

商贸零售行业2024年中期投资策略

——顺势而为，积极拥抱新模式与新变革

刘文正、郑紫舟、解慧新、刘彦菁、褚菁菁、杨颖

核心观点：关注线下渠道、高性价比、消费分化及产品创新赋能品牌建设

➤ 商贸零售行业复盘与展望：

复盘商贸零售行业2023年及2024年上半年的情况，整体呈现温和复苏趋势，消费者的行为日趋理性；展望2024年下半年，商贸零售板块的消费分化趋势延续，且在消费偏谨慎的大背景下，展望细分赛道的发展趋势，并结合资金面、股息率、估值等因素寻找细分板块下个股的投资机会。

➤ 投资主线梳理：

- 一是线下渠道回归与高性价比消费，对于强线下属性的百货零售、黄金珠宝等行业，线上渠道红利逐渐消退，线下渠道价值回归，传统百货商超改革、折扣零售等性价比零售仍是24年下半年的投资主线；
 - 二是出海逻辑，跨境电商板块中具备性价比定位的平台与大件和品牌卖家将加速其出海速度，新兴电商平台商业模式由全托管模式向半托管模式延伸；
 - 三是消费分化趋势延续，消费较谨慎的背景下，寻找受影响较小的标的。医美美妆板块呈现高收入阶层追求高品质、服务与产品效果，而对价格不敏感；对于大众消费者，更关注品质佳与高性价比的产品。因此呈现出高端品与高性价比产品需求维持高位，但介于追求性价比与追求品质化中间的人群受影响最大。建议关注积极布局重组胶原蛋白等新材料、持续推新并迭代的医美美妆企业；同时重点关注美妆行业的线下渠道加速回归。
 - 四是从量增到高质量发展。黄金珠宝行业从加速渠道下沉的红利期逐步过渡到追求门店扩张的同时，也要追求单店效益的提升；且从产品维度，高附加值的古法金、硬足金及黄金镶嵌等成为重要的产品方向，工艺考验品牌的设计与创新能力，进一步助力品牌势能的提升。
- **推荐标的：**跨境电商推荐小商品城、乐歌股份、华凯易佰、赛维时代；百货零售推荐重庆百货、名创优品、丽尚国潮，建议关注家家悦；黄金珠宝推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、中国黄金、曼卡龙；培育钻石板块建议关注力量钻石、中兵红箭、四方达、沃尔德、国机精工等；医美推荐锦波生物、爱美客、昊海生科、江苏吴中、朗姿股份、美丽田园；化妆品推荐巨子生物、水羊股份、珀莱雅、润本股份、福瑞达、上美股份、嘉亨家化等。
- **风险提示：**终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。



00 零售行业总览

01 跨境电商：新模式兴起，进一步提升增长增长空间

02 百货商超及专业零售：线下渠道红利初显，性价比零售仍是24年的投资主线

03 美妆：行业弱复苏，海内外龙头表现分化，关注新原料/新渠道/潜力赛道机会

04 黄金珠宝：金价驱动板块行情，产品与渠道焕发新活力

05 培育钻石：行业供需格局边际转好，毛坯价格企稳回升

06 医美：消费偏谨慎，寻找受影响较小的标的

07 零售板块投资建议

08 风险提示

CONTENTS

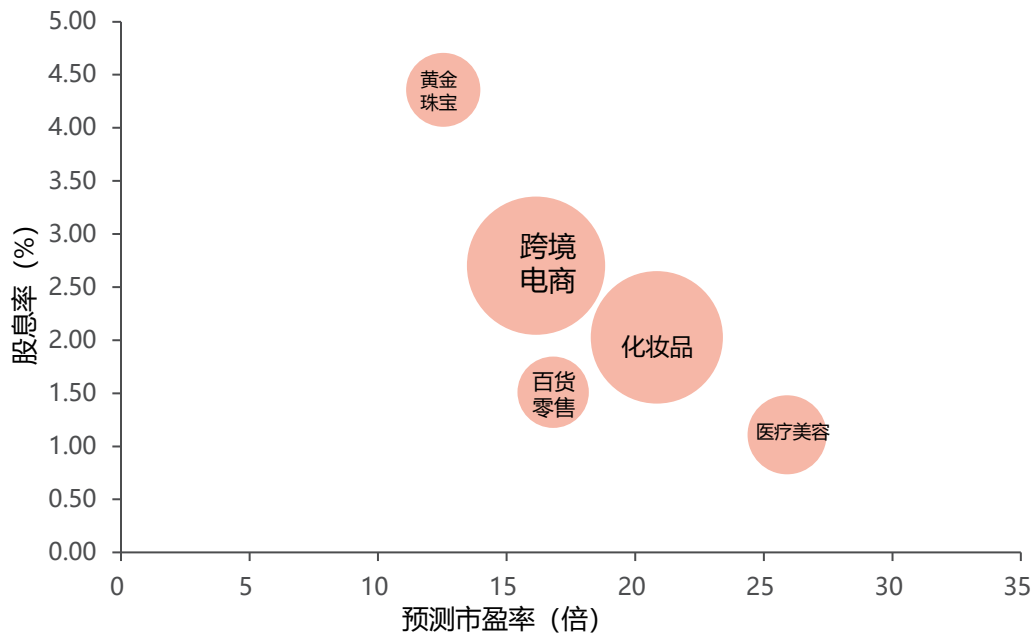
目录



零售行业总览——细分板块逻辑梳理

- 跨境电商：**24年欧美需求有望在通胀回落及补库周期开启背景下有所改善，“一带一路”市场在国家政策的支持下有望进一步扩大规模。细分行业关注性价比出海的相关标的，以及建设独立站、发展流量分配能力的标的，推荐小商品城、乐歌股份、华凯易佰、赛维时代，建议关注焦点科技、吉宏股份、安克创新。
- 百货商超零售：**受获客成本上升、利润率压缩等影响，线上渠道红利逐渐消退，线下渠道有望迎来发展新机遇。关注区域性零售企业传统业态的修复，以及多业态的协同发展和新业态拓展的标的。细分行业关注布局折扣零售的相关标的，推荐重庆百货、名创优品、丽尚国潮，建议关注家家悦。
- 专业零售：**国内近视防控市场需求空间大、渗透率低，离焦镜产品在青少年近视防控方面具有突出比较优势，未来成长空间广阔，龙头品牌加速布局离焦镜业务产品持续抢占市场份额，推荐国产镜片龙头明月镜片及眼镜零售龙头博士眼镜。生育政策持续出台助推出生率边际改善，消费提质升级驱动母婴市场持续增长，供给端加速出清利好龙头加速夺取市场份额，推荐专业母婴零售龙头孩子王。
- 黄金珠宝：**行业层面关注国际金价走势，受美联储政策、降息落地时间预期及国际局势变动等影响，金价或存在阶段性回调；个股层面，关注渠道拓展速度及同店销售增长情况、订货会情况、产品设计与创新能力等，关注金价上行趋势下受益标的，推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、中国黄金、曼卡龙。
- 培育钻石：**随培育钻石毛坯价格回暖以及行业格局优化，行业景气度存在回暖趋势，上下游产业链融合日趋完善，建议关注高温高压龙头企业力量钻石、中兵红箭，布局CVD的企业四方达、沃尔德、国机精工等。
- 医美：**消费能力承压下，关注受影响小的消费类型。基础维养如水光针等消费粘性高且受益于合规化趋势，市场份额有望不断提升；再生材料、胶原蛋白、高端玻尿酸受影响较小，重点关注再生类材料推广、重组胶原蛋白与重组肉毒的产品布局进展，上游厂商推荐锦波生物、爱美客、昊海生科、江苏吴中，医美机构端推荐朗姿股份、美丽田园医疗健康。
- 化妆品：**国内美妆行业弱复苏，国货品牌持续发力产品、渠道、品牌建设，积极挖掘合成生物、婴童护理、头皮护理等新赛道机会，头部国货加速崛起，重点关注各品牌新材料布局进度及产品推新情况，推荐巨子生物、水羊股份、珀莱雅、润本股份、福瑞达、上美股份等。
- 风险提示：**终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

图表：零售行业细分板块景气度研判



资料来源：iFind，民生证券研究院；（注：股息率为近12个月，预测市盈率为24年，收盘价采用24年6月14日）

➤ 气泡图研判细分板块景气度：

- 横轴代表板块市盈率（即估值水平），纵轴代表板块股息率（即股息与股价的比率），用气泡大小代表未来3-5年行业市场规模复合增速的预测（其中，市场规模预测值来源于欧睿数据等第三方数据）。综合三维度因素看，百货零售与黄金珠宝板块属于低估值、高股息率行业；跨境电商、化妆品处于中等股息率与估值水平，而跨境电商与医美行业未来景气度较高，板块市场规模扩张速度较快。

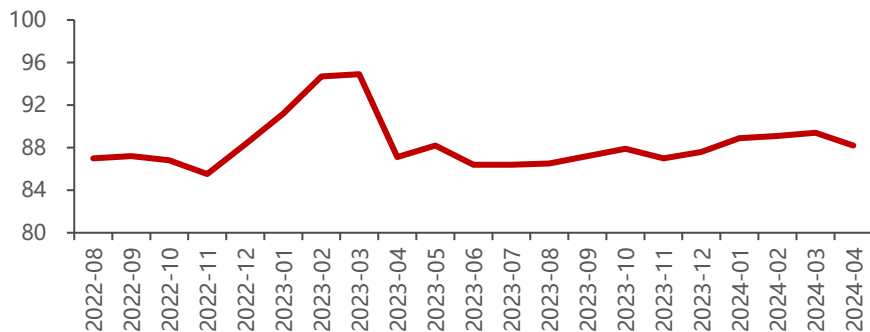
➤ 行业竞争格局研判：

- **跨境电商**：格局仍然分散，通过外延方式集中度提升。
- **百货零售**：区域性龙头通过多业态打造集中度逐渐提升。
- **黄金珠宝**：珠宝龙头品牌通过渠道、产品、品牌影响力的优势提升集中度。
- **医疗美容**：新产品与新材料获批或将影响行业竞争格局。
- **美容护理**：美护行业品牌端集中度提升，马太效应凸显，行业格局优化。

零售行业总览——社零总览与分板块表现

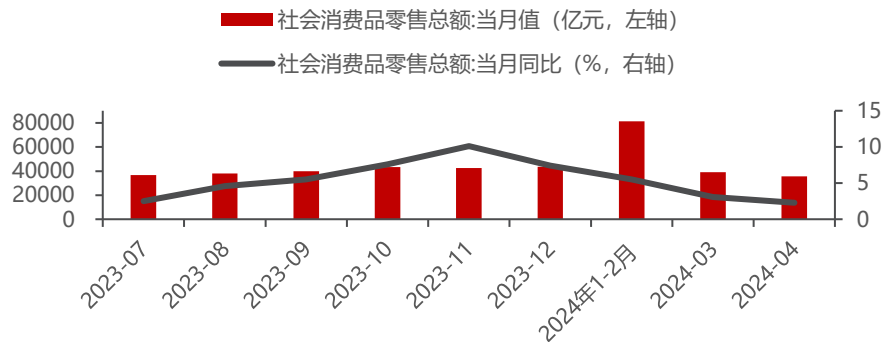
- **社零总额及同比增速**：2024年1-4月，社会消费品零售总额15.60万亿元，同比+4.1%。其中，1-4月，金银珠宝类零售额同比+3.6%；服装、鞋帽、针纺织品类零售额同比+1.5%；化妆品类同比+2.1%。
- **CPI**：24年1月-4月CPI小幅波动，基本维持稳定。1-2月下降后回到平稳，3-4月略微上升。
- **消费者信心指数**：2024年1-3月，消费者信心指数连续三月回升，4月回落比1月低的水平。

图表：消费者信心指数（单位：%）



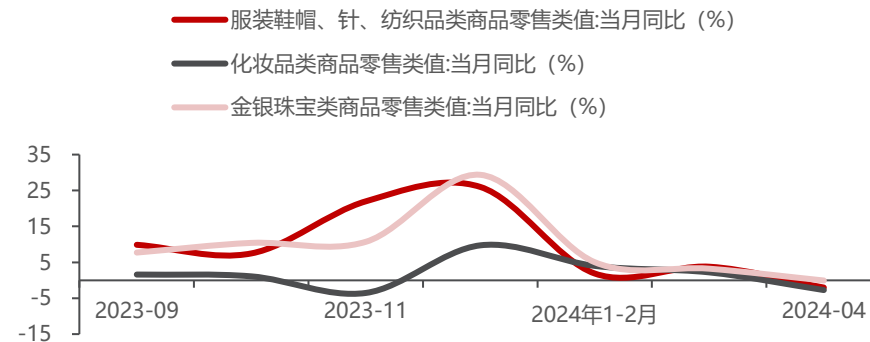
资料来源：iFind，国家统计局，民生证券研究院

图表：社会消费品零售总额及当月同比



资料来源：iFind，国家统计局，民生证券研究院

图表：分品类商品零售值当月同比



资料来源：iFind，国家统计局，民生证券研究院

零售行业总览——行情表现与资金面特征

- **涨跌幅复盘：**从24年年初至今（2024.5.31）的涨跌幅来看，零售行业子版块表现比较疲软，所有板块均较年初下跌。从区间跌幅排序看，子版块跌幅前五：跨境电商（-31.15%）、医疗美容（-16.65%）、百货（-15.30%）、化妆品（-4.86%）、钟表珠宝（-0.24%）。
- **公募基金配置情况：**1) 公募基金配置比例：美容护理、商贸零售、医疗美容先增后减，纺织服饰先降后增；2) 公募基金持股市值：百货环比收窄，钟表珠宝环比上行。

图表：年初至今指数涨跌幅（24.1.1-5.31）

证券代码	证券简称	区间涨跌幅（%）
000001.SH	上证指数	3.76
399001.SZ	深证成指	-1.68
399006.SZ	创业板指	-4.56
801980.SL	美容护理（申万）	-5.88
801130.SL	纺织服饰（申万）	-5.84
801200.SL	商贸零售（申万）	-13.97
852031.SL	百货	-15.30
852062.SL	跨境电商	-31.15
851331.SL	钟表珠宝	-0.24
884273.TI	医疗美容	-16.65
801982.SL	化妆品	-4.86

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：区间为年初至5月31日收盘价）

图表：公募基金配置比例（%）及公募基金持股市值（亿元）

板块名称	公募基金配置比例（%）			公募基金持股市值（亿元）		
	23Q3	23Q4	24Q1	23Q3	23Q4	24Q1
上证指数	53.9004	50.8741	55.5265	14578.39	13962.21	13960.67
深证成指	41.5377	44.7546	39.8261	11234.66	10243.27	10013.22
创业板指	15.1563	17.2636	15.5372	4099.30	4057.39	3906.42
商贸零售	0.5763	0.9016	0.4709	155.88	106.20	118.40
美容护理	0.3975	0.6694	0.3335	107.51	72.66	83.86
纺织服饰	0.4034	0.2665	0.4962	109.12	110.54	124.76
百货	0.0677	0.0736	0.0195	18.30	10.74	5.20
超市	0.0002	0.0057	0.0054	0.06	0.22	1.17
跨境电商	0.0176	0.0113	0.0347	4.75	7.98	8.72
钟表珠宝	0.0651	0.0541	0.1138	17.61	18.02	28.61
化妆品	0.1122	0.1939	0.0923	30.34	22.58	23.21
医疗美容	0.2684	0.4586	0.2160	72.60	45.36	54.30

资料来源：iFind，民生证券研究院；（其中，公募基金配置比例及公募基金持仓市值对应报告期末最后一个交易日）

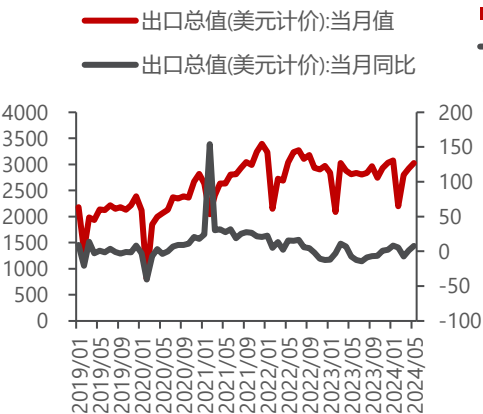


跨境电商：新模式兴 01. 起，进一步提升增长 增长空间

1.1 规模现状：跨境电商超出出口规模增速，其中海外仓跨境电商出口增速亮眼

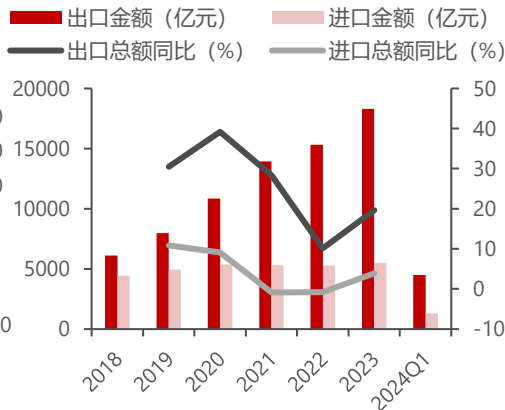
23年跨境出口同比增长19.6%，高于社零总额增速+7.2%及出口总额增速+0.57%。24年一季度跨境电商进出口同比增长9.6%，其中跨境电商海外仓出口同比增长11.8%，超过社零总额同比增速。据海关统计，一季度我国货物贸易进出口总值10.17万亿元人民币，同比增长5%。其中，出口5.74万亿元，增长4.9%；进口4.43万亿元，增长5%；分别较去年第四季度加快4.1个、2.3个百分点。2023年跨境出口电商行业规模已突破1.8万亿元。受到海运成本变化和国际形势变化等因素的综合影响，跨境电商的景气度有所下降，但全年依旧实现了19.6%的同比正向增长，2024Q1跨境出口仍在加速。

图表：2019-2024.05中国月度出口总额（亿美元）



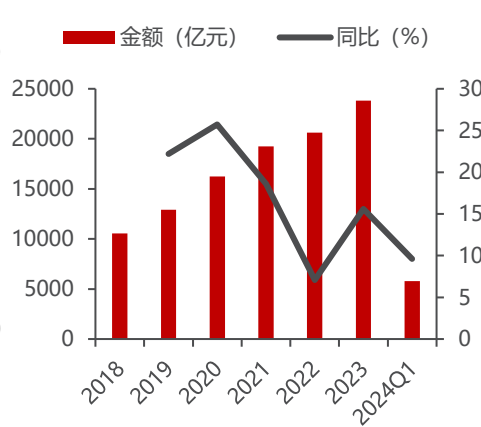
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：18-24Q1中国跨境电商进出口总额及其增速



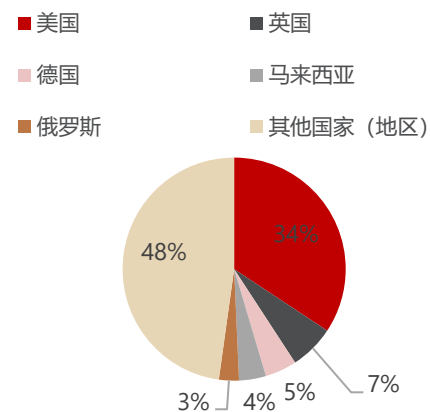
资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：18-24Q1年中国跨境电商进出口额及其增速



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：2022年中国跨境电商出口目的地分布

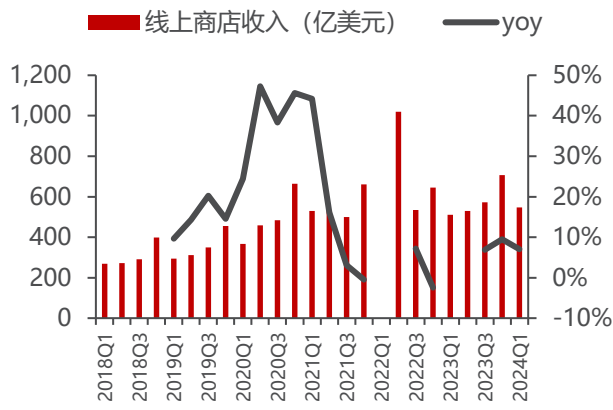


资料来源：emarketer，民生证券研究院

1.1 23年年报及24Q1季报：大件商品及品牌出海具有较强韧性

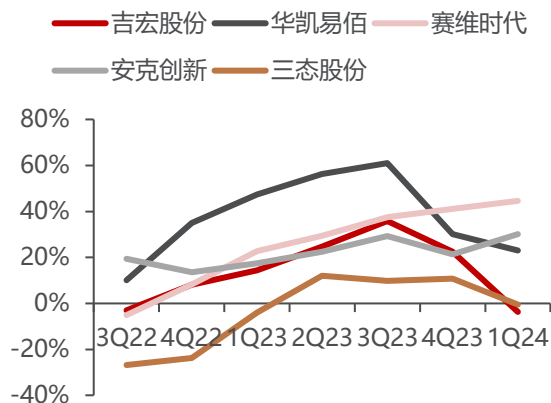
- 亚马逊从21年封号后，22年以来逐季保持10%左右的销售收入增速。泛品类公司（吉宏股份、华凯易佰、三态股份）自23Q4收入增速开始放缓，一方面是因为22Q4的基数较高，另一方面受到新兴电商平台的分流影响。竞争加剧下，泛品类公司需要不断推新及进行区域扩张布局来获取增长，华凯易佰在增速承压情况下，23年及24Q1仍保持20%以上收入增速，主要基于公司新区域扩张以及数字化、高周转优势快速拓品类的优势。
- 小件物品方面，品牌类公司（赛维时代、安克创新）具备一定品牌优势，在新兴电商平台Temu、TT崛起的情况下，可以快速布局其他平台，并通过品牌粘性实现营收规模持续增长。
- 大件物品公司（致欧科技、乐歌股份等）从23Q1进入营收增速拐点，主要原因是海外仓的快速发展，美国海外仓的数量不断增长，2020-2022年CAGR为36%。

图表：亚马逊线上商店收入及同比增速



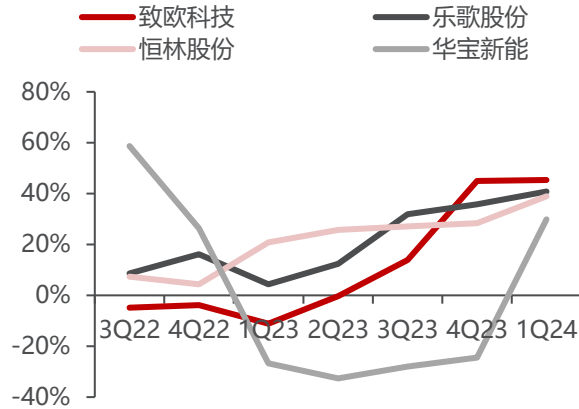
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：小件物品的营收增速逐季变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：大件物品的营收增速逐季变化



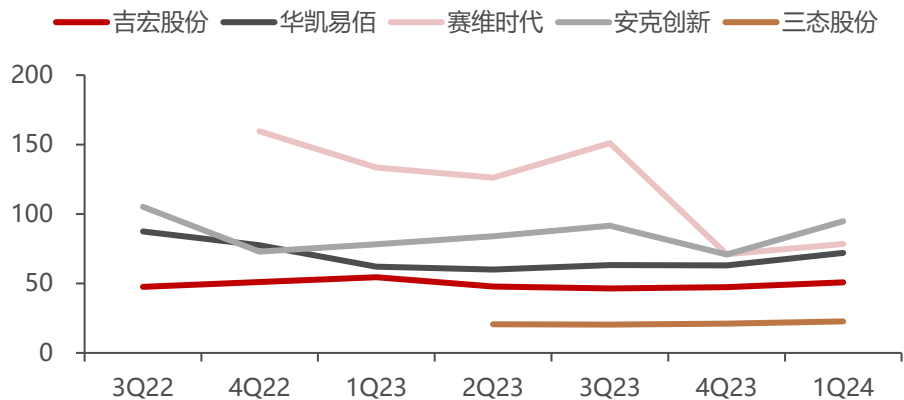
资料来源：ifind，民生证券研究院

1.1

23年年报及24Q1季报：库存周转恢复常态，大件物品周转效率稳定优化

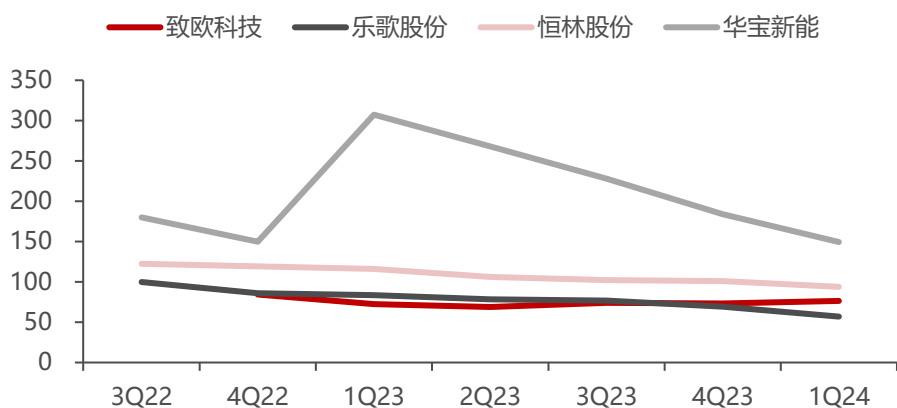
- 存货周转方面：小件快消品（华凯易佰、赛维时代、安克创新、吉宏股份）普遍在 22Q4-23Q1 实现去库，库存周转恢复至常态水平。其中华凯易佰、安克创新、吉宏股份库存周转已恢复至 50-80 天，考虑到跨境电商较长的海运周期，当前经营效率优秀。
- 大件物品的库存周转保持稳定优化。得益于海外仓基础设施的完善，以及海运费的优化，大件物品的周转效率稳中有升。致欧科技主营简易家具品类，去库速度相对较快。

图表：小件物品的存货周转天数逐季变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：大件物品的存货周转天数逐季变化



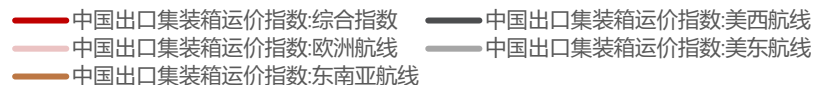
资料来源：ifind，民生证券研究院

1.1

23年年报及24Q1季报：海运费上升，毛利率承压

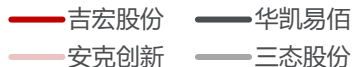
- 盈利能力方面：跨境板块普遍受到海运费上升的影响，23Q4毛利率有所下降，但24Q1开始恢复。其中乐歌股份主要因为Q1的新仓落地爬坡，使得毛利率和净利率有所下滑。

图表：中国出口集装箱运价指数

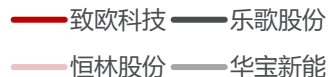


资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：小件物品的毛利率逐季变化



图表：大件物品的毛利率逐季变化



图表：小件物品的扣非净利率逐季变化 图表：大件物品的扣非净利率逐季变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

资料来源：ifind，民生证券研究院

资料来源：ifind，民生证券研究院

资料来源：ifind，民生证券研究院

1.2 平台端：受限于效率和品类短板，新兴电商发力本对本模式

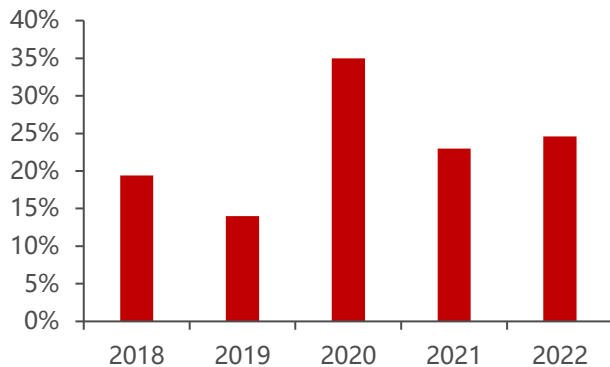
新兴电商平台商业模式由全托管模式向半托管模式延伸。新兴电商平台Temu、Shein纷纷布局“半托管”模式，有望提升家具线上渗透率及海外仓需求。24年1月，速卖通开放半托管模式。24年3月，Temu在美国上线半托管模式，半托管模式中，商家需要负责供货、物流仓储和广告、售卖等环节。但全托管和半托管，产品的定价权依旧在Temu。5月Shein在美国上线半托管模式，卖家提供供货价后，可以在Shein的协助下参与定价与运营，同时享有选品的自主权。相同的是，Shein半托管的选品也需在海外本地有库存，可以本土履约。2022年，美国线上家具渗透率为24.6%，相比2018年的19.4%大幅提升，随着新兴电商平台的快速扩张，发力“本对本”，线上渗透率有望进一步提升，同时带动海外仓需求增长。

图表：全托管与半托管模式进程



资料来源：远川研究所，民生证券研究院

图表：美国家具线上渗透率



资料来源：statista，民生证券研究院

图表：各电商平台的履约效率对比

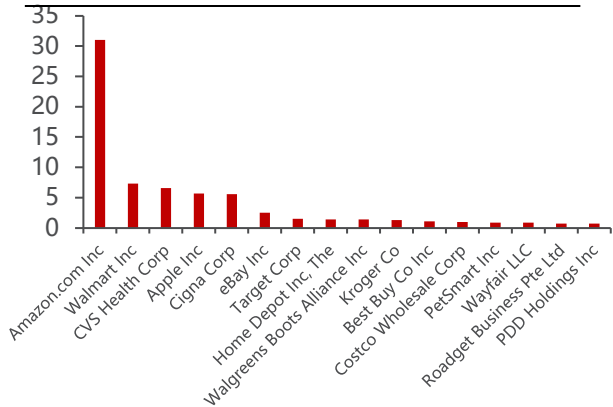
平台	履约效率
亚马逊	会员次日达，非会员2-5天
Shopify	本对本时效5-7天
temu	欧美7-12天，亚洲5-6天
Shein	欧美7-12天
tiktok	本对本时效5-7天

资料来源：各平台官网，民生证券研究院

1.2 平台端：本对本模式有望进一步提升电商平台增长空间

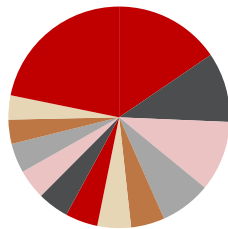
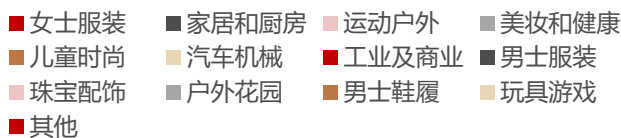
本对本模式下，电商平台销售规模有望加速扩张。 22年9月，从Temu开启全托管模式后快速增长，根据Euromonitor，23年在美国电商市场份额达到0.7%，销售额达到85.70亿美元。全托管模式采取直邮模式，在配送效率以及品类方面受限。半托管模式通过海外仓提前备货，进行“本对本”发货，提升配送效率。“本对本”模式下，配送效率可以控制在5-7天，亚马逊通过自建物流体系，以及全国3500万平米的FBA仓库，可实现会员次日达，非会员2-6天到达，极大提升配送效率。除配送效率外，半托管模式允许商家在海外仓自备货，通过海外仓，可以实现大件商品的销售，包括家具、户外用品、健身器材等，有助于平台完善品类、提高客单价。从Temu和亚马逊的品类对比来看，亚马逊平台包括大件、小件商品，品类更加完善。

图表：2023年美国电商行业格局（单位：百亿美元）



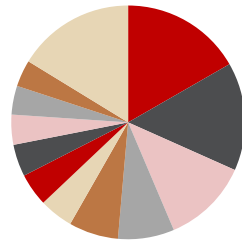
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：2023年Temu产品品类结构



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图表：2023年亚马逊产品品类结构



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

1.2 平台端：半托管模式相对全托管模式对商家资质要求较高

TikTok Shop目前已经在英国、美国、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡等市场正式上线。目前TT Shop包括本土店和跨境店，本土店包括持有美国护照者注册的店铺和ACCU店铺，ACCU店铺要求中国法人持股比例25%以上，且店铺的第三方平台年GMV为200w美元以上，跨境店包括自运营店铺和全托管店铺，自运营同样要求海外第三方平台年GMV为200w美元以上，以及注册法人属于中国。

Shein在24年开启了平台化进程，开放半托管模式和自运营模式。此前的全托管模式在包裹体积和重量上要求最长边长不超过55cm，重量不超过3kg，半托管模式仍以“0佣金，0月租”模式，并有专属流量扶持，仅支持美国站入驻，而4月开启的自运营模式仅提供限时免佣服务，后续收取10%的佣金费率，入驻站点包括美国、墨西哥和欧洲站。

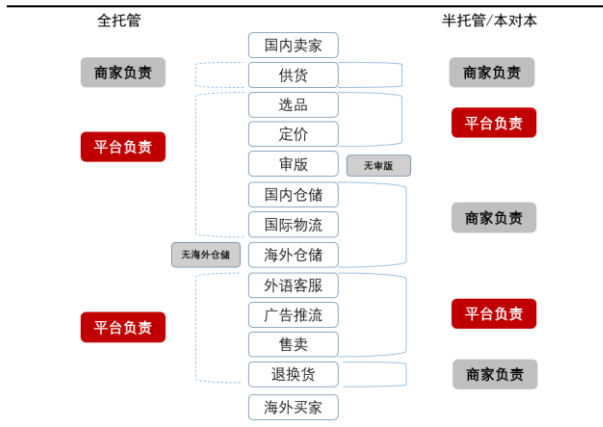
Temu的半托管模式为门槛最低的平台。店铺保证金为1w元人民币或1400美元，并且免除寄祥和审版环节，商家可以快速履约，更快响应消费者需求。

图表：TT/Temu/Shein半托管入驻条件

	Tiktok Shop	Temu	Shein
开放国家	东南亚、美国、英国	美国、加拿大、欧洲五国、澳大利亚、新西兰	美国、加拿大、欧洲五国、澳大利亚、新西兰
入驻要求	美国：单店铺在美国第三方平台年GMV超过200w美元，具有本地仓储物流能力； 东南亚：具有电商平台运营经验（不限地区），店铺综合评分大于等于4.3或者90%。	除营业执照、证件等，无资质要求。	产品重量400g以上，无体积限制；有跨境电商运营经营，无营业额门槛要求；不包括服装、泳衣、内睡、假发、品质珠宝。

资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图表：Temu全托管与半托管的权责差异



资料来源：Temu卖家中心，民生证券研究院整理

图表：Shein各合作模式的权责差异

	半托管	全托管	自主运营
定价权	公司协助定价	Shein	卖家
货物	海外有货	发货到国外仓	海外有货
佣金	无	无	10%
品类	400g以上，除了服装品质珠宝、假发外	全品类	400g以上，部分类目限制
价格	批发价给SHEIN	批发价给SHEIN	卖家自行定价
头程履约	卖家发货到国外仓	卖家发货到国内仓	卖家发货到国外仓
尾程履约	卖家发货到消费者手里	SHEIN发货到消费者手里	卖家发货给消费者（非入SFS仓）

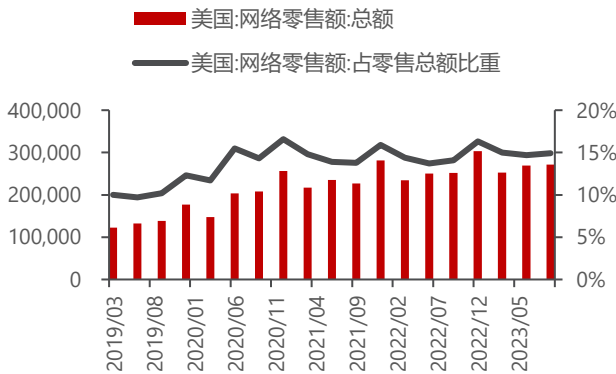
资料来源：久谦数据，民生证券研究院

1.3 海外仓：政策鼓励及行业格局变化下，海外仓数量快速增长

疫情后美国线上零售额占比逐渐提升。2019Q1网络零售额占比10%，2023Q3该比例上升为15.6%，在总体零售额保持5-10%的增速背景下，线上占比的提升为网络零售额带来了更快的增长。2023Q3相比2019Q3，规模增长为2倍水平，2019Q3为1387亿美元，2023Q3为2717亿美元。

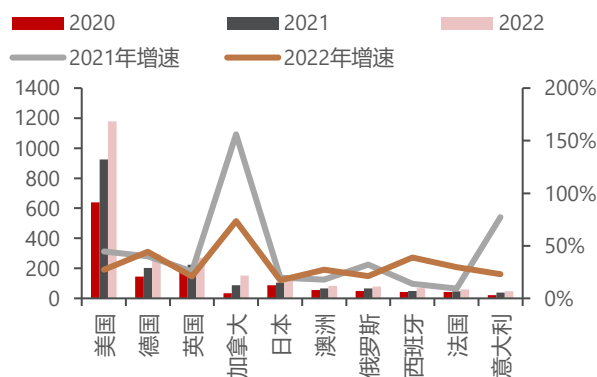
美国海外仓的数量不断增长，2020-2022年CAGR为36%。至2022年年末，海外仓数量前十的国家及地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲（含新西兰）、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计2356个仓库，较上年末增长30.17%，面积合计约2600万平方米，较上年末增长约58%。其中，美国市场2022年新增253个海外仓，新增面积653.5万平方米，平均单仓面积达到1.41万平，呈现出一定的规模化趋势。

图表：美国网络零售总额（百万美元）占比不断提升



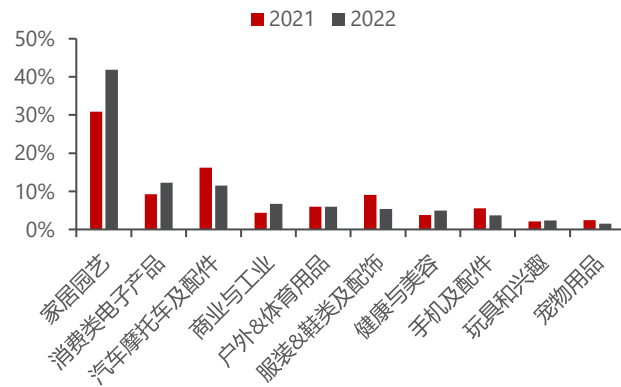
资料来源：美国商务部，民生证券研究院

图表：全球海外仓分布数量（个）及增速



资料来源：2022年海外仓蓝皮书，民生证券研究院

图表：21-22年海外仓发货订单占比TOP10



资料来源：2023年海外仓蓝皮书，民生证券研究院

1.3 海外仓：政策鼓励及行业格局变化下，海外仓数量快速增长

美国海外仓竞争格局正从分散走向集中，主要“玩家”业务较为成熟。截至22年末，美国海外仓数量已达1178个，以绝对优势居全球领先地位，存量市场较大。然而，整体行业仍处于发展前期，竞争格局相对分散，尚未形成除亚马逊之外的海外仓运营巨头。在面临市场竞争加剧、租金上涨等压力下，在美运营海外仓的国内企业正经历洗牌出清、两极分化的过程，竞争格局正逐步集中化。当前实力突出的主要国内“玩家”包括：以中小件商品物流为主的谷仓海外仓、递四方等，也有专注于中大件综合物流的乐歌股份、大健云仓、无忧达等公司。

图表：海外仓“玩家”简介

公司	美国海外仓数量	美国海外仓面积 (万m ²)	业务模式	主要服务产品类型	备注
谷仓海外仓	4	60.5	头程干线+海外仓储+尾程配送+合同物流，端到端一体化服务	中小件：快消品、3C行业、服装、家电家具	-
递四方4PX	6	24.5	全球直发+订单履约+逆向物流+多元化B2B专线	中小件：大件品、危险品、服装、展会、快消、FBA Crossdock	联邮通（国际小包快递）：承运0~2/3kg货物， 全球速递（国际快递专线）：承运0~30kg大货
乐歌股份	9	27.08	头程海运+海外仓储+一件代发+FBA转运+代理出口+供应链服务	中大件：家具、户外用品、健身器械等	-
大健云仓	15	近40	B2B平台+物流仓储	中大件	1P模式（类似自营，收入来自商品差价）&3P模式（撮合交易，收入来源于交易佣金）
无忧达	4	约26.9	国际海运+端到端物流	中大件	擅长10kg以上的大中件
万邑通	5	月17.5	入库+仓储+尾程派送+退货	覆盖品牌消费电子，3D打印机，鞋服配饰等全球热卖品类	-

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

1.3 大健云仓：“供应链前置”业务模式，提高竞争力降低交易风险

商业模式：1P&3P双模式，收入来源为商品差价和交易佣金

公司采用“1P+3P”双模式，将亚洲的制造商，以及美国、亚洲和欧洲的经销商连接起来，提供相应的海运和海外仓储能力。1P模式即自营模式，平台从供货商手中直接买入产品，拥有货权，卖出产品赚取商品差价。3P模式中，平台负责撮合交易，根据平台GMV收取佣金，卖家负责定价、库存管理、营销与客户服务，平台提供仓储和物流服务。

图表：大健云仓各类业务简介

业务	业务内容	经营模式
1P 业务	商品销售	大健云仓通过自营业务选择和销售大件商品，主要面向终端消费者和企业客户，通过平台直接获取销售收入。
非平台电子商务	商品销售	销售给其他第三方平台
3P 业务	仓储服务	提供海外仓储服务，仓库覆盖全球多个国家和地区，支持大件商品的存储和管理，为跨境电商和贸易商提供便利。
	物流服务	提供一站式物流解决方案，包括跨境运输、仓储配送、物流跟踪等，确保大件商品能够高效、安全地到达目的地。
	交易平台	通过在线交易平台撮合生产商与跨境卖家，提供包括商品展示、交易支付、物流服务在内的一体化服务，确保交易的顺利完成和安全交付。

资料来源：大健云仓公司年报，民生证券研究院

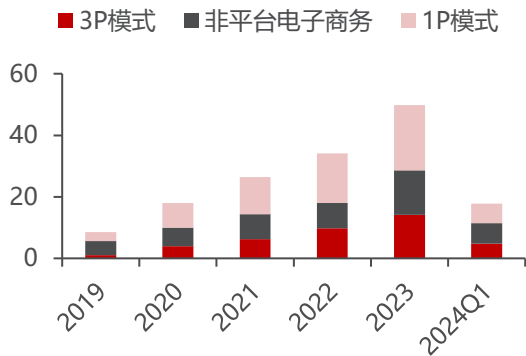
1.3 大健云仓：“供应链前置”业务模式，提高竞争力降低交易风险

商业模式：1P&3P双模式，收入来源为商品差价和交易佣金

公司收入包括三个来源：**GigaCloud 1P、GigaCloud 3P以及非平台电子商务**。其中24Q1 GigaCloud 3P收入占比26.85%，1P业务占比超过7成。公司的盈利模式主要通过收取商品差价、仓储费、物流费和平台服务费实现，而主要成本则包括仓储、物流和平台运营成本。

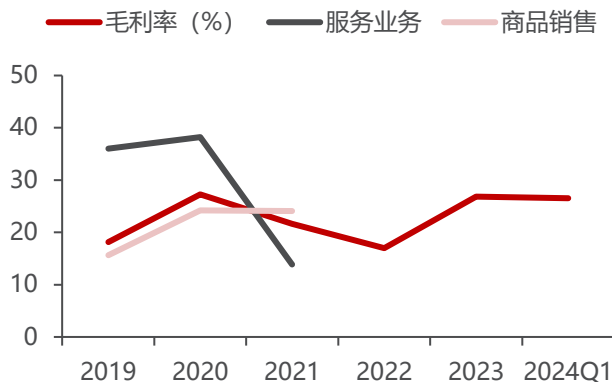
大健云仓的客户群体包括全球各地的制造商、经销商和零售商。截至2023年，公司在其平台上拥有815个活跃卖家和5010个活跃买家，客户主要集中在美国、欧洲和亚洲市场。公司的客户涵盖了从大件家具到家用电器、健身器材等多个品类，通过高效的物流网络和仓储服务，帮助客户实现跨境交易和快速交付。大健云仓具备提前备货优势，GMV由2021年的4.14亿美元增至2023年的7.94亿美元，平均购买金额从11.6万美元增长至15.6万美元。

图表：大健云仓收入结构（单位：亿元）



资料来源：大健云仓年报，民生证券研究院

图表：大健云仓整体及各业务毛利率 (%)



资料来源：大健云仓年报，民生证券研究院

图表：大健云仓活跃用户及GMV情况

	2021	2022	2023
GigaCloud GMV (亿美元)	4.14	5.18	7.94
平台外GMV (亿美元)	1.28	1.18	2.05
3P卖家GMV (亿美元)	1.57	2.58	4.26
活跃的3P卖家 (人)	382	560	815
活跃的买家 (人)	3566	4156	5010
平均购买金额 (美元)	116150	124692	158569

资料来源：公司年报，民生证券研究院

1.3 乐歌股份：海外仓开启分销业务，跨境品牌布局新品类，双业务不断拓展

海外仓业务模式拓展，6月开启分销。24年6月，乐歌推出4supply.com分销平台，4supply分销平台是现货交易B2B平台，采用供应链前置的商业模式，外贸工厂可以展示已备货在美国仓库的产品，分销商可以选购已有备货，二者发挥各自优势。

海外仓尾程价格优势，叠加面积优势，看好海外仓业务前景。截至目前，乐歌在美多仓布局，订单发货成本低，尾程平均费用降低约35%，一年发出超1000万个包裹，累计服务超700家跨境电商企业，在物流价格上具有更高的竞争力。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，24年下半年，36万平方英尺的芝加哥仓和20万平方英尺德国韦尔讷仓即将开场。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4.59/5.02/5.78亿元，同比-27.6%/+9.4%/+15.2%，维持“推荐”评级。

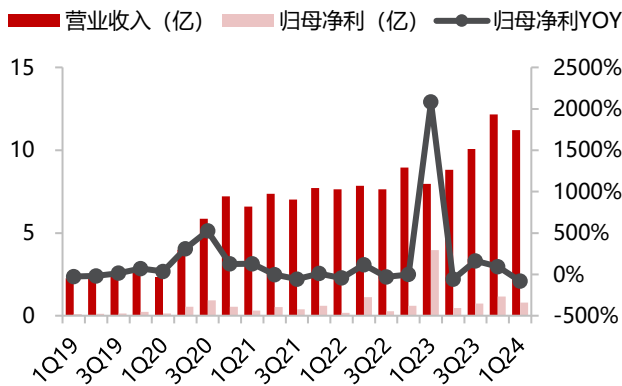
风险提示：海外需求不及预期，新项目落地不及预期，出口成本大幅变化。

图表：乐歌股份与可比公司仓储费用率



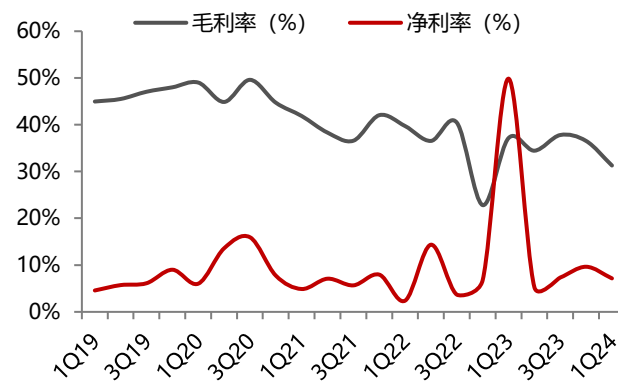
资料来源：乐仓官方微信公众号，民生证券研究院

图表：乐歌股份分季度营收及归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：乐歌股份分季度毛利率及净利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

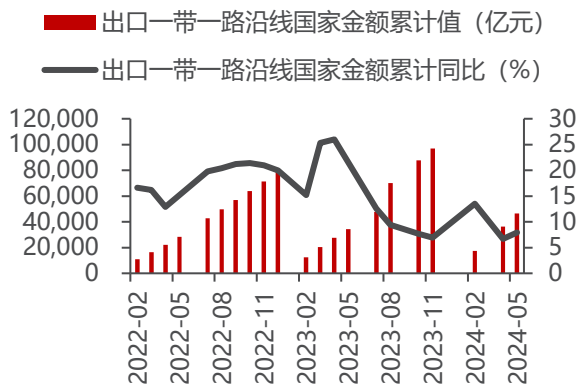
1.4 卖家端：出海优势——“一带一路”空间广阔，政策支持

从总出口金额来看，“一带一路”倡议沿线国家出口金额保持高增，未来可期。2024年5月，“一带一路”倡议沿线国家出口金额为1万亿元，同比增长47.06%，累计金额为4.64万亿元，同比增长7.90%，超过5月出口总额增速11.20%，占出口金额比例为46.58%。“一带一路”出口在国家政策的支持下，未来可期。

从出口方式来看，“一带一路”倡议沿线国家出口电商占比较低，空间广阔。从跨境出口的国家分布来看，美国为中国跨境出口电商第一大目的地，欧美等成熟市场仍为中国跨境卖家的主要目标，目前美国仍然是占比第一的国家，为34%。随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》政策的落地，新兴市场逐步成为跨境卖家新一轮的“掘金点”，中国跨境出口电商的贸易伙伴趋于多元化。

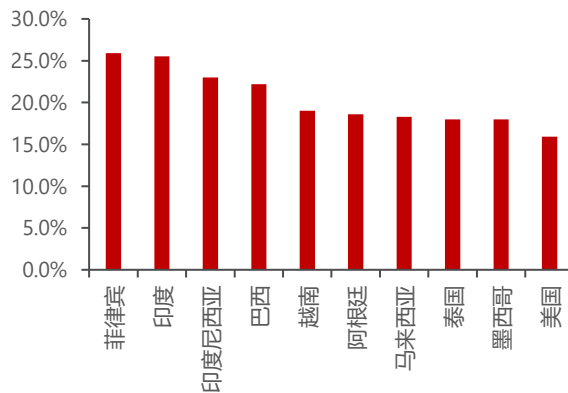
从跨境出口地零售端观察，东南亚国家电商销售额高增。五个东南亚国家电子商务零售额增速居于全球TOP10，电商生态欣欣向荣，相较于较为饱和的欧美市场，东南亚市场正在逐步崛起。

图表：“一带一路”倡议沿线国家出口金额及yoy



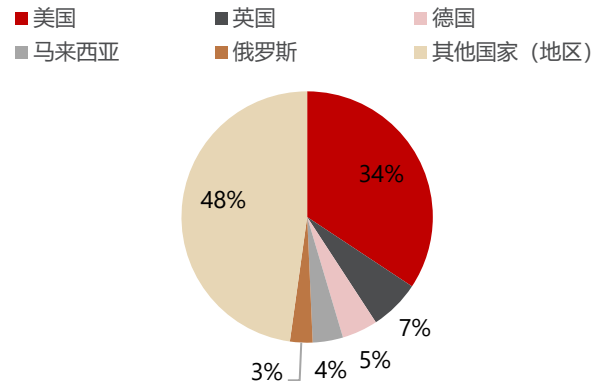
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年全球各国电商零售额增速Top10



资料来源：emarketer，民生证券研究院

图表：22年跨境出口电商地区结构



资料来源：emarketer，民生证券研究院

1.5 小商品城：资金流+信息流+物流“三流汇聚”，沉淀数据资产，助力小商品数字化出海

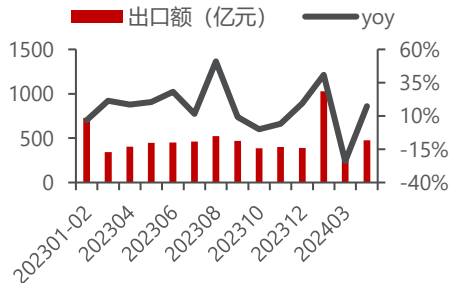
➤ 1-4月义乌市出口总额同比增长19.9%，义乌市出口景气度持续。

• 1至4月，义乌市进出口总值达2010.6亿元，同比增长22.0%；其中出口1763.8亿元，同比增长19.9%；进口246.8亿元，同比增长39.5%，进出口、出口和进口值占全省份额分别为12.3%、14.7%和5.6%，占比分别提升1.6、1.7和1.2个百分点。从贸易模式看，市场采购出口贡献突出，占总出口额八成。1至4月，义乌市通过市场采购贸易方式出口1429.9亿元，同比增长28.1%，占义乌市出口总值的81.1%，拉动义乌市出口增长29.4个百分点；通过一般贸易进出口452.8亿元，同比增长2.7%。对“一带一路”倡议沿线国家进出口额同比增速超过全市增速。1至4月，义乌对非洲、拉丁美洲和东盟分别进出口357.2亿元、322.8亿元和209.1亿元，分别增长19.0%、34.9%和38.7%。对印度、沙特阿拉伯分别进出口107.0亿元、51.8亿元，分别增长23.8%、25.2%。同期，对共建“一带一路”倡议沿线国家合计进出口1277.1亿元，同比增长26.5%。

➤ 市场经营业务与贸易服务业务稳步增长

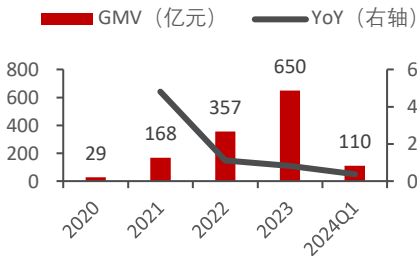
• 1) 23年二区东新能源市场新增建筑面积 13.1 万方，1-3层新增商位650余间，其中三层于12月完成招商。此外，对市场到期商位的租金进行调整，平均上浮 5.5%，公司预计未来三年增长率将不低于 5%。2) 截至23年底，①CG平台累计上传商品超1000万个，23年GMV超650亿元，完成上线西班牙、沙特、哥伦比亚等6个国家站，3.2万家经营户70万款商品对外展出。23年经营主体大数据公司实现净利润0.81亿元。②Yiwupay已开通超2万个人民币账号，新增跨境人民币支付业务交易额超85亿元，交易覆盖五大洲150个国家地区。24Q1，Chinagoods实现GMV110亿元/yoy+37.5%，Yiwupay实现跨境交易额62亿元。

图表：义乌市出口额及同比增速



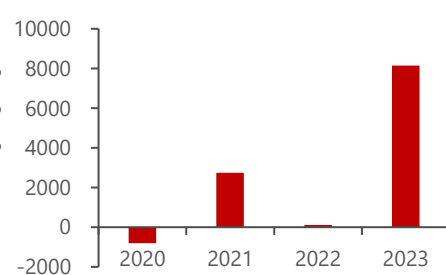
资料来源: wind, 民生证券研究院

图表：Chinagoods平台GMV及yoy



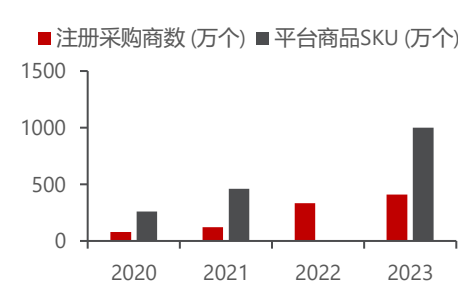
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图表：Chinagoods 净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图表：Chinagoods平台注册采购商数量级平台SKU数量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.5 投资建议：把握新模式—半托管、新市场—“一带一路”带来的个股机会

我们认为新兴电商平台Temu、Shein纷纷布局“半托管”模式，有望提升家具线上渗透率及海外仓需求；“一带一路”倡议沿线国家的出口在需求景气以及政策支持下，有望持续保持增长；国内制造优势长期存在，美国降息预期持续发酵剂，同时海外库存周期逐渐进入补库阶段，未来需求有望恢复。对此我们总结出三条跨境电商行业的投资主线：

1) 欧美市场的大件商品及海外仓出海：推荐乐歌股份，建议关注大健云仓。

2) “一带一路”倡议沿线国家的小件消费品出海：推荐小商品城。

3) 享国内制造红利，泛品及品牌出海：①华凯易佰：收购通拓科技后有利于公司扩大规模，以及与收购标的在多个层面实现互补与协同。一、品类互补与仓储优化；二、供应链整合与成本控制，双方开展联合采购，有效降低单件商品的采购成本；三、信息化赋能与运营升级，公司将运用自身先进的信息化系统，助力标的公司实现智能化改造。我们预计24-26年公司实现归母净利润4.49/5.60/6.73亿元，分别同比+35.3%/24.6%/20.2%，维持“推荐”评级。

②赛维时代：4月26日公司发布股权激励计划（草案），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%。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。

③吉宏股份：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，归母净利润分别为4.24/5.06/5.89亿元，同比增长22.9%/19.3%/16.4%，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。

图表：跨境电商的盈利预测与估值表

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002803.SZ	吉宏股份	12.68	1.10	1.32	1.53	12	10	8	推荐
300592.SZ	华凯易佰	13.19	1.11	1.38	1.66	12	10	8	推荐
301381.SZ	赛维时代	25.88	1.09	1.38	1.73	24	19	15	推荐
300729.SZ	乐歌股份	15.80	1.47	1.61	1.85	11	10	9	推荐
600415.SH	小商品城	8.50	0.50	0.57	0.73	17	15	12	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测（收盘价为24年6月12日对应收股价）

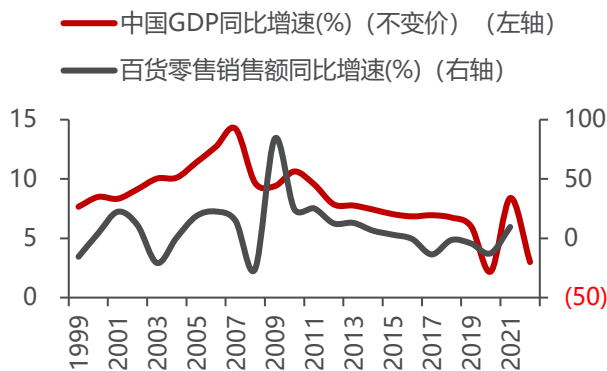
02. 百货商超及专业零售：线 下渠道红利初显，性价比 零售仍是24年的投资主线

2.1 百货零售——关注国企改革+REITs+折扣零售+免税四条主线投资机会

1) 国企改革: 在国改三年行动收官, 23年进入新一轮改革的背景下, 混改、引入战投、股权激励以及数字化新零售布局是践行国改的几大重点方向, 我们认为对于积极响应改革的国企, 有望实现经营效率的提升, 从而提高业绩兑现度, 同时估值有望重估。23年以来, 重庆百货混改效果逐渐显现, 22年股权激励激发管理层动力, 业绩开始释放。**2) 消费基础设施REITs:** 23年3月证监会发布鼓励消费基础设施REITs政策。上市百货旗下物业资产较为优质, 或将成为后续第一批走向证券化/实现价值重估的资产, 通过资产证券化, 上市百货企业有望改善财务结构、为规模扩张/聚焦资产运营能力带来空间。百联股份、天虹股份上半年陆续公告REITs发行计划。**3) 折扣零售:** 随着中国经济进入转型调整期, GDP增速逐步放缓, 居民收入增速压力增大, 消费者信心指数也处于低位徘徊, 传统正价零售渠道增长乏力。从美国经验来看, 在居民实际购买力增速放缓时期内, 逆周期折扣零售渠道(奥特莱斯)获得消费者的青睐。**4) 免税店:** 在免税在市内免税政策加速推出背景下, 关注全国性百货龙头及区域性百货龙头获得免税经营资质贡献业绩增量的投资机会, 其中北京和上海作为主要出入境人群地区, 有望深度受益于市内免税政策。

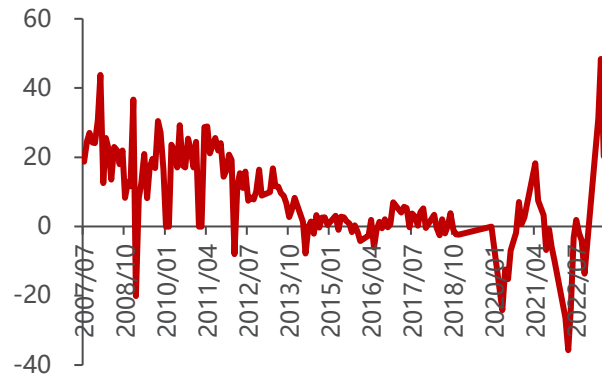
风险提示: 消费需求不及预期, 行业竞争加剧, 政策变化影响扩张。

图表: 百货零售商品销售额同比增速vsGDP同比增速



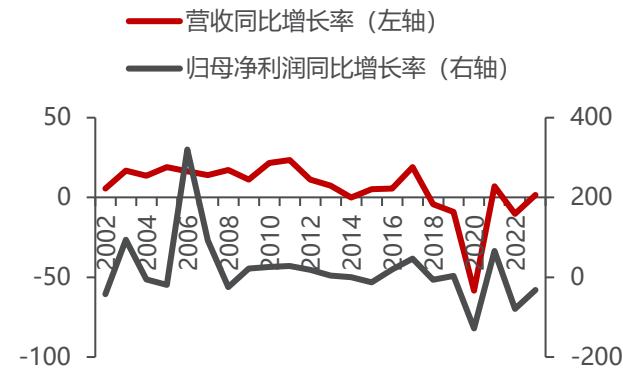
资料来源: wind, 民生证券研究院

图表: 全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图表: 申万百货二级行业上市公司的合计收入及净利润同比增速(%)

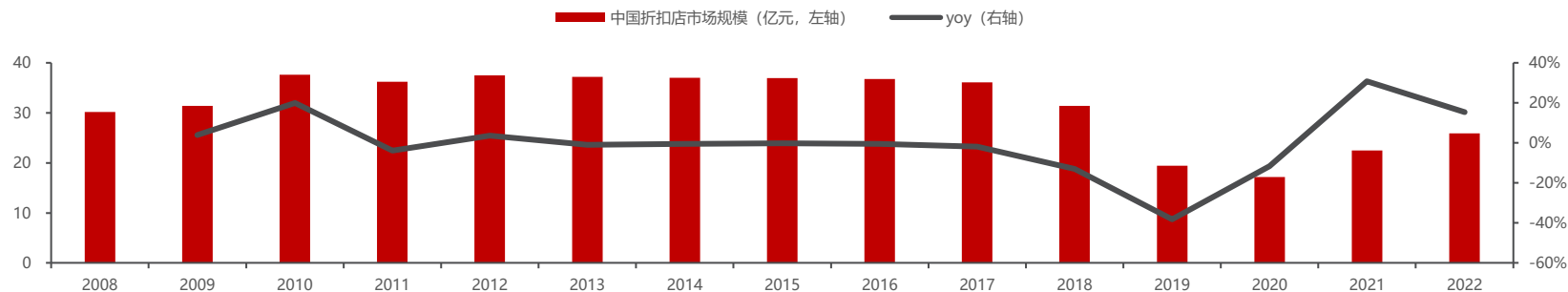


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 折扣零售：经济转型周期，折扣零售需求高增

- 在居民实际购买力增速放缓时期内，逆周期折扣零售渠道获得消费者的青睐。**随中国经济进入转型调整期，GDP增速逐步放缓，居民收入增速压力增大，消费者信心指数也处于低位徘徊，传统正价零售渠道增长乏力。从我国的社零数据及同比变动来看，23年7月以来，我国社零总额同比增速在0~10%的增速范围内，相比之下，23年6月，线下奥特莱斯业态增速保持高个位数增长；23Q2，线上软折扣业态代表唯品会销量同比增速达30%。根据《2023麦肯锡中国消费者报告》，我国消费者正在转向价格更具竞争力的渠道，更积极地寻找折扣与促销。而日本的折扣零售业态兴起于泡沫经济后的20世纪90年代，穷人和富人变多，中产阶级减少，转为中低收入阶层，步入M型社会。与此同时，百货公司营业额低迷，但折扣零售商店、百元店兴起，在这样的社会形态下，中低收入群体成为支撑社会消费的中坚力量，消费呈分化走势，高端品类与低价品类更受青睐。
- 线下零售折扣化成为发展趋势。**2023年，“折扣业态”在国内零售业发展得如火如荼，各类以“低价”为卖点的折扣店、零食集合店大规模蔓延至全国各地。2008-2022年，我国折扣零售业态的市场规模经历先增后降的阶段，2020年，疫情对线下零售业态造成较大冲击，但2021年与2022年均呈现快速增长态势，据欧睿数据，2022年，我国折扣店市场规模达25.95亿元，同比增速达15.4%。

图表：我国折扣店市场规模（亿元）及yoy



资料来源：欧睿，民生证券研究院

2.2 海外软折扣模式——日本（唐吉诃德）

唐吉诃德在90年代的日本快速扩张，成为软折扣零售的代表企业。软折扣产品来自于尾货、临期产品，供应链不稳定是一大痛点，公司以特色陈列及大量的SKU解决这一问题。通常唐吉诃德的1000平方米的门店包含4.5万个SKU，门店特色是“压缩密集式陈列”、夸张手绘海报构成POP洪流、循环播放欢乐音乐，为顾客带来有“挖宝”属性的新鲜购物体验。此外，日本零售店多8-9点关门歇业，而唐吉诃德24小时营业，锁定夜间经济消费者。唐吉诃德通过内生增长+外延并购，自身独特的商业模式的同时，积极把握外部机遇，推动快速拓张。

图表：唐吉诃德折扣店业务类型

折扣店业务	面积 (m ²)	SKU数量 (个)	商品类型	主要客群
唐吉诃德	1000-3000	45000	综合性折扣店，从食品和日用品到杂货、服装、家电、名牌商品等	年轻一代
MEGA唐吉诃德	9000	60000-100000	家庭式综合折扣店，包括服饰、食物、家用日用品等	家庭主妇、家庭消费客群
NEW MEGA唐吉诃德	4000	40000-80000	专注日常消耗品和家庭食品，降低生鲜食品占比	家庭主妇、家庭消费客群
唐吉诃德UNY	4000-5000	50000-60000	服饰、食物、家庭日用	各年龄段消费人群
MEGA唐吉诃德UNY	5000-13000	70000-100000		

资料来源：PPIH公司官网等，民生证券研究院

2.2

海外硬折扣模式——德国（奥乐齐&利德尔）

- 奥乐齐历经百年屹立不倒，关键在于能够以最优惠的价格提供优质的商品，在保证商品高质量的前提下主打低价策略的商业模式。** 1) 人员成本低，高坪效；2) 目标客户定位明确；3) 通过精选SKU实现对商品的规模化采购，降低采购成本；4) 自有品牌商品占比90%，商品周转率高；5) 全球化采购；6) 选址地价低廉；7) 高效配送，周转速度高；8) 节省营销费用，广告投入极少。
- 利德尔的主要商业模式与奥乐齐相似，采用低采购成本和低经营成本的方式，主打硬折扣的经营模式。** 1) 货架设置便利顾客：利德尔的人行通道比正常超市的通道宽大很多，且绝大多数消费者喜欢的商品的都陈列在第一通道便于拿取；2) 线上与线下并进：德国最受欢迎的电商平台中，以实体店起家发展的利德尔进入前十名。3) 用自有品牌开拓新客户群体：利德尔近年大量引进素食和有机食品，推出2030年的环保发展政策，提到自有品牌包装都要可回收、自有品牌商品中的含糖/盐量都降低20%来确保顾客健康，扩展新的顾客群；4) 以会员计划增强客户黏性：利德尔在2020年正式推出会员系统Lidl Plus，是增强客户黏性的必须策略。5) 针对年轻人的营销策略：近年来利德尔的策略也逐渐调整，品牌策略以创意、年轻的形象来提升年轻人的好感度，例如推出利德尔配色的潮流鞋款来吸引年轻人的目光。

图表：奥乐齐和利德尔对比

	特点	奥乐齐 (ALDI)	利德尔 (LIDL)
相似点	单店面积较小	500-600平方米	3300平方米
	精选SKU	1500-1800个，生鲜食品为主	2000-3000个，生鲜食品为主
	单店坪效较高	13000美元/平方米	3061美元/平方米
	本土收入占比类似	本土收入占比26.7%	本土收入占比28%
	自有品牌占比高		>90%
	目标客户定位相似		对价格极度敏感的群体，主打好物低价
	成本管控能力强		采用全球化采购的模式，店内员工较少，装修精简且各店风格相同
	配送能力强		均根据店铺位置设置合理配送中心点保证效率，周转率高
	商业模式相似		主打硬折扣，从小型零售起家逐步扩张全球
	发展战略相似		均选择绿地投资策略，有助于公司更好地适应国外市场
区别点	营销模式类似		线上线下共同发力
	国际化战略不同	缓慢推进、深思熟虑	快速进入、强力推进
	市场调研程度不同	开拓市场前预先进行市场调研并根据消费者需求及时调整定价和定位	曾因贸然进入新市场造成较大损失
	员工待遇不同	二者都通过缩减员工人数、增加工作时间，从而节省企业运营成本，而利德尔不允许员工加入工会，迫使员工签退《欧盟工作时间指令》，因此受到业界广泛批评	

资料来源：铭星云商公众号，Chinashop，未来消费，科尔尼，德勤，联商网，民生证券研究院

2.2 海外硬折扣模式——美国 (Costco)

- **Costco：锚定美国中产阶级的性价比消费需求，以仓储会员制为特色。**
- **Costco从小店铺发展成为全球最大的会员制仓储式超市之一。** Costco最早起源于1976年的Price Club；1983年，成立于美国的华盛顿州西雅图。在美国经济滞胀，失业率增加，居民品质消费意愿减弱的背景下，以Costco为代表的面向中产阶级的高性价比仓储会员店应运而生。Costco门店选址于远离市中心、交通方便的城乡结合处（压低租金和装修成本），商品采用大包装实现超低价（集中采购下规模效应压低采购成本），契合美国家庭驱车批量低价采买的消费模式。
Costco目前是美国第二大零售商、全球第七大零售商及美国第一大连锁会员制仓储式量贩店，2023年营收达2422.9亿美元，净利润为62.92亿美元。
- **消费者群体演化为高端中产阶级，有较高忠诚度和品牌认知能力，会员续约率高。** Numerator数据显示，2021年，Costco会员年均收入已达12.5万美元，而美国人口普查数据显示，2019年美国家庭年均收入的中位数仅为6.28万美元。

图表：Costco财务数据

单位：亿美元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	1415.76	1527.03	1667.61	1959.29	2269.54	2422.9
yoy	9.73%	7.86%	9.21%	17.49%	15.83%	6.76%
归母净利润	31.34	36.59	40.02	50.07	58.44	62.92
yoy	16.98%	16.75%	9.37%	25.11%	16.72%	7.67%
毛利率	13.01%	12.98%	13.09%	12.88%	12.15%	12.26%
净利率	2.25%	2.43%	2.43%	2.59%	2.61%	2.60%
PE (倍)	120	103	95	76	65	60
PE_TTM (倍)	28	35	39	49	34	45
ROE (平均)	26.59%	26.10%	23.87%	27.93%	30.59%	27.54%

资料来源：Costco公司公告，民生证券研究院；（其中，收盘价为2024年6月14日；PE_TTM选取报告期末收盘价计算）

2.2 当前国内的折扣零售的主要参与者

- 1) 海外折扣零售企业
- 国内首批兴起的折扣零售店，处于稳定经营期。海外的折扣零售企业入华，带有海外本土模式基因，在国内折扣零售业中出现较早，掀起了折扣零售的热潮，经过多年发展，在国内的经营已较成熟，如美国的山姆会员店、德国的奥乐齐等。
- 奥乐齐：定位中产阶级人群，着力打造“社区食堂”与“社区精品超市”。
- Costco：连锁会员制仓储量贩店，中国门店续卡率仍有提升空间。
- 山姆会员店：扩展国际化的业务布局，同时大力发展电商业务。

图表：海外折扣零售企业梳理

企业名称	国家	折扣零售模式	进入中国时间	发展阶段
奥乐齐	德国	硬折扣	2019年	中国的门店数量已增至53家，线上也可以通过ALDI奥乐齐微信小程序商城、饿了么、美团外卖和京东到家等平台合作
Costco	美国	硬折扣	2019年	通过仓储批发商业模式经营管理成本，以合理价格销售商品，目前在中国门店数量扩张到6家
山姆会员店	美国	硬折扣	1996年	在中国开设47家门店，并大力发展电商业务，提供包括自营电商（山姆会员商店APP）、山姆京东旗舰店、山姆全球购京东旗舰店、山姆京东到家等多种购买渠道

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

- 从海外折扣零售企业进入中国市场的情况看，均进行针对性的运营模式调整。奥乐齐进入国内市场后，调整为面向中产阶级的精品超市，可以享受总部的资源实现前期投入成本的降低，在商品性价比与运营成本中间找到平衡点，实现持续发展。山姆、Costco定位于中产及以上阶层，并具备较强打造自有品牌的能力。近些年山姆、Costco、奥乐齐的快速发展也充分说明国内大城市在高性价比的优质产品市场供应方面的空缺。

2.2 当前国内的折扣零售的主要参与者

2) 本土折扣零售初创企业

- 适应国内环境，经营趋于完善的本土折扣零售初创企业。本土折扣初创企业从组织结构和经营机制上，围绕折扣设计，充分打磨经营模式，更适应中国本土消费者的消费习惯，具备先发优势，如名创优品、好特卖、嗨特购、折扣牛等。
- 名创优品基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链与良性库存管理能力，打造较高产品体验，23年起推行品牌升级。以名创优品为代表的本土折扣“初创”玩家，覆盖线上线下多渠道，满足消费者的消费需求，未来发展势头较好，具备较大增长潜力。

3) 本土零售企业增设折扣零售业态

- 折扣零售新风潮，处于试水阶段。本土零售企业在主业之外的新尝试利用多年供应链运营经验与物业优势，开辟本土折扣零售新赛道，如盒马鲜生推出盒马奥莱、家家悦推出好惠星折扣店、永辉超市与重庆百货探索折扣零售业态等。家家悦开始折扣化变革布局探索，开设一站式零食集合店与社区硬折扣超市。盒马奥莱依托盒马鲜生的内部供应链，呈现软折扣+硬折扣的折扣零售业态。
- 本土零售增设折扣零售发展潜力大。以好惠星为代表的本土零售增设折扣零售业态，具备本土零售的资源 and 经验，易获得消费者信赖，具有较大发展潜力。从海外复盘看，在传统零售业务基础上，专门设立独立于传统业务部门的折扣零售机构有助于控制企业发展新业态的风险，既可以借力主业的供应链与物流体系，又可以在经营管理上有所区隔，实现为企业收入与利润贡献增量的同时，将新业态探索与发展的风险隔离开。

图表：本土折扣零售业态企业

企业名称	折扣零售模式	创立时间	折扣零售核心要点
名创优品	硬折扣	2013年	基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链及良性库存管理能力，全球品牌升级
好特卖	软折扣	2020年	销售临期商品、尾货及部分自有品牌，截至23年6月，全国开设门店超过500家
嗨特购	软折扣	2021年	销售临期商品、尾货及部分自有品牌，截至23年末，已在全国开设500家门店
折扣牛	硬折扣	2021年	社区硬折扣连锁品牌，推出24小时硬折扣超市及社区会员鲜生店；目前门店已超200家，2024年1月13日，折扣牛旗下首家仓储批发店在郑州开业

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图表：本土零售企业增设折扣零售业态

企业名称	新设业态	新业态创立时间	折扣零售模式	主要定位
盒马鲜生	盒马奥莱	2021年	硬折扣+软折扣	盒马鲜生奥莱店主要承接其他门店尾货，以折扣方式出售临期产品，盒马奥莱主要有3个自有品牌：盒马NB、盒马邻选和盒马白标
家家悦	悦记好零食	2023年	硬折扣+软折扣	一站式高性价比的零食集合店
	好惠星	2023年	硬折扣	以家家悦自有品牌为主，自有工厂全流程一体化，大批量集中采购降低成本
永辉超市	全国门店上线“正品折扣店”，并在线上APP/小程序增设折扣专区	2023年	软折扣为主	折扣店开设在永辉超市门店内部，正品折扣店的SKU根据折扣店规模控制在500-1000个左右；永辉将从新品、网红商品及常规商品中选择部分进入折扣商品池，根据具体情况进行七折、五折及三折促销
重庆百货	社区折扣店	2023年	硬折扣为主	以区域门店为单位进行试点，计划试点20家+；计划打造店内零食专区50家+，加强零食直采，开展全网比价，有效提升毛利率

资料来源：各公司官网，微信公众号，民生证券研究院

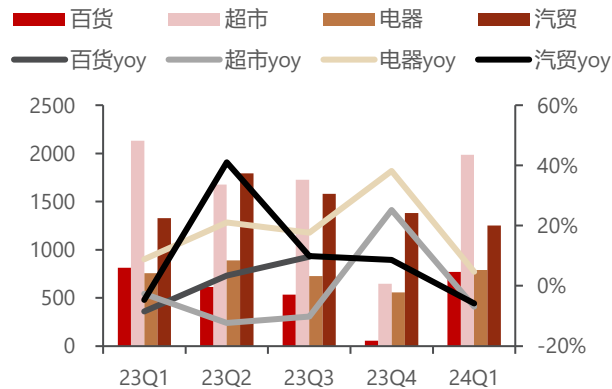
2.3 重庆百货：折扣零售新业态快速铺开，有望贡献增量业绩

折扣零售顺利布局，提供线上线下购物服务。5月28日，新世纪超市首家“生鲜+折扣”超级市集开业，产品涵盖鲜果蔬菜、肉禽蛋品、乳品烘焙、速食冻品、粮油调味等种类，并提供线上购物服务。开业6天销售额达198.6万元，日均33.1万元，同比+538%。

公司零售业务以四大业态为主，百货和超市业态在重庆地区具备区域优势。混改落地后，经营和管理效率有望进一步提升，随着传统业态改革以及新业态折扣零售快速崛起，我们预期公司业绩有望增长。预计24-26年公司实现归母净利润14.46/15.98/17.64亿元，分别同比变化+9.9%/10.6%/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。

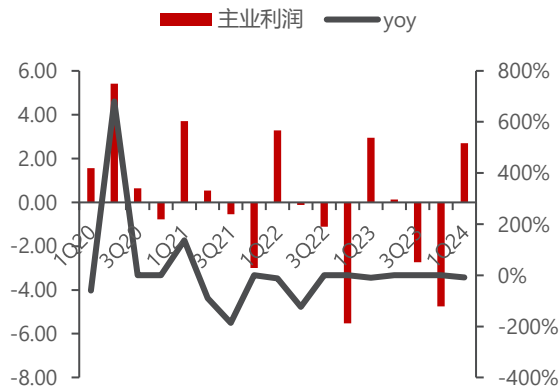
风险提示：消费需求不及预期，展店不及预期。

图表：分业态收入（百万元）及yoy



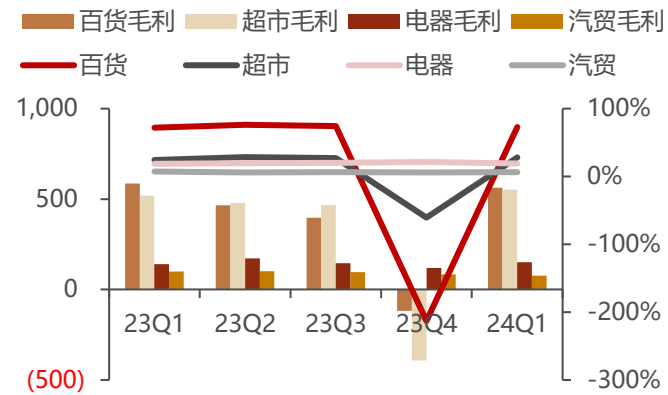
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：剔除投资收益的主业利润（亿元）及yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：分业态毛利（百万元）及毛利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 家家悦：零食量贩+社区硬折扣，双新业态增强盈利能力

家家悦开始折扣化变革布局探索，开设一站式零食集合店与社区硬折扣超市。

1、硬折扣店好惠星：2023年6月，好惠星烟台福山万化城店开业，合同面积500.74㎡，截至24Q1末，共有好惠星折扣店8家。家家悦好惠星定位于硬折扣社区店，着力打造产品力和供应链的致胜能力，以低成本运营和轻资产模式。公司自2023年9月启动首家济南历下区天玺好惠星改造开业以来，已在烟台、济南等地区陆续开出四家门店，门店面积在250-450㎡不等，SKU数量在760-900个，定位于硬折扣社区店。

好惠星的经营模式突显其特点：1) 从生产到包装一应俱全，通过自有工厂全流程一体化，确保门店销售的商品是高质量的家家悦自有品牌，同时降低成本，使消费者获得更多优惠。2) 与全国 2000 多家供应商合作，进行大规模集中采购，以更低价提供包括大品牌专供款和自有品牌在内的货品；专业买手团队直接从原产地采购，全球选品。3) 建立了自有的物流体系，实现2.5小时内高效配送，通过家家悦自有物流全程监控运输。

2、零食店：定位一站式高性价比的零食集合店，23年4月首家直营门店开业，截至24Q1末，共有悦记零食店67家。

公司推出零食连锁品牌“悦记零食”，定位一站式高性价比的零食集合店。悦记零食于2023年4月首家直营门店开业后，快速推出不同场景的门店，并进行了品类优化升级、门店迭代，基于该也太的业务模式基本跑通，并开放加盟合作模式，加快市场开拓步伐，进一步增强公司多业态协同的优势。

图表：济南好惠星门店



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：内蒙古悦记好零食门店



资料来源：悦记零食微信公众号，民生证券研究院

2.3

名创优品：门店扩张加速，“超级门店”与“超级IP”合力打开公司成长空间

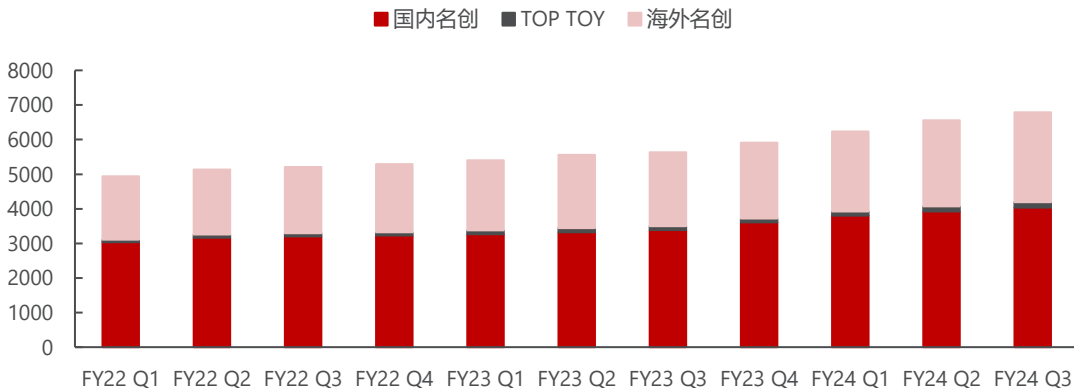
- 门店扩张加速，逐步实现24年海内外合计开店1000家的目标。**截至24年3月31日，名创优品品牌共开设门店6630家，同比增1116家，环比增217家；分地区看，
 - 中国地区：开店4034家，同比增651家，环比增108家；其中，①直营店29家，同比增13家，环比增3家；②第三方门店4005家，同比增638家，环比增105家；
 - 海外地区：开店2596家，同比增465家，环比增109家；其中，①直营店281家，同比增131家，环比增43家；②第三方门店2315家，同比增334家，环比增66家。**TOP TOY品牌共开设门店160家，同比增44家，环比增12家；其中，①直营店17家，同比增8家，环比增3家；②第三方门店143家，同比增36家，环比增9家。**根据界面快报，2024年公司计划新增国内门店400家，海外门店600家；截至24Q1，国内地区完成进度为27%，海外门店完成进度为18.17%，门店扩张持续推进中。

图表：名创优品全球门店布局



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图表：名创优品美国纽约时代广场旗舰店（单位：个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 名创优品：门店扩张加速，“超级门店”与“超级IP”合力打开公司成长空间

- “超级门店” + “超级IP”，持续深化品牌“全球IP联名集合店”定位。**23年以来，名创优品围绕“门店+内容”两大要素进行快速扩张，相继在成都、广州、西安、武汉、北京等地开设特色IP旗舰店，并进入美国纽约时代广场、英国伦敦牛津街、印尼Margo City等海外知名商圈；24年3月，名创优品在北京五棵松与合生汇的两大旗舰店新店开业，双店面积极超400平方米，同时空间设计延续“超级IP”+“超级门店”的创新表达，为消费者营造“开心”式的场景化购物体验，进一步深化名创优品“全球IP联名集合店”定位，提升客户粘性。
- 聚焦IP战略，积极合作优质IP产品，打开业绩增长空间。**截至目前，名创优品已合作超100家IP版权方，包括迪士尼、三丽鸥、漫威、王者荣耀、故宫宫廷文化、芭比等全球知名IP。24年3月，名创优品官宣与日本新兴国民级IP Chiikawa达成合作，将联名上新毛绒公仔、U型枕、挂件、风扇等产品；3月29日，首个“名创优品×Chiikawa”主题快闪店在上海静安大悦城开启。根据澎湃新闻新闻信息，此次联名快闪单店10小时销售额破268万元，开业三天业绩超800万元，客单价超千元；对比国内名创优品24Q1 57.4万元的单店收入水平，Chiikawa等优质IP联名带来流量以及销售效率显著更高，我们认为未来随公司进一步推进与稀缺优质IP达成合作，公司单店收入仍有较大提升空间，叠加公司加速门店开设，公司业绩有望延续高增。

图表：名创优品北京五棵松旗舰店



资料来源：搜狐，民生证券研究院

图表：上海静安大悦城Chiikawa×名创优品联名快闪店



资料来源：新浪，民生证券研究院

2.3

专业零售之明月镜片：传统镜片大单品放量升级，近视防控业务仍存广阔成长空间

- 常规镜片收入结构优化，明星产品收入占比持续提升。**公司在常规镜片业务实行产品聚焦策略，PMC超亮、1.71镜片、防蓝光镜片等明星产品销售收入及收入占比持续增长，23年/24Q1三大明星产品占常规镜片收入的比例分别为52.31%/54%，收入占比已过半且持续提升，消费者对明月镜片产品力及品牌力的认可度提升。中长期看，公司有望承接更多来自白牌用户及原先外资品牌客户的需求，常规镜片收入结构优化，收入与盈利能力已进入稳步上行通道。
- 近视防控产品高景气，产品、渠道与品牌三大竞争优势助力离焦镜业务持续高增长。**产品方面，截至23年末，公司近视管理镜片品类已有合计24个SKU同时在售，其中零售渠道12个SKU，医疗渠道12个SKU，折射率覆盖1.56、1.60、1.67及1.71，有日常使用和防蓝光两个类别，价格带覆盖1500~3000+元，行业交付速度较快，可满足不同消费者的不同需求；渠道方面，公司近视防控产品合作的线下门店数量超万家，同时公司积极布局医院渠道打开渠道新增量；品牌方面，公司通过亮相央视多档节目黄金时段及核心城市各大CBD和交通枢纽等方式加大产品及品牌曝光，深化品牌力的同时助力终端销售放量。中长期来看，持续看好青少年近视防控镜片渗透率稳步提升趋势下，明月镜片作为行业龙头有望获得更多市场份额。

图表：明月镜片零售渠道“轻松控”系列产品矩阵

技术原理	型号	产品名	原料	阿贝数	折射率	膜层	功能	售价	推出时间
周边离焦	D60MF	1.60轻松控	PMC超亮	40	1.603	天视A6膜 (可以减少镜片表面的广反射、防水、指纹和油污、减少镜片表面灰尘吸附)	近视管理	1598元	2021.6
	D71MF	1.71轻松控		37	1.701		2298元	2022.6	
	D60MFL	1.60轻松控防蓝光		40	1.603		1798元	2022Q1	
	D71MFL	1.71轻松控防蓝光		37	1.701		2598元	2022.6	
多点离焦	D56TF	1.56轻松控 Pro	PMC超亮	43	1.558	天视A6膜 (可以减少镜片表面的广反射、防水、指纹和油污、减少镜片表面灰尘吸附)	近视管理	1998元	2023.8.1
	D60TF	1.60轻松控 Pro	PMC超亮	40	1.603		2398元	2022.6	
	D67F	1.67轻松控 Pro	KR树脂	32	1.665		2798元	2021.12	
	D71TF	1.71轻松控 Pro	PMC超亮	37	1.701		3398元	2022.12	
	D56TFL	1.56轻松控 Pro防蓝光	PMC超亮	43	1.558		2298元	2023.8.1	
	D60TFL	1.60轻松控 Pro防蓝光	PMC超亮	40	1.603		2698元	2022.6	
	D67TFL	1.67轻松控 Pro防蓝光	KR树脂	32	1.665		3098元	2022Q1	
D71TFL	1.71轻松控 Pro防蓝光	PMC超亮	37	1.701	3698元	2023.4.1			

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图表：近视防控市场主流品牌的近视防控离焦镜片产品

技术原理	品牌	产品名	推出时间	材料	折射率	阿贝数	微透镜数	终端建议售价(元/副)
周边离焦	蔡司	成长乐	2010.08	树脂	1.50/1.60/1.67	/	/	1230-1730/1960-2460/3580
	万新	易百分	2020年初	树脂	1.67	32	/	1980
	蔡司	成长乐加强版	2021.08	树脂	1.50/1.60/1.67	/	/	2380/3380/4580
多点离焦	豪雅	新乐学	2018.07	PC	1.591	30	396	3980
	依视路	星趣控	2020.11	PC	1.591	31	1021	3680/4580
	伟星	星乐视	2020年底	树脂	1.553	39	407	3680
	蔡司	小乐园	2022.04	PC	1.591/1.60	31	/	3980/4280

资料来源：各公司官网，各品牌微信小程序等，民生证券研究院

2.3 专业零售之博士眼镜：主业优化加速发展，放开加盟渠道构筑新增长极

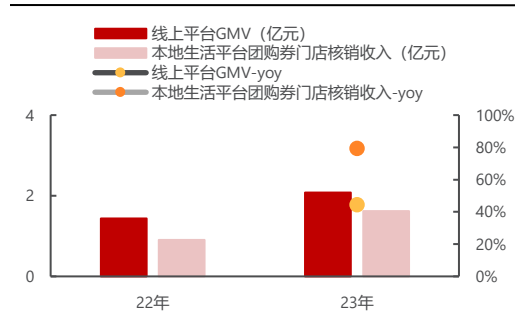
- 持续丰富产品结构，布局抖音本地生活，主业优化加速发展。**①发力近视防控镜片，积极培育自有品牌：公司不断优化离焦镜片等青少年近视防控镜片的品牌SKU矩阵，在积极培育自有品牌德纳司的同时，引入蔡司、豪雅、依视路等国际知名品牌，并与头部品牌联名开展产品营销推广活动，推动近视防控镜片销售提升。②布局抖音本地生活：公司已布局天猫、京东、微信等主流平台，并积极拥抱抖音、大众点评、美团等本地生活服务平台，通过构建门店流量分配机制、利用内容营销与团购券互为补充进行客户引流到店，实现线上线下联动发展。
- 稳步推进数字化加盟，跑马圈地加速市场份额提升。**依托汉高信息数字化平台，公司制定一站式开店方案和极具吸引力的加盟政策吸引夫妻老婆店、非连锁小店主动寻求加盟合作，打开公司市占率及业绩规模扩张空间。公司开放加盟渠道至今，加盟门店用户数量稳步爬升，截至24年3月31日，砫眼镜联盟平台（原镜联易购平台）上完成注册流程的用户共计9134家（23Q3末8749家），完成加盟签约流程的加盟门店用户共计598家（23Q3末507家）。

图表：博士眼镜功能性镜片销售额增速和销售量增速

		2021年	22H1	2022年	23H1	2023年
近视防控离焦镜片	销售量	30%+	23%	19.96%	55.64%	79.05%
	销售额	-	40%	-	-	-
成人渐进镜片	销售量	40%+	53%	21.81%	13.14%	55.67%
	销售额	-	27%	-	-	-
抗疲劳型镜片	销售量	40%+	-	-	-	-

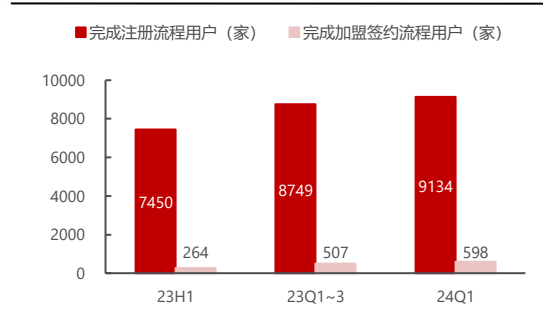
资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

图表：公司线上及本地生活平台经营情况



资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

图表：镜联易购完成注册及完成加盟签约用户

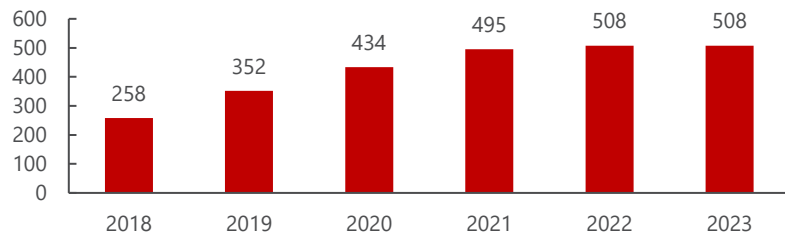


资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

2.3 专业零售之母婴-孩子王：全年龄段儿童生活馆持续推进，期待中长期发展

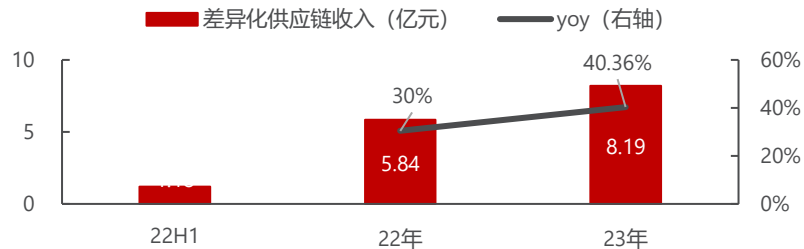
- 稳步推进乐友并购，持续打造全年龄段儿童生活馆，渠道运营全面优化。** 23年8月，公司收购北方母婴龙头乐友国际，完善公司北方地区的门店布局；截至23年末，孩子王及乐友门店合计达1025家，其中孩子王508家，乐友直营和加盟托管店共517家，两者互补下公司门店覆盖全国21个省（市）、200+城市，基本完成胡焕庸线以南地区的市场布局。此外，公司针对中大童群体开创全年龄段儿童一站式购物及成长服务新业态，设置餐厅厨房、运动装备、儿童主题房等十三大场景，满足亲子家庭的一站式购物、社交互动、寓教于乐等多元需求；23年，公司完成南京弘阳店、南京建邺万达店、武汉经开永旺梦乐城店的升级改造，单店交易额平均同比提升超20%，消费人次平均增长近30%，升级效果初具成效；公司计划24年升级60家儿童生活馆（Q1完成合肥包河万达广场门店的升级），未来3年升级200+家，门店运营效率有望持续得到优化提升。
- 差异化供应链进一步完善，23年自有品牌交易额同比+74%。** 公司通过与各类母婴品牌商的深度合作，打造自有品牌矩阵，为消费者提供具有成本优势的差异化产品和明星单品；23年，公司与1450家自营供应商建立战略合作，合作全球优质品牌超3500个，自有品牌拓展至11+个，差异化供应链体系持续完善，实现销售收入8.19亿元，同比40.36%，其中自有品牌交易额同比+74.37%。

图表：孩子王直营渠道门店数（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：孩子王差异化供应链收入（亿元）及增速



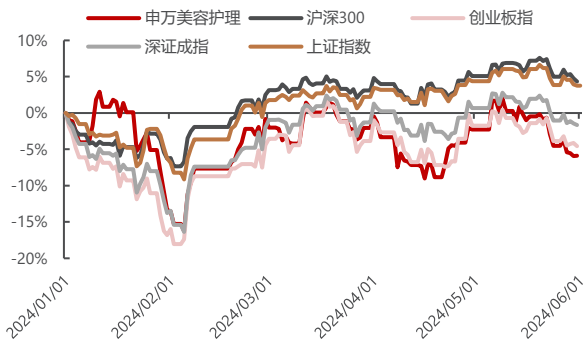
资料来源：公司公告等，民生证券研究院

3. 美妆：行业弱复苏，海内外龙头表现分化，关注新原料/新渠道/潜力赛道机会

3.1 行业复盘—行情：申万美护指数表现弱于大盘，下游品牌端马太效应加剧

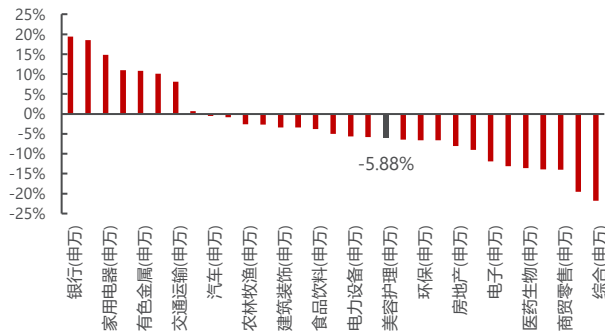
- **申万美容护理指数基本跟随大盘走势，但表现弱于大盘。** 2024年1月1日至2024年6月1日，上证指数/沪深300/创业板指的涨跌幅分别为3.76%/4.34%/-4.56%，而美容护理（申万）指数跌幅为5.88%，表现弱于大盘，且涨跌幅在申万31个一级行业排名19/31，处于中位。
- **产业链下游品牌整体表现相对更优，代运营端马太效应加剧。** 1) 上游原料&制造端：表现不及预期，24年年初至今（6月1日）下跌6.24%，其中科思股份上涨18.06%；2) 代运营板块：表现较差，24年年初至今（6月1日）下跌16.93%，其中青木股份股价实现7.88%的正增长；3) 品牌板块：表现相对较好，24年年初至今（6月1日）跌幅为3.70%，其中丸美股份/珀莱雅/水羊股份逆势上涨，年初至今涨幅分别为21.41%/9.55%/3.66%。

图表：年初至今美护板块和大盘指数累计涨跌幅走势



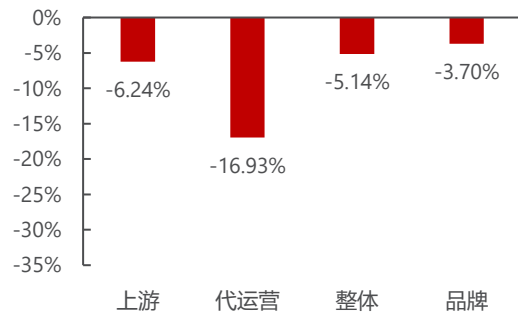
资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2024.1.1-6.1

图表：申万一级行业2024年年初至今涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2024.1.1-6.1

图表：美护细分板块年初至今累计涨跌幅

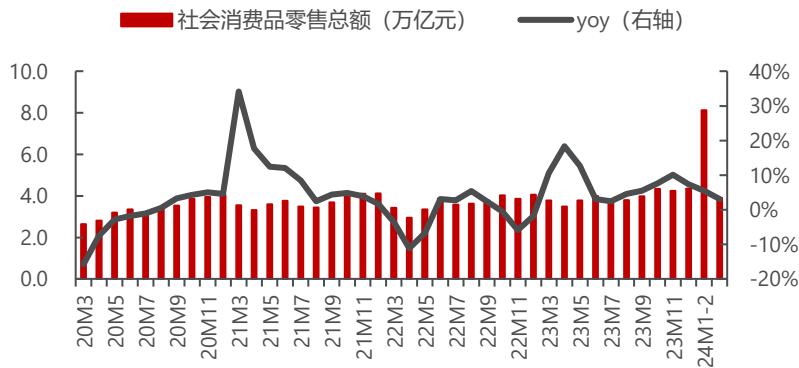


资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2024.1.1-6.1

3.1 行业复盘—社零：社零整体弱复苏，化妆品整体增速略弱于社零

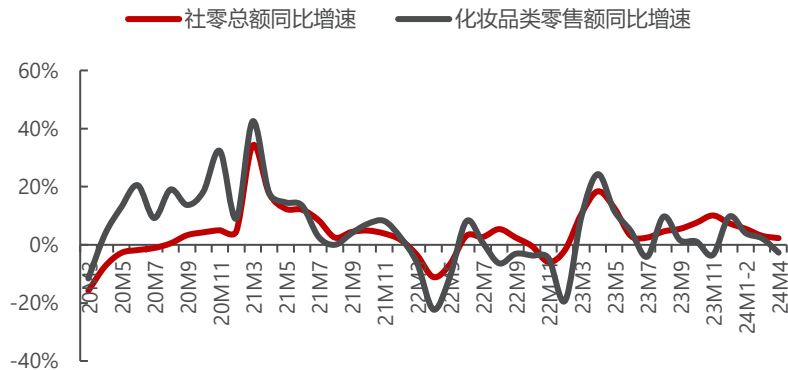
- **社零总额：24年4月增速环比有所放缓，整体维持稳健增长。** 2024年1~4月社零总额为156026亿元，同比增长4.1%；单4月社零总额为35699亿元，同比增长2.3%，增速环比回落主要受假期天数减少、同期基数较高等因素影响。
- **化妆品类：24年1~4月零售额增速弱于社零整体。** 24年1~4月，化妆品零售额为1357亿元，同比+2.1%，国内化妆品市场总体持续扩容，但增速放缓；单4月化妆品零售额为278亿元，同比-2.7%，或为“38”大促后的消费停滞期。

图表：社零总额（万亿元）及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：社零总额增速与化妆品零售额增速对比

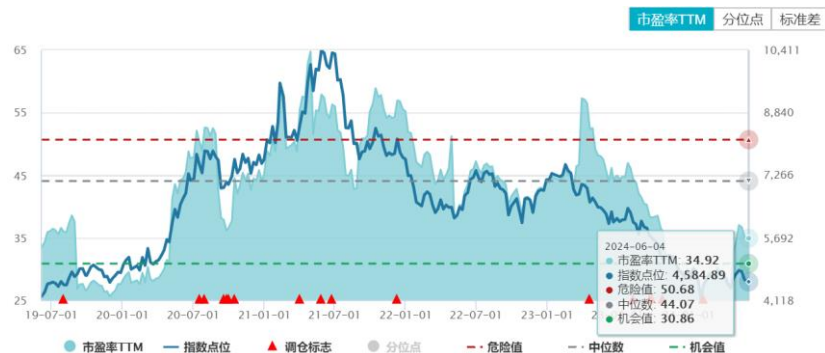


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.1 行业复盘—估值：行业弱复苏，板块估值处于近五年低位

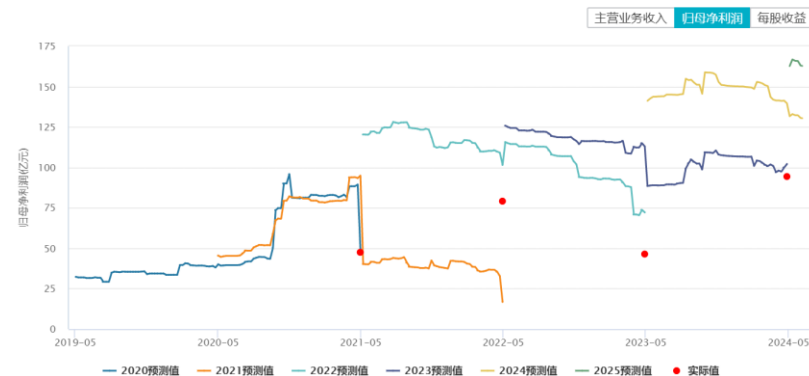
- 美护行业弱复苏，板块估值处于近五年低位。** 23年以来美护板块弱复苏，23全年/24Q1化妆品社零同比增速为+5.1%/+3.4%，低于社零总额+7.2%/+4.7%的同比增速；截至2024年6月4日，申万美容护理指数PE（TTM）为34.92，位于近5年来的历史24.71%分位；行业估值当仍处于历史低位。

图表：申万美护板块近五年市盈率变动



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：申万美护板块近五年归母净利润预测情况

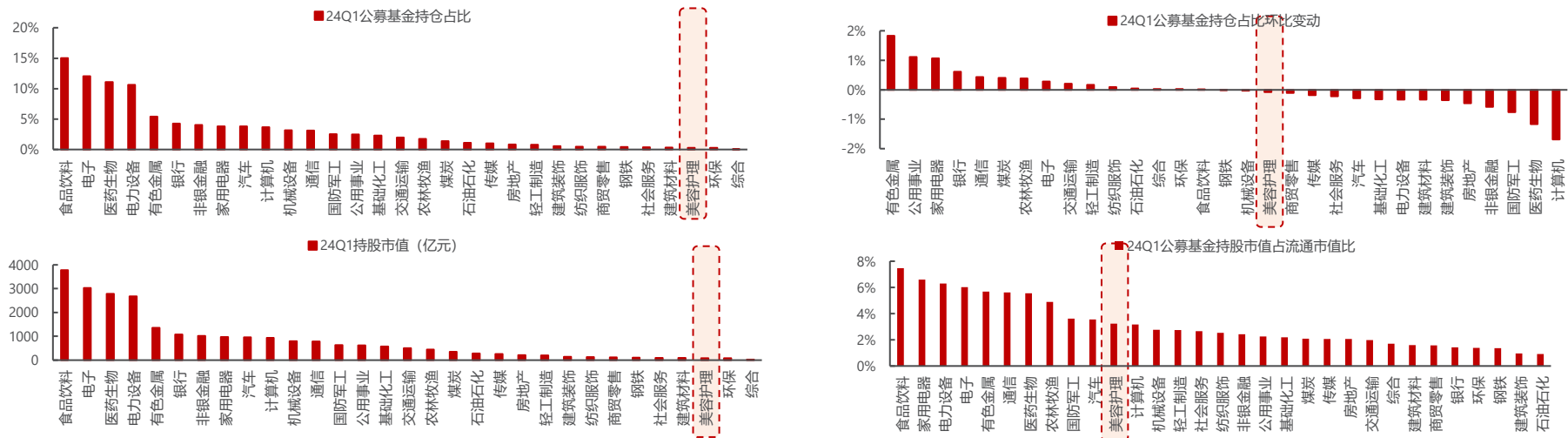


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.1 行业复盘—基金持仓：24Q1美护公募基金配置比例降低，仓位环比降0.08pct

- 从持仓占比来看，截至24Q1，申万美护板块公募基金持仓占比为0.32%/环比-0.08pct，在申万31个一级行业排名29/31。
- 从持股市值及占比来看，截至24Q1，申万美护板块公募基金持股市值为80.08亿元/环比-25.52%；持股市值占流通市值比为3.23%/环比-1.19pct，在申万31个一级行业排名11/31。

图表：美护板块基金持仓及持股情况

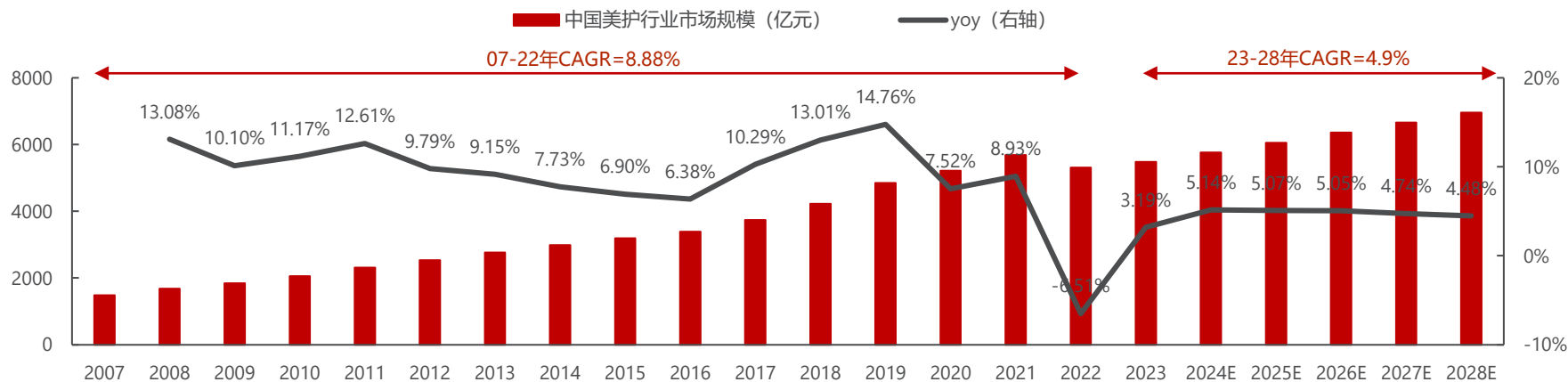


资料来源：ifind，民生证券研究院；注：公募基金持仓占比及公募基金持仓市值对应报告期末最后一个交易日

3.1 行业复盘—市场规模：美护行业规模增速放缓，预计23-28年CAGR~4.9%

- 美护行业规模增速放缓，预计23-28年行业CAGR~4.9%。**根据欧睿数据，2007-2022年，中国美护市场的市场规模从1481.75亿元增至5310.41亿元，对应CAGR为8.88%。2022年，受疫情和消费环境变化影响，美护行业市场规模同比下滑6.51%至5310.41亿元，为近15年来首次下滑。2023年，随疫后消费市场复苏，中国美护行业市场规模回升至5479.81亿元，同比增速为3.19%；23-28年，随基数增长及流量红利消减，美护行业或将进入低速增长阶段，欧睿预计23-28年我国美护行业将以4.90%的CAGR持续增长，预计28年达到6959.27亿元。

图表：2007年-2028E中国美护行业整体市场规模（亿元）及增速

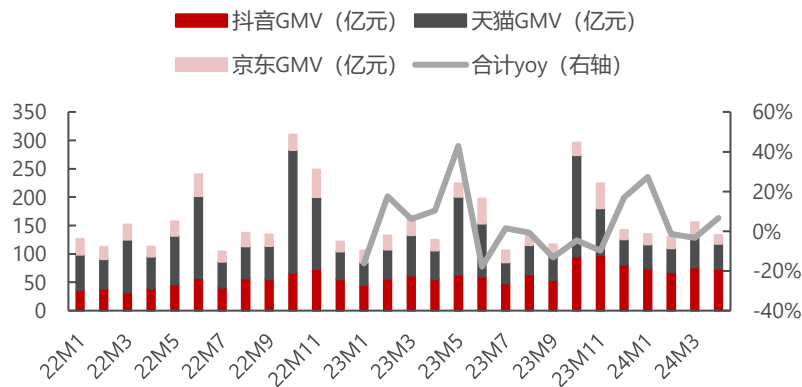


资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.1 行业复盘—市场规模：护肤品类占据主要美护市场，彩妆增速高于护肤

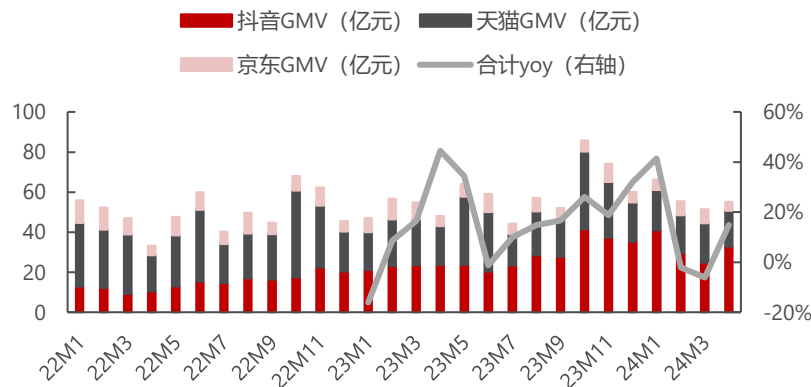
- 从细分领域看，护肤品为美护主要销售品类，彩妆增速高于护肤。从占比看，护肤品类占据美护行业市场，彩妆行业次之，根据欧睿数据，23年护肤/彩妆行业市场规模占国内美护整体市场规模的比例分别为51.42%/11.27%。从行业增速看，2022年下半年，受疫情扰动及消费需求下降，护肤和彩妆品类在天猫、抖音、京东三渠道的合计GMV下滑明显；23H1随消费场景增加、消费需求复苏，护肤及彩妆品类恢复性增长，且彩妆品类增长速度高于护肤品类。根据久谦中台数据，23年，护肤/彩妆在天猫+抖音+京东的合计GMV分别为1968/703亿元，同比+0.51%/+15.92%；24年1-4月护肤/彩妆在天猫+抖音+京东的合计GMV分别为554/229亿元，同比+5.69%/+10.64%。

图表：天猫+抖音+京东三渠道护肤品类销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图表：天猫+抖音+京东三渠道彩妆品类销售额（亿元）及增速

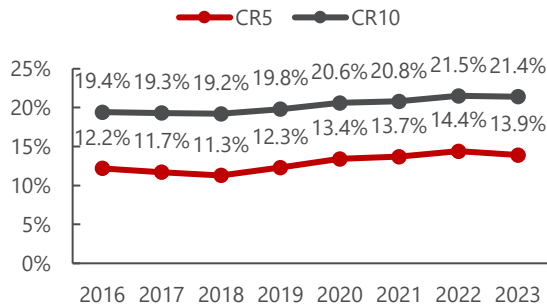


资料来源：久谦中台，民生证券研究院

3.1 行业复盘—竞争格局：美护行业集中度提升，马太效应凸显行业格局优化

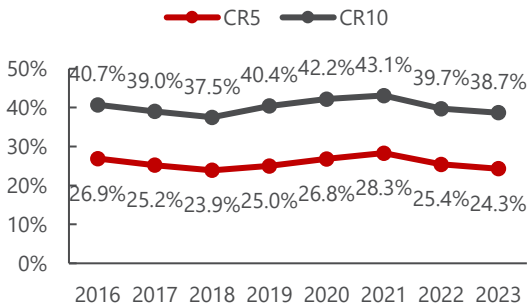
- 疫后市场份额加速向头部聚集，马太效应凸显，23年中国美护行业CR5/CR10分别为13.9%/21.4%。2016-2022年，国内美护行业市场集中度不断提升，CR5/CR10分别从12.2%/19.4%提升至14.4%/21.5%；2023年，中国美护行业CR5/CR10分别同比-0.5/-0.1pct至13.9%/21.4%，市场份额下滑主要系雅诗兰黛、Olay等品牌因陷入增长困境市占率同比下降所致，欧莱雅、珀莱雅等优质头部企业市占率稳步提升。
- 从细分领域来看，23年彩妆和护肤类目行业集中度均有所下降。2016-2023年，随颜值经济兴起，彩妆行业市场参与者增加，我国彩妆行业集中度有所下滑，CR5/CR10分别从26.9%/40.7%降至24.3%/38.7%；护肤行业市场CR5/CR10分别从16年的20.1%/30.4%提升至23年的22.5%/35.1%，行业集中度整体呈提升态势，23年下滑主要系雅诗兰黛等品牌市占率下滑明显拖累，珀莱雅等优质品牌集中度持续提升，行业马太效应凸显。

图表：2016-2023年中国美护行业市场集中度



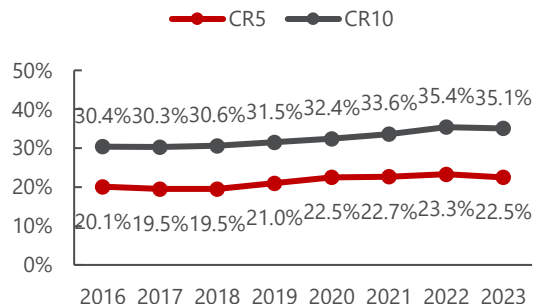
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2016-2023年中国彩妆行业市场集中度



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2016-2023年护肤行业市场集中度



资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.1 行业复盘—竞争格局：外资品牌市占率领先，头部国货加速崛起

- **外资品牌市占率领先，头部国货加速崛起排名逐步向前。**根据欧睿数据，16-23年我国美护行业由外资品牌主导，市占率前十名中外资品牌占据超半数席位，以欧莱雅、雅诗兰黛等为代表的国际大牌依托长期积淀的强大品牌凝聚力和深度的消费者认知，牢牢位居行业前列，23年排名前三品牌分别为欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，对应市占率为4.3%、3.8%、2.4%，其中欧莱雅和雅诗兰黛的市占率小幅下滑。
- 此外，在新一代消费群体的国潮消费趋势驱动下，头部国货及时洞察消费者变化，在研发、产品、营销等方面持续创新，竞争力持续增强；同时在性价比消费趋势的驱动下，优质国货品牌竞争优势进一步凸显。根据欧睿数据，2023年美护行业市占率前十品牌中国货品牌有珀莱雅、百雀羚、自然堂和薇诺娜，其中珀莱雅市占率排名提升明显，从22年的第十跃至第五；此外，据青眼情报的24年“618”天猫首周美护销售榜单，天猫美护销售额TOP10品牌中共有5个国产品牌，为珀莱雅、可复美、薇诺娜、自然堂、HBN，国货数量较23年“双11”天猫美护行业销售榜单增加3个，头部国货加速崛起。

图表：2016-2023年中国美护行业市占率排名

排名	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	欧莱雅(3.7%)	欧莱雅(3.4%)	欧莱雅(3.4%)	欧莱雅(3.6%)	欧莱雅(3.9%)	欧莱雅(4.1%)	欧莱雅(4.4%)	欧莱雅(4.3%)
2	玫琳凯(2.4%)	百雀羚(2.3%)	百雀羚(2.3%)	兰蔻(2.4%)	兰蔻(2.9%)	兰蔻(3.1%)	兰蔻(3.5%)	兰蔻(3.8%)
3	海飞丝(2.2%)	玫瑰琳(2.1%)	海飞丝(1.9%)	百雀羚(2.3%)	雅诗兰黛(2.6%)	雅诗兰黛(2.8%)	雅诗兰黛(2.7%)	雅诗兰黛(2.4%)
4	百雀羚(2%)	海飞丝(2.1%)	兰蔻(1.9%)	雅诗兰黛(2.1%)	百雀羚(2.2%)	百雀羚(2%)	Olay(1.9%)	Olay(1.7%)
5	Olay(1.9%)	自然堂(1.8%)	自然堂(1.8%)	Olay(1.9%)	Olay(1.8%)	Olay(1.7%)	百雀羚(1.9%)	珀莱雅(1.7%)
6	飘柔(1.6%)	Olay(1.7%)	Olay(1.8%)	自然堂(1.8%)	自然堂(1.7%)	自然堂(1.6%)	海飞丝(1.5%)	百雀羚(1.6%)
7	自然堂(1.5%)	兰蔻(1.6%)	玫琳凯(1.7%)	海飞丝(1.7%)	海飞丝(1.6%)	Dior(1.6%)	自然堂(1.5%)	自然堂(1.6%)
8	高露洁(1.4%)	飘柔(1.5%)	雅诗兰黛(1.7%)	Dior(1.5%)	Dior(1.5%)	海飞丝(1.5%)	Dior迪奥(1.4%)	Dior迪奥(1.5%)
9	好来(1.4%)	雅诗兰黛(1.4%)	Dior(1.4%)	玫琳凯(1.3%)	阿道夫(1.2%)	SK-II(1.2%)	薇诺娜(1.4%)	海飞丝(1.4%)
10	完美(1.3%)	好来(1.4%)	飘柔(1.3%)	飘柔(1.2%)	SK-II(1.2%)	海蓝之谜(1.2%)	珀莱雅(1.3%)	薇诺娜(1.4%)

资料来源：欧睿，民生证券研究院；注：有底色的为国货品牌

图表：2016-2023年天猫“双11”美容护肤类目销售额TOP10品牌

排名	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	自然堂	Olay	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅
3	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	Olay	WHOO	WHOO	Olay	雅诗兰黛
5	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	Olay	资生堂	珀莱雅	薇诺娜
6	雅诗兰黛	Olay	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜
7	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	Olay	海蓝之谜	OLAY
8	佰草集	一叶子	HFP	WHOO	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可
9	Olay	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜
10	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂	娇兰

资料来源：青眼情报，民生证券研究院；注：有底色的为国货品牌

3.1 行业复盘—业绩端：国货品牌表现分化，行业格局有望持续优化

- 国货品牌业绩表现分化，行业格局有望持续优化。** 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。

图表：重点关注美妆企业2023年业绩情况

公司名称	2023营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	2023年归母净利 (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
总计	413.64	-11.80	-21.77	48.76	4.55	4.12

资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：重点关注美妆企业24Q1业绩情况

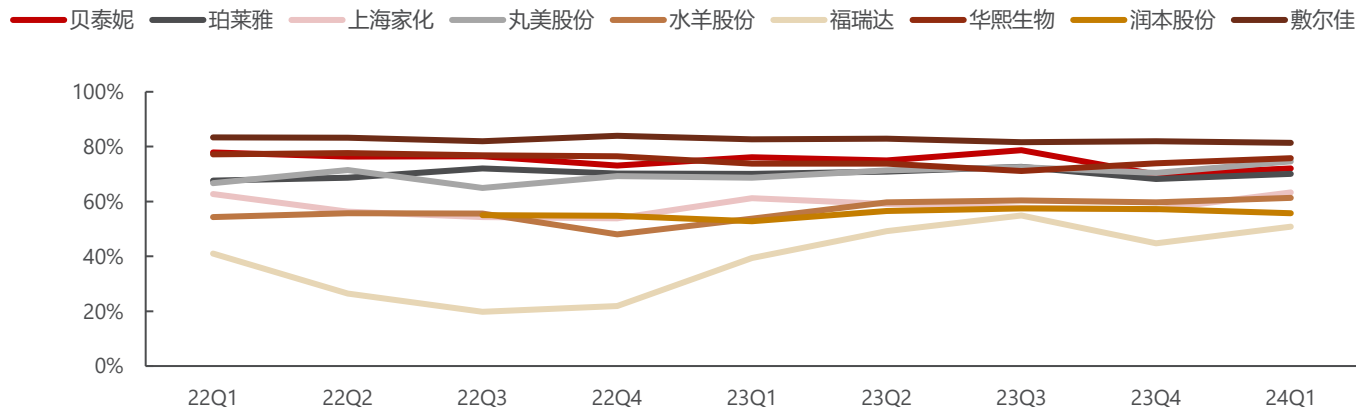
公司名称	24Q1营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	24Q1归母净利 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	19.05	-3.76	2.74	2.56	11.18	-4.41
水羊股份	10.32	-1.36	-1.41	0.40	-23.25	-48.63
珀莱雅	21.82	34.56	5.29	3.03	45.58	14.26
润本股份	1.67	10.02	-	0.35	67.93	-
丸美股份	6.61	38.73	14.15	1.11	40.62	20.47
贝泰妮	10.97	27.06	20.29	1.77	11.74	3.33
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
总计	97.04	6.77	2.29	13.76	11.17	-8.02

资料来源：ifind，民生证券研究院

3.1 行业复盘—业绩端：聚焦发展高毛利率品类及产品，毛利率逐步提升

- 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。

图表：22Q1-24Q1美妆品牌公司毛利率 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

- 合成生物技术优势显著，成为美妆企业研发竞争的新领域，玻尿酸、重组胶原蛋白为主要布局新原料。目前原料生产技术主要包括化学合成、萃取技术、生物发酵和合成生物学四大类型，其中萃取技术和生物发酵技术为目前行业主流生产技术；合成生物技术较其他技术在原料可获得性、产量、纯度、碳排放等方面具备绝对优势，成为美妆企业研发竞争的新领域，但由于合成生物技术难度较高，目前技术研发仍处于起步阶段。国内开始布局合成生物的企业包括华熙生物、贝泰妮、巨子生物、鲁商发展、锦波生物等，其中华熙生物和福瑞达主要用合成生物学的技术生产透明质酸，近年来开始逐步布局重组胶原蛋白原料及产品；巨子生物为重组胶原蛋白龙头企业，已将重组胶原蛋白用于旗下可复美和可丽金品牌产品中，并计划在未来推出重组胶原蛋白三类械产品。

图表：四种化妆品原料制备技术对比

	化学合成	萃取技术	生物发酵	合成生物
原材料	化石原料为主	天然动植物	菌株	葡萄糖生物物质原料等
原材料可获得性	较易获得，不可再生	可再生，受地理位置、时间等因素限制	易获得、可再生	易获得、可再生
核心步骤	化学反应催化	强酸/超临界流体/生物酶/微波/超声波等方式提取	微生物发酵	改造底盘细胞
产量	高	低	高	高
纯度	低	低	高	高
制备成本	高 (下降空间较小)	高	较高	低
碳排放	高	高	较低	低
技术难度	低	较低	较高	高

资料来源：《2023 化妆品原料技术应用盘点》，民生证券研究院

图表：国内布局合成生物学的化妆品龙头企业

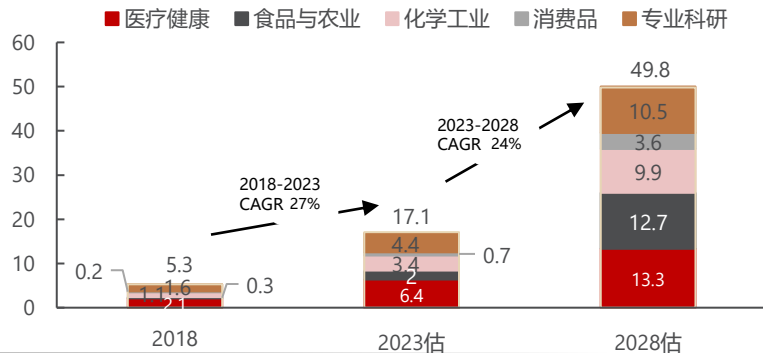
品牌/原料商	主要方向/定位
巨子生物	生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业护肤产品，旗下运营可复美、可丽金等品牌。把合成生物定位为集团发展重点；2022年3月完成合成生物学相关的平台搭建和实验室筹备；与赋远投资联合成立的赋远合成生物基金；旗下产业基金华熙朗亚与东方富海联合领投置嘉生物A轮融资。
华熙生物	华熙生物的生物合成技术将与置嘉生物的超分子催化技术相结合，共同建立绿色化学与酶协同偶联催化体系。
珀莱雅	战略投资中科欣场；与浙江拜肤生物有限公司签订战略合作协议，致力于多肽研发、多肽绿色合成以及改善原料生产供应。
贝泰妮	组建合成生物实验室；
水羊股份	首席科学家陈坚在水羊股份建立院士专家工作站，从发酵法生物面膜及功能性基质的开发、发酵四氢吡嘧的重组菌的构建等方面启动合成生物学领域的合作。
丸美股份	成立丸美国际合成生物学工程中心，开启“合生造物”模式，并开展“绿色生物制造”、“生物化妆品”的成分和产品研究。
锦波生物	以重组胶原蛋白为主要产品，从事医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售。
中科欣场	全球领先的合成生物学创新智造企业，代表产品有依克多因、麦角硫因、NMN、亚骄阳等。
未名拾光	专注于美妆个护领域生物活性材料创新研发和生产制造的生物科技公司。

资料来源：青眼，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

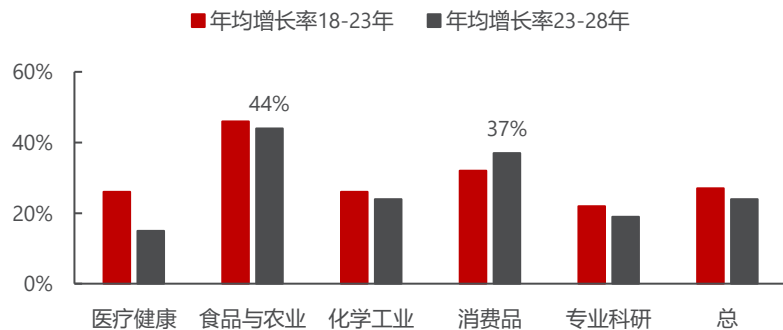
- 全球合成生物市场规模持续增长，预计28年达498亿美元，其中消费品产品将占据3.6%的份额。据CB Insights数据，2018年，全球合成生物市场规模为53亿美元，预计在2023年将扩大至171亿美元，18-23年CAGR为27%。从下游行业应用来看，医疗健康、专业科研和化学工业为合成生物学的三大应用行业，其中医疗健康为最大的细分市场；消费品市场规模最小，为2亿美元。据CB Insights预计，2028年合成生物市场规模有望达到498亿美元，其中消费品将达到36亿美元。
- 从细分赛道增速方面来看，由于消费品及食品与农业有低客单价和高频的特征，预计是未来几年增速最快的两个细分赛道，医疗健康和专业科研虽为合成生物学占比最大的两个细分赛道，但增速最慢；食品与农业和消费品将迎来大幅提升，且CAGR远超医疗健康、专业科研和化学工业，据BCC Research，预计23-28年，合成生物学领域中食品与农业、消费品的市场规模CAGR均将超过35%。

图表：合成生物学全球市场规模（十亿美元）



资料来源：CB Insights，民生证券研究院

图表：合成生物学各领域市场规模的年复合增速预测



资料来源：BCC Research，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

- 在化妆品领域，合成生物学产品开发主要有三条思路，其中玻尿酸、胶原蛋白等传统动/植物提取物原料为目前产业主要聚焦方向。目前产业内合成生物学产品开发主要有三条思路：1) 针对高价值产品，开发全新生产路线：以传统动/植物提取物为典型代表，例如**玻尿酸、胶原蛋白**等，因目标分子清晰、商业化潜力明确，成为目前产业的主要聚焦方向；2) 聚焦环保主题，开发全新生产路线：主要针对使用过程或生产过程对环境有潜在伤害的原辅料，比如**天然防晒剂、着色剂**等，主要为欧莱雅等国际巨头的重点关注；3) 寻找全新原料：例如寻找环境友好防晒剂、更强的功效产品等，但是难度大且受限于缺乏明确的分子改造目标和方向，研究进展相对缓慢。

图表：合成生物学在化妆品领域的开发思路

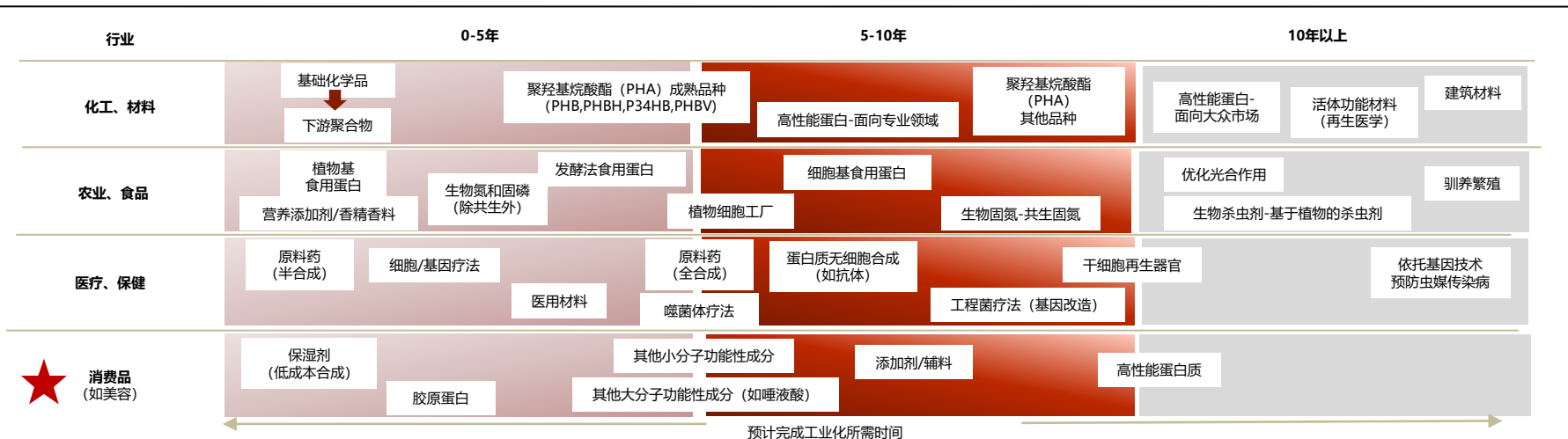
思路	代表产品举例
<p>开发全新路线：针对高价值产品</p> <ul style="list-style-type: none"> 传统路线较贵，使用合成生物学可有效降本 传统方法获取困难，原料稀缺，使用合成生物学可显著放量 全世界产能高度集中，有产能替代的可能性 	<ul style="list-style-type: none"> 动/植物提取物：如玻尿酸、视黄醇、角鲨烷、胶原蛋白等 化学合成：如烟酰胺、麦角硫因等 其他，如甘油葡萄糖苷（被Bitop寡头垄断）
<p>开发全新路线：聚焦环保主题</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要针对使用过程或生产过程对环境有潜在伤害的原辅料 	<ul style="list-style-type: none"> 天然防晒剂：如类菌孢素氨基酸类（MAAs）分子，shinorine、porphyra-334等
<p>寻找全新原料：如环境友好防晒剂、更强的功效产品等，但难度大</p>	<ul style="list-style-type: none"> 缺乏明确的分子设计目标是当下产品开发的最挑战

资料来源：《中国合成生物学产业白皮书2024》，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

- 短期看合成生物学在化妆品领域的成果主要为胶原蛋白技术。聚焦化妆品方向，合成生物学技术近期（五年以内）的成果主要为部分小分子功能性成分和胶原蛋白技术等；在中期（五至十年间），合成生物学的应用进一步拓展，并实现部分全新子品类的技术突破和规模化生产，如性能更优的小分子功能性成分以及添加剂/辅料；在远期（超过十年），合成生物学有望在热门应用领域中在当前科研尚处早期或技术瓶颈较大的话题上实现工业化跑通，如研发出高性能蛋白质等。

图表：合成生物学在化妆品领域的发展路径图



资料来源：《中国合成生物学产业白皮书2024》民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

- **胶原蛋白一般可以分为天然胶原和重组胶原。**基于原料制备方式的差异，胶原蛋白又可分为从牛跟腱、猪皮等动物组织提取的天然胶原，以及基于基因工程编码的重组胶原。天然胶原以酸法提取和酶法提取法为主。天然胶原提取方法多样，包括酸提法、酶提法、中性盐提取法、碱提法等，基本的原理都是通过改变蛋白质的环境条件来使胶原蛋白从其他蛋白质中分离。而重组胶原是通过基因工程构建、发酵表达以及分离纯化最终得到。

图表：天然胶原蛋白与重组胶原蛋白对比

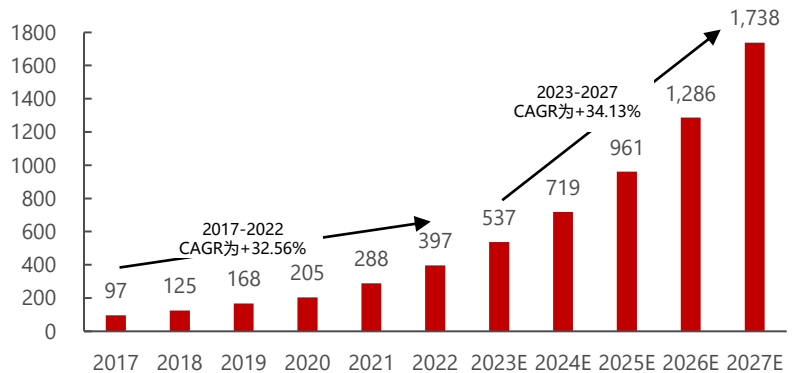
	天然胶原蛋白	重组胶原蛋白
生产工艺	化学提取、可控性差	基因工程、品质可控
制备成本	原材料成本高，一次性设备成本低	原材料成本低，具备规模效应；一次性设备成本高
与人亲和性	异体胶原、弱人体亲和性	同质胶原、高人体亲和性
安全性	易携带动物病毒（疯牛病等）	酵母发酵无病毒
致敏性	异源蛋白、易过敏	同质蛋白、不易过敏
生物活性	三重螺旋结构，具备生物活性	重组类人胶原蛋白为单螺旋结构；重组人源化/重组人胶原蛋白为三螺旋结构，活性较好
纯度	混合胶原、成分复杂	纯度达95%
保湿度	弱	高
水溶性	较差	较好
功效作用	维持皮肤与肌肉弹性、促进细胞粘附、细胞增殖等	保护皮肤结构、补充皮肤营养、保湿等

资料来源：厉盈颖、张俊杰等《胶原蛋白的制备、生物学特性及应用》，唐云平、郑强等《重组胶原蛋白制备及其应用研究进展》，创尔生物招股说明书，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

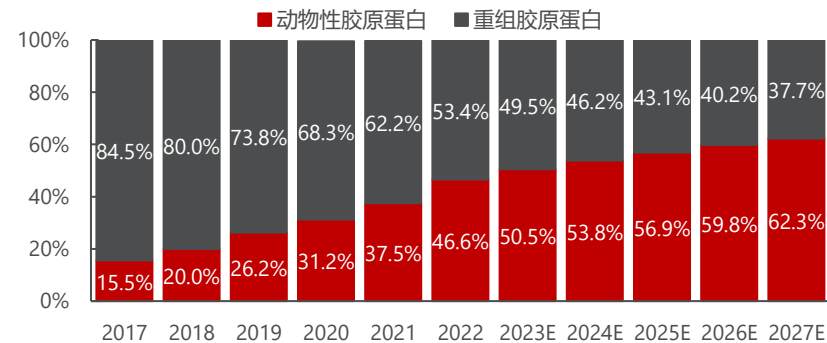
- 中国胶原蛋白产品市场规模快速增长，17-22年CAGR为32.56%，预计23-27年将以34.13%的CAGR加速增长。根据中食科康数据，2017-2022年，中国胶原蛋白产品市场规模从97亿元增至397亿元，对应CAGR为32.56%，市场规模快速增长；同时据中食科康数据预测，23-27年中国胶原蛋白产品市场规模将以34.13%的CAGR增长，预计2027年达到1738亿元，行业规模增长加速，空间可期。
- 重组胶原蛋白产品份额不断提升，23年规模有望超过动物性胶原蛋白。根据中食科康数据，2017-2022年，重组胶原蛋白产品市场份额不断提升，从15.5%提升至46.6%；此外，根据中食科康数据预测，2023年重组胶原蛋白产品市场份额有望超过动物源胶原蛋白，市场份额达到50.5%，并将于2027年达到62.3%，重组胶原蛋白产品市场高速发展。

图表：中国胶原蛋白产品市场规模（亿元）



资料来源：中食科康，民生证券研究院

图表：中国胶原蛋白产品分类市场规模占比

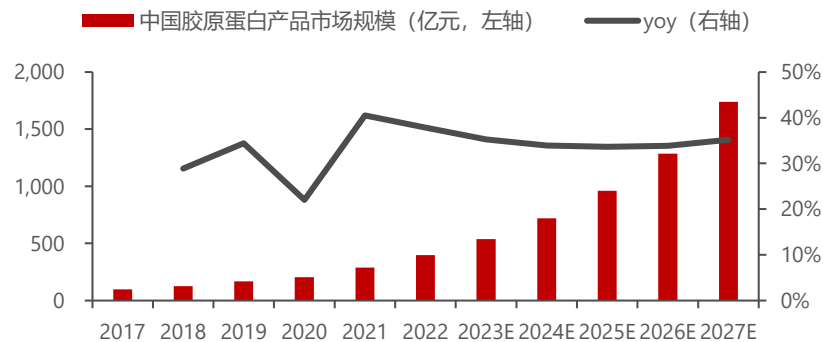


资料来源：中食科康，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

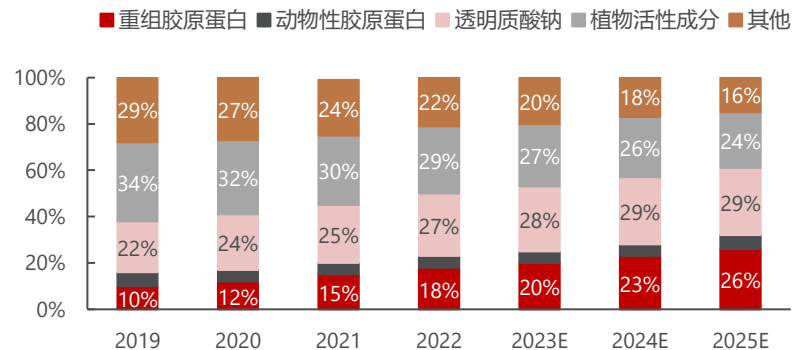
- **消费者护肤意识及功效性需求增加，功效护肤品市场规模持续提升，预计25年市场规模达到1054亿元。**根据中食科康数据，2017-2022年，中国胶原蛋白产品市场规模从97亿元增至397亿元，对应CAGR为32.56%，市场规模快速增长；同时据中食科康数据预测，23-27年中国胶原蛋白产品市场规模将以34.13%的CAGR增长，预计2027年达到1738亿元，行业规模增长加速，空间可期。
- **重组胶原蛋白市场渗透率持续提升，预计25年达26%。**根据中食科康数据，2019-2022年，重组胶原蛋白产品市场渗透率持续提升，从10%提升至18%；此外，根据中食科康数据预测，未来重组胶原蛋白产品市场渗透率将延续增长态势，预计25年市场渗透率达到26%。

图表：中国胶原蛋白产品市场规模（亿元）



资料来源：中食科康，民生证券研究院

图表：中国胶原蛋白产品分类市场规模占比

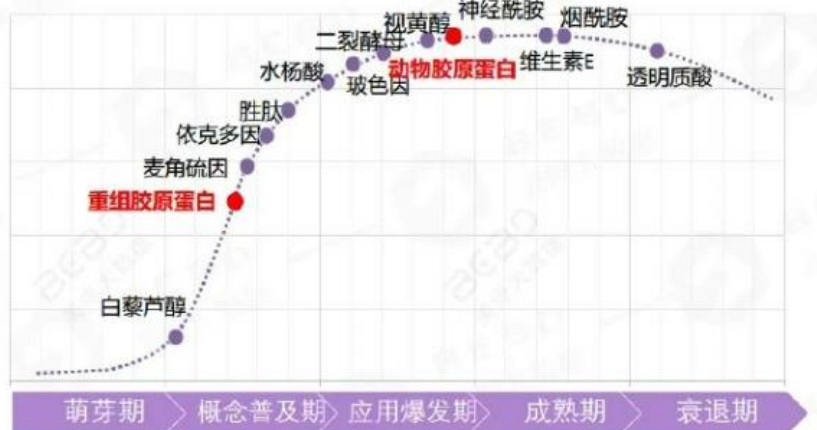


资料来源：中食科康，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（一）：合成生物学

- 重组胶原蛋白目前处于概念普及期，美妆龙头入局下成分热度有望持续提升。根据美丽修行生命周期模型，重组胶原蛋白目前处于概念普及期。随着以珀莱雅、欧莱雅、巨子生物为代表的美妆龙头投入研发和使用重组胶原蛋白成分，以及资本入局助力具备重组胶原产业化能力的企业加快商业化进程，重组胶原蛋白成分热度有望持续提升。

图表：护肤品成分生命周期



资料来源：美丽修行，民生证券研究院

图表：重组胶原蛋白赛道投融资情况

时间	企业名称	投融资情况	轮次
2024年1月	创健医疗	已披露创健医疗上市辅导备案	IPO 辅导
2023年12月	臻泰生物	获得数千万元人民币	天使轮
2023年11月	粒影生物	获得汉能创投数千万人民币的融资	Pre-A+轮
2023年10月	东万生物	获得江苏吴中美学生物1000万元战略融资	A轮
2023年9月	创健医疗	获得LVMH旗下基金、中信里昂资本等融资超2亿元	B轮
2023年9月	聚源生物	获得千禧资本、康创投的融资	B轮
2023年8月	典晶生物	获得元禾辰坤、苏州信托的融资	B+轮
2023年7月	锦波生物	北交所上市，A股“重组胶原蛋白第一股”	上市
2023年6月	崇山生物	获得北京美璞投资超千万人民币的融资	天使轮
2023年2月	典晶生物	获得千禧资本领投超4000万元	B轮
2022年11月	巨子生物	港交所上市，“第一支重组胶原蛋白概念股”	上市
2022年10月	溯华	获得若羽臣数千万元融资	融资
2022年8月	创健医疗	获得资生堂资悦基金领投近2亿元	A轮
2022年4月	华熙生物	2.33亿人民币并购益而康，将重组胶原蛋白作为新增长极	并购
2021年10月	巨子生物	获得金钰资本、高瓴资本、CPE源峰等73.3亿融资	Pre-IPO 轮
2021年9月	创健医疗	获得清源投资的融资	天使轮
2021年7月	聚源生物	获得毅达资本数千万人民币的融资	A轮

资料来源：天眼查，青眼，美妆网，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 婴童护理产品是指专门针对婴幼儿和儿童皮肤研发，用于婴幼儿和儿童日常清洁、保护皮肤的护理产品。婴童护理产品可细分为护肤用品、洗浴用品、清洁用品，产品主要包括沐浴液、润肤露、按摩油、乳液、湿巾等。近年国货婴童护理类产品迭代升级的重点放在产品的成分、配方、安全性等方面，产品成分更加安全有效、品类功能划分更加细致、时尚感更强，国货婴童护理产品质量持续提升。

图表：婴童护理产品分类及主要产品

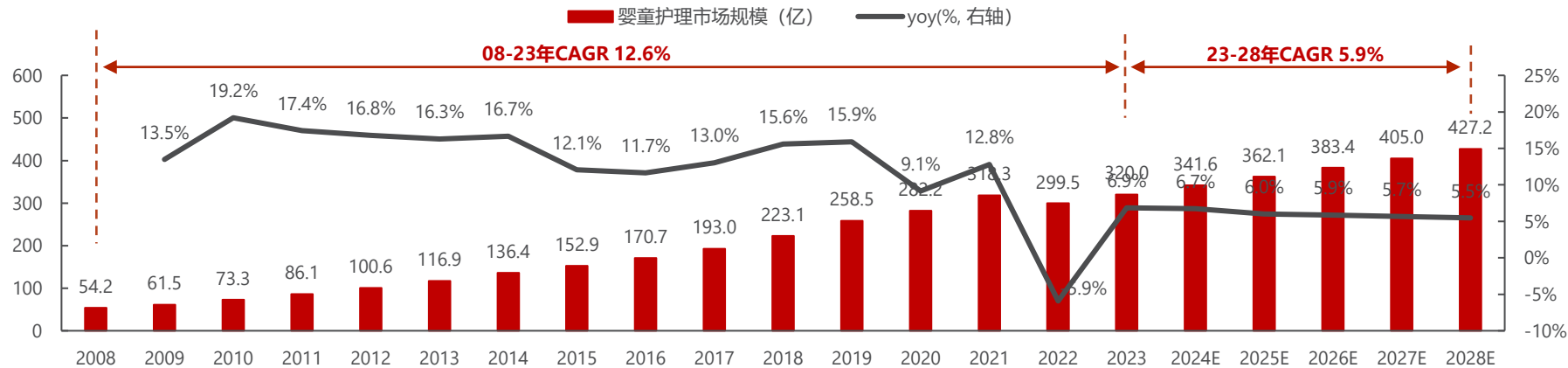
类别	主要产品	主要功能	示意图
护肤用品	身体油、面霜、乳液、爽身粉、防晒护理用品（防晒产品、晒后护理用品等）及孕产护肤类产品等	抗寒风、紫外线、烈日的照射，防止皮肤干裂、脱落，保持皮肤湿润、光滑	
洗浴用品	沐浴添加剂、香皂、沐浴露、洗发露、沐浴球、香氛类（婴儿古龙水、驱蚊止痒液）及洗漱用品（产妇牙刷、牙膏）等	清除皮肤表面的彩妆、污垢、皮脂、角质层碎片等，保持个人卫生	
清洁用品	洗衣液、餐具清洁液、空气净化喷雾及婴儿湿巾等	对衣物等直接接触肌肤的物品进行清洁，保持皮肤湿润等	

资料来源：智研咨询，观研天下，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 婴童护理行业市场持续稳健增长，预计23-28年市场规模CAGR为5.9%，28年行业规模有望达427.2亿元。**根据欧睿数据，08-23年中国婴童护理市场实现快速稳健增长，市场规模由54.2亿元增至320.0亿元，对应CAGR为12.6%。2020年-2022年，受公共卫生事件反复、生育率下滑等多方面因素影响，婴童护理行业市场规模增速略微放缓，22年市场规模降至299.5亿元；2023年，随消费场景逐步恢复，婴童护理行业市场规模恢复增长，23年市场规模同比增长6.9%至320.0亿元。中长期来看，受益于国民收入水平持续提升、精细化育儿观念下育儿支出稳步提升等因素驱动，中国婴童护理市场规模将稳健增长，预计28年达到427.2亿元，23-28年CAGR为5.9%。

图表：2008年-2028E中国婴童护理行业市场规模（亿元）及增速

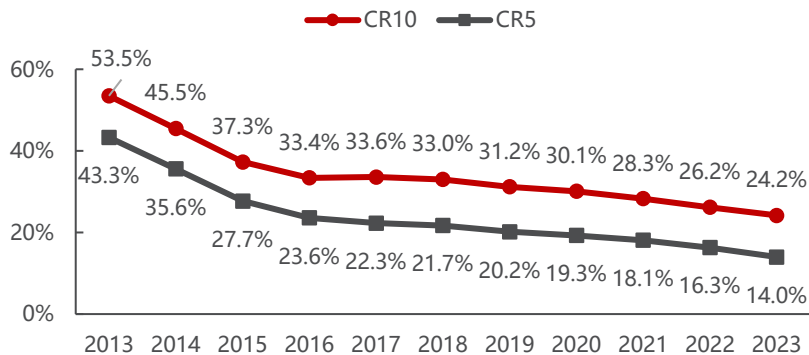


资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 国内婴童护理行业竞争激烈，23年CR5为14.0%。在新兴婴童品牌逐步崛起以及跨境电商发展使得外资品牌进入国内市场的背景下，我国婴童市场竞争持续加剧。根据欧睿数据，13-23年，我国婴童护理市场CR5由43.3%下降至14.0%，CR10由53.5%下降至24.2%，行业竞争较为激烈，竞争格局分散。
- 分品牌来看，强生市占率下滑明显，国货品牌加速掠夺市场份额。根据欧睿数据，2020年之前，强生强势领先，17-19年市占率分别为9.2%、7.8%、6.6%，市场份额将近第二名的两倍；2020年后，优秀国货品牌加速崛起，抢占强生的市场份额，强生市占率从17年的9.2%降至23年的3.5%，国货戴可思、Bodcrme、海龟爸爸快速发展抢占份额，23年市占率分别为3.3%/2.5%/2.1%。

图表：2013-2022年中国婴童护理品牌CR5、CR10



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2022年婴童护理行业市占率前十品牌及其市占率变化

所属国家	品牌名称	17年	18年	19年	20年	21年	22年	23年
美国	强生	9.20%	7.80%	6.60%	5.80%	5.10%	4.30%	3.50%
中国	戴可思	0.70%	1.30%	2.10%	2.50%	2.70%	2.90%	3.30%
中国	Bodcrme	-	-	0.30%	0.60%	1.00%	1.70%	2.50%
中国	红色小象	2.70%	3.80%	3.40%	4.50%	4.70%	4.10%	2.40%
日本	Pigeon	3.50%	3.30%	3.10%	2.80%	3.00%	2.70%	2.30%
中国	青蛙王子	4.00%	4.00%	3.90%	3.70%	2.40%	2.20%	2.20%
中国	海龟爸爸	-	-	-	-	-	0.90%	2.10%
美国	Aveeno	-	0.00%	0.10%	0.40%	1.70%	2.90%	2.10%
中国	启初	2.10%	2.60%	3.20%	2.50%	2.60%	2.50%	2.00%
中国	郁美净	2.90%	2.80%	2.60%	2.40%	2.30%	1.90%	1.80%

资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 母婴人群代际变化，科学育儿逐渐成为主流育儿理念，驱动婴童护肤产品精细化发展。**近年来，90后逐渐成为生育人群的中坚力量，根据尼尔森数据，2022年中国已育女性中90后（20-32岁）占70%，其中20-27岁/28-32岁人群分别占总体的21%/49%。由于90后的平均受教育水平更高，对科学育儿理念的认同度更高，育儿观念从过去简单的吃饱穿暖升级为“科学喂养、科学护理”，对婴童护肤产品的功效也在清洁保湿的基础上增加功能性护肤需求，部分消费者甚至分场景、分年龄、分性别购买婴童护肤品。

图表：新一代父母婴童护肤观念变化



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：中国婴童护理市场细分品类、细分场景

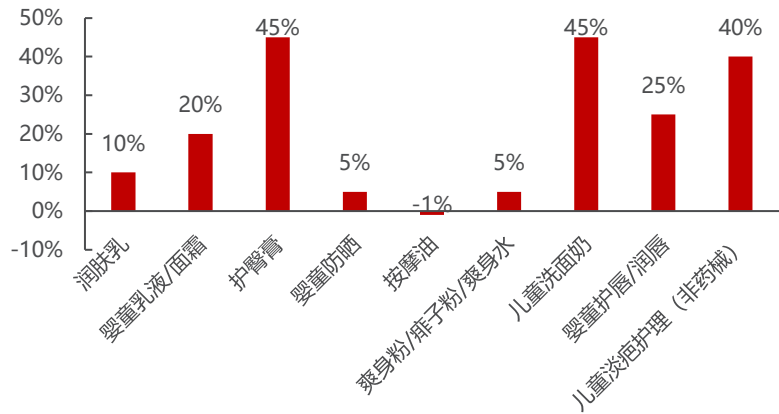
细分品类		细分场景
婴儿润肤乳	婴童护唇/润唇	分年龄
护臀膏	爽身粉/水	分性别
婴童防晒	婴童洗浴	分季节
婴童乳液/面霜	儿童面膜	分日夜
按摩油	儿童洗面奶	
儿童护手霜	儿童淡疤护理	

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 细分赛道中，乳液面霜品类市场规模较大且增速较高，22年销售额同比增速约20%，品类发展潜力较高。根据艾瑞咨询数据，婴童护肤行业细分赛道中，润肤乳为主要销售品类，但增长速度较慢；乳液面霜销售规模仅次于润肤乳，同比增速处于较高水平，22年销售额同比增速约20%，为高潜力品类。

图表：22年中国婴童护肤市场分品类销售额同比增速



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：婴童乳液面霜主流国货品牌

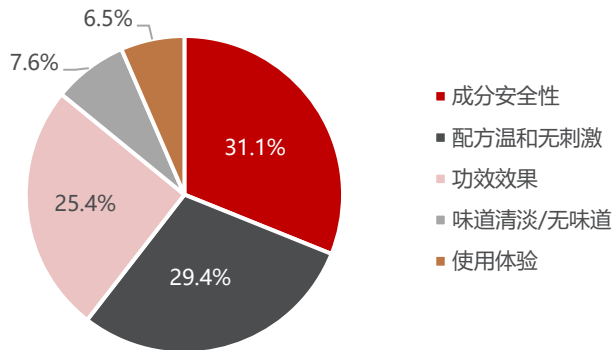


资料来源：凯度，各公司官网，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（二）：婴童护理市场

- 健康意识觉醒，安全性成为母婴人群进行产品购买决策时的重要衡量因素。根据艾瑞咨询《2023年中国跨境婴童功能护肤行业趋势报告》，新一代年轻父母对婴童护肤产品的成分安全性的关注度最高，讨论度占比为31.1%，位居首位；配方温和无刺激及功效效果的讨论度次之，分别为29.4%、25.4%；且根据美业研究院《2023母婴护理市场分析及消费人群趋势洞察》数据，MAT2023年淘系销量TOP 20母婴人群护理产品所宣称的成分中，有15种成分为天然植物提取物，可见消费者对护肤产品的安全性的重视程度提升，且使用天然成分的产品更易受到消费者青睐。

图表：2022年社媒平台婴童护肤产品讨论情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：中国婴童护理市场细分品类、细分场景

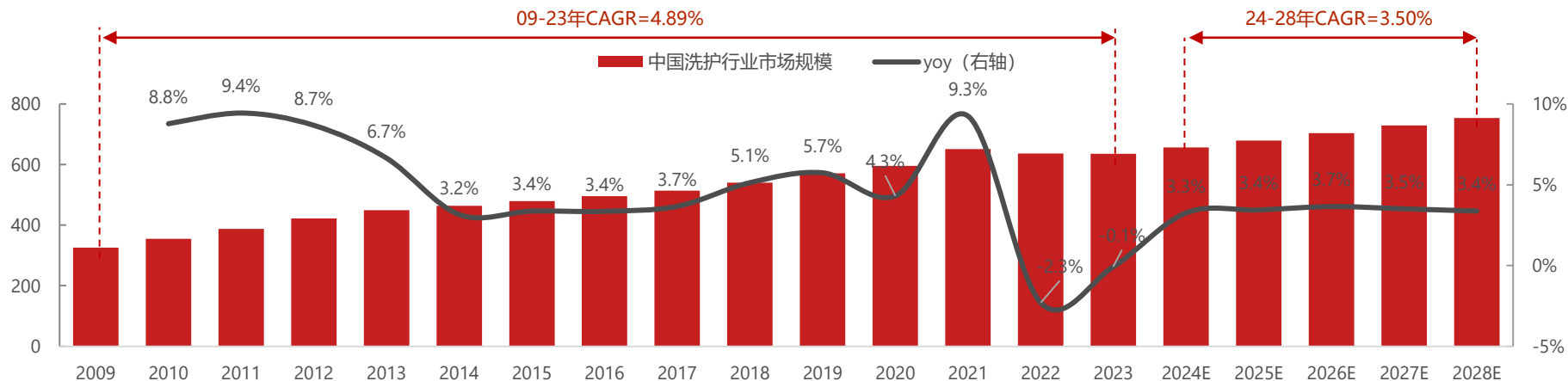


资料来源：美业研究院，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 我国洗护发行业市场规模逐步复苏并进入稳步增长阶段，预计24-28年CAGR~3.5%。根据欧睿数据，2009-2023年，中国洗护发市场的市场规模从325.82亿元增至635.80亿元，对应CAGR为4.89%，其中22-23年，疫情影响致市场规模暂时性下滑，22年/23年洗护发业市场规模同比增速分别为-2.3%/-0.1%，23年市场规模为635.8亿元。2024年后，随出行需求增加以及外出场景增多，我国洗护发市场将逐步复苏并进入稳步增长阶段，根据欧睿数据，24-28年中国洗护发行业将以3.5%的CAGR持续增长，预计28年达到753亿元。

图表：2009年-2028E中国洗护发行业整体市场规模（亿元）及增速

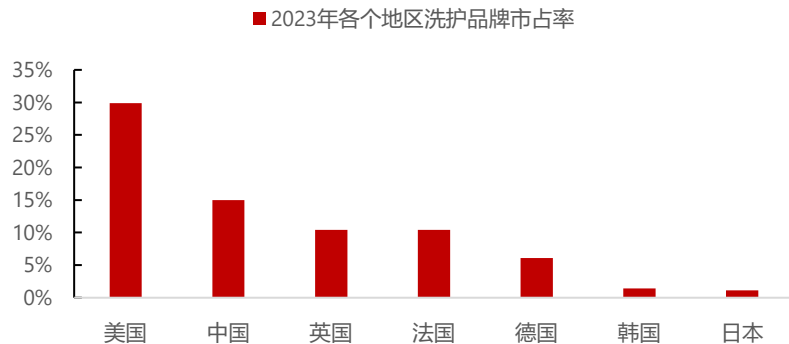


资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

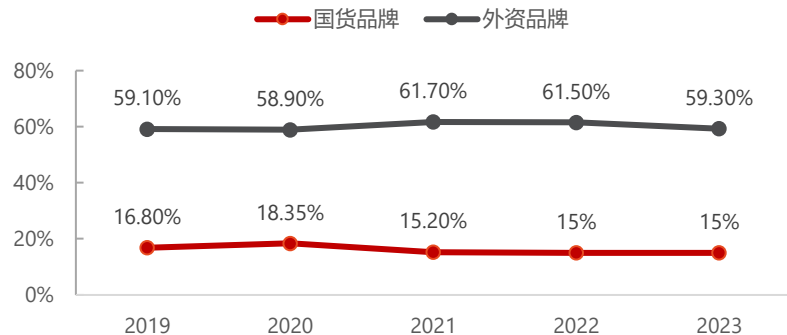
- **我国洗护发市场CR10/CR20呈现下滑态势，行业竞争加剧。**根据欧睿数据，我国洗护发市场CR10/CR20从2014年的60.5%/74.1%提升至2023年的61.4%/74.3%，整体呈现下滑态势，行业竞争日趋激烈。
- **外资品牌占据我国头部洗护发市场主要份额，国货品牌展现较强增长韧性。**从23年中国洗护发市场TOP20品牌各个国家地区市占率来看，美国品牌市占率高达29.9%，中国、英国、法国位随其后，市占率分别为15%、10.4%、10.4%，地区分化明显，美国品牌优势突出。对比市占率TOP20品牌中国货品牌、外资品牌的分布情况，我们发现外资品牌仍占据中国头部洗护发市场主要份额，但是近年来市占率有所下滑；国货品牌的市占率虽有所下滑，但是在竞争程度加剧的市场中，市占率下滑幅度小于外资品牌，国货品牌展现较强增长韧性。

图表：2023年中国洗护发市场TOP20品牌中分地区品牌市占率



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：19-23年洗护发市场TOP20国货品牌与外资品牌市占率



资料来源：欧睿，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- **头部市场竞争格局较为稳定，卡诗品牌市占率提升明显。**根据欧睿数据，17-23年我国洗护发市场市占率TOP10品牌格局较为稳定，海飞丝品牌稳居首位，潘婷、飘柔、清扬三大品牌抢占2-4位；23年市占率第5-10位的品牌中，中国品牌阿道夫和法国品牌卡诗为新起品牌，其中卡诗品牌市占率提升明显，17-23年市占率从0.3%提升至4.0%，对应市占率排名从第17名提升至第8名。

图表：2023年中国洗护发行业市占率TOP10品牌在17-23年的市占率排名情况

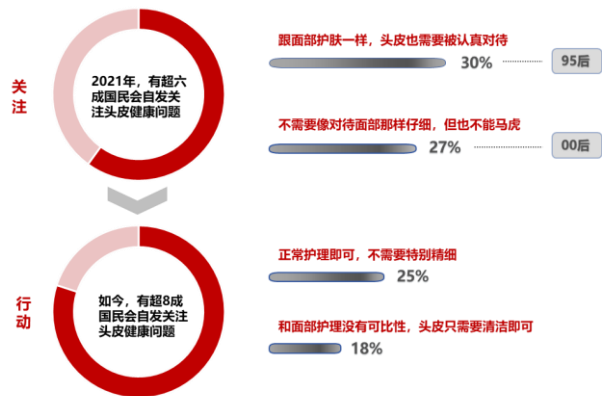
品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
海飞丝（美国）	1(15.0%)	1(14.9%)	1(13.7%)	1(13.1%)	1(12.7%)	1(12.4%)	1(12.4%)
潘婷（美国）	4(7.1%)	4(7.0%)	4(7.7%)	3(8.6%)	2(9.4%)	2(9.2%)	2(9.2%)
飘柔（美国）	2(10.8%)	2(10.5%)	3(9.7%)	2(9.6%)	3(8.2%)	3(7.1%)	3(7.1%)
清扬（英国）	3(7.8%)	3(7.6%)	5(7.0%)	5(6.8%)	4(6.6%)	4(7.0%)	4(7.0%)
巴黎欧莱雅（法国）	6(4.0%)	7(4.0%)	6(4.4%)	6(5.2%)	5(6.0%)	5(6.4%)	5(6.4%)
阿道夫（中国）	12(1.9%)	5(5.3%)	2(10.6%)	4(7.6%)	6(5.9%)	6(5.6%)	6(5.6%)
施华蔻（德国）	6(4.0%)	8(3.9%)	7(3.9%)	7(4.1%)	7(4.7%)	7(4.6%)	7(4.6%)
卡诗（法国）	17(0.3%)	17(0.4%)	13(1.6%)	9(2.5%)	8(3.4%)	8(4.0%)	8(4.0%)
滋源（中国）	5(4.1%)	6(4.1%)	8(3.2%)	8(3.2%)	9(3.2%)	9(3.2%)	9(3.2%)
力士（英国）	8(2.3%)	9(2.2%)	11(1.9%)	12(1.8%)	10(1.9%)	10(1.9%)	10(1.9%)

资料来源：欧睿，民生证券研究院；注：括号内为市占率数据

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- **消费者头皮护理意识提升，超8成的国民会经常或偶尔专门进行头皮养护。**在过去的两年间，消费者对“护发如护肤”的理念和头皮护理的必要性认知进一步提升，国民对头皮护理的态度完成从关注到行动的根本转变，根据CBNData调研数据，2021年已有超60%的国民会自发关注头皮健康问题，到2023年关注和认知进一步转化为具体行动，超8成的国民会经常或偶尔专门进行头皮养护。
- **油性头皮群体占比较大，脱发、油扁塌等问题为消费者普遍希望解决的问题。**根据CBNData调研数据，51%的消费者的头皮肤质为油性头皮，主要受“头发油腻”、“脱发”、“发质细软扁塌”等问题困扰。分不同性别看，女性的困扰主要为“油扁塌”、头屑多等，男性的困扰主要集中在脱发、白发等。

图表：消费者对头皮护理的态度



资料来源：CBNData，民生证券研究院

图表：不同年龄阶段和性别的头部困扰

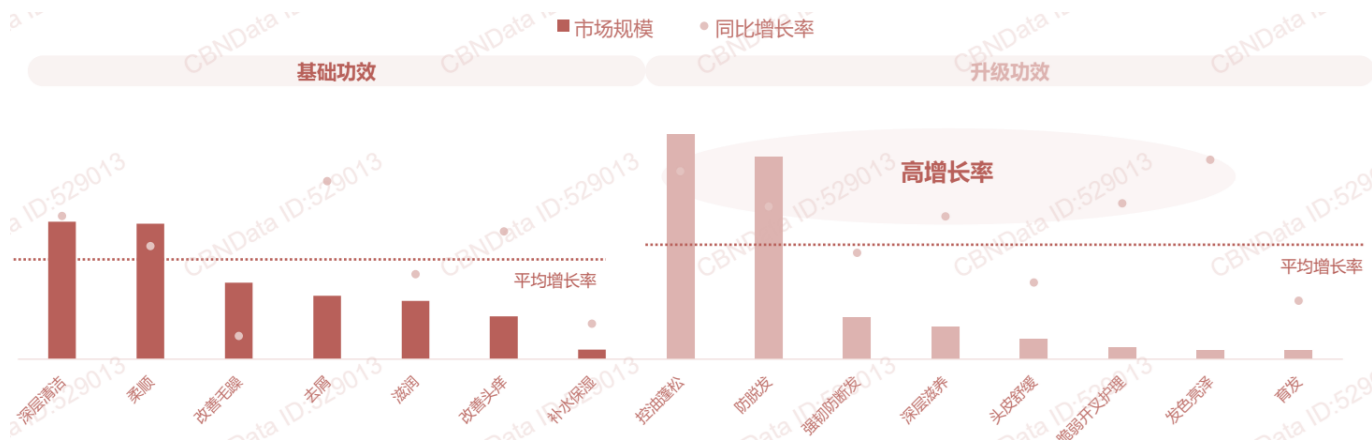


资料来源：CBNData，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 头皮护理需求增加，洗护发市场多元化发展，控油蓬松赛道较快增长。** 根据CBNData调研数据，87%的消费者会因为头部问题而影响心理健康，降低人们的自尊和自信，降低生活质量和幸福感，造成社交焦虑情绪。在解决头部问题诉求的驱动下，消费者对洗护产品的需求增加；同时在95后、00后的年轻一代消费者对精研式的头皮洗护需求的推动下，头部洗护市场出现功效需求细分化、升级化趋势，并逐渐从基础的深层清洁、柔顺进阶到控油蓬松、防脱育发等功效。根据CBNData调研数据，我国头部洗护市场细分赛道中，深层清洁、柔顺、改善毛躁、去屑等基础功效市场规模稳定，控油蓬松、防脱发等升级功效较快增长，控油蓬松、发色亮泽为增速最快的两个细分赛道。

图表：我国头部洗护发市场细分赛道市场规模与增速

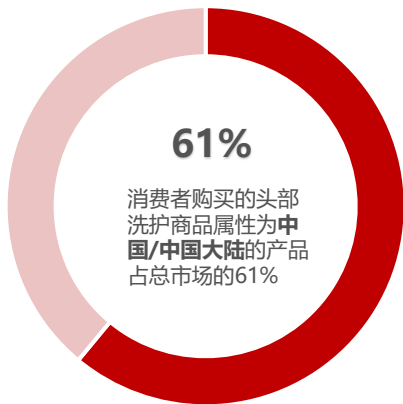


资料来源：CBNData，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 消费者购买国货洗护产品意愿高，国货逐渐从“平替”成为消费者“首选”。根据CBNData调研，86%的消费者有购买国产头部洗护产品的意愿，其中，“更了解国人头皮问题”、“成分与品质认可”、“性价比高”是消费者购买国产洗护产品的前三大原因。在购买端，据TMIC天猫线上消费数据，2023年消费者购买的头部洗护商品为中国/中国大陆的产品占总市场的61%，国货品牌正在逐渐取代国际品牌在消费者心目中的位置，国产新锐洗护或将收获更多的市场机遇。

图表：头部洗护市场消费者购买属性为中国的商品市场占比



资料来源：TMIC天猫线上消费数据，CBNData，民生证券研究院

图表：消费者购买国产洗护产品的原因



资料来源：CBNData，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 本土企业瞄准功效细分趋势发力洗护赛道，期待后续成长。1) 珀莱雅集团：24年5月，“惊时 AWAKEN SEEDS”正式官宣，定位“专研头皮微生态的功效洗护品牌”，品牌主色调为充满植物气息的苔藓绿色。惊时品牌首发上市的系列为惊时控油蓬松系列，包含头皮净澈凝露、控油蓬松洗发水、清润蓬松洗发水、清润蓬松护发乳、平衡控油头皮精华喷雾等产品。惊时控油蓬松系列专为年轻油性头皮量身定制，控油思路围绕头皮微生态展开，从源头、中端、后端三个层面全方位攻克油头问题，有效解决出油、泛红、长痘、刺痛等问题。
 - ①源头控油：通过实验室新原料“以撒红肉葡萄”减少皮脂腺细胞合成脂滴，调控头皮油脂分泌；
 - ②中端抑油、平衡微生态：采用专利生物发酵技术，提取植物琥珀酸，靶向抑制“嗜油菌”，帮助头皮温和刷酸去角质；
 - ③后端减少氧化和炎性反应：添加专利植物益生元，复配三重植物精粹，有效减少氧化和炎性反应。根据第三方功效检测，产品具备72小时控油蓬松+4周持续降低油脂的功效，产品力较强。此外，公司还于21年上市off&relax品牌，主打温泉水头皮护理、定位为“亚洲头皮健康专家”，23年品牌营收为2.15亿元，yoy+71.17%，品牌已步入快速成长期；多洗护品牌布局有望进一步贡献公司成长动力。

图表：惊时控油蓬松系列产品及核心成分



资料来源：TMIC天猫线上消费数据，CBNData，民生证券研究院

图表：惊时控油蓬松洗发水使用效果实测



资料来源：惊时天猫官方旗舰店，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 2) 上美股份：**24年5月20日，公司旗下一叶子品牌洗护大会正式召开，推出的全新洗护产品“一叶子洗护系列”，涵盖植物强韧洗发水、植物控油洗发水、植物去屑洗发水、植物柔润护发素以及发膜、护发精油等全新功能型洗护产品。**一叶子洗护以专研敏感头皮为突破口**，延续品牌“纯净天然”的大众认知，致力于成为中国功能型洗护第一品牌；依托品牌10余年植物科研沉淀，全线产品实现80%+天然植物来源，核心成分包含白柳树皮提取物、油橄榄叶提取物、专利发酵积雪草等，主攻敏感头皮问题。此外，公司2023年推出**头皮护理品牌“2032”**，**品牌定位控油蓬松赛道**，深耕温和长效控油并解决头发“细扁塌”的问题，旗下产品主要为“控油蓬松”与“控油去屑”双系列洗发水以及护发素和头皮凝露等护发单品。

图表：一叶子洗护旗下主要产品



资料来源：上美股份微信公众号，民生证券研究院

图表：2032品牌旗下主要产品

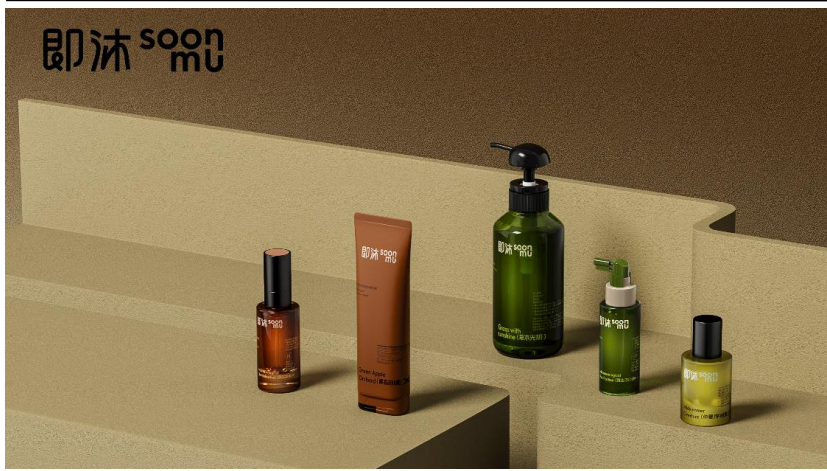


资料来源：2032天猫官方旗舰店，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（三）：头皮护理市场

- 3) **福瑞达**：24年5月24日，福瑞达生物股份正式揭幕筹备两年多的头皮微生态护理新品牌“即沐”，正式进军洗护赛道；**即沐品牌专研头皮微生态科学**，将依托于福瑞达多年对微生物组群与皮肤生理参数相关性数据的研究，推出多位一体微生态平衡科技理念，聚焦于国人头皮健康问题，并将关注延伸到毛发健康领域，科学设计与之相适应的头部洗护产品，解决用户头皮问题。未来，品牌将分“1.0进军头皮洗护领域，2.0确定微生态领先，3.0进军洗护医美”三阶段逐步实现成长。

图表：即沐品牌下主要产品



资料来源：福瑞达生物微信公众号，民生证券研究院

图表：即沐品牌已备案产品

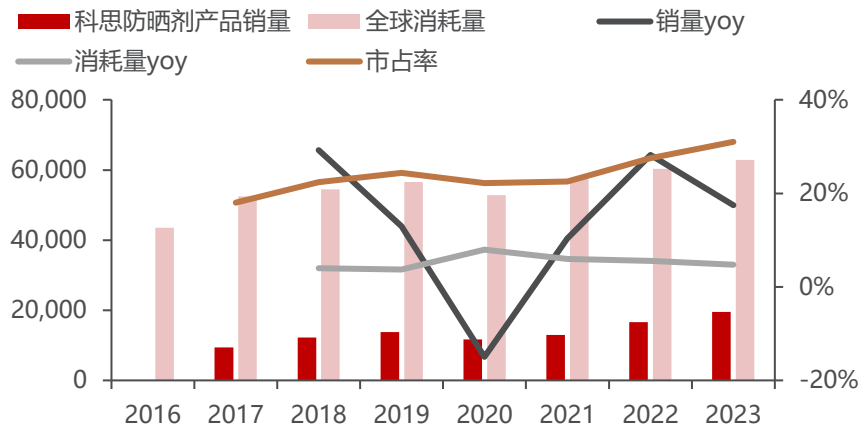
产品名称	备案编号	备案企业	备案时间	功效
即沐头皮管理蓬松自在洗发水	鲁G妆网备字 2024000953	山东福瑞达生物股份有限公司	2024/4/17	具有保湿、清洁、护发和控油功效
即沐头皮管理强韧焕活精华液	鲁G妆网备字 2024000940	山东福瑞达生物股份有限公司	2024/4/17	具有保湿、修护和舒缓功效；温和无刺激，适用敏感皮肤
即沐头皮管理控油舒缓精华喷雾	鲁G妆网备字 2024000811	山东福瑞达生物股份有限公司	2024/4/17	具有保湿、控油和舒缓功效
即沐池光初漾洗前修护双管发膜	鲁G妆网备字 2024000810	山东福瑞达生物股份有限公司	2024/4/28	具有保湿、护发、修护和防断发功效

资料来源：国家药监局，民生证券研究院

3.2 行业展望—潜力赛道（四）：防晒市场

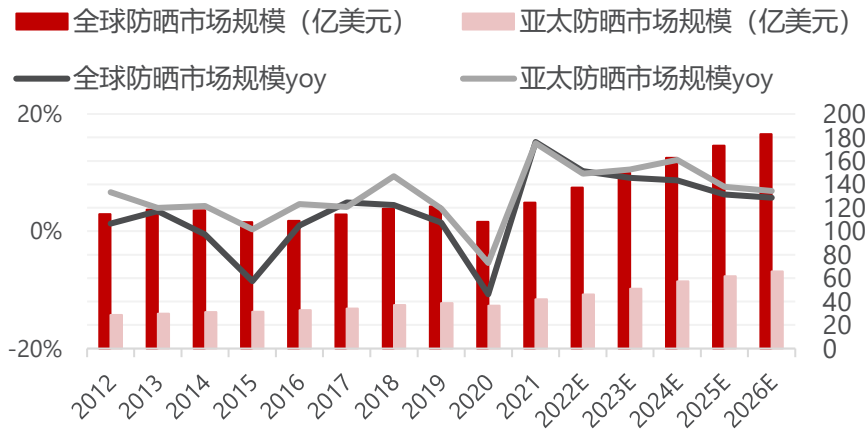
- 全球防晒剂品牌商主要生产商在国际上以巴斯夫、德之馨等大型跨国公司为主，其在规模、技术、市场等方面均具有传统优势。国内以科思股份为代表的少数优势企业经过长期研发积累和市场培育，不断改进生产技术和工艺、提升产品品质、降低产品成本，优化市场渠道与客户服务能力，已经占有了可观的市场份额并持续扩大，形成了良好的发展态势。

图表：全球防晒剂消耗量（公吨）&科思股份防晒剂销量



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图表：亚太市场防晒剂规模增速超过全球规模增速

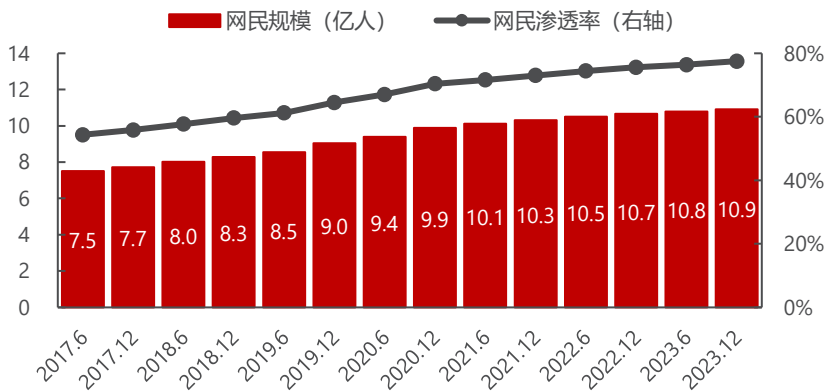


资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

3.2 行业展望—渠道端

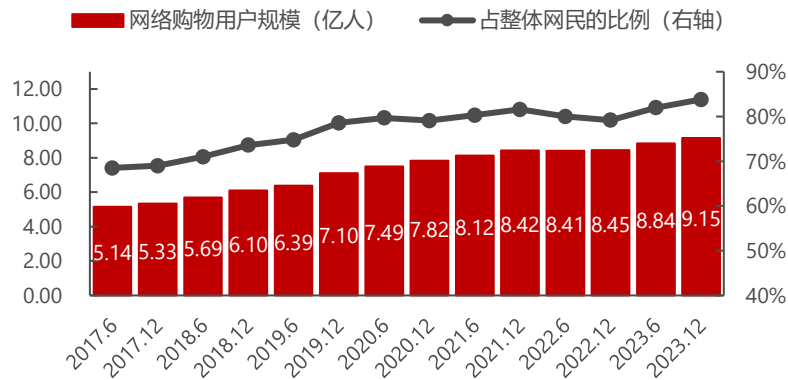
- 流量红利增长受限，存量竞争加剧，品牌内生增长的必要性提升。** 根据CNNIC数据，2017-2022年，中国网民规模从7.72亿人增至10.67亿人，对应CAGR为6.70%；网民渗透率从55.80%提升至75.60%，中国网民规模及网民渗透率逐年升高。截至23年末，中国网民规模高达10.92亿人，较22年末增2.34%；网民渗透率为77.50%，较22年末+1.90pct，我国网民规模环比增速呈现放缓态势，且网民渗透率已达到较高水平，线上流量红利向上增长空间受限。随线上流量红利进一步式微，行业竞争加剧，美妆品牌必须提升品牌力和产品力以巩固自身竞争优势，维持长期稳健增长。

图表：中国网民规模（亿人）及网民渗透率（%）



资料来源：CNNIC，民生证券研究院

图表：中国网络购物用户规模（亿人）及占整体网民的比例（%）

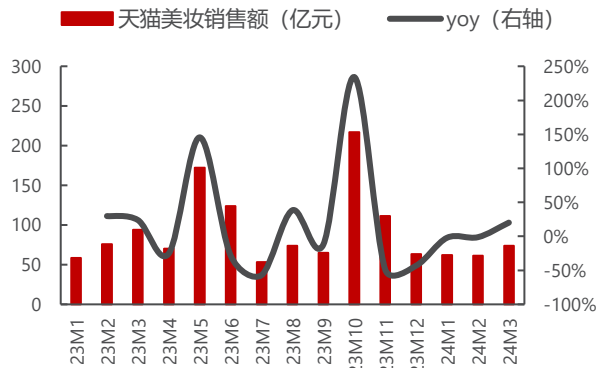


资料来源：CNNIC，民生证券研究院

3.2 行业展望—渠道端

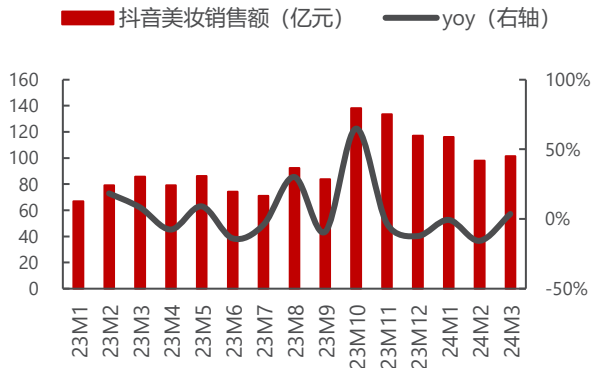
- 平台表现分化，抖音销售占比逐步提升，24Q1抖音美妆大盘超过天猫。根据久谦数据，23年天猫+抖音+京东美妆实现GMV 2668.54亿元/yoy+3.88%，其中，1) 天猫美妆GMV为1177.25亿元/yoy-12.39%，GMV占比44.12%/yoy-9.59pct；分类目看，美容护肤GMV同比-14.34%，彩妆GMV同比-5.96%；2) 抖音美妆23年实现GMV 1106.78亿元/yoy+50.67%，GMV占比41.48%/yoy+11.12pct；分类目看，美容护肤GMV同比+36.68%，彩妆GMV同比+97.10%。24Q1天猫+抖音+京东美妆GMV为596.36亿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

图表：天猫美妆销售额（亿元）及增速



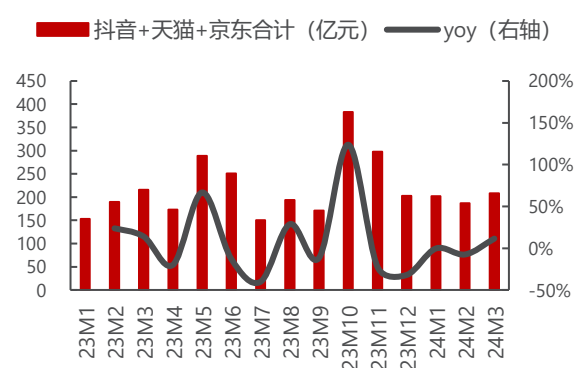
资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图表：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

图表：抖音美妆销售额（亿元）及增速

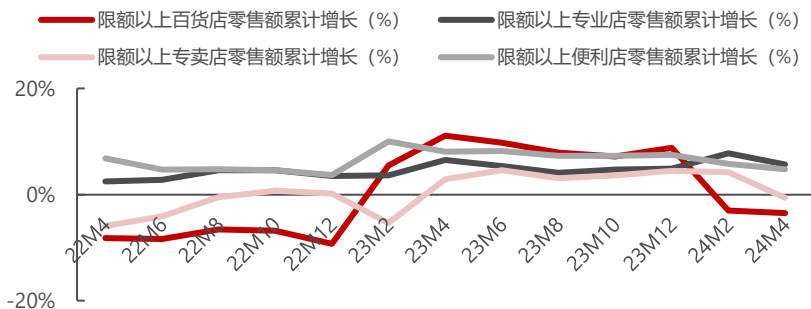


资料来源：久谦数据，民生证券研究院

3.2 行业展望—渠道端

- 线下消费场景恢复，美妆品牌加速布局线下渠道。** 根据国家统计局数据，2023年，限额以上零售业单位中便利店、专业店、品牌专卖店、百货店、超市零售额同比分别增长7.5%、4.9%、4.5%、8.8%、-0.4%；24年1-4月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、品牌专卖店、百货店、超市零售额同比分别增长4.8%、5.7%、-0.6%、-3.5%、1.8%，整体看线下零售环境逐步改善。在线上流量红利减退，线下消费场景逐步恢复的背景下，线下门店作为美妆产品直接触达消费者的重要渠道，各品牌加速布局和完善，例如福瑞达23年5月13日提出首年打造共计3.5亿回款的线下市场规模，覆盖线下2亿消费者的目标，目前已进驻屈臣氏、KK集团、喜燃、信誉楼、陕西君汇等多家线下美妆零售大连锁；巨子生物旗下可复美品牌23年11月开设全国首家标准店，进一步拉近品牌与消费者的距离，加强品牌线下宣传与推广；24年1月，韩束品牌召开CS新品发布会，在会上释出CS渠道专供新品、新政策、新服务，发力线下布局的创变提速。

图表：22年4月-23年9月国内限额以上实体店分业态零售额累计增长率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院；

图表：可复美西安王府井百货首店



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

图表：韩束CS渠道专供新品



资料来源：上美股份公众号，民生证券研究院

3.3 个股α—珀莱雅：大单品&多品牌策略卓有成效，国货龙头持续领先

- 积极推新+升级迭代，持续夯实“大单品策略”。**公司深耕大单品策略，持续对现有产品在成分、功效、包装等方面进行升级，不断延长品牌的生命周期。23年来，公司利用环肽、高浓度麦角硫因等新成分，全方位升级“双抗系列”、“红宝石系列”、“源力系列”三大核心产品线，推出红宝石水乳2.0（23年2月），双抗精华3.0（23年4月）、红宝石眼霜2.0（23年5月）、源力面膜2.0（23年7月），红宝石面霜3.0（23年9月）；同时上线首个品牌高端产品线“能量系列”，利用独家能量焕活科技Cellergy，提供熟龄肌新的抗老解决方案。24Q1，品牌进一步优化产品配方，源力面霜2.0（24年2月推出）搭配XVII型重组胶原蛋白，红宝石精华3.0搭配环肽-161（24年4月推出），产品竞争力持续提升；此外，品牌于24年3月推出新品盾护防晒，24年5月推出“净源系列”油皮水，产品矩阵持续扩充，增添品牌销售增长动力。

图表：珀莱雅产品推新及升级进程



资料来源：公司公告，珀莱雅天猫旗舰店，民生证券研究院

3.3 个股α—珀莱雅：大单品&多品牌策略卓有成效，国货龙头持续领先

- **多品牌集团化发展，潜力可期。**公司旗下包含珀莱雅、彩棠、悦芙媿和OR四大核心品牌，其中1) 珀莱雅：夯实“大单品策略”，双抗、红宝石、源力三大系列持续放量，品牌销量高增；2) 彩棠：重点布局底妆，在保持核心大单品高光、修容、遮瑕等类目的领先地位的同时，发力粉底液、气垫、粉饼、粉霜等底妆产品的升级和推新，后续有望加速发展；3) 悦芙媿：主要聚焦升级原料及科技，明晰品牌定位，23H1品牌升级重点单品“洁颜蜜2.0”、“多酸泥膜2.0”，继续夯实清洁线产品力；23H2围绕油皮面部氧化暗沉问题，上新“聚光面膜”及“聚光精华”，完善油皮护理流程；4) OR：优化品牌定位，围绕“亚洲头皮健康专家”定位夯实品牌心智，改善品牌形象；同时持续提升核心产品“OR清爽蓬松洗发水”和“OR轻盈发膜”的市场渗透率和单品声量，推出进阶控油系列和防脱系列，丰富品牌产品矩阵。此外，公司推出洗护国产新品牌“惊时”专注头皮微生态，品牌logo及产品包装以植物气息拉满的苔藓绿色为主色调，目前已上架“惊时控油蓬松洗发水”等产品。公司内生外延，多品牌持续发力，在公司优质管理模式的助力下，看好后续成长性。

图表：彩棠/悦芙媿/OR品牌产品类型

品牌	产品类型	产品示例
彩棠	修容盘、妆前乳、遮瑕盘、腮红盘、定妆、遮瑕笔、气垫、粉底液、高光、粉饼、口红、眉笔等	
悦芙媿	精华、喷雾、修护水、面膜、洁面、吸油粉等	
Off&Relax	洗发水、护发素、发膜、护发精油、防脱/控油精华等	

资料来源：公司官网，各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

图表：惊时控油蓬松洗发水

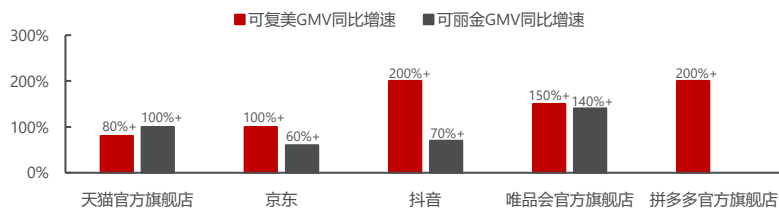


资料来源：国家药监局，民生证券研究院

3.3 个股α—巨子生物：护肤品持续发力，期待医美业务放量贡献业绩增量

- 化妆品产品矩阵持续完善，可复美/可丽金销售高增，品牌势能持续向上。** 目前可复美与可丽金为公司旗下化妆品业务核心品牌，其中①可复美：定位大众消费市场，主打皮肤科级别专业皮肤护理，23年可复美品牌持续拓展线上及线下销售渠道，优化运营策略，品牌影响力持续增强，同时进一步将产品品类拓展至精华、面膜、乳液等品类，胶原棒等明星单品销售高增（23年“618”和“双11”胶原棒GMV分别同比增长700%/+200%+）贡献收入增量；②可丽金：定位中高端市场，主打抗衰功效；23年可丽金品牌持续改善，产品矩阵进行更新迭代，推出清爽版保龄霜和大膜王以及新品胶卷眼霜，同时优化调整渠道结构，加强公域渠道建设，持续建立品牌心智，期待24年品牌调整成效显现。
- 两款Ⅲ类械产品预计24年获批，期待医美业务放量贡献业绩增量。** 公司预计24年推出两款Ⅲ类械重组胶原蛋白填充剂（液体产品定位水光/固体产品定位眼周细纹填充），25年两款Ⅲ类械产品重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶有望获批。巨子生物系国内重组胶原蛋白领域的领军企业，其较强的研发能力和技术优势有望赋能医美业务发展，看好医美业务带来的业绩增量。

图表：23年“双11”可复美及可丽金品牌各渠道销售表现



资料来源：巨子生物公众号，民生证券研究院；

注：可复美抖音增速为官方旗舰店增速，可丽金抖音增速为官方直播间增速

图表：巨子生物在研三类械产品管线

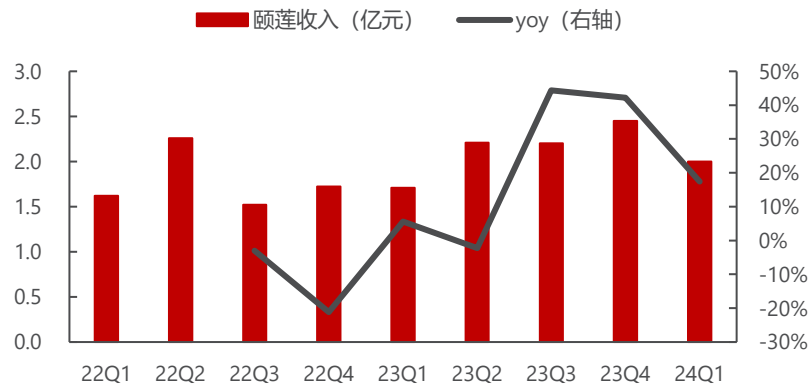
产品	适应症	预计研发时间	研发阶段			预计获得的医疗器械注册证	预计取证时间
			产品 开发	型检 阶段	临床 阶段		
重组胶原蛋白液体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品(主要针对面部皮肤)	超过36个月(包括临床试验)	■	■	■	第三类	2024年
重组胶原蛋白固体制剂	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品(主要针对面部皱纹,如抬头纹及鱼尾纹)	超过36个月(包括临床试验)					
重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品(主要针对中度至重度的颈纹)	超过36个月(包括临床试验)					
交联重组胶原蛋白凝胶	用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活产品(主要针对中度至重度法令纹)	超过36个月(包括临床试验)				第三类	2025H1

资料来源：巨子生物招股说明书，民生证券研究院

3.3 个股α—福瑞达：组织优化+渠道完善，大健康业务加速发展

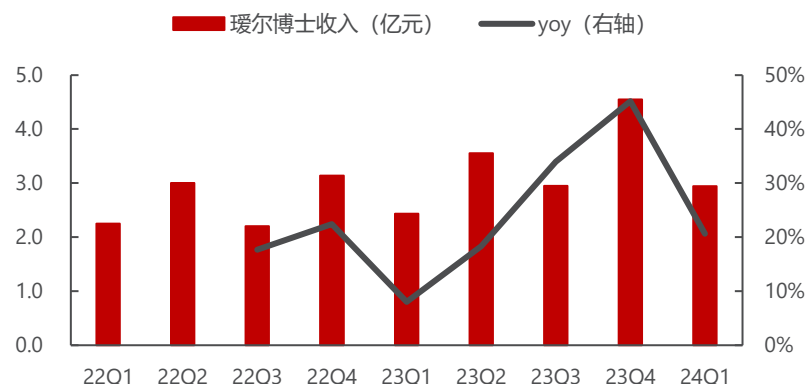
- 聚焦资源发展颐莲和瓊尔博士两大主营产品，化妆品板业务持续增长。** 24Q1，公司化妆品板块实现营收5.44亿元，同比+15.12%，其中，1) 颐莲：品牌端持续聚焦“中国高保湿”话题内容破圈，借助中国高保湿挑战活动、颐莲千佛山新春游园会、李清照IP联名等，提升品牌曝光量；销售端，加大直播渠道布局，提前布局“38节”活动，达播+自播双轮驱动销售增长，24Q1颐莲实现收入2亿元，同比+17.45%；2) 瓊尔博士：24Q1品牌进一步完善品线，益生菌、闪充系列两大品线全面升级（闪充水乳2.0版24年1月已上新），摇醒系列、清肌控油系列扩充品类，新增防晒系列新品（24年4月上线）及渠道定制品，多品线发力打开品牌增长空间，24Q1瓊尔博士实现收入2.94亿元，同比+20.63%。

图表：颐莲22Q1-24Q1季度收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：瓊尔博士22Q1-24Q1季度收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

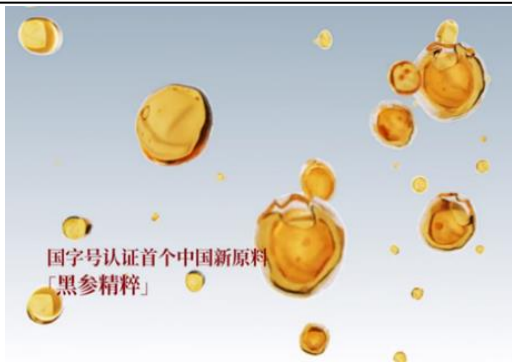
3.3 个股 α —福瑞达：组织优化+渠道完善，大健康业务加速发展

- 医药业务持续拓宽渠道促进产品销售，原料及添加剂业务调整产品结构发力拓宽高毛利产品市场。** 1) 医药业务：24Q1医药业务实现收入1.09亿元，同比-23.25%；24年公司积极探索“专科大药房”医药电商新模式，对接抖音、小红书、美团、三九健康等平台机构，制定线上营销方案，颈痛等重点产品均进入抖音药品白名单，打通新媒体营销链路，推动实现在电商渠道的突破；此外，公司开展产品组合包销售，加强药品招商，有效促进颈痛片、麝香壮骨膏、通宣理肺胶囊等产品销售额增长。2) 原料及添加剂业务：焦点福瑞达积极调整销售战略，调整销售产品结构，提升毛利较高的化妆品级透明质酸销售占比，积极开发原料药业务海外市场，并通过抖音、快手等平台提升口服产品销量，24Q1原料及添加剂业务实现收入0.84亿元，同比+10.26%。
- 完成地产业务剥离，人事调整落地，持续聚焦大健康主业，看好公司长期增长。** 公司23年开始推进地产业务剥离，逐步聚焦以化妆品为主，医药+原料协同发展的大健康产业。23年1月，公司发布《重大资产出售暨关联交易报告书》，确定地产业务交易价格为59亿元，并置出第一批地产业标的；10月，公司按交易安排完成第二批次标的资产交割；至10月末，公司置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，不再从事房地产开发相关业务。此外，23年10月，公司人事调整落地，新聘多位具备丰富的医药、化妆品业务经验的高管，进一步完善主业布局，看好公司24年轻装上阵实现健康增长。

3.3 个股 α —水羊股份：代理业务稳步推进，御泥坊持续调整，伊菲丹高增未来可期

- **自有品牌与CP品牌双业务驱动，公司多曲线成长可期。**自有品牌方面，旗下拥有“EDB”、“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”等多个品牌，初步构建了高奢、中产、国潮、大众多元的品牌体系，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等；代理品牌方面，公司独创“全球美妆最佳CP”模式，与全球美妆发达地区的特色企业建立深度合作共同发展中国市场，在大美妆品类中完成细分品类的布局。
- **1) 自有品牌之御泥坊：十八周年之际推出全新品牌体系与研究成果，品牌调整稳步推进。**2024年5月9日，御泥坊召开“十八周年品牌升级发布会”，发布耗时6年有针对性地打磨出的“2+3东方肌肤方程式”东方肌肤护肤解决方案，其中“2”代表东方历史和东方肌肤，“+”代表品牌在消费者需求、东方女性洞察等方面的多年探索，“3”代表东方珍稀、东方匠心和东方美学，以品牌多年来对东方品牌定位理解的积淀和总结打造差异化定位，焕新成长路径。此外，品牌开发出与东方肌肤的胶原基因结合力高于西方抗老三巨头、全球首款黑参抗老原料“黑参精粹”，并基于该原料研发推出新品黑参胶原瓶抗衰精华，实现直接促生与东方肌肤抗老相关的6大胶原蛋白，为东方消费者提供专属、高效的抗衰方案，品牌产品竞争力提升。

图表：黑参精粹原料



资料来源：水羊股份微信公众号，民生证券研究院

图表：黑参胶原瓶



资料来源：水羊股份微信公众号，民生证券研究院

3.3 个股 α —水羊股份：代理业务稳步推进，御泥坊持续调整，伊菲丹高增未来可期

- 2) 自有品牌之伊菲丹：高奢敏感肌贵妇品牌伊菲丹Q1增长亮眼，CP套盒持续增长，3月新上防晒产品有望贡献24年新增量且在24Q2防晒旺季有望迎来较强数据催化。EDB为法国高奢护肤品牌，专为敏感肌抗衰老研发，①品牌建设方面，23年通过品牌艺术沙龙会、明星代言、南法溯源等活动推动品牌在高端人群的进一步渗透，品牌热度持续提升，高端品牌心智持续夯实，24年将结合法国巴黎奥运会做更多的推广宣传，同时5月发布梁朝伟、刘嘉玲夫妇合作，以代言人扩大品牌影响力；②产品梯队建设上，目前已打造出超级面膜、胶原精粹水及超级CP（超级面膜与胶原精粹水的组合）多个核心产品，其中CP套盒销售亮眼；24年，品牌于3月上新防晒新品，储备有超级面膜2.0版待推出，产品端驱动力丰富；24H2计划开始相对大规模推广高端线臻金系列，产品线价格约2-3万元/套，进一步完善高端产品线布局。此外，公司还储备有法国小众轻奢护肤品牌Pier Auge，中长期看，依托超强的品牌筛选与运作能力，PA有望成为继EDB之后的另一增长曲线。
- 3) 代理品牌：形成“1+5+N”的板块结构，其中，①强生：23年强生代理业务受到强生集团旗下科赴公司剥离影响，长期看公司将积极寻求与科赴公司的稳定合作，稳定代理业务基本盘；②其他：持续孵化西班牙专业医美院线健康食品品牌美斯蒂克、欧洲高端护肤品牌伊诗贝格等优势品牌，推动代理业务稳步发展。

图表：伊菲丹合作梁朝伟、刘嘉玲夫妇



资料来源：伊菲丹微信公众号，民生证券研究院

图表：伊菲丹上新防晒产品并邀请吴磊代言

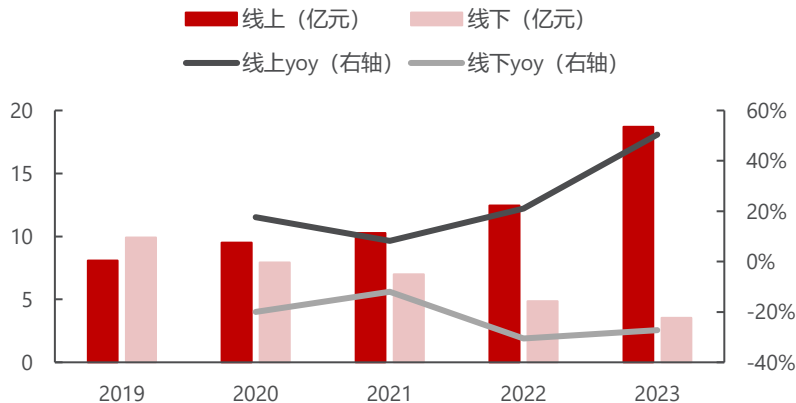


资料来源：伊菲丹微信公众号，民生证券研究院

3.3 个股α—丸美股份：线上渠道调整成效显著，丸美&恋火双品牌增长

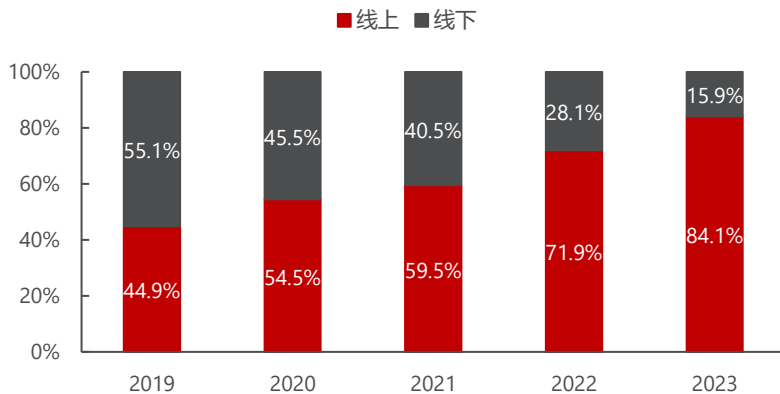
- 稳步推进线上渠道转型，线上渠道销售占比逐步提升，抖音渠道实现高增。**丸美品牌从线下起家，20年开始转型布局线上渠道，逐步调整电商团队转代运营模式为自营模式；此外，对于天猫等货架电商平台，品牌不断优化店铺的陈列与形象，控制货品和价盘，同时加强购买服务体验，深耕核心用户群体；对于抖音、快手等兴趣电商平台，品牌借助粉丝经济、自制短剧、科学传播等多元方式，建立用户链接，增加曝光和种草覆盖，有效拓展用户群体，同时通过提升内容质量，加强用户心智建设，多平台多维度共同推动线上渠道长期稳健增长；23年，公司线上渠道占比已从19年的44.89%增至84.11%，同时在抖音/天猫的营收分别同比+106.29%/+35.62%，抖音5A人群资产池达1.67亿，线上平台展现较好增长态势。

图表：丸美股份分渠道收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：丸美股份分渠道收入占比

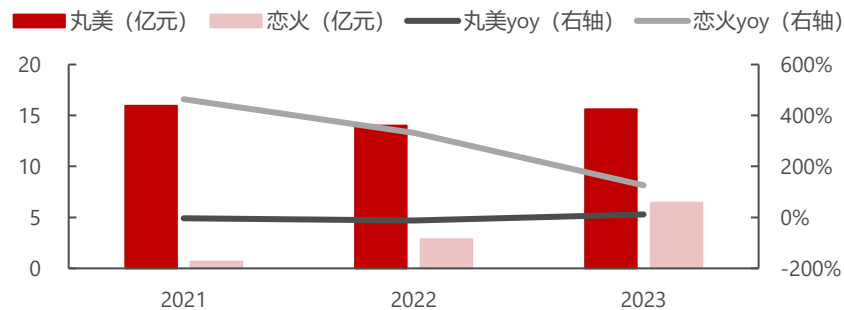


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 个股α—丸美股份：线上渠道调整成效显著，丸美&恋火双品牌增长

- 大单品策略效果显现，两大品牌表现亮眼，期待后续多品牌发力带来的成长空间。**
 - 丸美主品牌：**坚持大单品策略，聚力发展丸美小红笔眼霜、双胶原小金针次抛精华、双胶原眼霜及蝴蝶眼膜等大单品，夯实眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智，23年，丸美小红笔眼霜及丸美双胶原小金针次抛精华GMV均超2亿元，大单品销售表现亮眼；24年4月末，丸美发布重组双胶原2.0技术以及首批应用重组双胶原2.0的三大新品：①二代胶原小金针精华，主打“1次抛红敏+7天抛细纹”，相比一代胶原更进阶、抗老更进阶、修护更进阶；②小金针胶原贴：液氮真冻干面膜，15min褪红、舒缓、提亮；③胶原弹面膜霜，科技感更强的新品推出进一步丰富品牌增长动力。
 - 恋火品牌：**不断渗透高质极简底妆心智，聚焦培育“看不见”和“蹭不掉”两大系列，23年PL看不见粉底液、看不见粉霜、看不见气垫、蹭不掉粉底液、蹭不掉气垫5款单品均实现超1亿GMV，产品竞争力持续进阶。未来，公司将持续加码研发赋能产品创新升级，品牌核心大单品有望进一步拉动品牌收入增长。

图表：丸美股份分品牌收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：丸美品牌重组双胶原2.0新品



二代胶原小金针精华

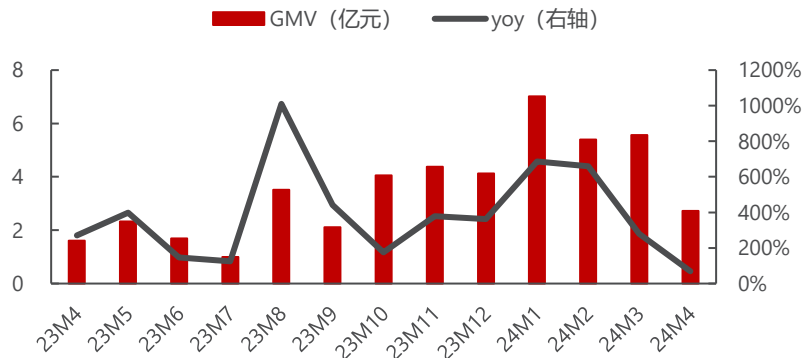
小金针胶原贴

资料来源：根号C微信公众号，民生证券研究院

3.3 个股 α —上美股份：韩束势能强劲，公司长期增长可期

- 韩束品牌势能强劲，抖音渠道持续高增。**韩束进行产品聚焦，集中资源培育具备“韩束红”品牌心智、主打抗衰功效、定价399元、卡位高性价比赛道的大单品红蛮腰系列，并通过合作剧情达人姜十七共创五部短剧（截至目前合计播放超50亿次），辅以30余个细分自播账号构成的24小时不停播的“日不落”直播间矩阵，配合高成交转化的卖场式直播，为品牌积聚巨量的抖音A3“种草”人群，快速提升韩束品牌和红蛮腰产品的曝光和销售，高效完成“品效销”的闭环。根据公司公告，23年韩束在抖音渠道实现GMV约33.4亿元，同比374.4%；其中韩束红蛮腰系列为品牌主力爆品，在抖音多个排行榜位列第一，贡献品牌抖音渠道主要销售额，23年韩束抖音旗舰店的红蛮腰礼盒销售额占店铺整体GMV的比例为89.85%；24年5月，韩束全新升级红蛮腰2.0，使用品牌自研环肽“环六肽”代替1.0版“线性肽”，稳定性、渗透力、紧致度全方位提升，进一步提升大单品市场竞争力。此外，韩束品牌仍储备有主打美白的白蛮腰系列、主打舒缓紧致的蓝蛮腰系列，其中23Q4至今白蛮腰系列销售额明显起量，有望接力红蛮腰系列成为韩束品牌下一个大单品，韩束品牌增长动力充足，成长空间可期。

图表：韩束品牌抖音渠道GMV（亿元）及增速



资料来源：久谦，民生证券研究院

图表：韩束红蛮腰系列2.0



资料来源：韩束微信公众号，民生证券研究院

3.3 个股α—上美股份：韩束势能强劲，公司长期增长可期

- 持续推进三大战略的聚焦与落地，公司有望穿越周期实现长期高增。1) 24年渠道战略：加强抖音，重兵天猫，重返线下，为2025年、2026年的增长做准备。2) “2+2+2”品牌战略：2大护肤百亿超级品牌+2大母婴强势品牌+2大洗护超级品牌，共同扩大上美在多品类、多赛道、多价格带、多受众人群的影响力，全面提升集团业绩及企业价值。3) “六六战略”：聚焦大众护肤、洗护个护、母婴用品、皮肤医疗美容、彩妆、高端护肤+仪器六大板块，通过组织驱动领先、科研领先、信息AI领先、营销领先、智能化生产领先、从个性化发展走向共性化发展的六大竞争面，赋能企业不断穿越周期。

图表：上美股份“2+2+2”品牌战略



资料来源：上美股份微信公众号，民生证券研究院

图表：上美股份多品牌矩阵

	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU ▲		
mid-to-high 中高端	安敏优 ARMIYO	ashoni NEW PA 一页	KYOYA 2032 ▲ AVA L E
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

▲ 待推出品牌 ◆ 参股品牌

资料来源：上美股份微信公众号，民生证券研究院

图表：上美股份六大竞争面

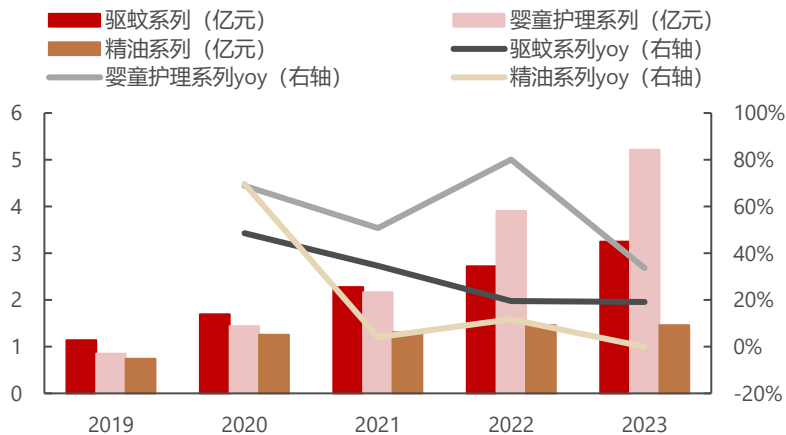


资料来源：上美股份微信公众号，民生证券研究院

3.3 个股α—润本股份：聚焦婴童护理、驱蚊赛道打造超级产品，润本品牌加速成长

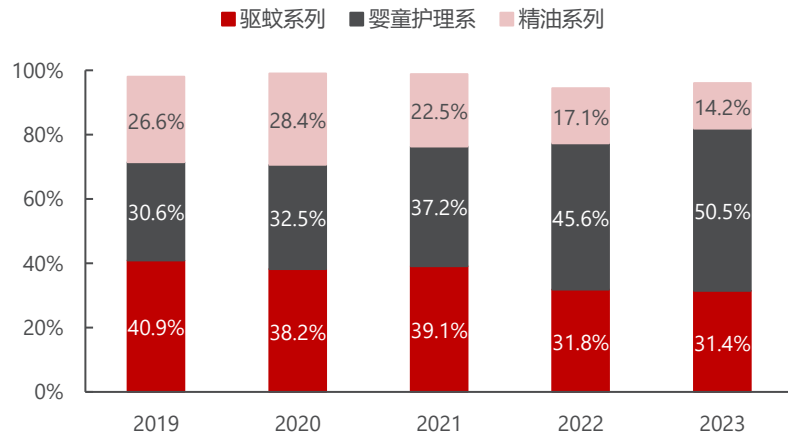
- 婴童护理业务高增，驱蚊系列稳健增长。**23年，公司实现营收10.33亿元，同比+20.66%；其中，婴童护理营收5.21亿元，同比+33.62%；驱蚊系列营收3.25亿元，同比+19.20%；精油系列营收1.46亿元，同比-0.05%；其他营收0.40亿元，同比-14.30%。24Q1，公司实现营收1.67亿元，同比+10.02%，其中婴童护理/驱蚊系列/精油系列分别实现营收1.08/0.39/0.12亿元。

图表：润本股份分业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：润本股份分业务收入占比






资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3

个股α—润本股份：聚焦婴童护理、驱蚊赛道打造超级产品，润本品牌加速成长

- 聚焦婴童护理、驱蚊赛道，持续打造超级产品，润本品牌加速成长。**23年，公司进一步完善婴童护理、驱蚊品类的产品布局，推出50余款新品，其中润本婴童蛋黄油皴裂棒产品改变以往面霜的形式，提出面霜棒的概念，以棒状的形式帮助增强亲子之间的互动，成为继润本防皴霜的又一热门婴童防皴产品；润本驱蚊喷雾-避蚊胺10%（白桃乌龙）有机结合香氛和驱蚊，提出“驱蚊香氛”概念，帮助品牌快速突破成人驱蚊市场。此外，公司进一步布局防晒市场，23年取得两项防晒特证（国妆特字20230211、国妆特字20235264），对应产品名为“润本水感防晒乳”（SPF33、PA+++）、“润本儿童防晒乳”（SPF20、PA++），分别定位12岁及以上儿童和成人、3岁及以上儿童和成人，定价均为39.9元，目前两款防晒产品均已上市，同时还储备有“润本物理防晒乳”（国妆特字20242991，SPF25、PA++，适用于3-12周岁儿童）；考虑防晒市场准入壁垒较高且现已步入4-6月的防晒旺季，公司防晒产品有望依托较强的性价比和产品力为品牌贡献业绩增量，加速品牌成长。

图表：润本防晒产品矩阵

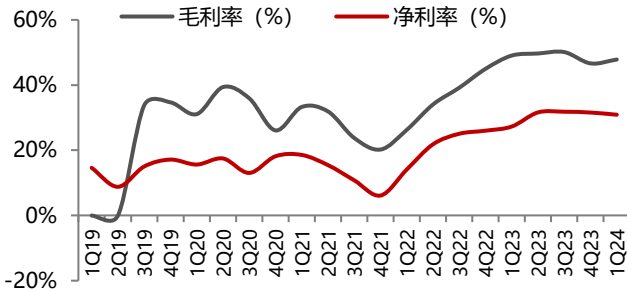
		已上市	已拿特证，待推出
 <p>产品名：润本清透防晒乳 注册证号：国妆特字G20211796 防晒值：SPF32、PA+++ 适用群体：12岁以上青少年</p>	 <p>产品名：润本水感防晒乳 注册证号：国妆特字20230211 防晒值：SPF33、PA+++ 适用群体：12岁及以上儿童和成人</p>	 <p>产品名：润本儿童防晒乳 注册证号：国妆特字20235264 防晒值：SPF20、PA++ 适用群体：3岁及以上儿童和成人</p>	<p>产品名：润本物理防晒乳 注册证号：国妆特字20242991 防晒值：SPF25、PA++ 适用群体：3-12周岁儿童</p>

资料来源：润本天猫旗舰店，国家药监局，民生证券研究院

3.3 个股α—科思股份：产品矩阵扩充，高毛利产品带动盈利能力稳步提升

- 扩产及新品产能陆续落地，进一步打开成长空间。**公司23年完成了马鞍山科思5000吨/年扩产项目部分产线的建设和试生产，AVB、PA、EHT的产能规模进一步提升。当前在建项目包括安庆科思高端个护品及合成香料（一期）和3200吨/年高端个护品项目，首批项目1.28万吨/年氨基酸表活、3000吨/年去屑剂PO相继建成并投产，2600吨/年高端个护品项目基本建设完成。在研项目包括二氧化钛和氧化锌物理防晒剂、高端润肤剂、高效保湿剂等。
- 积极推动海外产能投建，市占率有望进一步提升。**公司在马来西亚建设1万吨防晒剂项目，生产产品以传统防晒剂AVB和新型防晒剂P-S为主，项目建设期为2年，预计于2025年下半年投放市场。

图表：科思股份单季度毛利率和净利率



资料来源：wind, 民生证券研究院

图表：科思股份上市以来公司新增产能情况

项目内容	项目投资总额 (万元)	进展说明
香豆素2000吨/年、阿伏苯宗2000吨/年、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯各1500吨/年、水杨酸甲酯8000吨/年	35,945.02	香豆素和水杨酸甲酯项目已终止，2020年阿伏苯宗项目投产，21Q3水杨酸苄酯、水杨酸正己酯投产。
水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯各1500吨/年	1,106.50	21Q3水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯投产。
辛基三嗪酮 (EHT) (EHT) 1000吨/年、中试装置	2,562.26	21年5月辛基三嗪酮 (EHT) 投产。
二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯 (PA/DHMB) 500吨/年	7,200.41	22Q2已建设完毕，2022年可新增PA产能500吨/年。
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 500吨/年	3,542.84	预计2022年底完成， 2023可新增P-S产能500吨/年。
氨基酸表面活性剂：椰油酰甘氨酸钠5500吨/年，椰油酰甘氨酸钾3000吨/年，甲基椰油酰基牛磺酸钠4300吨/年；高分子增稠剂：卡波姆2000吨/年	64,474.20	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2.5年
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪 (P-S) 1000吨/年，P-S中间体RET 1600吨/年。	25,657.25	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2年
氨基酸表活、高分子增稠剂、去屑剂 (PO) 物理防晒二氧化钛、新型防晒P-S PA-2000t/a、P-S-1000t/n、AVB-2000t/a		23年中报：首批12800吨/年氨基酸表面活性剂项目进入收尾，PO收尾 二氧化钛22年末未进入试生产 23年年报：马鞍山科思5000t已投产，安庆一期项目部分投产，另外部分产品线及2600t项目在建设中

资料来源：科思股份公司公告，民生证券研究院；

3.4 投资建议

- 国内美妆行业弱复苏，国货品牌持续发力产品、渠道、品牌建设，积极挖掘合成生物、婴童护理、头皮护理等新赛道机会，头部国货加速崛起，重点关注各品牌新材料布局进度及产品推新情况，短中期看主要为四大投资主线：1) 深耕重组胶原蛋白&环肽等新材料，以强大研发能力赋能产品力持续提升，同时渠道运营、组织架构管理等底层能力领先的企业，如**珀莱雅**、**巨子生物**等；2) “软实力”差异化，营销能力突出，能够充分把握抖音渠道红利的企业，例如**上美股份**；3) 主打高性价比品牌的企业，如**福瑞达**、**润本股份**；4) 品牌资产稀缺，运行模式独特的企业，例如**水羊股份**。
- 风险提示：**行业竞争加剧、产品研发不及预期、渠道拓展不及预期、终端需求不及预期。

图表：美妆标的盈利预测与估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
603605.SH	珀莱雅	105.89	3.82	4.73	5.69	28	22	19	推荐
2367.HK	巨子生物	46.25	1.73	2.22	2.76	27	21	17	推荐
603193.SH	润本股份	18.87	0.67	0.79	0.92	28	24	21	推荐
300740.SZ	水羊股份	15.83	1.03	1.23	1.40	15	13	11	推荐
600223.SH	福瑞达	7.52	0.40	0.50	0.61	19	15	12	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测（收盘价为24年6月17日对应收盘价）

04. 黄金珠宝：金价驱动板块行情， 产品与渠道焕发新活力

4.1

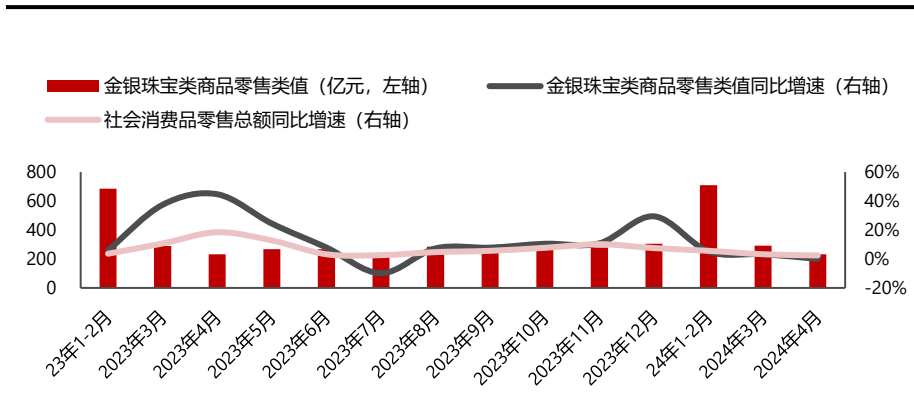
黄金珠宝总览&投资主线

- 通过复盘2023年黄金珠宝行业与企业在产品、渠道、品牌力塑造方面的布局，我们认为2024年下半年珠宝行业与企业存在如下的分析框架与投资逻辑：
- **行业层面：**
 - 1) 关注金价波动：**黄金价格波动对板块景气度的影响较大，需要核心关注美联储货币政策预期、汇率变动等指标；采用直营模式为主、克重类黄金占比高的企业受金价波动影响较大，金价上行带动毛利率提升的同时，也需关注企业采取的对于黄金价格的套期保值的操作及套保比例作为非经常性损益对扣非净利润产生的影响；对于加盟模式为主的珠宝企业，需要关注加盟商订货会期间与备货期间的金价相对波动。
 - 2) 关注线下消费意愿：**线上电商收入增速较快，但线下消费高客单价产品的属性仍然不变，所以需要关注节假日期间线下门店的客流量、进店率、终端消费者的消费意愿等；
 - 3) 关注古法黄金、硬足金、黄金镶嵌等高附加值产品：**古法黄金优势显著，根据弗若斯特沙利文，中国古法黄金市场规模（按销售收入计）由2018年的130亿元快速增长至2023年的1573亿元，复合年增长率达64.6%，古法金在黄金珠宝市场的占比逐年稳步上行；硬足金与黄金镶嵌产品因其精致设计感与丰富的IP合作联名款式，满足年轻消费者的需求，终端需求日益增长。
- **个股层面：**
 - 1) 渠道端：从快速扩张门店数量到注重门店数量与门店质量，在门店数量增长的同时，注重单店的精细化运营以提升单店效益。**我们认为，老凤祥从利用经销商加速拓店模式逐步切换为店铺数量稳步上行叠加单店模型持续优化，通过“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店提升单店盈利能力，塑造差异化的品牌形象，其强劲的品牌力也成为其在行业平稳时期仍取得稳步增长的原因，且在金价快速上行期间，可以享受行业快速增长红利；而周大生、潮宏基，过往净开店数量较为平稳，23年以来开店速度边际提升，并提出切实可行的门店数量增长目标，主要通过门店数量快速扩张带来增量；
 - 2) 产品与品牌影响力：塑造情感价值，打造珠宝门店零售新形象。**曼卡龙珠宝品牌定位为都市年轻女性“每一天的珠宝”，打造轻奢时尚内涵的首饰；周大生坚持“情景风格珠宝”定位，推出钻石镶嵌产品组合，构建六大黄金产品线，跨界联合国家宝藏、梵高、莫奈、HelloKity、宝可梦、兔斯基推出IP联名系列珠宝，并通过“文创+国潮+珠宝”的形式，推出吉祥布达拉、如意普陀、遇见国潮系列等非凡古法金产品；潮宏基珠宝通过非遗花丝概念体验店持续深化其品牌形象，一城一非遗CO-CITY非遗共创艺术首站落地成都；老凤祥的藏宝金主题店定位于以“金银细工”技艺为基础，结合现代新工艺精心制作的典藏级作品和高端精品，“凤祥喜事”以婚嫁、添丁、金榜、晋升、乔迁、庆生、团圆、吉庆等“人生八喜”为创意，针对年轻群体，兼容各个年龄段的不同喜庆消费需求。**因此核心关注金价驱动增长、产品创新能力突出、渠道收入有增量的企业，推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、中国黄金、曼卡龙。**
- **风险提示：**终端需求不及预期、金价剧烈波动、行业竞争加剧等。

4.1 基本面复盘

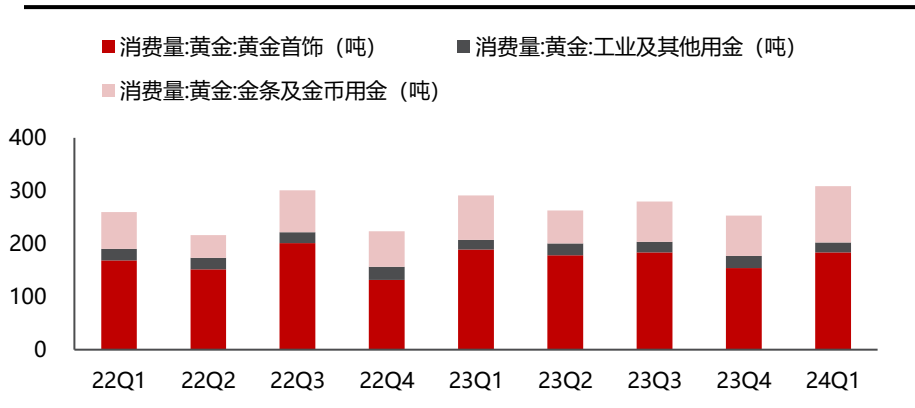
- **从黄金珠宝消费需求看**，2024年1-4月，金银珠宝类商品零售额为1220亿元，同比+3.6%，低于社会消费品零售总额整体增幅（+4.1%）。
- **从零售终端表现看**，24Q1，黄金首饰消费量183.922吨，同比下降3.00%，快速上涨的黄金价格，叠加黄金首饰加工费和品牌溢价高等因素，消费者观望情绪增强，使得黄金首饰消费在一定程度上受到抑制，黄金首饰零售销售压力增加；相比之下，由于避险需求的激增，实物黄金投资获得较高关注，溢价相对较低的金条及金币消费需求增长，24Q1金条及金币消费量达到106.323吨，同比增长26.77%。24年3月末-4月金价快速拉升，抑制终端需求，以及五一假期进入旅游旺季，影响黄金门店的客流量，饰品消费较为一般，投资类获得更多关注度。

图表：金银珠宝类商品零售值及同比增速、社会消费品零售总额同比增速



资料来源：iFinD，国家统计局，民生证券研究院

图表：分季度黄金消费量（吨）



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

4.1 基本面复盘

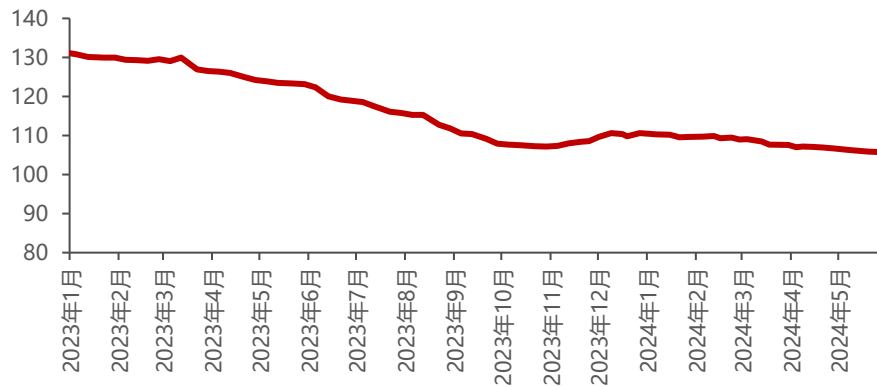
- **金价稳步提升，长期处于高位。**24Q1，地缘政治冲突避险情绪推动投资者涌入黄金市场，在多因素的影响下，国际黄金价格高位震荡。国内金价受国际形势影响，呈稳定上涨的趋势，4月末至5月初出现短暂下滑后，在短时间内迅速回升，保持整体上行走势不变。**黄金珠宝板块投资+消费，成长+周期属性凸显。**金价持续上行预期下，消费者注重黄金保值与投资属性，黄金投资类产品有较大发展空间，黄金饰品消费有望保持稳定增长。
- **天然钻石价格指数持续走低，镶嵌市场表现低迷。**一方面，在结婚率下行等多重因素影响下，消费者的情绪趋于谨慎，23年以来钻石镶嵌市场增速放缓；另一方面，培育钻石在零售市场发展迅速，因其低价与高品质，部分程度上对天然钻石市场造成冲击。

图表：上海黄金交易所金价走势图



资料来源：iFinD，上海黄金交易所，民生证券研究院

图表：天然钻石价格指数 (%)



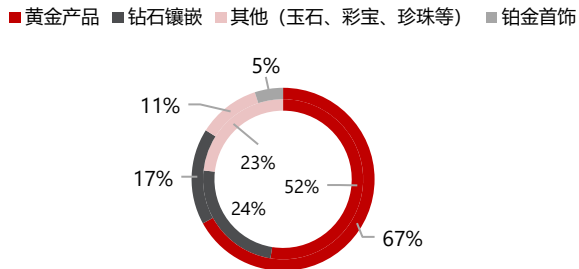
资料来源：IDEX，民生证券研究院

4.1 产品结构

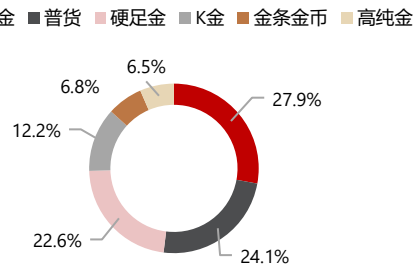
黄金产品占据市场的主导地位，彩宝、天然珍珠增速较快。

根据中国黄金报社与世界黄金协会的调研数据，2023年我国黄金珠宝市场存在如下表现：1) 金饰品消费表现亮眼，钻石镶嵌占比下滑，彩色宝石和珍珠等终端也有突出表现；2) 黄金产品中古法金、硬足金构成零售商主要利润来源；3) 轻量化的金饰品客单价较低，将金饰品与各种宝石等进行结合，设计具备创新性且较为新颖，受到消费者的青睐，且按克重计价的产品为主要发展趋势。

图表：2023年不同产品类别的库存份额（按价值计）

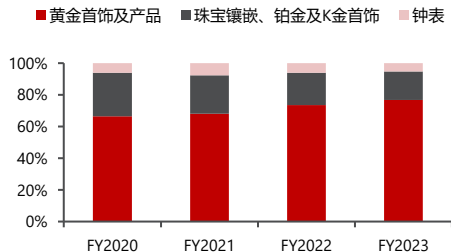


图表：2023年黄金产品库存分类（按价值）

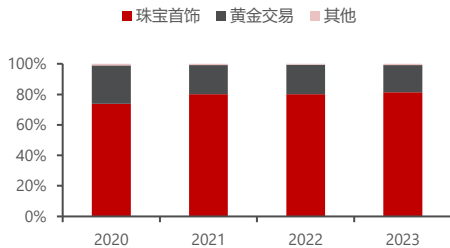


资料来源：《2023年中国金饰零售市场洞察》，中国黄金报社，世界黄金协会，民生证券研究院；（黄金产品包括24K和18/22K素金产品、以及投资产品。2021年只追踪了黄金、钻石和其他类别产品的库存情况。在2023年的调查中，黄金产品85%是黄金首饰产品。）

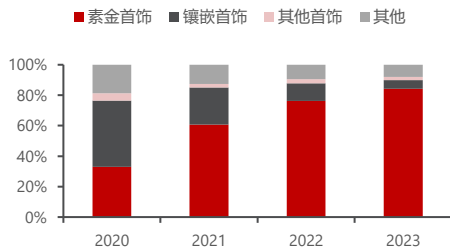
图表：周大福产品收入占比 (%)



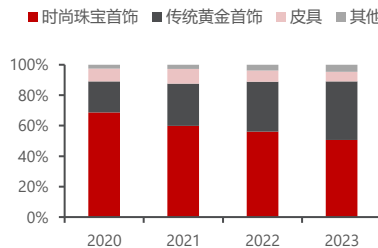
图表：老凤祥产品收入占比 (%)



图表：周大生产品收入占比 (%)



图表：潮宏基产品收入占比 (%)



资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

4.1 渠道扩展

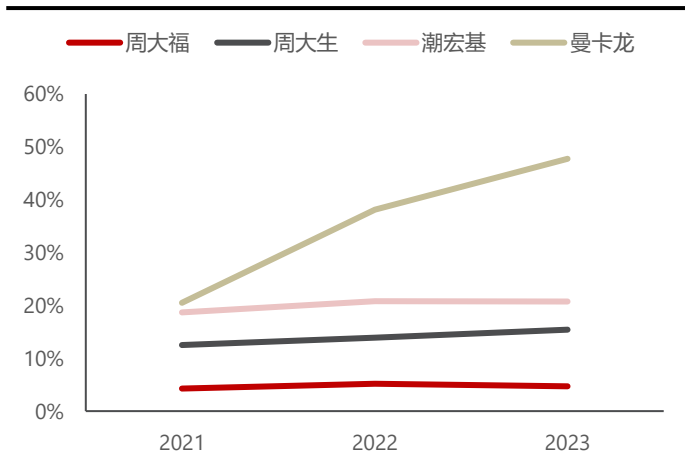
- 通过渠道深耕，提升品牌势能。一方面，快速扩店模式下，提升加盟店数量与覆盖广度；另一方面，门店精细化运营，以提升单店收入与单店毛利水平。
- 线上收入占比提升。各品牌线上收入占比呈增长趋势，年轻珠宝品牌线上增长势头强劲。在电商平台快速发展的带动下，消费者购物观念的变化以及黄金珠宝产品的特点等，线上渠道的销售占比持续提升，珠宝品牌实现线上线下全覆盖，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度也将随之提高。

图表：各珠宝公司开店情况(单位：个)

公司名称	2021			2022			2023			优势省份（区域）
	直营	加盟	合计	直营	加盟	合计	直营	加盟	合计	
周大福	1220	3972	5192	1684	5332	7016	1748	5753	7501	-
周大生	238	4264	4502	249	4367	4616	331	4775	5106	华东、华北、华中
潮宏基	365	711	1076	324	834	1158	274	1125	1399	华东、华北、华南
老凤祥	186	4759	4945	194	5415	5609	-	-	5994	-
菜百股份	59	-	59	70	-	70	89	-	89	华北、华东、华南
豫园股份	223	3959	4182	250	4565	4815	261	4773	4994	上海、江苏、甘肃
曼卡龙	102	104	206	99	111	210	98	120	218	浙江
中国黄金	91	3630	3721	105	3537	3642	103	4154	4257	华东、华北、华南
迪阿股份	461	-	461	688	-	688	528	-	528	华东、华南、华北
周生生	690	-	690	766	-	766	815	-	815	-
六福集团	77	2135	2212	77	2569	2646	69	2793	2862	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院；（其中：周大福为中国内地周大福珠宝，周生生为中国大陆地区，六福集团为截至3月31日中国内地自主品牌数量）

图表：各品牌线上收入占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.1 业绩复盘

- **业绩复盘：1) 产品端：**黄金产品需求持续高增，珠宝公司提升黄金产品占比，收入增速稳健。一方面，因黄金产品的占比提升，毛利率普遍低于镶嵌产品，盈利能力有所收窄；另一方面，品牌方选择布局高毛利率的古法金产品、硬足金、黄金镶嵌产品，提升整体毛利率水平。**2) 渠道端：**从数量看，净开店速度快，驱动门店数量增长；从质量看，直营门店的运营能力普遍优于加盟门店，故门店运营能力较强的珠宝企业更受益于金价上涨。

图表：黄金珠宝港资品牌财务数据复盘

证券简称	具体分项	H2FY2022	H1FY2023	H2FY2023	H1FY2024
周大福	营业收入 (亿港元)	547.52	465.35	481.49	495.26
	YoY	20.36%	5.32%	-12.06%	6.43%
	归母净利润 (亿港元)	31.31	33.36	20.48	45.51
	YoY	-17.48%	-6.84%	-34.59%	36.42%
	净利率	6.54%	6.73%	6.93%	9.19%
六福集团	营业收入 (亿港元)	61.47	55.73	64.05	74.86
	YoY	11.42%	-0.32%	4.20%	34.32%
	归母净利润 (亿港元)	7.38	6.58	6.27	9.43
	YoY	1.65%	0.61%	-15.04%	43.34%
	净利率	12.01%	11.81%	9.79%	12.59%
周生生	营业收入 (亿港元)	100.92	104.65	130	120.13
	YoY	-6.89%	-6.24%	28.81%	21.68%
	归母净利润 (亿港元)	4.72	-0.2	8.27	1.86
	YoY	-11.94%	-118.69%	75.21%	123.88%
	净利率	4.68%	-0.19%	6.36%	3.99%

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图表：黄金珠宝内地品牌财务数据复盘

证券简称	具体分项	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
中国黄金	营业收入 (亿元)	103.59	114.35	161.39	134.28	117.46	150.51	182.51
	YoY	0.38%	-17.37%	12.33%	22.48%	13.39%	31.62%	13.08%
	归母净利润 (亿元)	1.75	1.51	3.00	2.37	2.04	2.33	3.63
	YoY	12.01%	-35.87%	19.13%	26.58%	16.53%	53.71%	21.09%
	净利率	2.52%	4.13%	3.99%	4.53%	4.22%	3.84%	4.09%
周大生	营业收入 (亿元)	38.39	21.82	41.22	39.52	44.20	37.96	50.7
	YoY	4.19%	-18.66%	49.65%	68.63%	15.15%	74.01%	23.01%
	归母净利润 (亿元)	3.45	1.60	3.65	3.74	3.55	2.21	3.41
	YoY	-12.72%	-26.88%	26.06%	26.82%	2.86%	38.01%	-6.61%
	净利率	17.91%	22.62%	17.91%	19.04%	17.78%	17.89%	15.57%
老凤祥	营业收入 (亿元)	197.98	94.72	245.58	157.85	217.22	93.7	256.3
	YoY	8.80%	6.38%	33.17%	3.18%	9.72%	-1.08%	4.36%
	归母净利润 (亿元)	4.66	3.44	7.16	5.57	6.92	2.5	8.02
	YoY	2.04%	-8.95%	76.10%	15.10%	48.52%	-27.41%	12.00%
	净利率	6.67%	9.10%	8.02%	9.14%	7.50%	9.48%	8.37%
曼卡龙	营业收入 (亿元)	3.80	5.28	3.45	4.85	3.89	7.05	5
	YoY	54.16%	40.03%	2.67%	32.12%	2.43%	33.49%	45.12%
	归母净利润 (亿元)	0.14	0.05	0.27	0.24	0.18	0.12	0.32
	YoY	-16.36%	-49.79%	29.27%	60.83%	23.45%	157.46%	21.07%
	净利率	18.18%	10.44%	23.21%	14.48%	16.18%	9.72%	17.17%
潮宏基	营业收入 (亿元)	12.07	10.37	15.24	14.82	14.93	14.01	17.96
	YoY	4.64%	-12.69%	21.59%	60.96%	23.72%	35.14%	17.87%
	归母净利润 (亿元)	0.85	-0.36	1.24	0.84	1.04	0.2	1.31
	YoY	1.75%	-154.38%	30.11%	54.02%	23.40%	157.23%	5.47%
	净利率	28.62%	28.26%	28.03%	25.73%	26.45%	23.90%	24.92%
菜百股份	营业收入 (亿元)	31.96	24.64	50.52	33.08	40.09	41.83	63.16
	YoY	51.18%	-21.68%	45.62%	77.80%	25.45%	69.75%	25.01%
	归母净利润 (亿元)	1.08	1.04	2.35	1.78	1.79	1.15	2.72
	YoY	55.44%	5.75%	30.57%	159.10%	65.53%	11.33%	16.15%
	净利率	10.52%	10.83%	11.38%	11.65%	10.45%	9.27%	10.00%

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

4.1 资金面复盘

➤ 个股基金持仓比例及变动:

- 2023Q1-2024Q1, 钟表珠宝板块的公募基金配置比例分别为0.05%、0.08%、0.07%、0.07%和0.11%。钟表珠宝板块个股中, 基金持仓比例普遍于23Q3环比下行, 23Q4反弹, 24Q1环比下滑。

图表: 分板块公募基金配置比例 (%) 与公募基金持股市值 (亿元)

板块名称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
公募基金配置比例 (%)									
饰品	0.04	0.03	0.02	0.03	0.05	0.08	0.07	0.07	0.11
钟表珠宝	0.04	0.03	0.02	0.03	0.05	0.08	0.07	0.07	0.11
公募基金持股市值 (亿元)									
板块名称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
饰品	12.35	11.24	7.04	8.89	15.82	22.37	17.61	18.08	28.62
钟表珠宝	12.35	11.24	7.04	8.89	15.82	22.37	17.61	18.02	28.61

资料来源: iFind, 民生证券研究院 (注: 公募基金配置比例及持仓市值为报告期末最后一个交易日)

图表: 黄金珠宝板块个股基金持仓比例 (%)

证券代码	证券简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
老凤祥	600612.SH	5.78	11.09	4.39	5.28	9.52	3.58	12.10	7.82
潮宏基	002345.SZ	0.16	4.11	4.54	9.30	19.69	10.98	17.32	8.45
周大生	002867.SZ	3.28	6.33	1.51	3.68	10.93	3.66	9.74	4.84
菜百股份	605599.SH	0.00	2.75	0.00	0.32	3.88	0.31	3.86	1.52
中国黄金	600916.SH	0.00	1.11	0.10	10.62	1.80	0.84	2.32	0.92
曼卡龙	300945.SZ	0.00	0.37	0.00	0.92	0.20	6.90	0.15	1.31
迪阿股份	301177.SZ	15.43	34.60	2.17	18.08	5.88	1.76	3.39	4.95

资料来源: iFind, 民生证券研究院

图表: 黄金珠宝板块个股基金持仓比例环比变动 (%)

证券代码	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
老凤祥	5.31	-6.70	0.89	-2.40	6.63	-5.94	8.52	-4.28
潮宏基	3.94	0.43	4.77	3.73	6.66	-8.71	6.35	-8.87
周大生	3.05	-4.82	2.17	-0.51	7.75	-7.26	6.08	-4.90
菜百股份	2.75	-2.75	0.32	-0.27	3.84	-3.57	3.55	-2.34
中国黄金	1.11	-1.01	10.53	-10.55	1.73	-0.96	1.48	-1.41
曼卡龙	0.37	-0.37	0.92	-0.92	0.20	6.70	-6.75	1.16
迪阿股份	19.17	-32.43	15.91	-12.80	0.60	-4.12	1.63	1.56

资料来源: iFind, 民生证券研究院

4.1 股价复盘

图表：黄金珠宝个股年初以来股价走势图



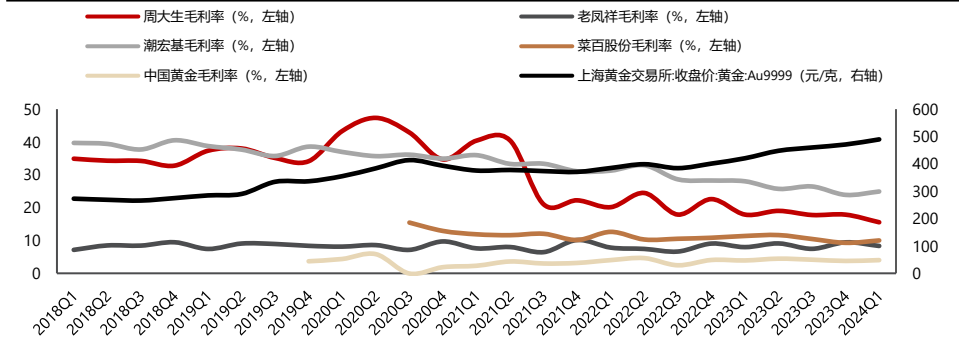
资料来源：iFinD，民生证券研究院（截至24.6.3日收盘价）

- 从行业层面，黄金价格持续上行趋势下，驱动板块整体走势向上。从个股分化看：
- 内地品牌：菜百股份、老凤祥、潮宏基实现了在23Q1高基数基础上的稳健增长，曼卡龙受益于线上高增长与线下门店的稳健增速，收入端表现亮眼。中国黄金在24Q1收入增长稳健，主要受益于黄金产品的驱动，而周大生因镶嵌持续去库存，毛利率端存在缩减，因此24Q1归母净利出现同比下滑。
- 港资品牌：年初以来整体趋势上出现下滑走势，随季报披露与经营指引而波动。

4.2 金价波动对珠宝企业的影响

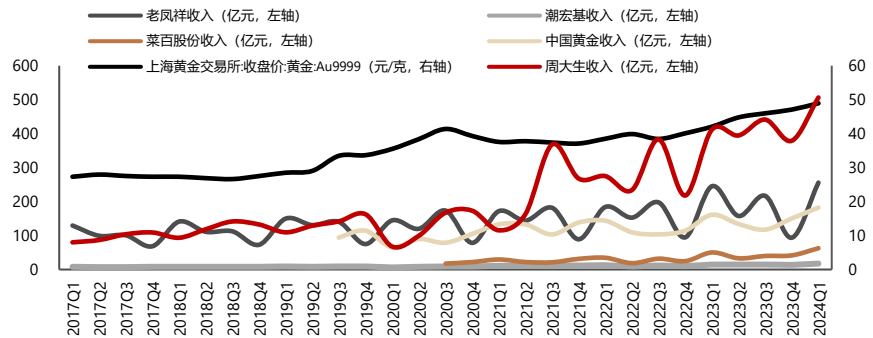
- 金价波动对珠宝企业的影响：**从行业层面讲，黄金价格持续上行趋势下，带动珠宝企业收入与毛利、毛利率上行，驱动盈利能力提升。其中，产品结构角度，黄金产品比重大、克重黄金占比高的企业更受益于金价的上行趋势；渠道布局角度，直营连锁模式占比高的企业，终端零售门店可以直接对金价波动作出反应，而对加盟与经销模式而言，部分黄金价格波动由加盟商承担，黄金价格波动的影响更多在于订货会、加盟商会等公司出货量较大的时期。

图表：珠宝公司单季度毛利率（%）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



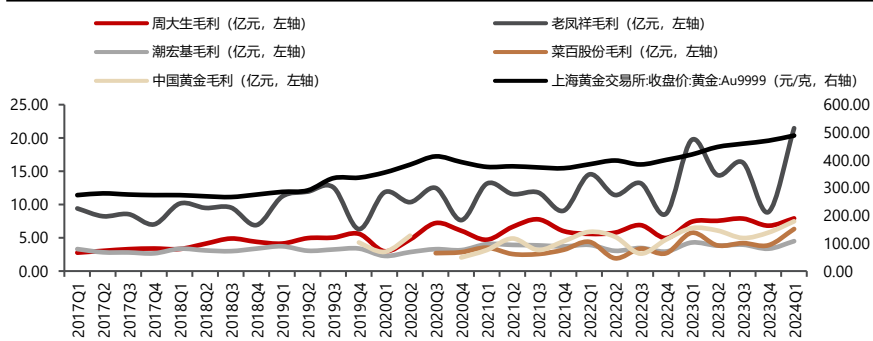
资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

图表：珠宝公司单季度收入（亿元）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

图表：珠宝公司单季度毛利（亿元）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



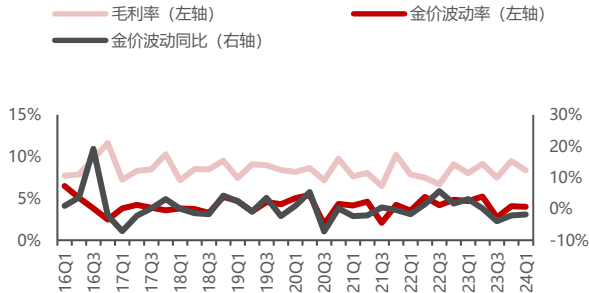
资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

4.2 金价波动与毛利率、净利率的关联

➢ 复盘黄金珠宝企业单季度毛利率与季度内金价波动率及金价波动率同比变动（当季度金价波动率-去年同期金价波动率）的关联：

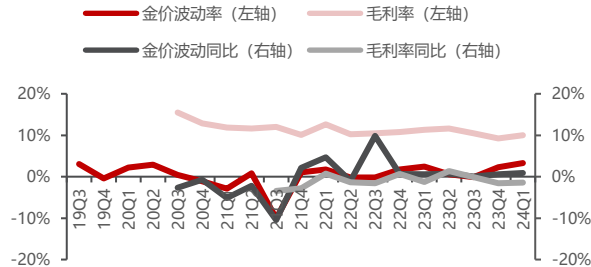
- **老凤祥**：复盘16Q1-24Q1的表现，假设备货周期为订货会前置2个月左右计算黄金原料成本价，单季度毛利率与金价波动率及金价波动率同比基本上呈同向变动，毛利率同比变动普遍在-0.7~0.8 pct范围内，投资收益与公允价值变动等占比较小且波动不大，净利率波动范围在-0.8~1 pct之间。
- **菜百股份**：复盘19Q3-24Q1的表现，假设前置1个月左右为黄金原料备货期，单季度毛利率变动趋势基本与金价波动率趋同（除21Q3），金价增长驱动毛利率上行，且小幅慢涨对毛利率促进作用更大，毛利率同比变动在-3~+1.5 pct之间，而净利率端表现优于毛利率，主要源于费率的持续同比缩减+投资收益及公允价值变动损益的影响普遍为正，在0.2%~1%之间，体现在净利率同比增速优于毛利率同比增速1 pct左右。
- **中国黄金**：复盘20Q4-24Q1的表现，假设备货周期前置1~2月，单季度毛利率同比与金价波动率同比变动关联度较高。在金价小幅上涨中，毛利率同比变动普遍在-0.3~+0.9 pct，金价波动率同比增长较快，毛利率同比+1.0~1.8 pct。当金价同比波动率为正时，投资收益及公允价值变动损益普遍为负，占收入比重在0.5%~1.5%之间，部分抵消金价上行的毛利率提升，考虑费率控制在1%~2%，金价上涨行情中，对应净利率同比+0.05~0.25 pct。

图表：老凤祥单季度毛利率与金价关联



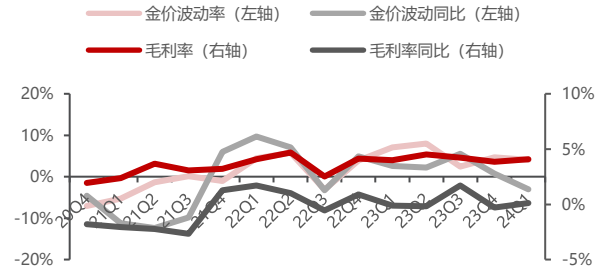
资料来源：iFinD，上海黄金交易所，民生证券研究院

图表：菜百股份单季度毛利率与金价关联



资料来源：iFinD，上海黄金交易所，民生证券研究院

图表：中国黄金单季度毛利率与金价关联



资料来源：iFinD，上海黄金交易所，民生证券研究院

4.2 行业展望—黄金价格变动趋势

- **金价走势的影响因素：**黄金价格的波动受到多种因素的共同作用，内部因素来源于供需关系，外部因素的影响来自货币金融形势、国际政治格局及消费习惯等。其中，供需关系对金价的影响源于黄金有商品属性；外部因素中，美元指数与黄金价格走势基本处于相反变动走势。
- **黄金对冲政策：**黄金珠宝企业主要采取的黄金对冲政策有黄金租赁、黄金远期、T+D交易等，用来降低金价波动对企业产生的风险。
- **2024年黄金价格变动预期：**据世界黄金协会，基于市场共识和其他指标，根据黄金估值框架研判不同经济情景、发生概率和黄金市场的主要动力，市场认为美国经济“软着陆”的概率更大，以及展望2024年，多个主要国家与经济将将迎来大选，全球范围内地缘政治局势加剧，加之各国央行持续购入黄金，都将成为黄金的驱动因素。
- **黄金兼具消费品与投资品的属性，需要综合考虑投资流向、金饰品需求以及央行购金需求等。**在经济扩张期间，利好黄金消费；因风险与不确定性，利好黄金投资；在机会成本驱使下，黄金投资承压；在趋势动能方向取决于价格水平与投资者持仓，多种因素将共同影响到黄金走势。

图表：2024年，全球经济面临三种可能（经济情境、发生概率和黄金市场的重要动力）

经济情境	软着陆	硬着陆	不着陆
概率	45%-65%	25%-55%	5%-10%
黄金驱动因素	机会成本	机会成本	机会成本
	经济扩展	经济扩展	经济扩展
	风险和不确定性	风险和不确定性	风险和不确定性
	动力	动力	动力
对黄金的影响	基本持平，有上涨潜力	显著上涨（创下新高）	基本持平，初期有可能承受下行压力
颜色说明（对黄金的影响）	积极	中性	消极

资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

4.2 行业展望—渠道端

- **渠道拓展与集中度提升是我国黄金珠宝行业的发展趋势。**对比中国香港、日本等较成熟市场，国内品牌集中度尚存提升空间。在龙头集中度提升阶段，提高门店数量与拓店速度成为珠宝企业快速发展的路径，单店营业额与投资回收期也成为比较盈利能力的标准。随着门店数量增加，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度也将随之提高，助力行业竞争从渠道端转向品牌知名度及产品创新的角逐。
- **从门店数量看：直营店布局核心城市，加盟店下沉终端市场。**在经销模式上，黄金珠宝品牌有总部直接进行管理，也有设置省代模式或省级经销商到加盟商模式。多数国内珠宝品牌都采用“自营+加盟”模式的连锁网络，如周大生、潮宏基、老凤祥等。百货商店是主要的珠宝销售渠道，因此在购物中心中的珠宝门店的下沉也是各家珠宝企业发力布局的市场，除了店中店，也有街边店等的布局。各品牌也通过多种举措，提高加盟店的库存周转率，提供更为充分的利润空间，以吸引更多优质加盟商进行开店布局，在加盟商的助力下提升门店开拓速度，并进一步提升品牌的市场占有率。
- **从门店质量看：门店的精细化运营以提升单店盈利能力为主要方向；此外，门店层次逐步丰富，覆盖各类人群。**周大福线下门店有精致店、时尚店等分类，此外包括子品牌周大福荟馆。周大福精致店主要面向高端消费者，以高档、精致、典雅的风格为主，店内装修和陈列都非常考究，产品质量和服务也非常高端。而时尚店则更注重时尚、潮流、年轻化的元素，店内装修和陈列更加时尚、前卫，产品款式也更加多样化，价格相对较为亲民。老凤祥布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店发展，展示整体零售新形象。潮宏基花丝概念店强化品牌印记。

图表：周大福荟馆



资料来源：周大福微信公众号，民生证券研究院

图表：老凤祥藏宝金



资料来源：老凤祥微信公众号，民生证券研究院

图表：潮宏基花丝概念店



资料来源：潮宏基珠宝微信公众号，民生证券研究院

4.2 行业展望—产品端

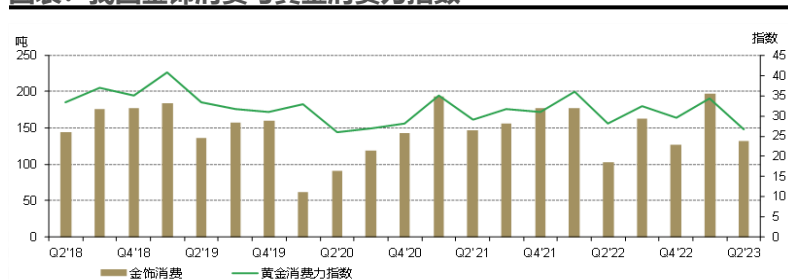
► **中国黄金饰品消费趋势：**
1) 古法金：2017年以来各家珠宝品牌纷纷推出“国潮风”的产品，采用传统有代表性的图案、主题等，表达对中华传统文化的喜爱，并且也在首饰中加入很多传统文化的元素的设计，增添情感价值；
2) 硬足金：在金价上行的趋势下，克重黄金往往因克数较大而对应较高的客单价，而硬足金首饰具备轻便与高性价比的优势，在年轻消费者中逐渐流行，而硬足金首饰或将迎来快速增长；
3) 金镶玉、金镶宝石与金镶钻石：比如潮宏基的臻金臻钻系列，采用花丝工艺与黄金镶嵌工艺组合点缀钻石、红玛瑙、合成绿松石等。

图表：各品牌古法金系列产品

品牌	产品	时间	产品特点	产品图片
周大福	传承系列	2017	采用中国传统的古法浇铸倒膜工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以篆刻及浮雕工艺进行表面处理，呈哑光质感，层次丰富	
老庙	古韵金系列	2018	采用来自古代宫廷的古法铸金工艺，醇静静美的质感，低调奢华的光彩，尽力还原黄金本色	
明牌珠宝	传家金系列	2018	通过古法金工艺将中国古代文化图腾充分融合，采用高浮雕工艺，回归黄金的古朴浑茂、厚重沉着	
周生生	文化祝福系列、传奇系列	2019	从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话及宗教文化上汲取灵感，将千年的手工匠艺糅合，更具现代感的时尚审美理念	
金一文化	古越金系列	2019	由陈氏四代制金工艺大师传承，将传统巅峰工艺与当今时尚美学高度融合，每件产品都经过十几道工序手工精制而成，加以捶击工艺进行表面肌理处理	
中国黄金	承福金系列	2019	“中国黄金·承福纹样”已申请著作权，该纹样以福字为设计载体，将黄金为民的形象，福多财旺的美好祝愿赋予其中，手镯、戒指内壁、吊坠顶珠、珠串均会雕刻承福纹样，确保产品专利独有唯一性	
周大生	非凡系列、非凡国潮系列	2021	用国家非物质文化遗产的古老铸金工艺，借助花丝、篆刻、镂胎、锤探、镶嵌、修金等传统加工手法对黄金饰品进行手工的精雕细琢，将源于中国历史长河中的顶尖文化艺术重现鲜活并再创造	
潮宏基	臻金·珍藏系列	2022	回归制金工艺的本质魅力，用诚挚匠心让古法传承，再现高贵且极富质感的黄金风范	

资料来源：各公司官网，各公司公告，天猫旗舰店等，民生证券研究院整理

图表：我国金饰消费与黄金消费力指数



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

图表：潮宏基臻金臻钻系列



资料来源：潮宏基天猫旗舰店，民生证券研究院

4.2 行业展望—龙年元素产品设计

- 龙年设计产品推出，有望带来销售新增量。各品牌对即将到来的龙年进行了产品设计端的布局，以龙年元素为核心，创新吊坠、金币、投资金条、手镯和转运珠等各品类产品。以龙为主题的黄金产品外观大气，可塑性强，受到消费者的喜爱，有望带来收入与业绩的增量。

图表：周大福龙年产品



【龙章凤姿】白玉吊坠

【龙章凤姿】白玉吊坠

图表：潮宏基“百灵龙”系列产品



百灵龙系列
新品上市

图表：菜百股份2024甲辰年贺岁金条



资料来源：微信公众号，民生证券研究院

图表：曼卡龙龙年产品系列



资料来源：微信公众号，民生证券研究院

资料来源：公司官网，微信公众号等，民生证券研究院

4.3 行情展望一个股 α

➤ 老凤祥：产品匠心独运，渠道积极拓展，品牌势能持续提升

- 产品端：**“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”。老凤祥独特的金银细工制作工艺精湛，入选国家级非物质文化遗产，匠心打造精美饰品；拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，2022年在海南建立了加工基地并开始投产运营，与东莞生产基地形成了互补互动，为公司进军国际市场和实现黄金珠宝产品自主研发、生产和销售助力。
- 渠道端：**“五位一体”营销模式，营销网络布局深远。截至2023年末，共计拥有境内外营销网点达5994家（包括境外银楼15家），全年净增385家。23Q4，老凤祥珍品私恰中心焕新启幕，集高端产品销售拍卖、创新技术产品首发、品牌历史文化底蕴展示、重大活动举办、数字化转型试点等功能于一体，成为老凤祥品牌在上海中心商业地区的地标及海派高端珠宝文化的新IP。此外，积极推进网络直播、会员商城、达人探店等新型销售方式，吸引不同层级客户群体。
- 品牌端：**立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能。作为业内“百年金字招牌”，拥有独特品牌文化。2023年，公司以老凤祥175周年为契机，深挖“经典”与“时尚”品牌文化内涵，组织系列推广活动，提升社会影响力。
- 投资建议：**公司品牌力深厚，并在产品与渠道端竞争优势突出，收入与利润有望实现快速增长。预计2024-2026年公司实现营收824.42、932.41、1035.97亿元，分别同比+15.4%、+13.1%、+11.1%；归母净利润为26.29、30.35、34.19亿元，分别同比+18.7%、+15.5%、+12.6%，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**终端需求不及预期、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

4.3 行情展望一个股α

➤ 菜百股份：提供“一站式”购齐服务体验，探索多产品矩阵发展

- **北京总店：大店提供“一站式”购齐服务体验，建立消费者品牌认知。**公司的北京总店是国内黄金珠宝行业内规模领先的单体零售门店，营业面积达到 8800 平方米，为消费者提供集“博物馆式的鉴赏、专业知识的普及、体验式的购物、个性化的定制”于一体的沉浸式购物体验。
- **线下渠道：线下直营模式下，业绩弹性彰显。**直营模式加强经营端毛利率、费用率控制，确保服务质量。
- **渠道扩张：线下直营持续加码，线上渠道扩大消费者覆盖面。**公司发力全渠道营销策略，未来有望实现区域破圈。
- **产品矩阵：产品矩阵日臻完善，文化IP持续赋能。**注重产品情感互动设计，持续挖掘文化 IP，探索多品牌矩阵发展。
- **金价增长最受益标的：**因公司产品结构中投资类黄金产品的占比近一半，且公司采取全直营模式，可以对黄金价格做出快速反应，故其为金价上行预期下最受益标的。
- **投资建议：**预计2024-2026年公司实现营业收入210.32、248.30、279.22亿元，分别同比+27.1%、+18.1%、+12.5%；归母净利润分别为8.21、9.26与10.02亿元，同比+16.1%、+12.9%、+8.2%，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

图表：菜百股份分产品与分渠道收入拆分

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	86.12	83.99	70.68	104.06	109.9	165.52
yoy	7.77%	-2.47%	-15.85%	47.23%	5.61%	50.61%
按产品拆分						
贵金属投资产品	27.56	27.36	33.47	45.99	57.02	88.84
占比	32.00%	32.58%	47.35%	44.20%	52%	54%
yoy	30.35%	-0.70%	22.33%	37.37%	24.00%	55.79%
黄金饰品	37.68	37.70	26.22	43.21	39.96	61.59
占比	43.75%	44.89%	37.10%	41.52%	36.36%	37.21%
yoy	1.54%	0.05%	-30.47%	64.82%	-7.51%	54.11%
贵金属文化产品	8.58	8.95	7.96	10.47	9.37	11.09
占比	9.96%	10.66%	11.26%	10.06%	8.53%	6.70%
yoy	0.83%	4.33%	-11.03%	31.49%	-10.52%	18.41%
钻石珠宝饰品	12.06	9.60	1.29	2.29	2.14	2.14
占比	14.00%	11.43%	1.83%	2.20%	1.95%	1.30%
yoy	-7.16%	-20.35%	-86.52%	76.62%	-6.24%	0.07%
联营佣金收入	-	-	1.57	2.01	1.31	1.73
占比	-	-	0.0222	1.93%	1.19%	1.05%
yoy	-	-	-	27.70%	-34.99%	32.34%
按渠道分类						
直营渠道	82.56	78.62	62.53	91.23	93.35	133.11
占比	95.87%	93.61%	88.46%	87.67%	84.94%	80.48%
yoy	-	-4.77%	-20.47%	45.91%	2.32%	42.60%
自行开店	76.71	71.94	56.8	-	-	-
联营合作店	5.85	6.68	5.73	-	-	-
电商渠道	2.95	4.56	6.92	10.95	14.71	30.17
占比	3.42%	5.43%	9.79%	10.52%	13.38%	18.24%
yoy	-	54.93%	51.63%	58.20%	34.34%	105.13%
银行渠道	0.36	0.43	1.08	1.78	1.75	2.10
占比	0.42%	0.51%	1.52%	1.71%	1.59%	1.27%
yoy	-	18.62%	148.71%	65.58%	-1.69%	20.14%

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

4.3 行情展望一个股α

➤ 周大生：渠道开拓+产品创新预期充足

- 产品端：顺势而为——钻石镶嵌首饰为核心到多元黄金饰品为主力。**以钻石镶嵌首饰起家，核心产品是百面切工钻石。2021年，公司顺应行业趋势和消费者习惯的改变，将发展重心转移到黄金产品。积极与国内外知名IP合作，周大生坚持“情景风格珠宝”定位，推出丰富的钻石镶嵌产品组合，构建丰富的六大黄金产品线，跨界联合国家宝藏、梵高、莫奈、HelloKity、宝可梦、兔斯基推出IP联名系列珠宝，并通过“文创+国潮+珠宝”的形式，推出吉祥布达拉、如意普陀、遇见国潮系列等非凡古法金产品。高度重视公司的产品特色，研发工艺与产品品质方面精益求精，追求卓越，产品生产注重质量把关，积极研发新产品，提升品牌势能。
- 渠道端：积极变革——布局省代和经典店模式，电商渠道重点发展。**1) 积极拓展线下门店数量，推行“周大生经典店”的新加盟模式，加深渠道覆盖深度。2023年，公司终端门店净增490家，24Q1，终端门店净增加23家，截至24Q1末，周大生品牌终端门店数量为5129家，其中包括加盟门店4793家，自营门店336家；根据公司公告，2024年预计净增门店数量400~600家。2) 省代模式激发终端渠道活力，黄金产品配货模型形成，带动黄金产品收入增长迅速。3) 提前把握机遇，积极发展线上电商。线上销售实现快速增长，从2018年的3.50亿元增至2023年的25.08亿元，期间CAGR为48.3%，占收入比例从7.18%增至15.40%。线上电商有较强发展活力，顺应行业整体走势，有效赋能公司成长。
- 品牌端：厚积薄发——立足高质量发展，多维度打造独有品牌定位。**坚持“因爱而美，为爱而生”的品牌理念，多维度打造品牌定位，连续11年获得世界品牌实验室“中国500最具价值品牌”，2022年，官宣全新代言人任嘉伦，以当红明星的加持为品牌提供流量支持。
- 投资建议：**黄金产品高景气度拉动公司成长，渠道拓展稳步推进，低估值高股息率标的，预计2024-2026年公司实现营业收入198.27、226.13、253.83亿元，分别同比+21.7%、+14.1%、+12.3%；归母净利润分别为14.89、16.77与18.80亿元，同比+13.2%、+12.6%与+12.1%，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**终端需求不及预期，行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

图表：周大生分产品与分渠道收入拆分

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1
营业收入	38.05	48.7	54.39	50.84	91.55	111.18	162.90	507.04
yoy	-	27.99%	11.68%	-6.53%	80.07%	21.44%	46.52%	23.01%
按产品拆分								
素金首饰	9.87	11.37	15.85	16.75	55.65	84.68	137.20	451.30
yoy	-	15.20%	39.40%	5.68%	232.24%	52.17%	62.01%	28.91%
占比	25.94%	23.34%	29.14%	32.95%	60.79%	76.17%	84.22%	89.01%
镶嵌首饰	23.15	30.83	29.99	22.09	22.29	13	9.18	1.28
yoy	-	33.17%	-2.72%	-26.34%	0.91%	-41.68%	-29.40%	-42.08%
占比	60.83%	63.30%	55.14%	43.45%	24.34%	11.69%	5.63%	2.52%
按渠道拆分								
自营（线下）	10.17	11.27	10.95	7.2	12.6	10.69	16.17	6.30
yoy	-	10.86%	-2.83%	-34.26%	74.97%	-15.14%	51.29%	28.73%
占比	26.72%	23.14%	20.13%	14.16%	13.76%	9.62%	9.93%	12.43%
互联网（线上）	2.83	3.5	5.01	9.71	11.48	15.46	25.08	5.73
yoy	-	23.69%	43.22%	93.90%	18.17%	34.65%	62.25%	9.84%
占比	7.43%	7.18%	9.21%	19.11%	12.54%	13.90%	15.40%	11.29%
加盟	24.03	32.47	36.21	32.02	65.22	82.96	119.72	38.30
yoy	-	35.14%	11.53%	-11.56%	103.66%	27.20%	44.31%	24.66%
占比	63.14%	66.67%	66.57%	62.99%	71.24%	74.62%	73.49%	75.54%

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

4.3 行情展望一个股 α

➤ 潮宏基：产品渠道双发力，强化品牌影响力

- 产品端：**把握国潮机遇，提升产品力。围绕“时尚东方，精致百搭”打造国潮专区系列，探索非遗工艺与现代美学的更多可能，发布【自然共生·非遗新生】2023/24彩金潮流趋势，重磅推出“花丝风雨桥”“花丝云起”“花丝圆满”等国风新作；持续加大特色黄金产品研发，通过新工艺金款式及品牌印记系列打造核心竞争优势。积极探索培育钻市场，与力量钻石合资公司“生而闪耀”旗下品牌 Cèvol 在 23H1 正式推出，线下体验店在上海 BFC 外滩金融中心正式开业。
- 品牌端：**强化品牌差异优势，多维度提升品牌影响力。以“非遗新生”为传播主线，以手工花丝为锚定，强化潮宏基在时尚东方的品牌调性。FION 2023 年正式启动品牌形象升级，并推出首家巧手工坊艺术旗舰店。
- 渠道端：**加快市场开拓，推动渠道下沉。2023 年，“CHJ 潮宏基”珠宝加盟店净增 293 家，截至 23 年末，潮宏基总店数为 1713 家，按行业划分，包括皮具门店 314 家，珠宝门店 1399 家；按模式划分，含代理店 1321 家、直营店 392 家。2023 年公司针对更年轻化的细分客群推出了“潮宏基|Soufflé”（舒芙蕾）新的门店形象，差异化门店形象覆盖到细分客群，有助于未来品牌的渠道扩张。2024 年计划净增新开珠宝加盟店 300 家以上。
- 投资建议：**公司产品创新能力突出，加盟渠道加速布局，多品牌矩阵拉动增长，预计 2024-2026 年公司实现营收 71.26、83.57、95.66 亿元，分别同比 +20.8%、+17.3% 与 +14.5%；归母净利润为 4.50、5.33、6.16 亿元，分别同比 +34.9%、+18.4% 与 +15.6%，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

图表：“潮宏基”非遗花丝概念店“



资料来源：潮宏基微信公众号，民生证券研究院

图表：“潮宏基”一城一非遗 CO-CITY 非遗共创艺术·成都站“



资料来源：潮宏基珠宝微信公众号，民生证券研究院

4.3 行情展望—盈利预测与估值分析

- 通过总结资金面特征，发现饰品板块市盈率处消费品子版块中较低的位置，而其股息率处于较高的水平，符合低估值、高股息率的特征。
- **行业层面：**黄金珠宝板块的整体波动与国际金价、汇率等关联较大，尤其与美元指数整体呈现反向变动关系，金价或存在阶段性回调，但看好金价长期上涨趋势，有望带动黄金珠宝板块景气度持续向上。行业层面的风险点主要为黄金价格大幅度波动的风险。
- **个股层面：**考虑个股估值及看点，推荐老凤祥（金价上行受益标的）、菜百股份（金价上行受益标的）、周大生（低估值高股息率、渠道拓展与产品创新）、潮宏基（低估值、渠道拓展提供增量）、周大福（低估值高股息率，关注中国内地周大福珠宝门店销售额修复速度）、中国黄金（金价上行受益标的+渠道拓展）、曼卡龙（线上收入持续高增，新品推出利好）。
- **风险提示：**终端需求不及预期、金价剧烈波动、行业竞争加剧。

图表：黄金珠宝个股盈利预测与估值分析

证券代码	证券简称	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	当前市值 (亿元)	股息率_近12个月 (%)	评级
		收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (倍)					
002345.SZ	潮宏基	59.00	71.26	83.57	3.33	4.50	5.33	14	10	9	47	4.77	推荐
002867.SZ	周大生	162.90	198.27	226.13	13.16	14.89	16.77	13	11	10	170	6.14	推荐
600612.SH	老凤祥	714.36	824.42	932.41	22.14	26.29	30.35	16	14	12	358	2.85	推荐
605599.SH	菜百股份	165.52	210.32	248.30	7.07	8.21	9.26	14	12	11	102	5.36	推荐
600916.SH	中国黄金	563.64	649.73	721.91	9.73	11.94	13.88	18	14	12	171	4.43	推荐
300945.SZ	曼卡龙	19.23	24.67	31.23	0.80	1.00	1.23	30	24	20	24	1.32	推荐
1929.HK	周大福	989.38	1087.13	1176.78	53.84	64.99	72.88	16	13	12	861	6.38	推荐

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院预测（收盘价为24年6月14日，周大福单位为港元，对应为财年数据）

05. 培育钻石：行业供需格局边际转好，毛坯价格企稳回升

5.1 行业情况——上游制造环节：供需决定培育钻毛坯价格走势

➤ 培育钻石毛坯价格主要由供需决定，受中游贸易商影响减弱

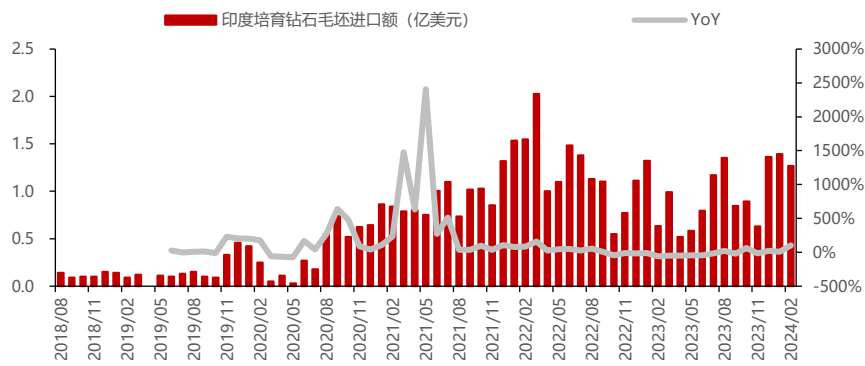
- 培育钻毛坯价格变动情况：23Q3以来小幅上扬，24Q1延续涨价趋势。** 21-22年培育钻毛坯处于较高价格水位，主要因中游贸易商大规模囤货，导致市场上供需失衡造成的价格短期高位，自开启库存抛售后，培育钻石毛坯销售单价持续下滑，以力量钻石披露的培育钻石毛坯钻销售价格为例，2021年，培育钻石毛坯价格为632.39元/克拉，2022年平均价格为465.90元/克拉（22Q1-22Q4分别为663.6、551.3、440.3、319.3元/克拉），进入23年，毛坯价格继续下滑，触及阶段低点后，自23Q3-Q4有所反弹，24Q1，价格延续回暖趋势。
- 价格走势判断：目前已经到了成本线的附近，预计未来持平或反弹，降价空间不大。** 24Q1以来的培育钻毛坯价格的涨幅一方面是供需格局的改善，另一方面是天然钻的价格也带动了部分反弹。此外，培育钻毛坯的销售路径也存在部分改变，之前经销商占据主要份额，目前上游生产商由单独的生产商逐步采用生产与分销结合的策略，可以直接对接美国的渠道商，使得中游贸易商的话语权减弱，利润空间不如之前丰厚，目前培育钻毛坯的价格主要由供需共同决定。

5.2 行业情况——中游印度培育钻石进出口数据

➤ 24年1-4月，培育钻毛坯进口额4.12亿美元，同比+18.8%，培育钻裸钻出口额4.60亿美元，同比+3.1%

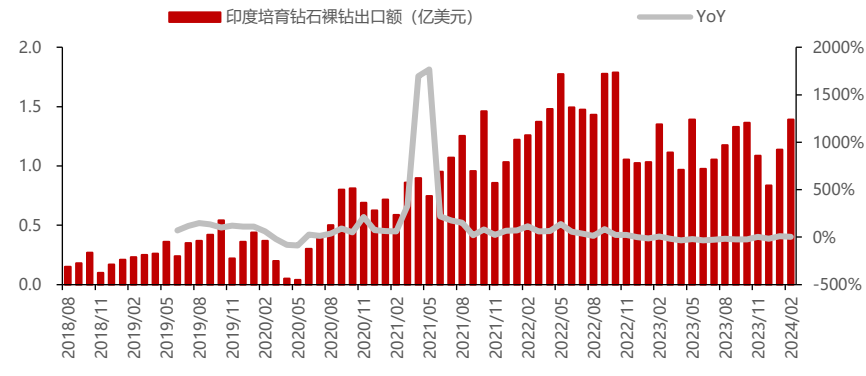
- 24年1月，印度培育钻石毛坯进口额1.39亿美元，同比+5.3%，环比+2.3%；进口额渗透率10.7%，同比-3.2 PCT。裸钻出口额1.14亿美元，同比+10.4%，环比+36.3%；出口额渗透率8.9%，同比+2.3 PCT。24年2月，印度培育钻石毛坯进口额1.27亿美元，环比-8.88%，同比+100.25%。裸钻出口额1.39亿美元，环比+22.17%，同比+2.89%。24年3月，培育钻毛坯进口额为0.87亿美元，同比-12.4%，裸钻出口额为1.24亿美元，同比+11.1%。24年4月，印度培育钻石毛坯进口额0.59亿美元，同比+13.0%，培育钻裸钻出口额为0.84亿美元，同比-13.5%。**24年1-4月，印度培育钻石毛坯进口额为4.12亿美元，同比+18.8%，进口额渗透率为7.2%，同比+1.4 pct；培育钻石裸钻出口额为4.60亿美元，同比+3.1%，出口额渗透率为8.2%，同比+2.0 pct。**
- 从裸钻需求端：2023年，受到欧美市场镶嵌市场终端需求低迷，天然钻石与培育钻石价格的下滑影响，呈现出毛坯进口额与裸钻出口额同比下滑；而自23Q4以来，天然钻石价格止跌并小幅上扬，进入平稳价格区间，锚定天然钻石定价的培育钻石裸钻价格也趋于稳定，但因过往价格下滑较多，24年1-2月，印度培育钻石裸钻出口额同比呈现个位数增长。从毛坯生产端：23年以来，培育钻石毛坯价格呈现较大幅度下滑，体现在印度毛坯进口额同比收窄，**进入24年以来，随培育钻石毛坯价格端企稳回升，量价提升下带动印度培育钻石毛坯进口额相较于23年同期呈现较大幅度增长。**

图表：印度培育钻石毛坯进口额及同比增速



资料来源：GJEPC，民生证券研究院

图表：印度培育钻石裸钻出口额及同比增速



资料来源：GJEPC，民生证券研究院

5.3 行业情况——下游培育钻石裸钻批发价格对比

据LG Deal平台的培育钻石裸钻批发价格，其占天然钻石报价的比例进一步下探，以24年4月22日数据为例，1.00~1.49克拉的培育钻石裸钻，单颗报价在96~5796美元（约合人民币695~41963元）。目前，国内培育钻石品牌小白光1克拉裸钻价格在6000~1万元左右。

图表：线上平台培育钻石裸钻批发价格

20230421	占天然钻石报价的比例	0.30-0.39 CT	0.40-0.49 CT	0.50-0.69 CT	0.70-0.89 CT	0.90-0.99 CT	1.00-1.49 CT	1.50-1.99 CT	2.00-2.99 CT	3.00-3.99 CT	4.00-4.99 CT	5.00-5.99 CT
CVD	最高值	28.5%	19.2%	19.2%	29.9%	16.0%	26.4%	15.4%	26.0%	14.7%	13.0%	13.0%
	差值	19.8%	14.2%	14.2%	25.6%	12.6%	23.9%	13.6%	24.6%	13.6%	12.2%	12.3%
	最低值	8.7%	5.0%	5.0%	4.4%	3.4%	2.5%	1.9%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%
HPHT	最高值	23.5%	19.2%	21.0%	17.5%	14.0%	17.0%	20.5%	25.5%	20.5%	13.0%	13.5%
	差值	12.2%	10.4%	15.7%	13.4%	10.5%	14.5%	18.9%	24.0%	18.8%	11.2%	11.1%
	最低值	11.4%	8.8%	5.3%	4.1%	3.5%	2.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.8%	2.4%
整体	最高值	28.5%	19.2%	21.0%	29.9%	16.0%	26.4%	20.5%	26.0%	20.5%	13.0%	13.5%
	最低值	8.7%	5.0%	5.0%	4.1%	3.4%	2.5%	1.6%	1.5%	1.1%	0.8%	0.7%
20240422	占天然钻石报价的比例	0.30-0.39 CT	0.40-0.49 CT	0.50-0.69 CT	0.70-0.89 CT	0.90-0.99 CT	1.00-1.49 CT	1.50-1.99 CT	2.00-2.99 CT	3.00-3.99 CT	4.00-4.99 CT	5.00-5.99 CT
CVD	最高值	19.6%	13.8%	13.4%	10.6%	17.0%	15.6%	10.7%	10.1%	6.5%	5.8%	4.7%
	差值	14.9%	9.0%	10.1%	7.3%	14.9%	14.3%	9.7%	9.3%	6.1%	5.3%	4.3%
	最低值	4.8%	4.8%	3.3%	3.3%	2.1%	1.3%	1.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
HPHT	最高值	28.1%	23.5%	13.4%	11.0%	11.0%	10.4%	12.5%	11.0%	8.0%	10.0%	8.7%
	差值	23.6%	19.0%	10.3%	8.7%	9.1%	9.3%	11.4%	10.2%	7.3%	9.5%	8.2%
	最低值	4.5%	4.5%	3.2%	2.4%	1.9%	1.1%	1.2%	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%
整体	最高值	28.1%	23.5%	13.4%	10.6%	11.0%	15.6%	12.5%	11.0%	8.0%	10.0%	8.7%
	最低值	4.5%	4.5%	3.2%	2.4%	1.9%	1.1%	1.0%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
20240422	美元报价	0.30-0.39 CT	0.40-0.49 CT	0.50-0.69 CT	0.70-0.89 CT	0.90-0.99 CT	1.00-1.49 CT	1.50-1.99 CT	2.00-2.99 CT	3.00-3.99 CT	4.00-4.99 CT	5.00-5.99 CT
CVD	最高值	201	200	443	500	785	1424	3669	8067	9421	16508	14847
	差值	156	146	391	417	646	1286	3573	7881	9020	15904	13969
	最低值	45	54	52	84	139	138	96	186	402	604	878
HPHT	最高值	203	352	454	794	1059	2566	5796	14504	22492	35073	49669
	差值	167	298	402	707	934	2428	5586	14228	21940	34324	48581
	最低值	36	54	52	87	125	138	210	277	552	749	1088
整体	最高值	203	352	454	794	1059	2566	5796	14504	22492	35073	49669
	最低值	36	54	52	84	125	138	96	186	402	604	878

资料来源：LG Deal，民生证券研究院

5.3 行业情况——下游培育钻石品牌建设持续推动培育钻认知度提升

➤ 上游制造商大多设立自有品牌运营，上下游产业链融合趋势明显，有望助力培育钻石认知度提升

- 中国培育钻石产业峰会与四方达璨然珠宝“中国钻·天选蓝”品牌发布会召开，推动产业链协同发展。
- 1) 培育钻石产业峰会暨郑州国际培育钻石展召开。5月17日，“新质·新生态”2024中国培育钻石产业峰会暨郑州国际培育钻石展在郑州国际会展中心盛大开幕，惠丰钻石、华晶金刚石、力量钻石、沃尔德、黄河旋风、豫园珠宝时尚集团旗下品牌露璨等近三十家企业参与集中签约仪式。全球天然钻石生产商、培育钻石生产商及时尚珠宝品牌积极布局培育钻石零售领域，培育钻石品牌相继出现。本次组委会邀请业内领袖与专业学者组成评审团，基于市场表现、品牌传播力、品牌创新力、品牌持续性的四个维度，共推选包括露璨、华晶 HUAJEW、殊色、ZND、璨然、碳为、宝娅尼、超钻等品牌为TOP20培育钻石新锐品牌。
- 2) 功能性金刚石链式发展主题峰会暨中国钻·天选蓝品牌发布会召开。5月18日，四方达功能性金刚石链式发展主题峰会暨中国钻·天选蓝品牌发布会召开。四方达已形成从MPCVD设备研制、CVD金刚石合成与加工、钻石首饰设计、钻石切磨、培育钻石品牌构建、培育钻石营销等环节的全产业链的发展模式。天选蓝是由四方达旗下璨然珠宝出品的蓝色培育钻石品牌，成功填补了国内彩色培育钻石市场的空白，汇聚了上下游资源，构筑协作紧密、运行高效的一体化产业链体系。天璇功能性金刚石超级工厂，采取自主研发的设备及金刚石合成工艺，项目自2023年9月开工建设，历时8个月，现已完成设备调试，天璇功能性金刚石超级工厂正式投产。

06. 医美：消费偏谨慎，寻找受影响较小的标的

6.1 医美行业总览&投资主线

复盘23年及24H1医美行业的发展趋势：新产品与新材料的应用与推广顺利，重组胶原蛋白市场发展态势良好；机构端的获客难度加大，重视老客升单，高端材料表现优于大众品类。

展望24H2的医美消费趋势：在消费大环境较为谨慎的趋势下，我们寻找受影响较小的医美消费品类，我们认为医美高端消费者消费能力持续，且在医美消费的投入稳健，其关注更具品质化的玻尿酸注射以及紧致/抗衰老光电等项目，因此该类型高端品受到消费下行的影响较小，再生材料、胶原蛋白、高端玻尿酸等高端品仍会有较好表现；另一方面基础维养产品如水光针属于高频使用的产品，复购率与消费粘性较高，且受到出境游冲击小，叠加行业监管边际趋严，加速水光针行业出清，利好合规水光产品保持良好的消费趋势。

细分市场发展趋势：

1) **玻尿酸：**玻尿酸的发展向注射层次精细化/部位精细化方向发展。参照成熟医美市场发展，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占据较大市场份额，且玻尿酸填充剂不再满足于仅解决改善鼻唇沟的单一部位适应症，而是扩展包括鼻唇沟、面颊部、唇部、鼻部、下颌等全面部多部位适应症。

2) **再生材料：**再生材料产品认知度持续提升，期待新品推广提供新增量。不同再生材料类产品在注射层次、打法与效果等方面存在差异，产品的应用与推广也需要时间形成充分的市场教育，才能达到最好的注射效果；爱美客、长春圣博玛与华东医药的再生产品已具备较深强的医生教育和消费者认知度。江苏吴中童颜针AestheFill以聚双旋乳酸PDLLA+羧甲基纤维素CMC为主要成分，已于24年1月获批NMPA证书；此外，多款再生产品在持续推进中，未来获批上市将贡献新增量。

3) **胶原蛋白：**重组胶原蛋白特性显著，在医美注射领域加速其市场拓展，新蓝海市场浮现。在水光针市场，重组胶原蛋白注射材料质地较软，功效方面不仅可以满足补水保湿，还可以提供多样化氨基酸营养，同时具备刺激再生胶原蛋白等特点；在眼周年轻化市场，得益于其保湿及刺激再生效果，在祛眼周细纹等领域应用；此外，在填充塑形市场中，交联型重组胶原蛋白有望拓展市场。

4) **肉毒素：**当前国内肉毒市场，各产品加速布局。重组肉毒因其可以解决从宿主肉毒杆菌提取天然肉毒毒素的生物安全问题，产品有高纯度、良好的安全性及生产可延展性等优点，因明生物/华东医药、君合盟均在布局研发重组肉毒素。

5) **光电项目：**主要市场份额由国外企业占领，国内企业加速布局中。国内市场，激光类及脉冲类项目主要市场份额由海外企业占领，但国内企业或通过收购或凭借高性价比优势占领一定市场；射频类则主要由海外企业占领市场，但国内企业在加速布局中；建议关注布局光电市场的国内标的复锐医疗科技、华东医药、昊海生科、普门科技。

6) 此外，减重市场、毛发健康市场等也需关注产品最新进展。

投资建议：在经济弱复苏下，叠加资金持续流出，大盘板块性大机会比较难以确定，更多关注于阶段性的机会；此外，在不确定环境下，我们预计资金依旧对于具备较高安全边际的标的会更青睐，综合考虑目前估值水平、公司所处细分行业预期增速与竞争格局展望，公司优势产品推广情况与后续产品推广步调，推荐锦波生物、爱美客、昊海生科、江苏吴中、朗姿股份、美丽田园医疗健康。

风险提示：终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

6.1 行情复盘—基本面复盘

➤ 医美发展趋势复盘：新客获客难度增大，机构端重视老客升单，高端材料表现优于大众品

- 从机构客流量的角度：**因23Q1存在疫情后反弹逻辑，所以24Q1医美增速表现较为一般，且终端需求受到消费力表现欠佳的影响，机构端更多的工作重心在于老客升单而非新客引流。考虑到医美直播在抖音上受到的监管和限制，机构端失去了这一有效新客获取渠道，增加其获客成本。5月21日，广东省卫健委发布医疗美容外科项目调整通知，美容外科一级项目新增物理治疗和注射治疗，这一政策与北京、上海等地之前对医疗美容外科项目进行调整增加的措施相呼应，为轻医美行业补充了更多的人才。
- 从新客与老客的角度：**
 - 1) 拉新表现不佳：**具体表现在新客引流速度不及预期，与整体消费力减弱、消费趋势偏谨慎有关，渗透率仍保持提升趋势，但是提升速度显著低于过去几年。
 - 2) 机构端从考核新客拉新到考核老客升单：**主要因为引入新客变得更为困难，所以业绩支撑主要由消费力较强的老客提供。
- 从产品类型的角度：**
 - 1) 新材料的应用获得市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白产品的市场发展态势良好：**因产品的效果佳、安全性高、机构利润空间充足，机构端普遍对再生材料、重组胶原蛋白类新材料的推广与应用反馈较好，有较强的推广动力，上游生产商出货端体现在爱美客的濡白天使、华东医药少女针、锦波生物薇旻美推广顺利。
 - 2) 高端材料表现优于大众品：**机构端为了保证充足的利润水平会选择推广高端材料及定制化的产品组合。

6.1 行情复盘—基本面复盘

业绩复盘：上游药械端收入与利润稳步上行，新材料获市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白发展态势良好；中游机构端盈利能力明显恢复

- 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%；24Q1归母净利润同比+135.74%、+20.99%、+27.39%，增长符合预期；从盈利能力看，收入增长与毛利率稳健、费用控制良好下，带动利润端增速良好。
- 新材料获市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白发展态势良好。1) 再生材料：**爱美客濡白天使针推广顺利，2023年，濡白天使呈现高速增长，对应带动凝胶类注射产品收入实现11.58亿元，同比+81.43%，占收入的比重进一步提升至40.4%。如生天使于7月末发布，具备较大的产品优势，兼具填充与紧致效果，与濡白天使联合销售，拉动公司快速增长。华东医药欣可丽美学持续推广核心明星产品伊妍仕，2023年，合计实现营业收入10.51亿元，同比+67.83%。**2) 重组胶原蛋白：**2023年，锦波生物单一材料医疗器械收入5.65亿元，同比+254.65%，主要系重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维“薇旖美”、重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶的销售收入增长较快所致。
- 中游机构端：**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%。2023年，美丽田园的收入与归母净利润同比增速的表现突出。

图表：医美A股上市公司分季度财务数据

证券简称	具体分项	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
爱美客	营业收入 (亿元)	4.31	4.54	6.05	4.49	6.30	8.29	7.11	6.99	9.08
	yoy	66.07%	21.41%	55.15%	5.80%	46.30%	82.60%	17.58%	55.68%	28.25%
	归母净利润 (亿元)	2.80	3.11	4.01	2.71	4.14	5.49	4.55	4.40	5.27
	yoy	64.03%	22.05%	41.55%	9.03%	47.83%	76.70%	13.38%	62.44%	27.39%
	销售毛利率(%)	94.45	94.33	94.94	95.63	95.29	95.51	95.07	94.45	95.34
	销售净利率(%)	65.03	68.44	66.34	61.32	65.54	66.10	63.95	62.83	63.35
锦波生物	营业收入 (亿元)	0.65	0.90	0.97	1.39	1.28	1.88	2.01	2.63	2.26
	yoy	28.98%	71.47%	114.52%	61.78%	98.28%	110.10%	106.43%	89.36%	76.17%
	归母净利润 (亿元)	0.15	0.24	0.31	0.39	0.43	0.66	0.83	1.08	1.01
	yoy	-6.70%	72.51%	500.45%	78.01%	180.94%	175.58%	168.75%	176.12%	135.74%
	销售毛利率(%)	84.78	82.81	85.90	87.57	89.94	88.61	91.26	90.54	91.90
	销售净利率(%)	23.38	26.29	31.48	28.57	33.48	35.00	41.19	40.76	44.95
华东医药	营业收入 (亿元)	89.33	92.65	96.61	98.56	101.15	102.71	100.09	102.29	104.11
	yoy	0.40%	11.86%	10.43%	14.13%	13.23%	10.85%	3.61%	3.79%	2.92%
	归母净利润 (亿元)	7.04	6.36	6.41	5.18	7.55	6.79	7.55	6.50	8.62
	yoy	-7.12%	17.39%	7.71%	27.45%	7.23%	6.65%	17.84%	25.46%	14.23
	销售毛利率(%)	33.78	31.70	29.99	32.27	32.86	30.61	32.12	34.01	32.03
	销售净利率(%)	7.99	6.91	6.75	5.34	7.51	6.62	7.53	6.38	8.26
昊海生科	营业收入 (亿元)	4.74	4.94	6.15	5.48	6.11	7.02	6.69	6.72	6.46
	yoy	23.79%	5.45%	45.14%	11.28%	29.06%	41.99%	8.80%	22.63%	2.54%
	归母净利润 (亿元)	0.61	0.10	0.91	0.19	0.81	1.24	1.22	0.89	0.98
	yoy	-37.17%	-92.47%	14.15%	-55.15%	33.21%	1129.67%	34.00%	368.42%	20.99%
	销售毛利率(%)	67.02	72.54	70.41	65.87	71.49	70.64	72.84	67.13	69.21
	销售净利率(%)	13.40	2.15	14.99	4.40	13.90	17.63	17.68	12.69	14.32
朗姿股份	营业收入 (亿元)	8.94	9.15	8.55	12.14	11.39	11.74	13.81	14.52	14
	yoy	0.26%	1.95%	-0.73%	19.67%	27.42%	28.27%	61.49%	19.60	22.91%
	归母净利润 (亿元)	-0.02	0.11	0.08	-0.01	0.62	0.72	0.60	0.31	0.80
	yoy	-106.37%	-80.23%	-87.25%	-	2867.87%	527.56%	621.88%	-	32.26%
	销售毛利率(%)	58.29	56.89	56.92	57.83	56.39	61.66	55.08	57.1	59.54
	销售净利率(%)	-	2.63	1.23	0.84	5.03	7.34	4.93	2.80	6.41
江苏吴中	营业收入 (亿元)	4.44	3.42	5.94	6.46	6.12	4.89	4.03	7.37	7.03
	yoy	-18.42%	-30.24%	37.19%	109.92%	37.69%	43.04%	-32.23%	14.09%	14.87%
	归母净利润 (亿元)	0.08	-0.27	-0.27	-0.29	0.28	-0.01	-0.16	-0.83	0.05
	yoy	-91.98%	-6.61%	-35.62%	-10.11%	269.61%	97.22%	40.01%	186.21%	-82.14%
	销售毛利率(%)	33.69	35.53	24.82	24.93	25.17	31.36	29.49	15.96	20.92
	销售净利率(%)	1.58	-	-	-	4.51	-	-	-	0.66

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

图表：医美港股上市公司分季度财务数据

证券简称	具体分项	2022H1	2022	2023
复锐医疗科技	营业收入 (亿元)	11.69	24.53	25.60
	yoy	39.28%	20.45%	1.36%
	归属于母公司股东的净利润 (亿元)	1.38	2.78	2.24
	yoy	25.90%	28.56%	-21.59%
	销售净利率(%)	11.76	11.31	9.16
	销售毛利率(%)	57.08	57.05	61.10
美丽田园医疗健康	营业收入 (亿元)	7.34	16.35	10.37
	yoy	-12.25%	-8.16%	41.20%
	归属于母公司股东的净利润 (亿元)	0.15	1.03	1.12
	yoy	-84.40%	-46.71%	639.47%
	销售净利率(%)	2.70	6.76	11.68
	销售毛利率(%)	42.76	43.89	46.11

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

6.1 行情复盘—资金面复盘

➤ 个股基金持仓比例及变动：基金配置比例整体呈现下滑趋势，资金面收窄。

- 2023Q1-2024Q1，医疗美容板块的公募基金持仓市值占流通市值比例分别为17.44%、14.47%、12.04%、6.83%和7.76%；医疗美容板块的公募基金配置比例分别为0.46%、0.31%、0.27%、0.18%和0.22%。医疗美容板块个股的基金持仓比例在2023年呈现波动趋势；24Q1基金持仓比例全面环比下行。

图表：分板块公募基金配置比例（%）与公募基金持股市值（亿元）

板块名称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
公募基金配置比例（%）									
美容护理	0.39	0.62	0.70	0.77	0.67	0.47	0.40	0.29	0.33
医疗美容	0.27	0.42	0.44	0.53	0.46	0.31	0.27	0.18	0.22
公募基金持股市值(亿元)									
板块名称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
美容护理	116.69	203.09	203.49	222.80	195.88	134.06	107.51	72.66	83.86
医疗美容	80.94	139.61	127.10	153.53	134.19	88.58	72.60	45.36	54.30

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：医疗美容板块个股基金持仓比例（%）

证券代码	证券简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	证券代码	证券简称	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
爱美客	300896.SZ	19.04	42.69	28.93	44.09	26.27	37.00	21.28	18.34	9.82	爱美客	300896.SZ	23.65	-13.76	15.15	-17.82	10.73	-15.72	-2.94	-8.52
锦波生物	832982.BJ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.58	7.29	7.24	锦波生物	832982.BJ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.58	5.71	-0.05
华东医药	000963.SZ	2.98	10.59	8.01	13.27	9.41	12.68	7.72	9.74	4.50	华东医药	000963.SZ	7.61	-2.58	5.26	-3.86	3.27	-4.96	2.02	-5.24
江苏吴中	600200.SH	0.00	0.28	0.00	1.83	2.29	5.42	3.07	9.55	1.17	江苏吴中	600200.SH	0.28	-0.28	1.83	0.46	3.13	-2.36	6.48	-8.38
朗姿股份	002612.SZ	0.10	1.46	0.85	7.37	2.03	6.83	2.61	5.38	1.18	朗姿股份	002612.SZ	1.36	-0.61	6.53	-5.34	4.80	-4.22	2.77	-4.20
昊海生科	688366.SH	2.48	4.51	0.00	6.93	3.89	3.55	2.03	5.77	0.55	昊海生科	688366.SH	2.03	-4.51	6.93	-3.04	-0.34	-1.52	3.74	-5.23

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：公募基金配置比例及持仓市值对应报告期内最后一个交易日）

资料来源：iFind，民生证券研究院

6.1 行情复盘—股价复盘

- 上游药械端：**爱美客、华东医药因再生材料渠道铺货与产品销售推广顺利、季报披露业绩表现超预期等存在阶段性反弹，但整体上行行情持续走弱；昊海生科出现阶段性反弹，与其高端玻尿酸产品海魅销售情况突出，带动23H1收入与利润端快速上行有关；锦波生物受益于重组胶原蛋白行业新蓝海与唯一重组胶原蛋白产品注射类三类械的先发优势，叠加北交所修订了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第7号——转板》等利好驱动下，持续上演上行行情；江苏吴中受益于24年1月AestheFill获批三类械证书，股价上行，4月举行AestheFill艾塑菲首发机构发布会，推动其股价进一步提升。
- 中游机构端：**朗姿股份年内行情波动较大，与其内生增长+外延并购的发展战略关联密切，朗姿股份旗下医美机构收入端表现较好时，助力整体收入与利润上行，且外延收购医美机构让公司为未来看点充足，短期催化上行；美丽田园23年整体行情走弱，公司基本面经营稳健，主要与消费者信心不足等原因有关；24年初起股价出现反弹，一大原因为公司作为中国双美服务机构龙头，在生活美容领域沉淀的客户资源丰富，基于此打造了“第二增长曲线”。

爱美客：23年初至今整体下跌



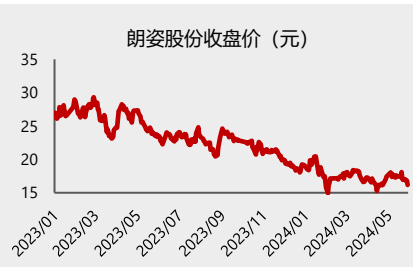
华东医药：持续震荡



江苏吴中：消息面利好催化下，阶段上行



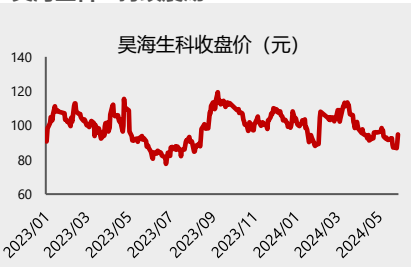
朗姿股份：波动下行



锦波生物：上市至今涨幅超100%



昊海生科：持续震荡



复锐医疗科技：先升后降



美丽田园医疗健康：整体下行



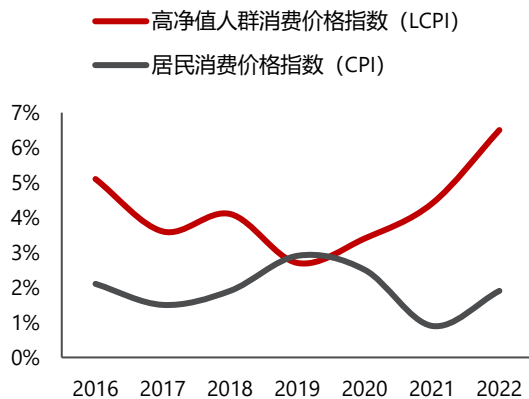
资料来源：iFind，民生证券研究院（截至24.5.31日收盘价）

6.2 行情展望——行业基本面角度

➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——高端消费品受影响小

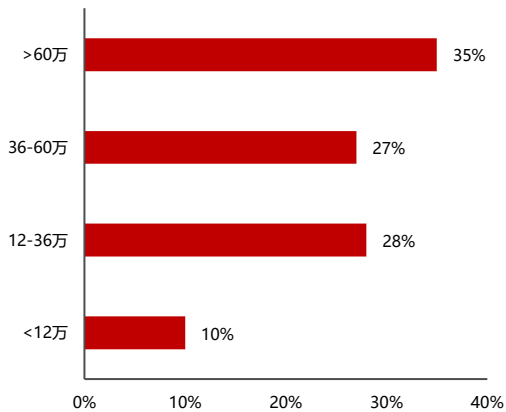
- 高端消费品受影响小。** 医美行业属于中高端可选消费，消费力低迷的大环境下，医美机构纳新困难，而高端消费客群消费能力保持稳定，据艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，医美高端消费人群平均家庭年收入约82万，家庭年收入>12万的占90%（2022年医美高端人群平均医美支出约9.4万元，占家庭年收入11%），高端消费群体消费能力依旧稳健，该类客群较强的购买力支撑了医美消费的增长。因此在新客获客难的背景下，医美机构把握住核心高端消费群体，获得销售收入稳步提升。**对比其他人群，医美高端人群对注射类项目和光电类项目的关注度均更高，其中，注射类项目中最关注玻尿酸注射、光电类项目中最关注紧致/抗衰老类项目。**

图表：高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数



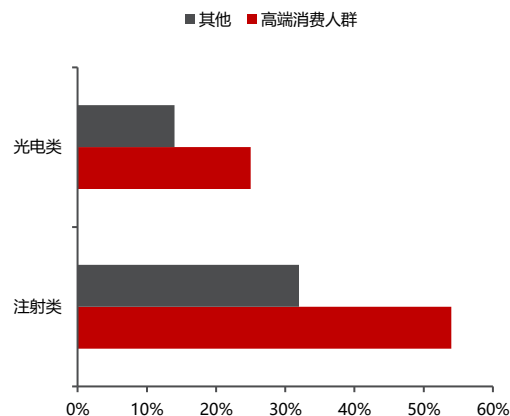
资料来源：国家统计局，胡润百富，民生证券研究院

图表：医美高端消费群体家庭年收入分布



资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，民生证券研究院

图表：医美高端消费群体TOP关注项目



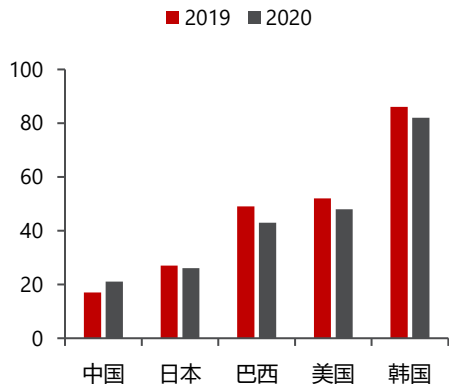
资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，民生证券研究院

6.2 行情展望——行业基本面角度

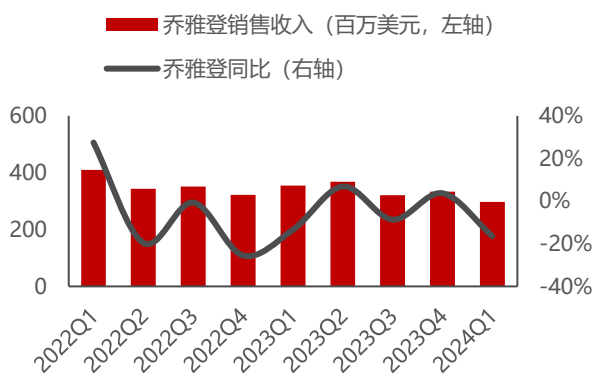
➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——高端消费品受影响小

- 高端玻尿酸、再生材料与胶原蛋白类、紧致/抗衰老光电项目等受影响小。**短期看，消费力疲软，但是对于医美高端消费的影响有限，关注高端消费品的推出、新材料的应用，可以提供给医美机构端充足的利润空间的产品，具备充足的推广动力；长期看，医美渗透率提升逻辑不改。根据医美消费产品的终端价格、治疗疗程以及对比同类其他产品所需花费的金额，我们梳理了如下医美高端消费产品，包括高端玻尿酸（包括乔雅登丰颜、缇颜、质颜，昊海生科的海魅、高德美的瑞蓝唯缇等）、再生材料（包括爱美客的濡白天使、如生天使，华东医药少女针、圣博玛艾维岚、江苏吴中的艾塑菲）、胶原蛋白（包括双美的肤柔美、肤丽美、肤力原，长春博泰的弗缦，锦波生物的薇旖美）。**在消费环境偏谨慎下，医美高端消费者消费能力持续，且在医美消费的投入稳健，其关注更具品质化的玻尿酸注射以及紧致/抗衰老光电等项目，因此该类型高端品受到消费下行的影响较小。**

图表：中日巴美韩每千人医美次数（次）



图表：艾尔建乔雅登销售数据（百万美元）及同比增速



图表：医美高端消费产品梳理

产品类型	厂商	品牌	产品	适应症	终端价格区间
玻尿酸	艾尔建	乔雅登	丰颜	下巴深层填充、颧弓提升	12880-14880元
			缇颜 质颜	浅层脂肪层填充 真皮层填充	12880元 12880元
	昊海生科	海魅	海魅韵	塑形为主，打内外轮廓较为硬朗的部位	8800元 12800元
			瑞蓝·丽缇 瑞蓝·丽缇·丽多	鼻唇沟、鼻背、鼻根 中面部（皮下至骨膜上）	8800元 12800元
高德美	瑞蓝	瑞蓝·唯缇	手背	6800元	
		瑞蓝·唯缇 瑞蓝·定采	鼻唇沟 骨膜上	16800元 12800元	
		爱美客	濡白天使 如生天使	皮下浅层	18800元
再生材料	长春圣博玛	艾维岚	适用于面颊凹陷、太阳穴、苹果肌、木偶纹、法令纹、额头纹	12800-23800元	
	华东医药	少女针伊妍仕	适用苹果肌、眉弓、太阳穴、鼻基底、下巴、下颚骨、嘴角、木偶纹	18800元	
胶原蛋白	江苏吴中	艾塑菲	肤柔美	额头、太阳穴、苹果肌、泪沟、脸颊、法令纹、木偶纹	19800元
			肤丽美	面部真皮组织填充纠正额部动态皱纹	5300元
	双美生物	双美	肤丽美	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	13800元
			肤力原	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	
长春博泰	弗缦	弗缦	面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	6800元	
		微滴美极纯 (4mg)	面部真皮组织填充纠正额部动力性皱纹（眉间纹、额头纹、鱼尾纹）	6800元	
		锦波生物	薇旖美至真 (10mg)	面部真皮组织填充纠正额部动力性皱纹（眉间纹、额头纹、鱼尾纹）	1-1.2万元

资料来源：NMPA，各公司公告，大众点评等，民生证券研究院（价格时间为24年6月）

资料来源：弗若斯特沙利文，艾尔建美学与德勤管理咨询，民生证券研究院

资料来源：艾伯维公司公告，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——必选品受影响小&受出境消费影响较小的品类

- **维养型项目如水光针等必选品更具消费韧性和可持续性。**根据德勤和美团联合发布的数据，轻医美项目的热度远高于手术类项目，据艾媒咨询调研数据，超过80%的轻医美用户会周期性体验轻医美项目，反映出消费者对于轻医美产品的粘性较高。**而水光针属于皮肤保养类的医美项目，一般需按疗程注射，每次间隔1个月，后期为维持效果需要重复注射，才能保持肌肤良好状态，其是医美消费中的高频使用的产品，复购和消费粘性较高。**
- **行业监管边际趋严，加速水光针行业出清，利好上游生产厂商的合规产品。**水光针市场规范化趋势下，三类械牌照为上游厂商产品竞争的主要壁垒，在存量医美客户的复购消费中，消费频次较高的维养型项目如合规水光产品的发展占优。
- **受出境消费影响较小的品类日常维养型消费，对消费频次高、疗程时间长的项目影响较小。**据艾尔建美学与德勤咨询的报告，在2022年有过医美消费或在2023年有意愿进行医美消费的人群中，16%表示在2023年有出境求美意愿，以中国港澳台地区、日本及韩国为主要偏好地区，主要偏好手术类、玻尿酸注射及紧致/抗衰类光电项目。故出境消费会对高端玻尿酸产品如乔雅登、紧致及抗衰光电项目如热玛吉等产生影响，而影响较小的为日常维养型消费以及消费频次高、疗程时间长的项目。对于注射类项目中的水光针（效果持续时间不同产品有所差异，通常为几周到几个月；通常需要6次及以上，每次注射间隔2-3周）、胶原蛋白针（以眶周年轻化为主，一般周期为3个月），光电项目中光子嫩肤（4-6次为一个疗程）、皮秒激光（1-3个月一次）、射频及超声类项目影响较小。因此注射类产品胶原蛋白针、水光针，光电类项目光子嫩肤、皮秒激光等日常维养型消费品类受影响较小。

图表：合规面部除皱水光产品

类型	核心成分	厂商/国内代理	产品
玻尿酸	透明质酸钠	爱美客	嗨体2.5
玻尿酸	透明质酸钠	爱美客	嗨体活泡泡针
玻尿酸	透明质酸钠	华熙生物	润致娃娃针
玻尿酸	透明质酸钠	华熙生物	润致熨纹针
玻尿酸	透明质酸钠	瑞典Q-Med	瑞蓝唯缇
胶原蛋白	重组胶原蛋白	锦波生物	薇旖美

资料来源：新氧，各公司官网，NMPA，大众点评，民生证券研究院整理

图表：受出境消费影响较小的品类梳理

项目种类	项目名称	价格区间（元/次）	消费频率
注射类项目	胶原蛋白针	5000-10000	2个月
	水光针	1000-3000	2~3周间隔，3~5次为一个疗程
光电项目	光子嫩肤	1000-3000	4-6次为一个疗程
	皮秒激光	3980-9800	1-3个月一次
	射频溶脂	1000-5000	3-5次为一个疗程
	超声溶脂	600-6000	6-12次为一个疗程

资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，前瞻产业研究院，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——玻尿酸篇

- **从产品和市场教育角度：**虽玻尿酸赛道同质化程度较高，但凭借其积累的市场经验及丰富的合规产品，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占有较大份额。
- **参照成熟医美市场发展角度：**美国医美市场起步于1880年，当前已步入成熟期，其注射类产品丰富，包括玻尿酸、肉毒毒素、基于PLLA的填充剂和羟基磷酸钙骨性材料，后两者具较好塑形作用，同样对大分子玻尿酸呈现一定程度替代作用，但根据ISAPS统计，即使发展至2020年，美国市场玻尿酸治疗量仍占注射类疗程30%以上。
- **玻尿酸发展向注射层次精细化/部位精细化发展。**过往消费者往往使用玻尿酸填充剂满足改善鼻唇沟的单一部位适应症，但随着玻尿酸的发展日臻成熟，且医美厂商不断开发新的产品、满足新的适应症，且医美机构与医生正向引导消费者，玻尿酸填充剂不再满足于仅解决改善鼻唇沟的单一部位适应症，而是扩展包括鼻唇沟、面颊部、唇部、鼻部、下颌等全面部多部位适应症。

图表：获批新的适应症的玻尿酸产品

厂商/国内代理	品牌	产品	适应症	获批时间	终端价格区间
艾尔建	乔雅登	丰颜 质颜	面颊部深层（皮下或骨膜上） 鼻部适应症 唇部	2019年	13500元
				2023年	
				2021年	
高德美	瑞蓝	瑞蓝·丽堤·丽多 瑞蓝·唯缦 瑞蓝·定采	中面部（皮下至骨膜上） 注射入骨膜上层用于鼻背和/或鼻根塑形 手背 注射到骨膜上，填充下颌区域，以改善轻度至中度下颌后缩患者的下颌轮廓	2020年	12800元
				2023年	
				2020年	
爱美客	宝尼达 嗨体 熊猫针	宝尼达 嗨体1.5 熊猫针	中重度额部皱纹和鼻唇部皱纹 颈部中重度颈纹 眶周	2012年	16800元
				2016年	
				2020年	
华熙生物	润致	润致5号	注射到皮下至骨膜上层用于矫正中面部容量缺失/中面部轮廓缺陷 注射唇红缘及唇红体的皮下（或粘膜下）至口轮匝肌层，以增加唇部组织容积	2022年	4000元
				2023年	
昊海生科	娇兰	娇兰玻尿酸	用于唇红体和唇红缘的皮下（或粘膜下）注射填充唇部以达到增加唇部组织容积的目的	2023年	3500元

资料来源：NMPA、各公司官网、医美部落，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——再生材料篇

- 再生材料产品认知度持续提升。**2021年国内三款再生材料的医美产品获批上市，消费者端教育不断强化，同时产品在医美机构的布局端快速向上，加速消费者对于再生材料的认知，吸引更多企业的布局再生材料市场。2023年7月，爱美客推出再生材料新品如生天使，主打面部轮廓紧致和柔美化（与濡白天使进行外轮廓支撑和内轮廓高光的塑造形成差异化互补）。不同再生材料类产品在注射层次、打法与效果等方面存在差异，产品的应用与推广也需要时间形成充分的市场教育，才能达到最好的注射效果；爱美客、长春圣博玛与华东医药的再生产品已具备较深强的医生教育和消费者认知度；江苏吴中近期上市的再生材料艾塑菲，在全球拥有丰富的临床经验且市场销售反馈良好，并且凭借市场对再生材料的已有认知，预期其推广速度将更快。

图表：已上市再生材料医美产品

公司	产品	上市时间	主要成分	打法与效果	终端参考价格	规格
爱美客	濡白天使	2021/6/24	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+交联透明质酸钠+盐酸利多卡因	打法：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； 效果：面部立体，丰眉弓，去法令纹，隆鼻，祛皱紧肤，抗衰抗初老。效果持续2年左右	¥ 12,800	0.75ml
	如生天使	2023/7/27		打法：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； 效果：定位“支架重塑”，更适合浅层注射，主要用于面部软组织浅层纹路填充，塑造轮廓柔美感、避免“僵化感”，注射后可以达到轮廓紧致收紧+面部柔和的柔美元轮廓	¥ 18,800	1ml
长春圣博玛	艾维岚	2021/4/19	聚乳酸+甘露醇+羧甲基纤维素钠	打法：适用于面颊凹陷、太阳穴、苹果肌、木偶纹、法令纹、额头纹； 效果：填充太阳穴、丰面颊、改善法令纹、嘴角皮肤褶皱、饱满下颏、抚平泪沟、改善印第安纹、紧致下巴轮廓等其他需要饱满的位置	¥ 12800- ¥ 23800	340mg
华东医药	少女针伊妍仕	2021/4/8	PCL 微球+CMC 凝胶载体	打法：适用苹果肌、眉弓、太阳穴、鼻基底、下巴、下颌骨、嘴角、木偶纹； 效果：即时填充，立体轮廓，去法令纹，去皱紧肤，抗衰抗初老。	¥ 18,800	1ml
江苏吴中	艾塑菲	2024/4/23	PDLLA微球+羧甲基纤维素钠	打法：额头、太阳穴、苹果肌、泪沟、脸颊、法令纹、木偶纹	¥ 19,800	200mg

资料来源：NMPA，新氧，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——再生材料篇

- 再生材料产品认知度持续提升，期待新品推广提供新增量。江苏吴中童颜针AestheFill以聚双旋乳酸PDLLA+羧甲基纤维素CMC为主要成分，已于24年1月获批上市，4月23日，艾塑菲首发机构经销商发布会于北京举行；除此之外，高德美塑然雅、普丽妍童颜针、华东医药少女针伊妍仕M型、四环医药少女针与童颜针、尚礼童颜针、西宏童颜针等产品在持续推进中，未来获批上市将为再生材料领域贡献新增量。

图表：待上市再生材料医美产品

公司	产品	预计拿三类械证书时间
高德美	塑然雅	2024年
普丽妍医疗	普丽妍童颜针	2024年
兴科蓉医药	少女针	2024年
华东医药	少女针伊妍仕M型 童颜针	23年3月完成中国临床试验全部受试者入组，正在进行随访 正在准备国内注册相关工作
四环医药	童颜针 少女针	2025年 注册审批
尚礼	童颜针	2025-2026年
杭盖生物	瑞博童颜针	申报中
西宏生物	西宏童颜	22年1月启动注册
益诚生物	二代“少女针”	启动国内注册临床
康哲药业	童颜针	临床试验

资料来源：各公司公告，医与美前沿微信公众号，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——胶原蛋白篇

- **当前天然胶原提取法为产业主要制备方法，但随着技术进步，基因工程法制备的重组胶原蛋白为未来趋势。**采用微生物发酵的重组胶原蛋白有较好加工性（如水溶性和乳化特性），能更好控制致病病毒传播的风险，且可通过序列设计尽可能的降低免疫原性。
- **国家药监局通过制定标准、规范行业，推动重组胶原蛋白的研发和成果转型。**根据国家药监局发布的《重组胶原蛋白生命材料命名指导原则》，基于蛋白质组成和结构，重组胶原蛋白可分为重组人胶原蛋白/人源化胶原蛋白/类胶原蛋白三大类型。
- **当前国内多个企业均加速部分胶原蛋白的研发及布局。**胶原蛋白三类械证书获批数量较少，目前获得国家药监局三类械证书的胶原蛋白产品仅动物胶原蛋白的双美生物（肤柔美、肤丽美、肤力原）、长春博泰的弗缦；重组胶原蛋白产品仅锦波生物获批三类械证书，先后上新不同规格的重组胶原蛋白冻干纤维产品薇旖美极纯与薇旖美至真，分别对应于眼部抗衰与面部抗衰；23年8月，注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液获批三类械证书；修丽可合作锦波生物重组III型人源化胶原蛋白溶液，推出“修丽可铂研胶原针”，终端机构定价7200元/支（2ml），国际品牌的背书有望进一步提升锦波生物的品牌影响力，并提供收入增量。

图表：胶原蛋白三类械产品

材料	公司	产品类型	产品名称	获批时间	管理类别
动物胶原蛋白	双美生物	胶原蛋白植入剂	肤柔美	2009年	第三类
		“Sunmax” Collagen Implant I			
	胶原蛋白植入剂Sunmax Collagen Implant I-Plus	肤丽美	2017年	第三类	
	含利多卡因胶原蛋白植入剂	肤力原	2019年	第三类	
重组胶原蛋白	长春博泰	医用胶原充填剂	弗缦	2016年	第三类
		重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美	2021年	第三类
	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液	/	2023年	第三类	

资料来源：NMPA，民生证券研究院

图表：锦波生物获批重组胶原蛋白三类械产品

产品类型	产品名称	获批/上市时间	产品规格	终端定价
重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	薇旖美极纯	2021年6月	4mg/瓶	6800元
	薇旖美至真	2023年6月	10mg/瓶	1~1.2万
注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液	-	2023年8月	2mg/ml	-

资料来源：NMPA，薇旖美微信公众号，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——胶原蛋白篇

- 重组胶原蛋白特性显著，在医美注射领域加速其市场拓展，新蓝海市场浮现。在水光针市场，重组胶原蛋白注射材料质地较软，功效方面不仅可以满足补水保湿，还可以提供多样化氨基酸营养，同时具备刺激再生胶原蛋白等特点；在眼周年轻化市场，得益于其保湿及刺激再生效果，在祛眼周细纹等领域应用；此外，在填充塑形市场中，交联型重组胶原蛋白有望拓展市场。

图表：预计2025年胶原蛋白水光针规模超55亿元

	2020年	2020-2025年	2025E
水光项目次数 (万次)	912	24.5%	2728.0
水光项目均价 (元)	1000	3-4%	1200
水光针市场规模 (亿元)	91.2	29.1%	327.4
胶原蛋白水光疗程占比	1%	-	5%
胶原蛋白水光次数 (万次)	9.12	-	136.4
胶原蛋白水光单价 (元/支)	5300	-4%	4320
胶原蛋白水光针市场 (亿元)	4.83	64.9%	58.9

资料来源：巨子生物招股书，新氧，民生证券研究院；（注：水光针项目一次一支产品，一年3次）

图表：预计2025年胶原蛋白眼周注射市场规模超15亿元

	2021年	2021-2025年	2025 E
轻医美项目次数 (百万次)	28.7	20.3%	60.1
泪沟+黑眼圈+祛细纹占比	4.0%	-	9.0%
泪沟+黑眼圈+祛细纹项目次数 (百万次)	1.15	-	5.41
胶原蛋白类占泪沟+黑眼圈+祛细纹项目比	2.5%	-	5.0%
胶原蛋白类眼周注射项目次数 (百万次)	0.029	-	0.27
胶原蛋白类眼周注射项目均价 (元/次)	7500	-3.5%	6500
胶原蛋白类眼周注射市场规模 (亿元)	2.15	69.1%	17.6

资料来源：巨子生物招股书，新氧，民生证券研究院；（注：水光针项目一次一支产品，一年3次）

图表：在研胶原蛋白产品及进展

公司	产品	预计拿三类证时间
	悦白之几重组胶原蛋白冻干纤维	预计2024年获批
创健医疗	悦白之几重组胶原蛋白植入剂	预计2024年获批
	重组III型胶原蛋白冻干纤维	预计2024年获批
	重组胶原蛋白液体制剂	预计2024获批
	重组胶原蛋白固体制剂	预计2024获批
巨子生物	自研胶原蛋白	预计2025年左右上市
	重组胶原蛋白凝胶	预计2025H1获批
	交联重组胶原蛋白凝胶	预计2025H1获批
	自研胶原蛋白	预计2025年左右上市
江苏吴中	重组I型人胶原蛋白植入剂	实验室阶段
锦波生物	医用胶原蛋白仿生纤维	在研临床
	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	预计2024年
聚源生物	重组I型人源化胶原蛋白冻干纤维	预计2024年
	胶原蛋白填充剂	预计2025年
湘雅生物	动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂	开发阶段
益尔康生物	动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂	开发阶段
双美生物	第四代胶原蛋白植入剂	临床阶段

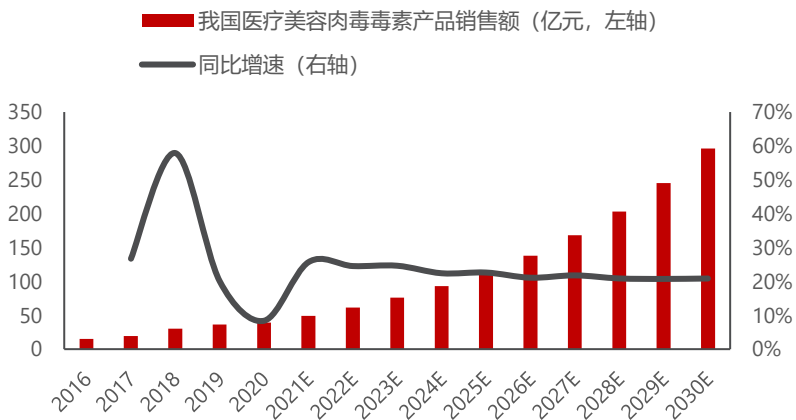
资料来源：医与美前沿，各公司公告，民生证券研究院；（预计拿证时间为医与美前沿据公司公告等统计）

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——肉毒素篇

- **肉毒市场规模**：Frost & Sullivan数据显示，2019年中国肉毒素总市场出货端销售额为人民币36亿元，2016-2019年复合增长率为34%。预计随着轻医美渗透加速，消费者认知上行，预计2025年出货端销售额有望达114亿元，2020-2025年CAGR为23.9%。
- **当前国内肉毒市场中各产品加速布局**：1) 德国西马，唯一不含任何辅助蛋白的“裸肉毒素”：去除辅助蛋白的同时仍可保持肉毒素的稳定性，大大降低抗药性（Xeomin 0.6% VS. BOTOX/Dysport 7.0%）；因不含有辅助蛋白故无需冷藏保存，常温（<25摄氏度）环境下可稳定储存48个月；其他产品在2-8°C的环境中储存24个月；美国销量第三、欧洲销量第二。2) 韩国的绿毒和爱美客的Hutox定位均较为低端，并分别适用于面部和身体，有望通过优于衡力的效果抢占衡力的市场份额。

图表：我国医疗美容肉毒素产品销售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院；（注：基于出厂价）

图表：国内已上市肉毒素产品

已上市	商品名	适用部位	定位	出厂定价 (元)	终端定价 (元)
艾尔建	保妥适	精细化部位	高端	2000	4000-6000
兰州生物所	衡力	中大部位	低端	600-700	1000-2000
韩国hugel/四环医药	乐提葆	中小部位	轻奢	1200	3000-5000
英国ipsen	吉适	大面积部位	高端	1800	4000-6000

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图表：国内部分临床中肉毒素产品

临床中	商品名	适用部位	定位	进展	预计时间
德国Merz/精鼎医药	Xeomin	精细化部位	高端	已完成临床试验	2023-2024
韩国Huons/爱美客	Hutox	大面积部位	低端	III期	2023-2024
韩国大熊/绿毒	Nabota	精细化部位	低端	III期	2023-2024
美国Revance/复星医药	RT002	精细化部位	/	III期	2024-2025

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——重组肉毒素篇

- 重组肉毒素对比肉毒素：**目前国内外所有A型肉毒毒素的产品都来自致病性肉毒杆菌，安全生产风险高，而且绝大多数A型肉毒毒素产品都有活性蛋白纯度低的缺陷。而重组蛋白生产途径生产的肉毒毒素，可以解决从宿主肉毒杆菌提取天然肉毒毒素的生物安全问题，产品具有高纯度、良好的安全性及生产可扩展性等多种优点，降低了将外源蛋白引入人体有关的免疫原性风险，提高整体安全性。
- 重组肉毒素的布局企业：**因明生物控股的生物医药创新公司重庆誉颜从基因工程入手，研发成功了重组A型肉毒毒素蛋白，截至目前，YY0001是国内首个获批进行临床试验的重组A型肉毒毒素在研产品，也为全球唯一临床阶段的重组A型肉毒毒素在研产品。据华东医药11月14日公告，公司与重庆誉颜签署《独家经销协议》，获得重庆誉颜拥有的重组A型肉毒毒素YY001产品在中国大陆、中国香港、中国澳门医美适应症领域的独家商业化权益。2024年2月19日，华东医药战略合作伙伴韩国ATGC 对外宣布，其含有A型肉毒杆菌毒素的产品ATGC-110的上市申请已获韩国食品药品安全部(MFDS)受理，申报的适应症为改善成年患者的中度至重度眉间纹。

图表：重组肉毒素布局公司及产品进展

公司名称	产品名称	产品进展
因明生物/华东医药	YY001	已完成用于改善中度至重度眉间纹的中国2期临床试验，目前正在推进3期临床试验。药品补充申请于2023年10月获国家药监局审评受理
君合盟	Botulinum Toxin Type A	临床申请中。新药注册申请于2023年9月获国家药监局审评受理

资料来源：CDE，各公司公告，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——光电项目篇

- 从市场规模角度看**，据头豹研究院数据，2019年我国光电类医美市场规模已经达到215.01亿元，2020年受疫情影响收缩至191.72亿元，预计2025年将增长至501.59亿元，2021年至2025年的CAGR为13.43%。**从项目需求看**，光电类项目占比上行，光子嫩肤为2022年最热门需求。光电项目因损伤小，恢复快等特点，在国内市场占比上行，22年非手术市场占比为53.3%。此外，据艾媒咨询统计，2022年中国光电类医美消费中光子嫩肤占61.6%，远高于排名第二的热玛吉。**国内市场，激光类及脉冲类项目主要市场份额由海外企业占领，但国内企业或通过收购或凭借高性价比优势占领一定市场；射频类则主要由海外企业占领市场，但国内企业在加速布局中；建议关注布局光电市场的国内标的复锐医疗科技、华东医药、昊海生科、普门科技。**
- 从品牌布局看，国产品牌多样化战略下加速市场布局。**在以光子嫩肤为代表的强脉冲光领域中，外资品牌科医人的M22接受度最高，同时国产品牌奇致皇后凭借低价优势占据一定市场；在射频领域中，截至2022年10月，通过药监局认证的射频类医美器械共24款，国内自主研发的品牌共计6款，但18款进口设备中，飞顿等5款产品的研发公司已被中国收购，拉动中资份额呈现上行。**从公司布局看**，11月8日，爱美客与Jeisys签署了《经销协议》，Jeisys公司授权其负责其旗下Density和LinearZ医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含中国香港、中国澳门、中国台湾）的推广、分销、销售和相关服务，为中国内地独家经销商。其中，LinearZ为超声皮肤医美设备，可根据治疗区域和皮肤结构选择深度，达到皮肤年轻化的治疗效果；Density为射频皮肤医美设备，将6.78MHz单极高频率深入传递至皮肤层，到达皮下脂肪层和筋膜层，通过对皮肤层产生热量并帮助凝固皮肤来实现提升效果。
- 从政策端看**，根据国家药监局最新发布的监管政策，自2024年4月1日起，对于涉及抗衰老、祛斑等功能的射频、超声类光电项目，按规定申请并获得三类证书后才能进行市场推广与运营，但对于用于促进皮肤精华渗透和保湿类的项目无需获批。这一政策调整表明，在严格监管的同时，也存在一定的灵活性，允许家用美容仪及补水保湿类产品无需三类证书即可销售。

图表：2022年国内光电市场项目消费情况

序号	光电项目	消费占比	序号	光电项目	消费占比
非手术医美市场结构			光电类项目：53.3%		
			注射类项目：46.7%		
1	光子嫩肤	61.6%	6	皮秒	20.7%
2	热玛吉	39.7%	7	铥激光	16.6%
3	激光脱毛	29.9%	8	冷冻溶脂	16.5%
4	热拉提	23.9%	9	Fotona 4D	7.3%
5	点阵激光	22.3%	10	其他	0.1%

资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院，NMPA认证器械截至2022年10月

图表：2022年我国强脉冲光设备和射频设备厂商国产情况

强脉冲光类		市场份额	射频类	NMPA认证器械占比*
中资品牌	飞顿、奇致激光、深圳GSD	33%	飞顿、半岛医疗、长沙德技、武汉中科料理、武汉光焱、北京天鼎康、湖南热芙美	46%
外资品牌	科医人、赛诺龙、赛诺秀	67%	索塔医疗、盈美特	54%

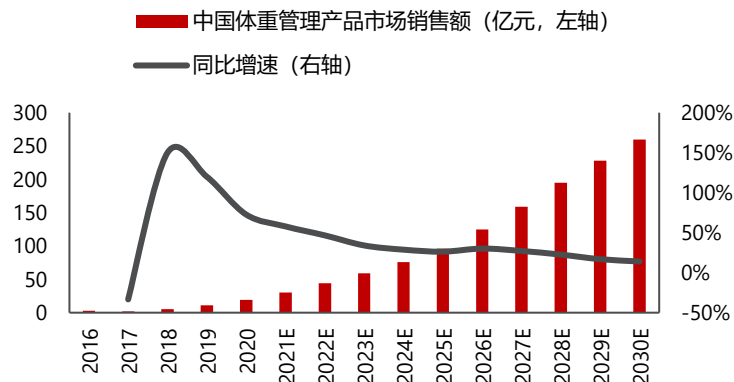
资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院，NMPA认证器械截至2022年10月

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——减重项目篇

- 中国肥胖人群数量不容小觑，肥胖症致使多样健康问题出现，当下实验表明GLP-1受体激动剂安全有效，各企业加速布局。据医药魔方，预计2030年国内成年肥胖人群1.12亿、儿童0.61亿，人群基数较大，而糖尿病、高血脂等慢性病发病率与肥胖呈正相关，肥胖问题亟待解决。据弗若斯特沙利文，我国体重管理市场规模已由2016年的3亿元增长至2020年的19亿元，随着肥胖人口增加和体重管理医生增强以及新型体重管理方案出现，预计2025年市场规模有望达到96亿元，2030年规模有望达到260亿元。

图表：中国体重管理产品市场销售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

图表：体重管理项目研发进展

药物类型	药品名称	研发机构	研发阶段 (美国)	研发阶段 (中国)	上市适应症、III期临床适应症
短效GLP-1R 激动剂	艾塞那肽	AZ	上市 (2005-04-28)	上市 (2009-04-08)	获批: II型糖尿病
	利拉鲁肽	诺和诺德	上市 (2010-01-25) ; 减肥 (2014-12-23)	上市 (2011-01-17)	获批: II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖
	司司那肽	赛诺菲	上市 (2016-07-27)	上市 (2017-09-29)	获批: II型糖尿病
	贝那鲁肽	仁会生物	--	上市 (2016-12-19)	获批: II型糖尿病
	利拉鲁肽	华东医药	--	NMPA上市申报 (2022-7-14)	获批: 糖尿病 (2023年3月)、肥胖或超重适应症 (2023年6月)
口服GLP-1R (肽类)	利拉鲁肽	爱美客	--	一期临床完成 (2021-10-15)	获批: II型糖尿病; III期: 阿尔茨海默病、肥胖;
	口服司美格鲁肽	诺和诺德	上市 (2019-09-20)	NDA (2022-05-27)	
	艾塞那肽微球	AZ	上市 (2012-01-27)	--	获批: II型糖尿病
长效GLP-1R 激动剂	阿必鲁肽	GSK	上市 (2014-04-15)	--	获批: II型糖尿病
	度拉糖肽	礼来	上市 (2014-09-18)	上市 (2019-02-22)	获批: II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病;
	聚乙二醇洛塞那肽	豪森药业	--	上市 (2019-05-05)	获批: II型糖尿病
	司美格鲁肽	诺和诺德	上市 (2017-12-05) 减肥 (2021-06-04)	上市 (2021-04-27) 减肥: 2022-08-26 III期完成	获批: II型糖尿病、肥胖; III期: NASH、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病;
长效GLP-1R/GIPR激动剂	替尔泊肽	礼来	上市 (2022-05-13)	上市 (2024-05-21)	获批: II型糖尿病; III期: 肥胖、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病;

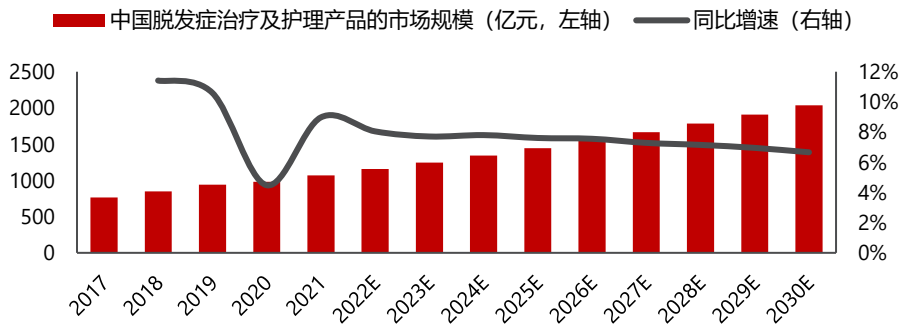
资料来源：医药魔方，各公司公告，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——毛发健康篇

- **市场规模：**据弗若斯特沙利文，2017-2021年，中国脱发症治疗及护理产品的市场规模复合增速为8.8%，预计21-25年复合增速为7.8%。
- **雄激素性脱发：**雄激素性脱发是脱发的一种常见形式，目前点典型治疗包括药物治疗及植发。目前非那雄胺（口服）及米诺地尔（外药）已在中国获批用于治疗男性激素性脱发，而外用药物引起副作用的风险较低而更容易被患者接受。

图表：中国脱发症治疗及护理产品的市场规模及同比增速



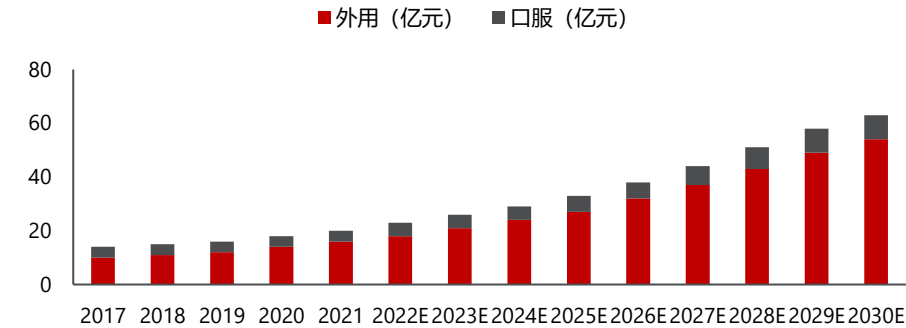
资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

图表：雄激素性脱发的治疗模式

雄激素性脱发的治疗模式	引入及批准药物	安全性	治疗效果
治疗雄激素性脱发的外用药物	外用药物被广泛用于治疗非遗传性脱发。米诺地尔已被FDA和国家药监局批准用于治疗雄激素性脱发	头皮刺激 (22%)、多毛症 (22%)、溃瘍 (11%) 等	每平方厘米头发数量增加：治疗24周后10.7根/平方厘米，治疗48周后14.6根/平方厘米
治疗雄激素性脱发的口服药物	口服药物是雄激素性脱发的一种典型治疗方法。其中一种广泛使用的口服药是非那雄胺，已被FDA和国家药监局批准用于雄激素性脱发。非那雄胺通过抑制睾酮转化为二氢睾酮起作用	头皮刺激 (15%)、多毛症 (3%) 等	每平方厘米头发数量增加：治疗24周后30.0根/平方厘米，治疗48周后40.7根/平方厘米
雄激素性脱发的植发	植发虽然不能真正治疗雄激素性脱发，但却是缓解脱发的有效方法。方法是将正常毛囊组织移植到脱发部位，并保持其活性	术后头皮肿胀 (70%)、术后暂时性脱发 (43%)、术后需要双氯芬酸注射的疼痛 (35%) 等	患者评价 (植发术后1年) 效果很好 (86.2%)，满意 (11.9%)，效果差 (2.0%)。

资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

图表：中国雄激素性脱发获批药物的市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

6.2 行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——毛发健康篇

- **中国用于雄激素性脱发的获批药物的竞争格局：**目前我国用于雄激素性脱发的获批药物仅米诺地尔（外用）、非那雄胺（口服）、环丙孕酮（口服）。
- **中国正进行临床试验的雄激素性脱发药物的竞争格局：**据科笛集团公告，治疗雄激素性脱发产品CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）已在中国香港提交新药上市申请；治疗雄激素性脱发产品CU-40101（外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂）在中国进行的I期临床试验达到主要终点。

图表：中国用于雄激素性脱发的获批药物的竞争格局

药物	剂型	给药途径	RLD持有人/首家获批准公司	适应症	首次获批准日期	非处方药/处方药	产品数量(仿制药/总计)	每个疗程费用(人民币元)	国家医疗保险
米诺地尔	喷雾	外用	京卫药业	雄激素性脱发	2011年1月	处方药	1/1	1242	否
	凝胶	外用	博士伦	雄激素性脱发	2005年1月	非处方药	1/1	1368	否
	搽剂	外用	振东安欣	雄激素性脱发	2002年1月	非处方药	2/2	709	否
	酊剂	外用	万晟药业	雄激素性脱发	2001年1月	非处方药及处方药	2/2	680	否
非那雄胺	片剂	口服	默沙东	男性雄激素性脱发	2004年1月	处方药	7/8	961	是
环丙孕酮	片剂	口服	拜耳	女性重度雄激素性脱发	1990年12月	处方药	2/2	1975	是

资料来源：国家药监局，弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院（截至2023年3月4日）

图表：中国正进行临床试验的雄激素性脱发药物的竞争格局

药物	公司	活性成分	适应症	剂型	给药途径	阶段	首次发布日期	药物类型
米诺地尔溶液	江苏晨牌邦德	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年12月	仿制药
米诺地尔溶液	甘肃西峰	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年10月	仿制药
米诺地尔溶液	浙江鼎泰	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年9月	仿制药
米诺地尔溶液	安徽先锋	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年8月	仿制药
米诺地尔溶液	中山万汉	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年7月	仿制药
米诺地尔溶液	Zhejiang Vanguard	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年6月	仿制药
米诺地尔溶液	Tianjin Chenguang	米诺地尔	雄激素性脱发	外用溶液	外用	ANDA	2022年6月	仿制药
米诺地尔搽剂	浙江赛默	米诺地尔	雄激素性脱发	搽剂	外用	ANDA	2022年3月	仿制药
米诺地尔酊剂	江苏康缘	米诺地尔	雄激素性脱发	酊剂	外用	ANDA	2021年3月	仿制药
KX-826	开拓/开禧 (Koshine)	福润他恩 (小分子AR拮抗剂)	雄激素性脱发	酊剂/凝胶	外用	III期	2021年11月	新药
CU-40102	科笛	非那雄胺 (5-alpha还原酶抑制剂)	雄激素性脱发	喷雾	外用	III期	2021年10月	新药
CU-40101	科笛	甲状腺激素受体激动剂	雄激素性脱发	搽剂	外用	I期	2022年4月	新药
GT20029	开拓	外用AR-PROTAC	雄激素性脱发寻常痤疮	酊剂/凝胶	外用	I期	2021年6月	新药
CU-40104	科笛	度他雄胺 (5-alpha还原酶抑制剂)	雄激素性脱发	外用制剂	外用	临床前	不适用	新药

资料来源：药品评审中心 (CDE)，弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，公司公告，民生证券研究院

6.2 行情展望—盈利预测与估值分析

- 锦波生物**：重组胶原蛋白注射产品具备先发优势，薇旖美4mg进入快速铺货期、薇旖美10mg进入机构推广期，今年重点对于薇旖美4mg进行渠道深耕，以及通过梯媒等方式扩展人群渗透，但需考虑胶原蛋白市场其他竞品研发进展，行业竞争格局改变变化的风险。
- 昊海生科**：公司三代玻尿酸产品差异化布局，海魅进入快速推广的放量期，关注第四代玻尿酸产品的上市进展，仍需考虑新品推广不及预期、终端需求不及预期等风险。
- 爱美客**：再生材料产品如生天使于23年7月末发布，兼具填充与紧致效果，产品优势突出，对医生的手法要求更低，与濡白天使联合销售，再生材料的终端推广有望实现更快的放量速度，拉动公司快速成长；仍需关注嗨体增速放缓、再生材料推广进展不及预期等风险。
- 江苏吴中**：具有深厚药企基因，发力布局医美业务，有望在高成长赛道拉动整体利润上行。24年下半年重点关注再生材料AestheFill艾塑菲的推广情况，重组胶原蛋白领域布局进展，以及其他医美管线储备情况，但需关注产品研发进展不及预期、新品推广不及预期的风险。
- 风险提示**：终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

图表：医疗美容个股盈利预测与估值分析

代码	简称	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	当前市值 (亿元)	评级
		收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (倍)				
300896.SZ	爱美客	28.69	39.49	53.27	18.58	25.23	34.01	22	17	13	562	推荐
832982.BJ	锦波生物	7.80	13.10	18.05	3.00	4.82	6.88	35	23	16	143	推荐
688366.SH	昊海生科	26.54	32.62	39.87	4.16	5.34	6.65	37	29	23	154	推荐
000963.SZ	华东医药*	406.24	449.80	492.77	28.39	33.83	39.46	19	16	14	543	-
002612.SZ	朗姿股份	51.45	59.93	68.33	2.25	3.09	3.80	30	22	18	68	推荐
2373.HK	美丽田园医疗健康	21.45	26.91	33.46	2.16	2.75	3.48	16	12	10	27	推荐
600200.SH	江苏吴中	22.40	28.14	33.44	-0.72	1.37	2.53	-	52	27	70	谨慎推荐

资料来源：公司公告，iFind，wind，民生证券研究院预测（其中，华东医药采用wind一致预期；市值对应日期为2024年6月14日；1HKD=0.93RMB）

07. 零售板块投资建议

零售板块投资建议

- 跨境电商:** 24年欧美需求有望在通胀回落及补库周期开启背景下有所改善,“一带一路”市场在国家政策的支持下有望进一步扩大规模。细分行业关注性价比出海的相关标的,以及建设独立站、发展流量分配能力的标的,推荐小商品城、乐歌股份、华凯易佰、赛维时代,建议关注焦点科技、吉宏股份、安克创新。
- 百货商超零售:** 随获客成本增加等,线上红利逐步消退,线下渠道有望迎来发展新机遇。关注区域性零售企业传统业态的修复,以及多业态的协同发展和新业态拓展的标的。细分行业关注布局折扣零售的相关标的,推荐重庆百货、名创优品、丽尚国潮,建议关注家家悦。
- 专业零售:** 国内近视防控市场需求空间大、渗透率低,离焦产品在青少年近视防控方面具有突出比较优势,未来成长空间广阔,龙头品牌加速布局离焦业务产品持续抢占市场份额,推荐国产镜片龙头明月镜片及眼镜零售龙头博士眼镜。生育政策持续出台助推出生率边际改善,消费提质升级驱动母婴市场持续增长,供给端加速出清利好龙头加速夺取市场份额,推荐专业母婴零售龙头孩子王。
- 黄金珠宝:** 行业层面关注国际金价走势,或存在阶段性回调,但长期看好金价上行趋势;个股层面,关注渠道拓展速度及同店销售增长情况、订货会情况、产品设计与创新能力等,关注金价上行趋势受益标的,推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、周大福、中国黄金、曼卡龙。
- 医美:** 消费能力承压下,关注受影响小的消费类型。基础滋养如水光针等消费粘性高且受益于合规化趋势,市场份额有望不断提升;再生材料下,胶原蛋白、玻尿酸受影响较小,重点关注再生类材料推广、重组胶原蛋白与重组肉毒的产品布局进展,推荐锦波生物、爱美客、昊海生科、江苏吴中、朗姿股份、美丽田园。
- 化妆品:** 国内美妆行业弱复苏,国货品牌持续发力产品、渠道、品牌建设,积极挖掘合成生物、婴童护理、头皮护理等新赛道机会,头部国货加速崛起,重点关注各品牌新材料布局进度及产品推新情况,推荐巨子生物、水羊股份、珀莱雅、润本股份、福瑞达、上美股份。
- 风险提示:** 终端需求不及预期,新品推广不及预期,竞争格局恶化等。

图表: 盈利预测与估值分析

板块	证券代码	证券简称	总市值 (亿元/亿港元)	收盘价 (元/港元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE			评级
					23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	
跨境电商	300592.SZ	华凯易佰	52.87	13.06	65.18	83.89	101.89	3.32	4.49	5.60	1.23	1.11	1.38	11	12	9	推荐
	600415.SH	小商品城	444.78	8.11	113.00	140.80	171.44	26.76	27.56	31.46	0.49	0.50	0.57	17	16	14	推荐
	600729.SH	重庆百货	114.84	25.73	189.85	199.53	209.35	13.15	14.46	15.98	3.32	3.23	3.57	8	8	7	推荐
专业零售	9896.HK	名创优品	506.86	40.25	114.73	157.87	195.54	17.69	26.23	33.07	1.40	2.08	2.63	27	18	14	推荐
	301101.SZ	明月镜片	47.11	23.38	7.49	8.95	10.61	1.58	1.85	2.20	0.78	0.92	1.09	30	25	21	推荐
	300622.SZ	博士眼镜	23.46	13.46	11.76	13.81	15.92	1.28	1.55	1.86	0.74	0.89	1.07	18	15	13	推荐
	301078.SZ	孩子王	61.70	5.56	87.53	104.72	117.65	1.05	2.50	3.52	0.10	0.23	0.32	56	24	17	推荐
黄金珠宝	600612.SH	老凤祥	273.42	68.53	714.36	824.42	932.41	22.14	26.29	30.35	4.23	5.02	5.80	16	14	12	推荐
	002867.SZ	周大生	169.65	15.48	162.90	198.27	226.13	13.16	14.89	16.77	1.21	1.36	1.53	13	11	10	推荐
	002345.SZ	潮宏基	46.56	5.24	59.00	71.26	83.57	3.33	4.50	5.33	0.38	0.51	0.60	14	10	9	推荐
	605599.SH	菜百股份	101.66	13.07	165.52	210.32	248.30	7.07	8.21	9.26	0.91	1.06	1.19	14	12	11	推荐
	600916.SH	中国黄金	170.86	10.17	563.64	649.73	721.91	9.73	11.94	13.88	0.58	0.71	0.83	18	14	12	推荐
医美	300945.SZ	曼卡龙	24.13	9.21	19.23	24.67	31.23	0.80	1.00	1.23	0.35	0.38	0.47	26	24	20	推荐
	688366.SH	昊海生科	135.60	91.39	26.54	32.62	39.87	4.16	5.34	6.65	2.44	3.16	3.94	37	29	23	推荐
	832982.BJ	锦波生物	143.32	161.92	7.80	13.10	18.05	3.00	4.82	6.88	4.64	7.08	10.10	35	23	16	推荐
	300896.SZ	爱美客	562.20	185.89	28.69	39.49	53.27	18.58	25.23	34.01	8.60	8.34	11.24	22	22	17	推荐
	002612.SZ	朗姿股份	68.00	15.37	51.45	59.93	68.33	2.25	3.09	3.80	0.51	0.70	0.86	30	22	18	推荐
	600200.SH	江苏吴中	69.95	9.82	22.40	28.14	33.44	-0.72	1.37	2.53	(0.10)	0.19	0.36	-	52	27	谨慎推荐
	2373.HK	美丽田园医疗健康	36.50	15.48	21.45	26.91	33.46	2.16	2.75	3.48	0.91	1.17	1.48	16	12	10	推荐
化妆品	2367.HK	巨子生物	493.03	47.95	35.24	45.83	57.79	14.52	17.23	22.04	1.46	1.73	2.22	31	26	20	推荐
	600223.SH	福瑞达	78.48	7.72	45.79	48.09	59.90	3.03	4.02	5.03	0.30	0.40	0.50	26	19	15	推荐
	603605.SH	珀莱雅	428.97	108.12	89.05	111.85	135.29	11.94	15.15	18.77	3.01	3.82	4.73	36	28	23	推荐
	300856.SZ	科思股份	119.59	35.31	24.00	33.20	42.40	7.34	9.56	11.63	4.33	2.82	3.44	8	13	10	推荐

资料来源: wind, 民生证券研究院预测; (收盘价为2024年6月14日, 当日汇率收盘价1HKD=0.93RMB)

08. 风险提示

8

风险提示

- 1) 终端需求不及预期：若终端需求不及预期，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) 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。
- 3) 竞争格局恶化：化妆品、黄金珠宝等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。

THANKS 致谢



分析师 刘文正
执业证号: S0100521100009
邮箱: liuwenzheng@mszq.com



分析师 郑紫舟
执业证号: S0100522080003
邮箱: zhengzizhou@mszq.com



分析师 解慧新
执业证号: S0100522100001
邮箱: xiehuixin@mszq.com



研究助理 刘彦菁
执业证号: S0100122070036
邮箱: liuyanqing@mszq.com



研究助理 褚菁菁
执业编号: S0100123060038
邮箱: zhujingjing@mszq.com



研究助理 杨颖
执业编号: S0100123070030
邮箱: yangying@mszq.com

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19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

分析师声明:

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。	公司评级	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。