

# 商社行业2024年中期策略：关注国内高性价比消费和品牌出海

2024年7月31日

看好/维持

商贸零售

行业报告

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

## 投资摘要：

**观点综述：**2024年上半年消费需求整体偏弱，消费能力和消费信心均尚有较大恢复空间。在消费能力不足的背景下，消费者更加理性，高性价比消费趋势持续显现，线上消费仍旧好于线下消费行业。在此背景下，商社板块上半年整体走势较为一般，但也有部分公司提前打造了品牌势能，或受益于消费结构趋势变化，获得了较好的业绩和市场表现。展望下半年，我们认为国内消费信心的恢复需要较长时间的修复，居民商品消费将延续慢复苏的节奏，消费结构上更侧重于理性消费及性价比、实用性。与此同时，海外消费相对较为坚挺，且库存水平降到较低位置，降息预期持续发酵，下半年海外消费需求仍值得关注。

## 分行业看：

**化妆品：**展望下半年，我们认为美护市场仍将延续两大趋势：（1）预计美妆消费需求仍偏弱，但国货品牌的增长好于国际品牌，部分优质国货品牌将持续承接消费降级背景下部分国际大牌的市场份额；（2）行业竞争持续加剧，各产业链环节及公司的分化程度持续加重，部分优质品牌有望受益于行业结构优化集中度提升获得更多市场份额，或有望实现较好的业绩表现。

**黄金珠宝：**短期看，黄金价格走势仍然是影响黄金市场销售表现的重要因素，2024年下半年金价或仍呈现震荡上行走势，较高的金价或对黄金饰品的销售产生一定压制，但同时也会催生投资类黄金产品的消费需求释放。下半年为黄金珠宝公司密集开店期，重点关注各品牌的开店情况以及目标计划调整。

**跨境电商：**短期看海外需求尚较为坚挺，多因素利好优质国货品牌出海，如海外去库存已基本完成有较大补库需求，美国降息条件逐渐成熟，在全球进入通胀通道背景下，消费者对于产品“性价比”的重视程度提升，呈现一定消费降级趋势，利好具有“物美价廉”属性的优质国货品牌出海等。近期海运费价格有所回落，未来持续上行的支撑因素大幅减弱，利好出海品牌利润改善。但美国大选结果仍有较大不确定性，下半年重点关注大选落地可能带来的政治风险。

**投资策略：1、国内消费关注高性价比：**承接国际品牌消费转移的优质国货美妆品牌，黄金珠宝板块性价比高且投资类黄金占比较高的品牌，我们认为以上企业具备业绩增长的确性。**2、景气度较高的子赛道：**品牌出海的景气度相对较高，未来或有较大的业绩增长弹性。

**风险提示：**消费能力持续不振，行业竞争加剧，国际政治风险等。

表1：重点公司盈利预测与估值

简称	EPS(元)				PE				评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
珀莱雅	3.01	3.92	4.83	5.93	30	23	19	15	推荐
贝泰妮	1.79	2.49	2.99	3.51	26	18	15	13	推荐
爱美客	8.6	11.59	15.77	19.5	39	29	21	17	强烈推荐
周大生	1.21	1.23	1.54	1.88	9.9	9.7	7.7	6.4	推荐
中国中免	3.25	3.82	4.58	5.18	21	18	15	13	推荐

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 目录

1. 观点综述 .....	4
2. 美妆：行业分化持续加重，短期看子品牌放量和新渠道运营 .....	5
2.1 板块回顾：美妆消费需求偏弱，各产业链环节分化程度加重 .....	5
2.2 展望：短期看子品牌放量和新渠道运营，中长期关注品牌出海机会及行业集中度提升 .....	7
3. 黄金珠宝：金价上涨扰动销售市场表现，看好高性价比、投资类黄金增长 .....	8
3.1 回顾：24 年 Q1 金价抬升利好黄金销售，Q2 金价暴涨压抑消费需求 .....	8
3.2 展望：24 年下半年金价或仍震荡上行，长期看工艺改善带来的渗透率提升 .....	10
4. 跨境电商：品牌出海大有可为，短期关注政治风险 .....	12
4.1 回顾：24 年上半年出口销售稳健增长，精品类整体表现好于泛品类 .....	12
4.2 展望：下半年多因素利好国货品牌出海，但仍要关注运费及政治风险 .....	14
5. 风险提示： .....	17

## 插图目录

图 1：金银珠宝零售额及增速 .....	9
图 2：黄金价格 24 年 3 月迅速拉升 .....	9
图 3：美国通胀水平——CPI .....	10
图 4：美国通胀水平——PCE .....	10
图 5：中美各类型消费者购买黄金珠宝原因 .....	12
图 6：黄金按加工工艺销售占比 .....	12
图 7：美国零售额增长表现 .....	12
图 8：欧洲主要国家零售额增长表现 .....	12
图 9：我国出口总值及增速 .....	13
图 10：美国各品类消费品增长情况 .....	13
图 11：美国网络零售额持续平稳增长 .....	13
图 12：美国线上消费渗透率持续提升 .....	13
图 13：美国消费者信心指数 .....	15
图 14：欧盟消费者信心指数 .....	15
图 15：美国销售和库存情况 .....	15
图 16：美国成屋销售目前处于较低水平 .....	15
图 17：海运价格走势 .....	16
图 18：我国出口集装箱运价指数近期扭涨为跌 .....	16

## 表格目录

表 1：重点公司盈利预测与估值 .....	1
表 2：618 大促战报品牌销售表现（仅统计已发布战报品牌） .....	5
表 3：化妆品中上游 2023 年&2024 一季度业绩（亿元） .....	6

表 4： 化妆品中游品牌商 2023 年&2024 一季度业绩（亿元） .....	6
表 5： 核心美妆公司子品牌情况 .....	7
表 6： 2024 年抖音渠道品牌销售及排名表现 .....	7
表 7： 黄金珠宝板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元） .....	9
表 8： 黄金珠宝板块重点公司开店情况及计划 .....	11
表 9： 跨境电商行业 2023 年&2024 一季度业绩（亿元） .....	13
表 10： 国内支持对外贸易/跨境电商重点政策 .....	16

## 1. 观点综述

**2024 年上半年消费需求整体偏弱，尚有较大恢复空间。**2024 年 1-6 月份社零总额同比增长 3.7%，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.1%，2024 年上半年社零消费平稳增长，但社零销售月度同比增速总体呈现下降走势，目前我国消费需求仍较为疲软，仍处于复苏通道，未来尚有较大恢复空间。

**高性价比消费趋势持续显现，线上消费仍旧好于线下消费。**按消费类型来看，2024 年上半年商品零售额同比增长 3.2%，餐饮收入同比增长 7.9%，在疫后低基数影响基本消除的背景下餐饮消费仍好于商品消费，为社零增长的主要拉动。粮油食品、饮料类、日用品类 24 年上半年分别同比+9.6%、+5.6%和+2.3%，必选消费实现稳健增长；可选消费品类表现有所分化，烟酒类、体育娱乐用品类和通讯器材类同比增速超过 10%，表现较好；服装鞋帽、化妆品类、金银珠宝类、文化用品等表现偏弱，同比低个位数增长或负增长。2024 年上半年全国网上零售额同比增长 9.8%，其中实物商品网上零售额同比增长 8.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.3%，线上消费增速高于社零整体水平。限额以上零售业单位中（线下）便利店、专业店、超市零售额同比分别+5.8%、+4.5%、+2.2%，百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.0%、1.8%，再次验证了必选消费相对更为坚挺，高性价比消费变化趋势仍在持续显现。

展望下半年，我们认为国内消费信心的恢复需要较长时间的修复，居民商品消费将延续慢复苏的节奏，消费结构上更偏重于理性消费及性价比、实用性。与此同时，海外消费相对较为坚挺，且库存水平降到较低位置，降息预期持续发酵，下半年海外消费需求仍值得关注。

### 分行业看：

**化妆品：**展望 2024 年下半年，我们认为美护市场仍将延续两大趋势：（1）预计美妆消费需求仍偏弱，行业整体或呈现低个位数增长，但国货品牌的增长好于国际品牌，部分优质国货品牌将持续承接消费降级背景下部分国际大牌的市场份额；（2）在消费需求疲软的背景下，行业竞争持续加剧，各产业链环节及公司的分化程度持续加重，部分优质品牌有望受益于行业结构优化集中度提升获得更多市场份额，或有望实现较好的业绩表现。

**黄金珠宝：**短期看，黄金价格走势仍然是影响黄金市场销售表现的重要因素，2024 年下半年金价或仍呈现震荡上行走势，较高的金价或对黄金饰品的销售产生一定压制，但同时也会催生投资类黄金产品的消费需求释放。下半年为黄金珠宝公司密集开店期，重点关注各品牌的开店情况以及目标计划调整。长期看，黄金工艺的改善带来行业扩容和渗透率的提升为行业增长的内在驱动。

**跨境电商：**短期看海外需求尚较为坚挺，多因素利好优质国货品牌出海，如海外主要市场消费者信心指数逐月抬升，去库存已基本完成未来有较大补库需求，美国降息条件逐渐成熟，在全球进入通胀通道背景下，消费者对于产品“性价比”的重视程度提升，呈现一定消费降级趋势，利好具有“物美价廉”属性的优质国货品牌出海等。近期海运费价格有所回落，未来持续上行的支撑因素大幅减弱，利好出海品牌利润改善。但美国大选结果仍有较大不确定性，下半年重点关注大选落地可能带来的政治风险。

**投资策略：1、国内消费关注高性价比：**承接国际品牌消费转移的优质国货美妆品牌，黄金珠宝板块性价比高且投资类黄金占比较高的品牌，我们认为以上企业具备业绩增长的确定性。**2、景气度较高的子赛道：**品牌出海的景气度相对较高，未来或有较大的业绩增长弹性。

## 2. 美妆：行业分化持续加重，短期看子品牌放量和新渠道运营

### 2.1 板块回顾：美妆消费需求偏弱，各产业链环节分化程度加重

化妆品行业增速下降，美妆消费需求偏弱。2024 年 1-6 月化妆品类销售额同比+1%，增速较 23 年的 5.1% 显著放缓，美妆消费需求持续走弱。上半年 3·8 和 618 大促除个别品牌表现亮眼外，行业整体销售表现较为平淡。618 大促期间综合电商平台（天猫、京东、拼多多）个护美妆类实现销售额 352 亿元，同比下降了 13%。其中美容护肤类实现销售额 261 亿元，同比下降 13%，彩妆香水类销售额 91 亿元，同比下降 14.15%。《“抖音商城 618 好物节”消费数据报告》显示，抖音电商美妆产品整体销量较去年活动期间增长 70%。据青眼情报数据显示今年 618 以抖音、淘系、京东、快手合并销售额来看，美护总销售额为 499.49 亿元，同比+6.6%。综合各大平台表现来看，美妆品类整体表现一般，消费需求仍未回暖，综合电商平台继续被分流，以抖音为代表的直播电商平台涨势更好。

美妆行业公司持续分化，部分优质龙头品牌价值凸显。在行业整体增速放缓的大背景下，市场竞争持续加剧。美妆产业链各环节之间持续分化，上游原料和中游品牌商业绩表现相对更好，中上游代工厂商业绩表现偏弱。各产业链环节中的各公司表现分化也呈现加剧趋势，部分重点公司呈现较强韧性，取得亮眼的销售和业绩表现，品牌价值凸显。

- 从销售表现来看：整体来看国货美妆品牌表现尚可，天猫美妆 618 全周期品牌排行中有 2 个国货品牌进入 TOP10，5 个品牌进入 TOP20；抖音双 11 好物节美妆 TOP10 品牌中国货品牌韩束、珀莱雅和可复美上榜，部分品牌逆势突围，排名超越一众国际大牌。分细分品牌来看，共有三个国货美妆公司发布 618 战报，根据战报数据来看：618 大促期间，珀莱雅品牌在多平台美妆类目成交额 TOP1，销售额实现高双位数增长；巨子生物旗下的可复美全周期线上全渠道 GMV 同比增长 60%+，可丽金全周期线上全渠道 GMV 同比增长 100%+；上美股份旗下的韩束在多平台实现销售额三位数增长，部分国货美妆品牌实现了远超行业整体水平的亮眼表现。

表2：618 大促战报品牌销售表现（仅统计已发布战报品牌）

	天猫 GMV 同 比	京东 GMV 同比	拼多多 GMV 同 比	抖音 GMV 同比	唯品会 GMV 同比	多平台整体 GMV 同比	天猫平台排名 及变化情况	抖音平台排名 及变化情况
珀莱雅	70%+	80%+	60%+	110%+	30%+	-	TOP1（总榜）	TOP2（总榜）
彩棠	80%+	-	-	基本持平	-	-	TOP1（彩妆）	TOP10（彩妆）
OR	70%+	60%+	-	10%+	-	-	TOP9（洗护）	-
可复美	50%+	100%+	-	65%+	200%+	60%+	TOP20 到 12	YOP9
可丽金	70%+	200%+	-	300%+	170%+	100%+	-	-
韩束	141%	175%	225%	136%	46%	-	-	TOP1
一页	424%	298%	-	408%	-	420%	-	-

资料来源：各品牌官方战报，东兴证券研究所

- 从公司业绩表现来看：上游原料端 24 年 Q1 营收端负增长受收入占比较高的青岛金王拖累，但科思股份业绩的稳定带来行业整体利润端的增长。科思股份 24 年 Q1 营收同比+21.1%，归母净利润同比+37.17%，业绩坚挺。中上游生产加工商业绩表现较弱，24 年 Q1 收入同比-1.43%，归母净利润同比+97.20%，板块



归母净利润的大幅增长主要源于青松股份亏损大幅缩减。我国美护市场消费需求仍较为疲软，带来中上游代工厂商营收负增长，板块整体仍旧承压。

表3：化妆品中上游 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

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

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

化妆品品牌商（根据申万二级分类+华熙生物）2024 年 Q1 整体收入 97.62 亿元，同比+6.9%；归母净利润 13.69 亿元，同比+9.22%，整体来看利润端相较于 23 年得到了比较好的恢复。分公司来看，我们将其总结为三大类：1. 增长逻辑不断验证、业绩持续高增的公司，如珀莱雅；2. 经过一段时间的经营调整，业绩持续改善处于上升通道的公司，如丸美股份、福瑞达等；3. 历史竞争力较强，但目前仍处于阵痛调整期，业绩短期有所承压的公司，如贝泰妮、华熙生物、水羊股份等，部分公司 24 年 Q1 有边际改善，但后续的发展仍有待验证。

表4：化妆品中游品牌商 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）

	2023 年收 入	同比	2023 年归母净 利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
中游品牌商（未 剔除福瑞达地产 业务+华熙生物）	411.91	-12.22 %	47.15	3.34%	97.62	6.9%	13.69	9.22%
珀莱雅	89.05	39.5%	11.94	46.06%	21.82	34.56%	3.03	45.58%
上海家化	65.97	-7.2%	5.00	5.93%	19.05	-3.76%	2.56	11.18%
华熙生物	60.76	-4.5%	5.9256	-38.97%	13.61	4.24%	2.43	21.39%
贝泰妮	55.22	10.1%	7.57	-28.01%	10.97	27.06%	1.77	11.74%
福瑞达	45.79	-64.6%	3.03	567.38%	8.91	-29.99%	0.59	-54.35%
福瑞达-剔除地产 业务	24.16	22.71%	2.31	12.93%	7.37	13.56%	-	-
水羊股份	44.93	-4.9%	2.94	135.76%	10.32	-1.36%	0.40	-23.26%
丸美股份	22.26	28.5%	2.59	48.94%	6.61	38.73%	1.11	40.63%
敷尔佳	19.34	9.3%	7.49	-11.56%	4.09	9.65%	1.52	-4.77%

	2023 年收 入	同比	2023 年归母净 利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
拉芳家化	8.60	-3.1%	0.66	10.59%	2.24	15.63%	0.28	-23.20%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 2.2 展望：短期看子品牌放量和新渠道运营，中长期关注品牌出海机会及行业集中度提升

展望 2024 年下半年，我们认为美妆市场仍将延续两大趋势：（1）预计美妆消费需求仍偏弱，行业整体或呈现低个位数增长，但国货品牌的增长好于国际品牌，部分优质国货品牌将持续承接消费降级背景下部分国际大牌的市场份额；（2）在消费需求疲软的背景下，行业竞争持续加剧，各产业链环节及公司的分化程度持续加重，部分优质品牌有望受益于行业结构优化集中度提升获得更多市场份额，或有望实现较好的业绩表现。

中短期看，化妆品行业品牌商的增长驱动主要来源于以下两个方面：

- **子品牌对公司业绩增速的拉动效果日益明显，打造全新增长曲线。**近几年国货美妆龙头均致力于打造多品牌矩阵，通过拓展彩妆、个护等品类实现业务延伸，美妆公司整体向平台化方向演进。子品牌孵化效果逐渐显现，对公司业绩体量和增速的贡献逐渐提高，打造全新增长曲线。在美妆整体销售仍较为疲软的背景下，运营逐渐成熟正处于高速增长期的子品牌或为公司带来个更多的增长贡献。

表5：核心美妆公司子品牌情况

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

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **以抖音为代表的新渠道的拓展及优化运营。**以抖音为代表的兴趣电商渠道虽然增速有所放缓，但目前仍是拉动行业增长的重要引擎，线上流量从综合电商向兴趣电商流动的趋势仍在持续，短期来看，以抖音为代表的新渠道的运营对品牌的增长尤为重要。与此同时，由于以抖音为代表的兴趣电商平台机制更为灵活、营销打法更为复杂多样，让国货品牌能更快地适应“游戏规则”，从而相较于国际大牌更具竞争优势。根据青眼情报汇总数据，无论是日常销售还是重要大促，国货品牌在抖音平台的销售排名表现均优于天猫、京东等平台，24 年 618 大促中 TOP10 有个国货品牌上榜，其中韩束和珀莱雅力压众多国际大牌，展现出更强竞争力。因此我们认为，短期看抖音渠道对于国货新品牌的孵化和品牌销售增长的贡献均较大，已经在该渠道深耕并具有较强运营能力的品牌将持续受益。

表6：2024 年抖音渠道品牌销售及排名表现

排名	抖音 1 月	抖音 2 月	抖音 3 月	抖音 4 月	抖音 5 月	抖音 618 大促	排名变化	天猫 618 大促 (对比)
1	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束	+7	珀莱雅
2	娇润泉	珀莱雅	珀莱雅	后	欧莱雅	珀莱雅	+5	欧莱雅
3	VC	后	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	赫莲娜	-2	兰蔻-
4	珀莱雅	谷雨	雅诗兰黛	娇润泉	赫莲娜	雅诗兰黛	-2	雅诗兰黛
5	欧莱雅	欧莱雅	蜜丝婷	蜜丝婷	兰蔻	后	-1	海蓝之谜
6	AFK	温博士	娇润泉	欧诗漫	雅诗兰黛	兰蔻	-1	修丽可
7	后	娇润泉	兰蔻	谷雨	海蓝之谜	欧莱雅	+2	赫莲娜
8	毛戈平	VC	自然堂	珀莱雅	自然堂	可复美	+4	SKII
9	兰蔻	兰蔻	谷雨	自然堂	可复美	海蓝之谜	-6	玉兰油
10	谷雨	雅诗兰黛	欧诗漫	VC	DCEXPORT	玉兰油	平	薇诺娜

资料来源：青眼情报、飞瓜数据、禅妈妈，东兴证券研究所  
注：标红为国货品牌

中长期看，国内市场关注集中度提升下优质龙头品牌的 α 机会，同时海外出口或为中长期发展的又一重要方向，有望打造新的业绩增长点。国内美妆市场行业竞争持续加剧，各产业链环节及公司的分化程度持续加重，部分优质品牌有望受益于行业结构优化集中度提升获得更多市场份额，或有望持续获得优于市场整体的业绩表现。与此同时，国货品牌开始陆续探索海外发展机会，如珀莱雅表示要积极探索海外发展机会，抓住中国品牌出海机遇；贝泰妮于 2023 年开始布局海外业务，在泰国曼谷建立了东南亚业务总部；水羊股份 2022 年收购法国高奢护肤品牌伊菲丹后也获得了海外销售收入和海外优质渠道资源。整体来看，头部美妆公司已经开始探索海外市场，东南亚市场是首要目标，在国内消费需求较为疲软的情况下，海外市场有望形成品牌销售收入的有效补充，中长期看也有望打造新的业绩增长点，为公司带来更多的业绩增长贡献。

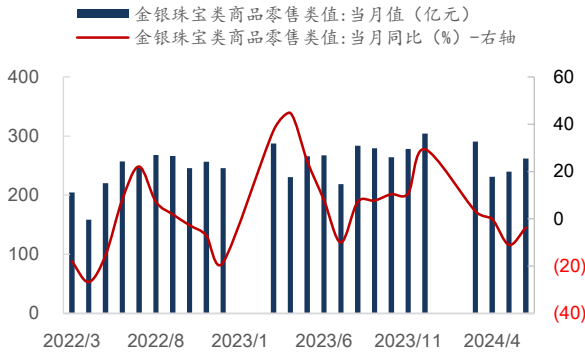
**投资建议：**消费复苏整体偏弱但国货美妆发展正当时，具有较高性价比的优质国货品牌承接了较多中高端国际大牌的消费降级转移，叠加公司自身研发能力的提高和品牌力的增强，拥有较大发展空间，我们持续看好优质国货美妆公司的长远发展。行业竞争加剧品牌分化持续加重，具有技术研发优势、经典产品开发能力以及能够塑造较强品牌形象的美妆品牌将会更具竞争优势。重点推荐已打造较强产品力和品牌力的标的，如珀莱雅；处于改善上升通道的福瑞达、丸美股份等也有望受益。

### 3. 黄金珠宝：金价上涨扰动销售市场表现，看好高性价比、投资类黄金增长

#### 3.1 回顾：24 年 Q1 金价抬升利好黄金销售，Q2 金价暴涨压抑消费需求

金价波动为影响上半年黄金消费的最核心因素。2024 年 Q1 金银珠宝类销售额同比+4.5%，品类增速与社零总额同比增速（+4.7%）基本持平，金价的持续上行为金银珠宝销售增长提供了价格支撑，也刺激了追求黄金保值投资属性的消费者消费需求的释放。2024 年 Q2 金银珠宝类销售额同比-4.02%，3 月份金价的急速拉升后持续在高位震荡，使得消费者观望情绪加重，消费预算下降以及消费延期等行为带来金银珠宝消费需求的减弱，4-6 月份金银珠宝销售额同比增长均为负。



**图1：金银珠宝零售额及增速**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**图2：黄金价格 24 年 3 月迅速拉升**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

业绩端来看，黄金珠宝板块 24 年 Q1 业绩稳健增长，黄金业务表现较优，钻石镶嵌品类表现较弱行业拐点未至。2024 年 Q1 黄金珠宝板块整体收入 607.7 亿元，同比+9.07%，归母净利润 20.3 亿元，同比+3.45%。其中黄金类公司营收同比+9.53%，归母净利润同比+9.23%；钻石镶嵌类公司营收同比-10.07%，归母净利润同比-70%。拆分来看，金条类业务占比较高、主打性价比消费的品牌如中国黄金、菜百股份等业绩表现相对更为突出，附加值更高的品牌如周大生、潮宏基等业绩表现相对弱，反映了在消费能力整体偏弱且金价上行的大背景下，消费者对性价比较高的品牌以及投资金条类产品的偏好相对更高。24 年 Q1 钻石镶嵌类持续低迷，重点公司业绩表现差，迪阿股份和莱绅通灵毛利率下滑较多，同时期间费用率增多，导致净利润同比大幅下降。镶嵌钻石板块的拐点仍未至，后续或要等经济复苏明显改善、居民购买力和购买信心恢复以及黄金产品分流影响减弱后，钻石品类或有望重回增长通道。

**表7：黄金珠宝板块 2023 年&2024 一季度业绩（亿元）**

	2023 年 收入	同比	2023 年归母 净利润	同比	2024Q1 收入	同比	2024Q1 归母 净利润	同比
黄金类板块	1,750.44	21.27%	58.76	43.29%	596.02	9.53%	19.9	9.23%
老凤祥	714.36	13.4%	22.14	30.23%	256.30	4.36%	8.02	12.00%
中国黄金	563.64	19.6%	9.73	27.20%	182.51	13.08%	3.63	21.09%
菜百股份	165.52	50.6%	7.07	53.61%	63.16	25.01%	2.72	16.15%
周大生	162.90	46.5%	13.16	20.67%	50.70	23.01%	3.41	-6.61%
潮宏基	59.00	33.6%	3.33	67.40%	17.96	17.87%	1.31	5.47%
萃华珠宝	45.65	8.5%	1.73	261.26%	11.82	-33.95%	0.60	65.29%
明牌珠宝	39.37	13.4%	1.59	197.87%	13.56	10.24%	0.21	-55.14%
钻石镶嵌类板 块	48.36	-22.05%	0.73	-90.21%	11.69	-10.07%	0.43	-70.06%
迪阿股份	21.80	-40.8%	0.69	-90.54%	4.26	-39.52%	0.29	-70.81%
曼卡龙	19.23	19.4%	0.8	47.14%	5	45.12%	0.32	21.08%
莱绅通灵	7.33	-19.7%	-0.76	-91.79%	2.42	-3.08%	-0.19	-218.58%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

部分公司披露了 2024 年上半年业绩预告，其中明牌珠宝和萃华珠宝的业绩变动主要受到收购的其他非黄金珠宝类业务的影响；莱绅通灵预计上半年归母净利润为-0.3 亿至-0.43 亿元，扣非归母净利润为-0.29 亿元至-0.42 亿元，公司表示上半年持续加大黄金业务拓展力度，营收同比增长超过 40%，黄金业务占比大幅提高，但由于黄金业务的毛利率较低，导致公司综合毛利率明显下降，上半年仍未实现盈利。周大福发布截至 2024 年 6 月 30 日止三个月未经审核主要经营数据，24 年 Q2 集团零售值同比-20%，其中中国内地零售值同比-18.6%，中国香港、澳门及其他市场零售值同比-28.8%。公司单季度较差的经营表现主要源于宏观环境较弱，且金价于高位徘徊，使得黄金饰品需求受到影响。整体来看，Q2 饰品行业仍未复苏，金价的上行短期抑制消费需求，影响黄金类公司的业绩表现。

### 3.2 展望：24 年下半年金价或仍震荡上行，长期看工艺改善带来的渗透率提升

短期看，黄金价格走势仍然是影响黄金市场销售表现的重要因素，2024 年下半年金价或仍呈现震荡上行走势，较高的金价或对黄金饰品的销售产生一定压制，但同时也会催生投资类黄金产品的消费需求释放。

我们认为多种因素将继续支撑金价高位运行：

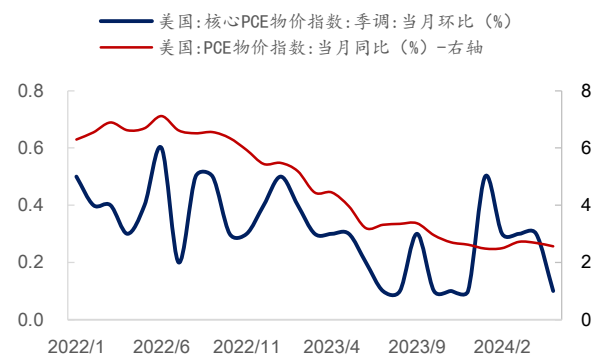
- 1) 以美国为代表的西方主要经济体即将进入降息通道。美国 6 月份 CPI 增速已经低至近几个月来最低水平，核心 PCE 同比和环比增速均有所下降，给美联储降息提供了条件，且劳动力市场平衡信号也愈发明显，反映了劳动力市场松动降温的迹象，增强了市场降息信心。根据最新的 CME 美联储观察工具数据显示，美联储首次降息窗口期在 9 月份，其可能性高达 100%，较此前预期的 12 月份明显提前。美联储降息一方面会带来美债利率回落和美元指数走低，从而支撑金价走高；另一方面会抬升全球通胀水平，黄金产品的保值作用凸显，从而刺激黄金需求释放。

图3：美国通胀水平——CPI



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图4：美国通胀水平——PCE



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- 2) 地缘政治危机仍较为紧张，以及全球经济增长不确定性较高，且预计下半年仍将持续。全球避险情绪升温，而黄金作为避险资产需求有望持续扩大。

- 3) 各国央行持续加大黄金储备。《2024 年央行黄金储备调查》结果显示，70 家央行中有 29% 的受访央行计划在未来 12 个月内增加黄金储备，创下 2018 年启动该项调查以来的最高水平；对于未来黄金在全球总储备中所占份额，69% 的受访央行表示在未来 5 年中黄金份额将上升，该比例高于 2023 年的 62% 和 2022 年的 46%。

黄金价格的抬升短期抑制消费需求，但也会凸显其投资保值属性。黄金价格的急涨会增加观望情绪抑制消费需求释放，但随着金价持续高位震荡，消费者对金价的接受度提高，若预期未来金价有进一步上行空间，则消费需求有望逐步恢复。在全球进入通胀通道背景下，黄金产品的保值属性凸显，有望拉动以投资金条为代表的具有投资保值属性产品的销售增长。具有高性价比属性、投资类产品占比较高的品牌或有望受益，获得较好的销售增长。

黄金珠宝公司整体开店积极性高，下半年为密集开店期。疫后加盟商开店信心明显增强，公司也在开店层面给予了较大支持，24 年的开店目标较高。一般来说，下半年为黄金珠宝公司的密集开店期，重点关注各品牌的开店情况以及目标计划调整。

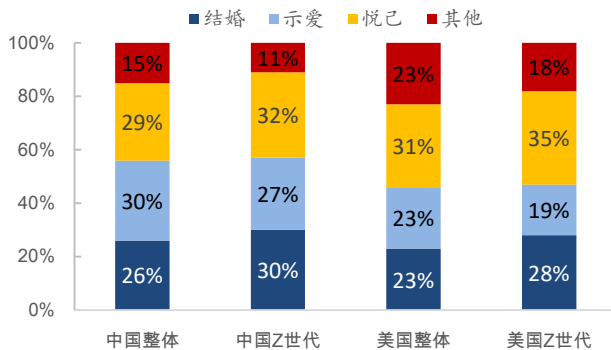
**表8：黄金珠宝板块重点公司开店情况及计划**

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

资料来源：同花顺、公司公告，东兴证券研究所

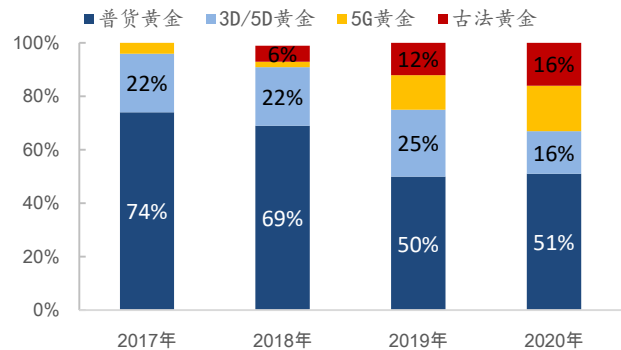
长期看，黄金工艺的改善带来行业扩容和渗透率的提升为行业增长的内在驱动。近年来随着黄金工艺的进步，消费者尤其是年轻消费群体对于黄金珠宝的接受度和认可度大幅提高。黄金加工工艺整体经历了从普货黄金到 3D、5D 黄金，再到 5G 黄金和古法黄金的演进，加工技术水平持续提高，使得产品的性能变优，款式更为丰富和精美。头豹研究院数据显示，近年来 5G 黄金和古法黄金的销售占比大幅提高，普货黄金的占比收缩。黄金制造工艺的进步一方面能够增强其对年轻消费客群的吸引力，同时提升悦己消费需求释放，提高行业整体渗透率；另一方面，工艺较高的产品通常收取较高的加工费或直接采用一口价模式销售，有助于提高品牌毛利率水平，有望提振公司业绩表现。

图5：中美各类型消费者购买黄金珠宝原因



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

图6：黄金按加工工艺销售占比



资料来源：头豹研究院，东兴证券研究所

**投资建议：**（1）中短期看，西方主要经济体进入降息周期、地缘政治危机不断背景下金价或呈现震荡向上趋势，过高的金价会抑制黄金饰品消费需求，但随着消费者对高金价的接受度提高，若预期未来金价有进一步上行空间，则消费需求有望逐步恢复。在全球进入通胀通道背景下，黄金产品的保值属性凸显，有望拉动以投资金条为代表的具有投资保值属性产品的销售增长。具有高性价比属性、投资类产品占比较高的品牌或有望受益，获得较好的销售增长。（2）长期看，居民消费水平提高，黄金工艺改进以及国潮崛起背景下国货黄金珠宝行业增长动力十足，看好技术领先，品牌力打造能力较强的品牌。

## 4. 跨境电商：品牌出海大有可为，短期关注政治风险

### 4.1 回顾：24 年上半年出口销售稳健增长，精品类整体表现好于泛品类

**2024 年上半年欧美主要国家消费稳健增长，我国出口规模稳健增长。**2024 年上半年美国零售和食品服务销售额同比+2.56%，除了 6 月份单月增速仅有 0.2% 之外，其他月份均实现低速稳健增长。2024 年上半年欧洲主要国家零售销售额增速主要集中在 1%-5% 区间，呈现平稳增长。整体来看，欧美主要经济体消费需求相对较为坚挺，整体呈现稳健增长。2024 年上半年我国出口总值（美元计价）同比增长 3.62%，略高于欧美等主要经济体零售额同比增幅。

图7：美国零售额增长表现

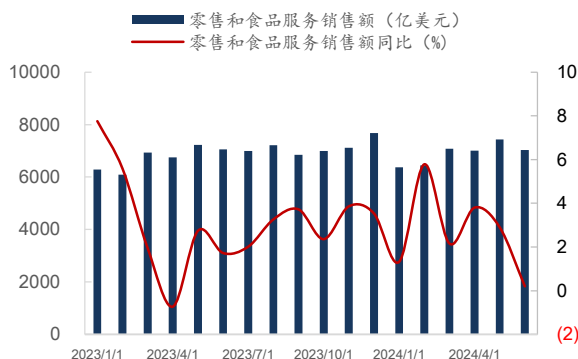
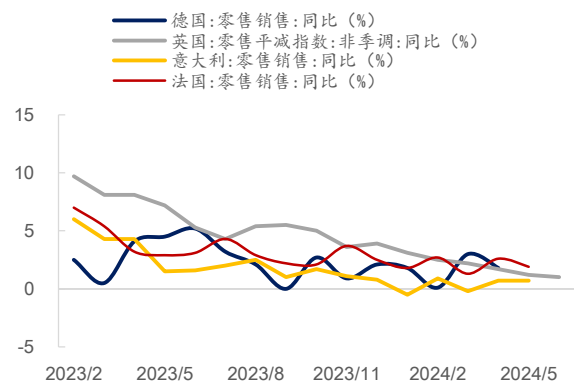
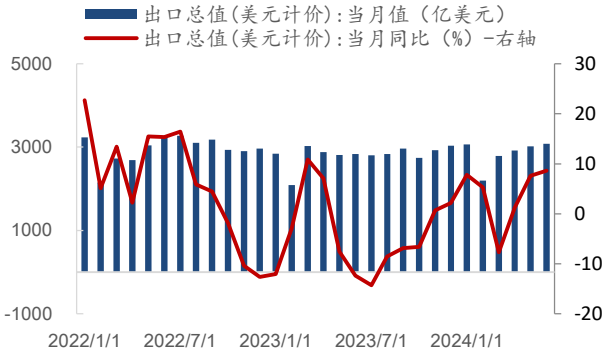


图8：欧洲主要国家零售额增长表现



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

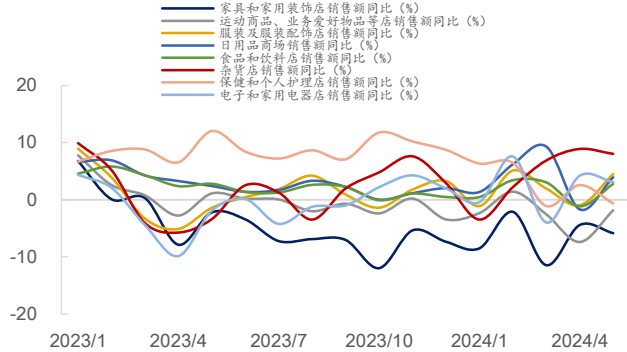
图9：我国出口总值及增速



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

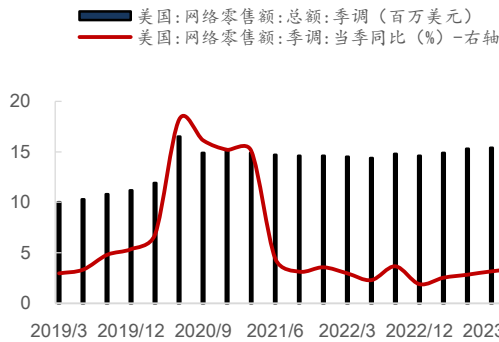
图10：美国各品类消费品增长情况



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

海外消费呈现“高性价比”+“线上化”趋势，跨境电商行业整体景气度较高。以美国消费市场来看，按照品类划分，杂货、日用品、食饮等品类的销售增长相对比较坚挺，保健个护、运动商品等相对较弱，家具消费受到地产周期的影响目前仍疲软，整体来看必选消费好于可选消费。分渠道来看，美国网络零售额增速持续快于整体零售额增速，网络零售额占比持续提高，2024年Q1占比达到15.9%，创历史新高。我们认为，一方面疫情加速线上消费习惯养成，另一方面，通胀环境下消费者对于产品“性价比”的重视程度提升，呈现一定消费降级趋势。在此背景下，物美价廉的中国消费品的吸引力上升，为跨境电商行业提供发展机遇。

图11：美国网络零售额持续平稳增长



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图12：美国线上消费渗透率持续提升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从业绩端来看，跨境电商行业公司2024年Q1业绩表现尚可，精品类整体好于泛品类。我们根据申万二级跨境电商类别剔除ST联络和华鼎股份，并加入安克创新、致欧科技和乐歌股份之后计算行业整体业绩表现，2024年Q1行业实现营业收入145.79亿元，同比增长19.33%，实现归母净利润7.58亿元，同比增长7.6%。利润端增速低于收入端主要受到安克创新非经常性损益项目影响，若剔除该影响，计算得到24年Q1行业归母净利润同比增长18.61%，增速与收入端基本持平。分细分板块对比来看，精品类业绩表现总体好于泛品类，部分辅助类公司表现也较为亮眼。

表9：跨境电商行业2023年&2024一季度业绩（亿元）



	2023 年收 入	同比	2023 年归母净 利润	同比	2024Q1 收 入	同比	2024Q1 归 母净利润	同比
加总	587.21	16.78%	37.10	62.61%	145.79	19.33%	7.58	7.60%
安克创新	175.07	22.85%	16.15	41.28%	43.78	30.09%	3.11	1.60%
吉宏股份	66.95	24.53%	3.45	87.57%	13.24	-3.75%	0.43	-39.2%
跨境通	66.16	-8.80%	-0.10	-154.32%	12.76	-19.55%	-0.17	-1515.4%
赛维时代	65.64	33.70%	3.36	81.24%	17.99	44.66%	0.86	65.6%
华凯易佰	65.18	47.56%	3.32	53.61%	16.97	23.05%	0.82	7.7%
致欧科技	60.74	11.35%	4.13	65.20%	18.42	45.38%	1.01	16.1%
乐歌股份	39.02	21.63%	2.52	142.31%	11.22	40.95%	0.41	95.2%
三态股份	17.01	7.08%	1.24	-12.13%	3.89	-0.51%	0.30	-19.0%
星徽股份	16.26	-30.85%	-0.76	70.74%	3.66	-21.50%	0.05	-4.3%
焦点科技	15.19	3.02%	3.79	26.12%	3.84	11.03%	0.77	57.9%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

注：乐歌股份的净利润为扣除非经常性损益后的归母净利润，以消除出售仓库对利润的扰动影响

部分公司披露了 2024 年上半年业绩预告，整体来看，24 年上半年跨境电商出口业务表现出现分化，欧美地区业务增长相对较好，东南亚地区市场表现偏弱，精品品牌的表现好于泛品类和平台类。

- 1) 吉宏股份预计上半年归母净利润 0.66-0.95 亿元，同比下降 50%-60%，一方面源于包装业务的收入下降，一方面源于跨境电商业务竞争加剧，公司采取降低客单价等方式应对并作战策略调整，对部分汇率波动较大的销售地区如日本、韩国等适度控制广告投放规模，导致业务订单和营收规模下降，同时进一步加大对品牌建设与销售区域开拓方面的投入，成本费用增加影响利润。
- 2) 赛维时代预计上半年营收 41.5-42.5 亿元，同比增长 49.66%-53.26%，归母净利润 2.28-2.48 亿元，同比增长 51.64%-64.94%。公司持续坚持品牌化出海战略，加大品牌孵化力度、提升品牌运营销量，拓展品牌发展渠道，在收入和利润端均实现了较好增长
- 3) 跨境通预计上半年归母净利润亏损 0.1-0.15 亿元，去年同期为盈利 619 万元。公司亏损一方面因公司全资子公司上海优壹业务模式调整，B2C 业务由经销模式转为代运营模式，另一方面由于诉讼费用增加。
- 4) 焦点科技上半年营收 7.9 亿元，同比+7.4%，归母净利润 2.3 亿元，同比+23.1%。公司主营业务中国制造网业务收入保持平稳增长，与此同时，跨境业务整体发展得到明显改善，美国子公司 InQbrands Inc. 和 DOBA, INC. 实现扭亏为盈。

## 4.2 展望：下半年多因素利好国货品牌出海，但仍要关注运费及政治风险

短期看海外需求尚较为坚挺，多因素利好优质国货品牌出海。

(1) 22 年以来美国消费者信心指数整体呈现持续回升态势，24 年上半年整体维持在相对高位震荡，4/5 月份略有回调。虽然欧盟消费者信心指数仍为负，但近期欧洲消费信心持续恢复，整体趋势向好。

**图13：美国消费者信心指数**

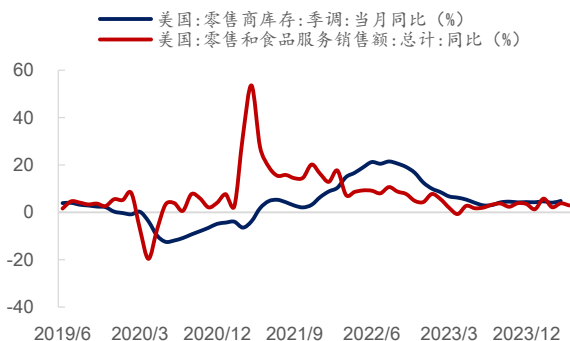

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**图14：欧盟消费者信心指数**

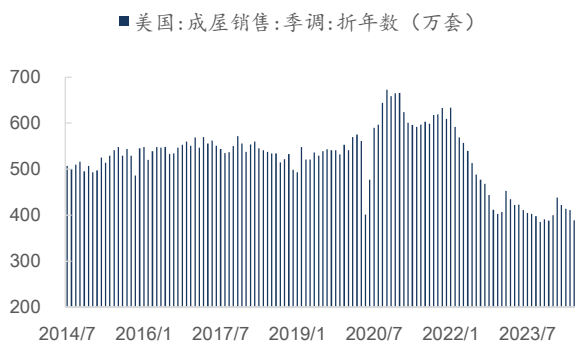

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

(2) 海外库存已降到较低水平，未来有较大补库需求。经历了 20-22 年的补库存以及 23 年的去库存，目前库存水平已处于低位，未来有较强的补库条件和预期。但目前消费需求也处于相对低位，库存水平和销售水平整体较为平衡，若未来降息预期落地，有望刺激消费需求释放，尤其是对利率较为敏感的地产链需求的抬升，或带来较为明确的补库需求。

(3) 随着美国核心 CPI 环比下降并低于市场预期，美联储降息空间大大增加。根据 CME 美联储观察工具数据显示，美联储首次降息窗口期在 9 月份，其可能性高达 100%。全球进入通胀通道背景下，消费者对于产品“性价比”的重视程度提升，呈现一定消费降级趋势。消费者转向“平替”与更具性价比的零售渠道减轻家庭支出压力，利好具有“物美价廉”属性的优质国货品牌出海。

**图15：美国销售和库存情况**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

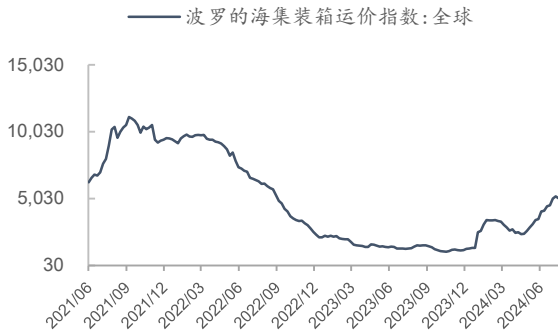
**图16：美国成屋销售目前处于较低水平**


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

短期受到红海事件、美国拟加征关税等因素影响，海运/空运费价格上涨比较严重，但未来大幅上涨不可持续，或呈现下降趋势。根据 Xeneta 发布的数据显示，今年 5 月份，全球航空货运即期运价连续上涨，同比增长 9%。其中中东和中亚至欧洲航线的现货运价同比实现 110% 的涨幅，中国至欧洲的现货运价刷新历史纪录涨幅为 34%，东南亚和中国至北美航线分别上涨 65% 和 43%。运费的增长一方面受到红海事件影响供给不足，另一方面源于美国计划加征关税使得贸易商集中在加税前完成运送，导致需求短期大幅激增。但近期海运费价格有所修正，原因包括部分集运公司新增航次服务、红海事件的影响有所缓解、需求增长未及之前预期等。

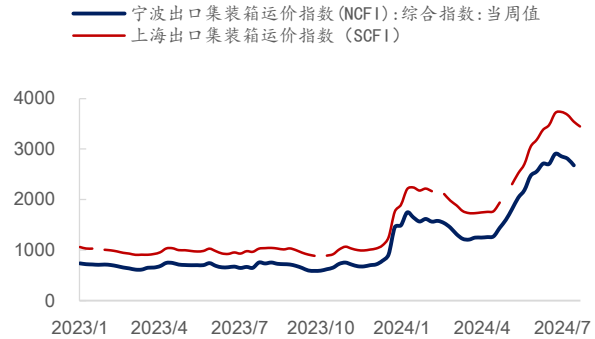
展望未来，随着需求回落至正常水平、运力增加以及全球经济政治不确定性因素增多带来负面影响等因素共同作用下，海运费上涨不可持续，或呈现下降趋势，带来跨境电商商家成本下降，或对其业绩产生正向影响。

图17：海运价格走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图18：我国出口集装箱运价指数近期扭涨为跌



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

**国内政策支持跨境电商发展，国际政治因素为未来核心风险点。**从政策环境来看，国内近年来相继出台多个支持跨境电商发展的文件，2024年5月24日，国务院常务会议审议通过《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》。此前多部委出台过多项政策条文，从贸易、金融、税收等多个维度提供便利化支持。国内对跨境电商贸易支持态度，且有政策落实。但国际政治环境的不确定性较大，美国大选结果可能有隐忧。11月美国大选举行，选举结果或影响未来的国际贸易政策，或对国货品牌出海产生负面影响。但考虑到从大选结束到政策出台再到实际落地尚有较长的时间，短期对行业的影响有限，中期看或对行业产生一定冲击，但很多品牌已陆续在欧美本土或者东南亚国家建厂提前应对风险事件，且美国本土的产业链建设仍需要较长时间，中短期内国内品牌和厂商仍有绝对竞争优势；与此同时，美国目前失业率在5%左右，承接产业链转移的空间有限，且仍不可避免面对人力资源不足和成本高的问题，未来操作落地的程度还有待观望。重点关注国内产业链具有较强竞争优势的劳动力密集型行业，如纺织服装、家具家居等。

表10：国内支持对外贸易/跨境电商重点政策

时间	出台部门	政策名称及内容
2024/5/24	国务院常务会议	审议通过《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，具体措施方面，要积极培育跨境电商经营主体，鼓励地方立足特色优势支持传统外贸企业发展跨境电商，加强跨境电商人才培养，为企业提供更多展示对接平台，持续推进品牌建设。
2023/12/4	国家外汇管理局	《关于进一步深化改革促进跨境贸易投资便利化的通知》，推进贸易外汇收支便利化：优化市场采购贸易外汇管理；放宽加工贸易收支轧差净额结算；完善委托代理项下跨境贸易资金收付等，为跨境贸易提供金融便利
2023/4/25	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推动外贸稳规模优结构的意见（国办发〔2023〕10号）》，从强化贸易促进拓展市场，稳定和扩大重点产品进出口规模，加大财政金融支持力度，加快对外贸易创新发展，优化外贸发展环境等方面作出工作安排。尤其在推动跨境电商发展方面，提出支持外贸企业通过跨境电商等新业态新模式拓展销售渠道、培育自主品牌。
2023/1/30	财政部、海关总署、税务总局	联合发布《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》，降低跨境电商企业出口退运成本，积极支持外贸新业态发展。符合条件的退运商品可免征进口关税和进口环节增值税、消费税；出口时已征收的出口关税准予退还，出口时已征收的增值税、消费税参照内销货物发生退货有关税收规定执行，企业已办理的出口退税应进行补缴。规定自出口之日起6个月内因滞销、退货退运进境的商品免征进口关税和进口环节增值税、消费税。
2023/1/6	商务部、中国人民银行	联合印发《关于进一步支持外贸企业扩大人民币跨境使用促进贸易投资便利化的通知》，充分认识跨境人民币业务服务实体经济、促进贸易投资便利化的积极作用，及时摸排和对接行业企业需求，结合当地实际采取针对性

时间	出台部门	政策名称及内容
	行	举措，为人民币跨境使用创造良好环境。

资料来源：各部委官网，东兴证券研究所

投资建议：(1) 国外消费需求稳健增长，相较于国内消费需求表现更好。对比来看，线上优于线下，目前必选优于可选。(2) 通胀趋势下呈现消费降级态势，消费者消费更为理性，更注重性价比，为消费的线上化转移和物美价廉的优质国货品牌提供良好发展机遇，整体看好跨境电商下优质国货品牌的出海表现。(3) 短期扰动因素较多，如海运费的上涨，美国大选结果可能产生的负面影响等，但海运费的影响预期减弱，美国大选结果也将逐渐明晰。目前重点关注需求确定性较强且估值较低的标的。

## 5. 风险提示：

消费能力持续不振，行业竞争加剧，国际政治风险等。

## 分析师简介

### 分析师：刘田田

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

### 分析师：魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售行业分析师，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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



## 免责声明

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

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526