

24Q2 板块表现分化，出海、美妆龙头业绩韧性充足

2024 年 09 月 04 日

➤ **商贸零售板块总览。**24H1，申银万国商贸零售板块总营收 6728.48 亿元，同比-5.1%，归母净利润合计 146.14 亿元，同比-18.6%；24Q2，板块总营收 3320.48 亿元，同比-5.2%，归母净利润合计为 60.86 亿元，同比-16.3%。24H1，社会消费品零售总额 23.60 亿元，同比+3.7%。其中，化妆品类零售额 2168 亿元，同比+1.0%，金银珠宝类零售额 1725 亿元，同比+0.2%。

➤ **零售板块：24H1 各零售业态销售分化，专卖店和百货店销售承压。**1) **跨境电商：**跨境企业业绩表现分化，精品和品牌卖家增长更具韧性。2Q24，跨境电商板块营收分别为 247.53 亿元，同比+14.3%；板块归母净利润为 17.60 亿元，同比+20.3%。其中 2Q24 赛维时代营收同比+55.52%，归母净利润同比+51.99%，乐歌股份营收同比+48.08%，归母净利润同比+74.02%。2) **百货板块：**百货商店 2Q24 环比回落，主要原因为线上分流、购物中心和奥特莱斯等业态分流。24H1，全国购物中心场均日客流 1.84 万人次，同比+4.0%，但客单价有所下滑。2Q24 板块营收为 113.86 亿元，同比-66.2%；板块归母净利润为 1.28 亿元，同比-92.4%。3) **超市板块：**2Q24 板块营收 279.28 亿元，同比-8.4%；归母净利润为-6.85 亿元，亏损幅度收窄。

➤ **美妆：24H1 弱增长，电商平台重回 GMV 逻辑，头部国货美妆表现亮眼。**24H1 化妆品类商品零售额同比+1.0%，低于社零整体 3.7%的同比增速；Q2 在“618”催化下，化妆品类商品零售额同比+3.0%，增速超社零整体。**平台方面**，抖音渠道延续高增，24H1 对美妆大盘的贡献约 48%，天猫销售增速在 5-6 月边际转好。**业绩方面**，24H1 美妆板块整体实现营收 238.77 亿元/yoy+5.98%，实现归母净利润 31.18 亿元/yoy+6.99%；24Q2 整体实现营收 128.77 亿元/yoy+5.20%，实现归母净利润 15.31 亿元/yoy-1.77%。1) **头部美妆品牌商：**24H1，润本股份、珀莱雅、丸美股份归母净利润同比+50.69%、+40.48%、+35.09%，贝泰妮同比+7.50%；敷尔佳/华熙生物/上海家化/水羊股份/福瑞达归母净利润同比-3.71%/-19.51%/-20.93%/-25.74%/-33.18%。2) **上游防晒原料龙头：**科思股份 24H1/Q2 扣非归母净利润同比+16.44%/+5.23%。3) **中游代工企业：**青松股份表现亮眼，24H1/Q2 归母净利润实现扭亏为盈。

➤ **黄金珠宝：受金价高位影响，黄金饰品及投资类产品呈两极分化表现。**1) **行业趋势：**据中国黄金协会，24H1，全国黄金消费量为 523.75 吨，同比-5.61%。其中，黄金首饰消费量为 270.02 吨，同比-26.68%；金条及金币 213.64 吨，同比+46.02%。24H1，我国金银珠宝商品零售总额同比+0.20%，低于我国社会消费品零售总额增速 3.7%。2) **收入与业绩表现：**24H1，黄金珠宝板块整体营收为 997.37 亿元，同比+9.1%；24Q2，总营收为 417.47 亿元，同比+7.1%。24H1，黄金珠宝板块归母净利润为 33.18 亿元，同比+1.3%；24Q2，归母净利润为 13.47 亿元，同比-4.3%。24Q2，菜百股份营收同比+41%，主要系贵金属投资类产品销售增幅明显；曼卡龙营收同比+50%，主要系线上平台及线下渠道协同发力；24Q2，老凤祥受益于金价上行，毛利率同比+1.57 pct。古法金代表企业老铺黄金随品牌力提升，收入及利润表现亮眼，24H1，实现营收 35.20 亿元，同比+148%，归母净利润为 5.88 亿元，同比+199%。3) **中期分红预案：**潮宏基拟派发现金红利 0.89 亿元，占 24H1 归母净利润的 38.72%；周大生拟派发现金红利 3.26 亿元，占 24H1 归母净利润的 54.14%。

➤ **医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼，下游机构盈利能力稳健。**24H1，医美板块总营收 273.18 亿元，同比+5.9%；24Q2，总营收 138.28 亿元，同比+4.2%。24H1，医美板块归母净利润为 35.14 亿元，同比+22.8%；24Q2，归母净利润为 18.52 亿元，同比+24.3%。24Q2，锦波生物营收为 3.77 亿元，同比+100.4%，主要系重组胶原蛋白三类械注射剂推广顺利。24H1，昊海生科同比+7.0%，玻尿酸收入 4.17 亿元，同比+51.30%，玻尿酸产品组合获得市场的广泛认可，第四代玻尿酸“海魅月白”于 24 年 7 月获批。24H1，江苏吴中医美生科收入 8011.96 万元，毛利率达 82.9%，AestheFill 于 24 年 1 月 22 日取得 NMPA 的三类械证书，4 月上市销售。

➤ **投资建议：**①**美妆板块**，推荐珀莱雅、润本股份、巨子生物、上美股份、科思股份、水羊股份、丸美股份、福瑞达、嘉亨家化、华熙生物、贝泰妮、上海家化、青松股份。②**零售板块**，推荐小商品城、乐歌股份、华凯易佰、赛维时代、重庆百货；推荐明月镜片、博士眼镜，推荐全球零售商龙头名创优品，推荐专业母婴零售龙头孩子王。③**培育钻石板块**，建议关注力量钻石、四方达、沃尔德、惠丰钻石、黄河旋风等。④**珠宝板块**，推荐老凤祥、老铺黄金、潮宏基、中国黄金、周大生、菜百股份、曼卡龙、周大福。⑤**医美板块**，推荐爱美客、锦波生物、昊海生科、朗姿股份、美丽田园，谨慎推荐江苏吴中。

➤ **风险提示：**新品推广不及预期，行业竞争格局恶化，终端需求不及预期等。

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

分析师 刘彦菁

执业证书：S0100524070009

邮箱：liuyanqing@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 零售周观点：雅诗兰黛 24 财年净销售额下滑，泡泡玛特 24H1 收入高增 62%-2024/08/25
- 零售周观点：沃尔玛二季度增长超预期，中国区山姆会员店贡献增长-2024/08/19
- 零售周观点：资生堂 FY24 H1 归母净利润同比-100%，拉夫劳伦 FY25 Q1 净利润同比+28%-2024/08/11
- 零售周观点：华熙生物获批纹绣适应症，江苏吴中投资水光 PDRN 婴儿针-2024/08/04
- 零售周观点：爱马仕、联合利华发布 24 年上半年财报，中国市场销售增长放缓-2024/07/28

目录

| | |
|--|-----------|
| 1 零售行业：上半年各零售业态销售分化，专卖店和百货店销售承压 | 3 |
| 1.1 百货板块：上半年客流有所增长，客单价承压 | 5 |
| 1.2 超市板块：持续走弱，2Q24 板块总体仍未盈利 | 6 |
| 1.3 跨境电商：业绩表现分化，精品及品牌卖家更具增长韧性 | 8 |
| 2 美妆：24H1 板块弱增长，电商平台重回 GMV 逻辑，头部国货美妆表现亮眼 | 13 |
| 2.1 化妆品板块总览：24H1 化妆品社零同比+1%，电商平台逐步回归“GMV 增长”为核心的运营模式 | 13 |
| 2.2 化妆品产业链各环节财务数据分析 | 15 |
| 3 黄金珠宝：受金价高位影响，黄金饰品及投资类产品呈两极分化表现 | 21 |
| 3.1 黄金珠宝板块总览 | 21 |
| 3.2 黄金珠宝行业财报综述 | 21 |
| 4 医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼，下游机构端盈利能力稳健 | 26 |
| 4.1 营收与归母净利润 | 26 |
| 4.2 毛利率、费用率与净利率 | 27 |
| 5 行业重点公司盈利预测及估值 | 29 |
| 6 风险提示 | 30 |
| 插图目录 | 31 |
| 表格目录 | 32 |

1 零售行业：上半年各零售业态销售分化，专卖店和百货店销售承压

线上零售额增速超过整体增长。24H1，中国社会消费品零售总额 23.60 万亿元，同比增长 3.7%。按零售业态分，1-6 月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长 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%。1-6 月份，全国网上零售额 70991 亿元，同比增长 9.8%。其中，实物商品网上零售额 59596 亿元，增长 8.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.3%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 17.8%、7.0%、7.8%。

图1：社会消费品零售总额（亿元）当月值及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

CPI 总体涨势趋缓。上半年，居民消费价格（CPI）同比上涨 0.1%，其中二季度上涨 0.3%；核心 CPI 基本稳定，同比上涨 0.7%。4 至 6 月保持较低水平 /yoy+0.3/+0.3/0.2%，CPI 连续 3 个月上涨，但由于上年同期对比基数较高，同比延续平稳态势。随着需求稳步恢复，市场信心逐步增强，经济运行持续好转，加上低基数效应逐步减弱，物价总水平有望逐步回升到年均值水平附近。

消费者预期依旧偏弱。4 月、5 月、6 月份消费者信心指数分别为 88.2、86.4、86.2，处于该指标公布以来的同期低点，可见消费者的预期依然偏弱。

图2：CPI 当月同比



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：消费者信心指数



资料来源：wind，民生证券研究院

必选消费贡献主要社零增速，必选消费相比去年同期增速有所提升。24H1 各品类零售业务的表现存在差异，受到多种因素的影响，包括季节性、市场需求、价格波动和消费者购买习惯的变化。2024 年 7 月，粮油、食品类销售额同比增长为 9.9%，增速与去年同期相比大幅上升。

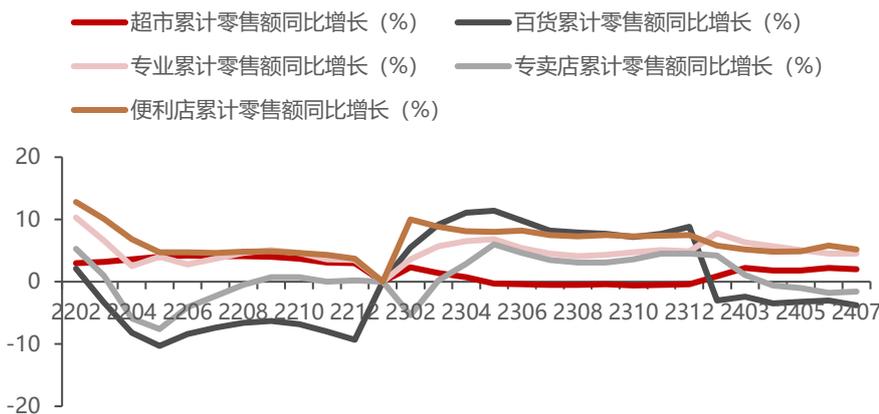
图4：社会消费品零售总额分品类增速

| | | 2024/07 | 2024/06 | 2024/05 | 2024/04 | 2024/03 | 24年1-2月 | 2023/12 | 2023/11 | 2023/10 | 2023/09 | 2023/08 | 2023/07 | 2023/06 |
|------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总额 | 社会消费品零售总额 | 2.7% | 2.0% | 3.7% | 2.3% | 3.1% | 5.5% | 7.4% | 10.1% | 7.6% | 5.5% | 4.6% | 2.5% | 3.1% |
| | 限额以上企业消费品总额 | -0.1% | -0.6% | 3.4% | 0.9% | 2.6% | 6.7% | 6.6% | 10.0% | 8.7% | 5.2% | 3.1% | 0.3% | 2.3% |
| 高频必选 | 粮油、食品类 | 9.9% | 10.8% | 9.3% | 8.5% | 11.0% | 9.0% | 5.8% | 4.4% | 4.4% | 8.3% | 4.5% | 5.5% | 5.4% |
| | 饮料 | 6.1% | 1.7% | 6.5% | 6.4% | 5.8% | 6.9% | 7.7% | 6.3% | 6.2% | 8.0% | 0.8% | 3.1% | 3.6% |
| | 烟酒 | -0.1% | 5.2% | 7.7% | 8.4% | 9.4% | 13.7% | 8.3% | 16.2% | 15.4% | 23.1% | 4.3% | 7.2% | 9.6% |
| | 日用品 | 2.1% | 0.3% | 7.7% | 4.4% | 3.5% | -0.7% | -5.9% | 3.5% | 4.4% | 0.7% | 1.5% | -1.0% | -2.2% |
| 高频可选 | 服装鞋帽针织纺织品 | -5.2% | -1.9% | 4.4% | -2.0% | 3.8% | 1.9% | 26.0% | 22.0% | 7.5% | 9.9% | 4.5% | 2.3% | 6.9% |
| | 化妆品 | -6.1% | -14.6% | 18.7% | -2.7% | 2.2% | 4.0% | 9.7% | -3.5% | 1.1% | 1.6% | 9.7% | -4.1% | 4.8% |
| 低频可选 | 金银珠宝 | -10.4% | -3.7% | -11.0% | -0.1% | 3.2% | 5.0% | 29.4% | 10.7% | 10.4% | 7.7% | 7.2% | -10.0% | 7.8% |
| | 通讯类器材 | 12.7% | 2.9% | 16.6% | 13.3% | 7.2% | 16.2% | 11.0% | 16.8% | 14.6% | 0.4% | 8.5% | 3.0% | 6.6% |
| | 家用电器和音像器材 | -2.4% | -7.6% | 12.9% | 4.5% | 5.8% | 5.7% | -0.1% | 2.7% | 9.6% | -2.3% | -2.9% | -5.5% | 4.5% |
| | 家具类 | -1.1% | 1.1% | 4.8% | 1.2% | 0.2% | 4.6% | 2.3% | 2.2% | 1.7% | 0.5% | 4.8% | 0.1% | 1.2% |
| 其它 | 汽车 | -4.9% | -6.2% | -4.4% | -5.6% | -3.7% | 8.7% | 4.0% | 14.7% | 11.4% | 2.8% | 1.1% | -1.5% | -1.1% |
| | 文化办公用品 | -2.4% | -8.5% | 4.3% | -4.4% | -6.6% | -8.8% | -9.0% | -8.2% | 7.7% | -13.6% | -8.4% | -13.1% | -9.9% |
| | 石油及制品 | 1.6% | 4.6% | 5.1% | 1.6% | 3.5% | 5.0% | 8.6% | 7.2% | 5.4% | 8.9% | 6.0% | -0.6% | -2.2% |
| | 建筑及装潢材料 | -2.1% | -4.4% | -4.5% | -4.5% | 2.8% | 2.1% | -7.5% | -10.4% | -4.8% | -8.2% | -11.4% | -11.2% | -6.8% |

资料来源：wind，民生证券研究院

零售业态 24 年 1-7 月份，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长 5.2%、4.5%、2.0%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.8%、1.6%。按零售业态分，24 年 1-4 月份，限额以上零售业单位中专业店、便利店、超市零售额同比分别增长 5.7%、4.8%、1.8%，百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.5%、0.6%。4-7 月份限额以上零售业单位中专业店、便利店、超市零售额持续稳定增长，百货店、品牌专卖店零售额下降放缓。

图5：限额以上分业态零售额同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 百货板块：上半年客流有所增长，客单价承压

1.1.1 百货板块总体情况

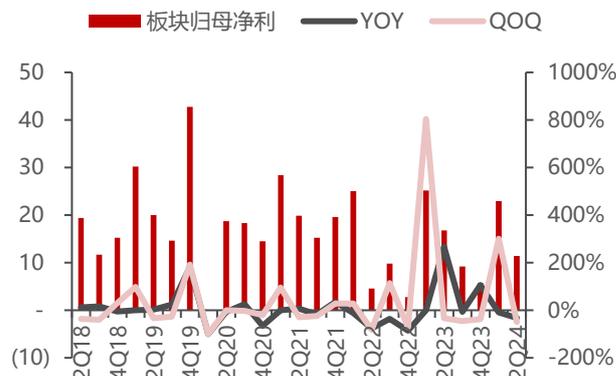
百货商店 2Q24 总体情况较上季度大幅回落，主要原因为竞争分流，包括线上分流、购物中心和奥特莱斯等业态分流。百货业态客流量稳步增长，但客单价有所下滑，24 年上半年客流量同比增长，2024 年上半年全国购物中心场均日客流 1.84 万人次，同比增长 4.0%。从上市公司的业绩来看，销售端，2Q24 营收为 113.86 亿元，较去年同期变化-66.2%。毛利率端，2Q24 板块的毛利为 36.70 亿元，毛利率为 32.2%，较 Q1 略有下降。费用端，2Q24 销售费用率为 18.7%，管理费用率为 6.9%，研发费用率为 0.2%。利润端，2Q24 板块归母净利润为 1.28 亿元，同比变化-92.4%。

图6：百货行业营收（亿元）及 YOY 和 QOQ



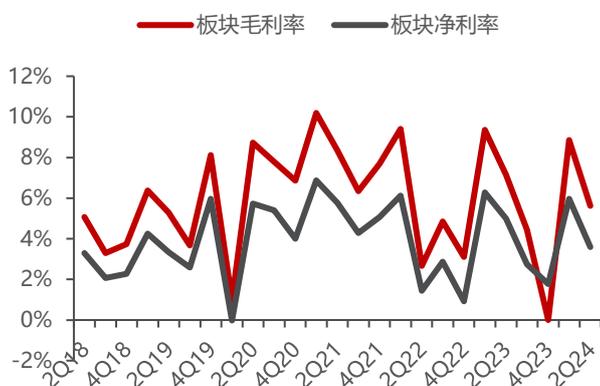
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：百货行业分季度归母净利润（亿元）及 YOY 和 QOQ



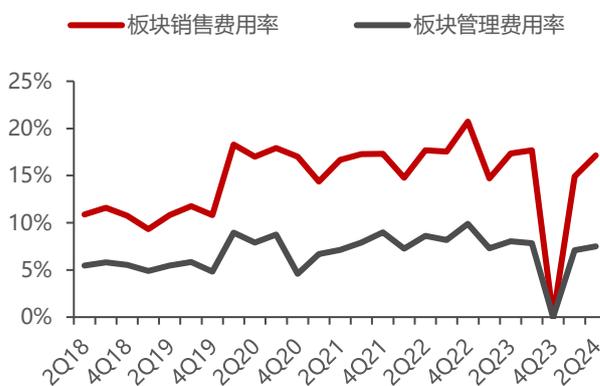
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：百货行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：百货行业分季度费用率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1.2 标的梳理

重庆百货：1H24 公司实现营收 89.80 亿元/yoy-11.56%，归母净利润 7.12 亿元/yoy-21.06%，扣非归母净利润 7.05 亿元/yoy-12.92%，非经损益 644 万元/yoy-92.98%，主要因为持有登康口腔股份的公允价值变动较大。投资收益 3.34 亿元/yoy-20.5%，扣除投资收益后的扣非归母净利润为 3.71 亿元/yoy-4.72%。2Q24 营收 41.30 亿元/yoy-18.52%，归母净利润 2.77 亿元/yoy-28.93%，扣非归母净利润 2.59 亿元/yoy-26.18%，投资收益 1.68 亿元/yoy-30.19%，扣除投资收益后的扣非归母净利润为 0.91 亿元/yoy-14.25%。

表1：百货标的 2Q24 的财务数据

| 单位： 亿元 | 收入 | yoy | 增速同比变 动 (pct) | 扣非归母 净利润 | yoy | 增速同比变 动 (pct) | 毛利率 | 同比变动 (pct) | 扣非净 利率 | 同比变动 (pct) |
|-----------|-------|--------|------------------|-------------|--------|------------------|-----|---------------|-----------|---------------|
| 王府井 | 27.27 | -9.5% | -33.50 | 1.27 | -45.8% | -279.94 | 41% | -0.40 | 4.7% | -3.12 |
| 天虹股份 | 27.78 | -2.4% | -5.23 | -0.10 | 68.9% | -10.28 | 37% | -1.87 | -0.4% | 0.78 |
| 重庆百货 | 41.30 | -18.5% | -27.60 | 2.59 | -26.2% | -147.02 | 25% | 0.15 | 6.3% | -0.60 |
| 合肥百货 | 16.98 | 2.4% | -16.48 | 0.68 | 31.6% | -673.70 | 28% | 1.04 | 4.0% | 0.88 |
| 友阿股份 | 2.75 | -16.6% | 12.89 | 0.36 | -12.2% | -413.07 | 68% | 3.85 | 13.2% | 0.64 |
| 欧亚集团 | 17.10 | 0.8% | -3.43 | 0.01 | 171.4% | 73.10 | 38% | -8.47 | 0.1% | 0.17 |
| 大商股份 | 15.75 | -7.6% | -7.83 | 1.52 | 16.0% | 5.05 | 41% | 0.86 | 9.6% | 1.96 |
| 武商集团 | 16.87 | 1.0% | -10.38 | 0.10 | 152.0% | 274.13 | 47% | -1.10 | 0.6% | 1.80 |
| 银座股份 | 13.26 | -5.8% | -18.48 | 0.10 | 554.9% | 664.06 | 40% | 2.28 | 0.7% | 0.81 |
| 杭州解百 | 4.20 | -12.0% | -22.17 | 0.66 | -2.1% | -48.29 | 78% | -0.09 | 15.8% | 1.59 |
| 新华百货 | 14.03 | 2.4% | 5.55 | 0.05 | -58.3% | -378.90 | 27% | 2.94 | 0.4% | -0.55 |
| 文峰股份 | 4.43 | -16.3% | -14.15 | 0.18 | 30.6% | 52.48 | 46% | 1.84 | 4.0% | 1.43 |
| 友好集团 | 3.46 | -13.0% | -3.87 | -0.10 | 93.3% | 454.33 | 30% | -4.17 | -2.9% | 34.43 |
| 广百股份 | 16.85 | 12.7% | -18.57 | -0.02 | 53.5% | -27.57 | 18% | -1.77 | -0.1% | 0.20 |
| 百联股份 | 63.44 | -7.4% | -7.73 | 0.39 | -56.9% | -186.21 | 27% | -1.84 | 0.6% | -0.56 |
| 居然之家 | 32.10 | 1.7% | 2.34 | 3.02 | -33.3% | -20.37 | 30% | -5.19 | 9.4% | -4.93 |

资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 超市板块：持续走弱，2Q24 板块总体仍未盈利

1.2.1 超市板块总体情况

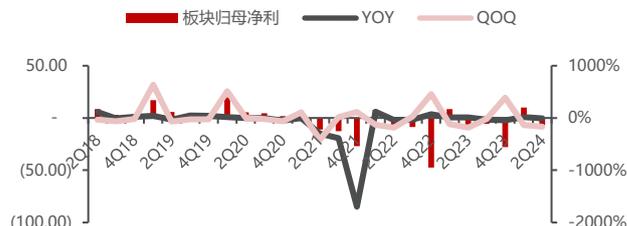
新兴的零售模式对传统超市造成了冲击，导致没有及时进行转型的传统超市逐渐陷入了经营困境。超市板块主要涉及的必需消费品需求相对稳定，但也容易受到价格竞争的压力。销售端，2Q24 营收为 279.28 亿元，较去年同期-8.4%。毛利率端，2Q24 板块的毛利为 61.77 亿元，毛利率为 22.1%/-1.2pct。费用端，2Q24 销售费用率为 20.5%，管理费用率为 3.1%，研发费用率为 0.3%。利润端，2Q24 板块归母净利为-6.85 亿元，去年同期为-7.20 亿元。

图10: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



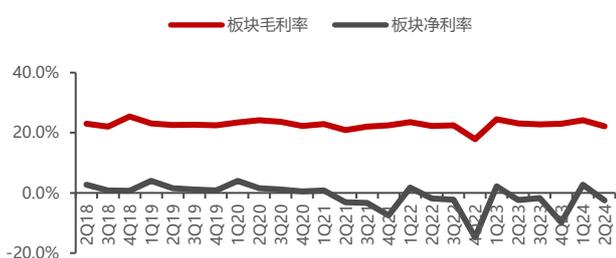
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 超市行业分季度归母净利(亿元)及 YOY 和 QOQ



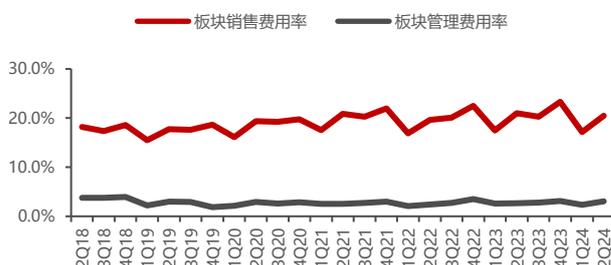
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 超市行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 超市行业分季度费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2.2 标的梳理

永辉超市

公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 377.79 亿元/yoy-10.10%, 归母净利润-2.75 亿元, 扣非归母净利润 6.29 亿元; 单 2024Q2 来看, 公司实现营业收入 161.14 亿元/yoy-11.58%, 归母净利润-4.61 亿元, 扣非归母净利润 0.30 亿元。2024H1 公司综合毛利率为 21.57%/-0.42pct。

红旗连锁

公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 51.86 亿元/yoy+3.65%, 归母净利润 4.07 亿元/yoy+13.99%, 扣非归母净利润 3.92 亿元/2.89%; 单 2024Q2 来看, 公司实现营业收入 25.15 亿元/yoy+2.73%, 归母净利润 1.03 亿元/yoy-10.43%, 扣非归母净利润 2.41 亿元/yoy0%。2024H1 公司综合毛利率为 28.98%/-0.36pct。

家家悦

公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 93.62 亿元/yoy+2.98%, 归母净利润 1.70 亿元/yoy-7.72%, 扣非归母净利润 1.54 亿元/-10.65%; 单 2024Q2 来看, 公司实现营业收入 41.73 亿元/yoy+4.46%, 归母净利润 0.24 亿元/yoy+71.55%, 扣非归母净利润 0.19 亿元/yoy+820.4%。2024H1

公司综合毛利率为 23.57%/-0.52pct。

表2：超市标的 2Q24 财务数据

| 单位： 亿元 | 收入 | yoy | 增速同比 变动 (pct) | 扣非归母 净利润 (亿元) | yoy | 增速同比 变动 (pct) | 毛利率 | 同比变动 (pct) | 扣非净利 率 | 同比变动 (pct) |
|-----------|--------|--------|---------------------|---------------------|---------|---------------------|-----|---------------|-----------|---------------|
| 中百集团 | 24.50 | -12.5% | -12.70 | -1.37 | -572.3% | -598.22 | 22% | -3.57 | -5.6% | -4.87 |
| 步步高 | 7.84 | 3.5% | 73.48 | -0.93 | 74.6% | 594.50 | 37% | -6.02 | -11.9% | 36.60 |
| 人人乐 | 3.86 | -41.2% | -15.14 | -1.42 | 31.9% | 53.33 | 31% | 6.42 | -36.8% | -5.02 |
| 红旗连锁 | 25.15 | 2.7% | 2.52 | 0.90 | -12.7% | -28.08 | 28% | -0.52 | 3.6% | -0.63 |
| 三江购物 | 9.01 | 0.2% | 10.69 | 0.22 | -8.4% | -121.15 | 27% | -0.81 | 2.4% | -0.20 |
| 永辉超市 | 161.14 | -11.6% | 3.60 | -5.69 | -9.7% | -12.56 | 20% | -0.97 | -3.5% | -0.69 |
| 家家悦 | 41.73 | -0.2% | 1.83 | 0.18 | -58.3% | -80.47 | 23% | -0.45 | 0.4% | -0.47 |
| 国光连锁 | 6.03 | 12.1% | 5.97 | -0.11 | 27.8% | 154.69 | 22% | -2.19 | -1.9% | 1.03 |

资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 跨境电商：业绩表现分化，精品及品牌卖家更具增长韧性

1.3.1 海外消费跟踪：美国零售总额波动下滑，消费者信心有所回落

美国消费总额波动下滑。零售总额从 4 月的 0.70 万亿美元上涨至 5 月份的 0.74 万亿美元，6 月份又回落至 0.70 万亿美元，7 月份缓慢回升至 0.72 万亿美元。同比增速先降后升，分别为 yoy+3.82%/+3.12%/-0.06%/+4.00%。总体而言，24Q2 销售数据呈现波动状况，同比增速随之波动。

图14：美国零售和食品服务销售额（百万美元）及同比增速

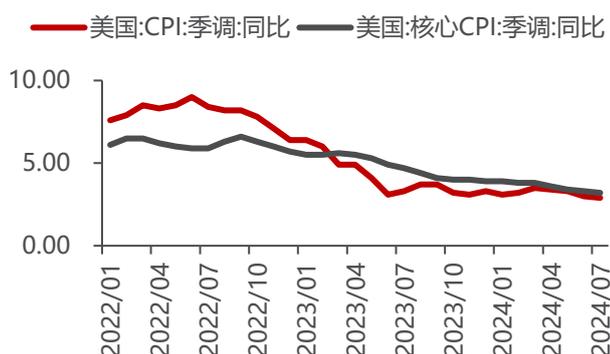


资料来源：wind，民生证券研究院

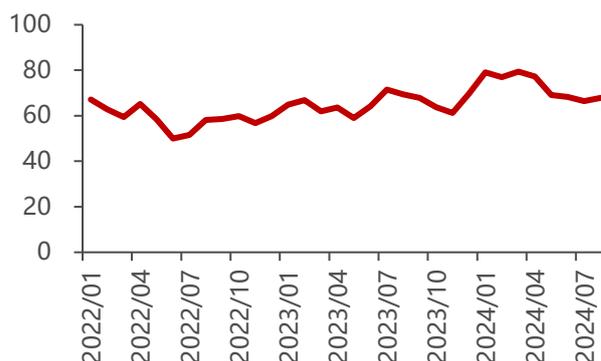
24Q2 核心通胀延续回落。24Q2 美国 CPI 同比增速从 4 月份的 3.40% 下降至 5 月份的 3.30%，6 月份和 7 月份持续下降，分别下降至 3.00% 和 2.90%。此外，环比增幅亦略有下降，环比增幅为 0.2%。第二季度改善了上季度的上升趋势，但仍高于美联储 2% 的目标。核心 CPI 同比增速逐渐下降，从 4 月份的 3.60% 下降至 7 月份的 3.20%。6 月份剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增速为 2.6% 持平前值，创 2021 年 3 月以来新低，环比增速从 5 月的 0.1% 反弹至 0.2%，

但符合市场预期。第二季度 CPI 下降因素为通胀压力的显著缓解、生产价格指数 PPI 的下降。

消费者信心回落。24Q2 美国消费者信心指数逐渐回落, 从 4 月份的 77.20 下降至 8 月份的 67.80, 降至 9 个月最低点。消费者信心转弱的主要原因是经济增长放缓、劳动市场状况不佳以及政治不稳定等因素。消费者 1 年通胀预期从 5 月份的 3.3% 降至 8 月份的 2.90%, 5 年期预期通胀仍处于 3%。

图15: CPI 及核心 CPI 同比增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 美国密歇根大学消费者信心指数


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 美国零售总额分品类同比增速

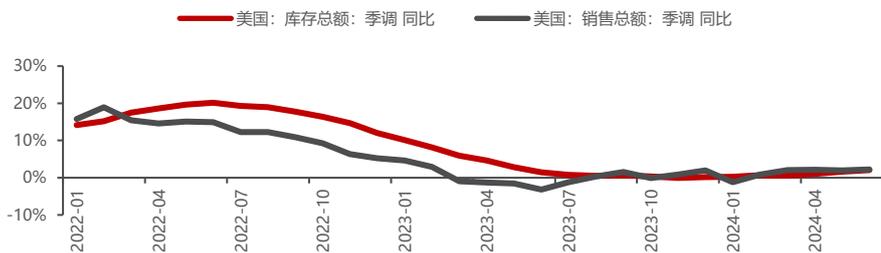
| | | 2024/07 | 2024/06 | 2024/05 | 2024/04 | 2024/03 | 2024/02 | 2024/01 | 2023/12 | 2023/11 | 2023/10 | 2023/09 | 2023/08 | 2023/07 |
|------|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总额 | 零售和餐饮服务销售额 | 4.0% | -0.1% | 3.1% | 3.8% | 2.2% | 6.3% | 1.6% | 4.0% | 4.2% | 2.9% | 3.9% | 3.5% | 2.2% |
| | 不包括机动车辆及零部件店 | 4.2% | 1.4% | 3.4% | 3.7% | 2.8% | 6.1% | 1.8% | 3.6% | 3.8% | 3.0% | 3.3% | 3.2% | 1.3% |
| 非耐用品 | 食品和饮料店 | 2.5% | 1.9% | 2.9% | -1.1% | 3.0% | 3.8% | 1.2% | 0.4% | 0.9% | -0.2% | 2.2% | 2.6% | 1.1% |
| | 保健和个人护理店 | 6.5% | -1.9% | 0.9% | 2.5% | -1.1% | 5.7% | 5.1% | 7.3% | 9.5% | 11.9% | 6.4% | 8.2% | 5.9% |
| | 加油站 | 0.7% | -1.2% | 2.1% | 3.0% | -2.3% | -0.1% | -7.1% | -7.3% | -10.2% | -7.8% | -3.4% | -8.2% | -21.4% |
| | 服装及服装配饰店 | 1.7% | 3.1% | 5.6% | -1.0% | 1.9% | 6.5% | 0.4% | 3.6% | 1.9% | -1.3% | 0.8% | 3.9% | 1.6% |
| | 运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店 | -5.0% | -4.9% | -3.3% | -7.4% | -2.6% | 2.0% | -1.9% | -4.8% | -1.6% | -2.5% | -0.7% | -2.1% | 0.0% |
| | 日用品商场 | 1.1% | 3.1% | 4.1% | -1.7% | 9.3% | 4.8% | -0.3% | 1.9% | 0.8% | -0.1% | 2.1% | 2.8% | 1.7% |
| | 杂货店 | 3.9% | 1.0% | 5.4% | 8.9% | 6.9% | 9.4% | 2.8% | 3.0% | 6.6% | 4.1% | 0.8% | -5.2% | -0.9% |
| 耐用品 | 无店铺商販 | 11.6% | 4.8% | 6.1% | 12.1% | 5.5% | 11.5% | 10.8% | 9.9% | 11.6% | 12.7% | 8.7% | 10.1% | 12.4% |
| | 食品服务和饮吧 | 2.1% | 3.5% | 6.3% | 5.6% | 6.3% | 10.7% | 3.2% | 11.1% | 11.1% | 7.9% | 10.8% | 9.6% | 10.0% |
| | 电子和家用电器店 | 7.2% | -1.0% | 5.0% | 4.2% | -4.0% | 6.0% | -4.5% | 1.4% | 3.7% | 0.8% | -1.4% | -2.4% | -4.6% |
| | 家具和家用装饰店 | 0.0% | -7.4% | -2.6% | -4.1% | -11.5% | -5.3% | -11.8% | -5.3% | -4.0% | -9.5% | -5.4% | -5.3% | -5.0% |
| | 机动车辆及零部件店 | 3.1% | -6.0% | 1.9% | 4.4% | -0.3% | 6.8% | 0.5% | 6.3% | 5.8% | 2.5% | 6.8% | 4.7% | 6.3% |
| | 建筑材料、园林设备和物料店 | 5.3% | -5.6% | -4.1% | 3.8% | -7.6% | -0.7% | -6.8% | -6.2% | -2.3% | -3.0% | -6.8% | -3.1% | -4.0% |

资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3.2 海外库存跟踪: 库存同比增速有所上升, 零售商库存增速最快

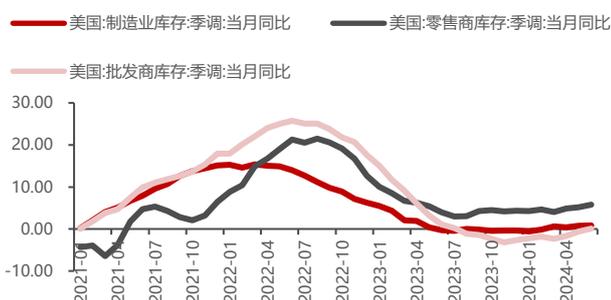
库存同比逐渐恢复。从库存情况来看, 库存同比增速略有上升, 从 24 年 4 月的 1.00% 上升至 6 月的 2.09%。分行业看, 制造业、零售商、批发商库存均有所上升, 零售商库存同比增速最快, 24 年 6 月, 制造业/零售业/批发商库存同比分别 +0.87%/+5.78%/+0.11%, 库销比分别为 1.46/1.32/1.37。

图18: 美国零售额同比及库存同比情况



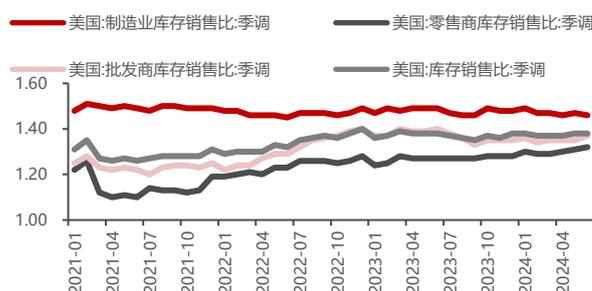
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 美国分行业库存情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

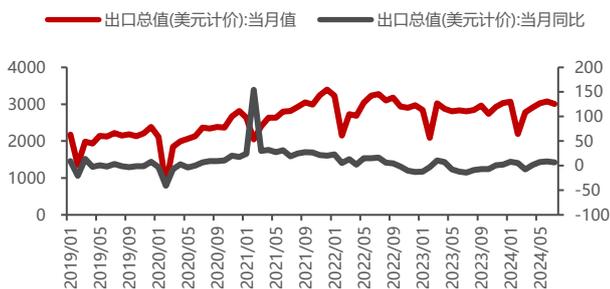
图20: 美国分行业库存销售比



资料来源: wind, 民生证券研究院

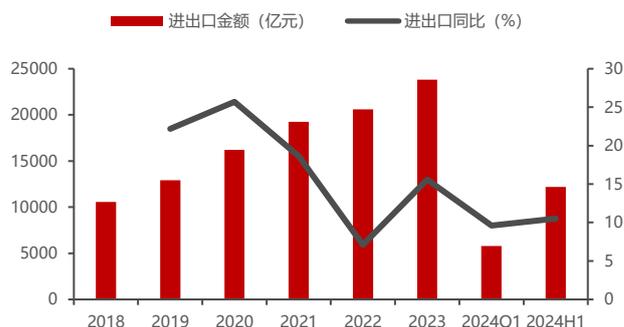
跨境电商进出口规模保持高于外贸整体增速的水平。2024 年上半年实现进出口总额 2.98 万亿美元/yoy+2.89%，其中跨境电商进出口额 1.22 万亿元/yoy+10.5%，超出整体进出口大盘增速。截至 24 年上半年，我国境内已有超过 10 万家主体的跨境电商企业。亚马逊全球开店公布的最新数据显示，过去两年，在亚马逊全球站点销售额超过 100 万美元的中国卖家数量增长了近 55%。

图21: 出口总额 (亿美元) 及同比变化 (右轴)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 跨境电商进出口金额 (亿元) 及同比变化 (右轴)



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3.3 跨境电商板块总体情况: 毛利率保持增长, 盈利能力不断增强

随着产业结构升级、政策鼓励和技术进步的深入推进, 跨境电商行业迎来了新的发展机遇。销售端, 2Q24 营收分别为 247.53 亿元, 较去年同期增长 14.3%。毛利率端, 2Q24 板块毛利为 19.40 亿元, 毛利率为 32.7%。费用端, 2Q24 销售费用率为 18.0%, 管理费用率为 4.4%, 研发费用率为 3.2%。利润端, 2Q24 板块

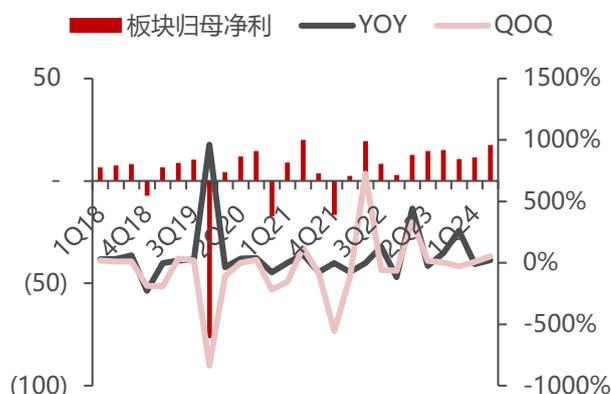
归母净利润为 17.60 亿元，同比增速为 20.3%。

图23: 跨境电商行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



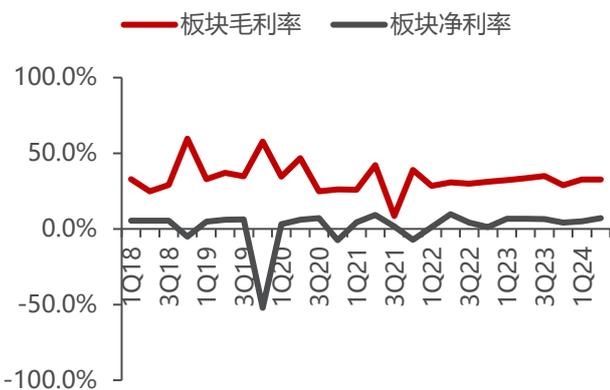
资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 跨境电商行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



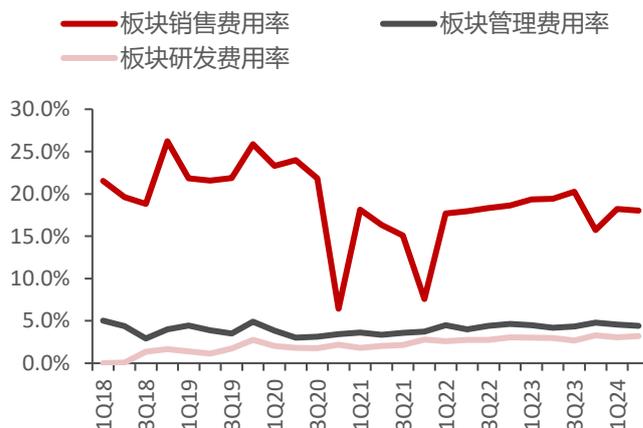
资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 跨境电商行业分季度毛利率和净利率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 跨境电商行业分季度费用率水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3.4 标的梳理

华凯易佰: 24H1 实现收入 35.19 亿元/yoy+17.60%，归母净利润 1.35 亿元/yoy-35.31%，扣非归母净利润 1.30 亿元/yoy-32.36%。24Q2 实现收入 18.22 亿元/yoy+12.95%，归母净利润 0.53 亿元/yoy-60.12%，扣非归母净利润 0.53 亿元/yoy-55.80%。

小商品城: 24H1 公司实现营收 67.66 亿元/yoy+31.10%，归母净利润 14.48 亿元/yoy-27.54%，扣非归母净利润 14.19 亿元/yoy-22.86%，投资收益 1.08 亿元/yoy-89.55%，剔除投资收益的主业利润 13.40 亿元/yoy+38.88%。24Q2 公司实现营收 40.85 亿元/yoy+34.36%，归母净利润 7.35 亿元/yoy-5.31%，扣非

归母净利润 7.28 亿元/yoy-4.14%，投资收益 0.66 亿元/yoy-74.40%，剔除投资收益的主业利润 6.69 亿元/yoy+28.84%。

赛维时代：1) 1H24：公司实现营收 41.77 亿元/yoy+50.65%，归母净利润 2.36 亿元/yoy+56.69%，扣非归母净利润 2.10 亿元/yoy+47.21%。2) 2Q24：公司实现营收 23.78 亿元/yoy+55.52%，归母净利润 1.50 亿元/yoy+51.99%，扣非归母净利润 1.39 亿元/yoy+44.22%。

乐歌股份：1H24 公司实现营业收入 24.27 亿元/yoy+44.64%，归母净利润 1.60 亿元/yoy-63.86%，归母净利润大幅下滑主要系 23 年 1 月出售海外仓，增加当期资产转让未扣除转让所得税的收益约 7352 万美元，使得基数较高，扣非归母净利润 1.07 亿元/yoy+29.95%。其中 2Q24 实现营收 13.06 亿元/yoy+48.08%，归母净利润 0.80 亿元/yoy+74.02%，主要系 23Q2 远期锁汇公允价值变动损失 3973 万元导致基数较低，扣非归母净利润 0.66 亿元/yoy+6.47%。

吉宏股份：24H1 实现收入 24.53 亿元/yoy-21.97%，归母净利润 0.72 亿元/yoy-61.80%，扣非归母净利润 0.63 亿元/yoy-64.18%。24Q2 实现收入 11.29 亿元/yoy-36.15%，归母净利润 0.30 亿元/yoy-75.17%，扣非归母净利润 0.25 亿元/yoy-77.66%。

苏美达：1) 2024 年 H1 实现营收 559.28 亿元/yoy-13.30%，归母净利润 5.70 亿元/yoy+12.12%，扣非归母净利润 4.93 亿元/yoy+15.68%。实现进出口总额 64.17 亿美元/yoy+8%，其中进口 38.74 亿美元/yoy+3%；出口 25.43 亿美元/yoy+16%。2) 24Q2 实现营收 321.83 亿元/yoy-3.94%，归母净利润 3.05 亿元/yoy+19.08%，扣非归母净利润 2.62 亿元/yoy+24.94%。

表3：跨境电商的 2Q24 财务数据

| 单位： 亿元 | 收入 | yoy | 增速同比 变动 (pct) | 扣非归母 净利润 | yoy | 增速同比 变动 (pct) | 毛利率 | 同比变动 (pct) | 扣非净利 率 | 同比变动 (pct) |
|-----------|-------|--------|---------------------|-------------|--------|---------------------|-------|---------------|-----------|---------------|
| 联络互动 | 23.14 | -6.3% | 6.47 | -2.12 | 37.1% | 1084.42 | 8.6% | -0.50 | -9.2% | -3.72 |
| 焦点科技 | 4.09 | 4.2% | 0.66 | 1.58 | 11.2% | -27.03 | 81.2% | 2.95 | 38.5% | 12.43 |
| 跨境通 | 16.43 | -13.3% | -11.47 | -0.04 | 21.5% | 94.63 | 11.0% | -2.08 | -0.2% | -141.23 |
| 吉宏股份 | 11.29 | -36.1% | -60.80 | 0.25 | -75.2% | -139.47 | 40.7% | -7.20 | 2.2% | -77.66 |
| 星徽股份 | 4.35 | 13.8% | 56.46 | -0.02 | 118.4% | 378.25 | 21.5% | -4.31 | -0.5% | -113.06 |
| 华凯易佰 | 18.22 | 12.9% | -43.37 | 0.53 | -60.1% | -231.55 | 36.9% | -1.55 | 2.9% | -55.80 |
| 赛维时代 | 23.78 | 55.5% | 26.06 | 1.39 | 52.0% | 31.05 | 46.0% | -23.25 | 5.9% | 44.22 |
| 华鼎股份 | 23.60 | 4.7% | -29.16 | 0.79 | -3.8% | 80.48 | 17.8% | 0.75 | 3.4% | -4.74 |
| 致欧科技 | 18.79 | 36.5% | 36.92 | 0.64 | -27.9% | -95.14 | 33.9% | -2.16 | 3.4% | -50.40 |
| 巨星科技 | 33.95 | 26.2% | 46.11 | 7.75 | 36.9% | 12.58 | 32.7% | 2.03 | 22.8% | 24.77 |
| 乐歌股份 | 13.06 | 48.1% | 35.75 | 0.66 | 74.0% | 132.89 | 31.4% | -3.07 | 5.0% | 6.47 |
| 安克创新 | 52.71 | 42.4% | 20.00 | 4.50 | 9.2% | -27.10 | 45.2% | 0.55 | 8.5% | 49.89 |
| 三态股份 | 4.12 | -9.6% | -21.61 | 0.10 | -65.5% | -91.83 | 28.3% | 28.33 | 2.3% | -76.85 |

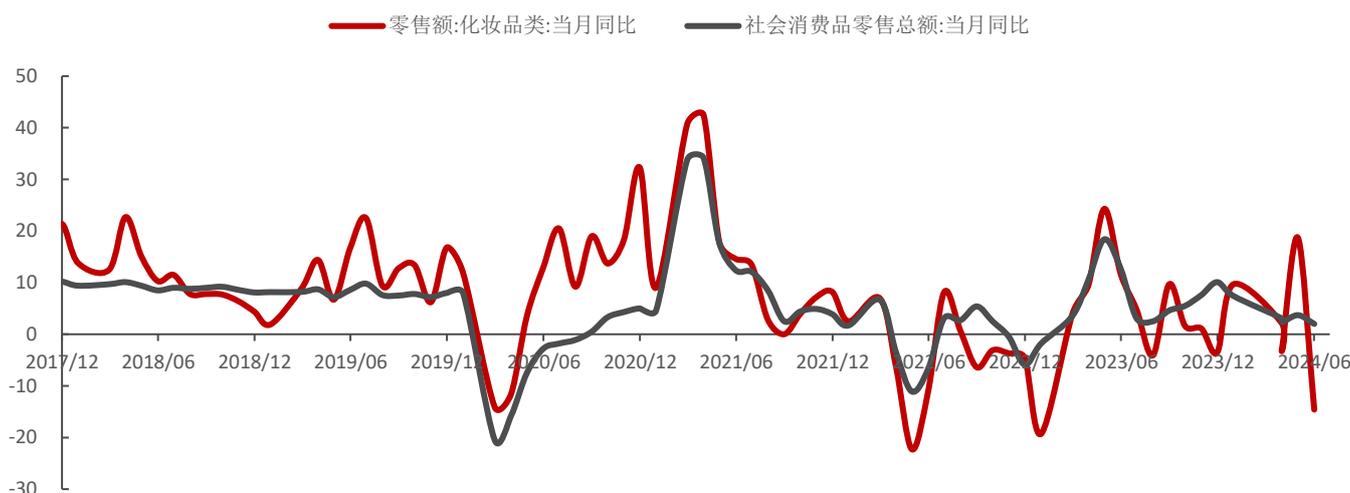
资料来源：wind，民生证券研究院

2 美妆：24H1 板块弱增长，电商平台重回 GMV 逻辑，头部国货美妆表现亮眼

2.1 化妆品板块总览：24H1 化妆品社零同比+1%，电商平台逐步回归“GMV 增长”为核心的运营模式

“618”大促提前，5月化妆品零售额增速显著优于社零整体。根据国家统计局数据，24H1 社零整体为 235969 亿元，同比+3.7%，其中化妆品类商品零售额为 2168.1 亿元，同比+1.0%，低于社零整体增速。24Q2 社零总额为 115642 亿元，同比+2.64%；化妆品类商品零售额为 1088.5 亿元，同比+3.00%，其中 5 月化妆品社零增速为 18.7%，显著快于社零整体，我们认为主因天猫等线上平台将“618”大促提前至 5 月 20 日/5 月 24 日启动，部分消费活动提前至 5 月。

图27：社零总额同比增速 VS 化妆品行业同比增速



资料来源：ifind，国家统计局，民生证券研究院

抖音持续高增，24H1 抖音美妆销售占大盘的比例约 48%。根据久谦数据，24H1 天猫+抖音+京东美妆实现 GMV 1360.26 亿元/yoy+5.22%，其中，**1) 天猫美妆** GMV 为 520.06 亿元/yoy-12.06%，GMV 占比 38.23%/yoy-7.51pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比-13.77%，彩妆 GMV 同比-7.02%；**2) 抖音美妆** 24H1 实现 GMV 649.86 亿元/yoy+30.81%，GMV 占比 47.77%/yoy+9.35pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比+26.74%，彩妆 GMV 同比+41.61%。

24Q2，天猫+抖音+京东美妆 GMV 为 767.09 亿元/yoy+5.18%，其中 **1) 天猫美妆** 实现 GMV 324.80 亿元/yoy-10.94%，其中美容护肤 GMV 同比-12.74%，彩妆 GMV 同比-4.90%；**2) 抖音美妆** 实现 GMV 335.86 亿元/yoy+30.05%，其中美容护肤 GMV 同比+25.18%，彩妆 GMV 同比+43.83%。

图28: 天猫美妆销售额 (亿元) 及增速



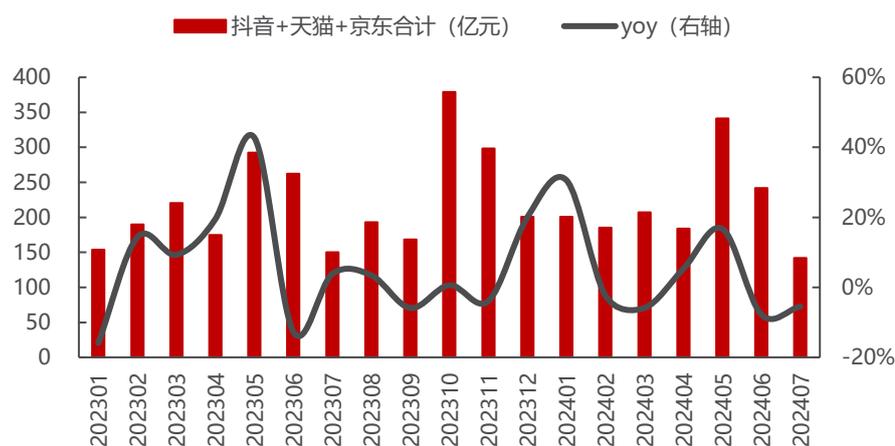
资料来源: 久谦数据, 民生证券研究院

图29: 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30: 天猫+京东+抖音美妆销售额 (亿元) 及增速

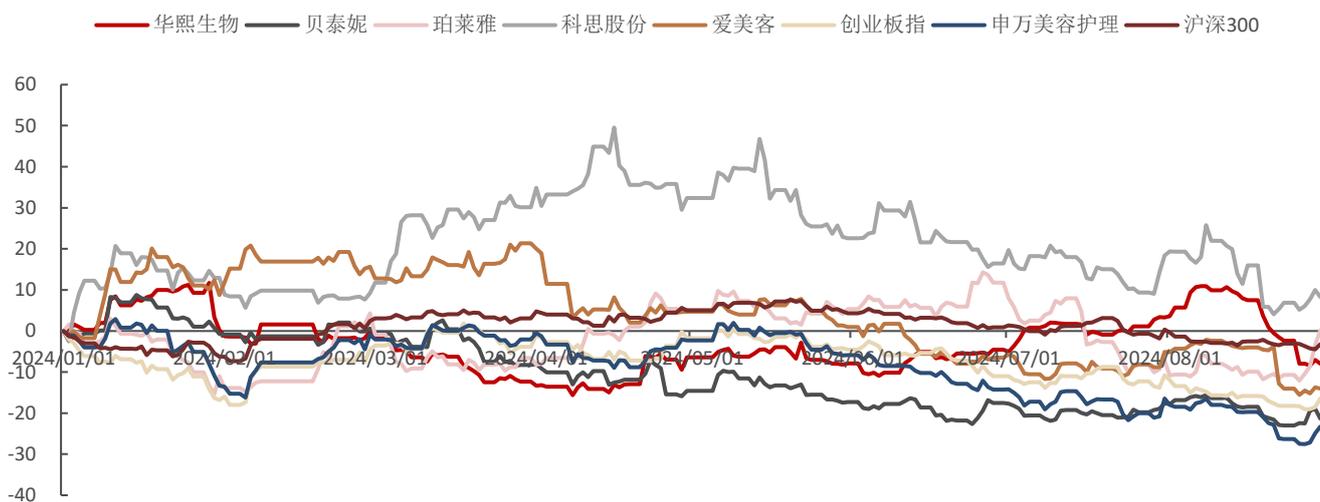


资料来源: 久谦数据, 民生证券研究院

各平台转变策略, 从“低价风暴”到注重 GMV 增长, 品牌方在线上有望获得更加良性的增长。 淘天集团于 24 年“618”结束后召开商家闭门会, 宣布弱化绝对低价战略, 搜索权不再以商品价格越低, 获得流量越多的“五星价格力”体系为准, 而是更侧重于按 GMV 分配; 近日, 抖音电商计划对经营目标进行重大调整, 不再把“价格力”放在首位, 下半年将重点追求 GMV (成交额) 增长; 我们认为, 聚焦 GMV 增长的战略将更利于已经具备较大影响力、积累较多客群的头部品牌获得平台流量, 同时品牌方可以较好控制线上产品定价和盈利空间, 有望实现更加良性的增长。

美护板块 24 年年初至今跌幅-23.25%，相对大盘表现较弱。沪深 300、创业板、申万美护指数自 24 年年初至今（2024 年 8 月 30 日）涨跌幅分别为-3.20%、-16.44%、-23.25%，申万美护指数相对沪深 300 指数的超额收益为-20.05%。从个股情况来看，头部医美美妆标的中珀莱雅、科思股份的超额收益表现较好。

图31：部分指数与上市公司 24 年初至今（截至 24 年 8 月 30 日）超额收益 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：华熙生物、贝泰妮、科思股份、爱美客为相对创业板的超额收益，珀莱雅为相对沪深 300 的超额收益。

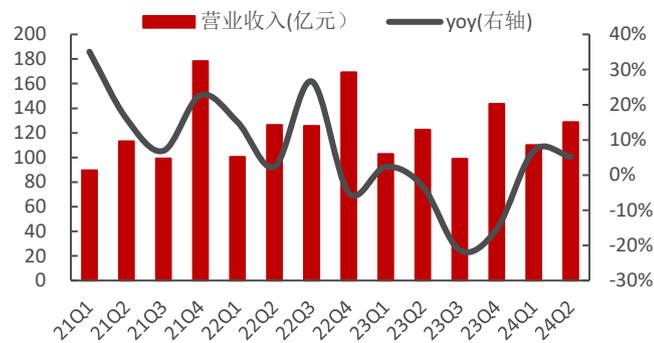
2.2 化妆品产业链各环节财务数据分析

2.2.1 总体收入及盈利能力

美护板块收入增长明显，营销力度加大赋能业务推进。1) 从业绩端看，24H1，美护板块整体实现营收 238.77 亿元/yoy+5.98%，实现归母净利润 31.18 亿元/yoy+6.99%；24Q2 整体实现营收 128.77 亿元/yoy+5.20%，实现归母净利润 15.31 亿元/yoy-1.77%。2) 从盈利能力看，①毛利率端，24H1 美护板块整体实现毛利率 63.48%，同比+2.49pct；24Q2 板块整体实现毛利率 63.40%，同比+0.92pct，环比-0.18pct；②费率端，24H1 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 38.91%/5.79%/3.15%，同比+2.26/-0.50/-0.13pct，其中销售费用率上升主要系各品牌持续加码营销推广提高品牌曝光度，线上竞争激烈流量成本高涨等；24Q2 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 40.50%/5.48%/3.18%，同比+2.71/-0.42/-0.11pct，环比+3.44/-0.67/+0.06pct；③净利率端，24H1 美护板块整体归母净利率为 13.06%，同比+0.12pct；24Q2 板块整体归母净利率为 11.89%，同比-0.84pct，环比-2.54pct。

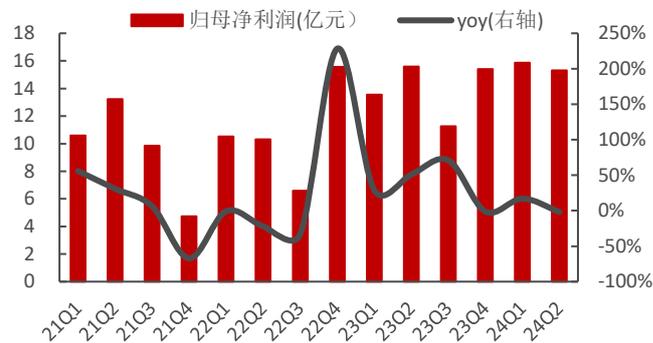
注：板块计算标的包含上海家化、水羊股份、珀莱雅、润本股份、丸美股份、贝泰妮、华熙生物、福瑞达、青松股份、科思股份、嘉亨家化。

图32：美妆标的单季度营收及增长率



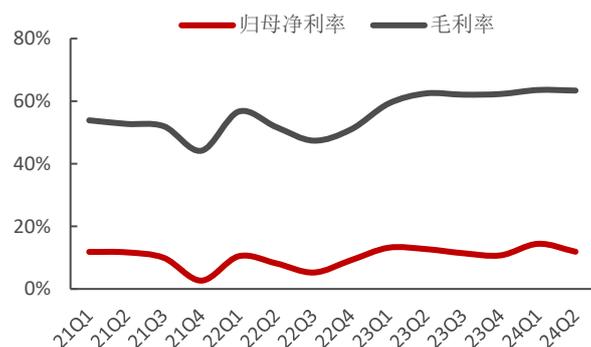
资料来源：ifind，民生证券研究院

图33：美妆标的单季度归母净利润及增长率



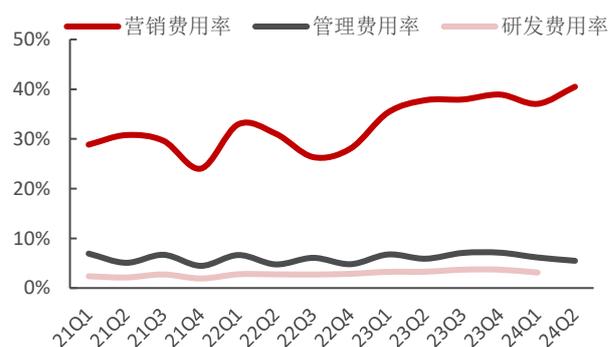
资料来源：ifind，民生证券研究院

图34：美妆标的单季度毛利率及归母净利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图35：美妆标的单季度三费率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

上游端：行业需求疲弱影响公司收入规模增长，青松股份业绩表现亮眼。24H1，上游厂商整体营收 26.85 亿元/yoy+4.91%，归母净利 4.23 亿元/yoy+39.73%。单季度看，24Q2 上游厂商整体营收 13.89 亿元/yoy+2.23%，归母净利 2.12 亿元/yoy+14.68%，其中青松股份 24Q2 归母净利润实现扭亏为盈，主要系①原材料采购成本下降、②生产工序优化及数字化工厂建设降低生产成本、③公司资产折旧、摊销成本均同比下降。

品牌端：品牌表现分化持续，产品矩阵、组织架构、营销等方面优势突出的企业领跑行业。24H1，重点美妆上市公司整体实现营收 211.92 亿元/yoy+6.12%，其中水羊股份/珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/敷尔佳同比实现正增长；24H1 整体归母净利 26.95 亿元/yoy+3.20%，归母净利率 12.72%/yoy-0.36pct，其中珀莱雅/润本股份/丸美股份归母净利润均同比实现正增长，同比增速分别为 40.48%、50.69%、35.09%。单季度看，24Q2 重点美妆上市公司整体实现营收 114.87 亿元，yoy+5.58%，其中水羊股份/珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/敷尔佳同比实现正增长，同比增速分别为 1.41%、40.59%、35.00%、18.58%、13.51%、

7.06%；此外，上海家化 24Q2 营收同比下滑 14.21%，组织架构调整期间业绩起伏加剧。24Q2 整体归母净利 13.19 亿元/yoy-3.99%，归母净利率 11.48%/yoy-1.14pct，其中珀莱雅/润本股份/丸美股份/贝泰妮/福瑞达归母净利润同比正增长。

表4：2024H1 美妆上市公司营收及归母净利润数据

| 公司名称 | 24H1 营收 (亿元) | yoy (%) | 增速同比变化 (pct) | 24H1 归母净利润 (亿元) | yoy (%) | 增速同比变化 (pct) |
|-----------|-----------------|-------------|-----------------|--------------------|-------------|-----------------|
| 上海家化 | 33.21 | -8.51 | -6.21 | 2.38 | -20.93 | -111.83 |
| 水羊股份 | 22.93 | 0.14 | -3.86 | 1.06 | -25.74 | -97.75 |
| 珀莱雅 | 50.01 | 37.90 | -0.23 | 7.02 | 40.48 | -27.74 |
| 润本股份 | 7.44 | 28.47 | -3.46 | 1.80 | 50.69 | -1.41 |
| 丸美股份 | 13.52 | 27.65 | -2.00 | 1.77 | 35.09 | 23.46 |
| 贝泰妮 | 28.05 | 18.45 | 2.94 | 4.84 | 7.50 | -6.41 |
| 敷尔佳 | 9.40 | 8.17 | 1.84 | 3.40 | -3.71 | -2.62 |
| 华熙生物 | 28.11 | -8.61 | -13.39 | 3.42 | -19.51 | -9.24 |
| 福瑞达 | 19.25 | -22.15 | 26.70 | 1.27 | -33.18 | -33.82 |
| 青松股份 | 8.58 | -7.14 | 27.61 | 0.07 | 111.13 | 49.97 |
| 科思股份 | 14.05 | 18.01 | -27.08 | 4.21 | 20.24 | -118.45 |
| 嘉亨家化 | 4.22 | -5.12 | -1.81 | -0.05 | -139.85 | -91.39 |
| 总计 | 238.77 | 5.98 | 8.59 | 31.18 | 6.99 | -27.75 |

资料来源：ifind，民生证券研究院

表5：24Q2 美妆上市公司营收及归母净利润数据

| 公司名称 | 24Q2 营收 (亿元) | yoy (%) | 增速同比变化 (pct) | 24Q2 归母净利润 (亿元) | yoy (%) | 增速同比变化 (pct) |
|-----------|-----------------|-------------|-----------------|--------------------|--------------|-----------------|
| 上海家化 | 14.15 | -14.21 | -17.47 | -0.18 | -125.80 | -395.02 |
| 水羊股份 | 12.61 | 1.41 | -6.17 | 0.66 | -27.17 | -146.22 |
| 珀莱雅 | 28.20 | 40.59 | -5.62 | 3.99 | 36.84 | -73.58 |
| 润本股份 | 5.77 | 35.00 | - | 1.45 | 46.99 | - |
| 丸美股份 | 6.91 | 18.58 | -15.52 | 0.66 | 26.71 | 25.89 |
| 贝泰妮 | 17.08 | 13.51 | -7.70 | 3.07 | 5.20 | -11.94 |
| 敷尔佳 | 5.31 | 7.06 | 0.00 | 1.89 | -2.83 | -2.02 |
| 华熙生物 | 14.50 | -18.09 | -23.44 | 0.98 | -56.10 | -38.05 |
| 福瑞达 | 10.35 | -13.85 | 50.33 | 0.68 | 11.66 | 61.95 |
| 青松股份 | 4.78 | -9.31 | 18.40 | 0.13 | 194.17 | 108.19 |
| 科思股份 | 6.93 | 15.00 | -32.89 | 2.02 | 6.00 | -108.24 |
| 嘉亨家化 | 2.19 | -4.82 | -15.52 | -0.03 | -130.81 | -114.86 |
| 总计 | 128.77 | 5.20 | 8.38 | 15.31 | -1.77 | -52.79 |

资料来源：ifind，民生证券研究院

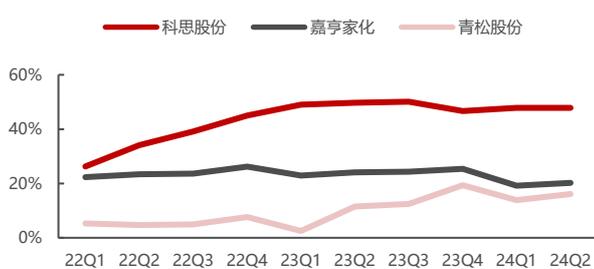
2.2.2 化妆品产业链各环节毛利率比较：上游厂商降本提效优化毛利率水平，品牌商持续优化产品结构提升毛利率

1) 青松股份毛利率大幅优化推动板块毛利率提高。24H1 上游厂商整体毛利率 32.95%，同比+3.15pct，主要受益于青松股份 24H1 毛利率同比+7.48pct，公司利用规模采购优势控制原材料采购成本，同时优化生产工序、利用数字化系统，提高生产效率进而降低生产成本，推动毛利率。单季度看，24Q2 上游厂商整体毛利率 32.58%，同比+2.04pct。

2) 品牌商持续优化产品结构，聚焦发展高毛利率品类及产品，同时推动精细化管理，毛利率逐步提升。24H1 品牌商整体毛利率 67.35%，yoy+2.36pct；24Q2 品牌商整体毛利率 67.12%，yoy+0.65pct。分品牌看，福瑞达 24H1 毛利率同比+7.70pct 至 51.87%，主要得益于地产业务剥离；丸美股份 24H1 毛利率同比+4.55pct 至 74.68%，主要系公司销售和产品结构优化以及精益管理所致；水羊股份 24H1 毛利率同比+4.57pct 至 61.48%，主要系公司持续推进自有品牌与 CP 品牌双业务驱动战略，同时优化产品结构，高毛利产品销售占比提升所致。

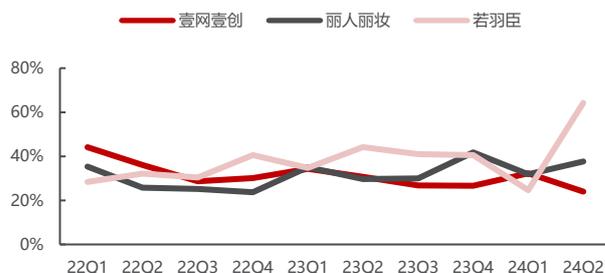
3) 电商运营企业毛利率表现分化明显，若羽臣毛利率大幅提高。24H1 电商运营整体毛利率 36.49%，yoy+2.70pct；24Q2 毛利率 42.74%，yoy+9.76pct。其中，若羽臣通过聚焦资源，持续优化核心合作品牌的生意交付结果以及对业务的精细化管理，24H1/Q2 分别实现毛利率 45.53%/64.26%，同比+5.85/+20.03pct。

图36：22Q1-24Q1 中上游美妆制造商毛利率 (%)



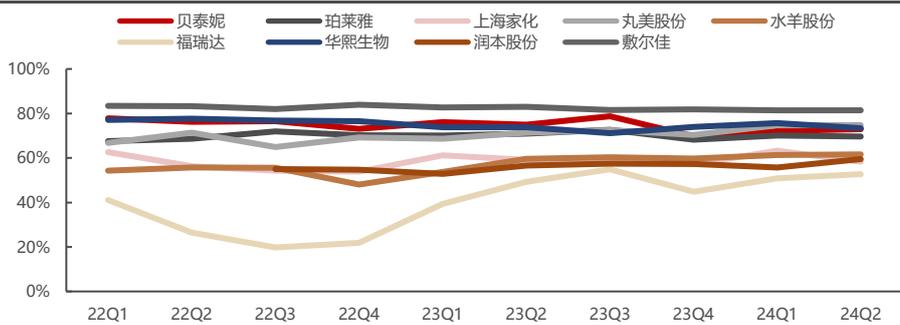
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图37：22Q1-24Q1 美妆代运营公司毛利率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图38：22Q1-24Q1 美妆品牌公司毛利率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.2.3 化妆品产业链各环节费用率比较：行业需求疲弱，线上运营成本增长，品牌商和代运营商销售费用率同比提升

1) 中上游美妆制造商研发投入增加，销售费用率及管理费用率较为稳定。

24H1 上游美妆制造商整体销售费用率为 1.76%，yoy-0.04pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份销售费用率同比 -0.16/+0.15/+0.13pct 至 1.48%/0.92%/2.65%。24H1 上游美妆制造商整体管理费用率为 8.95%，yoy-0.26pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份管理费用率同比-0.51/+1.31/-0.11pct 至 7.00%/16.74%/8.29%。24H1 上游美妆制造商整体研发费用率为 7.75%，yoy+3.41pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份研发费用率分别为 6.50%/12.78%/7.32%，yoy+1.45/+9.19/+3.55pct，嘉亨家化研发费用率大幅提升主要系公司子公司湖州嘉亨“技术研发中心升级建设项目”持续投入研发。

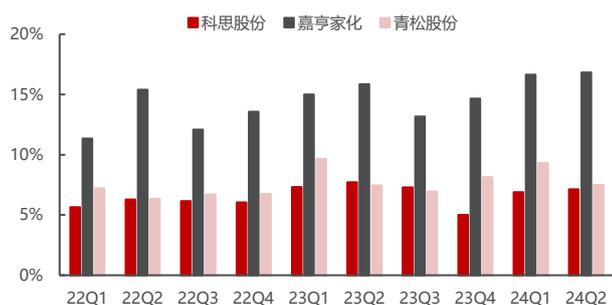
2) 品牌商销售费用率及研发费用率小幅提升，管理费用率较为稳定。24H1，

品牌商整体销售费用率为 43.62%，yoy+2.50pct，其中，福瑞达销售费用率同比+7.31pct 至 36.36%，主要系地产业务剥离影响；敷尔佳销售费用率同比+6.63pct 至 32.03%，主要系公司 24H1 加大宣传推广力度，增加宣传推广费投入所致。研发费用率方面，24H1 品牌商整体研发费用率为 5.18%，yoy+2.03%，其中，上海家化研发费用率同比+5.20pct 至 7.33%。管理费用方面，品牌商整体销售费用率为 5.39%，yoy-0.53pc，多数品牌管理费用率小幅下降，贝泰妮/珀莱雅/上海家化/丸美股份/水羊股份/福瑞达/润本股份/敷尔佳 24H1 管理费用率分别同比-0.19/-1.76/-0.79/-1.03/-0.33/-0.30/-0.51/-0.20pct。

3) 线上流量增长放缓，电商运营难度增大，24H1 电商运营企业销售费用率提升。

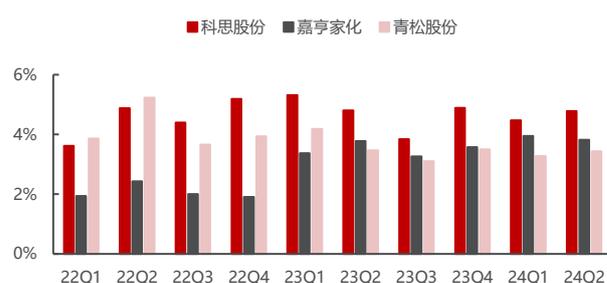
24H1 电商运营端整体销售费用率为 26.11%，yoy+4.51pct，其中若羽臣销售费用率同比+6.63pct，主要系收入增长对应的市场推广费增加。研发费用方面，24H1 电商运营端整体研发费用率为 4.54%，yoy+3.50pct；其中，丽人丽妆研发费用率同比+4.54pct 至 4.91%，主要系公司自有孵化品牌对于研发需求增加所致。管理费用率方面，24H1 电商运营端整体管理费用率为 5.19%，yoy-0.18pct，整体水平较为稳定。

图39：22Q1-24Q2 中上游美妆制造商管理费用率(%)



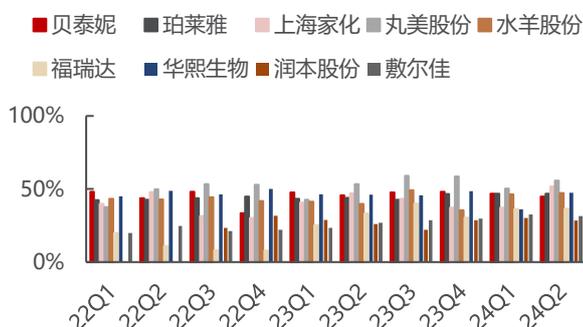
资料来源：ifind，民生证券研究院

图40：22Q1-24Q2 中上游美妆制造商研发费用率(%)



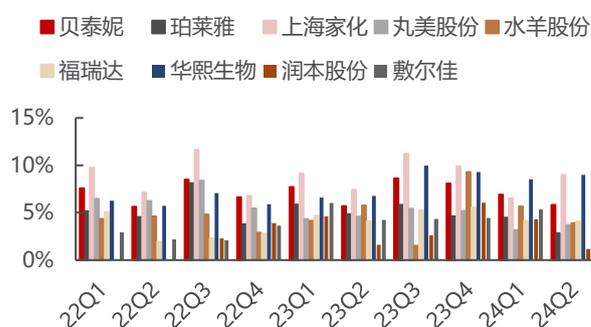
资料来源：ifind，民生证券研究院

图41: 22Q1-24Q2 美妆品牌公司销售费用率 (%)



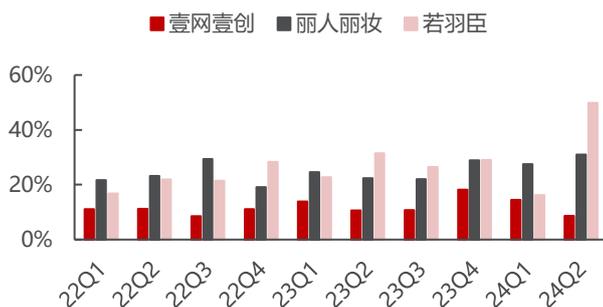
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图42: 22Q1-24Q2 美妆品牌公司管理费用率 (%)



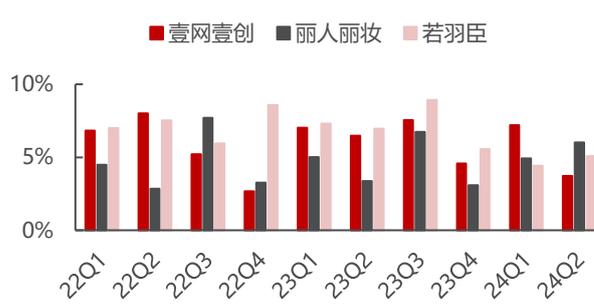
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图43: 22Q1-24Q2 电商运营公司销售费用率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图44: 22Q1-24Q2 电商运营公司管理费用率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

2.2.4 2024 年中期拟分红方案

1) **中上游美妆制造商: 科思股份:** 以 339,566,290 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 6.00 元 (含税), 合计派发现金股利 2.04 亿元, 占公司归母净利润的比例为 48.34%。

2) **美妆品牌公司:** ①**上海家化:** 以 675,255,460 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 0.30 元 (含税), 合计派发现金股利 0.20 亿元, 占公司归母净利润的比例为 8.51%。②**润本股份:** 以 404,593,314 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 1.80 元 (含税), 合计派发现金股利 0.73 亿元, 占公司归母净利润的比例为 40.45%。③**福瑞达:** 以 1,016,568,775 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 0.5 元 (含税), 合计派发现金股利 0.51 亿元, 占公司归母净利润的比例为 39.94%。

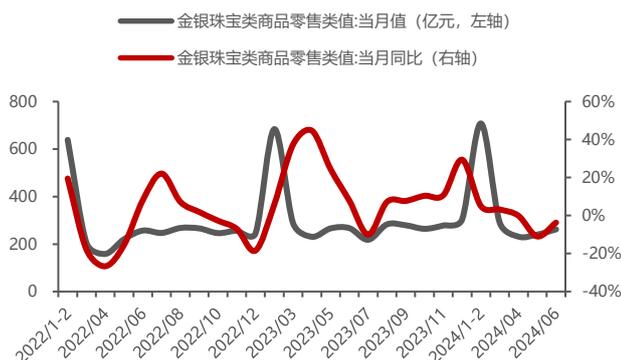
3) **电商运营公司:** ①**丽人丽妆:** 以 400,458,500 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 0.06 元 (含税), 合计派发现金股利 0.02 亿元, 占公司归母净利润的比例为 89.19%。②**青木科技:** 以 92,535,333 股为基数, 拟每 10 股派发现金股利 4.00 元 (含税), 合计派发现金股利 0.37 亿元, 占公司归母净利润的比例为 55.20%。

3 黄金珠宝：受金价高位影响，黄金饰品及投资类产品呈两极分化表现

3.1 黄金珠宝板块总览

根据中国黄金协会，2024H1，全国黄金消费量为 523.75 吨，同比-5.61%。其中，黄金首饰消费量为 270.02 吨，同比-26.68%；金条及金币 213.64 吨，同比+46.02%；工业及其他用金 40.10 吨，同比-0.53%。2024H1，随着黄金价格的不断上涨，黄金首饰和金条金币的销量呈现两极分化现象：由于消费者的观望情绪和谨慎态度，黄金饰品消费量大幅下降，而金价的迅速上涨使得附加值相对较低的金条及金币消费量大幅增长。24H1，我国金银珠宝商品零售总额为 1725 亿元，同比+0.20%，低于我国社会消费品零售总额增速 3.7%。

图45：2022年-2024年6月金银珠宝零售额及同比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图46：2022年-2024年6月黄金价格变动



资料来源：iFind，民生证券研究院

3.2 黄金珠宝行业财报综述

我们选取黄金珠宝行业的 7 家公司为代表进行统计，其中，包括菜百股份、老凤祥、迪阿股份、周大生、中国黄金、潮宏基与曼卡龙。

3.2.1 收入与利润端

24H1，黄金珠宝公司营业总收入为 997.37 亿元，同比+9.1%，保持稳健增速。24H1，菜百股份营业收入为 109.89 亿元，同比+31.4%，主要系公司专注黄金珠宝零售主业经营，发挥全直营模式优势，金价上行拉高产品客单价，积极拓展营销网络，拓宽线上销售渠道。

24Q2，黄金珠宝公司营业总收入为 417.47 亿元，同比+7.1%。24Q2，菜百股份营业收入为 46.73 亿元，同比+41.3%，主要系投资类产品销售情况较好；

24Q2, 曼卡龙营收为 7.27 亿元, 同比+49.9%, 主要系线上与线下协同发力, 带动整体营收快速增长。

表6: 黄金珠宝公司营业收入 (亿元)

| 证券代码 | 证券简称 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 | 同比 23H1 |
|-----------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | 31.48 | 51.46 | 53.30 | 83.61 | 109.89 | 31.4% |
| 600612.SH | 老凤祥 | 281.05 | 264.87 | 315.90 | 337.40 | 403.44 | 399.59 | -1.0% |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 8.36 | 23.20 | 20.85 | 12.42 | 7.79 | -37.3% |
| 002867.SZ | 周大生 | 23.90 | 16.73 | 27.89 | 50.98 | 80.74 | 81.97 | 1.5% |
| 600916.SH | 中国黄金 | 174.46 | 154.54 | 266.00 | 253.31 | 295.67 | 351.55 | 18.9% |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 17.65 | 14.10 | 22.96 | 21.74 | 30.06 | 34.31 | 14.2% |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | - | 2.36 | 6.29 | 7.03 | 8.29 | 12.27 | 47.9% |
| 合计 | | 497.05 | 492.45 | 713.71 | 744.61 | 914.23 | 997.37 | 9.1% |

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表7: 黄金珠宝公司单季度营业收入 (亿元)

| 证券代码 | 证券简称 | 19Q2 | 20Q2 | 21Q2 | 22Q2 | 23Q2 | 24Q2 | 同比 23Q2 |
|-----------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | - | 21.94 | 18.61 | 33.08 | 46.73 | 41.3% |
| 600612.SH | 老凤祥 | 131.00 | 119.98 | 143.92 | 152.98 | 157.85 | 143.29 | -9.2% |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 5.38 | 12.36 | 8.64 | 5.37 | 3.52 | -34.4% |
| 002867.SZ | 周大生 | 12.92 | 9.96 | 16.32 | 23.44 | 39.52 | 31.26 | -20.9% |
| 600916.SH | 中国黄金 | - | 89.70 | 133.00 | 109.63 | 134.28 | 169.05 | 25.9% |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 8.08 | 7.97 | 11.76 | 9.21 | 14.82 | 16.35 | 10.3% |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | - | 2.36 | 2.70 | 3.67 | 4.85 | 7.27 | 49.9% |
| 合计 | | 152.00 | 235.35 | 342.00 | 326.17 | 389.77 | 417.47 | 7.1% |

资料来源: ifind, 民生证券研究院

24H1, 黄金珠宝公司归母净利润合计为 33.18 亿元, 同比+1.3%。除菜百股份、迪阿股份和周大生以外, 行业内公司的归母净利同比增速为正, 曼卡龙实现归母净利润 0.57 亿元, 同比+11.3%, 中国黄金、老凤祥和潮宏基同比增速超 10%。

24Q2, 黄金珠宝公司归母净利润合计同比-4.3%至 13.47 亿元。其中, 潮宏基、老凤祥与曼卡龙实现同比正增长。

表8: 黄金珠宝公司归母净利润 (亿元)

| 证券代码 | 证券简称 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 | 同比 23H1 |
|-----------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | 1.63 | 1.96 | 2.48 | 4.12 | 4.00 | -3.0% |
| 600612.SH | 老凤祥 | 7.39 | 7.41 | 10.42 | 8.90 | 12.73 | 14.04 | 10.3% |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 1.51 | 7.29 | 5.79 | 0.53 | 0.33 | -38.6% |
| 002867.SZ | 周大生 | 4.75 | 3.31 | 6.10 | 5.85 | 7.40 | 6.01 | -18.7% |
| 600916.SH | 中国黄金 | - | 1.40 | 4.02 | 4.39 | 5.37 | 5.94 | 10.6% |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 1.38 | 0.13 | 2.02 | 1.50 | 2.09 | 2.29 | 10.0% |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | - | 0.32 | 0.44 | 0.36 | 0.51 | 0.57 | 11.3% |
| 合计 | | 13.52 | 15.71 | 32.25 | 29.27 | 32.75 | 33.18 | 1.3% |

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表9：黄金珠宝公司单季度归母净利润（亿元）

| 证券代码 | 证券简称 | 19Q2 | 20Q2 | 21Q2 | 22Q2 | 23Q2 | 24Q2 | 同比 23Q2 |
|-----------|------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | - | 0.92 | 0.69 | 1.78 | 1.27 | -28.3% |
| 600612.SH | 老凤祥 | 3.65 | 3.69 | 3.93 | 4.84 | 5.57 | 6.02 | 8.1% |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 1.29 | 4.07 | 2.03 | -0.48 | 0.03 | - |
| 002867.SZ | 周大生 | 2.81 | 2.30 | 3.75 | 2.95 | 3.74 | 2.60 | -30.5% |
| 600916.SH | 中国黄金 | - | 2.31 | 1.96 | 1.87 | 2.37 | 2.31 | -2.6% |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 0.50 | 0.36 | 0.97 | 0.55 | 0.84 | 0.99 | 16.8% |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | - | 0.25 | 0.21 | 0.15 | 0.24 | 0.25 | 0.6% |
| 合计 | | 6.96 | 10.21 | 15.80 | 13.08 | 14.07 | 13.47 | -4.3% |

资料来源：ifind，民生证券研究院

3.2.2 销售毛利率

2024H1，黄金珠宝公司的销售毛利率的平均值为 20.6%，同比-1.77 pct。

24H1，黄金饰品消费与投资类黄金消费呈两级分化走势，受产品结构影响，黄金珠宝公司的毛利率普遍呈下滑趋势。由于附加值低的贵金属投资类产品占比提升，毛利率相对黄金饰品低，24H1，菜百股份的毛利率同比-2.42 pct 至 9.1%；而以黄金饰品为主要产品的老凤祥，受益于金价上涨，毛利率达 9.2%，同比+0.75 pct。

2024Q2，黄金珠宝公司的销售毛利率平均值为 20.90%，同比-0.97 pct。受益于产品结构及渠道结构优化，周大生毛利率+3.90 pct 至 22.93%，老凤祥和中国黄金毛利率小幅增长，其余公司毛利率普遍呈下滑走势。

表10：黄金珠宝公司毛利率

| 证券代码 | 证券简称 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 | 同比 23H1 (pct) |
|------------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | 13.8% | 11.8% | 11.8% | 11.5% | 9.1% | -2.42 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 8.2% | 8.4% | 7.8% | 7.7% | 8.5% | 9.2% | 0.75 |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 69.7% | 70.0% | 70.6% | 69.3% | 65.9% | -3.42 |
| 002867.SZ | 周大生 | 37.7% | 45.7% | 40.5% | 22.2% | 18.5% | 18.4% | -0.08 |
| 600916.SH | 中国黄金 | - | 5.3% | 3.0% | 4.4% | 4.2% | 4.4% | 0.16 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 38.2% | 36.2% | 34.6% | 32.0% | 26.9% | 24.1% | -2.75 |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | - | 30.3% | 21.4% | 20.3% | 18.1% | 13.5% | -4.64 |
| 平均值 | | 12.0% | 29.9% | 27.0% | 24.1% | 22.4% | 20.6% | -1.77 |

资料来源：ifind，民生证券研究院

表11：黄金珠宝公司单季度毛利率

| 证券代码 | 证券简称 | 19Q2 | 20Q2 | 21Q2 | 22Q2 | 23Q2 | 24Q2 | 同比 23Q2(pct) |
|------------|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | 0.00% | 0.00% | 11.62% | 10.29% | 11.65% | 7.80% | -3.85 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 9.11% | 8.63% | 8.04% | 7.47% | 9.14% | 10.71% | 1.57 |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | 0.00% | 69.59% | 69.64% | 69.94% | 68.54% | 65.94% | -2.60 |
| 002867.SZ | 周大生 | 38.04% | 47.35% | 40.49% | 24.49% | 19.04% | 22.93% | 3.90 |
| 600916.SH | 中国黄金 | 0.00% | 5.91% | 3.67% | 4.70% | 4.53% | 4.71% | 0.18 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 37.66% | 35.67% | 33.31% | 32.90% | 25.73% | 23.30% | -2.43 |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | 0.00% | 33.23% | 23.85% | 18.59% | 14.48% | 10.92% | -3.56 |
| 平均值 | | 12.12% | 28.62% | 27.23% | 24.05% | 21.87% | 20.90% | -0.97 |

资料来源：ifind，民生证券研究院

3.2.3 期间费用率

2024H1, 黄金珠宝公司期间费用率平均值同比-0.11pct 至 14.85%。其中, 销售费率平均值同比-0.40 pct 至 12.01%, 管理费率的平均值同比+0.35 pct 至 2.27%, 研发费率、财务费率较稳定, 整体上费用控制表现较好。

表12: 24H1 黄金珠宝行业公司费用率水平

| 证券代码 | 证券简称 | 销售费用率 | | 管理费用率 | | 研发费用率 | | 财务费用率 | | 期间费用率 | |
|-----------|------|--------|----------|-------|----------|-------|----------|--------|----------|--------|----------|
| | | 24H1 | 同比 (pct) | 24H1 | 同比 (pct) | 24H1 | 同比 (pct) | 24H1 | 同比 (pct) | 24H1 | 同比 (pct) |
| 605599.SH | 菜百股份 | 2.35% | -0.24 | 0.45% | -0.14 | 0.04% | 0.00 | 0.22% | -0.01 | 3.06% | -0.39 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 1.34% | -0.06 | 0.69% | 0.08 | 0.04% | 0.00 | 0.20% | -0.04 | 2.28% | -0.02 |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | 56.24% | 0.37 | 9.43% | 3.27 | 1.20% | 0.04 | 1.15% | 0.15 | 68.02% | 3.84 |
| 002867.SZ | 周大生 | 6.46% | 1.53 | 0.64% | 0.08 | 0.07% | 0.00 | 0.22% | 0.23 | 7.38% | 1.83 |
| 600916.SH | 中国黄金 | 0.68% | -0.04 | 0.23% | -0.03 | 0.02% | -0.03 | 0.02% | -0.01 | 0.96% | -0.10 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 11.36% | -2.73 | 1.92% | 0.32 | 0.85% | -0.19 | 0.51% | -0.05 | 14.64% | -2.65 |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | 5.64% | -1.59 | 2.51% | -1.10 | 0.03% | -0.01 | -0.58% | -0.61 | 7.61% | -3.32 |
| 平均值 | | 12.01% | -0.40 | 2.27% | 0.35 | 0.32% | -0.03 | 0.25% | -0.05 | 14.85% | -0.11 |

资料来源: iFind, 民生证券研究院

3.2.4 销售净利率

24H1, 黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比-0.69pct 至 4.69%。24Q2, 黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比+0.71pct 至 4.02%。

表13: 黄金珠宝公司销售净利率水平

| 证券代码 | 证券简称 | 19H1 | 20H1 | 21H1 | 22H1 | 23H1 | 24H1 | 同比 23H1 (pct) |
|-----------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|---------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | - | 5.3% | 3.8% | 4.7% | 5.0% | 3.7% | -1.29 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 3.5% | 3.6% | 4.2% | 3.6% | 4.2% | 4.6% | 0.33 |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | - | 18.1% | 31.4% | 27.7% | 4.3% | 4.2% | -0.09 |
| 002867.SZ | 周大生 | 19.9% | 19.7% | 21.9% | 11.4% | 9.1% | 7.3% | -1.82 |
| 600916.SH | 中国黄金 | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.7% | 1.8% | 1.7% | -0.13 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 7.9% | 1.2% | 8.9% | 7.1% | 7.0% | 6.7% | -0.31 |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | 8.0% | 8.5% | 7.1% | 5.0% | 6.1% | 4.6% | -1.50 |
| 平均值 | | 5.68% | 8.18% | 11.26% | 8.76% | 5.37% | 4.69% | -0.69 |

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表14: 黄金珠宝公司单季度销售净利率水平

| 证券代码 | 证券简称 | 19Q2 | 20Q2 | 21Q2 | 22Q2 | 23Q2 | 24Q2 | 同比 23Q2(pct) |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------------|
| 605599.SH | 菜百股份 | 0.00% | 0.00% | 4.13% | 3.65% | 5.40% | 2.76% | -2.64 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 3.60% | 3.97% | 3.75% | 4.19% | 4.74% | 5.34% | 0.60 |
| 301177.SZ | 迪阿股份 | 0.00% | 24.01% | 32.93% | 23.46% | -8.85% | 0.95% | 9.81 |
| 002867.SZ | 周大生 | 21.76% | 23.06% | 22.95% | 12.57% | 9.45% | 8.31% | -1.14 |
| 600916.SH | 中国黄金 | 0.00% | 2.60% | 1.48% | 1.73% | 1.78% | 1.38% | -0.40 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 6.07% | 4.76% | 8.34% | 6.12% | 5.70% | 6.05% | 0.35 |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | 0.00% | 10.70% | 7.77% | 4.04% | 5.00% | 3.37% | -1.63 |
| 平均值 | | 4.49% | 9.87% | 11.62% | 7.96% | 3.32% | 4.02% | 0.71 |

资料来源: ifind, 民生证券研究院

2024 年半年度利润分配方案：

1) 潮宏基：公司拟定的 2024 年半年度利润分配方案为，以公司现有总股本 8.89 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 1 元（含税），共计派发现金红利 0.89 亿元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本，公司本次利润分配总金额占 24H1 合并报表归母净利润的 38.72%。

2) 周大生：公司 2024 年半年度利润分配方案拟定为，以截至 24.8.28 的公司总股本 10.96 亿股扣除公司回购专用账户上已回购股份 0.10 亿股后的可参与分配的股本总额 10.85 亿股为基数，以母公司可供股东分配的利润向全体股东拟每 10 股派发现金股利 3 元（含税），合计派发现金股利 3.26 亿元。

4 医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼， 下游机构端盈利能力稳健

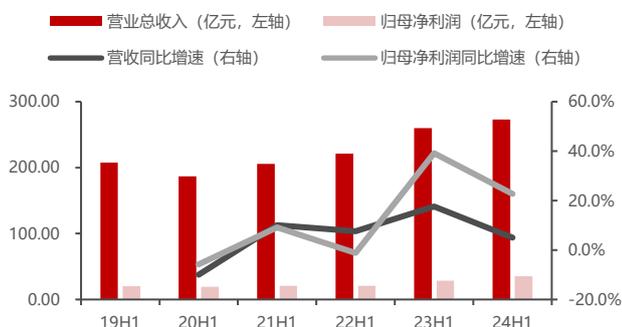
以爱美客、锦波生物、昊海生科、华东医药、朗姿股份作为医美板块标的对2024年中报及24Q2进行复盘及总结。

4.1 营收与归母净利润

24H1，医美行业公司总营收 273.18 亿元，同比+5.9%；24Q2，医美行业公司实现总营收 138.28 亿元，同比+4.2%。其中，24H1，锦波生物收入同比+90.6%；24Q2，锦波生物实现营收 3.77 亿元，同比+100.4%，主要系重组胶原蛋白三类械注射剂推广顺利。24H1，爱美客收入同比+13.5%；昊海生科同比+7.0%，其中，玻尿酸收入 4.17 亿元，同比+51.30%，玻尿酸产品组合获得市场的广泛认可，于 24 年 7 月获批的第四代玻尿酸产品“海魅月白”具有更好的有更好的远期安全性、更长效、可刺激局部胶原蛋白增长等特性。“海魅月白”将延续“海魅”系列的品牌基因，与“海魅”、“海魅韵”共同组成本集团玻尿酸高端产品系列。24H1，江苏吴中医美生科业务实现收入 8011.96 万元，毛利率达 82.9%，公司医美生科板块聚乳酸面部填充剂 AestheFill 艾塑菲于 24 年 1 月 22 日取得 NMPA 的三类械证书，并于 24 年 4 月正式上市销售。

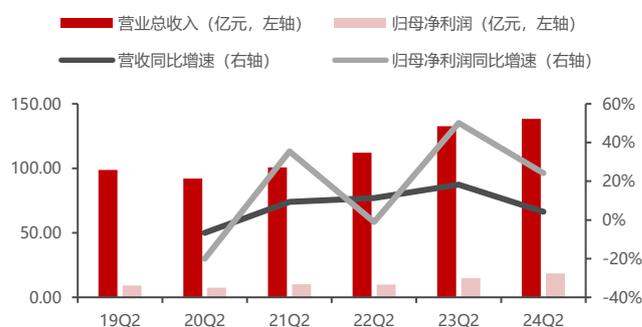
24H1，医美行业公司实现归母净利润 35.14 亿元，同比+22.8%；24Q2，医美行业公司实现归母净利润 18.52 亿元，同比+24.3%。其中，24H1，锦波生物归母净利润同比+183%，华东医药同比+18%，爱美客同比+16%，昊海生科同比+15%，上游药械端归母净利润稳健增长。

图47：19H1-24H1 医美行业公司营收、归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图48：19Q2-24Q2 医美行业公司营收、归母净利润及同比增速



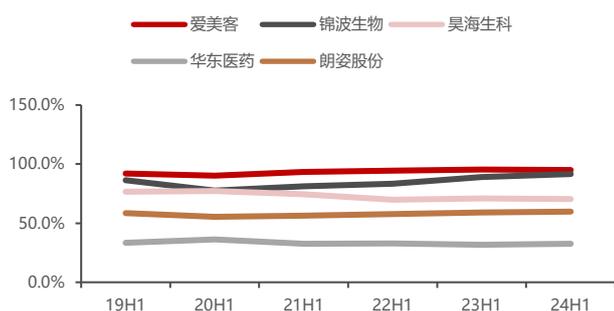
资料来源：iFinD，民生证券研究院

4.2 毛利率、费用率与净利率

上游药械端：龙头药械商爱美客基本面稳健上行，毛利率及净利率保持稳定，锦波生物毛利率及净利率进一步提升。

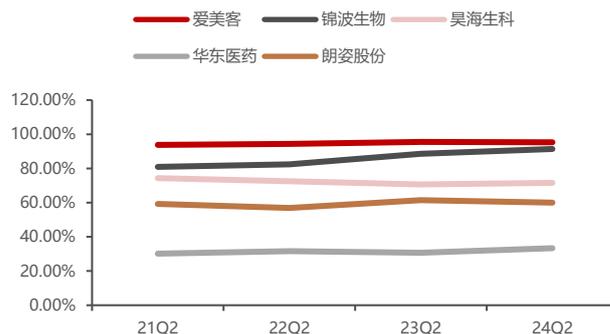
下游机构端：朗姿股份毛利率稳健上行，净利率相对稳定。

图49：19H1-24H1 医美行业公司毛利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

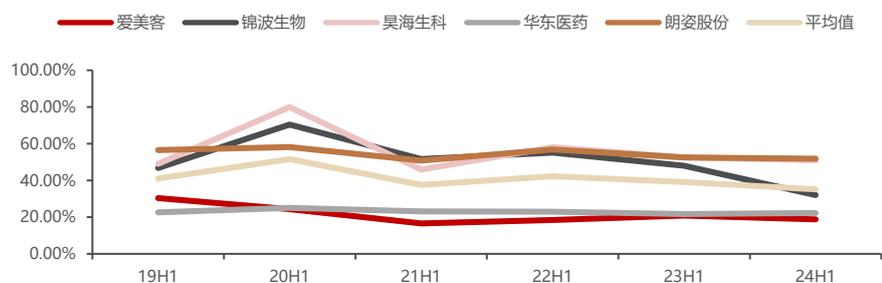
图50：21Q2-24Q2 医美行业公司毛利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

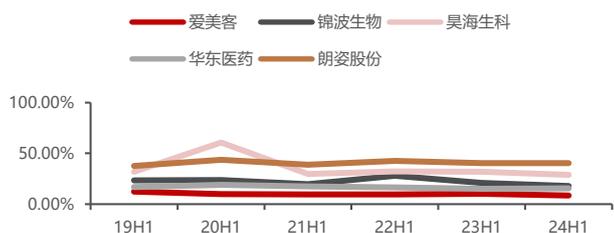
期间费用率：除 20H1 外，医美行业公司期间费用率普遍控制良好，其中，锦波生物受收入快速增长对费用的摊薄作用，期间费用率同比缩减明显。从期间费用的分项看，爱美客的销售费用率控制良好，处在行业内相对较低水平。

图51：19H1-24H1 医美行业公司期间费用率



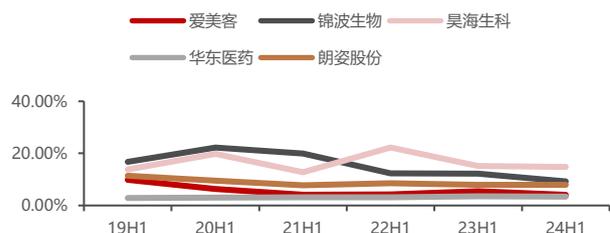
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图52：19H1-24H1 医美行业公司销售费用率



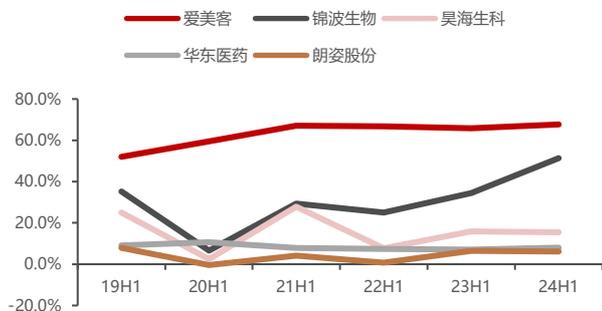
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图53：21Q2-24Q2 医美行业公司管理费用率



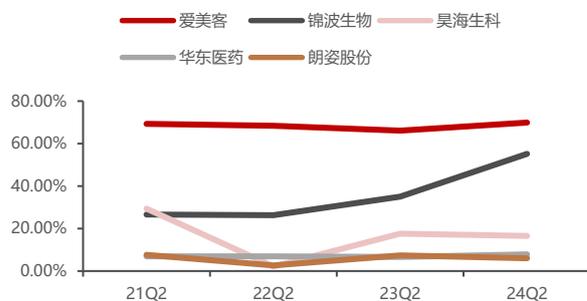
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图54: 19H1-24H1 医美行业公司净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图55: 21Q2-24Q2 医美行业公司净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

5 行业重点公司盈利预测及估值

表15：重点公司盈利预测及估值（截至 2024.9.3）

| 代码 | 股票简称 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 归母净利润(亿元) | | | 归母净利润增速 | | | PE | | |
|-----------|------|-------------|------------|-----------|-------|-------|---------|--------|--------|-----|-----|-----|
| | | | | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E |
| 300896.SZ | 爱美客 | 421.93 | 139.51 | 22.72 | 29.06 | 35.48 | 22.25% | 27.91% | 22.08% | 19 | 15 | 12 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 375.29 | 94.59 | 15.60 | 19.22 | 23.62 | 30.67% | 23.21% | 22.89% | 24 | 20 | 16 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 234.87 | 48.76 | 7.12 | 8.59 | 10.77 | 20.16% | 20.65% | 25.38% | 33 | 27 | 22 |
| 600315.SH | 上海家化 | 98.11 | 14.53 | 5.02 | 5.70 | 6.71 | 0.45% | 13.47% | 17.72% | 20 | 17 | 15 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 40.04 | 10.31 | 3.01 | 3.56 | 4.13 | 2.38% | 18.27% | 16.01% | 13 | 11 | 10 |
| 600223.SH | 福瑞达 | 62.93 | 6.19 | 3.71 | 4.41 | 5.47 | 22.28% | 18.87% | 24.04% | 17 | 14 | 11 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 48.74 | 12.04 | 3.73 | 4.53 | 5.59 | 12.30% | 21.45% | 23.40% | 13 | 11 | 9 |
| 600415.SH | 小商品城 | 466.72 | 8.51 | 27.20 | 31.60 | 40.09 | 1.64% | 16.18% | 26.87% | 17 | 15 | 12 |
| 301101.SZ | 明月镜片 | 51.99 | 25.80 | 1.78 | 1.93 | 2.43 | 13.28% | 7.88% | 26.38% | 29 | 27 | 21 |
| 300856.SZ | 科思股份 | 90.49 | 26.65 | 9.09 | 11.19 | 13.42 | 23.91% | 23.10% | 19.93% | 10 | 8 | 7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 3 日收盘价）

6 风险提示

1) 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。

2) 行业竞争格局恶化。化妆品、黄金珠宝、跨境电商行业的参与者不断增多，若竞争加剧或将影响行业竞争格局与市场供需情况，对企业的盈利能力造成一定影响。

3) 终端需求不及预期。若消费者的消费信心低迷，对于产品的购买力下降，将影响到产品的销售情况，对企业的经营造成不利影响。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 社会消费品零售总额 (亿元) 当月值及同比增速 | 3 |
| 图 2: CPI 当月同比 | 3 |
| 图 3: 消费者信心指数 | 3 |
| 图 4: 社会消费品零售总额分品类增速 | 4 |
| 图 5: 限额以上分业态零售额同比增速 | 4 |
| 图 6: 百货行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 5 |
| 图 7: 百货行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 5 |
| 图 8: 百货行业分季度毛利率和净利率水平 | 5 |
| 图 9: 百货行业分季度费用率水平 | 5 |
| 图 10: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 7 |
| 图 11: 超市行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 7 |
| 图 12: 超市行业分季度毛利率和净利率水平 | 7 |
| 图 13: 超市行业分季度费用率情况 | 7 |
| 图 14: 美国零售和食品服务销售额 (百万美元) 及同比增速 | 8 |
| 图 15: CPI 及核心 CPI 同比增速 | 9 |
| 图 16: 美国密歇根大学消费者信心指数 | 9 |
| 图 17: 美国零售总额分品类同比增速 | 9 |
| 图 18: 美国零售额同比及库存同比情况 | 10 |
| 图 19: 美国分行业库存情况 | 10 |
| 图 20: 美国分行业库存销售比 | 10 |
| 图 21: 出口总额 (亿美元) 及同比变化 (右轴) | 10 |
| 图 22: 跨境电商进出口金额 (亿元) 及同比变化 (右轴) | 10 |
| 图 23: 跨境电商行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 11 |
| 图 24: 跨境电商行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ | 11 |
| 图 25: 跨境电商行业分季度毛利率和净利率水平 | 11 |
| 图 26: 跨境电商行业分季度费用率水平 | 11 |
| 图 27: 社零总额同比增速 VS 化妆品行业同比增速 | 13 |
| 图 28: 天猫美妆销售额 (亿元) 及增速 | 14 |
| 图 29: 抖音美妆销售额 (亿元) 及增速 | 14 |
| 图 30: 天猫+京东+抖音美妆销售额 (亿元) 及增速 | 14 |
| 图 31: 部分指数与上市公司 24 年初至今 (截至 24 年 8 月 30 日) 超额收益 (%) | 15 |
| 图 32: 美妆标的单季度营收及增长率 | 16 |
| 图 33: 美妆标的单季度归母净利润及增长率 | 16 |
| 图 34: 美妆标的单季度毛利率及归母净利率 | 16 |
| 图 35: 美妆标的单季度三费率情况 | 16 |
| 图 36: 22Q1-24Q1 中上游美妆制造商毛利率 (%) | 18 |
| 图 37: 22Q1-24Q1 美妆代运营公司毛利率 (%) | 18 |
| 图 38: 22Q1-24Q1 美妆品牌公司毛利率 (%) | 18 |
| 图 39: 22Q1-24Q2 中上游美妆制造商管理费用率 (%) | 19 |
| 图 40: 22Q1-24Q2 中上游美妆制造商研发费用率 (%) | 19 |
| 图 41: 22Q1-24Q2 美妆品牌公司销售费用率 (%) | 20 |
| 图 42: 22Q1-24Q2 美妆品牌公司管理费用率 (%) | 20 |
| 图 43: 22Q1-24Q2 电商运营公司销售费用率 (%) | 20 |
| 图 44: 22Q1-24Q2 电商运营公司管理费用率 (%) | 20 |
| 图 45: 2022 年-2024 年 6 月金银珠宝零售额及同比 | 21 |
| 图 46: 2022 年-2024 年 6 月黄金价格变动 | 21 |
| 图 47: 19H1-24H1 医美行业公司营收、归母净利润及同比增速 | 26 |
| 图 48: 19Q2-24Q2 医美行业公司营收、归母净利润及同比增速 | 26 |
| 图 49: 19H1-24H1 医美行业公司毛利率 | 27 |
| 图 50: 21Q2-24Q2 医美行业公司毛利率 | 27 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 51: 19H1-24H1 医美行业公司期间费用率..... | 27 |
| 图 52: 19H1-24H1 医美行业公司销售费用率..... | 27 |
| 图 53: 21Q2-24Q2 医美行业公司管理费用率..... | 27 |
| 图 54: 19H1-24H1 医美行业公司净利率..... | 28 |
| 图 55: 21Q2-24Q2 医美行业公司净利率..... | 28 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 百货标的 2Q24 的财务数据..... | 6 |
| 表 2: 超市标的 2Q24 财务数据..... | 8 |
| 表 3: 跨境电商标的 2Q24 财务数据..... | 12 |
| 表 4: 2024H1 美妆上市公司营收及归母净利润数据..... | 17 |
| 表 5: 24Q2 美妆上市公司营收及归母净利润数据..... | 17 |
| 表 6: 黄金珠宝公司营业收入 (亿元)..... | 22 |
| 表 7: 黄金珠宝公司单季度营业收入 (亿元)..... | 22 |
| 表 8: 黄金珠宝公司归母净利润 (亿元)..... | 22 |
| 表 9: 黄金珠宝公司单季度归母净利润 (亿元)..... | 23 |
| 表 10: 黄金珠宝公司毛利率..... | 23 |
| 表 11: 黄金珠宝公司单季度毛利率..... | 23 |
| 表 12: 24H1 黄金珠宝行业公司费用率水平..... | 24 |
| 表 13: 黄金珠宝公司销售净利率水平..... | 24 |
| 表 14: 黄金珠宝公司单季度销售净利率水平..... | 24 |
| 表 15: 重点公司盈利预测及估值 (截至 2024.9.3)..... | 29 |

分析师承诺

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。本报告清晰准确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。 | 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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 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