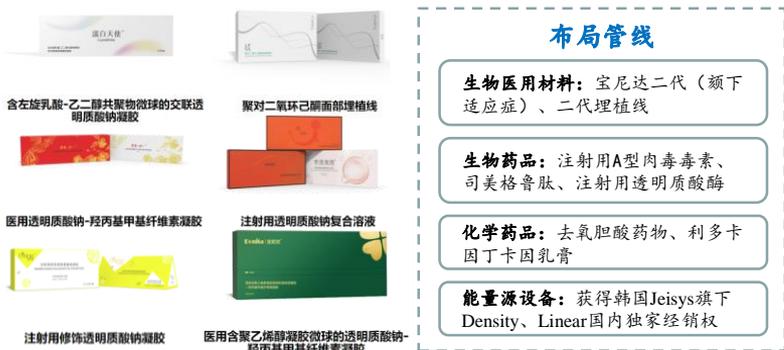
重点推荐爱美客、科笛-B、朗姿股份，受益标的包括锦波生物（重组胶原）、江苏吴中（再生类）等。

爱美客：国产医美产品龙头，差异化明星单品有望延续较好表现，看好后续细分适应症新品、肉毒素、能量源等管线落地。公司在打造差异化产品方面颇具心得，伴随产品矩阵逐渐丰富、品牌心智持续增强，有望走向平台化实现长期增长。

科笛-B：泛皮肤病新星，管线囊括毛发（最完善）、皮肤、溶脂及表麻等，差异化产品构筑竞争优势。公司研发内功深厚，以商业化为核心并依托领先PI资源赋能终端销售。短期看，现有毛发、护肤产品有望放量，中长期看储备管线落地将持续贡献新增量。

朗姿股份：区域医美机构龙头，“内生+外延”驱动下医美业务持续扩张。我们认为公司女装&婴童业务稳健，且全国化医美连锁雏形已现（现已布局10+城市），未来议价权有望随规模同步提升，此外定制化产品亦有助于推动盈利能力增强。

图44：爱美客已逐步构建差异化产品矩阵



资料来源：爱美客官网、爱美客公司公告、开源证券研究所

图45：储备管线落地将持续为科笛贡献新增量



资料来源：科笛集团公众号

目录

CONTENTS

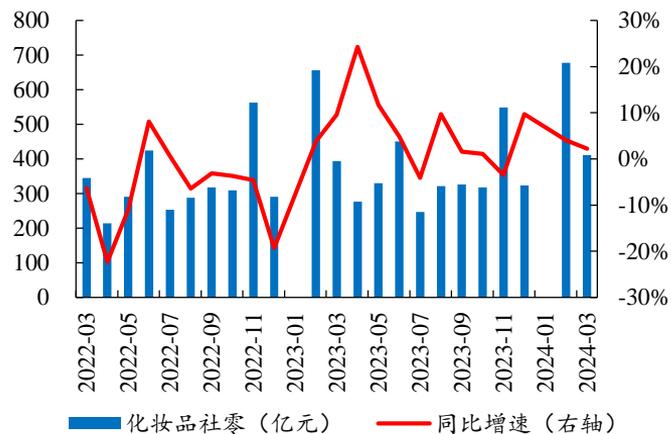
- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类等产品
- 5 **化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起**
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

5.1 化妆品：短期行业温和复苏，长期坚定看好国货崛起

2024Q1化妆品大盘温和复苏、优质国货品牌表现强势，关注结构性机会。2024Q1我国化妆品社零累计同比增速为+3.4%，延续温和复苏趋势；但优质国货品牌表现强势，一季度珀莱雅归母净利润达3.03亿元（同比+45.6%）。我们预计2024年行业整体增速稳健，渠道、成分、品类、市场等方面的结构性机会值得关注，运营能力较强、能把握住细分机会的优质品牌有望获得较好增长。

中长期看，行业有望维持稳健增长，坚定看好国货崛起。我国人均化妆品消费空间广阔，Mordor Intelligence数据显示我国化妆品行业2024-2029年将维持9.71%的复合增速，长期看行业规模依旧稳健增长。2024年38节大促中，珀莱雅、韩束等国货美妆大牌表现亮眼，分别在天猫和抖音渠道排名第一，多个美妆国货品牌上榜TOP10。在市场多变的环境中，本土化妆品品牌应对国内营销热点与消费趋势变化的能力更强，长期坚定看好具备强 α 能力的国货美妆公司。

图46：2024Q1化妆品社零同比+3.4%，缓慢温和复苏



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

表2：2024年38节大促头部国货美妆品牌表现强势

天猫			抖音			
排名	品牌名	GMV (亿元)	排名	品牌名	GMV (亿元)	GMV同比
1	珀莱雅	4.95	1	韩束	3.10	391%
2	欧莱雅	2.94	2	雅诗兰黛	1.93	82%
3	兰蔻	2.08	3	珀莱雅	1.89	52%
4	Olay	1.76	4	欧莱雅	1.26	72%
5	雅诗兰黛	1.51	5	兰蔻	1.25	80%
6	修丽可	1.43	6	海蓝之谜	1.15	189%
7	娇韵诗	1.31	7	后	1.07	164%
8	薇诺娜	1.16	8	自然堂	0.85	108%
9	海蓝之谜	1.06	9	赫莲娜	0.77	43%
10	资生堂	0.93	10	谷雨	0.76	83%

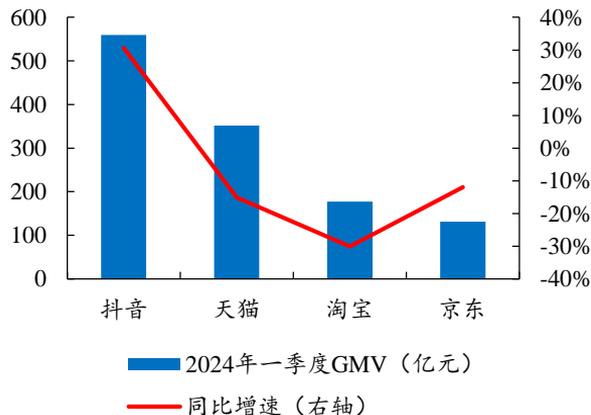
资料来源：青眼情报公众号、开源证券研究所（注：橙色底色为国货美妆品牌）

5.2 渠道：抖音美妆大盘规模已超淘系，2024年抖音将是品牌方重点渠道

一季度抖音美妆大盘规模已超淘系。根据FBeauty未来迹转引数据，2024年一季度淘系美妆GMV约529亿元、抖音美妆GMV达560亿元（同比+30.6%），美妆个护大盘抖音渠道体量已超淘系，抖音渠道重要性进一步凸显。

韩束重仓抖音实现弯道超车，抖音将是美妆品牌方2024年重点增量来源。2023年韩束重仓抖音，结合过往经验打造性价比战略产品“红蛮腰”套盒，并探索出“短剧种草+自播承接”的创新模式，青眼数据显示韩束抖音渠道全年GMV达33.4亿元（+374%）在抖音美妆排名第一；而2024年一季度韩束抖音GMV超20亿元，维持较好增长势头。我们认为，抖音渠道红利尚存，结合内容电商品效合一的独特性，运营能力较强的品牌方有望借力实现进一步增长，在2024年抖音仍将是各大美妆品牌寻求成长性的关键渠道。

图47：抖音美妆大盘增速较快，结构性红利尚存



数据来源：Fbeauty未来迹、魔镜市场情报、开源证券研究所

图48：韩束在抖音渠道快速放量

沿袭“性价比套盒”基因



创新模式打造流量

短剧种草

短剧 · 以成长来装束
姜十七 >
6.5亿 播放
16集全

自播承接



本想报复劈腿前任的姜十七误打误撞，撞坏了富二代厉冬的名牌表，两人一番纠葛之后，十七成功溜掉。她本以为... 展开

资料来源：抖音APP、韩束KANS公众号、开源证券研究所

5.3 产品：关注防晒品类、重组胶原蛋白成分增长机会

品类：需求旺盛叠加格局优化，国货防晒品牌迎来新机遇。一方面随着夏季来临，防晒化妆品需求即将迎来高峰；另一方面过往安耐晒等日系防晒在我国市场占据较大份额，但受核污水舆论对日系品牌的负面影响，优质国货品牌有望抢占市场份额。此外，精细化育儿需求亦推升儿童防晒热度，当前儿童防晒细分市场仍是蓝海，先发布局企业有望享受红利实现渗透率的快速提升。

成分：重组胶原蛋白成分热度高涨，多品牌入局赛道景气有望延续。重组胶原蛋白成分热度高涨，代表品牌“可复美”2023年体量已近30亿元，其大单品胶原棒2023年618与双11大促GMV同比分别增长超700%、200%。近来欧莱雅（小蜜罐2.0）、珀莱雅（源力面霜2.0）等知名品牌陆续入局重组胶原蛋白成分，进一步强化消费者教育，重组胶原蛋白成分热度有望延续。

图49：各大美妆品牌防晒新品频出



图50：可复美胶原棒在大促节日均表现优异



图51：多个美妆大牌入局重组胶原蛋白赛道



资料来源：各品牌公众号、各品牌视频号、开源证券研究所

资料来源：可复美公众号、开源证券研究所

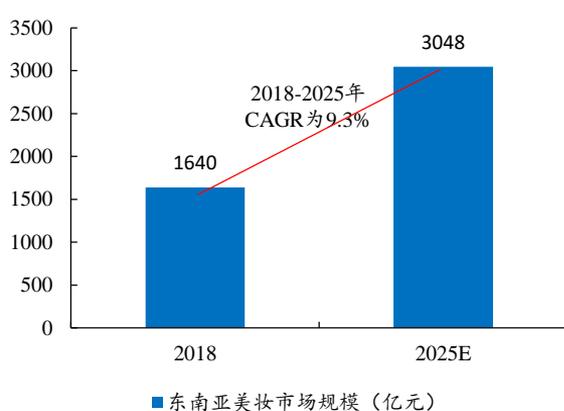
资料来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

5.4 出海：美妆出海前景广阔，关注东南亚等市场

出海是头部美妆国货的必经之路，东南亚市场前景广阔。我国化妆品市场出口增长稳健，2023年美容化妆品及洗护用品出口额为466亿元，同比增长19.7%（国内市场增速为5.2%），出口增速较快。国货美妆出海目的地聚焦于东南亚、日韩等市场，根据《2022泛亚美妆出海行业报告》，2025年东南亚美妆市场规模预计将达到3048亿元（2018-2025年CAGR为9.3%）。长期看，东南亚美妆市场体量大且人口红利与电商红利尚存，为国货美妆品牌提供了更丰富的市场选择。

上市公司美妆品牌纷纷布局出海，有望为集团贡献可观增量。2023年以来国货品牌出海布局加速，头部品牌如珀莱雅、薇诺娜等通过跨境电商平台积极出海进军东南亚市场。相较欧美大牌，国货美妆品牌更具性价比，结合东南亚本土特点走平价路线，更易适配当地消费者需求。我们看好国货品牌凭借强大供应链与性价比优势实现品牌出海，未来有望为集团贡献收入增量。

图52：2023年化妆品及洗护用品出口额同比增长19.7% 图53：2025年东南亚美妆市场规模将达到3048亿元 表3：国内美妆上市公司开始在多个海外市场布局



公司	品牌	出海时间	出海地区
逸仙电商	完美日记	2020	东南亚
珀莱雅	珀莱雅	2022	东南亚
贝泰妮	薇诺娜	2023	多地区
华熙生物	润百颜	-	多地区
珀莱雅	彩棠	2023	日本
上美股份	一叶子	-	日本

数据来源：Wind、海关总署、开源证券研究所

数据来源：Mintel、开源证券研究所

资料来源：广州日报公众号、21经济网、新浪财经、华熙生物公众号、开源证券研究所

5.5 投资观点：温和复苏背景下关注结构性机会，强 α 国货龙头有望崛起

化妆品行业温和复苏背景下，关注细分结构性机会，综合实力强劲的国货品牌有望崛起。行业整体温和弱复苏、市场变化加剧，对国货品牌而言机会与挑战并存，需重视渠道、成分、品类等结构性红利。我们认为，美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，把握细分结构性机会且具备强产品力、运营力、营销力、品牌力的公司，有望在变化中抢占更多市场。

重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物、福瑞达、水羊股份、贝泰妮、华熙生物；**受益标的**的上美股份、丸美股份等。

润本股份：“驱蚊+婴童护理”细分龙头，性价比产品符合消费趋势，扁平管理+自有工厂助力公司快速捕捉市场动态并灵活反应；短期看夏季来临，驱蚊产品、儿童防晒均有望放量；长期看，公司“大品牌、小品类”经营思路明确，有望实现长期成长。

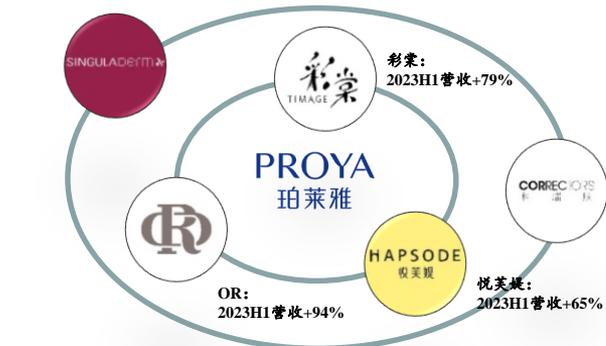
珀莱雅：国货化妆品龙头，一季度经营表现亮眼，主品牌势能持续提升、第二梯队品牌亦稳扎稳打贡献增量；短期看业绩确定性高，长期看公司运营思路清晰、品牌矩阵正逐步成型，未来有望实现可持续成长。

巨子生物：重组胶原蛋白龙头，旗下护肤品牌可复美、可丽金增势良好，2024年医美管线落地有望开辟第二曲线。

图54：夏季来临，润本股份驱蚊、防晒产品均有望放量 图55：珀莱雅品牌矩阵雏形已现，二三梯队品牌续力成长 图56：巨子生物旗下两大品牌均有较好表现



资料来源：润本天猫旗舰店



资料来源：珀莱雅财报、各品牌官网、开源证券研究所



资料来源：巨子生物公众号

目录

CONTENTS

- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 **传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变**
- 7 投资建议
- 8 风险提示

6.1 超市：仍处调整变革之中，关注折扣业态布局和股权、战略等调整

超市行业基本面逐步改善。2024Q1超市板块实现营收346.0亿元（同比-5.3%，下同）、扣非归母净利润9.5亿元（-1.0%）；盈利能力方面，板块整体毛利率为23.6%（-0.4pct）、扣非归母净利率为2.7%（+0.1pct）。

多家大型超市企业发生股权结构、战略方向等重大调整，行业仍处变革之中。（1）**股权**：2023年11月，阿里巴巴宣布暂缓盒马鲜生IPO；2023年12月，红旗连锁原实控人以及永辉超市等对外转让股份，公司实控人变更为四川省国资委。（2）**战略**：2024年3月，胖东来董事长于东来率团队赴长沙主导步步高超市调改行动。（3）**折扣化**：2023年以来，家家悦、永辉超市、盒马等相继开启折扣化变革探索，既迎合消费者理性消费观念，也是运营效率提升的重要尝试。

我们认为，市场环境的急剧变化正深刻影响超市企业的发展路径，当前超市龙头企业已构建成熟完备的供应链体系，从“货”的维度看具备天然优势，但如何将“场”的效率发挥到最大化，并把握好“人”的消费需求，仍是影响未来发展的核心议题。

重点推荐：家家悦、红旗连锁、永辉超市等。

图57：红旗连锁实控人变更为国资后与国企加强合作



资料来源：红旗连锁公司官网

图58：家家悦零食折扣连锁业态加盟扩张稳步推进



资料来源：家家悦快讯公众号

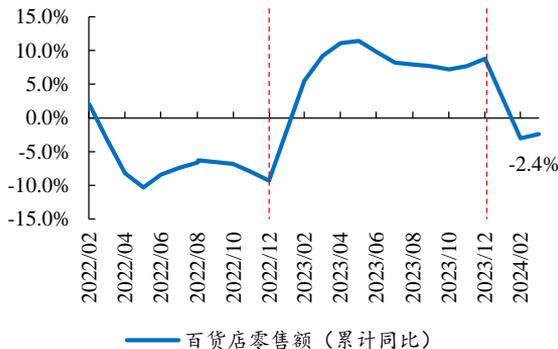
6.2 百货：行业承压龙头积极求变，关注行业变化带来新机会

百货业态尚未恢复至2019年水平。根据中国百货商业协会数据，约7成调研样本百货2023年客流、销售规模未恢复至2019年水平。此外，2024年一季度百货店零售额同比下滑2.4%，传统百货发展依然承压。

百货行业发生诸多变化，密切关注发展机会。（1）**龙头企业积极调整：**百货龙头一方面推进门店调改升级，如天虹股份通过推动门店转型社区生活中心融入居民日常生活；另一方面，亦积极开拓主业以外新方向，如丽尚国潮转型升级聚焦新消费、新零售。

（2）**国改驱动提质增效：**百货公司多为国企，有望通过混改、股权激励、并购重组等方式，提高国有资本使用效率，实现经营质量提升。（3）**REITs机会：**百货商场已被纳入公募REITs试点资产范围，这为优质百货提供了创新融资方式和优化资产结构的机会，利好行业长期健康发展。

图59：百货业态经营依然承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：天虹股份旗下多门店升级社区生活中心店型



资料来源：天虹E视点公众号

图61：证监会将消费基础设施纳入公募REITs试点资产范围



资料来源：证监会官方公众号

6.3 母婴零售：龙头逆势扩张积极求变，持续关注行业恢复进程

行业出清、龙头逆势扩张，关注行业恢复进程。过去几年出生率承压且线下场景受限，行业有所出清，根据《2023中国孕婴童零售调研报告》，2023年底国内母婴店已下降至约17-18万家（2019年有约25万家）。龙头企业抓住良机逆势扩张，爱婴室、孩子王分别收购贝贝熊、乐友国际，实现市占率进一步提升。

连锁龙头积极求变，深化母婴业态布局。（1）**差异化门店策略：**爱婴室通过缩减门店面积优化运营成本、提高运营效率；孩子王则发挥大店优势打造“儿童生活馆”，差异化定位中大童，满足其运动、娱乐、学习等进阶成长需求。（2）**自有品牌：**连锁龙头发挥渠道信息优势，推动定制化自有品牌，如贝特倍护（孩子王）、合兰仕（爱婴室）等，其中2023年爱婴室自有品牌销售收入占自有渠道销售收入比例已达13%。（3）**加盟：**孩子王于2024年开放加盟，借力加盟商资源有望进一步抢占市场、强化品牌。

图62：孩子王打造“儿童生活馆”满足中大童进阶成长需求



资料来源：孩子王微报公众号

图63：孩子王、爱婴室等纷纷发力自有品牌



资料来源：爱婴室天猫旗舰店、贝特倍护天猫旗舰店

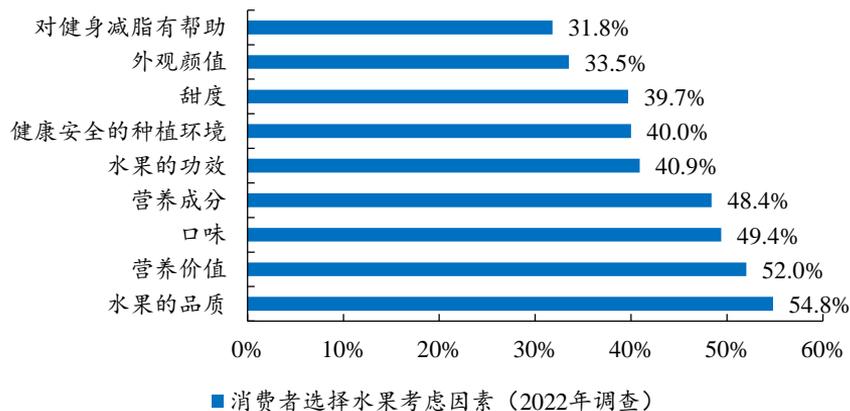


6.4 水果零售：渠道多样化、产品高品质化，关注头部连锁品牌

水果消费受重视程度提高，渠道多样化与产品高品质化是趋势。居民对健康生活方式的重视程度持续提高，消费者的人均水果消费量在提升，购买时也会综合考虑产品的品质、营养价值以及口味。我国水果行业进入转型升级期，渠道多样化与产品高品质化是重要趋势，果业公司打造水果品牌，做深做精品类，有望提高产品附加值，促进行业成长。

头部水果零售商百果园开启十年战略。百果园作为我国最大水果零售商，已实现从水果种植到终端零售全产业链布局；2024年，公司正式推出黄金十年战略，旨在持续强化供应链能力、渠道规模和品牌形象等核心竞争优势，未来加盟连锁门店作为经营压舱石贡献稳定增长，ToB业务则有望打开新的增长空间。

图64：消费者购买水果时重点考虑品质、营养价值等



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图65：2024年1月5日，百果园集团举办战略升级发布会



资料来源：快消品网公众号

目录

CONTENTS

- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 **投资建议**
- 8 风险提示

投资建议：沿“黄金珠宝、化妆品、医美、跨境电商”四主线布局。

展望2024年零售行业投资，消费复苏仍是核心主旋律。投资策略层面，优选具备景气度支撑的优质细分赛道，并重点关注竞争优势、品牌势能有边际提升的龙头公司，具体包括“黄金珠宝”、“国货美妆”、“医美”和“跨境电商”四条投资主线。

投资主线1：关注受益金价上涨、具备“稳增长+高股息”属性的黄金珠宝龙头品牌。

金价上行支撑行业长期景气，品牌方亦多方面受益。头部集中是行业主旋律，龙头公司基于“单店销售+门店数”双轮驱动，有望延续良好增长，同时依托轻资产加盟模式优势，未来“高股息”属性有望更加凸显。短期关注各品牌终端动销情况，长期看，产品研发能力和信息化能力也是需要关注的重要竞争要素。重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥和中国黄金等，受益标的莱百股份等。

投资主线2：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。

化妆品行业温和复苏、市场变化加剧，机会与挑战并存，需重视渠道、成分、品类等结构性红利。美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，把握细分结构性机会且具备强产品力、运营力、营销力、品牌力的公司，有望在变化中抢占市场。重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物、福瑞达、水羊股份、贝泰妮、华熙生物；受益标的上美股份、丸美股份等。

投资主线3：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。

具备差异化的医美上游厂商抢占市场能力更强，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类厂商，以及市占率&盈利能力有望同步提升的机构端龙头。重点推荐爱美客、科笛-B、朗姿股份，受益标的包括锦波生物等。

投资主线4：关注顺应海外消费趋势、具备强运营能力的跨境电商头部卖家。

海外消费降级和线上化趋势利好高性价比优质国货出海，亚马逊、Temu、TikTok Shop等电商平台百舸争流，也带来渠道增量。2024Q1跨境电商板块延续高景气，未来具备强运营能力的头部卖家，有望取得更优表现。重点推荐华凯易佰、吉宏股份等。

表4：投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

证券代码	股票简称	评级	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002345.SZ	潮宏基	买入	53	5.97	0.49	0.58	0.68	12	10	9
002867.SZ	周大生	买入	174	15.85	1.37	1.58	1.81	12	10	9
600612.SH	老凤祥	买入	302	77.03	4.87	5.59	6.38	16	14	12
600916.SH	中国黄金	买入	189	11.27	0.71	0.83	0.95	16	14	12
603605.SH	珀莱雅	买入	451	113.60	3.82	4.76	5.75	30	24	20
603193.SH	润本股份	买入	79	19.46	0.72	0.89	1.09	27	22	18
300740.SZ	水羊股份	买入	75	19.24	1.03	1.24	1.46	19	16	13
300957.SZ	贝泰妮	买入	256	60.47	2.36	2.99	3.71	26	20	16
600223.SH	福瑞达	买入	91	8.91	0.37	0.47	0.58	24	19	15
300896.SZ	爱美客	买入	653	215.92	11.29	14.51	18.26	19	15	12
002612.SZ	朗姿股份	买入	77	17.38	0.71	0.88	1.05	24	20	17
300592.SZ	华凯易佰	买入	54	18.51	1.54	1.91	2.35	12	10	8
002803.SZ	吉宏股份	买入	57	14.72	1.08	1.30	1.49	14	11	10
002697.SZ	红旗连锁	买入	74	5.41	0.42	0.44	0.46	13	12	12
603708.SH	家家悦	买入	68	10.62	0.34	0.40	0.47	31	27	23

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2024/5/8）

目录

CONTENTS

- 1 综述：社会消费稳健复苏，零售企业经营业绩回暖
- 2 黄金珠宝：金价上行支撑长期景气，关注“稳增长+高股息”属性
- 3 跨境电商：海外需求利好国货出海，龙头构筑运营能力壁垒
- 4 医美：差异化产品持续抢占份额，关注重组胶原、再生类产品
- 5 化妆品：把握细分结构性机会，强 α 国货品牌有望崛起
- 6 传统零售：超市百货调整升级，专业连锁龙头积极求变
- 7 投资建议
- 8 风险提示

- (1) **消费复苏不及预期**：社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) **竞争加剧**：若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (3) **政策风险**：海外政策风险、国内监管趋严，可能影响企业部分经营活动等。

分析师声明

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

特别声明

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

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

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

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

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券