

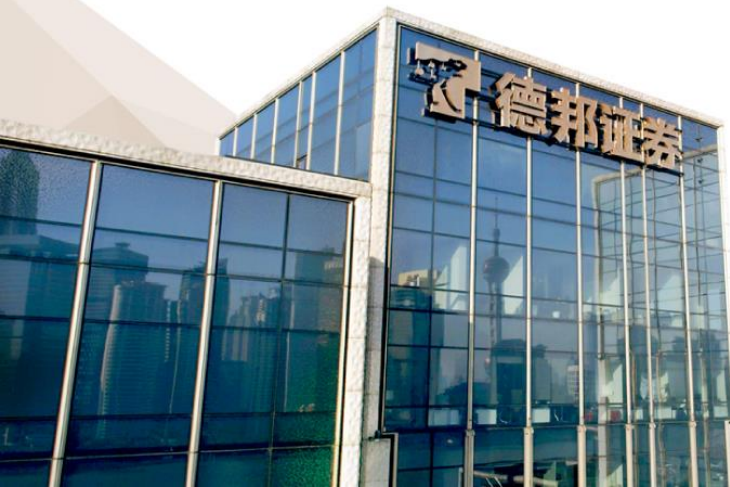


德邦证券
Topsperity Securities

2024年5月10日
证券研究报告|行业深度报告

渐进复苏，把握趋势拐点

——美妆&零售板块财报总结及5月策略



证券分析师

姓名：易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn



核心观点

- **医美板块：渐进复苏、把握新品周期。**23年关键词在于“价格竞争”，消费者购买力及信心减弱，机构主动降价拓新客，随着焦点访谈叫停直播医美、厂家强化抖音平台价格管控，单纯低价竞争模式不可持续，未来将转变为综合能力的比拼，价格竞争也带来23Q2达年度高值后季度环比走弱，疫后复苏节奏前高后低。展望2024年，整体趋于稳健增长，上游产品展现结构性变化，玻尿酸基本盘稳定，再生/胶原仍旧蓝海，把握产品放量周期；长期来看，从生活美容向医美导流、亦或光电设备的普及教育，我国医美渗透率相比于海外仍有较大提升空间。**长期建议配置多管线的爱美客/华东医药/锦波生物，短期可关注江苏吴中童颜针放量情况及时代天使出海情况。**
- **化妆品板块：24Q1拐点已现，关注结构性机会。**在购买力下降+库存高企+品牌价格竞争扰动下，2023年/24Q1化妆品零售额分别同增5.1%/3.4%，低于社零表现，行业弱复苏。国货品牌优于国际品牌表现，电商红利逐渐消退，更需品牌提升精细化运营能力，同时丰富品牌矩阵品牌持续兑现高增，美妆集团逐步从单一品牌走向多元化，塑造立体品牌矩阵，未来重点把握组织架构优秀、底层能力完善公司的投资机会，**推荐把握新产品/新成分/新渠道的公司珀莱雅/巨子生物/上美股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点持续兑现。**
- **黄金珠宝板块：消费需求延续，24Q1业绩分化。**2023年黄金消费市场表现亮眼，需求稳步增长，金价快速上行，24Q1业绩走向分化，收入优于利润表现，行业需求稳步增长，从保值需求向悦己需求转变，龙头业绩、市占率有望持续增长，货币政策和地缘政治推动金价持续上涨，推动黄金饰品、投资类产品景气上行，看好龙头品牌加盟商同店恢复与展店进度表现，**建议关注渠道持续扩张的周大生/老凤祥。**
- **跨境电商：景气度高位，持续兑现。**年报及一季报表现持续验证跨境电商板块景气度，受益于海外市场消费需求韧性，以及渠道去库存周期见顶，逐步迈入补库环节，出海企业有望收获更高业绩弹性，**建议重点关注华凯易佰/赛维时代/致欧科技等龙头标的；同时关注名创优品/泡泡玛特海外门店扩张情况。**
- **风险提示：**客流回暖低预期、经销商管理风险、行业竞争加剧、终端需求疲软。

目录 CONTENTS

- 01 消费渐进复苏、好于预期
- 02 医美板块：渐进复苏、把握新品周期
- 03 化妆品板块：24Q1拐点已现，关注结构性机会
- 04 黄金珠宝板块：消费需求延续，24Q1业绩分化
- 05 跨境电商：景气度高位，持续兑现
- 06 投资建议
- 07 风险提示

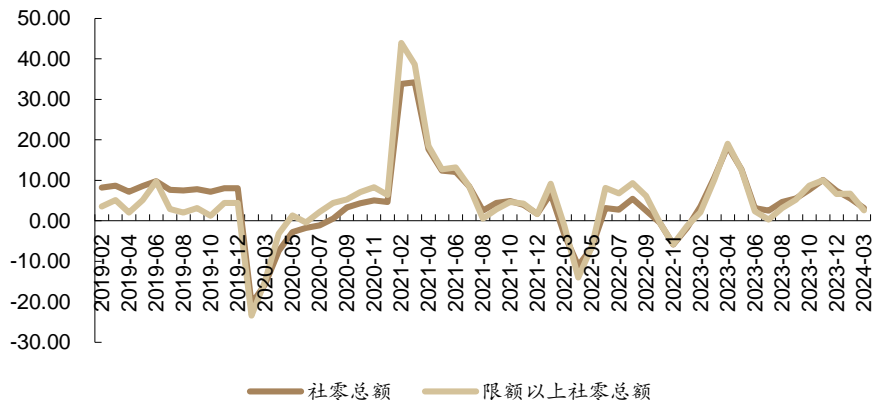
01

消费渐进复苏、好于预期

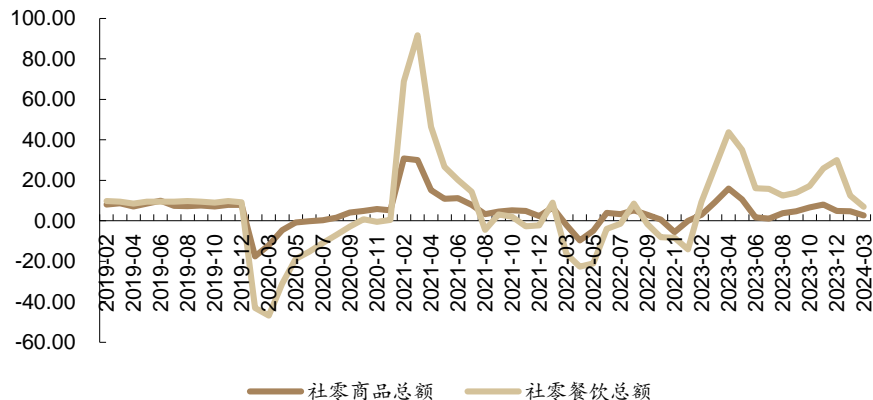
1.1.需求略有波动，服务>商品、必选>可选

- **24年社零持续增长，限额优于整体。**24Q1社零同增4.7%、其中限额以上同增5.2%，3月增速+3.1%略逊色于1-2月+5.5%、低于wind一致预期的4.8%，预估为节后需求回落叠加高基数影响，但社零总额3月的2年CAGR为6.76%、优于1-2月的4.52%，消费仍处于改善过程中，龙头企业表现更优。
- **服务消费持续好于商品零售。**服务业修复的积极信号不断兑现，Q1餐饮收入、商品零售两年复合增速分别为12.3%、4.4%，其中餐饮3月CAGR为16.2%、较1-2月10.8%持续提速，在高基数拖累3月社零增长背景下、服务消费修复持续推进。且通过旅游出行数据验证，清明节出游人次/收入较19年同增11.5%/12.7%，五一节分别为28.2%/13.5%，假期出行链高景气度。

图：中国社零总额及限额以上同比（%）



图：商品/餐饮月度同比（%）



资料来源：Wind、国家统计局、德邦研究所

1.1.需求略有波动，服务>商品、必选>可选

- **必选消费：食饮消费持续稳增，日用消费环比提速。** 24Q1粮油、食品类/饮料类/烟酒类限额以上零售额分别同增9.6%/6.5%/12.5%，24M3饮料及烟酒类或因春节后访友和聚餐减少环比降速，整体食饮消费环比23年仍旧走强。日用消费品环比提速，纺服类/日用品类24Q1同增2.5%/0.7%。
- **可选消费：地产链相关略微恢复，化妆品、金银珠宝降速。** 建材/家具/家电和音像24Q1限额以上零售额同增2.4%/3.0%/5.8%，环比23年增速有不同程度改善，政策刺激或逐步显现，后周期商品零售额增速回升。化妆品3月环比略有走弱，24Q1同增3.4%；金银珠宝3月走弱或受到春节及金价快速上涨影响，24Q1同增4.5%；汽车类消费24Q1+3.8%，3月同比-3.7%，高基数影响，同时行业竞争加剧、价格战持续。

表：分行业看社零增速表现（%）

行业	细分行业	2023												2024		
		1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计	1-2月	3月	总计
	社零总额当月同比（%）	3.50	10.60	18.40	12.70	3.10	2.50	4.60	5.50	7.60	10.10	7.40	7.20	5.50	3.10	4.7
	限额以上当月同比（%）	2.10	10.10	19.00	12.50	2.30	0.30	3.10	5.20	8.70	10.00	6.60	6.50	6.70	2.60	5.2
基础食饮消费	粮油、食品类	9.0	4.4	1.0	-0.7	5.4	5.5	4.5	8.3	4.4	4.4	5.8	5.2	9.0	11.0	9.6
	饮料类	5.2	-5.1	-3.4	-0.7	3.6	3.1	0.8	8.0	6.2	6.3	7.7	3.2	6.9	5.8	6.5
	烟酒类	6.1	9.0	14.9	8.6	9.6	7.2	4.3	23.1	15.4	16.2	8.3	10.6	13.7	9.4	12.5
基础日用消费	服装鞋帽针纺织品类	5.4	17.7	32.4	17.6	6.9	2.3	4.5	9.9	7.5	22.0	26.0	12.9	1.9	3.8	2.5
	日用品类	3.9	7.7	10.1	9.4	-2.2	-1.0	1.5	0.7	4.4	3.5	-5.9	2.7	-0.7	3.5	0.7
可选消费	化妆品类	3.8	9.6	24.3	11.7	4.8	-4.1	9.7	1.6	1.1	-3.5	9.7	5.1	4.0	2.2	3.4
	金银珠宝类	5.9	37.4	44.7	24.4	7.8	-10.0	7.2	7.7	10.4	10.7	29.4	13.3	5.0	3.2	4.5
地产链	建筑及装潢材料类	-0.9	-4.7	-11.2	-14.6	-6.8	-11.2	-11.4	-8.2	-4.8	-10.4	-7.5	-7.8	2.1	2.8	2.4
	家具类	5.2	3.5	3.4	5.0	1.2	0.1	4.8	0.5	1.7	2.2	2.3	2.8	4.6	0.2	3.0
	家用电器和音像器材类	-1.9	-1.4	4.7	0.1	4.5	-5.5	-2.9	-2.3	9.6	2.7	-0.1	0.5	5.7	5.8	5.8
消费电子	通讯器材类	-8.2	1.8	14.6	27.4	6.6	3.0	8.5	0.4	14.6	16.8	11.0	7.0	16.2	7.2	13.2
医药	中西药品类	19.3	11.7	3.7	7.1	6.6	3.7	3.7	4.5	8.2	7.1	-18.0	5.1	2.0	5.9	3.3
汽车	汽车类	-9.4	11.5	38.0	24.2	-1.1	-1.5	1.1	2.8	11.4	14.7	4.0	5.9	8.7	-3.7	3.8
石油	石油及制品类	10.9	9.2	13.5	4.1	-2.2	-0.6	6.0	8.9	5.4	7.2	8.6	6.6	5.0	3.5	4.5

资料来源：Wind、国家统计局、德邦研究所

1.2.子板块高景气，美容护理>饰品>商贸零售

- **美容护理：24Q1利润拐点明确，医疗美容>化妆品>个护。**美容护理(申万)23年营收-4.9%/归母+4.2%，24Q1营收+3.3%/归母+7.0%，业绩展现拐点。其中医疗美容市场表现更优，核心标的爱美客的再生产品及锦波生物的胶原蛋白等高客单产品放量增长，华熙生物利润拐点明确；化妆品赛道24Q1净利率环比提升至13.2%，国货持续崛起、大促中表现亮眼，持续抢占海外市场份额；个护赛道收入、利润均有承压。
- **商贸零售：24Q1业绩仍有承压。**24Q1收入-1.2%/归母-23.0%，互联网电商均取得超14%增长、表现较佳，一般零售及专业连锁处于恢复阶段。
- **饰品：24Q1延续增长趋势，但净利略有波动。**消费者对黄金需求保持强劲，饰品行业23年及24Q1收入延续增长，但受到金价上涨及产品结构调整等因素，24Q1净利润+0.6%、低于收入+7.7%。

表：申万一级及二级板块2023年&24Q1业绩表现

板块	23年营收yoy	23年归母yoy	23年归母净利率	24Q1营收yoy	24Q1归母yoy	24Q1归母净利率	24Q1净利率环比23年变动	24年预测净利润增速	股息率(近12月)	24年预测净利润对应PE
美容护理	-4.9%	4.2%	11.9%	3.3%	7.0%	13.9%	2.0%	35.1%	0.5%	25.34
个护用品	-1.9%	-22.4%	6.9%	-3.3%	-10.0%	8.3%	1.4%	40.6%	0.5%	24.39
化妆品	-10.5%	16.4%	12.5%	6.6%	3.8%	13.2%	0.7%	31.2%	0.1%	23.76
医疗美容	11.9%	17.4%	28.3%	16.0%	32.6%	36.4%	8.1%	38.9%	0.9%	28.81
商贸零售	2.1%	1.6%	1.0%	-1.2%	-23.0%	2.1%	1.1%	66.6%	1.5%	22.76
互联网电商	13.9%	86.0%	2.1%	14.5%	14.3%	2.0%	-0.1%	78.6%	0.9%	24.94
贸易II	-7.9%	-8.3%	0.8%	-13.6%	-53.7%	0.8%	-0.1%	16.9%	1.6%	17.54
一般零售	7.3%	-6.1%	1.2%	5.5%	-19.4%	3.9%	2.7%	126.6%	1.8%	25.81
专业连锁II	10.7%	-11.4%	0.6%	1.2%	-6.7%	0.6%	0.0%	29.3%	1.8%	0.00
饰品	18.7%	23.2%	3.5%	7.7%	0.6%	3.4%	0.0%	19.2%	2.6%	16.82

资料来源：Wind、德邦研究所；注：剔除st易购、*ST美谷、*ST金一、青松股份的业绩影响；按照2024年4月30日收盘价测算

1.3.龙头预期内高增长、中小公司表现分化

表：重点公司2023年业绩公告情况（亿元，%）

■ **重点个股业绩表现，龙头强者恒强、延续高增长趋势；小而美标的分化较大。**我们统计美妆、零售板块重点公司，采用业绩公告前一天的wind一致预期的净利润为基准，统计显示，共有7个公司业绩超预期、24个公司业绩符合预期、23个不及预期。1) 龙头公司业绩强者恒强，例如珀莱雅、巨子生物、爱美客、华东医药等，业绩延续高增长趋势，且龙头业绩大多超预期或符合预期；2) 部分公司实现较强反弹，例如22年受到疫情影响线下场景承压的医美机构、商超百货等板块，在2023年均实现较高反弹。

所属板块	标的	23年净利润	23年净利润 同比增速	兑现度	所属板块	标的	23年净利润	23年净利润 同比增速	兑现度
医美	爱美客	18.58	47.1%	符合预期	黄金珠宝	周大生	13.16	20.7%	不及预期
	华东医药	28.39	13.6%	符合预期		潮宏基	3.33	67.4%	不及预期
	锦波生物	3.00	174.6%	超预期		老凤祥	22.14	30.2%	不及预期
	昊海生科	4.16	130.6%	不及预期		周大福	53.84	-19.8%	不及预期
	江苏吴中	-0.72	5.7%	不及预期		豫园股份	20.24	-45.0%	不及预期
	复锐医疗科技	0.31	-21.6%	不及预期		中国黄金	9.73	27.2%	符合预期
	美丽田园	2.16	109.2%	不及预期		莱百股份	7.07	53.6%	符合预期
	朗姿股份	2.25	953.4%	不及预期		迪阿股份	0.69	-90.5%	不及预期
	珀莱雅	11.94	46.1%	超预期		力量钻石	3.64	-21.0%	符合预期
	巨子生物	14.52	44.9%	超预期		致欧科技	4.13	65.1%	符合预期
化妆品	贝泰妮	7.57	-28.0%	不及预期	安克创新	16.15	41.2%	符合预期	
	华熙生物	5.93	-39.0%	不及预期	华凯易佰	3.32	53.1%	符合预期	
	上美股份	4.61	213.5%	符合预期	焦点科技	3.79	26.1%	符合预期	
	上海家化	5.00	5.9%	不及预期	吉宏股份	3.45	87.6%	不及预期	
	福瑞达	3.03	567.4%	超预期	赛维时代	3.36	81.6%	不及预期	
	数尔佳	7.49	-11.6%	不及预期	小商品城	26.76	142.3%	符合预期	
	丸美股份	2.59	48.9%	不及预期	苏美达	10.30	12.8%	符合预期	
	润本股份	2.26	41.2%	符合预期	重庆百货	13.15	48.8%	符合预期	
	水羊股份	2.94	135.4%	符合预期	红旗连锁	5.61	15.5%	符合预期	
	科思股份	7.34	89.0%	符合预期	富森美	8.06	3.0%	符合预期	
眼视光	明月镜片	1.58	15.7%	符合预期	商超百货	家家悦	1.36	127.0%	不及预期
	博士眼镜	1.28	68.9%	符合预期	永辉超市	-13.29	51.9%	不及预期	
	泡泡玛特	10.82	127.5%	符合预期	高鑫零售	1.09	114.7%	超预期	
专业连锁	名创优品	17.69	177.2%	超预期	百联股份	3.99	-40.8%	不及预期	
	孩子王	1.05	-13.9%	不及预期	乖宝宠物	4.29	60.7%	符合预期	
体育	百果园集团	3.62	11.9%	符合预期	宠物	佩蒂股份	-0.11	-108.7%	不及预期
	KEEP	11.06	1157.8%	超预期	中宠股份	2.33	120.1%	符合预期	

资料来源：Wind、德邦研究所；注：根据公司业绩公告前一天的wind一致预期的净利润为基准，若净利润中值超过预期的105%设定为超预期，低于预期的95%设定为不及预期

02

医美板块：
渐进复苏、把握新品周期

2.1. 医美总结：修复节奏前高后低、24年稳健增长

- **医美板块总结：23Q2达年度高值后季度环比走弱，疫后复苏节奏前高后低，24年整体趋于稳健增长，预估分品类将加速分化。**
- **（1）下游机构验证整体景气度，23年整体恢复性增长。** 医美机构龙头美丽田园在23年实现恢复性增长，21-23年营收CAGR达9.7%；朗姿医美的米兰柏羽总院单店实现营收5.90亿、2年CAGR达11.6%；同时爱美客嗨体产品因渠道铺设广泛，可侧面验证医美市场仍处于内生增长通道中。
- **（2）上游产品展现结构性变化，玻尿酸基本盘稳定，再生、胶原高热度。** 23Q2在医美机构活动促销+消费者疫后补偿式消费下，爱美客及华东医美单季度收入均达新高值，而随着市场信心走弱，Q2-Q4季度环比略降，24Q1爱美客/华东医美/锦波生物营收增幅为28.2%/25.3%/76.1%（三家公司均值均为31.9%），预计昊海的高端玻尿酸、再生产品（爱美客的天使系列、华东的艾维岚）及锦波薇旻美仍处在放量阶段、带动超市场业绩表现。

表：医美板块核心公司业绩汇总（亿，%）

简称	2023年				23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
	收入	yoy	净利润	yoy	收入					净利润				
爱美客	28.69	48.0%	18.55	46.3%	6.30	8.29	7.11	6.99	8.08	4.13	5.48	4.55	4.39	5.28
华东医药(医美)	24.47	27.8%			5.03	7.21	6.50	5.73	6.30					
锦波生物	7.80	100.0%	2.99	174.3%	1.28	1.88	2.01	2.63	2.26	0.43	0.66	0.83	1.07	1.01
昊海生科(医美)	10.57	41.3%												
华熙生物(医美)	7.47	60.3%												
四环医药(医美)	4.50	200.3%												
复锐医疗科技	3.60	1.4%	0.33	-17.9%										
上游-产品公司		46.1%		54.4%	32.9%	76.1%	33.2%	35.3%	31.9%	54.4%	83.6%	24.5%	73.4%	38.1%
美丽田园医疗健康	21.53	31.1%	2.30	108.2%										
朗姿股份	21.27	27.8%												
完美医疗	13.89	3.0%	3.16	3.4%										
华韩整形	10.95	18.3%	0.97	101.8%										
下游-医美机构		21.2%		38.6%										

资料来源：Wind、德邦研究所；注：复锐采用亿美元，其余均采用亿人民币；复锐医疗科技为德邦证券关联方，此处仅列举财务数据，不存在对个股投资倾向性建议

2.2.产品端：再生/胶原仍旧蓝海、处于生命周期初期阶段

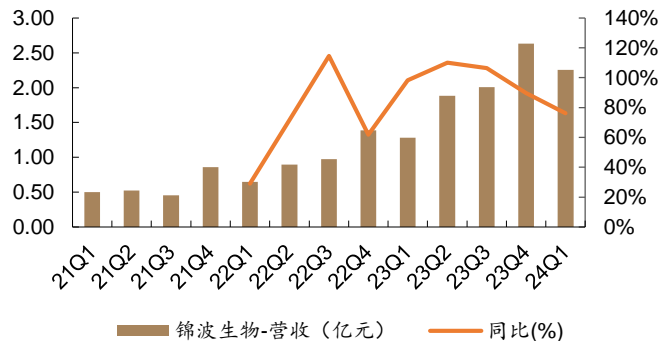
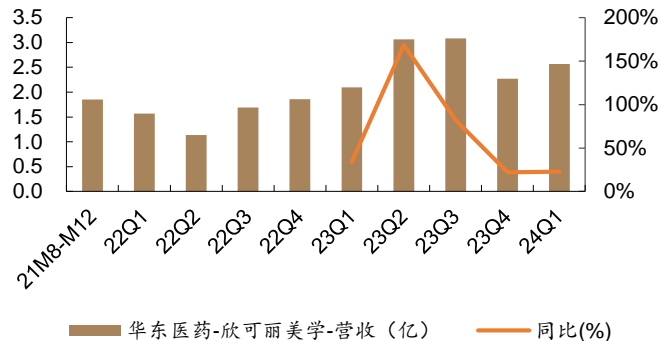
■ 再生系列：多元化新品上市+渠道布局，未来高成长性或可持续。

- 华东医药子公司欣可丽23年营收10.51亿/+68%，天使针放量带动爱美客凝胶类+81%，预估未来赛道红利有望持续：
- 1) **新品上市**：江苏吴中旗下童颜针艾塑菲在24年1月获批，华东医药伊妍仕M型在临床阶段，多家公司通过自研+BD引进布局再生医美；
- 2) **渠道布局**：随着培训推进及注射技术成熟，加大医生合作力度并丰富产品价格带，再生医美有望向中端医美机构拓展，预计未来将维持高成长性。

■ 胶原蛋白：蓝海市场，处于生命周期初期。

- 1) **竞争者寡**：业内仅3家公司旗下5款产品获批三类证，产品以动物源为主，唯锦波生物获批首款重组人源胶原产品。
- 2) **新品储备**：业内公司重视技术升级，蓄力新品迭代，锦波23年6月升级为10mg胶原含量新品，未来在填充及支撑效果有望取得突破。
- 3) **市场教育提升**：重组蛋白仍处于起步阶段，锦波生物23年营收7.8亿，较传统玻尿酸玩家有较大空间，当前市场教育仍处于初级阶段。未来更优产品+市场持续教育，胶原注射或可实现突破性增长！

图：代表性医美公司营收及同比增速



资料来源：华东医药公司公告、锦波生物公司公告、德邦研究所

2.2.产品端：再生/胶原仍旧蓝海、处于生命周期初期阶段

- **技术迭代新品纷至，竞争加剧终端降价。** 多家公司通过自研+BD进入医美赛道，资本密集推动技术迭代与材料更新，玻尿酸、肉毒素、再生、胶原蛋白均有多款产品在研待批，供给增加，行业竞争日益加剧，规模化效应助推原料及终端价格下行，进一步带动行业渗透率快速提升。
- **精细化美学盛行，适应症多方扩展。** 随着市场增长、产品成分与技术更新迭代，求美者的审美理念和认知逐步提升，精细的定制化需求日渐盛行，针剂各品类的功效适应症均从单一部位扩展到更多细分领域，由面部鼻唇沟向眼周、唇部、下颌等细分面部区域及身体部位发展。

表：部分公司医美储备项目

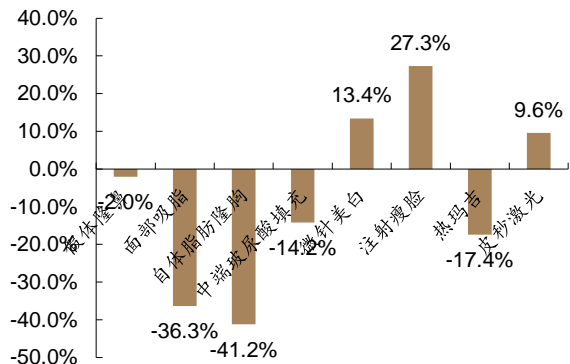
公司	玻尿酸	肉毒素	胶原蛋白	再生产品	减肥类	光电设备	其他
爱美客	逸美1+1（新适应症）（临床试验阶段）/宝尼达-颊部填充适应症（注册申报）	注射用A型肉毒毒素（注册申报）	全资收购沛奇隆，布局中		利拉鲁肽（完成I期临床）/司美格鲁肽（在研）/去氧胆酸（在研）	独家经销韩国Jeisys旗下Density和LinearZ产品	第二代理植线（临床试验）/利多卡因丁卡因乳膏（临床试验）/注射用透明质酸酶（在研）
华东医药	MaiLi Extreme透明质酸（预计24Q2递交注册申请）/MaiLi Precise透明质酸（23年12月首例入组）	23年BD引进韩国ATGC公司的肉毒素产品ATGC-110全球权益，以及重庆誉颜YY001中国商业化权益		伊妍仕-M（23年3月完成临床入组）/Lanluma V聚左旋乳酸（24年2月获临床伦理批件）		GlacialRx（F1）（国内注册检测）/V系列（V20发补阶段，V30完成注册检验）/Préime Derma Facial（23年9月非器械属性界定）	
华熙生物	玻尿酸复合溶液（注册） 注射用修饰HAFHNJ（验证） 动能素（临床）		HA-重组III型人源化胶原蛋白凝胶（小试）	布局再生产品			利多卡因麻醉膏
昊海生科	有机交联HA凝胶（注册申报） /无痛交联注射用交联HA凝胶（临床试验）/注射用HA复合凝胶（临床前研究）	外用涂抹型A型肉毒毒素产品ET-01、经典注射型肉毒毒素产品AI-09	智能交联胶原蛋白填充剂（临床前研究）			推进多个激光嫩肤、皮秒激光中国上市工作	线性精密交联水光注射剂（注册检验）/加强型水光注射剂（临床）
江苏吴中	注射用双相交联舍利多卡因HA凝胶（临床阶段）		重组胶原填充剂（实验室研究）		去氧胆酸（仿制药药学研究）		利丙双卡因乳膏（仿制药药学研究）

资料来源：各公司公告、德邦研究所

2.3. “价格力”竞争激烈，机构自研新品、厂家强化管控

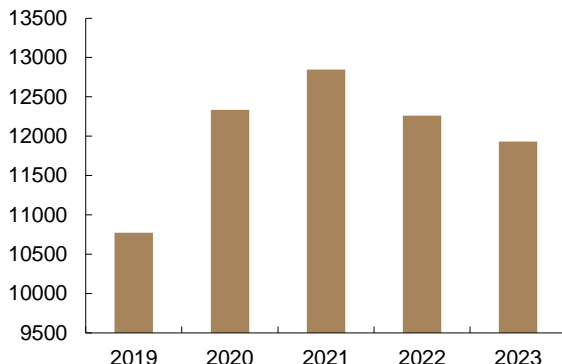
- 2023年，消费者购买力及信心减弱，围绕价格力的竞争愈演愈烈，机构主动降价拓新客，头部机构通过布局上游变相价格竞争。
- 终端机构通过直播低客单产品进行新客引流，同时大促期间通过套餐形式进行打折促销，外科项目及皮肤类项目价格竞争激烈，面部吸脂/自体脂肪隆胸/热玛吉24年2月价格较23年1月下降36.3%/41.2%/17.4%，注射科表现分化，中端玻尿酸/微针美白/注射瘦脸分别-14.2%/+13.4%/+27.3%，不同品类竞争格局导致价格差异，以美丽田园旗下秀可儿为例，传导至机构端消费者的单次消费金额略有下降。
- 机构端纷纷向上游布局，通过自研产品实现降本增效。朗姿医美通过“芙妮薇”品牌，先后推出高端玻尿酸“尊雅”、再生材料“高定芭比针”（核心成分为羟基磷灰石钙），终端定价较竞争对手接近、但采购价较低，带动医美业务毛利率持续提升，降本增效成果显著。

表：重点医美项目价格变动情况



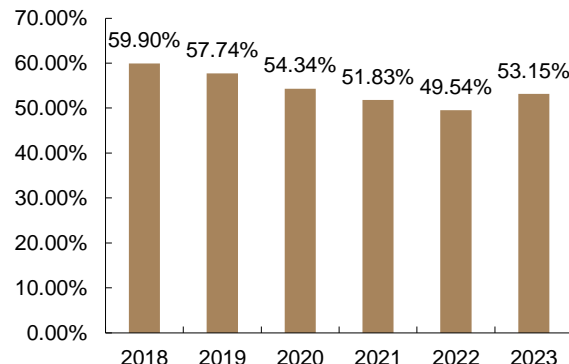
■ 24年2月 vs 23年1月价格变动情况

表：美丽田园-秀可儿-消费者客单价



■ 美丽田园-秀可儿-活跃会员单次到店消费（元）

表：朗姿医美-毛利率



■ 朗姿医美-毛利率

资料来源：中国整形美容协会微信公众号、美丽田园公司公告、朗姿股份公司公告、德邦研究所

2.3. “价格力”竞争激烈，机构自研新品、厂家强化管控

■ **政策监管，焦点访谈叫停直播医美。**23年在抖音本地生活会议上表示将开放玻尿酸、射频等医美项目直播；24年2月23日晚，焦点访谈栏目播放《医美直播 带货还是“带祸”》，明确指出医美属于医疗活动，而当下绝大部分医美直播间开展的所谓“带货”行为，均涉嫌违法发布医疗广告。

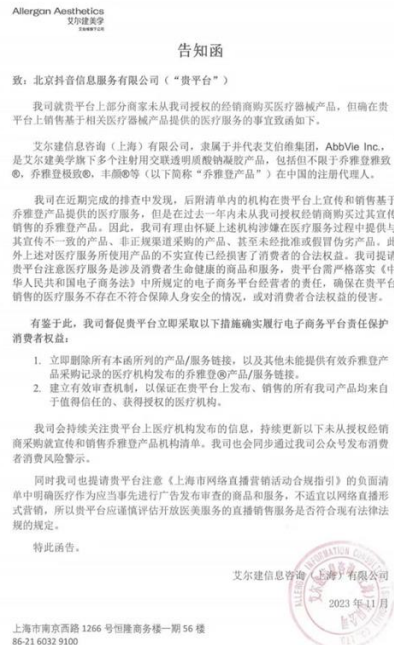
■ **上游厂家强化抖音平台直播监管。**自抖音医美直播开放后，开始出现低价“破价”产品，例如1999元的乔雅登和699元的超声炮；23年11月艾尔建向抖音发送告知函，部分医美机构违规销售乔雅登产品；锦波生物也多次在“薇旻美”公众号上发布非授权机构名单。

■ **机构通过低价引流进行获客，但后续若难以进行留存和转化，进而持续低价获客，倒逼所有参与者被迫卷入价格竞争。**在经济压力较大时期价格竞争压力尤为突出，但低价策略并不存在实质性竞争壁垒，未来当中小机构逐步退出市场，同时多措并举，引导行业良性发展回归医疗本质。考虑产业链利润链条分布，预计未来价格竞争将有所缓和，下游机构通过销售高客单、高热度的再生、胶原产品保证盈利能力，同时布局自有产品降低成本。

表：抖音直播间销售产品



表：艾尔建向抖音发布告知函

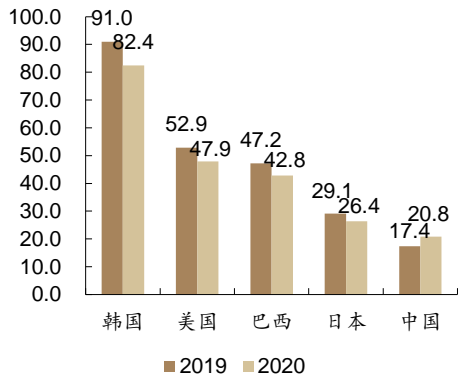


资料来源：医与美前沿公众号、艾尔建美学公众号、德邦研究所

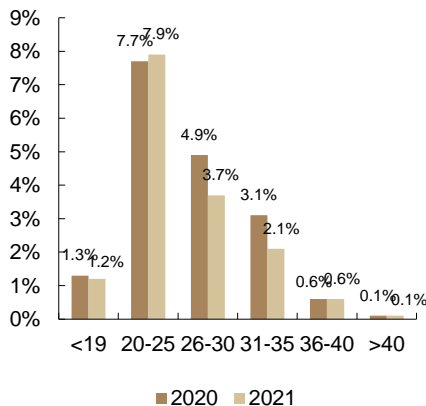
2.4. 求美意识提升+低线市场渗透，市场稳步扩容

- 医美市场稳步扩容，预计放量增长。**与美国、巴西、韩国等国家相比，我国医疗美容渗透率还远远偏低，随着中国经济高速发展+人均购买力提升+个人医美意识的提升，根据弗若斯特沙利文分析，中国医美市场规模有望从2021年的1891亿增至2026年的3998亿，对应CAGR为16.15%。
- 人群视角：1) 人群年轻化：**20-25岁人群为医美消费主力军，消费人群边际提升空间大，轻医美的出现普及更多年轻及购买力偏低的求美者。**2) 低线市场渗透：**2021年医美在一/二/三线城市的渗透率分别为22.2%/8.6%/4.3%，随着低线城市消费力的进一步提升，医美市场有望迎来新的高增。
- 获客方式看，从生美向医美导流：**美丽田园特殊的生意模式，消费者从生美向医美转化比率逐年提升；同时家用美容仪作为护肤品与医美之间过渡产品，产品热销也有望带动未来求美意识的提升。

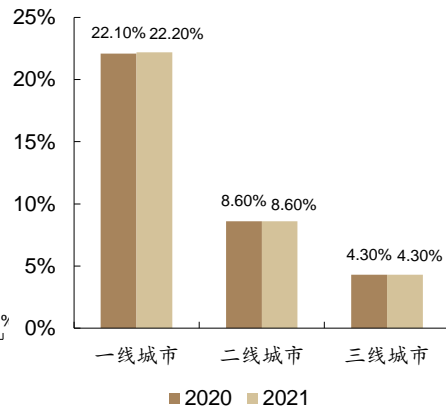
图：主要国家中每千人医疗美容治疗次数（手术+非手术）



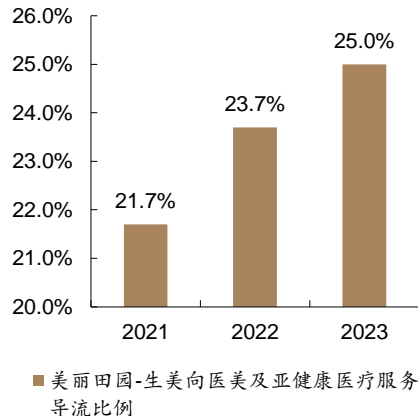
图：我国医美消费者分年龄层次渗透率



图：我国分城市级别的医美渗透率



图：美丽田园生美向医美导流比例



资料来源：爱美客招股书、沙利文报告、美丽田园公司公告、德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

03

化妆品板块：
24Q1拐点已现，关注结构性机会

3.1.化妆品总结：行业弱复苏，国货表现分化

- **化妆品弱复苏，购买力下降+库存高企+品牌价格竞争。** 2023年/24Q1化妆品零售额分别同增5.1%/3.4%，低于社零表现，行业弱复苏，预估为消费者购买力较弱带动需求回落；同时，头部品牌经销商疫情期间大量囤货，渠道竞争开始被动降价去库存；叠加大促带来价格下移及消费者手上库存高位。
- **龙头恒强——把握新品/新成分/新渠道：**珀莱雅依赖大单品战略，巨子生物搭乘胶原蛋白成分红利，上美股份抖音成功破圈，2023年营收及利润行业领先。
- **24Q1业绩拐点，静待经营持续兑现：**1) 头部转型：华熙生物及贝泰妮在内部调整及外部电商激烈竞争下23年明显降速，24Q1经营层面展现拐点，贝泰妮并表悦江投资，华熙生物组织架构调整利润更优；2) 利润拐点：水羊23年近3亿利润，润本/丸美/上海家化24Q1净利润同增+68%/+40%/+11%。

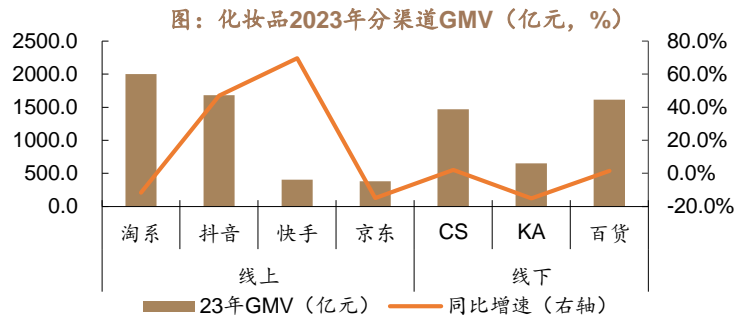
表：化妆品板块核心公司业绩汇总（亿，%）

简称	2023年						24Q1					
	收入	yoy	期间费率	变动情况	净利润	yoy	收入	yoy	期间费率	变动情况	净利润	yoy
珀莱雅	89.05	39.5%	51.0%	0.9%	12.31	48.1%	21.82	34.6%	53.0%	1.6%	3.15	41.8%
巨子生物	35.26	48.5%	35.8%	1.4%	14.48	44.9%						
上美股份	42.13	55.5%	58.5%	3.1%	4.62	213.5%						
华熙生物	60.76	-4.5%	61.7%	2.3%	5.83	-39.4%	13.61	4.2%	51.3%	-7.6%	2.43	21.1%
贝泰妮	55.22	10.1%	59.8%	7.3%	7.59	-27.7%	10.97	27.1%	56.2%	-2.3%	1.72	11.2%
润本股份	10.33	20.7%	30.2%	-1.6%	2.26	41.2%	1.67	10.0%	32.3%	-4.7%	0.35	67.9%
丸美股份	22.26	28.5%	60.9%	3.3%	2.78	65.8%	6.61	38.7%	55.4%	6.5%	1.11	40.3%
水羊股份	44.93	-4.9%	49.7%	-0.1%	2.99	142.7%	10.32	-1.4%	54.8%	5.4%	0.43	-21.9%
上海家化	65.98	-7.2%	53.6%	5.4%	5.00	5.9%	19.05	-3.8%	46.2%	-4.5%	2.56	11.2%
福瑞达(化妆品)	24.16	22.7%					5.44	15.1%				
化妆品品牌端		14.7%	51.3%	2.4%		18.0%		13.0%	49.9%	-0.8%		22.1%
科思股份	24.00	36.0%	12.3%	2.2%	7.34	89.0%	7.12	21.1%	13.5%	-2.1%	2.20	37.0%
嘉亨家化	10.16	-3.4%	19.7%	3.8%	0.40	-42.4%	2.03	-5.4%	22.5%	2.0%	-0.03	-153.5%
青松股份	19.69	-32.5%	14.6%	0.9%	-0.69	90.7%	3.80	-4.3%	16.2%	-1.9%	-0.07	86.4%
拉芳家化	8.60	-3.1%	33.7%	-7.2%	0.54	-5.9%	2.24	15.6%	31.4%	6.2%	0.28	-20.5%
化妆品制造端		-5.7%	20.1%	-0.1%		60.6%		9.0%	20.9%	1.1%		55.7%

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

3.2.渠道端：电商精细化运营，头部品牌蓄力线下

- **电商渠道：流量见顶，从粗狂式投入转变为精细化运营。**电商流量见顶带来行业龙头平均销售费率从19年的35.1%提升至23年的48.1%，此前直播电商兴起、超头合作的粗狂式投放已难以持续，23年双十一超头低预期、抖音激烈竞争，华熙生物、贝泰妮Q4营收、利润双降，未来线上渠道更需依赖于精准投放，消费者洞察、组织架构等综合能力体现。
- **积蓄线下渠道优势，构建品牌力。**头部美妆品牌开启线下扩张，强化品牌露出，例如珀莱雅加速百货门店布局，抢占点位优势，韩束24年重返CS渠道。



表：化妆品板块销售费用、推广费用投放及线下布局策略

公司	指标 (亿元)	2019	2020	2021	2022	2023	指标	2019	2020	2021	2022	2023	线下渠道
珀莱雅	营业收入	31.24	37.52	46.33	63.85	89.05	营收yoy	32.3%	20.1%	23.5%	37.8%	39.5%	既存店柜位优化、形象升级，开展“早C晚A酒咖快闪”活动，促进与重点百货系统的合作
	销售费用	12.23	14.97	19.92	27.86	39.72	销售费率	39.2%	39.9%	43.0%	43.6%	44.6%	
	形象宣传推广费	8.39	12.26	16.73	24.20	35.34	销售费用占比	68.6%	81.9%	84.0%	86.9%	89.0%	
贝泰妮	营业收入	19.44	26.36	40.22	50.14	55.22	营收yoy	56.7%	35.6%	52.6%	24.6%	10.1%	“OMO”跨界营销，薇诺娜布局OTC药房、KA、免税店；薇诺娜宝贝覆盖超5000家线下门店
	销售费用	8.43	11.07	16.81	20.48	26.10	销售费率	43.4%	42.0%	41.8%	40.8%	47.3%	
	渠道及广告宣传费	4.88	8.12	12.49	15.34	19.22	销售费用占比	57.8%	73.3%	74.3%	74.9%	73.7%	
华熙生物	营业收入	18.86	26.33	49.48	63.59	60.76	营收yoy	49.3%	39.6%	87.9%	28.5%	-4.5%	润百颜百货渠道稳步推进，夸迪全面布局线下
	销售费用	5.21	10.99	24.36	30.49	28.42	销售费率	27.7%	41.8%	49.2%	48.0%	46.8%	
	线上推广服务费	1.04	4.93	13.13	17.22	14.27	销售费用占比	20.0%	44.9%	53.9%	56.5%	50.2%	
	广告宣传费	0.91	1.25	2.69	3.29	3.63		17.4%	11.4%	11.0%	10.8%	12.8%	
丸美股份	营业收入	18.01	17.45	17.87	17.32	22.26	营收yoy	14.3%	-3.1%	2.4%	-3.1%	28.5%	坚持百货开拓新店，抓动销提升终端强体验功能
	销售费用	5.40	5.64	7.41	8.46	11.99	销售费率	30.0%	32.3%	41.5%	48.9%	53.9%	
	广告宣传类	3.72	4.24	5.44	6.56	9.57	销售费用占比	68.8%	75.1%	73.4%	77.5%	79.8%	
平均值	销售费用	7.82	10.67	17.12	21.82	26.56	销售费率	35.1%	39.0%	43.9%	45.3%	48.1%	

资料来源：青眼情报微信公众号、各公司公告、各公司公众号等、德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

3.3.胶原热度延续，海外品牌相继布局

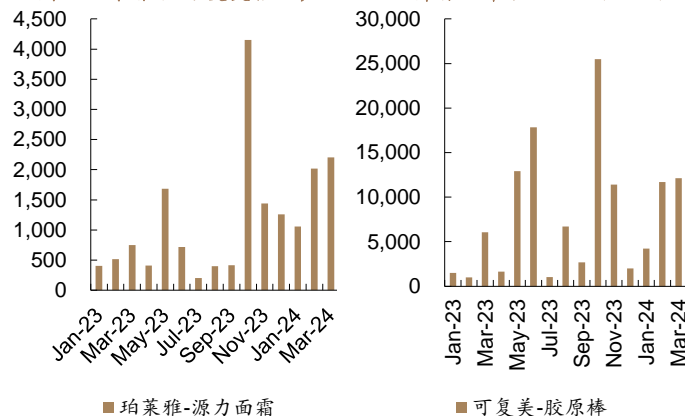
- 巨子生物23年引领胶原蛋白市场，预计24年多品牌逐步入场，强化消费者教育，成分红利延续。
- 多品牌布局，共同做大胶原市场。1) 胶原专属定位：以可复美、可丽金从胶原蛋白起家，2023年可复美营收27.88亿/+72.9%，市场领先；福瑞达推出珂谧、华熙生物推出润熙泉；2) 国货跨界：珀莱雅24年2月上新源力面霜2.0、添加XVII型胶原蛋白，润百颜上新元气弹；3) 国际品牌布局：欧莱雅合作锦波生物推出小蜜罐2.0产品。参考玻尿酸发展路径，我们认为当前胶原市场仍在孵化初期，品牌布局有望共同做深消费者教育，引领成分持续爆发。
- 从精华向面霜、眼霜多品类布局，胶原型号丰富度提升。1) 品类维度：根据久谦数据显示，可复美胶原棒23年天猫+抖音GMV达9.0亿，24Q1为2.8亿，核心单品表现持续亮眼；可复美上新焦点面霜、可丽金上新胶原眼霜/面霜，产品丰富度提升，珀莱雅升级源力面霜2.0后月销实现明显提升，23年全年GMV为1.23亿、24Q1提升至0.53亿；2) 型号更为多元：从传统的I型、II型胶原蛋白拓展至XVII型、IV型胶原，提供舒缓修复、抗皱紧致多重功效。

表：部分品牌胶原蛋白产品汇总

品牌	代表产品	核心成分	功效	商品原价
珀莱雅	源力面霜2.0	XVII型胶原蛋白、神经酰胺AC60、豌豆多肽	修护舒缓，促进5大核心胶原蛋白	259元/50g
可复美	次抛棒	C5HR、4种重组胶原蛋白仿生配比	直接补充胶原，续航内源修复	419元/45ml
可丽金	大膜王	重组胶原蛋白C5HA仿生组合、雨生红球藻提取物、玻色因	改善肌肤老化、使皮肤水润、抗皱	188元/20颗
丸美股份	双胶原眼霜	重组双胶原、昼夜节律因子、蛇毒肽、4%提拉网	淡化细纹，紧致抗皱	508元/18g
润百颜	次抛棒	5重抗氧化、初颜玻nHA、依克多因、蛹虫草发酵滤液	焕亮补水保湿	459元/45ml
润熙泉	胶原面霜	重组III型胶原蛋白、GABA、山毛榉精粹、月神花精粹、白松露提取物	修复抗皱、淡化细纹	219元/30g
欧莱雅	面霜	重组III型胶原蛋白、玻色因PRO、麦卢卡花蜜复合精粹、4大胜肽	紧致保湿、抗老抗皱	400元/60ml
雅诗兰黛	面霜	自生轮廓胶原黄金三角、木芙蓉花、紧致肽、辣木籽、维E抗衰老、肌肤紧致		910元/50ml

资料来源：久谦数据、天猫旗舰店、德邦研究所

图：珀莱雅、可复美核心产品天猫+抖音双平台GMV（万元）



■ 珀莱雅-源力面霜

■ 可复美-胶原棒

3.4. 布局多品牌，做深护肤赛道，拓展彩妆、洗护

表：重点化妆品公司旗下品牌情况

公司	品牌	品牌定位	重点产品	2021年 营收	2022年 营收	2023年 营收	2年CAGR	2023年营 收占比
珀莱雅	珀莱雅	大众精致护肤	双抗系列、红宝石系列、源力系列、能量系列	38.29	52.64	71.77	36.9%	80.7%
	彩棠	彩妆	修容、高光、妆前、粉底液、遮瑕、定妆喷雾	2.47	5.72	10.01	101.3%	11.3%
	悦芙媞	大众精致护肤	清洁线单品、面膜、精华液	0.65	1.87	3.03	115.9%	3.4%
巨子生物	OR	洗护	洗发水、发膜	0.21	1.26	2.15	220.0%	2.4%
	可复美	皮肤修护	胶原棒、胶原乳、精华面膜	8.98	16.13	27.88	76.2%	79.1%
	可丽金	抗衰老	紧致抗皱面霜、紧致弹润次抛精华、紧致抗皱精华	5.26	6.18	6.17	8.3%	17.5%
上美股份	韩束	科学抗衰	蓝酮肽系列、红蛮腰系列	16.31	12.67	30.90	37.7%	73.7%
	一叶子	修护肌肤	B5 AIR系列、修色修护系列	8.3	5.3	3.57	-34.5%	8.5%
	红色小象	母婴护理	洗发水、沐浴液、润肤乳	8.71	6.55	3.76	-34.3%	9.0%
贝泰妮	薇诺娜	敏感肌护理	特护霜、润肤水、修护精华液	39.2	48.85	51.92	15.1%	94.0%
	薇诺娜宝贝	婴童功效性护肤品	舒润霜、防晒乳	-	1.01	1.50	-	2.7%
	AOXMED	皮肤抗老	水、乳、精华、功能性食品	-	-	0.36	-	0.7%
华熙生物	润百颜	玻尿酸修护	屏障修护系列、HACE次抛精华	12.29	13.85	-	-	-
	夸迪	皮肤抗老	焕颜、战痘次抛	9.79	13.68	-	-	-
	肌活	油皮护肤	糙米系列	4.35	8.98	-	-	-
	米蓓尔	敏感肌护理	蓝绷带、粉水2.0	4.2	6.05	-	-	-
福瑞达	瑗尔博士	微生态护肤	面膜、水乳、洁面乳、营养液、保湿霜	7.44	10.58495	13.48	34.6%	55.8%
	颐莲	专研玻尿酸护肤	喷雾、水乳、原液、精华、面膜	6.46	7.1228	8.57	15.2%	35.5%
丸美股份	丸美	中高端眼部抗衰	眼霜、小红笔、小金针次抛精华、重组双胶原奶油霜	15.94	13.98	15.60	-1.1%	70.1%
	恋火	高质底妆	看不见粉底液/粉饼/精油粉饼	0.66	2.86	6.43	212.1%	28.9%

资料来源：各公司官网、年报、德邦研究所

- 从单一品牌走向多元化，塑造立体品牌矩阵。
- 做深护肤赛道，从人群定位/价格分层/新锐渠道挖掘新方向。珀莱雅主品牌在大众线基础上新推高端抗衰能量系列，有望支撑未来品牌线下专柜布局；大众定位悦芙媞探索海外市场；可复美主打修复功效、可丽金定位皮肤抗衰；华熙生物旗下的润百颜主打玻尿酸，夸迪、肌活、米蓓尔等定位抗老、油皮护肤和敏感肌护理赛道，多品牌做深做强护肤品类。
- 探索彩妆、洗护等新赛道。彩棠/恋火23年营收10.01亿/6.43亿，2年CAGR为101%/212%，布局高壁垒的底妆赛道，品牌爆发式增长。当下各大品牌陆续开始布局洗护品类，珀莱雅旗OR已实现2.15亿营收，在日本核废水事件影响下仍取得71%增长；上美股份在“2+2+2”战略中提出，打造2大洗护超级品牌，韩束、一叶子布局大众洗护，KYOKA、2032、632定位中高端赛道；福瑞达推出“即沐”全新品牌布局头皮微生态。

04

黄金珠宝板块：
消费需求延续，24Q1业绩分化

4.1.黄金珠宝总结：成长性持续向好，盈利能力保持稳定

- 2023年黄金消费市场表现亮眼，需求稳步增长，金价快速上行，24Q1品牌走向分化，收入优于利润表现。
- 行业整体——需求稳步增长：23年疫情后消费需求爆发及金价稳步提升，全年零售额同增13.3%，黄金珠宝核心公司总营收+12%，收入增长趋于一致；24年3月开始金价迅速上涨，预计影响消费者购买意愿及加盟商拿货意愿，2024Q1总营收增长11.6%、领先于社零的+4.5%。
- 公司表现结构性分化，收入表现更优：老凤祥加速扩店、致力拓展加盟业务，23年及24Q1呈现出显著的营收和净利润增长；周大生、潮宏基和菜百股份收入的高同比增长率也表现出其成功的市场策略和较强的市场需求；由于产品结构及渠道模式差异，中国黄金毛利率和净利率相对较低，金价上行对其利润率有小幅提升；周大福和豫园股份2023年度收入和利润下滑。

表：黄金珠宝板块核心公司经营指标汇总

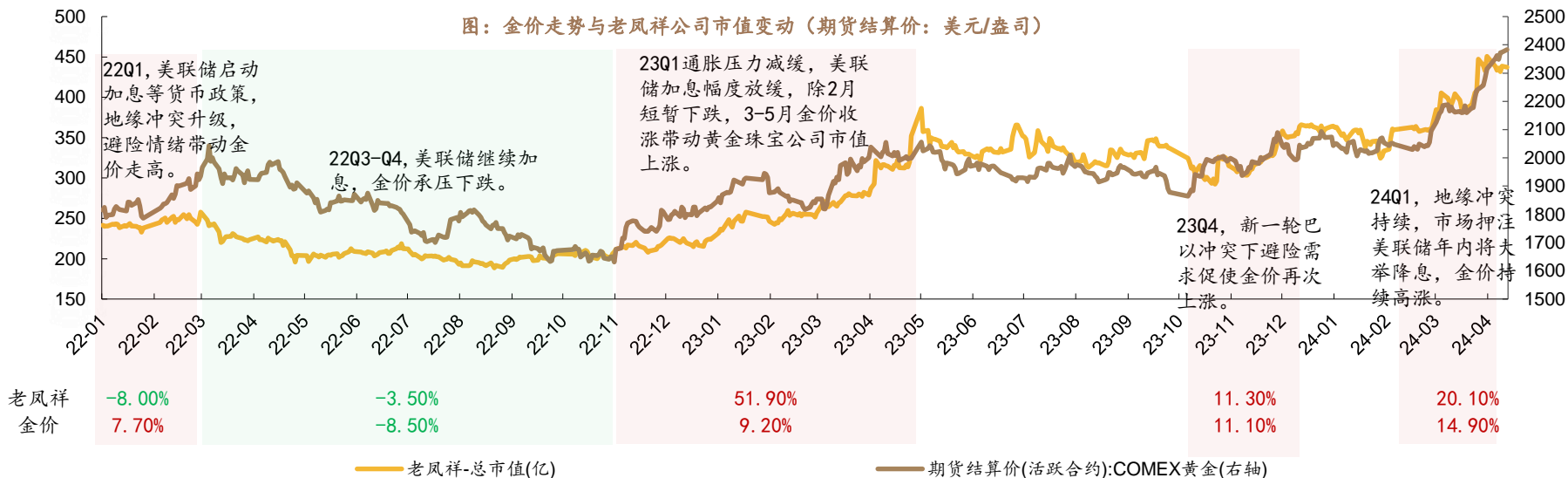
标的	2023年				24Q1				2023年经营指标			
	收入	yoy	净利润	yoy	收入	yoy	净利润	yoy	ROE	存货周转率	应收账款周转率	股息率(近12月)
老凤祥	714.4	13.4%	22.1	30.2%	256.3	4.4%	8.0	12.0%	20.4%	4.5	126.1	1.9%
周大福	946.8	-4.3%	53.8	-19.8%					16.3%	1.3	36.0	11.6%
潮宏基	59.0	33.6%	3.3	67.4%	18.0	17.9%	1.3	5.5%	9.3%	1.6	21.0	3.2%
周大生	162.9	46.5%	13.2	20.7%	50.7	23.0%	3.4	-6.6%	21.2%	3.8	13.9	5.6%
中国黄金	563.6	19.6%	9.7	27.2%	182.5	13.1%	3.6	21.1%	13.6%	12.8	46.9	2.7%
菜百股份	165.5	50.6%	7.1	53.6%	63.2	25.0%	2.7	16.2%	19.7%	5.0	66.7	3.1%
豫园股份	581.5	16.0%	20.2	-47.1%	172.2	13.0%	1.8	-46.3%	5.6%	1.1	28.9	5.9%
六福集团	119.8	2.0%	12.8	-7.7%					10.6%	1.0	59.7	6.8%
周生生	250.1	21.7%	10.0	120.9%					8.4%	1.5	25.1	4.1%
曼卡龙	19.2	19.4%	0.8	47.1%	5.0	45.1%	0.3	21.1%	6.8%	3.4	42.3	0.8%
明牌珠宝	39.4	13.4%	1.6	-197.9%	13.6	10.2%	0.2	-55.1%	5.3%	1.8	12.1	0.0%
莱绅通灵	7.3	-19.7%	-0.8	91.8%	2.4	-3.1%	-0.2	-218.6%	-3.5%	0.2	13.3	0.0%
黄金珠宝行业		12.0%		-6.4%		11.6%		-1.9%	11.1%	3.2	41.0	3.8%

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所；

注：周大福及六福集团采用23财年数据；周大福、六福集团、周生生采用港币（亿元），其余采用人民币（亿元），豫园股份为德邦证券关联方，此处仅列举财务数据，不存在对个股投资倾向性建议

4.2.毛利率波动=金价上行+产品结构性调整

- **黄金市场波动，地缘政治与货币政策一定程度上驱动涨跌。** 22年由于地缘政治紧张局势导致俄乌之间的不确定性增加，黄金价格迅速上涨至高点，而后美联储加速实施货币紧缩政策，黄金价格回落。随着美联储加息周期接近尾声，23年经济衰退预期升温，为可能的未来降息创造了条件。24年美国国债实际利率趋于下降，全球央行逐步减少美元储备，各国增加黄金储备，地缘政治冲突引发的避险需求增加，24Q1黄金价格持续走高。
- **金价的涨跌与公司市值的波动有较强的相关性。** 以老凤祥为例，其黄金采购量较大，对金价更为敏感；尤其是在金价上涨期间，老凤祥市值表现出明显增幅。



资料来源：Wind、老凤祥公司公告、ifind、德邦研究所

4.2.毛利率波动=金价上行+产品结构性调整

- **数据拆分看：24Q1黄金量价齐升，带动收入端增长。**24Q1黄金价格上涨+3.9%，限额以上零售额+4.5%，对应需求量同步增长，金价上涨带来保值增值需求+春节消费需求，老凤祥/周大生/中国黄金/菜百股份24Q1营收同比+4.4%/+23.0%/+13.1%/+25.0%；金价快涨/快跌阶段对需求量均有影响。
- **24Q1毛利率略有波动，金价上行影响多元化，同时产品结构性调整。**1) 金价变动：理论上为同向变化，但需考虑定价模式和套期保值比例；2) 产品结构调整：镶嵌产品需求收缩，低毛利的黄金产品占比提高，且金价上涨后消费者对克重黄金需求增加，品类结构性变动扰动毛利率。

表：黄金珠宝行业量价拆分、核心公司营收同比及毛利率情况

指标		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
价格 (元/克, %)	上金所-黄金现货: Au9999	375.7	377.8	373.8	370.9	385.1	398.8	384.5	401.0	420.5	447.7	459.7	470.6	489.2
	环比变动	-4.4%	0.6%	-1.1%	-0.8%	3.8%	3.6%	-3.6%	4.3%	4.8%	6.5%	2.7%	2.4%	3.9%
需求量 (亿元, %)	限额以上黄金珠宝零售额	802.1	724.2	720.1	794.7	827.7	650.9	782.7	752.4	970.4	718.4	782.8	838.4	996.0
	同比变动(测算数据)	86.9%	32.2%	13.3%	4.0%	3.2%	-10.1%	8.7%	-5.3%	17.2%	10.4%	0.0%	11.4%	2.6%
老凤祥	营收yoy	18.7%	20.0%	4.7%	13.4%	7.2%	6.3%	8.8%	6.4%	33.2%	3.2%	9.7%	-1.1%	4.4%
	毛利率	7.6%	8.0%	6.5%	10.2%	7.9%	7.5%	6.7%	9.1%	8.0%	9.1%	7.5%	9.5%	8.4%
周大福	内地同店零售额增速	141.2%	42.8%	23.0%	10.7%	-11.3%	-19.3%	3.4%	-33.1%	-5.6%	8.5%	-12.5%	22.7%	-2.7%
周大生	营收yoy	70.7%	63.9%	119.9%	54.6%	138.1%	43.6%	4.2%	-18.7%	49.6%	68.6%	15.2%	74.0%	23.0%
	毛利率	40.4%	40.5%	21.0%	22.2%	20.2%	24.5%	17.9%	22.6%	17.9%	19.0%	17.8%	17.9%	15.6%
中国黄金	营收yoy	105.1%	48.3%	31.1%	32.3%	8.0%	-17.6%	0.4%	-17.4%	12.3%	22.5%	13.4%	31.6%	13.1%
	毛利率	2.4%	3.7%	3.1%	3.2%	4.1%	4.7%	2.5%	4.1%	4.0%	4.5%	4.2%	3.8%	4.1%
菜百股份	营收yoy	0.0%	0.0%	21.9%	43.9%	17.5%	-15.2%	51.2%	-21.7%	45.6%	77.8%	25.5%	69.8%	25.0%
	毛利率	11.9%	11.6%	12.1%	10.1%	12.6%	10.3%	10.5%	10.8%	11.4%	11.6%	10.5%	9.3%	10.0%

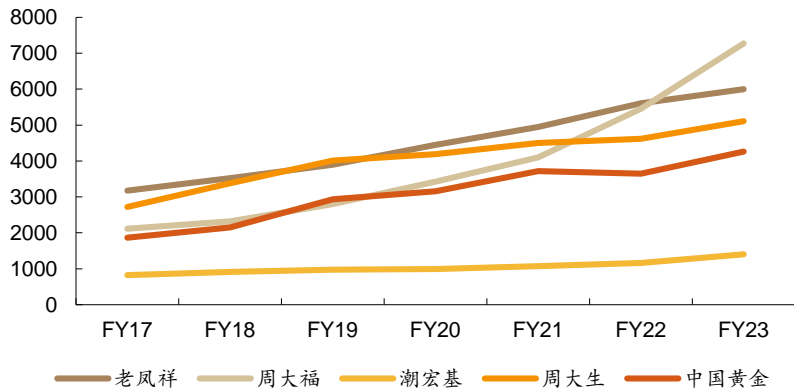
资料来源：国家统计局、Wind、各公司公告、德邦研究所；注：社零季度同比增速为测算数据，口径差异与披露数据略有出入

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

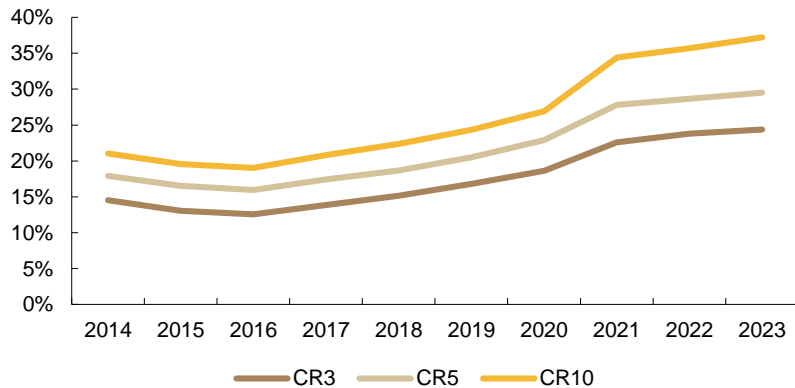
4.3. 展店速度分化，行业集中度提升

- 龙头展店速度略有分化，24年门店积极扩张。** 龙头周大福FY23内地共有7269家门店、提前完成25年设定的7000家门店目标，FY24净增加153家门店至7548家；老凤祥23年净新增385家门店至5994家（含境外银楼15家），24年目标收入/归母同增+5%/+4%；周大生渠道调整后重回扩张区间，23年底拥有5106家门店/+490家，24年目标净开店400-600家；潮宏基23年净增241家至1399家门店。
- 行业集中度逐步提升，龙头下沉挤压小品牌份额。** 欧睿数据看，14-23年，CR5从18%→29%，CR10从21%→37%，2020年以来龙头品牌加速开店节奏，龙头品牌依赖渠道覆盖度、产品设计、供应链能力夯实优势，疫情期间通过下沉低线城市抢占市场份额。

图：2017-2023黄金珠宝头部公司开店情况（单位：家）



图：2014-2023黄金珠宝市场集中度走势

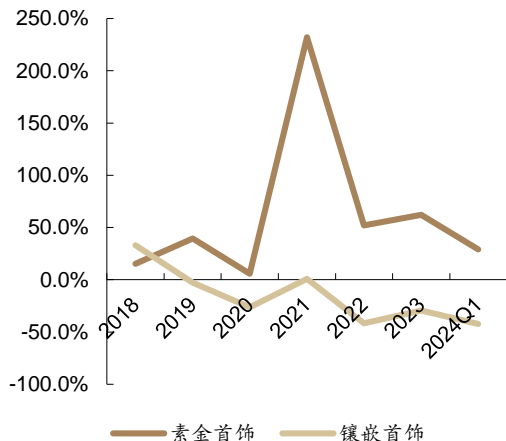


资料来源：欧睿、各公司公告、德邦研究所；周大福采用FY2017-2023财年数据

4.4. 品类结构调整，新工艺带动黄金需求走高

- 品类结构调整：镶嵌类受人造钻石冲击需求下滑，黄金类工艺创新持续走强。**以周大生为例：（1）黄金产品：黄金原创研发款占比持续提升，带来更高的批发、零售溢价，素金首饰业务23年营收同增62.0%；（2）非黄金产品（主要为钻石类）：人造钻石的兴起对天然钻石价格产生冲击，削弱了钻石珠宝销售；镶嵌首饰产品营收逐年下滑，23年营收占比仅5.6%。
- 创新与差异化：珠宝行业接连推出新系列产品。**工艺升级是黄金产品表现优于非黄产品原因之一，工艺技术升级为3D、5G、古法技术，周大福的“传承”系列已占内地黄金零售额约40%，老凤祥龙年新系列“龙情蜜意”、周大生与“国家宝藏”经典IP联名，实现黄金类饰品年轻化，消费者对黄金珠宝消费的需求逐渐从单一的保值、增值，向悦己需求转变。

图：周大生分品类营收增速



表：部分黄金珠宝公司的重点系列

品牌	重点系列	定位	销售表现
周大福	人生四美	精致黄金工艺结合T MARK钻石	该系列自2022年7月推出以来需求持续增加
	藏蕴·传承	将藏域建筑、纹样、色彩及文字等元素融入黄金珠宝	占中国内地整体黄金产品零售额约40%
周大生	《国家宝藏》IP联名系列	将中华五千年的文化精粹和东方艺术之美注入传统黄金	2023年度上新新品受到了终端门店及消费者的广泛好评
	莫奈花园系列	国际艺术珠宝	
老凤祥	龙情蜜意	足金翡翠首饰	-
潮宏基	自然共生·非遗新生	东方写意彩金	时尚黄金品类毛利贡献突出，销售业绩实现较大幅度的增长

资料来源：各公司公告、各公司官网、德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

05

跨境电商：
景气度高位，持续兑现

5.1.跨境总结：行业延续高增态势，Q1业绩表现亮眼

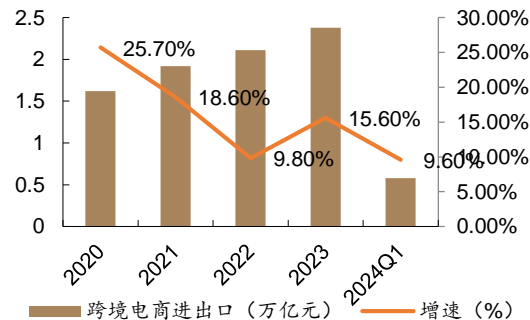
- 行业增速：**根据海关总署披露，2024年一季度中国跨境电商进出口增速9.6%，其中跨境电商海外仓出口增长11.8%，延续强劲增长态势。从23年年报及24年一季报披露情况看，跨境电商企业经营业绩增长良好。
- 亚马逊生态链企业：【泛品模式】**
 - ①**华凯易佰**24年Q1收入yoy+23.05%，归母净利润+7.67%。一季报公告建设华南总部（自有+外部筹措，计划投资15亿元）、拟现金收购通拓科技100%股权。
 - ②**赛维时代**24年Q1收入yoy+44.66%，归母净利润+65.68%。公司已入驻Tiktok、TEMU等新平台。**【精品模式】**
 - ③**致欧科技**24年Q1收入yoy+45.30%，归母净利润15.06%。24年公司大力发展美国市场，提高东南亚对美出货比例，提升欧洲地区尾程履约时效及美国尾程费用优化。
 - ④**安克创新**24年Q1收入yoy+30.09%，归母净利润+1.60%。
- AI工具型企业：⑤焦点科技**24年收入+11.05%，归母净利润+57.92%。
 社交平台型企业：⑥吉宏股份24年收入-3.75%，归母净利润-39.22%。

表：跨境电商板块核心公司业绩汇总

标的	2023年				2024Q1				2023年经营性指标			
	收入	yoy	归母业绩	yoy	收入	yoy	归母业绩	yoy	ROE	存货周转率	应收账款周转率	股息率
华凯易佰	65.18	47.56%	3.32	53.08%	16.97	23.05%	0.82	7.67%	15.32%	5.05	18.68	1.61%
赛维时代	65.64	33.70%	3.36	81.62%	17.99	44.66%	0.86	65.58%	17.35%	5.05	27.06	1.65%
致欧科技	60.74	11.34%	4.13	65.08%	18.42	45.30%	1.01	15.06%	16.76%	4.93	36.41	2.09%
安克创新	175.07	22.85%	16.15	41.22%	43.78	30.09%	3.11	1.60%	21.76%	5.08	12.73	2.26%
焦点科技	15.19	3.84%	3.79	26.12%	3.82	11.05%	0.77	57.92%	16.07%	33.99	55.90	3.02%
吉宏股份	66.95	24.53%	3.45	87.57%	13.24	-3.75%	0.43	-39.22%	15.77%	7.60	14.06	2.72%

资料来源：海关总署、Wind、各公司公告、德邦研究所

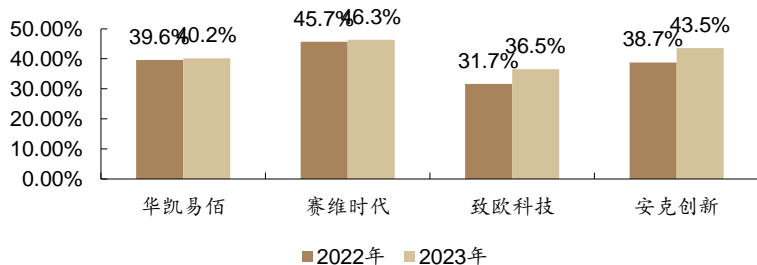
图：中国跨境电商进出口增速



5.2.渠道端：亚马逊依赖度较高，加速布局新兴平台

- **整体看：**①单独比较平台卖货型公司的跨境出口业务毛利率，泛品型（铺货逻辑）华凯易佰、赛维时代毛利率普遍高于精品型（重研发）公司致欧科技、安克创新，精品类企业23年毛利率提升明显；②平台型企业仍以人均消费水平较高的欧美市场为主要出海地，目前对第三方平台较为依赖，渠道内自营网站/独立站收入占比仍处于较低水平（赛维/致欧/安克的Amazon渠道占营收比例分别为88.32%/68.55%/57.10%），华凯/赛维/致欧24年积极布局TIKTOK、SHEIN、TEMU等新兴平台。

图：公司跨境电商出口业务毛利率



表：公司自营/独立站渠道2023年收入增速及规模占比

简称	渠道名称	收入增速	收入占比
赛维时代	B2C业务-自营网站	23.89%	2.77%
致欧科技	B2C-独立站	22.10%	2.27%
安克创新	独立站	83.27%	7.10%

资料来源：Wind、各公司公告、德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

表：跨境电商企业分区域销售收入占比

简称	分区域市场	2022年	2023年	yoy
赛维时代	境内	3.03%	2.01%	1.02%
	北美	84.99%	89.87%	-4.88%
	欧洲	11.34%	7.64%	3.70%
	亚洲	0.50%	0.32%	0.18%
	其他	0.14%	0.15%	-0.01%
致欧科技	欧洲	56.99%	62.31%	-5.32%
	北美	41.73%	36.32%	5.41%
	日本	0.87%	0.80%	0.07%
	其他	0.41%	0.57%	-0.16%
安克创新	北美	47.81%	50.90%	-3.09%
	欧洲	21.02%	19.85%	1.17%
	日本	14.20%	12.60%	1.60%
	中东	5.19%	5.35%	-0.16%
	中国大陆	3.64%	3.66%	-0.02%
	其他	8.14%	7.64%	0.50%

5.3.政策端：平台竞争白热化，新政利好服装类中小卖家

- **亚马逊平台上新政策，利好服装类性价比玩家，提高库存周转门槛：**亚马逊作为全球跨境B2C的头部平台，为应对Tiktok、TEMU与SHEIN等新兴跨境电商平台的竞争，2023年12月初出台新系列新政，以美国站为例：降低服装类商品销售佣金（降低商品销售成本，利好服装类目）、下调标准尺寸商品非旺季月度仓储费、下调物流配送服务（节省仓储物流费用）、新增入库配置服务费+低量库存费（对平台卖家库存周转效率提高要求）。24年5月，亚马逊平台将服装类佣金折扣政策实施范围扩大，扩展至欧洲、日本和加拿大多国站点。

表：以美国站为例拆解亚马逊新规

项目	详情	生效日期
下调服装类销售佣金	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 对于定价低于15美金的服装类商品，销售佣金将由17%降至5%； ▶ 对于定价介于15美金至20美金之间的服装类商品，销售佣金将由17%降至10%。 	2024/1/15
新增入库配置服务费	▶ 标准尺寸商品平均每件收费\$0.27；▶ 大件商品平均每件收费\$1.58	2024/3/31
新增低量库存费	针对标准尺寸商品收取，适用于库存量相较于其销量，长期维持在过低水平的商品。（卖家根据商品销量维持超过四周的库存，就可以避免支付此费用。）	2024/4/1
下调标准尺寸商品非旺季月度仓储费	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 标准尺寸商品月度仓储费平均将由每立方英尺0.87美元下调至0.78美元，平均降幅0.09美元； ▶ 非标准尺寸商品的月度仓储费将保持不变 	2024/4/1
下调物流配送费	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 标准尺寸商品平均每件将降低\$0.20； ▶ 非标准尺寸商品平均每件将降低\$0.61。 	2024/4/15
商品原包装发货(SIPP)计划	▶ 为符合直接使用原包装配送条件的商品，提供 0.04至1.32美元 不等的配送费用折扣	2024/2/5

图：低价服装类目在销售佣金和配送费用上的折扣

	通用门槛	销售佣金		低价亚马逊物流费率	
		原销售佣金	现销售佣金	适用门槛	优惠幅度
美国	价格低于15美金	17%	5%	价格低于\$108的商品适用	比标准费率低0.77美元
	价格介于15美金至20美金之间	17%	10%		
英国	价格低于15英镑	15.3%	8.16%	价格低于€10的商品适用	折扣详见下方价目表
德国 荷兰 比利时	价格低于15欧元	15%	8%	德国站低于€11 荷兰站低于€12 的商品适用	
法国 意大利 西班牙	价格低于15欧元	15.45%	8.24%	价格低于€12的商品适用	
瑞典	低于175瑞典克朗	15%	8%	不适用	
波兰	低于65波兰兹罗提	10%	8%	价格低于55波兰兹罗提的商品适用	
日本	定价低于2500日元	12%	8%	价格低于1,000日元的商品适用	比标准费率低66日元
加拿大	定价低于20加元	17%	10%	价格低于11加元的商品适用	比标准费率低0.55加元

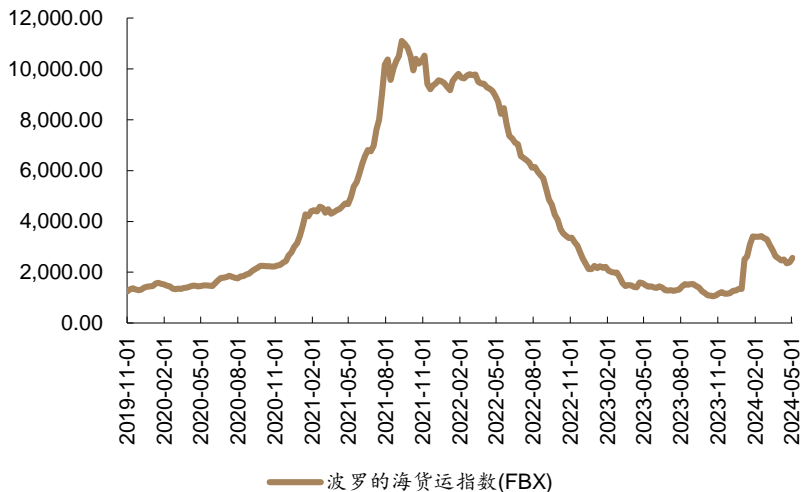
资料来源：亚马逊全球开店微信公众号、德邦研究所



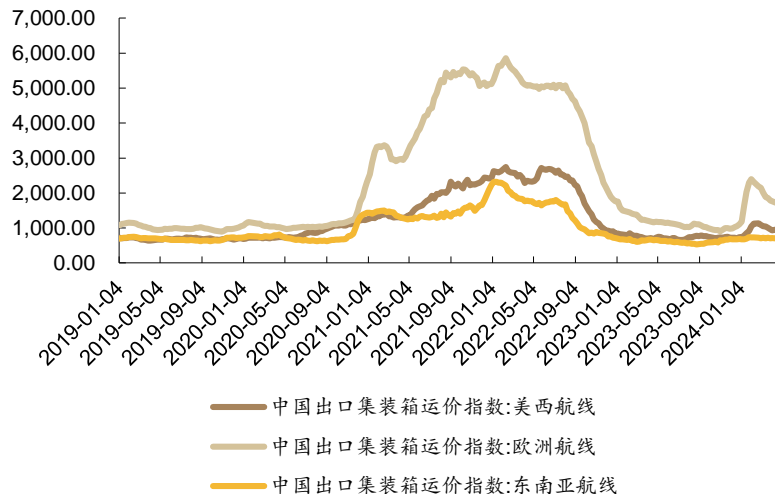
5.4.成本端：23年运费压力缓解，年初至今价格有所回升

- **成本端：①年初至今海运价格有所攀升**：疫情期间国际海运费处于高位，跨境电商卖家利润受损，22年Q2开始海运费回落，企业利润回升。2023年底至今受红海危机影响，海运价格再度上涨，24年初至今中国出口集装箱运价指数美西/欧洲/东南亚航线分别上涨22.62%、50.71%、11.31%。

图：波罗的海货运指数



图：中国出口集装箱运价指数

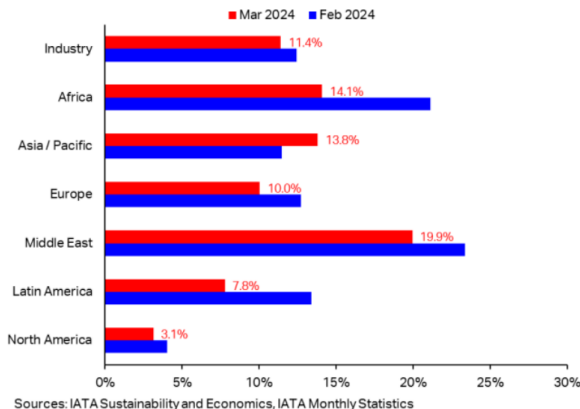


资料来源：wind、德邦研究所

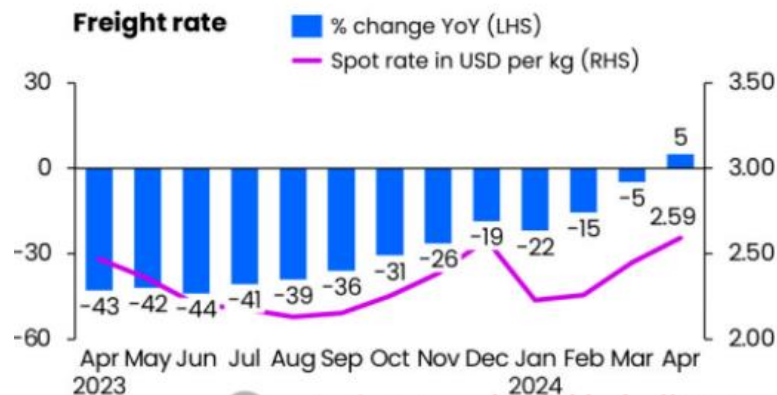
5.4.成本端：23年运费压力缓解，年初至今价格有所回升

- **成本端：②跨境电商需求+红海危机支撑空运价格上涨，新兴电商平台空运业务占比持续增加**：根据国际航空运输协会（IATA）发布数据，24年1月/2月/3月全球航空货运需求按照货运吨公里（CTKs）同比增长19.6%、12.4%、11.4%，其中中东、亚太以及非洲出口需求强劲。根据Xeneta数据，24年4月全球航空货运现货价格自2022年8月以来首次实现同比正增长，同增5%。跨境电商+红海危机成为支撑空运价格上涨的主要驱动力，根据深圳市跨境电商电子商务协会口岸数据，目前空运跨境电商业务量在国际货运业务中占比达到30%以上。根据Cargo Facts Consulting的数据，跨境电商平台如Temu、Shein、阿里巴巴和TikTok每天的发货量相当可观。其中，Temu每天发货约4000吨，Shein每天发货5000吨，阿里巴巴每天发货1000吨，TikTok每天发货800吨。

图：按航空公司注册地分列的国际航空货运需求



图：全球航空货运现货价格同比增速

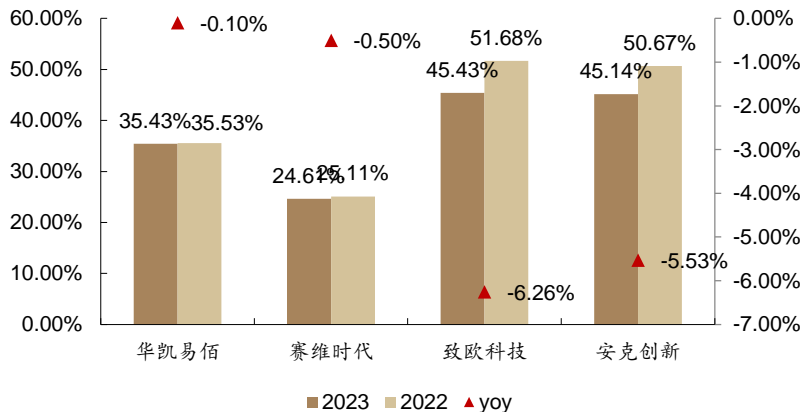


资料来源：国际航空运输协会（IATA）、Xeneta、全球航空货运微信号、跨境电商头条微信号、德邦研究所

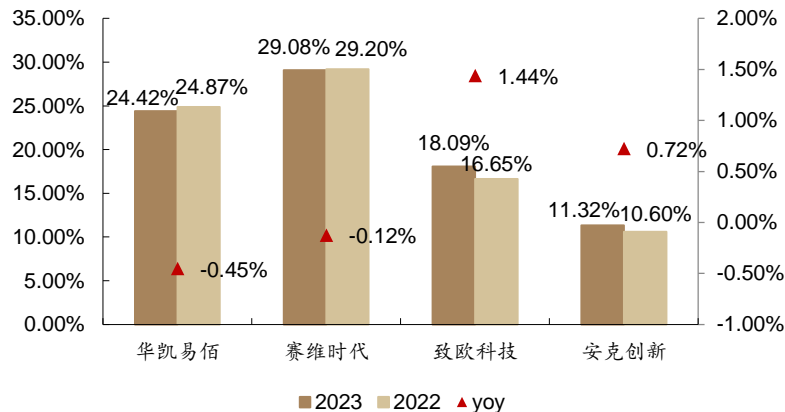
5.4.成本端：23年运费压力缓解，年初至今价格有所回升

- 23年情况**：拆分各公司营业成本为采购成本+运输成本，其中不同公司存在计算口径差异，2023年华凯易佰/赛维时代跨境业务运输成本占比分别为24.42%、29.08%，趋势上同比22年均小幅优化；致欧科技/安克创新运输成本占比18.09%/yoy+1.44pcts、11.32%/+0.72pcts。各公司运输成本占比基本稳定，验证23年全球海运价格高位回落，虽然受到红海事件影响小幅波动，但整体较稳定，维持了跨境电商业务头程运输成本稳定性。
- 24年Q1情况**：根据公司公开交流材料：赛维24年Q1相比23年毛利率上升2%，主要来自于头程率+料本率下降约3.5%，尾程率上升约1.5%。华凯易佰泛品业务由空运转海运，预计将进一步降低头程运费成本，发运方式转变有望带动毛利率提升。

图：各公司采购成本占比跨境出口业务收入比重



图：各公司运输成本占比跨境出口业务收入比重



资料来源：各公司公告、德邦研究所

06

投资建议

6.投资建议

- **医美板块**：行业稳步复苏，虽短期受到消费力下行、终端价格竞争扰动，从生活美容向医美导流、亦或光电设备的普及教育，长期看消费者渗透率仍处于提升阶段，且未来再生、胶原新品红利凸显，把握产品放量周期，**长期建议配置多管线的爱美客/华东医药/锦波生物，短期可关注江苏吴中童颜针放量情况及时代天使出海情况。**
- **化妆品板块**：23-24年行业稳步复苏，国货品牌优于国际品牌表现，电商红利逐渐消退，更需品牌提升精细化运营能力，同时丰富品牌矩阵品牌持续兑现高增，美妆集团逐步从单一品牌走向多元化，塑造立体品牌矩阵，未来重点把握组织架构优秀、底层能力完善公司的投资机会，**推荐珀莱雅/巨子生物/上美股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。**
- **黄金珠宝板块**：行业需求稳步增长，从保值需求向悦己需求转变，龙头业绩、市占率有望持续增长，货币政策和地缘政治推动金价持续上涨，推动黄金饰品、投资类产品景气上行，看好龙头品牌加盟商同店恢复与展店进度表现，**建议关注渠道持续扩张的周大生/老凤祥。**
- **跨境电商板块**：年报及一季报表现持续验证跨境电商板块景气度，受益于海外市场消费需求韧性，以及渠道去库存周期见顶，逐步迈入补库环节，出海企业有望收获更高业绩弹性，**建议重点关注华凯易佰/赛维时代/致欧科技等龙头标的；同时关注名创优品/泡泡玛特海外门店扩张情况。**

6.投资建议

表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润					24年PE
	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	
爱美客	28.69	39.55	52.99	67.30	32.9%	18.58	24.28	31.23	38.54	27.5%	26.76
锦波生物	7.80	11.78	16.26	20.67	38.4%	3.00	4.83	6.75	8.72	42.7%	32.11
江苏吴中	22.40	27.54	32.76	39.71	21.0%	-0.72	1.25	2.24	3.66	-	62.45
时代天使*	14.76	17.63	21.85	27.11	22.5%	0.53	0.73	1.51	3.21	81.6%	165.27
珀莱雅	89.05	110.61	134.63	159.21	21.4%	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	28.77
巨子生物	35.26	46.64	59.02	72.47	27.1%	14.52	17.61	21.99	26.96	22.9%	24.60
上美股份	42.13	66.02	83.53	100.57	33.6%	4.61	7.40	9.79	12.42	39.1%	23.19
贝泰妮	55.22	70.19	79.90	89.23	17.3%	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	21.83
华熙生物	60.76	65.60	77.93	88.04	13.2%	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	34.25
周大生*	162.90	195.62	226.67	256.28	16.3%	13.16	14.93	16.95	19.08	13.2%	11.72
老凤祥*	714.36	808.48	915.07	1000.65	11.9%	22.14	25.78	29.26	33.12	14.4%	15.67
潮宏基*	59.00	70.46	83.06	95.67	17.5%	3.33	4.29	5.13	5.85	20.6%	12.86
周大福*	950.17	984.46	1087.21	1190.56	7.8%	53.84	68.97	79.98	91.00	19.1%	14.15
莱百股份*	165.52	201.94	231.58	260.73	16.4%	7.07	8.25	9.33	10.43	13.9%	14.09
名创优品*	114.73	152.72	184.40	221.90	24.6%	17.69	24.52	30.20	36.15	26.9%	21.13
泡泡玛特*	63.45	82.71	101.16	121.14	24.1%	10.82	14.44	18.55	22.91	28.4%	28.63
致欧科技	60.74	75.95	94.64	117.99	24.8%	4.13	5.09	6.18	7.50	22.0%	18.56
东方甄选*	45.11	60.90	69.69	78.45	20.3%	9.71	6.10	9.16	11.38	5.4%	25.64
安克创新*	175.07	208.52	238.94	277.75	16.6%	16.15	19.34	22.84	26.17	17.5%	18.15
华凯易佰*	65.18	84.90	102.43	118.90	22.2%	3.32	4.52	5.61	6.67	26.2%	12.01
小商品城*	113.00	141.00	163.28	195.28	20.0%	26.76	28.65	32.16	40.17	14.5%	16.75
重庆百货*	189.85	198.68	208.39	214.18	4.1%	13.15	14.48	15.88	17.21	9.4%	8.07

资料来源：wind、德邦研究所；注：标记“*”来自于wind一致预测，其余来自德邦研究所预测，采用0.92港币兑人民币汇率，单位为：亿人民币，采用2024年4月30日收盘价

07

风险提示

风险提示

- **客流回暖低预期**：线下消费场景客流不及预期直接导致医美、酒店、餐饮、旅游等出行链，及珠宝零售消费客群缩减，对企业收入增长产生不利影响。
- **经销商管理风险**：珠宝企业加盟体系庞大，渠道管控不及预期或导致盈利能力下行。
- **行业竞争加剧**：行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或受下行影响。
- **终端需求疲软**：消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

分析师简介

易丁依，分析师，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2.市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市 场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳 斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电话：+862168761616 传真：+862168767880

400-8888-128