

国潮崛起趋势明显，优秀品牌突围

——2024 年中期商贸零售行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 06 月 24 日

投资要点:

➤ 行业回顾与展望:

回顾: 消费市场稳步恢复, 政府报告强调培育新的消费增长点。2024 年以来, 经济逐步修复, 消费市场总体呈现稳定恢复态势, 1-5 月社会消费品零售总额累计同比增速为+4.1%, 限额以上单位金银珠宝/化妆品类商品零售额分别累计同比+0.9%/+5.4%。政策方面, 2024 年政府工作报告对促进消费的工作目标更加积极, 强调培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货潮品等新的消费增长点, 利好在国货品牌崛起领域表现突出的美妆、黄金珠宝等消费行业。

➤ 国潮崛起背景主线下的细分行业推荐:

化妆品: 国潮崛起趋势明显, 优秀国货品牌突围

短期来看, 近月化妆品社零数据出现波动, 618 期间, 美妆销售额 (淘系、抖音、京东、快手合并) 同比+6.6%, 部分国货品牌表现亮眼, 国潮崛起趋势明显。护肤榜单中, 珀莱雅、韩束 GMV 同比涨幅喜人; 彩妆榜单中, 天猫 Top10 国货品牌数占比 40%, 抖音 Top10 国货品牌数占比 50%。**中长期来看,** 产品方面, 部分国货美妆企业提升研发投入, 注重基础研究, 凭借出众的产品力脱颖而出, 成功捕捉当前追求性价比和产品质量的消费者客群, 即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。政策方面, 化妆品法律法规密集发布, 监管趋严, 行业洗牌加速利好合规龙头企业。品牌方面, 消费者尤其是 Z 世代对于国货美妆品牌的接受度提高, 国货品牌有望抢夺国外品牌的份额, 实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

黄金珠宝: 短期金价高位抑制黄金首饰销量, 长期看好龙头市占率提升

黄金首饰具备“消费+投资”属性, 2024 年以来黄金价格一路向上, 不断创下历史新高。金价的快速上涨并在高位震荡抑制了黄金珠宝首饰的消费需求, 黄金首饰销量短期出现下滑。**中长期来看,** 以美元为首的世界货币体系信用降低, 同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距, 为分散风险, 全球新兴经济体央行有望持续购入黄金, 金价或将被继续推高。一旦金价上涨形成一致预期, 未来黄金珠宝的销量有望触底回升。此外, 随着近年来黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入, 黄金珠宝首饰在多场景的渗透率提升。而行业龙头企业周大福、老凤祥、周大生等在过去三年期间积极开拓品类, 并逆势开店抢占渠道, 实现龙头强者恒强。

风险因素: 宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、金价大幅波动风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

5 月社零同比+3.7%, 多数品类增速环比回升
4 月印度培育钻石毛坯进口额同比跌幅缩小, 进口端渗透率提升
一季度零售业业绩回落, 电商迎开门红

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾与展望：消费仍在恢复阶段，居民消费回归理性	4
1.1 回顾：2024 年国民经济稳步增长，消费市场持续恢复.....	4
1.2 政策：着力培育新的消费增长点，进一步激发消费潜能.....	5
1.3 综述：个股行情表现分化，黄金珠宝板块业绩亮眼.....	5
1.3.1 行情回顾.....	5
1.3.2 业绩回顾.....	7
2 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围	9
2.1 短期化妆品销售有所波动，未来美妆需求有望进一步释放.....	9
2.2 618 大促国潮崛起趋势明显，产品力优秀的国货品牌突围.....	10
2.3 国潮崛起，Z 世代对国货新锐美妆品牌接受度提高.....	13
2.4 政策趋严促使行业规范化，合规龙头受益.....	14
3 黄金珠宝：短期金价高位抑制黄金首饰销量，长期看好龙头市占率提升	16
3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制.....	16
3.2 品牌商加强产品设计，工艺提升吸引消费者“悦己”消费.....	18
3.3 龙头逆势开店，市场份额持续提升.....	19
4 投资建议	20
5 风险因素	20

图表 1： 全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比.....	4
图表 2： 社会消费品零售总额累计值及同比.....	4
图表 3： 限额以上单位金银珠宝、化妆品商品零售额累计同比.....	4
图表 4： 2024 年“两会”扩大内需计划节选.....	5
图表 5： 2023-2024 年政府工作报告对消费领域政策的对比.....	5
图表 6： 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%).....	6
图表 7： 化妆品、黄金珠宝板块重点个股区间涨跌幅(%).....	6
图表 8： 2023 及 2024Q1 珠宝行业重点个股营收、归母净利润及同比增速情况.....	7
图表 9： 珠宝行业重点个股 2024 及 2025 年一致预测的 EPS(元/股)及对应 PE(倍)	7
图表 10： 2023 年及 2024Q1 化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况.....	8
图表 11： 化妆品个股 2024 及 2025 年一致预测的 EPS(元/股)及对应 PE(倍) ..	8
图表 12： 中国化妆品市场规模及同比增速.....	9
图表 13： 限额以上企业化妆品零售额及同比增速.....	9
图表 14： 2020 年本土美妆消费年龄分布.....	10
图表 15： 城镇 16-24 岁人口失业率攀升(%).....	10
图表 16： 618 天猫美容护理类目和彩妆类目品牌榜.....	10
图表 17： 抖音 618 美容护肤类目和彩妆类目 TOP10 榜单.....	11
图表 18： 2016 年-2023H1 主要化妆品公司研发费用率.....	11
图表 19： 功能性护肤品重点品牌科技成分.....	12
图表 20： 中国化妆品市场 TOP20 品牌份额(单位：%).....	13
图表 21： 抖音上不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好.....	14
图表 22： 化妆品行业法规密集发布.....	15
图表 23： 伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求.....	17
图表 24： 全球黄金总需求结构分布.....	17

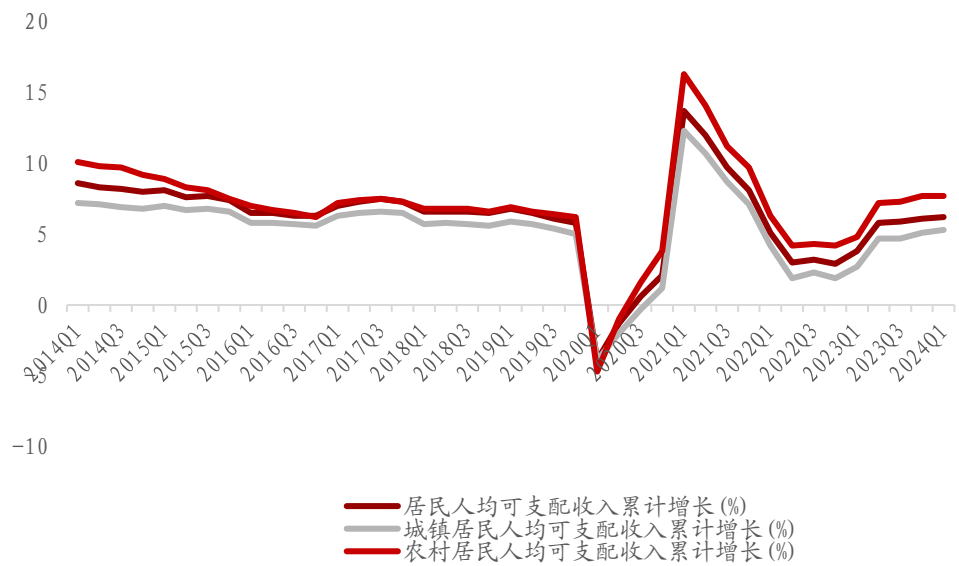
图表 25: 部分新兴经济体增持黄金情况.....	17
图表 26: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速.....	18
图表 27: 各类黄金消费情况.....	18
图表 28: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品.....	18
图表 29: 2017-2023 年行业龙头门店数量对比 (家).....	19
图表 30: 2017-2023 年行业龙头门店净增加情况 (家).....	19
图表 31: 部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况 (%).....	19

1 行业回顾与展望：消费仍在恢复阶段，居民消费回归理性

1.1 回顾：2024 年国民经济稳步增长，消费市场持续恢复

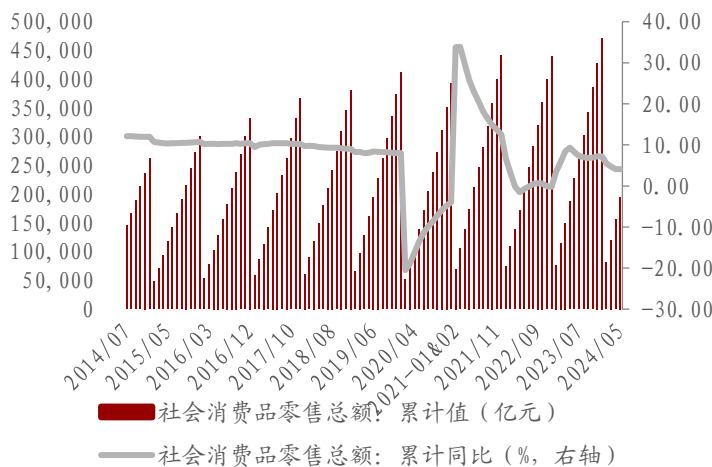
整体：国民经济稳步增长，24Q1居民可支配收入同比增长6.2%。2024年以来，经济逐步修复，消费市场总体呈现稳定恢复态势。从统计局数据来看，2024Q1，居民人均可支配收入同比+6.2%，其中，城镇居民人均可支配收入同比+5.3%，农村居民人均可支配收入同比+7.7%，居民人均可支配收入增速恢复至疫情前水平。**社零数据方面**，2024年1-5月社会消费品零售总额累计同比增速为+4.1%，限额以上单位金银珠宝/化妆品类商品零售额分别累计同比+0.9%/+5.4%。

图表1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比



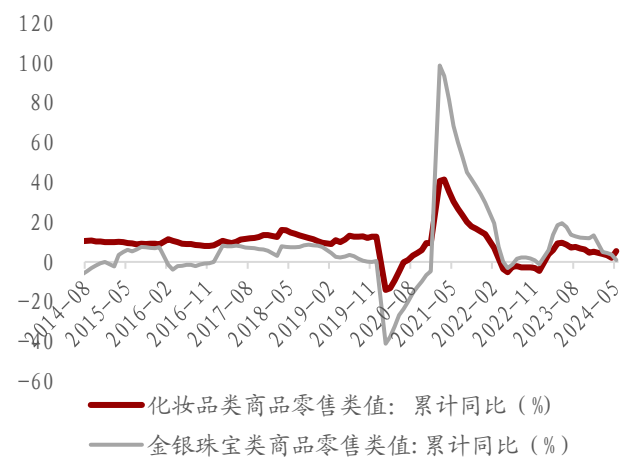
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表2：社会消费品零售总额累计值及同比



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表3：限额以上单位金银珠宝、化妆品商品零售额累计同比



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

1.2 政策：着力培育新的消费增长点，进一步激发消费潜能

2024年“两会”将进一步扩大国内需求，推动生活服务消费恢复。2024年3月4日-11日，十四届全国人大二次会议及全国政协十四届二次会议召开，会议指出，过去一年，国际环境变乱交织，地缘政治冲突加剧，外部变化对我国不利影响持续加大；国内周期性和结构性矛盾叠加，多地遭受洪涝等严重自然灾害，经济工作的复杂性挑战性多年少有。面对异常复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，我国仍圆满完成2023年经济社会发展主要预期目标。2024年经济发展要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，更好统筹消费和投资，增强对经济增长的拉动作用。随着各项促消费政策举措的落实，我国消费市场有望维持稳定恢复态势，居民消费信心将进一步提升，消费潜能逐步释放。

图表4：2024年“两会”扩大内需计划节选

2024年“两会”扩大内需计划节选	
着力扩大国内需求，综合施策释放消费潜力	挖掘潜力：激发有潜能的消费 释放动能：扩大有效益的投资
	1) 围绕新型消费继续发力；2) 提振大宗消费；3) 推动服务消费扩容提质。 1) 发挥好政府投资带动放大效应；2) 鼓励和支持扩大民间投资；3) 进一步提高投资效益；

资料来源：中国人民政府网、万联证券研究所

2024年政府工作报告目标更加积极，着力培育新的消费增长点。2024年政府工作报告对促进消费的工作目标更加积极，强调培育新的消费增长点。对于促进消费的领域，2024年报告提到“积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货潮品等新的消费增长点”，较2023年的报告在保留文旅、餐饮行业的同时，增加了智能家居、国货“潮品”消费领域。近年来在众多消费领域，国产品牌崛起并逐步替代进口品牌的趋势愈加明显，2024年政府工作报告首提国货“潮品”概念，相对于过去“国货品牌”突出了“潮”的特性，传达出文化和时尚属性，体现出国货品牌的进一步升级，利好在国货品牌崛起领域表现突出的美妆、黄金珠宝等消费行业。

图表5：2023-2024年政府工作报告对消费领域政策的对比

	2024年	2023年
工作目标排位	第三位	第一位
工作目标内容	着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。	着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。
涉及消费领域	积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。	稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。

资料来源：中国政府网、万联证券研究所

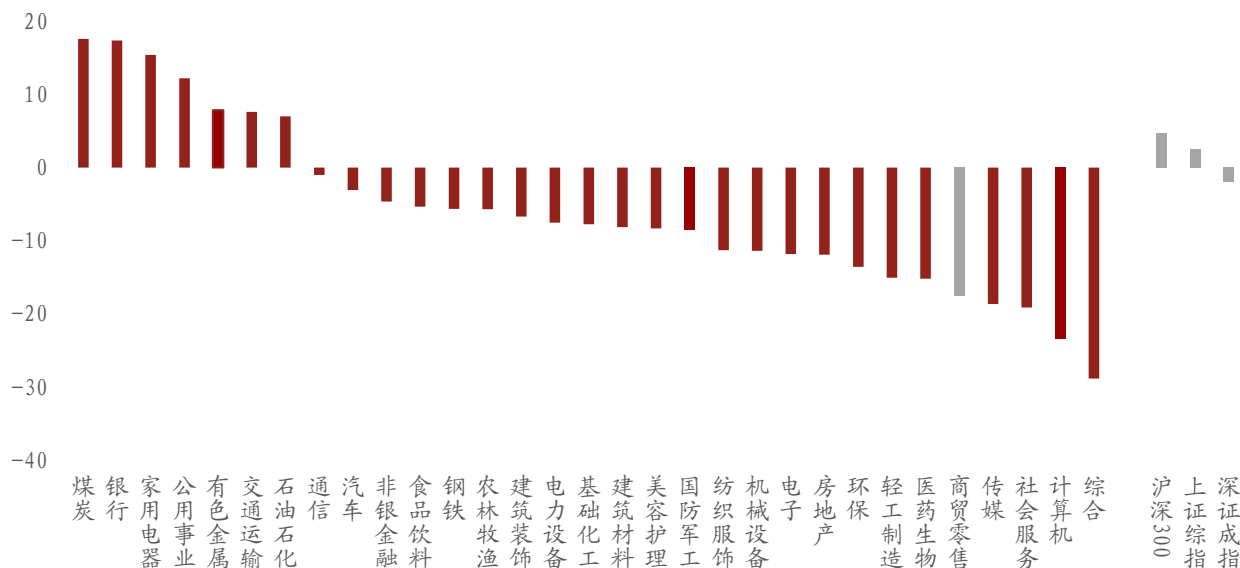
1.3 综述：个股行情表现分化，黄金珠宝板块业绩亮眼

1.3.1 行情回顾

2024年1月1日至6月6日1个申万一级行业涨跌不一，其中，煤炭(+17.59%)、银行(+17.37%)、家用电器(+15.37%)、公用事业(+12.20%)、有色金属(+7.83%)等行业领涨。商贸零售行业表现不佳，累计下跌17.51%，跑输沪深300指数22.20个pct，

位列第27名。**重点细分板块方面**，化妆品板块下跌3.51%，跑输沪深300指数8.21个pct，黄金珠宝板块下跌8.72%，跑输沪深300指数13.41个pct。**重点个股方面**，化妆品板块中，芭薇股份表现亮眼，涨幅为95.49%，其次，科思股份/丸美股份/珀莱雅分别上涨26.67%/18.48%/12.17%；黄金珠宝板块中，中国黄金领涨，涨幅为11.25%，周大生/老凤祥分别上涨7.77%/4.57%。

图表6: 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源: iFind、万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2024年1月1日至6月6日; (2) 股价涨跌幅使用前复权(分红再投)计算。

图表7: 化妆品、黄金珠宝板块重点个股区间涨跌幅(%)

区间涨跌幅 (2024年初至2024/6/6)			
板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅
化妆品	-3.51	黄金珠宝	-8.72
芭薇股份	95.49	中国黄金	11.25
科思股份	26.67	周大生	7.77
丸美股份	18.48	老凤祥	4.57
珀莱雅	12.17	菜百股份	-3.34
水羊股份	-0.12	谢瑞麟	-8.89
逸仙电商	-8.74	周生生	-9.27
上海家化	-8.83	豫园股份	-9.34
华熙生物	-14.58	六福集团	-14.40
敷尔佳	-16.17	周大福	-17.30
福瑞达	-21.81	潮宏基	-18.22
贝泰妮	-22.39	莱绅通灵	-30.69
若羽臣	-26.51	迪阿股份	-31.16
拉芳家化	-29.22		
青松股份	-31.23		
壹网壹创	-33.66		
丽人丽妆	-43.52		

资料来源: iFind、万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2024年1月1日至6月6日; (2) 我们根据上市公司的主营业务情况, 选取以上化妆品公司和黄金珠宝公司分别划分为化妆品板块、黄金珠宝板块; (3) 板块涨跌幅计算公式为: $(\sum \text{个股涨跌幅} * \text{个股流通市值}) / (\sum \text{个股流通市值})$ 。

1.3.2 业绩回顾

➤ 黄金珠宝：板块重点公司24Q1表现分化，对应估值较低

黄金珠宝部分龙头营收持续增长。2024Q1，曼卡龙、周大生、潮宏基、中国黄金、豫园股份、老凤祥营收分别同比增长45.1%/23.0%/17.9%/13.1%/12.6%/4.4%，其中，曼卡龙营收同比+45.1%，居板块之首。萃华珠宝、曼卡龙、中国黄金、老凤祥、潮宏基归母净利润分别同比增长65.3%/21.1%/21.1%/12.0%/5.5%，其中，潮宏基、老凤祥、曼卡龙、中国黄金营收与归母净利润同比均增长。迪阿股份、莱绅通灵业绩承压，营收与归母净利润同比均下降。

图表8：2023及2024Q1珠宝行业重点个股营收、归母净利润及同比增速情况

	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
	2023	yoy (%)	24Q1	yoy (%)	2023	yoy (%)	24Q1	yoy (%)
002345.SZ 潮宏基	59.0	33.6	18.0	17.9	3.3	67.4	1.3	5.5
002867.SZ 周大生	162.9	46.5	50.7	23.0	13.2	20.7	3.4	-6.6
301177.SZ 迪阿股份	21.8	-40.8	4.3	-39.5	0.7	-90.5	0.3	-70.8
600612.SH 老凤祥	714.4	13.4	256.3	4.4	22.1	30.2	8.0	12.0
600655.SH 豫园股份	581.5	15.8	172.2	12.6	20.2	-45.0	1.8	-43.5
300945.SZ 曼卡龙	19.2	19.4	5.0	45.1	0.8	47.5	0.3	21.1
600916.SH 中国黄金	563.6	19.6	182.5	13.1	9.7	27.2	3.6	21.1
603900.SH 莱绅通灵	7.3	-19.7	2.4	-3.1	-0.8	-99.2	-0.2	-218.6
002731.SZ 萃华珠宝	45.6	8.5	11.8	-34.0	1.7	266.8	0.6	65.3

资料来源：iFind、万联证券研究所

大部分公司估值较低。选取2024年6月6日收盘价以及同花顺一致预测的2024-2025年的EPS计算PE。2025年黄金珠宝板块个股的一致预测EPS对应的PE值均较低，迪阿股份、曼卡龙的PE分别为27/20倍，其余重点个股的PE均在7-20倍之间。

图表9：珠宝行业重点个股2024及2025年一致预测的EPS（元/股）及对应PE（倍）

	EPS		PE		收盘价（元）
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024/6/6
002345.SZ 潮宏基	0.48	0.57	11	9	5
002867.SZ 周大生	1.37	1.57	12	10	16
301177.SZ 迪阿股份	0.49	0.74	41	27	20
600612.SH 老凤祥	4.93	5.62	15	13	72
600655.SH 豫园股份	0.58	0.69	10	8	6
300945.SZ 曼卡龙	0.38	0.45	24	20	9
600916.SH 中国黄金	0.71	0.84	15	13	11
603900.SH 莱绅通灵	-	-	-	-	5
002731.SZ 萃华珠宝	-	-	-	-	9

资料来源：iFind、万联证券研究所

注：数据提取日期为2024年6月6日，EPS采用同花顺一致预测，PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

➤ 化妆品：部分重点公司24Q1业绩表现亮眼

原料板块：科思股份2024Q1营收同比+21.10%，归母净利润同比+37.16%。

代工板块：青松股份与嘉亨家化业绩承压。2024Q1，青松股份营业收入同比-4.26%，归母净利润同比+87.48%至-0.06亿元，亏损有所缩小。2024Q1，嘉亨家化实现营收/

归母净利润同比-5.43%/-153.52%，业绩下滑主因：1)产品结构变化导致毛利率下降；2)为满足湖州嘉亨投产需要、增强公司研发实力，管理费用、研发费用较上年同期增加。

代运营板块：若羽臣表现相对较好，2024Q1，若羽臣营业收入增速为+31.68%，归母净利润同比+86.40%。凯淳股份、丽人丽妆2024Q1营收同比增速为负增长，壹网壹创营收增长但归母净利润同比增速为负增长。

品牌板块：部分龙头企业例如贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、丸美股份的收入和利润均实现了亮眼增长。2024Q1，珀莱雅营收/归母净利润同比增长分别为+34.56%/+45.58%，主因线上渠道营收同比增长。丸美股份营收/归母净利润同比增长分别为+38.73%/+40.62%，主因主品牌丸美抖音快手类直播渠道同比增长较好。贝泰妮营收/归母净利率同比增长分别为+27.06%/+11.74%，主因：1)公司的产品和品牌知名度进一步提升，带动销售规模和销售收入增长；2)合并了于去年10月末公司成功收购的“姬芮(Za)”和“泊美(PURE&MILD)”两大品牌的销售收入。此外，华熙生物营收/归母净利润同比增长分别为+4.24%/+21.39%。福瑞达、上海家化、水羊股份营收有所下滑，营收分别同比-29.99%/-3.76%/-1.36%，归母净利润同比-54.35%/+11.18%/-23.25%。福瑞达营收同比下滑主因房地产业务剥离所致。

图表10: 2023年及2024Q1化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

			营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
			2023	yoy (%)	2024Q1	yoy (%)	2023	yoy (%)	2024Q1	yoy (%)
原料	300856.SZ	科思股份	24.00	35.99	7.12	21.10	7.34	89.02	2.20	37.16
	300132.SZ	青松股份	19.69	-32.49	3.80	-4.26	-0.68	90.79	-0.06	87.48
代工	300955.SZ	嘉亨家化	10.16	-3.41	2.03	-5.43	0.40	-42.39	-0.03	-153.52
	300792.SZ	壹网壹创	12.88	-16.31	2.82	1.22	1.08	-40.05	0.29	-31.29
代运营	605136.SH	丽人丽妆	27.62	-14.78	4.72	-23.11	0.30	121.19	-0.10	60.70
	301001.SZ	凯淳股份	6.38	-16.49	1.03	-27.08	0.07	218.67	0.02	42.65
	003010.SZ	若羽臣	13.66	12.25	3.72	31.68	0.54	60.93	0.13	86.40
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	55.22	10.14	10.97	27.06	7.57	-28.02	1.77	11.74
	603605.SH	珀莱雅	89.05	39.45	21.82	34.56	11.94	46.06	3.03	45.58
	688363.SH	华熙生物	60.76	-4.45	13.61	4.24	5.93	-38.97	2.43	21.39
	600315.SH	上海家化	65.98	-7.16	19.05	-3.76	5.00	5.93	2.56	11.18
	603983.SH	丸美股份	22.26	28.52	6.61	38.73	2.59	48.93	1.11	40.62
	300740.SZ	水羊股份	44.93	-4.86	10.32	-1.36	2.94	135.42	0.40	-23.25
	603630.SH	拉芳家化	8.60	-3.08	2.24	15.63	0.65	10.58	0.28	-23.21
	600223.SH	福瑞达	45.79	-64.65	8.91	-29.99	3.03	567.44	0.59	-54.35
	301371.SZ	敷尔佳	19.34	9.29	4.09	9.65	7.49	-11.56	1.52	-4.77

资料来源: iFind、万联证券研究所

估值水平表现分化。选取2024年6月6日收盘价以及同花顺一致预测的2024-2025年的EPS计算PE。2025年，化妆品重点个股一致预测对应的PE值差距较大，华熙生物、丸美股份、珀莱雅PE值较高，分别为27/25/24倍，嘉亨家化、科思股份PE较低，分别为8/6倍。

图表11: 化妆品个股2024及2025年一致预测的EPS (元/股)及PE

			EPS		PE		股价 (元)
			2024E	2025E	2024E	2025E	2024/6/6
原料	300856.SZ	科思股份	5.43	6.78	7	6	39

代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.09	1.61	12	8	13
	300132.SZ	青松股份	0.11	0.26	33	14	4
代运营	605136.SH	丽人丽妆	-	-	-	-	6
	003010.SZ	若羽臣	-	-	-	-	15
	300792.SZ	壹网壹创	0.63	0.68	25	23	16
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	16
品牌端	688363.SH	华熙生物	1.72	2.13	33	27	57
	300957.SZ	贝泰妮	2.56	3.16	21	17	53
	600315.SH	上海家化	0.91	1.07	21	18	19
	603605.SH	珀莱雅	3.83	4.70	29	24	112
	603630.SH	拉芳家化	0.50	0.58	22	19	11
	603983.SH	丸美股份	0.94	1.18	31	25	29
	300740.SZ	水羊股份	1.01	1.22	16	14	17
	600223.SH	福瑞达	0.36	0.46	21	16	8
	301371.SZ	敷尔佳	2.11	2.34	15	13	31

资料来源: iFinD、万联证券研究所

注: 数据提取日期为2024年6月6日, EPS采用同花顺一致预测, PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

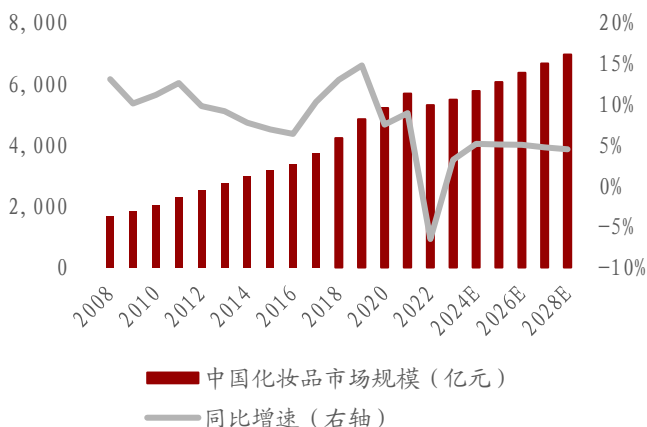
2 化妆品: 国潮崛起趋势明显, 优秀国货品牌突围

2.1 短期化妆品销售有所波动, 未来美妆需求有望进一步释放

短期美妆行业需求出现疲态, 化妆品销售有所波动。根据Euromonitor的数据, 2023年中国化妆品市场规模达到5479.81亿元, 同比+3.2%, 同比增速未能恢复至疫情前水平。2024年上半年化妆品需求端显现出疲态, 根据国家统计局的数据, 近月化妆品销售出现波动, 2024年1&2月/3月/4月/5月限额以上企业化妆品零售额分别同比+4.00%/+2.20%/-2.70%/+18.7%, 除5月外均跑输社零总额同比增速。

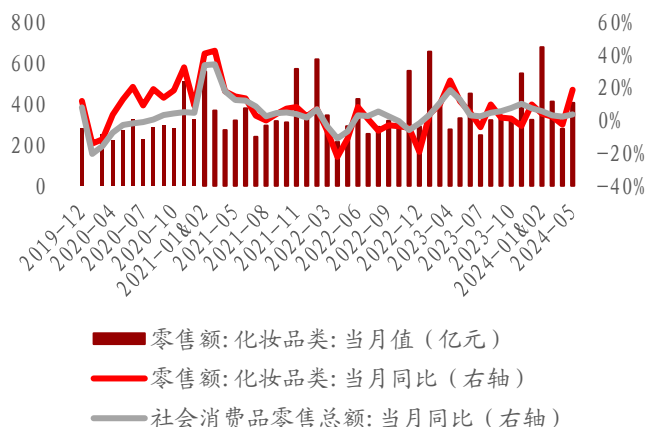
美妆客群多为年轻一代, 随着消费力的逐步修复, 未来国货美妆的消费需求有望进一步释放。根据艾瑞咨询的数据显示, 2020年本土美妆消费者中, 18-29岁的占比为55.6%, 年轻一代已成为美妆消费的重要力量。而国家统计局数据显示, 近几年来我国16-24岁城镇人失业率震荡上行, 2023年6月达到21.30%。在此背景下, 美妆重要客群的消费力受到影响, 造成该群体的美妆消费需求也受到了一定抑制。但预计随着未来经济的逐步修复, 年轻群体的消费力有望提升, 美妆需求将进一步释放。

图表12: 中国化妆品市场规模及同比增速



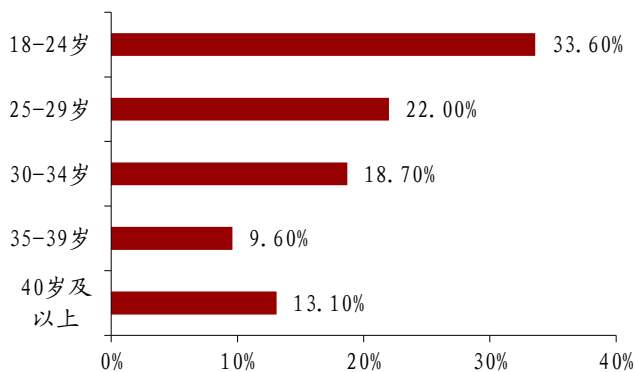
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表13: 限额以上企业化妆品零售额及同比增速



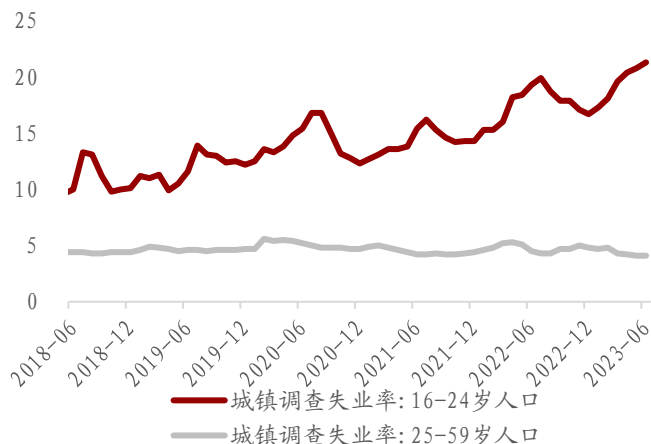
资料来源: 国家统计局、iFinD、万联证券研究所

图表14: 2020年本土美妆消费年龄分布



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

图表15: 城镇16-24岁人口失业率攀升(%)



资料来源: iFinD、国家统计局、万联证券研究所

2.2 618 大促国潮崛起趋势明显, 产品力优秀的国货品牌突围

线上: 618大促美妆成交额同比+6.6%, 优秀国货品牌突围。根据青眼情报的数据, 以淘系、抖音、京东、快手合并销售来看, 2024年618期间, 美容护肤和彩妆合计GMV同比+6.6%, 其中, 护肤同比+5.18%, 彩妆同比+12.08%。

分平台来看, 天猫618期间(5月20日-6月18日)美妆护肤类销售额同比+2%, 其中, Top10品牌总销售额同比+10.86%, 上榜门槛从去年的2.9亿元增加到3.02亿元, 头部品牌效应显著, 珀莱雅GMV位列榜首位, 同比+30.7%, 超越欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛等一众外资品牌; 可复美GMV同比+190.2%。成为护肤类Top10榜单中第二个入围的国货品牌。彩妆类目中, 国潮崛起的趋势更为明显, 彩棠(同比+62.2%)、花西子(同比-41.0%)、毛戈平(同比+75.6%)、卡姿兰(同比+55.0%)上榜天猫彩妆类目Top10。在彩妆类目榜单中, 头部品牌效应同样显著, Top10品牌总销售额同比+7%, 上榜门槛亦有所提高。

图表16: 618天猫美容护理类目和彩妆类目品牌榜

618天猫护肤类目品牌榜				618天猫彩妆类目品牌榜			
排名	品牌	销售额(亿元)	同比	排名	品牌	销售额(亿元)	同比
1	珀莱雅	10.14	30.7%	1	彩棠	1.70	62.2%
2	欧莱雅	8.72	-10.8%	2	肌肤之钥	1.39	53.0%
3	兰蔻	7.48	3.9%	3	圣罗兰	1.32	7.9%
4	雅诗兰黛	5.54	-15.8%	4	娜斯	1.19	-3.0%
5	可复美	4.88	190.2%	5	雅诗兰黛	1.09	21.1%
6	修丽可	4.69	19.7%	6	花西子	1.03	-41.0%
7	玉兰油	4.18	-23.9%	7	毛戈平	0.93	75.6%
8	海蓝之谜	3.47	16.4%	8	3CE	0.92	-15.5%
9	赫莲娜	3.27	-3.1%	9	卡姿兰	0.88	55.0%
10	肌肤之钥	3.02	150.4%	10	魅可	0.78	-37.8%

资料来源: 青眼情报、万联证券研究所

抖音平台方面，618期间（5月24日-6月18日）美容护肤类目GMV约为110-150亿元，相较2023年618期间略有增长；彩妆类目GMV约为35-45亿元，同比有所增长。护肤类Top10榜单中，韩束、珀莱雅分别位列第1和第2名，同比分别上升7名/5名，力压赫莲娜、雅诗兰黛、后等外资大牌；彩妆类目Top10榜单中，花西子蝉联第一，国货品牌方里新上榜，柏瑞美、卡姿兰、恋火均在榜单中。

图表17: 抖音618美容护肤类目的和彩妆类目的TOP10榜单

618抖音美容护肤类目品牌榜				618抖音彩妆类目品牌榜			
看美妆数据 用青眼情报				看美妆数据 用青眼情报			
排序	品牌	GMV (元)	同比	排序	品牌	GMV (元)	同比
1	韩束	1亿+	上升7名	1	花西子	1亿+	持平
2	珀莱雅	1亿+	上升5名	2	圣罗兰	1亿+	上升5名
3	赫莲娜	1亿+	下降2名	3	方里	7500万-1亿	新上榜
4	雅诗兰黛	1亿+	下降2名	4	柏瑞美	5000万-7500万	持平
5	后	1亿+	下降1名	5	AKF	5000万-7500万	下降2名
6	兰蔻	1亿+	下降1名	6	卡姿兰	5000万-7500万	持平
7	欧莱雅	1亿+	上升2名	7	橘朵	5000万-7500万	上升8名
8	可复美	1亿+	上升4名	8	恋火	5000万-7500万	上升3名
9	海蓝之谜	1亿+	下降6名	9	纪梵希	2500万-5000万	上升9名
10	玉兰油	1亿+	持平	10	肌肤之钥	2500万-5000万	上升2名

资料来源: 青眼情报、万联证券研究所

尽管在需求端出现疲软的背景下，部分国货美妆公司仍然能取得优秀的市场表现，我们通过总结这些企业的发展经验，发现它们主要是从研发赋能产品、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率进行发力。

(1) 研发: 注重研发, 科技赋能产品。目前, 化妆品行业竞争激烈, 产品同质化严重, 不少美妆企业依靠研发赋能产品, 打造产品差异化。从研发费用率来看, 国内外美妆企业的研发费用率大体维持在3.0%-3.7%左右, 其中欧莱雅从2016-2023年维持研发费用率在3%左右, 位居国外美妆集团之首; 国内美妆企业加大研发的投入成本, 贝泰妮2023年的研发费用率为5.41%, 超越国外美妆企业的研发费用率。从研发团队与建设来看, 多家头部美妆集团注重研发团队的建设, 例如贝泰妮开设云南植物实验室, 开发多种云南特色植物功效, 2023年公司研发人员占总员工数的比例高达12.93%, 丸美股份的研发人员数量占比8.45%, 创建眼部肌肤研究中心(丸美5C中心), 并且聘请日本研发高管, 将日本护肤技术和中国女性护肤需求对接, 助力品牌发展。

图表18: 2016年-2023H1主要化妆品公司研发费用率

集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
欧莱雅	3.29%	3.37%	3.39%	3.30%	3.45%	3.19%	2.98%	3.13%
资生堂	2.15%	2.41%	2.66%	2.80%	2.93%	2.47%	2.50%	2.84%
爱茉莉	1.50%	1.55%	1.60%	1.57%	1.85%	1.98%	2.19%	2.59%
雅诗兰黛	1.70%	1.51%	1.32%	1.36%	1.60%	1.50%	1.73%	2.16%
贝泰妮	-	3.62%	3.71%	2.78%	2.41%	2.81%	5.08%	5.41%
丸美股份	2.05%	2.09%	2.15%	2.49%	%	2.83%	3.06%	2.80%
上海家化	2.34%	2.48%	2.09%	2.27%	2.05%	2.13%	2.25%	2.22%
珀莱雅	2.92%	2.29%	2.17%	2.39%	1.92%	1.65%	2.00%	1.95%









资料来源: Wind、iFinD、公司公告、万联证券研究所

(2) 产品：从消费者角度出发，打造产品差异化。互联网红利见顶，此前的渠道驱动出现疲软，以淘系为代表的传统电商平台销售额出现下滑，国内头部品牌商要想破局获取更多的流量，则要从产品切入，打造产品差异化。不同于以往的是，由于普通护肤品赛道竞争激烈，因此近年来不断有化妆品企业顺应消费者需求，提升研发投入，入局功效性护肤品赛道，例如抗衰、舒缓敏感肌、医美术后修复补水等，通过功效性护肤品的核心成分打造产品的差异化。据沙利文数据显示，中国功能性护肤品赛道近年来发展迅猛，2017-2021年市场规模从133亿元增长至308亿元，CAGR达到23.4%。功能性护肤品主要可分为以下三类：1) 皮肤学级：代表产品有薇诺娜的舒敏保湿特护霜、理肤泉和雅漾的补水喷雾等；2) 强功效性护肤品：代表产品有The ordinary的精华溶液、珀莱雅的双抗精华和红宝石精华、雅诗兰黛小棕瓶、丸美小红笔眼霜等；3) 医美级械字号产品：代表产品有创福康医用胶原蛋白敷料、敷尔佳的白膜和黑膜等。

(3) 战略：推行大单品战略，提高销量和复购率。国内化妆品龙头公司贝泰妮、珀莱雅积极推行大单品战略，通过产品的纵向迭代（产品不断升级）+横向拓展（核心成分向其他品类扩张）扩充大单品矩阵，从而提升产品的连带销售和复购率，有效地留存客群，并进一步强化品牌。另外，大单品多为眼霜、面霜、精华等高毛利品类，推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

图表19：功能性护肤品重点品牌科技成分

功效类型	品牌	产品	主要科技成分	功效	产品图示
皮肤学级护肤品	理肤泉	理肤泉补水喷雾	100%天然益生精粹温泉水	补水	
	雅漾	雅漾保湿喷雾	法国圣奥迪尔泉水	补水	
	薇诺娜	舒敏保湿特护霜	马齿苋精粹、多分子透明质酸钠、青刺果油、β-葡聚糖&牛油果树果脂、10%VC、20%果酸	舒敏、保湿	
		舒缓保湿特护精华液	青刺果 PRO、丹参根精粹、释迦果精粹、马齿苋精粹		
	玉泽	玉泽皮肤屏障修护保湿面霜	植物仿生脂质技术，四种植物油脂（牛油果树果脂、霍霍巴籽油、油橄榄果油、向日葵籽油）科学配比	修护、保湿	
	珀莱雅	红宝石精华 2.0	20%六胜肽-1 溶液+1%超分子维 A 醇	抗衰、保湿	
红宝石面霜 3.0		双环肽+5 重信号肽胶原助推器（水飞蓟素）重组III型人源化胶原蛋白			
源力精华 2.0		BMs-Tech Pro 肌源锁扣科技+Pro ECM 协同乳清蛋白+3 重神经酰胺质体+异槲皮素	抗衰、修复		
双抗精华 3.0		双抗成分 NOX-AGE; 抗氧：99.9%高浓麦角硫因 Max、EUK-134、LIPOCHROMAN molecule、虾青素; 抗糖：脱羧肌肽、Collrepair、合欢树皮提取物	抗衰（抗糖、抗氧）、保湿		

强功效性护肤品	丸美	小红笔眼霜 2.0	25%定制胜肽（包括 Erasin0003、寡肽-1、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8、乙酰基四肽-5、芋螺肽）、重组 I 型&III 型胶原、黑洛西&眼力士、白池花籽油+Mcbiome+2- α -甘油葡萄糖苷+藏红花提取物	抗衰、保湿	
	雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	律波肽、二裂酵母、透明质酸、维生素 E	抗衰、保湿	
		第五代小棕瓶眼霜	律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E		
欧莱雅	补水抗皱眼霜 2.0	浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母	抗衰、补水		
医美术后修复（敷料/修复贴）	创福康	创福康医用胶原敷料	活性胶原蛋白	修复、补水	
	可复美	可复美重组胶原蛋白敷料	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	修复、补水	
	敷尔佳	敷尔佳白膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940	修复、补水	
		敷尔佳黑膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940		

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

2.3 国潮崛起，Z 世代对国货新锐美妆品牌接受度提高

国货化妆品品牌份额提升，Z 世代对国货美妆品牌接受度提高。根据 Euromonitor 的数据显示，在中国化妆品市场前 20 品牌份额中，国货品牌占据 5 个，分别为珀莱雅、百雀羚、自然堂、薇诺娜、云南白药。从 2014-2023 年十年间，这 5 个国货品牌市占率均有所提升，其中，薇诺娜市占率从 0.0% 提升至 1.4%，一路赶超多个国际品牌，百雀羚从 1.3% 提升至 1.6%，珀莱雅从 0.7% 提升至 1.7%。国货品牌凭借灵活的营销手段、创新的产品设计、升级的产品质量、性价比等赢得国内消费者的青睐。此外，国潮崛起背景下，Z 世代对于国货品牌的认可度和接受度更高，这也为国货新锐品牌的发展创造了良好的机遇。根据《2022 抖音电商新锐美妆品牌白皮书》显示，抖音上 18-25 岁的美妆兴趣用户对于国内新锐品牌的偏好比例为 23.0%，远高于国外新锐品牌。

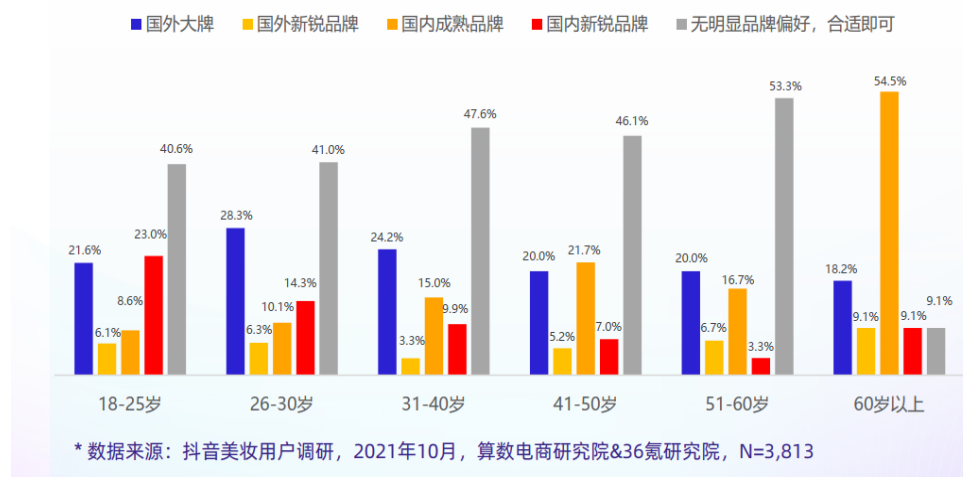
图表 20: 中国化妆品市场 TOP20 品牌份额（单位：%）

品牌名称	所属公司	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	变化 (pct)
欧莱雅	欧莱雅	4.6	4.3	4.0	3.6	3.6	3.6	3.9	3.9	4.2	4.3	-0.3
兰蔻	欧莱雅	1.5	1.5	1.5	1.8	2.1	2.7	3.2	3.5	3.8	3.8	2.3
雅诗兰黛	雅诗兰黛	1.1	1.2	1.1	1.4	1.7	2.1	2.6	2.8	2.7	2.4	1.3
Olay	宝洁	2.7	2.3	1.9	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7	1.9	1.7	-1.0
珀莱雅	珀莱雅	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1.3	1.7	1.0
百雀羚	上海百雀羚	1.3	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	1.9	1.6	0.3
自然堂	伽蓝集团	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6	0.4
迪奥	LVMH	0.7	0.7	0.8	1.1		1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	0.8
海飞丝	宝洁	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	-1.1
薇诺娜	贝泰妮	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.4	1.4	1.4
海蓝之谜	雅诗兰黛	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0	1.2	1.2	1.4	1.2

云南白药	云南白药	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	0.2
香奈儿	香奈儿	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	0.5
潘婷	宝洁	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	-0.1
YSL	欧莱雅	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1	1.1
SK-II	宝洁	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7
Darlie	高露洁棕榄	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	-0.3
舒肤佳	宝洁	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	-0.2
飘柔	宝洁	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8	-1.1
娇兰	LVMH	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.8	0.5
资生堂	资生堂	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0	0.8	0.5
清扬	联合利华	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	-0.4
佳洁士	宝洁	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	-0.6
高露洁	高露洁棕榄	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	-0.7

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表21: 抖音上不同年龄美妆兴趣用户的美妆品牌偏好



资料来源: 《2022抖音电商新锐美妆品牌白皮书》、算数电商研究院&36氪研究院、万联证券研究所整理

2.4 政策趋严促使行业规范化, 合规龙头受益

多项法规密集发布, 监管趋严促进行业进一步规范化, 利好强研发、强管理的合规头部企业。2021年1月1日, 国务院发布的《化妆品监督管理条例》新规正式实施, 随后, 国家市场监督管理总局与国家药品监督管理局相继发布多条配套法规。《条例》的重点包括:

①原料与产品方面: a. 分类: 按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理; b. 注册/备案管理: 特殊化妆品、风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理, 普通化妆品、其他化妆品新原料实行备案管理; c. 功效宣称: 化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据, 化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。

②生产经营方面: a. 生产: 从事化妆品生产活动, 应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请; 委托加工的, 则受托生产化妆品的企业对生产活动负责; b. 管理制度: 化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当建立化妆品生产质量管理体系。

③监督管理: a. 国家建立不良反应检测制度; b. 监管部门建立化妆品生产经营者信用

档案。我们认为，对于头部化妆品企业而言，其自身具备条件，可完成注册备案以及功效宣称测评，相应成本减轻，且原料与产品的合规性强、原有的生产流程和管理规范，受条例影响的程度低；而对于中小企业而言，条例的发布或将带来注册备案、功效宣称测评、建立规范化的管理和生产制度等方面的成本与时间压力，利好强研发、强管理的合规龙头企业。

图表22: 化妆品行业法规密集发布

最新化妆品相关政策文件梳理		
政策类别	重点要求	政策文件
分类与目录	1、国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理。化妆品分为特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）和普通化妆品，化妆品原料分为新原料（在我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料）和已使用的原料。	化妆品注册备案管理办法 化妆品新原料注册备案资料管理规定 化妆品注册备案资料管理规定
	2、化妆品应当按照《化妆品分类规则和分类目录》所附的功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法的分类目录依次选择对应序号，各组目录编码之间用“-”进行连接，形成完整的产品分类编码。	关于做好新旧化妆品注册备案信息管理平台衔接有关工作事项的通知
原料与产品	3、化妆品注册人、备案人不得生产、进口产品配方中使用了《化妆品禁用原料目录》《化妆品禁用植（动）物原料目录》规定的禁用原料的化妆品。	
注册备案	1、国家对特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）实行注册管理，对普通化妆品实行备案管理；	化妆品分类规则和分类目录 关于更新化妆品禁用原料目录的公告
	2、国家对风险程度较高的化妆品新原料（具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能）实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。	已使用化妆品原料目录（2021年版）
宣称与评估	1、化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。	化妆品功效宣称评价规范
	2、化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料。	化妆品安全评估技术导则（2021年版）
标签管理	确保化妆品的最小销售单元有标签，标签应当符合相关法律、行政法规、强制性国家标准，标签内容真实、完整、准确，儿童化妆品按规定标注儿童化妆品标志。	化妆品标签管理办法
生产经营	1、从事化妆品生产活动，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请，化妆品生产许可证有效期为5年；	关于发布儿童化妆品标志的公告
	2、受托生产化妆品的企业对生产活动负责； 3、化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当建立化妆品生产质量管理体系，建立并执行供应商遴选、原料验收、生产过程及质量控制（设质量安全负责人）、设备管理、产品检验及留样等管理制度。	化妆品生产质量管理规范
监督管理	不良反应 国家建立化妆品不良反应监测制度，化妆品注册人、备案人应当监测其上市销售化妆品的不良反应，受托生产企业、化妆品经营者和医疗机构发现可能与使用化妆品有关的不良反应的应当报告。	化妆品生产经营监督管理办法

抽样检验	化妆品生产经营者是化妆品安全第一责任人，应当配合负责药品监督管理的部门组织实施的抽样检验工作，不得干扰、阻挠或拒绝抽样检验，不得转移、藏匿化妆品，不得拒绝提供证明材料或提供虚假资料。	化妆品抽样检验管理规范（征求意见稿）
儿童监管	化妆品注册人、备案人应当根据儿童的生理特点和可能的应用场景，遵循科学性、必要性的原则，研制开发儿童化妆品，在销售包装展示面标注国家药品监督管理局规定的儿童化妆品标志。	化妆品不良反应监测管理办法
信用监管	负责药品监督管理的部门应当建立化妆品生产经营者信用档案。	儿童化妆品监督管理规定

资料来源：国务院、国家市场监督管理总局、国家药监局、万联证券研究所

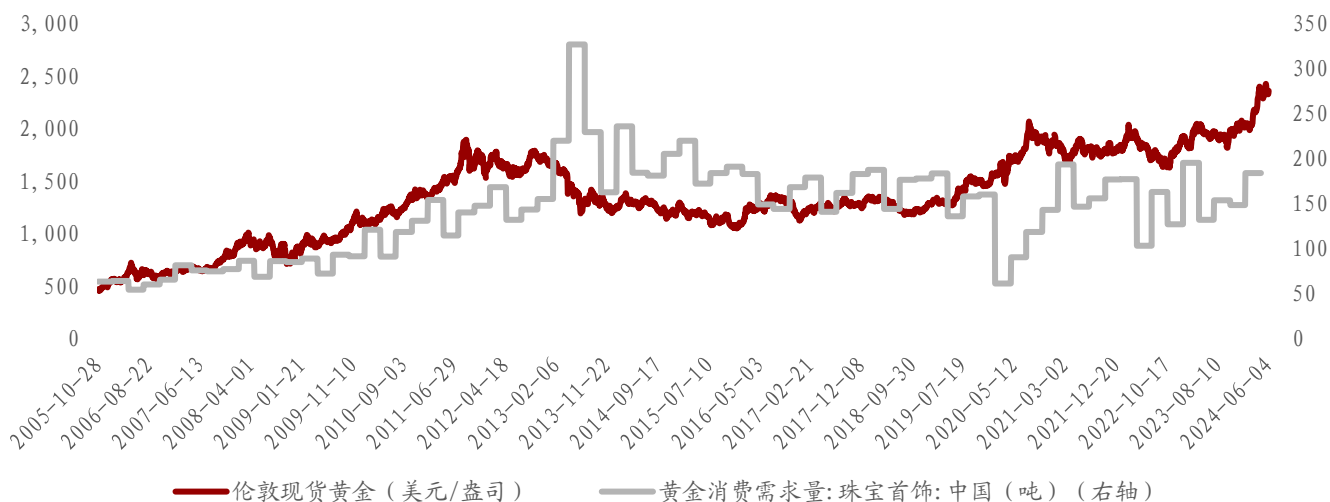
3 黄金珠宝：短期金价高位抑制黄金首饰销量，长期看好龙头市占率提升

3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制

黄金珠宝首饰具备“消费+投资”属性。黄金珠宝的消费属性体现在消费者购买其的目的一般包括有婚嫁、“悦己”消费、日常佩戴、送礼等。此外，黄金还具备投资属性。由于黄金是稀有金属，其供应量有限，古时候还被当作货币进行交换，相比之下，纸币的发行量可随政府的需求而增加，容易贬值，而黄金的稀缺性使其成为了一种稳定的价值储存工具，一定程度上可对抗通货膨胀，因此也受到投资者的青睐。

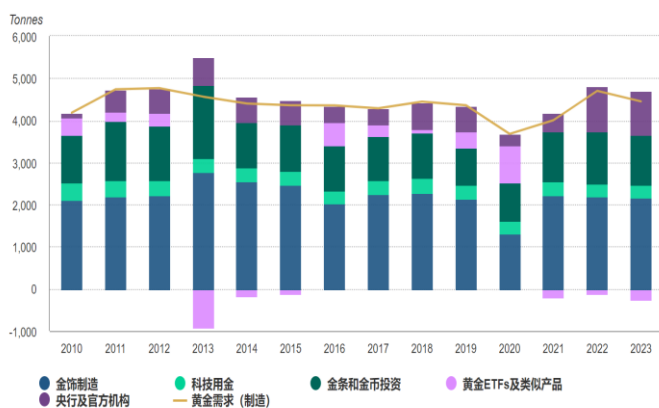
➤ **价的角度：多方因素推动现货黄金价格一路上行，创下历史新高。**近年来国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，全球经济发展速度放缓，美国及欧洲央行疫情后大幅扩表，流动性超发下以信用为基础的世界货币体系受到冲击，叠加地缘政治风险加剧，新兴经济体央行和场外投资者持续买入黄金，推动金价震荡上行，2020/2021/2022/2023年黄金价格涨跌幅分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%/+14.59%，2024年以来，黄金价格一路上行，不断创下历史新高，截止2024年6月6日，黄金现货价格达到2360.60美元/盎司，涨幅从年初以来已累计达到了13.58%。**我们判断，短期来看**，2024年以来金价涨幅显著扩大并创下历史新高，近两个月内出现高位震荡，多空势力不断拉锯，加之近期地缘政治风险整体可控、央行增持减速甚至暂停等因素影响，金价可能会出现短暂的回调或横盘震荡。但全球宏观经济的不确定性和地缘政治风险仍然存在，外加美国年内大选、美联储下半年降息预期，金价向下的空间有限。**中长期来看**，以美元为首的世界货币体系信用降低，同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将继续推高。

图表23: 伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求



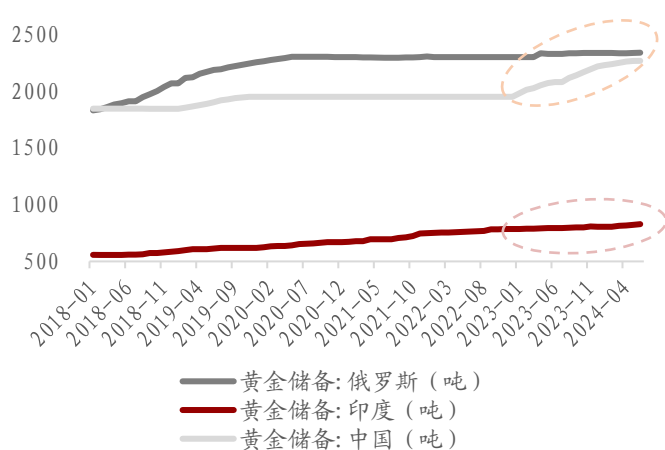
资料来源: iFind, 伦敦金银协会, 万联证券研究所

图表24: 全球黄金总需求结构分布



资料来源: 金属聚焦公司, 世界黄金协会, 万联证券研究所

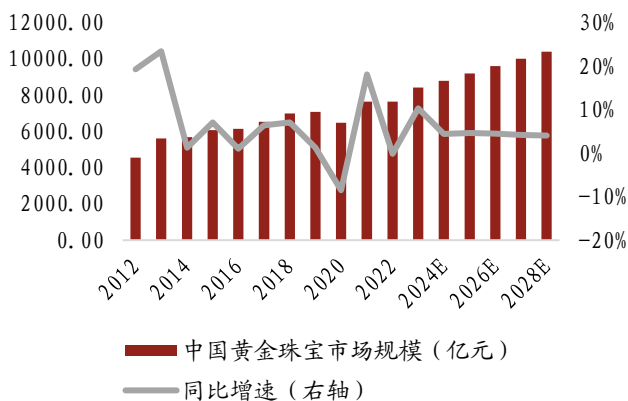
图表25: 部分新兴经济体增持黄金情况



资料来源: 世界黄金协会, iFind, 万联证券研究所

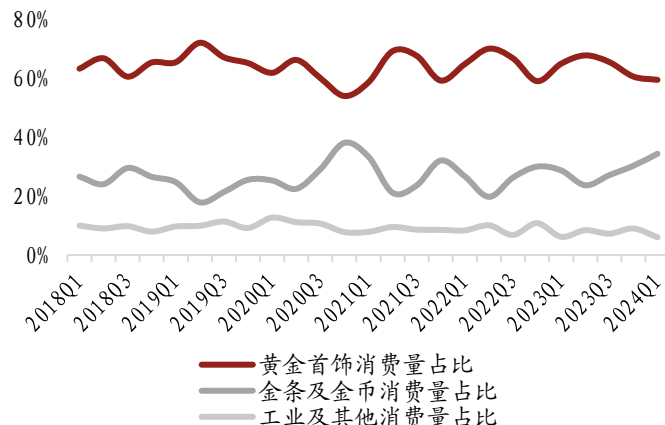
- 量的角度: 短期金价高位抑制了黄金首饰消费需求, 中长期饰品工艺提升+悦己消费将推动黄金珠宝市场扩容。根据中国黄金协会的数据, 2024Q1, 黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为59.54%/34.42%/6.04%, 同比分别-5.49%/+5.66%/-0.17pct, 其中黄金首饰消费量同比-3.00%。此外, 根据周大福发布的2024年4-5月经营数据显示, 4-5月份周大福集团在中国内地同店销量增长为-39.7%, 推测是由于金价高位抑制了部分消费者的需求。中长期来看, 近几年黄金珠宝品牌商推出5D、5G、古法金等, 黄金工艺的提 升使得黄金饰品更受消费者青睐, 而“悦己”消费、送礼等多场景渗透率提升使得黄金珠宝首饰消费需求扩大。

图表26: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表27: 各类黄金消费情况



资料来源: 中国黄金协会、iFinD、万联证券研究所

3.2 品牌商加强产品设计, 工艺提升吸引消费者“悦己”消费

在国潮文化和“悦己”观念的影响之下, 越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷, 同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流, 纷纷对产品进行创新, 加大对黄金类产品的研发, 推出古法金、生肖金等品类, 积极与各大IP联名, 同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰, 受到消费者追捧。

图表28: 各品牌IP联名产品、古法金产品

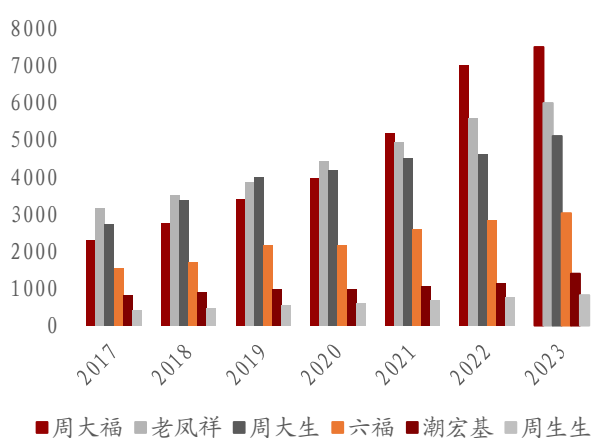
品牌	产品系列	产品详情		
周大生	莫奈系列	转运珠手链	郁金香吊坠	郁金香耳饰
		菜百	生肖龙系列	五福龙手链
中国黄金	承金福系列	足金古法叶文冠承福项链	足金古法花丝叶文冠承福手绳	足金古法花丝叶文冠承福项链
		周大福	范特西系列	范特熊转运珠

资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

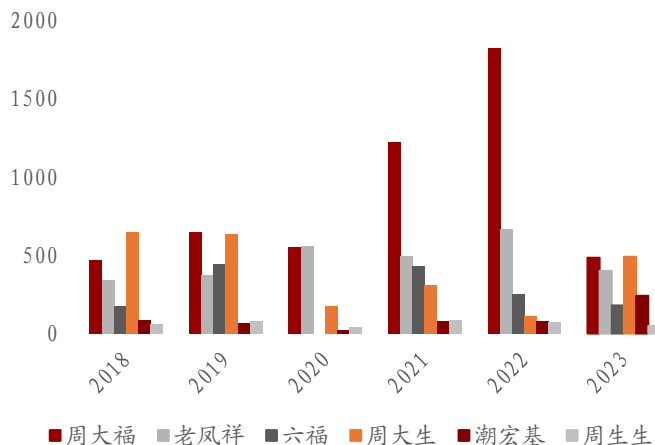
3.3 龙头逆势开店，市场份额持续提升

疫情三年促进黄金珠宝行业洗牌，龙头企业近年逆势开店扩张。2020-2023年，头部黄金珠宝企业逆势拓店，其中，周大福珠宝（内地）2020年/2021年/2022年/2023年分别净增加554/1223/1824/485家门店，老凤祥分别净增加557/498/665/400家门店，六福（内地）分别净增加0/430/251/180家门店，周大生分别净增加178/313/114/490家门店。龙头企业逆势扩张，实现市占率的不断提升，根据Euromonitor的数据，2020-2023年，周大福市占率从7.6%提升至10.9%，周大生市占率从1.1%提升至2.4%，老凤祥市占率从7.5%提升至8.8%，老庙市占率从3.5%提升至4.6%。

图表29: 2017-2023年行业龙头门店数量对比（家）



图表30: 2017-2023年行业龙头门店净增加情况（家）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取六家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

图表31: 部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况（%）

品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
周大福	6.1	5.1	5.2	6.0	6.5	7.1	7.6	11.2	11.1	10.9
老凤祥	5.5	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	8.5	8.8
老庙	2.9	2.6	2.2	2.2	2.4	3.0	3.5	3.6	4.3	4.6
周大生	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1	1.7	2.1	2.4
周生生	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7	1.8
六福珠宝	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

4 投资建议

2024年以来，经济逐步修复，消费市场总体呈现稳定恢复态势，1-5月社会消费品零售总额累计同比增速为+4.1%，限额以上单位金银珠宝/化妆品类商品零售额分别累计同比+0.9%/+5.4%。政策方面，2024年政府工作报告对促进消费的工作目标更加积极，强调培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货潮品等新的消费增长点，利好在国货品牌崛起领域表现突出的美妆、黄金珠宝等消费行业。

国潮崛起背景下，建议把握以下投资主线：

➤ 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围

短期来看，近月化妆品社零数据出现波动，618期间，美妆销售额（淘系、抖音、京东、快手合并）同比+6.6%，部分国货品牌表现亮眼，国潮崛起趋势明显。护肤榜单中，珀莱雅、韩束GMV同比涨幅喜人；彩妆榜单中，天猫Top10国货品牌数占比40%，抖音Top10国货品牌数占比50%。**中长期来看**，产品方面，部分国货美妆企业提升研发投入，注重基础研究，凭借出众的产品力脱颖而出，成功捕捉当前追求性价比和产品质量的消费者客群，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。政策方面，化妆品法律法规密集发布，监管趋严，行业洗牌加速利好合规龙头企业。品牌方面，消费者尤其是Z世代对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。**建议关注**强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

➤ 黄金珠宝：短期金价高位抑制黄金首饰销量，长期看好龙头市占率提升

黄金首饰具备“消费+投资”属性，2024年以来黄金价格一路上行，不断创下历史新高。金价的快速上涨并在高位震荡抑制了黄金珠宝首饰的消费需求，黄金首饰销量短期出现下滑。**中长期来看**，以美元为首的世界货币体系信用降低，同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。一旦金价上涨形成一致预期，未来黄金珠宝的销量有望触底回升。此外，随着近年来黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在多场景的渗透率提升。而行业龙头企业周大福、老凤祥、周大生等在过去三年期间积极开拓品类，并逆势开店抢占渠道，实现龙头强者恒强。

5 风险因素

宏观经济下行风险：当前国内发展面临较为复杂的局面，若未来经济下行，则会影响居民收入以及消费者信心，从而导致需求侧不振，影响消费市场。

消费恢复不及预期风险：受国内外环境的影响，消费市场的复苏存在不确定性，需要警惕消费复苏不及预期对各个公司经营产生的负面影响。

行业竞争加剧风险：零售市场参与者众多，竞争激烈，若无法做到产品差异化，则容易被低成本的竞争对手赶超。

金价大幅波动风险：金价受多方面因素影响震荡上行，近期创下了历史新高。若2024年金价出现回调，可能会影响到部分消费者的消费热情，从而对黄金珠宝公司主营业务产生不利影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场