



商贸零售行业：可选消费持续分化，关注细分赛道和行业龙头的结构性机会

——2023 年报和 2024 年一季报总结

2024 年 5 月 22 日

看好/维持

商贸零售

行业报告

分析师	刘田田 电话：010-66554038 邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001
分析师	魏宇萌 电话：010-66555446 邮箱：weiyum@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090004
分析师	刘雪晴 电话：010-66554026 邮箱：liuxq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090005

投资摘要：

2023 年消费市场整体处于复苏通道，在 2022 年同期低基数下实现了较好的恢复性增长，但受制于消费能力和消费信心的影响，国民消费仍较为疲软，未来仍有较大恢复空间。分板块来看，22 年美护行业受疫情影响相对较小，因此 23 年的恢复弹性相对较小；黄金珠宝行业受疫情冲击较大，再叠加金价的持续上行，23 年实现较高速增长。

一、美容护理板块：美护板块稳健增长，医美板块呈现较大弹性。2023 年美容护理板块营收略有下滑，利润端明显修复，在 22 年同期低基数下高增。分板块看，医美板块表现最好，化妆品板块次之，个护用品板块最弱。2024 年 Q1 美容护理板块稳健增长，各细分板块延续 23 年增长态势。

1) 化妆品板块：美护需求疲软行业表现较为一般，各板块分化加重龙头重点公司业绩亮眼

化妆品板按产业链拆分：中游品牌商 23 年业绩表现较为一般，24 年 Q1 有所改善。化妆品品牌商（根据申万二级分类，同时剔除福瑞达已经剥离的地产业务，同时加入华熙生物）23 年整体收入同比+8.58%，归母净利润同比-1.67%。美护消费整体仍疲软，收入端表现一般。行业整体毛利率有小幅提升，但费用率的增长幅度更大，从而导致利润端表现弱于收入端。24 年 Q1 收入端稳健增长，利润端较 23 年有所恢复。**通过剖析上市公司的经营情况和业绩表现，我们总结出以下行业特点：**(1) 在行业增速下降的背景下，中游品牌商竞争加剧，业绩表现分化程度加重，只有少部分品牌坚挺，多数品牌处于调整期。(2) 行业增长乏力且竞争加剧的背景下，主品牌的业绩贡献减弱，培育较成熟的子品牌收入高增，品牌矩阵的优势进一步显现。(3) 头部美妆公司开始陆续探索国际市场，海外出口或为中长期发展的又一重要方向，有望打造新的业绩增长点。

化妆品上游原料端业绩表现波动较大，重点龙头公司业绩高增。中上游生产加工商业绩表现较弱，但利润端受益于青松股份的好转有明显改善。化妆品上游原材料板块 23 年整体收入同比+4.3%，净利润同比+269.51%。24 年 Q1 营收同比-20.43%，归母净利润同比+33.52%。板块业绩受青岛金王剧烈波动的扰动较大，但重点龙头科思股份实现高速且稳定增长，源于需求的持续增长、公司市场地位稳步提升，叠加公司以新型防晒剂为代表的产品进一步放量。中上游加工厂商 23 年整体收入同比-22%，归母净利润同比+102.05%；24 年 Q1 收入同比-1.43%，归母净利润同比+97.20%。我国美护市场消费需求仍较为疲软，带来中上游代工厂营收负增长，板块整体仍旧承压。青松股份完成了松节油业务剥离，利润端有所恢复。

2) 医美板块：药械生产商业绩稳定向好，下游医美机构业绩波动较大。医美板块 2023 年整体营收同比+10.41%，归母净利润同比+216.78%。2024 年 Q1 收入同比+11.71%，利润同比+33.57%。按医美不同环节来看，药品器械生产商受益于产品力强、格局优，整体增长稳定性较好，下游医美机构受线下消费波动导致业绩波动较大。从不同业务结构的公司来看，医美产品和化妆品业务兼有的公司，其业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。

二、黄金珠宝板块：金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售。2023 年饰品行业受金价持续上行，叠加疫后线下复苏，营收端表现良好，利润端实现业绩飞跃。分板块来看，黄金珠宝行业业绩高增，其他板块收入稳健增长，利润端受 ST 金一单只股票 23 年大幅扭亏为赢影响业绩高增。2024 年 Q1 饰品行业维持稳健增长态势。

以黄金为主业的公司业绩高增，钻石镶嵌品类表现较弱，行业拐点未至。黄金类板块 2023 年营收同比+21.27%；归母净利润同比+43.29%。受益于金价持续上行、疫后线下渠道恢复、门店拓展提速等因素，以黄金为主业的公司业绩高增。23 年钻石镶嵌品类整体营收同比-22.05%，归母净利润同比-90.21%。受到培育钻石对价格扰动的影响，以及消费者对兼具投资保值属性的黄金产品的偏好上升，对钻石镶嵌品类的需求受到较大分流，钻石镶嵌类公司业绩表现较差。展望 24 年全年，多种因素或将继续支撑金价高位运行，叠加上市公司开店积极性高，看好以黄金为主业尤其是主打性价比消费的公司的业绩表现。

投资策略：消费市场整体处于复苏通道，但消费能力和消费信心的恢复仍相对较弱，消费需求整体较为疲软，可选消费行业也在持续分化。在此背景下我们认为应当抓住结构性机会，重点关注景气度较高的行业，以及在行业竞争加剧集中度提升过程中有望获益的优质龙头公司。

风险提示：消费需求仍较为疲软，市场竞争加剧，金价波动超过预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
爱美客*	8.60	11.59	15.77	19.50	38.83	28.81	21.17	17.12	11.38	强烈推荐
珀莱雅*	3.01	3.92	4.83	5.93	36.39	27.95	22.67	18.49	9.99	推荐
贝泰妮*	1.79	2.49	2.99	3.51	32.56	23.40	19.52	16.60	4.21	推荐
上海家化*	0.75	0.90	1.05	1.18	26.75	22.29	19.04	17.01	1.76	推荐
丸美股份	0.65	0.94	1.18	1.45	39.06	33.86	26.88	26.88	3.73	-
华熙生物	1.23	1.72	2.13	2.57	54.41	37	29.75	24.64	4.27	-
巨子生物	1.46	1.79	2.25	2.79	22.26	25.88	20.55	16.60	11.26	-
中国黄金	0.58	0.71	0.84	0.96	17.03	15.79	13.49	11.76	2.51	-
菜百股份	0.91	1.07	1.21	1.34	16.39	14.08	12.45	11.2	2.84	-
老凤祥	4.23	4.93	5.61	6.3	16.3	15.46	13.60	12.11	3.26	-
潮宏基	0.38	0.48	0.57	0.65	18.15	12.39	10.47	9.19	1.44	-

资料来源：标星号为覆盖公司，盈利预测来源于外发报告，非覆盖标的来源于iFinD一致预期；东兴证券研究所

目 录

1. 美容护理板块：美护板块稳健增长，医美板块呈现较大弹性	4
1.1 化妆品板块：美护需求疲软行业表现较为一般，各板块分化加重龙头重点公司业绩亮眼	4
1.2 医美板块：药械生产商业绩稳定向好，下游医美机构业绩波动较大	7
2. 黄金珠宝板块：金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售	8
3. 风险提示	10
相关报告汇总	11

插图目录

图 1： 黄金价格整体走高	9
图 2： 以百货为首的线下渠道反弹显著	9

表格目录

表 1： 美容护理板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	4
表 2： 重要公司品牌矩阵	5
表 3： 美容护理板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	6
表 4： 化妆品中上游 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	7
表 5： 医美主要公司 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	7
表 6： 饰品板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	8
表 7： 黄金珠宝板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）	9
表 8： 黄金珠宝板块重点公司开店情况及计划	10

2023年消费市场整体处于复苏通道，在2022年同期低基数下实现了较好的恢复性增长，但受制于消费能力和消费信心的影响，国民消费仍较为疲软，未来仍有较大恢复空间。2023年全年社会消费品零售总额同比+7.4%，除汽车以外的消费品零售额同比+7.9%，在2022年同期低基数下实现了较高速增长。分品类看，可选消费品类相较于必选品类在疫情期间受冲击更大，因此2023年的增长弹性更强。2024年Q1社会消费品零售总额同比+4.7%，随着疫后复苏持续推进，消费增长也回归到正常水平。分板块来看，22年美护行业受疫情影响相对较小，因此23年的恢复弹性相对较小；黄金珠宝行业受疫情冲击较大，再叠加金价的持续上行，23年实现较高速增长。本篇报告我们将围绕美容护理行业和黄金珠宝行业总结分析。

1. 美容护理板块：美护板块稳健增长，医美板块呈现较大弹性

2023年美容护理板块营收略有下滑，利润端明显修复，在22年同期低基数下高增。2023年全年，美容护理板块主要企业（申万一级分类）整体收入997.73亿元，同比-5.97%；归母净利润100.79亿元，同比+45.66%。其中Q4整体收入235.87亿元，同比-1.01%，归母净利润3.92亿元，同比+16.08%。分细分板块看，化妆品板块整体收入同比-11.93%，归母净利润同比+75.6%，其中Q4整体收入同比-17.5%，归母净利润同比+127.18%。个护用品板块整体收入同比-1.9%，归母净利润同比-22.39%，其中Q4整体收入同比-7.46%，归母净利润同比-231.05%。医美板块整体收入同比+10.41%，归母净利润同比+216.78%，其中Q4整体收入同比+8.54%，归母净利润同比+137.21%。整体来看医美板块表现最好，化妆品板块次之，个护用品板块最弱。行业利润端的优异表现主要源于医美板块的拉动，板块行业毛利率整体基本稳定，但整体费用率同比大幅下降，叠加ST美谷利润亏损大幅收窄，带来板块利润端远好于收入端的业绩表现。

2024年Q1美容护理板块稳健增长。2024年Q1美容护理板块主要企业（申万一级分类）整体营收216.69亿元，同比+0.66%；归母净利润28.53亿元，增速同比+8.23%。分细分板块看，化妆品板块主要企业整体收入同比+1.34%，归母净利润同比+6.39%。个护用品板块主要企业整体收入同比-3.27%，归母净利润同比-9.98%。医美板块收入端同比+11.71%，利润端同比+33.57%，一季度利润端延续较好表现。

表1：美容护理板块2023年&2024年一季度业绩（亿元）

	2023年收入	同比	2023年归母净 利润	同比	2024Q1收入	同比	2024Q1归 母净利润	同比
美容护理行业	938.14	-5.97%	100.79	45.66%	216.69	0.66%	28.53	8.23%
化妆品板块	465.23	-11.93%	51.81	75.55%	107.34	1.34%	13.22	6.39%
个护用品板块	362.02	-1.90%	24.90	-22.39%	82.67	-3.27%	6.883	-9.98%
医美板块	110.90	10.41%	24.08	216.78%	26.69	11.71%	8.48	33.57%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.1 化妆品板块：美护需求疲软行业表现较为一般，各板块分化加重龙头重点公司业绩亮眼

化妆品板块按产业链拆分，中游品牌商23年业绩表现较为一般，24年Q1有所改善。化妆品品牌商（根据申万二级分类，同时剔除福瑞达已经剥离的地产业务，同时加入华熙生物）23年整体收入390.28亿元，同比+8.58%，归母净利润46.43亿元，同比-1.67%（与表3首行数据有所不同为统计口径差异所致）。23年受消费能力和消费信心影响，美妆消费需求整体疲软，全年社零化妆品类同比+5.1%；同时美护行业线上销售占比高，疫情期间受到影响相对较小，因此疫后弹性较小，23年美护行业上市公司收入表现整体较为一般。行业整体毛利率有小幅提升，但费用率的增长幅度更大，从而导致行业利润端表现弱于收入端。化妆品品牌商（根据申万二级分类+华熙生物）2024年Q1整体收入97.62亿元，同比+6.9%；归母净利润13.69亿元，同比+9.22%，

整体来看利润端相较于 23 年得到了比较好的恢复。若剔除掉福瑞达地产业务，24 年 Q1 板块整体收入同比 +12.93%，因公司未披露 24 年 Q1 医药美护板块单独的利润表现，因此无法计算剔除地产业务后的利润变动情况。24 年 Q1 社零化妆品类同比 +3.4%，行业需求仍未实现有效提振，但上市公司持续推进战略调整和变革，经营情况有所改善，整体收入表现优于行业市场的平均水平。

行业需求仍未有效提振的背景下，品牌业绩表现持续分化，培育经典品牌及搭建品牌矩阵的优势逐渐显现。通过剖析上市公司的经营情况和业绩表现，我们总结出以下行业特点：

- (1) 在行业增速下降的背景下，中游品牌商竞争加剧，业绩表现分化程度加重，只有少部分品牌能够实现坚挺，多数品牌处于调整期。细分公司来看，珀莱雅最早推出大单品策略并打造品牌影响力，目前呈现超强韧性，市场竞争优势显著，实现了超越国际美妆大牌的卓越表现；丸美股份和福瑞达（医药美护板块）经历了前期的战略调整，实现了明显改善，收入和利润端均实现双位数增长，目前处于上升通道；贝泰妮、华熙生物、敷尔佳、水羊股份等公司历史竞争力较强，但目前仍处于阵痛调整期，业绩短期有所承压，部分公司 24 年 Q1 有边际改善，但后续的发展仍有待验证。
- (2) 行业增长乏力且竞争加剧的背景下，主品牌的业绩贡献减弱，培育较成熟的子品牌收入高增，品牌矩阵的优势进一步显现。近年来重点美妆公司均通过内部孵化或外延并购的方式持续搭建品牌矩阵，打造第二、第三增长曲线，目前基本实现了护肤、彩妆、婴幼儿护肤和个护的多类目覆盖。2023 年贝泰妮收购了悦江集团，获得了 Za 姬芮和泊美两大品牌承接大众市场美护需求。福瑞达新推出珂缇品牌，向医美赛道延伸。通过对比来看，随着子品牌孵化的成熟，其收入占比和对公司的业绩贡献持续提升，甚至超越主品牌成为拉动公司营收增长的主要动力。

表2：重要公司品牌矩阵

公司	主品牌	23 年营收同比	子品牌-彩妆类	23 年营收同比	子品牌-护肤类	23 年营收同比	子品牌-个护类/婴幼儿/其他	23 年营收同比
珀莱雅	珀莱雅	36.36%	彩棠	75.06%	悦芙媞	61.82%	OR	71.17%
贝泰妮	薇诺娜	9%	Za 姬芮	23 年新收购	AOXMED	22 年推出 23 年运营	薇诺娜 baby	47.5%
丸美股份	丸美	11.63%	PL 恋火	125.14%	春纪	-	无	-
福瑞达	颐莲 瑷尔博士	20.35% 27.33%	UMT	-	善颜、涇润、贝润等	-	珂缇（医美）	23 年新推出品牌
水羊股份	御泥坊	收入有所下降	VAA	-	伊菲丹 EDB 大水滴、小迷糊等	EDB 全球 GMV 约 100% 增速	无	-

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- (3) 头部美妆公司开始陆续探索国际市场，海外出口或为中长期发展的又一重要方向，有望打造新的业绩增长点。珀莱雅表示要积极探索海外发展机会，抓住中国品牌出海机遇。贝泰妮于 2023 年开始布局海外业务，在泰国曼谷建立了东南亚业务总部，与此同时，公司收购的 ZA 和泊美两大品牌具有丰富的海外销售渠道，有望为公司自由品牌出海提供有力支持。水羊股份 2022 年收购法国高奢护肤品牌伊菲丹后也获得了海外销售收入和海外优质渠道资源。整体来看，头部美妆公司已经开始探索海外市场，东南亚市场是首要目标，在国内消费需求较为疲软的情况下，海外市场有望形成品牌销售收入的有效补充，中长期看也有望打造新的业绩增长点，为公司带来更多的业绩增长贡献。

表3：美容护理板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

	2023 年收 入	同比	2023 年归母净 利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
中游品牌商（未剔除福瑞达地产业务+华熙生物）	411.91	-12.22%	47.15	3.34%	97.62	6.9%	13.69	9.22%
珀莱雅	89.05	39.5%	11.94	46.06%	21.82	34.56%	3.03	45.58%
上海家化	65.97	-7.2%	5.00	5.93%	19.05	-3.76%	2.56	11.18%
华熙生物	60.76	-4.5%	5.9256	-38.97%	13.6053	4.24%	2.43	21.39%
贝泰妮	55.22	10.1%	7.57	-28.01%	10.97	27.06%	1.77	11.74%
福瑞达	45.79	-64.6%	3.03	567.38%	8.91	-29.99%	0.59	-54.35%
福瑞达-剔除地产业务	24.16	22.71%	2.31	12.93%	7.37	13.56%	-	-
水羊股份	44.93	-4.9%	2.94	135.76%	10.32	-1.36%	0.40	-23.26%
丸美股份	22.26	28.5%	2.59	48.94%	6.61	38.73%	1.11	40.63%
敷尔佳	19.34	9.3%	7.49	-11.56%	4.09	9.65%	1.52	-4.77%
拉芳家化	8.60	-3.1%	0.66	10.59%	2.24	15.63%	0.28	-23.20%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

化妆品上游原料端业绩表现波动较大，重点龙头公司业绩较为稳定延续高增态势。化妆品上游原材料板块 23 年整体收入同比+4.3%，净利润同比+269.51%。24 年 Q1 营收同比-20.43%，归母净利润同比+33.52%。板块 23 年营收稳定增长，利润高增主要源于科思股份业绩的坚挺以及青岛金王 23 年实现大规模扭亏为盈。24 年 Q1 营收端负增长受收入占比较高的青岛金王拖累，但科思股份业绩的稳定带来行业整体利润端的增长。板块整体业绩波动较大，但重点龙头科思股份实现高速且稳定增长，23 年营收同比+36%，归母净利润同比+89%，24 年 Q1 营收同比+21.1%，归母净利润同比+37.17%。化妆品活性成分及其原料业务下游市场需求的持续增长、公司市场地位稳步提升，叠加公司以新型防晒剂为代表的产品进一步放量，公司收入实现快速增长；在部分新产品产能快速释放和产能利用率提升的拉动下，公司毛利率提升 12.17pct. 至 48.83%，带来净利率的提升和归母净利润的同比高增。

中上游生产加工商业绩表现较弱，但利润端受益于青松股份的好转有明显改善。23 年板块整体收入同比-22.00%，归母净利润同比+102.05%；24 年 Q1 收入同比-1.43%，归母净利润同比+97.20%，板块归母净利润的大幅增长主要源于青松股份亏损大幅缩减。我国美护市场消费需求仍较为疲软，带来中上游代工厂商营收负增长，板块整体仍旧承压。青松股份于 2022 年底完成了松节油深加工业务的剥离，若剔除该因素影响，化妆品业务收入同比-5.75%。利润表现较差的松节油业务的剥离带来了公司利润亏损的大幅减少，但受到国内面膜、护肤品订单复苏不足以及海外湿巾订单大幅下降影响，公司业绩表现仍旧较弱。芭薇股份表现相对亮眼，23 年营收同比+2%，净利润同比+8.2%，主要因为公司重点聚焦景气度相对较高的护肤品类，23 年占比高达 89.19%，一定程度上弥补了下降较多的面膜和洗护品类的拖累。

表4：化妆品中上游 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

	2023 年 收入	同比	2023 年归 母净利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
上游原料	54.38	4.30%	7.16	269.51%	11.89	-20.43%	2.34	33.52%
青岛金王	25.09	-15.0%	0.10	101.29%	3.31	-58.02%	0.09	-54.42%
科思股份	24.00	36.0%	7.34	89.00%	7.12	21.10%	2.20	37.17%
华业香料	2.69	5.7%	-0.04	-119.01%	0.79	18.99%	0.06	248.52%
锦盛新材	2.60	7.0%	-0.24	-6.04%	0.67	31.61%	-0.01	-85.92%
中上游代工	34.54	-22.00%	0.13	102.05%	6.99	-1.43%	-0.01	97.20%
青松股份	19.69	-32.5%	-0.68	90.79%	3.80	-4.26%	-0.06	29.88%
嘉亨家化	10.16	-3.4%	0.40	-42.36%	2.03	-5.43%	-0.03	-153.49%
芭微股份	4.69	2%	0.41	8.2%	1.16	19%	0.08	10.46%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 医美板块：药械生产商业绩稳定向好，下游医美机构业绩波动较大

按医美不同环节来看，药品器械生产商受益于产品力强、格局优，整体增长稳定性较好，下游医美机构受线下消费波动导致业绩波动较大。从不同业务结构的公司来看，医美产品和化妆品业务兼有的公司，其业绩受到化妆品品牌轮动影响明显。2023 年医美板块整体营收同比+10.41%，归母净利润同比+216.78%。2024 年 Q1 收入同比+11.71%，利润同比+33.57%。分公司看：爱美客聚焦医美中游产品端，核心产品嗨体稳健增长，高端新品天使针快速放量，推动公司业绩快速增长。23 年公司营收 28.69 亿元，同比 48%，净利润 18.58 亿元，同比 47.08%，24Q1 在高基数下保持近 30% 的高增长。锦波生物 23 年收入翻倍，归母净利接近 3 倍；24Q1 继续保持高增，收入同增 76%，归母净利翻倍，主要受益于公司旗下国内首个可用于注射的重组 III 型人源化胶原蛋白针剂产品薇旖美的上市和放量。华熙生物：兼有化妆品和医美业务，23 年收入同比-4.5%，归母净利同比-39%，主要由于功效护肤板块高基数下销售下滑，医美板块在差异化新品双子针、娃娃针等带动下保持快速增长。24Q1 营收同增 4%，归母净利同增 21%，低基数叠加品牌渠道优化下，经营表现改善。ST 美谷：23 年收入同比+1%，归母净利减亏 16%，医美收入同比+14%，但非医美莱赛尔纤维业务产能利用率不足，导致持续亏损。

表5：医美主要公司 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

	2023 年 收入	同比	2023 年归 母净利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
医美板块	110.90	10.41%	24.08	216.78%	26.69	11.71%	8.48	33.57%
爱美客	28.69	48.00%	18.58	47.08%	8.08	28.24%	5.27	27.38%
华熙生物	60.76	-4.50%	5.93	-38.97%	13.61	4.24%	2.43	21.39%
锦波生物	7.80	100.00%	3.00	174.59%	2.26	76.09%	1.01	135.74%
ST 美谷	13.64	0.60%	-3.42	-15.64%	2.75	-78.36%	-0.24	6.44%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

展望 24 年全年及未来几年，医美市场整体仍处于渗透率提升期，长期空间广阔，但宏观经济弱复苏、消费能力和信心承压下，医美作为高端消费，也将渐进式恢复。（1）短期看，关注居民收入和消费信心相对承压

下，医美作为中高端可选消费的景气度。(2) 中长期看，医美仍是颜值经济中有效性最高、改善最显著、待渗透空间最广的细分赛道，且材料、技术的迭代升级不断打造新的增长曲线，并带动利润提升，赛道整体仍处于快速扩容的红利期。我们长期看好我国医美尤其是轻医美行业，材料升级、渗透率和复购频次提升带来的增长确定性。(3) 产业链视角看，中游产品生产商通常为全国性销售，受单个地区销售表现影响较小，增长确定性更强。且新产品上市推广并受到市场认可进入放量期，将带动公司收入持续快速提升，关注产品生命周期和产品矩阵的接力。

投资建议：消费复苏整体偏弱但国货美妆发展正当时，具有较高性价比的优质国货品牌承接了较多中高端国际大牌的消费降级转移，叠加公司自身研发能力的提高和品牌力的增强，拥有较大发展空间，我们持续看好优质国货美妆公司的长远发展。行业竞争加剧品牌分化持续加重，具有技术研发优势、经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的美妆品牌将会更具竞争优势。重点推荐已打造较强产品力和品牌力的标的，如珀莱雅；处于改善上升通道的福瑞达、丸美股份等也有望受益。医美行业建议关注格局清晰，技术、资质、渠道壁垒深厚的中游医美产品生产商龙头，如爱美客，华熙生物、巨子生物等有望受益。

2. 黄金珠宝板块：金价上行和疫后复苏共同提振黄金珠宝销售

2023 年饰品行业受金价持续上行，叠加疫后线下复苏，营收端表现良好，利润端实现业绩飞跃。2023 年饰品板块主要企业(申万二级分类)整体收入 1901.22 亿元，同比+18.61%；归母净利润 70.30 亿元，同比+359.35%。其中 Q4 整体收入 291.88 亿元，同比+33.53%；归母净利润 19.35 亿元，同比+162.55%。分细分板块看，黄金珠宝板块整体收入 1798.81 亿元，同比+19.49%；归母净利润 59.49 亿元，同比+22.79%，业绩增长主要源于黄金板块亮眼的业绩表现。其他板块整体收入 102.4 亿元，同比+5.09%；归母净利润 10.8 亿元，同比+132.62%。受益于金价上行和疫后线下复苏，行业收入实现较好增长，尤其是黄金珠宝板块表现较好。行业利润端远高于收入端的增长主要源于 ST 金一单只股票 23 年净利润大幅扭亏为赢，若剔除该因素影响，行业 23 年营收同比+19.03%，归母净利润同比+22.64%，整体调整至正常增长区间。

2024 年 Q1 饰品行业稳健增长。2024 年 Q1，饰品板块主要企业(申万二级分类)整体收入 628.19 亿元，同比+7.39%；归母净利润 21.27 亿元，同比+10.82%。分细分板块看，黄金珠宝板块整体收入 607.7 亿元，同比+9.07%，归母净利润 20.3 亿元，同比+3.45%。其他板块整体收入 20.48 亿元，同比-26.34%，归母净利润同比 0.94 亿元，+305.4%，其他板块的业绩波动主要受 ST 金一单只股票的影响较大。

表6：饰品板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

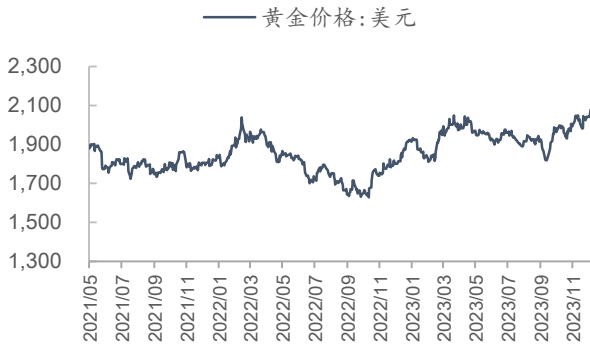
	2023 年收 入	同比	2023 年归母 净利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
饰品行业	1,901.22	18.61%	70.30	359.35%	628.19	7.39%	21.27	10.82%
黄金珠宝板块	1,798.81	19.49%	59.49	22.79%	607.71	9.07%	20.33	3.45%
其他板块	102.41	5.09%	10.81	132.6%	20.48	-26.34	0.941	305.41%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

金价上行和疫后复苏拉动以黄金为主业的公司业绩高增。黄金类板块 2023 年整体营收 1750.44 亿元，同比+21.27%；归母净利润 58.76 亿元，同比+43.29%。板块较好的业绩表现主要源于：(1) 2023 年金价上涨 14.59%（以美元计价），一方面增加了兼具投资保值属性的黄金产品的吸引力，另一方面也为品牌销售的增长提供了价格支持；(2) 黄金珠宝线下消费占比较高，疫情期间受冲击较大，疫后恢复弹性较大；(3) 疫情期间积

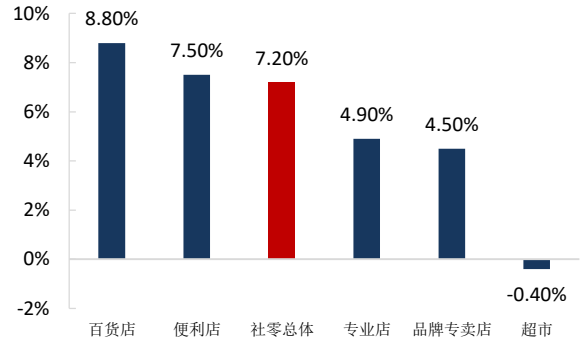
压的婚庆等消费需求延期集中释放；(4) 各大黄金珠宝品牌开店积极性显著提高，疫后加盟商开店信心明显恢复。24年Q1黄金价格仍延续上升趋势，为黄金品牌的销售提供了价格支撑，但3月份金价的大幅上行在一定程度上抑制了消费需求的释放，叠加23年疫后刚刚放开同期高基数影响，24年Q1黄金品牌业绩增速有所下滑。

图1：黄金价格整体走高



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：以百货为首的线下渠道反弹显著



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

钻石镶嵌品类表现较弱，行业拐点未至。23年钻石镶嵌品类整体营收同比-22.05%，归母净利润同比-90.21%。一方面培育钻石新品类的出现一定程度上扰乱了钻石市场的价格体系，压抑了消费者对钻石的购买诉求；另一方面源于消费需求结构的变化，经济形势相对较为低迷的背景下，消费者对兼具投资保值属性的黄金产品的偏好上升，对钻石镶嵌品类的需求受到较大分流。24年Q1钻石镶嵌类持续低迷，重点公司业绩表现差，迪阿股份和莱绅通灵毛利率下滑较多，同时期间费用率增多，导致净利润同比大幅下降。镶嵌钻石板块的拐点仍未至，后续或要等经济复苏明显改善、居民购买力和购买信心恢复以及黄金产品分流影响减弱后，钻石品类或有望重回增长通道。

表7：黄金珠宝板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

	2023 年 收入	同比	2023 年归母 净利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
黄金类板块	1,750.44	21.27%	58.76	43.29%	596.02	9.53%	19.9	9.23%
老凤祥	714.36	13.4%	22.14	30.23%	256.30	4.36%	8.02	12.00%
中国黄金	563.64	19.6%	9.73	27.20%	182.51	13.08%	3.63	21.09%
莱百股份	165.52	50.6%	7.07	53.61%	63.16	25.01%	2.72	16.15%
周大生	162.90	46.5%	13.16	20.67%	50.70	23.01%	3.41	-6.61%
潮宏基	59.00	33.6%	3.33	67.40%	17.96	17.87%	1.31	5.47%
萃华珠宝	45.65	8.5%	1.73	261.26%	11.82	-33.95%	0.60	65.29%
明牌珠宝	39.37	13.4%	1.59	197.87%	13.56	10.24%	0.21	-55.14%
钻石镶嵌类板 块	48.36	-22.05%	0.73	-90.21%	11.69	-10.07%	0.43	-70.06%
迪阿股份	21.80	-40.8%	0.69	-90.54%	4.26	-39.52%	0.29	-70.81%
曼卡龙	19.23	19.4%	0.8	47.14%	5	45.12%	0.32	21.08%
莱绅通灵	7.33	-19.7%	-0.76	-91.79%	2.42	-3.08%	-0.19	-218.58%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

展望 24 年全年，多种因素或将继续支撑金价高位运行，叠加上市公司开店积极性高，看好以黄金为主业尤其是主打性价比消费的公司业绩表现。我们认为多种因素将继续支撑金价高位运行：1) 以美国为代表的西方主要经济体进入降息通道；2) 地缘政治危机仍较为紧张，且短时间内不会消失；3) 全球央行对黄金的需求仍在持续提升，增加黄金储备将延续。预计黄金价格或维持在相对高位震荡，对黄金品类的销售价格支撑及对投资属性的黄金消费需求支撑仍在，黄金作为避险资产有望持续获得投资者和消费者青睐。与此同时，黄金珠宝公司整体开店积极性高，疫后加盟商开店信心明显增强，公司也在开店层面给予了较大支持，24 年仍有较高开店速度。因此我们看好黄金珠宝行业 24 年整体的业绩表现，尤其是投资金条占比较高、主打性价比消费的黄金珠宝品牌，如中国黄金、菜百股份等。

表8：黄金珠宝板块重点公司开店情况及计划

公司	截至 23 年底门店数	23 年净增加数 (较年初)	23 年开店计划	24 年开店计划	其他 (支持力度/发展方向/规划等)
老凤祥	5994	385	>350 家	-	-
中国黄金	4257	615	总量达到 4000 家 (+358)	计划门店增速为 10%-15%，对应净开 400-500 家	出台“三免两减”加盟收费新政策，加大对服务中心及加盟商的支持与鼓励，恢复渠道信心，全力以赴拓展新店；2024 年将持续加大店面开设力度，保持店面增速，多渠道并举开设店面。
周大生	5106	490	净增 400 家	净增 400-600 家	-
菜百股份	87	19	预计净开 10-20 家	预计净开 10-20 家	在精准选点的基础上，加密京津冀门店布局，积极开发华北以外市场，拓展全国营销网络建设布局计划全年新开门店 10-20 左右，拓展节奏与 2023 年基本保持一致
潮宏基	1399	241	增加 200-250 家	增加 300 家	未来两年计划每年净增加 300 家，争取在 2025 年达到 2000 家。新店更多以加盟为主

资料来源：同花顺、公司公告，东兴证券研究所

投资建议：(1) 黄金珠宝行业在高基数背景下仍销售火爆，反应了消费者对兼具投资保值属性的黄金产品的偏爱。(2) 中短期看，西方主要经济体进入降息周期、地缘政治危机不断背景下金价仍旧有望保持坚挺，黄金珠宝销售有望延续稳健增长。考虑到去年同期高基数因素，24 年行业增速中枢或下降，但预计仍为可选消费中表现较突出的赛道。看好黄金业务占比高、线下门店数量较多且拓店较快的黄金珠宝品牌，尤其是主打性价比消费的品牌。(3) 长期看，居民消费水平提高，黄金工艺改进以及国潮崛起背景下国货黄金珠宝行业增长动力十足，看好技术领先，品牌力打造能力较强的品牌。

3. 风险提示

消费需求仍较为疲软，市场竞争加剧，金价波动超过预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	黄金珠宝行业：春节销售开门红，24年有望延续良好表现	2024-02-23
行业普通报告	美护行业：业绩预告陆续披露，重点把握兑现性和强边际改善	2024-02-01
行业普通报告	商贸零售行业：11月社零在同期低基数下高增，可选消费表现更佳	2023-12-21
行业深度报告	商贸零售&社会服务行业 2024年投资展望：消费稳步复苏下，优选细分领域龙头	2023-11-30
行业普通报告	美护行业：双十一大促表现尚可，部分国货美妆品牌赶超国际大牌	2023-11-20
行业深度报告	商社行业 2023年中期策略：关注确定性与复苏的弹性	2023-07-10
公司普通报告	周大生 (002867.SZ)：23年线下渠道加速拓展，24年增长可期	2024-03-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究员，主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究员，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526