



化妆品与日化行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001） 分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

zhaozhongping@gjzq.com.cn

品牌强化，把握产品生命周期，情绪消费引领市场

投资建议

24 年居民消费预期偏谨慎，美妆/医美/黄金珠宝等可选消费板块景气度走弱、内卷加剧，情绪消费引领市场、潮玩市场持续扩容。

展望 25 年，美妆/医美/黄金珠宝预计竞争延续激烈，寻找结构性投资机会——逐“新”、逐“异”、逐“强”，逐“新”即新品驱动、逐“异”即差异化竞争满足目标消费者需求、逐“强”即综合实力突出抗周期能力强；潮玩符合情绪消费趋势，供需共振景气度望延续。

■ 美妆：内卷加剧，竞争升级

- ✓ 行业景气度弱化，双十一前置拉动 10 月化妆品类零售额表现突出。据国家统计局，22 年/23 年/1-3Q24 化妆品零售额增速-4.5%/+5.1%/-1%、跑输社零增速，10M24 同增 40.1%。天猫好转、大促心智仍强，抖音增速换挡、趋于平稳，1-10M24 天猫+抖音护肤&彩妆香水同比增 12%，较 23 年个位数增长有所改善，其中天猫/抖音同比-7%/+33%，非大促月份抖音美妆销售额超越天猫，大促月份天猫仍维持主导地位。
- ✓ 护肤：成分党仍引领市场潮流，品牌商竞争维度升级至“独家成分”、品牌力，重组胶原蛋白赛道展现高景气度。
- ✓ 彩妆：国货品牌向核心底妆进发，国货化妆师品牌（毛戈平/彩棠）在壁垒相对较高的遮瑕、高光等底妆细分类目突围，未来强化粉底液等产品、市场份额有望进一步提升。
- ✓ 投资建议：1) 引领行业变革的龙头、主推独家核心成分/品牌势能强的珀莱雅等；2) 高景气细分赛道财务模型仍较优的巨子生物。

■ 医美耗材：把握新品放量投资机会

- ✓ 高端可选消费短期受抑制，医美机构老客韧性强，拉新难度增大，客流、客单价均承压，大单品因所处生命周期不同表现分化，玻尿酸/再生类老品降速，重组胶原蛋白/再生类新品出货强劲。
- ✓ 投资建议：展望 25 年重组胶原蛋白医美针剂加速获批、适应症反馈扩大，看好相关布局公司——巨子生物等

■ 潮玩：情绪消费引领市场，供需提振景气度高

- ✓ 潮玩作为情绪消费的重要表达出口，叠加供给端优质新 IP、新品类、新场景促进消费，供需共振下望维持高景气。参考海外泛娱乐 IP 龙头，IP 为成长基本盘，多元化变现（新品类/新服务/新内容供给）、出海寻找第二曲线是持续增长的关键。
- ✓ 投资建议：多品类、多区域拓展的潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台。

■ 黄金珠宝：金价波动影响销量，产品力与创新重要性提高

- ✓ 24 年金价高位攀升抑制黄金饰品消费热情、3 月以来景气度走弱，“非刚需”消费缩减，自戴仍是主要消费场景、但相较于 22 年有所下滑，古法金和硬足金因其精美设计受年轻消费群体喜爱，轻量化趋势明显。偏产品品牌驱动型公司注重产品差异化打造，消费者更能接受产品溢价、对金价敏感度不高，24 年业绩表现相对突出；偏渠道驱动型公司产品差异化不强，受行业 β 影响较大，收入与利润承压。
- ✓ 投资建议：产品力强、溢价高，对金价敏感度小的产品品牌驱动型公司，关注老铺黄金、潮宏基。

风险提示

新品/营销/抖音渠道发展不及预期，客户流失带来短期业绩波动，加盟拓展/终端零售不及预期，金价剧烈波动，行业竞争加剧



内容目录

1、年度策略概览：品牌强化，把握产品生命周期，情绪消费引领市场	5
2、美妆：内卷加剧、竞争升级	5
2.1、基本面回顾：行业景气度弱化、内卷加剧、个股分化加大	5
2.1.1、渠道：天猫好转、大促心智仍强，抖音增速换挡、趋于平稳	6
2.1.2、格局：天猫趋稳，抖音品牌角逐、白牌优势减弱	7
2.1.3、护肤品类趋势：成分党仍引领市场潮流，强化独家成分	9
2.1.4、彩妆品类趋势：国货品牌向核心底妆进发、市占率提升	9
2.2、行情回顾：板块表现弱于大盘，估值持续调整	11
2.3、看好两条主线	12
2.3.1、主线一：内卷倒逼品牌竞争维度升级至“独家成分/品牌力”	12
2.3.2、主线二：高景气细分赛道财务模型仍优	12
3、医美耗材：把握新品放量投资机遇	13
3.1、基本面回顾：玻尿酸竞争激烈、老品降速，再生类新品出货强劲	13
3.2、25 年看好方向：重组胶原蛋白景气度延续	13
4、潮玩：为情绪价值买单，量价齐升景气度优	13
4.1、基本面回顾：情绪消费引领市场，供需提振景气度高	13
4.1.1、需求：为情绪价值买单，潮玩是重要表达出口	13
4.1.2、供给：IP/品类创新、新场景表达，促进市场扩容	14
4.2、看好方向：持续关注泡泡玛特	14
5、黄金珠宝：金价走势影响销量，产品力与创新重要性提升	16
5.1、基本面回顾：金价高位波动抑制黄金饰品终端动销、实物黄金消费热情 Q3 回落	16
5.2、25 年看好方向：追求品质与创新的产品力驱动型标的	19
6、风险提示	20
6.1、化妆品	20
6.2、医美	20
6.3、潮玩	20
6.4、黄金珠宝	20

图表目录

图表 1： 1-3Q24 化妆品零售额同比-1%、Q3 淡季偏淡，大促前置拉动 10M24 零售额同增 40.1%	5
图表 2： 化妆品板块品牌商营收同比增速	6



图表 3: 化妆品板块品牌商净利同比增速	6
图表 4: 美妆分平台销售额及同比增速 (单位: 百万元)	6
图表 5: 24 年抖音双 11 正式期美妆护肤同比双位数增长	6
图表 6: 24.10.14-10.24 美妆品类分平台销售额贡献比例	7
图表 7: 非大促月份抖音美妆销售额超越天猫	7
图表 8: 历年天猫双十一美妆店铺销售前十品牌	8
图表 9: 抖音美妆品类销售额 TOP10 品牌	8
图表 10: 韩束/可复美/珀莱雅抖音自播账号数量持续攀升 (单位: 个)	9
图表 11: 韩束/可复美/珀莱雅抖音动销达人号数量 (单位: 个)	9
图表 12: 24 年抖音双 11 大促期间美妆护肤-护肤品 top 细分行业高增速卖点	9
图表 13: 22/23 年国货品牌市场份额结构性下降至 28.1%/25.5%	10
图表 14: 21 年来毛戈平、橘朵、毛戈平市占率提升	10
图表 15: 时尚快消品牌表现分化, 化妆师 IP 突围底妆类目	10
图表 16: 天猫粉底液、遮瑕、高光细分品类 TOP 品牌	11
图表 17: 抖音粉底液、遮瑕、高光细分品类 TOP 品牌	11
图表 18: 板块表现弱于大盘	12
图表 19: 板块对比, 美容护理板块处下游	12
图表 20: 主要标的 PE-TTM 走势	12
图表 21: 美容护理板块估值持续调整	12
图表 22: 玻尿酸竞争激烈、老品降速, 新材料出货强劲	13
图表 23: 年轻人偏爱为“情绪价值”买单	14
图表 24: 双十一第一阶段 (24.10.14-10.24) 潮玩品类分平台销售额贡献比例	14
图表 25: 泡泡玛特 the monsters IP 火热, 收入爆发式增长	14
图表 26: Jellycat “过家家式”营销	14
图表 27: 泡泡玛特公司定位从潮玩零售商升级为覆盖潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台	15
图表 28: 东南亚、日韩、欧美潮玩市场特点	15
图表 29: 1H24 泡泡玛特港澳台及海外收入 13.5 亿元、同比增 260%	16
图表 30: 1H24 泡泡玛特港澳台及海外收入占比 30%	16
图表 31: 24 年社零逐季走弱, 金价高位攀升, 饰品销量承压	16
图表 32: 24 年金价单边上涨, 年初至 11 月 21 日累计涨 28.5%	17
图表 33: 1-3Q24 黄金珠宝板块营收同比-3.5%, 略弱于社零表现	17
图表 34: 3Q24 黄金珠宝板块业绩承压、归母净利润同比-34%	17
图表 35: 不同金饰类别在主要消费场景中的销售额占比	18
图表 36: 各年龄及各品类金饰消费者占比	18
图表 37: 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献	18



图表 38: 24 年来开店速度放缓.....	19
图表 39: 黄金珠宝公司大致可分为偏渠道驱动型和偏产品品牌驱动型两类.....	19
图表 40: 老铺黄金品牌印记类产品逐步出圈.....	19
图表 41: 传统黄金珠宝公司估值处于低位、对应 25 年 PE 普遍在 10 倍左右.....	20



1、年度策略概览：品牌强化，把握产品生命周期，情绪消费引领市场

24 年居民消费预期偏谨慎，美妆/医美/黄金珠宝等可选消费板块景气度走弱、内卷加剧，情绪消费引领市场、潮玩市场持续扩容。

展望 25 年，美妆/医美/黄金珠宝预计竞争延续激烈，寻找结构性投资机会——逐“新”、逐“异”、逐“强”，逐“新”即新品驱动、逐“异”即差异化竞争满足目标消费者需求、逐“强”即综合实力突出抗周期能力强；潮玩符合情绪消费趋势，供需共振景气度望延续。

分板块具体看，

美妆：1) 引领行业变革的龙头、主推独家核心成分/品牌势能强的珀莱雅，关注上美股份、华熙生物；2) 高景气细分赛道&财务模型仍较优——推荐重组胶原蛋白龙头巨子生物，关注高端彩妆龙头毛戈平上市进度。

医美：25 年重组胶原蛋白医美针剂加速获批、适应症反馈扩大，建议关注相关布局公司——巨子生物、锦波生物、创健医疗等。

潮玩：持续关注多品类、多区域拓展的潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台泡泡玛特。

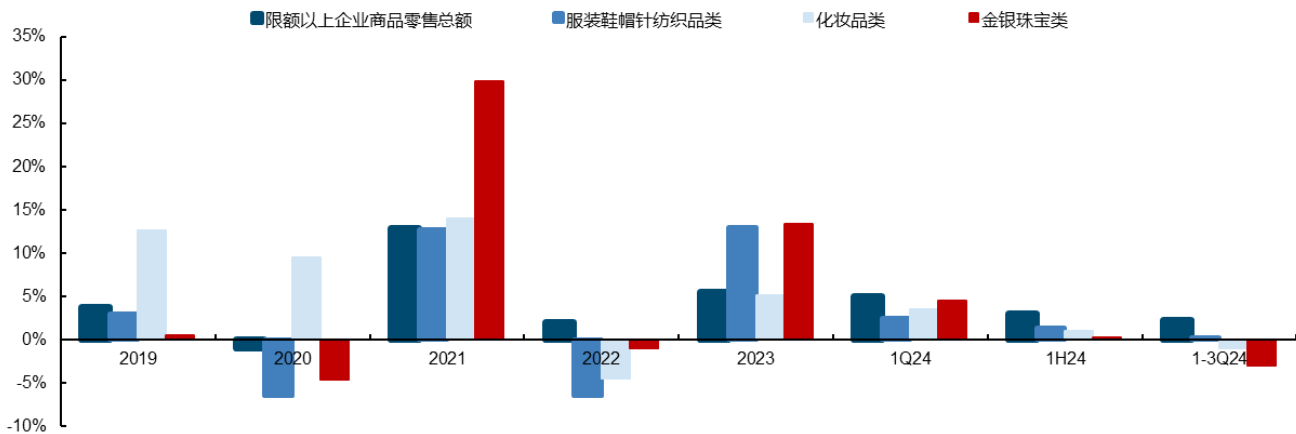
黄金珠宝：产品力强、溢价高，对金价敏感度小的产品品牌驱动型公司，关注老铺黄金、潮宏基。

2、美妆：内卷加剧、竞争升级

2.1、基本面回顾：行业景气度弱化、内卷加剧、个股分化加大

行业景气度弱化，双十一前置拉动 10 月化妆品零售额表现突出。据国家统计局，2017-2021 年限额以上化妆品零售额复合增速 11.4%，高于同期限额以上商品零售总额 5.2% 的复合增速。22 年/23 年/1-3Q24 化妆品零售额增速-4.5%/+5.1%/-1%、低于同期限额以上商品零售总额+1.9%/+5.5%/+2.2%的增速，大促前置拉动 10M24 零售额同增 40.1%。

图表1：1-3Q24 化妆品零售额同比-1%、Q3 淡季偏淡，大促前置拉动 10M24 零售额同增 40.1%



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

品牌商分化加大，其中龙头（如珀莱雅+上美股份）+高景气细分赛道标的（巨子生物、润本股份）+改革显效标的（丸美股份）表现较优，奢侈级定位+二线标的的经营压力较大、甚至在 24Q3 出现亏损，如上海家化、水羊股份、贝泰妮。



图表2: 化妆品板块品牌商营收同比增速

图表3: 化妆品板块品牌商净利同比增速

	2020	2021	2022	2023	1H24	1-3Q24	1Q24	2Q24	3Q24
上海家化	-7%	9%	-7%	-7%	-9%	-12%	-4%	-14%	-21%
珀莱雅	20%	23%	38%	39%	38%	33%	35%	41%	21%
丸美股份	-3%	2%	-3%	29%	28%	27%	39%	19%	26%
水羊股份	54%	35%	-6%	-5%	0%	-10%	-1%	1%	-31%
贝泰妮	36%	53%	25%	10%	18%	17%	27%	14%	14%
润本股份	59%	31%	47%	21%	28%	26%	10%	35%	20%
敷尔佳	18%	4%	7%	9%	8%	9%	10%	7%	12%
巨子生物	25%	30%	53%	48%	56%	-	-	-	-
上美股份	18%	7%	-25%	55%	114%	-	-	-	-
华熙生物	112%	147%	39%	-18%	-30%	-	-	-	-
福瑞达	120%	117%	32%	23%	7%	3%	15%	1%	-5%
品牌商	18%	28%	11%	14%	16%	10%	14.5%	12.9%	0.7%

	2020	2021	2022	2023	1H24	1-3Q24	1Q24	2Q24	3Q24
上海家化	-23%	51%	-27%	6%	-21%	-59%	11%	-126%	-181%
珀莱雅	21%	21%	42%	46%	40%	34%	46%	37%	21%
丸美股份	-10%	-47%	-30%	49%	35%	37%	41%	27%	44%
水羊股份	415%	69%	-47%	135%	-26%	-48%	-23%	-27%	-130%
贝泰妮	32%	59%	22%	-28%	8%	-28%	12%	5%	-153%
润本股份	166%	27%	33%	41%	51%	44%	68%	47%	32%
敷尔佳	-2%	24%	5%	-12%	-4%	-4%	-5%	-3%	-5%
巨子生物	50%	0%	21%	45%	47%	-	-	-	-
上美股份	225%	67%	-57%	213%	297%	-	-	-	-
品牌商	19%	21.9%	2.8%	22.9%	30.6%	-3.8%	18.3%	5.9%	-42.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 1) 福瑞达/华熙生物仅包含化妆品业务; 2) 分季度&Q1-Q3 统计未包含上美股份、巨子生物、华熙生物化妆品业务)

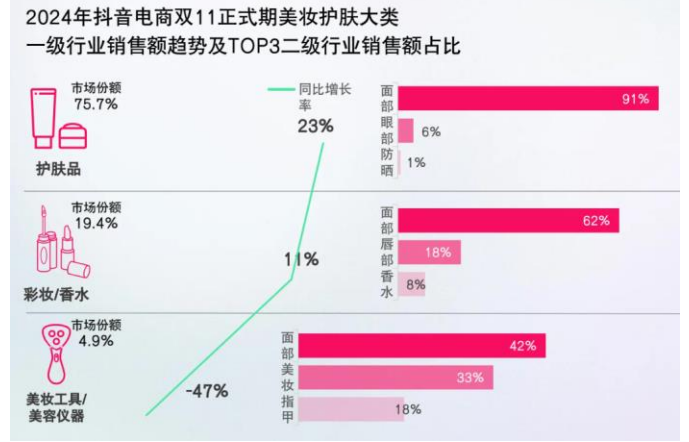
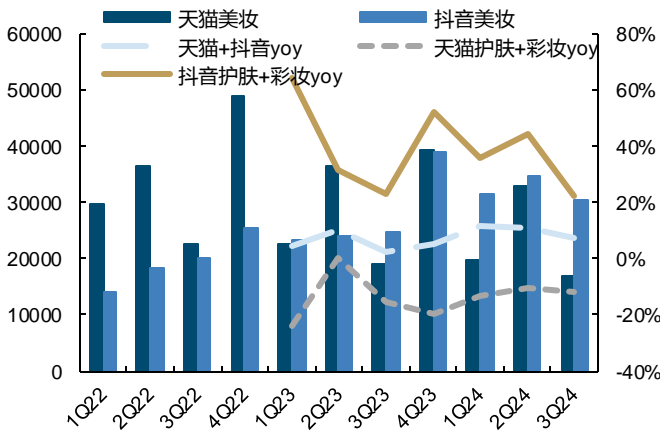
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

2.1.1、渠道: 天猫好转、大促心智仍强, 抖音增速换挡、趋于平稳

1-10M24 天猫+抖音护肤&彩妆香水同比增 12%, 较 23 年个位数增长有所改善。根据久谦、蝉魔方数据, 分平台看, 天猫降幅收窄, 1-10M24 护肤&彩妆香水同比-7%、其中 Q1-Q3 同比-13%/-10%/-12%, 大促前置拉动下 10 月回正、同比+12%; 抖音 1-10M24 护肤&彩妆香水同比+33%、较 23 年 42% 的增速放缓, 24 年抖音双 11 正式期护肤品/彩妆香水同比+23%/+11%。

图表4: 美妆分平台销售额及同比增速 (单位: 百万元)

图表5: 24 年抖音双 11 正式期美妆护肤同比双位数增长



来源: 久谦数据, 国金证券研究所 (注: 美妆品类包括护肤和彩妆香水两个细分品类)

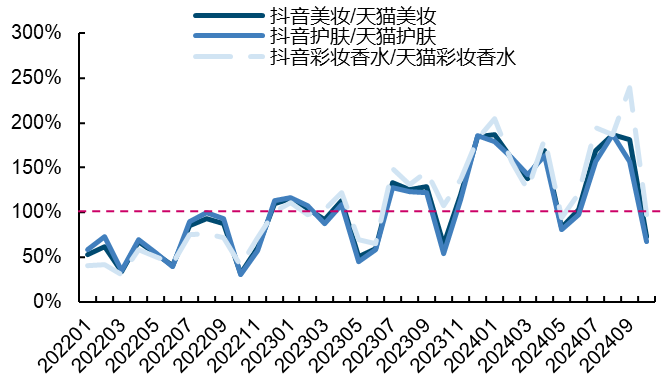
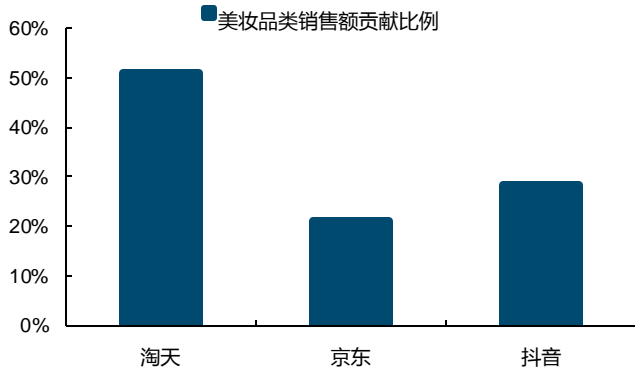
来源: 蝉魔方, 国金证券研究所

非大促月份抖音美妆销售额超越天猫, 大促月份天猫仍维持主导地位、大促心智仍强。根据久谦数据, 双 11 第一阶段淘天在美妆传统优势类目中占比分别达 50.9%, 维持其主导地位。



图表6: 24. 10. 14-10. 24 美妆品类分平台销售额贡献比例

图表7: 非大促月份抖音美妆销售额超越天猫



来源: 久谦数据, 国金证券研究所

来源: 久谦数据, 国金证券研究所

2.1.2、格局：天猫趋稳，抖音品牌角逐、白牌优势减弱

■ 天猫：格局趋稳，国货龙头珀莱雅继续领跑

国货品牌抢占先机：“渠道为王”红利下，早期胜负手是谁最先进入红利渠道、谁最先让新崛起的红利渠道的消费者认知/完成首次购买，体现出高销售费用率（线下时代比的是铺网点速度，线上时代则是流量引入速度），规模体量小转弯相对容易、反应速度快的国货品牌往往能够抢占先机。参考2012-2016年以相宜本草/自然堂/御泥坊为代表的淘品牌快速发展，占据天猫“双”11榜单主导地位。

国际品牌降维打击：渠道玩法逐渐透明、越来越多品牌涌入赛道，参考2017-2019年国际品牌降维打击下国货品牌发展趋弱，国际品牌逐步占领天猫“双”11榜单。

国货品牌细分赛道突围：当市场容量逐步接近天花板（人群触达足够多），品牌重心转向“向宽”留住消费者（复购+连带），竞争回归产品力，只有满足消费者需求的产品才能最终得到消费者的长久青睐。国产品牌纷纷加强研发进军功效/成分党等细分景气赛道，薇诺娜/珀莱雅崛起，2020-2022年薇诺娜连续3年跻身天猫“双”11前十榜单，珀莱雅22年位列第五。

国货龙头珀莱雅领跑榜单、优质品牌细分赛道突围：存量市场、竞争加剧，国货龙头珀莱雅凭借大单品矩阵+超头流量赋能+超强精细化运营能力+敏锐消费者洞察力等完成从“追赶”到“领跑”的跃迁，23年&24年蝉联天猫双11榜首；可复美胶原棒大单品势能继续强劲释放、排名提升。



图表8: 历年天猫双十一美妆店铺销售前十品牌

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	阿芙	阿芙	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	美即	美即	韩束	欧莱雅	自然堂	Olay	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅
3	御泥坊	百雀羚	欧莱雅	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	欧莱雅	欧莱雅	玉兰油	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	Olay	后	后	Olay	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	牛尔	御泥坊	御泥坊	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	Olay	资生堂	珀莱雅	薇诺娜	海蓝之谜
6	百雀羚	自然堂	膜法世家	雅诗兰黛	Olay	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜
7	玉兰油	韩束	珀莱雅	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜	Olay	修丽可
8	膜法世家	玉兰油	韩后	佰草集	一叶子	HFP	后	资生堂	SK-II	SK-II	修丽可	SK-II
9	雅诗兰黛	膜法世家	佰草集	Olay	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	HR	HR	薇诺娜
10	相宜本草	丸美	卡姿兰	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	HR	资生堂	娇兰	玉兰油

来源: 青眼情报, 天猫大美妆公众号, 国金证券研究所 (注: 蓝色底纹品牌为国产品牌)

■ 抖音: 格局未稳, 品牌角逐, 韩束、珀莱雅建立优势

抖音流量分发模式多变, 更考验品牌运营能力, 格局尚不稳定。其中, 韩束&珀莱雅建立优势, 4Q23-2Q24 均分别位列美妆榜单第 1/第 2; 国际品牌发力, 欧莱雅、雅诗兰黛、海蓝之谜表现相对突出; 抖品牌凭借夸张表现手法和优惠价格个别季度排名迅速提升, 但持续性不强。

图表9: 抖音美妆品类销售额 TOP10 品牌

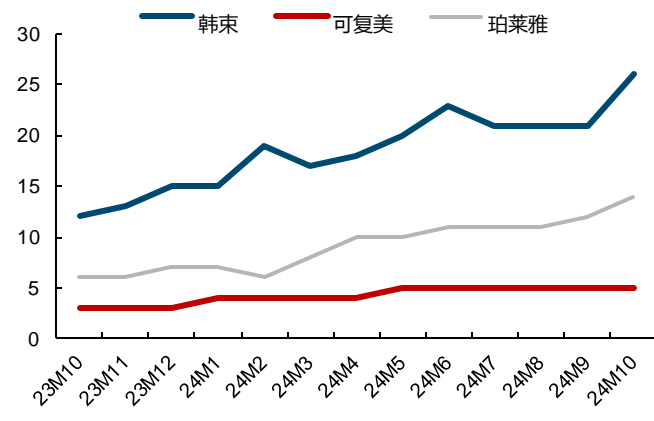
排名	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	觅光	欧莱雅	韩束	韩束	韩束	韩束	韩束
2	珀莱雅	极萌	娇润泉	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	欧莱雅
3	欧莱雅	韩束	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛
4	花西子	赫莲娜	花西子	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	珀莱雅
5	雅萌	海蓝之谜	珀莱雅	海蓝之谜	谷雨	后	欧诗漫
6	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	赫莲娜	兰蔻	雅诗兰黛	海蓝之谜
7	极萌	珀莱雅	极萌	极萌	后	兰蔻	谷雨
8	兰蔻	兰蔻	AKF	兰蔻	海蓝之谜	自然堂	兰蔻
9	NOWMI	花西子	欧诗漫	娇润泉	娇润泉	海蓝之谜	自然堂
10	欧诗漫	雅萌	兰蔻	后	温博士	娇润泉	花西子

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

自播账号+达播矩阵化趋势明显。自播账号矩阵化助力品牌更加精准触达目标人群、从而让转化更高效; 达播矩阵化一方面避免过分依赖某一主播, 另一方面借力达播触达目标人群。

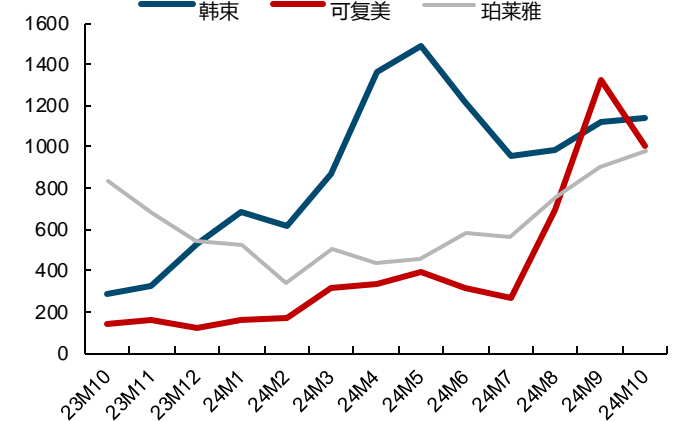


图表10: 韩束/可复美/珀莱雅抖音自播账号数量持续攀升 (单位: 个)



来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

图表11: 韩束/可复美/珀莱雅抖音动销达人号数量 (单位: 个)



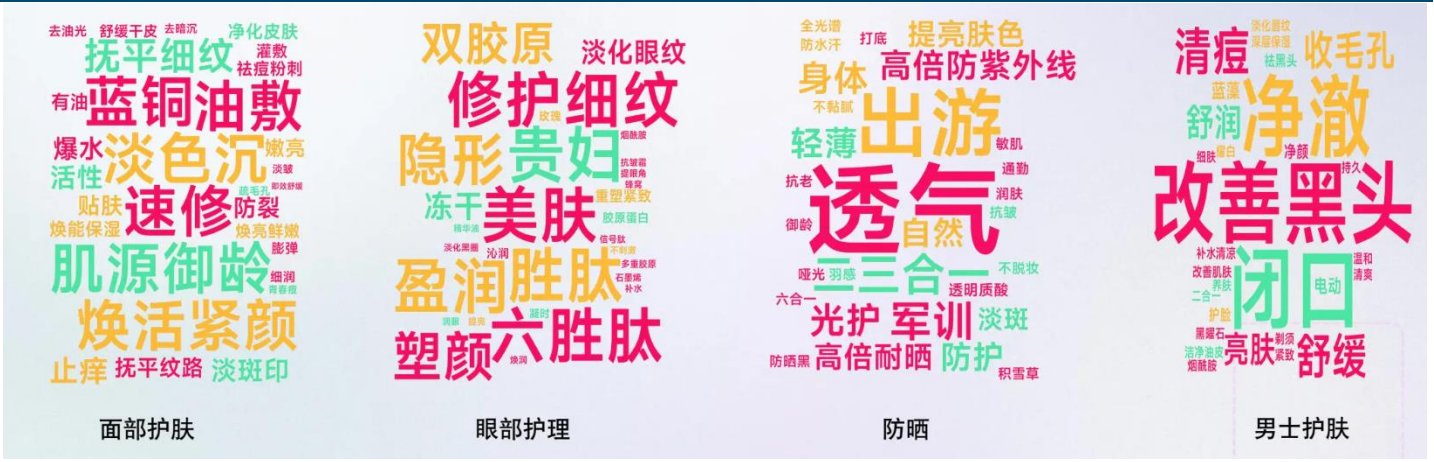
来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

2.1.3、护肤品类趋势: 成分党仍引领市场潮流, 强化独家成分

成分党仍引领市场潮流, 修护、抗衰功效关注度高, 据蝉魔方, 眼部护理中抗老抗衰的六胜肽、双胶原在 24 年双 11 期间上升显著。

品牌商加码独家成分。上美股份推出韩束新品—X 肽面霜 (专利成分环 6 肽-9), 珀莱雅打造独家美白成分 335 的光学瓶、增强对暗沉色块的自噬能力。

图表12: 24 年抖音双 11 大促期间美妆护肤-护肤品 top 细分行业高增速卖点



来源: 蝉魔方, 国金证券研究所

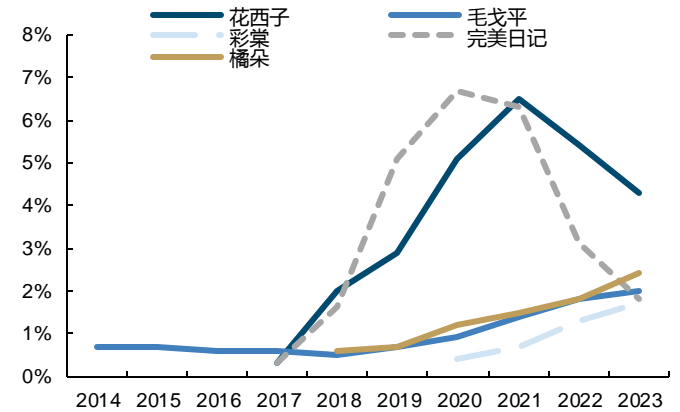
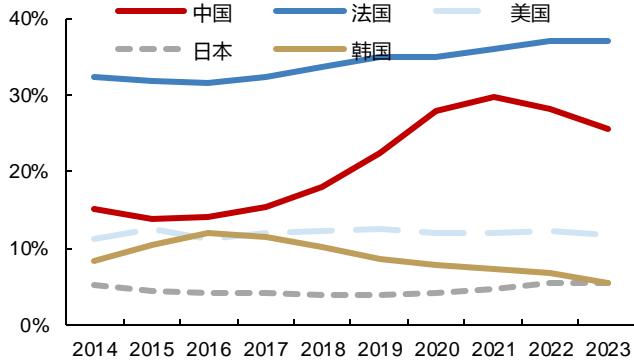
2.1.4、彩妆品类趋势: 国货品牌向核心底妆进发、市占率提升

2018 年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升, 至 21 年市场份额提升至 29.7%, 主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起, 22/23 年国货品牌市场份额结构性下降至 28.1%/25.5% (主要系受色彩类产品流行变化影响花西子/完美日记等市占率下降), 但底妆占优的化妆师 IP/时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。23 年 TOP20 品牌中国货品牌占据 5 席。其中, 底妆占优的国货品牌 (如毛戈平、彩棠等) 市占率自 2018 年持续提升。



图表13: 22/23年国货品牌市场份额结构性下降至28.1%/25.5%

图表14: 21年来毛戈平、橘朵、毛戈平市占率提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

国货大众彩妆兴起、抢占市场份额; 高端领域仍以国际品牌为主导、国货品牌毛戈平市占率提升。

分品牌类型看, 时尚快消类品牌表现分化, 22年来完美日记、珂拉琪、滋色等市占率降低, 橘朵、酵色等市占率提升, 主要系时尚快消类品牌主打色彩类产品(如口红、眼影等)上新快、定价偏低(50-100元)、市场流行多变, 且进入门槛相对较低、更依赖营销概念, 属于能够快速放量但不易持续保持。

国货化妆师 IP 品牌在高单价&进入壁垒相对较高底妆细分类目突围, 如彩棠大单品三色一体高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫, 未来补足粉底液等产品、市场份额有望进一步提升。

图表15: 时尚快消品牌表现分化, 化妆师 IP 突围底妆类目

品牌定位	时尚快消品牌			国风品牌	化妆师品牌	
代表品牌	完美日记	稚优泉	橘朵	花西子	彩棠	毛戈平
21-23年市占率	6.3%→1.8% (↓)	0.9%→0.6% (↓)	1.5%→2.4% (↑)	6.5%→4.3% (↓)	0.7%→1.7% (↑)	1.4%→2% (↑)
母公司	逸仙电商	上海丰邑	橘朵	浙江宜格	珀莱雅	毛戈平
优势品类	眼影、唇釉	腮红、口红	腮红、唇泥	散粉	遮瑕、高光修容	气垫、粉底液、遮瑕
特点	品类齐全、SKU 推新频率高, 高性价比, 擅用代言、联名等吸引年轻消费者			主打国风设计, 在产品内容物、包材、营销等方面融入国风元素	打造明星化妆师 IP, 强调产品专业性	

来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

天猫遮瑕、高光品美国货品牌占据主要市场份额, 粉底液/膏国货品牌渗透空间仍大, 据炼丹炉数据, 1-10M24 天猫粉底液/膏 TOP 品牌榜单国货品牌仅占 3 个席位, 恋火/毛戈平/彩棠分别排名第 4/5/10。



图表16: 天猫粉底液、遮瑕、高光细分品类 TOP 品牌

排名	粉底液/膏		遮瑕		高光	
	2023	1-10M24	2023	1-10M24	2023	1-10M24
1	雅诗兰黛	雅诗兰黛	彩棠	彩棠	彩棠	彩棠
2	兰蔻	兰蔻	hourglass	毛戈平	毛戈平	毛戈平
3	娜斯	娜斯	毛戈平	hourglass	魅可	魅可
4	恋火	恋火	nars	花知晓	橘朵	橘朵
5	魅可	毛戈平	茵芙莎	nars	小奥汀	香奈儿
6	毛戈平	圣罗兰	kato	kato	酵色	玫珂菲
7	卡姿兰	魅可	橘朵	橘朵	万花镜	酵色
8	圣罗兰	植村秀	红地球	红地球	芭比波朗	花知晓
9	阿玛尼	卡姿兰	诗佩妮	盖百霖	香奈儿	hince
10	植村秀	彩棠	魅可	girls crush	花知晓	小奥汀

来源: 炼丹炉, 国金证券研究所

抖音遮瑕、高光、粉底液/膏品类国货品牌占主导, 且抖品牌居多。据飞瓜数据, 24 年至今 (截至 24 年 11 月 24 日), 粉底液/膏、遮瑕均仅有 2 个国际品牌进入 TOP10 榜单。我们认为主要系国货品牌打法调整相对灵活、较早发力抖音, 且更擅长内容营销。

图表17: 抖音粉底液、遮瑕、高光细分品类 TOP 品牌

排名	粉底液/膏		遮瑕		高光	
	2023	24 年至今	2023	24 年至今	2023	24 年至今
1	优沃朵	毛戈平	TFIT	TFIT	橘朵	橘朵
2	FV	优沃朵	彩棠	kato	彩棠	girlcult
3	毛戈平	DPDP	卞卡	卞卡	毛戈平	白日梦醒家
4	卡兹兰	雅诗兰黛	kato	彩棠	诗馨语	元气法则
5	恋火	恋火	嘉利玛	hourglass	MAC	毛戈平
6	雅诗兰黛	方里	hourglass	forever key	圣希	彩棠
7	方里	卡姿兰	歌剧魅影	歌剧魅影	girlcult	原画师
8	兰蔻	法汀妮	初夏堂	花知晓	out-of-office	花知晓
9	Fabloox	兰蔻	Unny	girls crush	罗小曼	木柯诗
10	肌肤之钥	FV	芭贝拉	嘉利玛	Hince	卡希尔

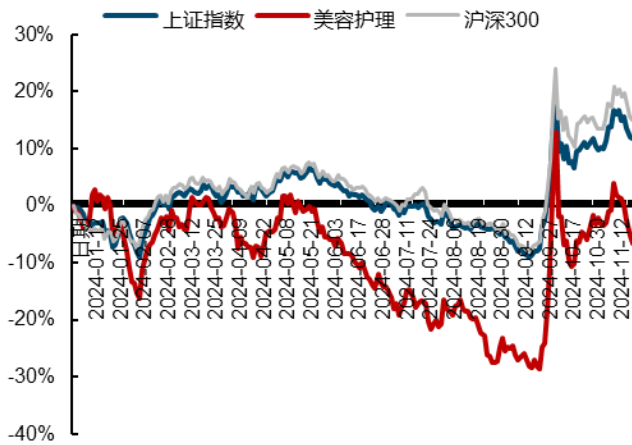
来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

2.2、行情回顾：板块表现弱于大盘，估值持续调整

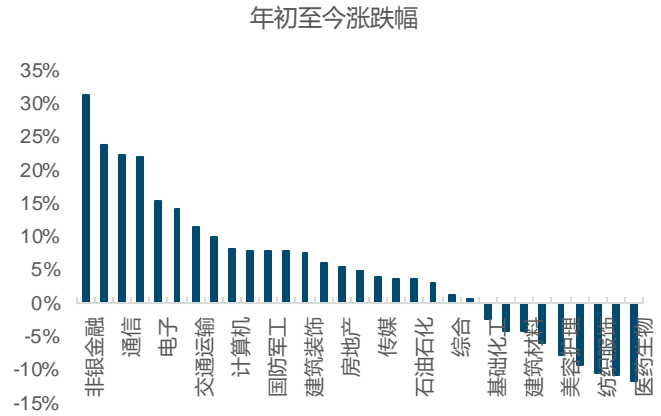
年初至今 (2024/11/22) 美容护理板块累计跌 7.8%、同期上证指数涨 9.8%、沪深 300 涨 12.7%，板块对比来看处于中下游。9 月末-10 初美容护理板块反弹较为显著，主要为可选属性较强。



图表18: 板块表现弱于大盘



图表19: 板块对比, 美容护理板块处下游

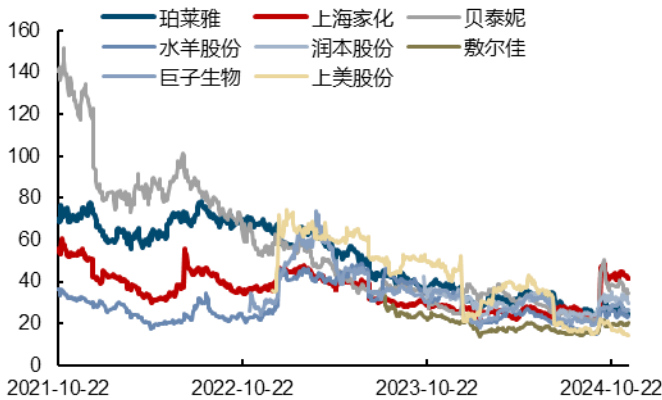


来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 更新至 2024 年 11 月 22 日)

来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 更新至 2024 年 11 月 22 日)

美容护理板块估值持续调整, 当前板块动态 PE 为 31 倍、处于近 3 年估值的 23%。

图表20: 主要标的 PE-TTM 走势



图表21: 美容护理板块估值持续调整



来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 更新至 2024 年 11 月 22 日)

来源: 同花顺, 国金证券研究所 (注: 更新至 2024 年 11 月 22 日)

2.3、看好两条主线

2.3.1、主线一：内卷倒逼品牌竞争维度升级至“独家成分/品牌力”

近年品牌竞争维度持续升级, 经历“渠道/营销→爆品→大单品”, 未来将进一步升级至→“独家成分→品牌”。线上流量见顶、大盘增速持续放缓, 集中资源打造大单品策略已成为行业共识, 大单品的背后是成分、配方, 如何提升 ROI、每一笔营销费用都回流自身品牌单品、而不是为他人做嫁衣, 独家成分或是有更优功效的独家成分成为下一个竞争维度、背后考研品牌对基础研发的投入, 例如珀莱雅独家美白成分 335 (外自噬降解+内降解+透皮吸收), 推荐珀莱雅, 关注上美股份、华熙生物。

2.3.2、主线二：高景气细分赛道财务模型仍优

重组胶原蛋白等细分赛道仍有热度, 成长性与盈利性仍相对较优, 推荐巨子生物; 关注毛戈平上市进度 (国货少数定位高端且拥有护肤线的专业彩妆师品牌毛戈平)。

巨子生物: 护肤大单品打造能力强, 胶原棒势能强、焦点面霜有望成为下一大单品, 品类矩阵持续完善、医美有序推进。

毛戈平: 定位中高端, 线下专柜体验好、私域运营能力强, 复购高、客单高; 线上打造大单品矩阵, 彩妆在遮瑕、高光、粉底液类目站稳, 护肤鱼子酱面膜势能强劲。



3、医美耗材：把握新品放量投资机遇

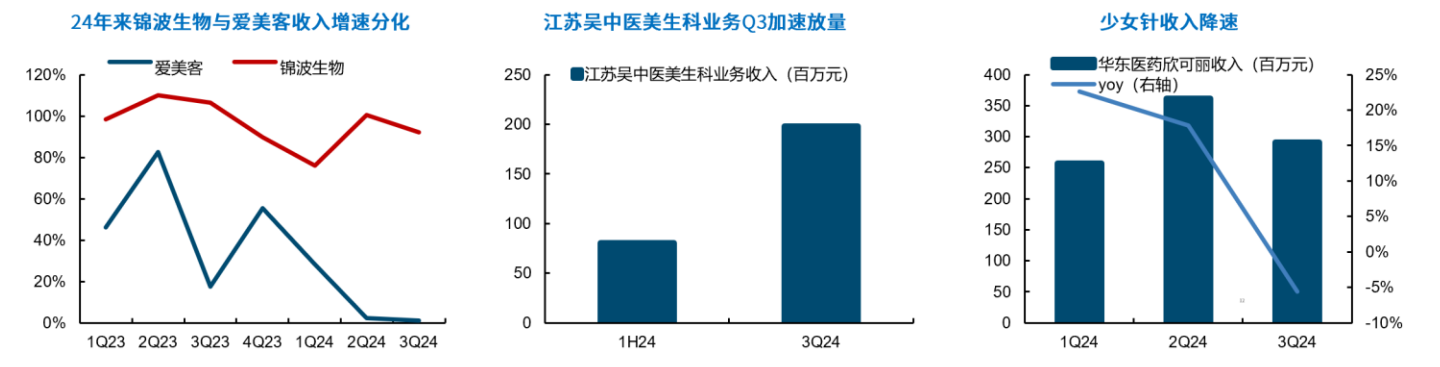
3.1、基本面回顾：玻尿酸竞争激烈、老品降速，再生类新品出货强劲

玻尿酸：爱美客 3Q24 营收 7.2 亿元、同比+1.1%，归母净利润 4.65 亿元、同比+2.13%，扣非归母净利润 4.42 亿元、同比-4.35%，收入及利润增速环比 Q2 继续放缓。

再生针剂：华东医药国内医美欣可丽（少女针运营主体）Q1-Q3 营收 909 亿元、同比+10%，其中 Q2 营收 3.61 亿元、同比+18%，Q3 营收 2.91 亿元、同比-5.5%；江苏吴中医美生科产品 H1 收入 8025 万元、营业利润 3345 万元（主要系艾塑菲 4 月上市拉动），Q3 收入 1.18 亿元、艾塑菲放量加速。

重组胶原蛋白出货强劲：锦波生物 24Q3 公司营收 3.85 亿元、同增 92%、环增 2%，归母净利 2.10 亿元、同增 153%、环增 1%，扣非净利 2.07 亿元、同增 158%、环增 1%，高盈利医美业务占比提升、Q3 毛利率/净利率分别同比延续提升趋势、提升 2.3PCT/2.4PCT 至 93.6%/54.6%，环比看毛利率延续提升 2PCT、营销+研发投入费率加大、净利率环比略降 1PCT。

图表22：玻尿酸竞争激烈、老品降速，新材料出货强劲



来源：各公司公告，国金证券研究所

3.2、25 年看好方向：重组胶原蛋白景气度延续

医美注射材料景气度判断：重组胶原蛋白>再生类>动物源胶原蛋白>中高端肉毒素、玻尿酸>低端肉毒素、玻尿酸。求美者从要求立竿见影效果到追求自然效果，过量注射玻尿酸易出现僵化脸、肉毒易造成脸部僵硬，而重组胶原蛋白+再生类（童颜针&少女针）几乎可以解决大部分面部问题，童颜和少女针主要起轮廓修饰功能，胶原蛋白主要是滋养功能，功能可以相互配合，且市面上合规产品较为稀缺。

4、潮玩：为情绪价值买单，量价齐升景气度优

4.1、基本面回顾：情绪消费引领市场，供需提振景气度高

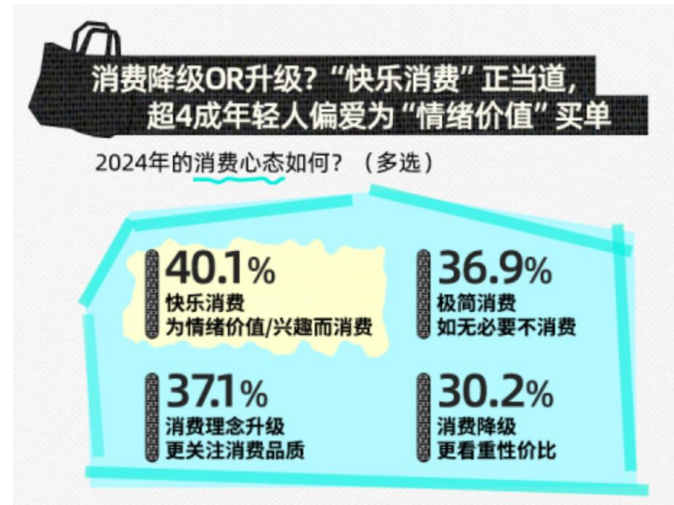
4.1.1、需求：为情绪价值买单，潮玩是重要表达出口

为情绪价值买单成为一种主流。根据 Soul App《2024 Z 世代双十一消费行为报告》，“快乐消费，为情绪价值/兴趣而消费”（40.1%）是年轻人最多的投票选项，高于“消费理念升级，更关注消费品质”（37.1%）、“极简消费，如无必要不消费”（36.9%）、“消费降级，更看重性价比”（30.2%）等选项。

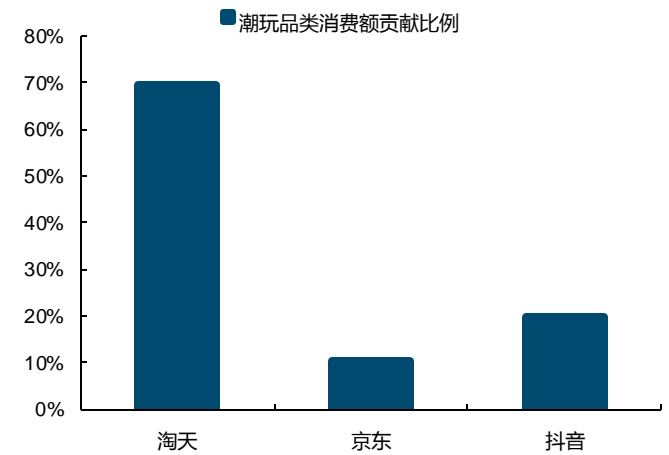
潮玩以及泛 IP 产品兼具“买的起”&“买的快乐”双重属性，满足消费者追求自我关怀与情绪释放，市场持续扩容。根据久谦中台《双十一大促首阶段分析》，潮玩行业增长势头强劲，淘宝天猫平台占据主要市场份额。



图表23: 年轻人偏爱为“情绪价值”买单



图表24: 双十一第一阶段(24.10.14-10.24)潮玩品类分平台销售额贡献比例



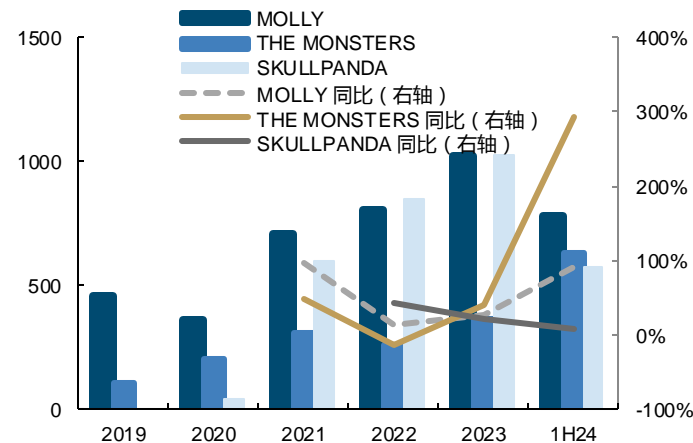
来源: Soul App《2024Z世代双十一消费行为报告》, 国金证券研究所

来源: 久谦数据, 国金证券研究所

4.1.2、供给: IP/品类创新、新场景表达, 促进市场扩容

供给端新 IP 推出、老 IP 焕新、品类创新(如搪胶品类、各类周边等), 叠加新场景表达(如 Jellycat “过家家式”营销)、社交媒体传播迭代, 潮玩从单一的消费品类成长为以潮玩 IP 为核心的全产业链格局, 渗透人群从年轻群体向多年龄段辐射, 从而拉动市场扩容。

图表25: 泡泡玛特 the monsters IP 火热, 收入爆发式增长



图表26: Jellycat “过家家式”营销



来源: 泡泡玛特公司公告, 国金证券研究所

来源: Jellycat 公众号, 国金证券研究所

4.2、看好方向: 持续关注泡泡玛特

持续看好多品类、多区域拓展的潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台。

2023 年重新梳理业务板块, 公司业务分为 IP 孵化与运营、潮流玩具零售、主题乐园与体验、数字娱乐四大板块。潮流玩具零售多品类拓展, 手办收入占比由 1H23 的 73% 下降至 1H24 的 53%, 毛绒玩具由 1% 提升至 10%。



图表27: 泡泡玛特公司定位从潮玩零售商升级为覆盖潮流玩具 IP 全产业链的综合运营平台

公司业务	内容
IP 孵化与运营	合作潮玩工作室构筑 IP 池
潮流玩具零售	盲盒、毛绒、MEGA、生活周边等
主题乐园与体验	2023 年 9 月, 国内首个潮玩行业沉浸式 IP 主题乐园泡泡玛特城市乐园 (POP LAND) 正式在北京朝阳公园开园
数字娱乐	微电影《一半的世界》等

Category	1H23 (%)	1H24 (%)
手办	~75%	~60%
MEGA	~10%	~15%
毛绒玩具	~0%	~10%
衍生品	~15%	~15%

来源: 泡泡玛特公司公告, 国金证券研究所

潮玩出海胜负手在于本地化潮流洞察和差异化运营。中国潮玩品牌有着供应链、价格、迭代快速的优势, 而且更加擅长面向女性群体, 与海外潮玩品形成差异化竞争。目前中国潮玩品牌出海在东南亚地区成效最显著, 在日韩、欧美地区因潮流文化话语权较弱, 尚处于弱势。

图表28: 东南亚、日韩、欧美潮玩市场特点

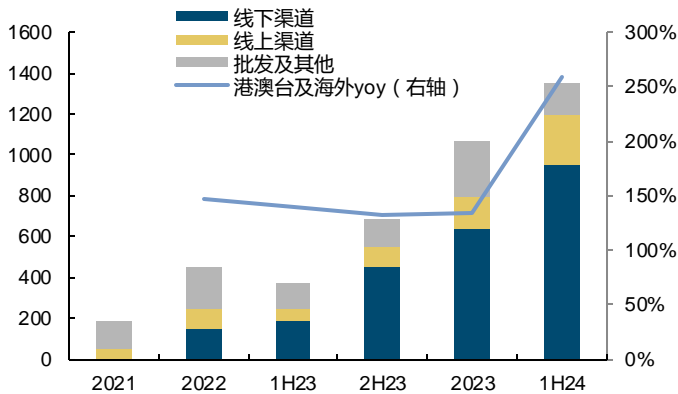
	东南亚	日韩	欧美
市场	人口年轻, 对潮玩文化接受快, 华人占比高、喜好相似	市场成熟, 对亚太乃至欧美都有一定影响力	全球体量最大, 消费群最成熟, 竞争也最激烈, 产业辐射能力最强
用户	最年轻, 集中在 20-35 岁, 女性占比较高、喜好受社交媒体影响大	集中在 15-40 岁, 男女比例相对均衡, 卡哇伊风格男女通杀, 男性更爱酷炫、精致的拼装模型, 而女性更中意卡哇伊、治愈风	核心年龄段 25-45 岁, 喜好相对传统, 男性偏爱超酷、阳刚硬核风格, 女性群体在扩大
IP	既爱欧美日韩 IP, 也爱独立艺术家尤其是本土艺术家原创 IP	丰富多元, 故事性和文化属性强	超级英雄科幻类动漫、电影、体育类、街头文化 IP 为主, 复古影视, 玩具 IP 有超越之势
挑战	语言和信仰多元, 市场分散	竞争者众、内容要求高, 潮流更新迭代速度极快	粉丝文化沉淀深厚, 忠诚度和黏性强, 文化壁垒强

来源: 中外玩具全媒体中心《2024 全球潮玩产业发展报告》, 国金证券研究所

泡泡玛特早在 2018 年开始出海, 在 2021 年以前, 基本是批发/经销的模式为主, 主推旗下的四大王牌 IP Molly、Pucky、Dimoo, 以及 SP; 到 2021 年开始发力线上电商直销; 2022 年将战略重心转至 DTC, 在当地多个核心城市的核心商圈开线下门店, 同时陆续签约当地艺术家, 推出符合当地喜好的 IP 产品, 并通过垂类达人探店直播打卡、科普、带货等方式进行本土化营销。1H24 泡泡玛特港澳台及海外收入 13.5 亿元、同比增 260%, 占比 30%。

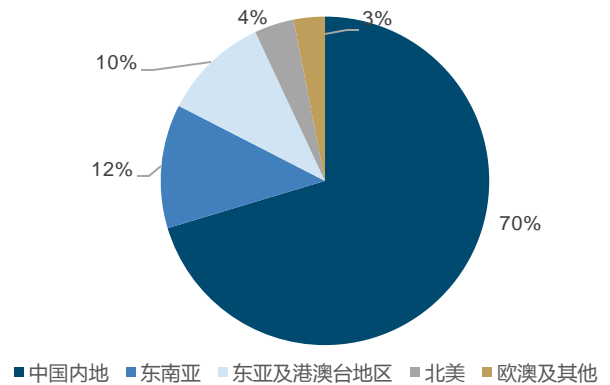


图表29: 1H24 泡泡玛特港澳台及海外收入 13.5 亿元、同比增 260%



来源: 泡泡玛特公司公告, 国金证券研究所

图表30: 1H24 泡泡玛特港澳台及海外收入占比 30%



来源: 泡泡玛特公司公告, 国金证券研究所

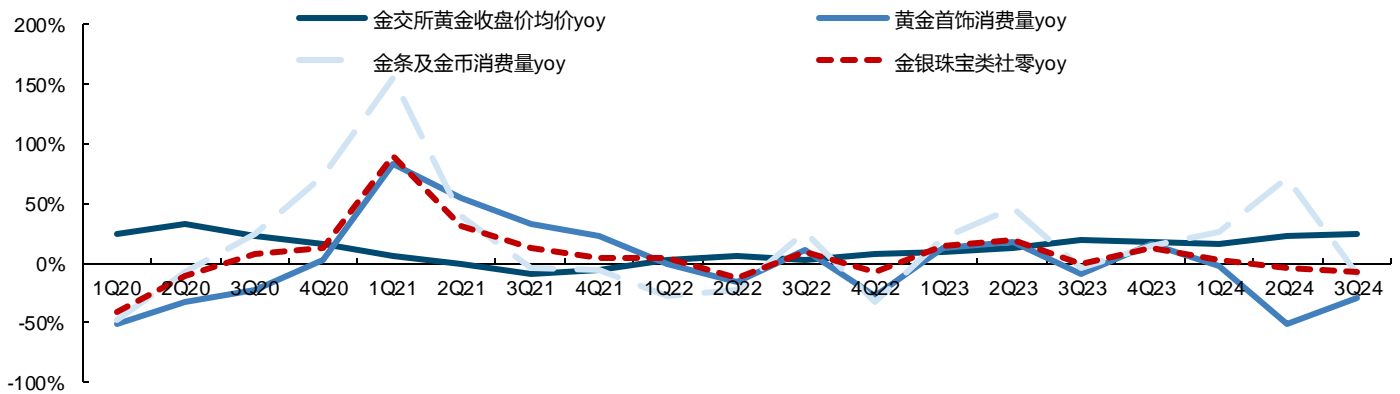
5、黄金珠宝：金价走势影响销量，产品力与创新重要性提升

5.1、基本面回顾：金价高位波动抑制黄金饰品终端动销、实物黄金消费热情 Q3 回落

金价高位波动抑制黄金饰品终端动销、实物黄金消费热情 Q3 回落。

- 1) 价：Q1-Q3 上海黄金交易所 Au9999 收盘价均价同比+16%/+23%/+24%；
- 2) 量：据中国黄金协会，1Q24 黄金首饰/金条及金币用金消费量同比-3%/+26.77%、2Q24 分别同比-52%/+72%、3Q24 分别同比-29%/-9%。
- 3) 社零：24 年社零逐季走弱。

图表31: 24 年社零逐季走弱，金价高位攀升，饰品销量承压



来源: 国家统计局, 同花顺, 国金证券研究所



图表32：24 年金价单边上涨，年初至 11 月 21 日累计涨 28.5%

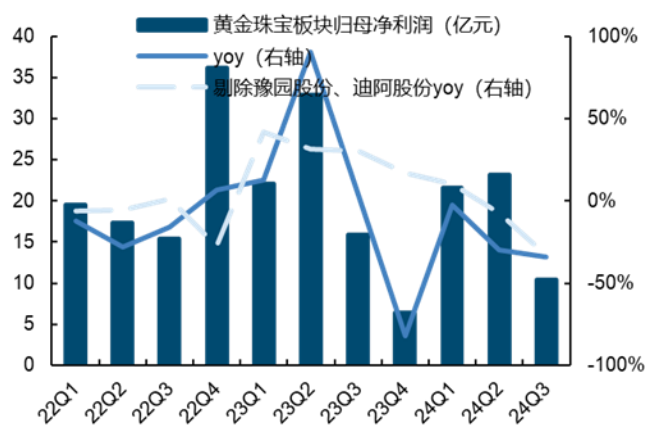
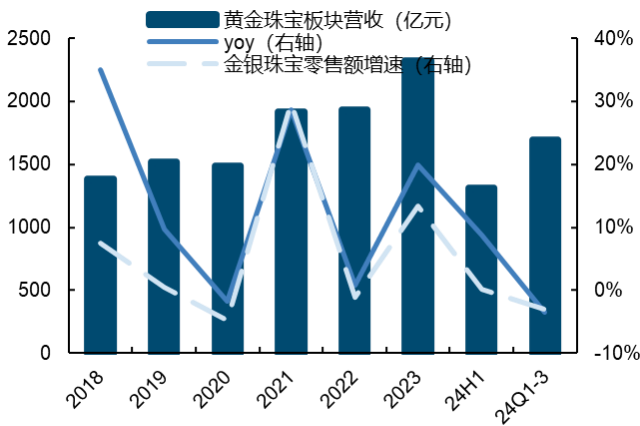


来源：上海黄金交易所，国金证券研究所

业绩逐季走弱，产品力突出公司表现相对较好。1-3Q24 黄金珠宝板块营收 1691 亿元、同比-3.5%（增速表现弱于金银珠宝类社零-3.1%的增速）；归母净利润 55 亿元、同比-22%，调整后（剔除迪阿股份、豫园股份影响，下同）同比-9.4%。1Q24 高基数下兑现稳健增长，营收同比+11.1%、主要系基础金价同比+16%拉动；调整后归母净利润同比+9.9%；2Q24 业绩环比走弱，营收/归母净利润同比+2%/-30%，调整后同比+8%/-8%；3Q24 业绩承压，营收/归母净利润同比-26%/-34%，调整后同比-25%/-33%。

图表33：1-3Q24 黄金珠宝板块营收同比-3.5%，略弱于社零表现

图表34：3Q24 黄金珠宝板块业绩承压、归母净利润同比-34%



来源：Wind，国金证券研究所

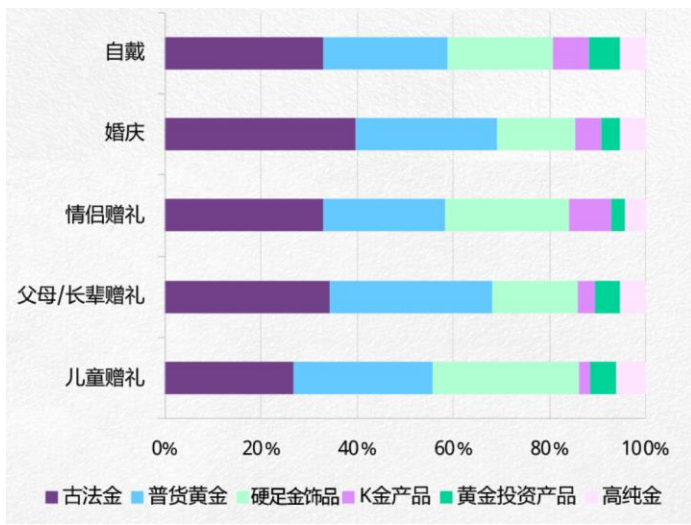
来源：Wind，国金证券研究所

古法黄金因其精美设计&工艺最受青睐，其次是普货产品和硬足金产品，普货产品设计改善&工费较低，硬足金产品符合轻量化趋势、单价更低且款式新潮。年轻群体主导古法金和硬足金销售。



图表35: 不同金饰类别在主要消费场景中的销售额占比

图表36: 各年龄及各品类金饰消费者占比

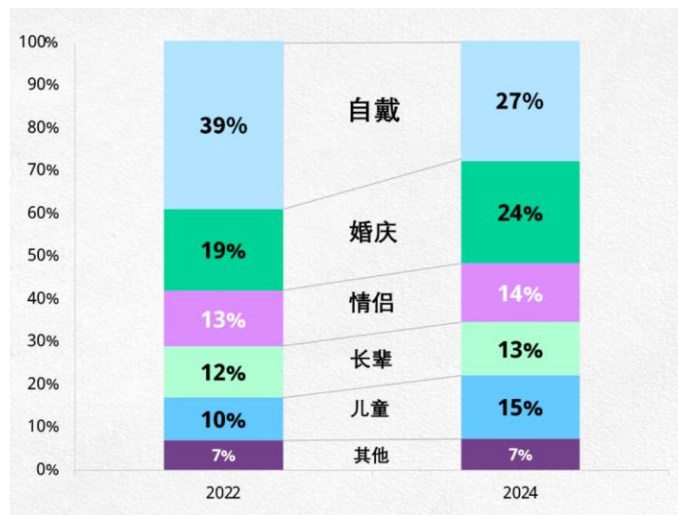


来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所

高金价背景下,“非刚需”消费缩减,自戴仍是主要消费场景、但相较于22年有所下滑。

图表37: 不同消费场景对珠宝零售商收入的贡献



来源: 世界黄金协会, 国金证券研究所 (注: 2022年和2024年的调研结果均截至7月)

终端动销偏弱, 24年来开店速度放缓。1) 周大生: Q1-Q3周大生品牌门店净增加129家至5235家, Q1-Q3分别净增23家/101家/5家, 其中加盟门店4886家、净增111家, 自营门店349家、净增18家; 2) 潮宏基: 截至Q3末, CHJ潮宏基珠宝总店数1482家, 其中自营店246家, 加盟门店1236家、较年初净增126家(H1/Q3分别净增76家/50家)。



图表38：24 年来开店速度放缓

公司	门店 (1H24 末)	门店 (23 年末)	较 22 年末净增加	自营	加盟	加盟 23 年净增加
老凤祥	6022	5994	385	187	5807	392
豫园股份 (老庙 + 亚一)	5097	4994	429	-	-	-
中国黄金	4266	4257	615	103	4154	617
周大生	5230	5106	490	331	4775	408
菜百股份	93	87	17	87	0	-
迪阿股份	451	528	-160	528	0	-
曼卡龙	224	218	8		120	9
潮宏基	1451	1399	241	274	1125	291

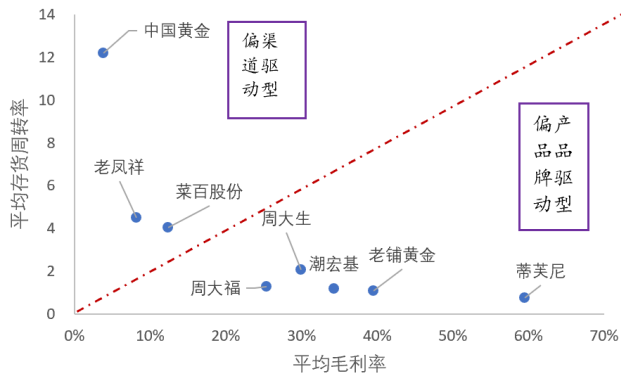
来源：各公司公告，国金证券研究所

5.2、25 年看好方向：追求品质与创新的产品力驱动型标的

偏产品品牌驱动型公司高 ROE 核心来自高产品附加值（往往具备高毛利特性），注重产品差异化打造，消费者更能接受产品溢价、对金价敏感度不高，有望继续跑出 α ；偏渠道驱动型公司高 ROE 核心来自高周转，产品差异化不强，受行业 β 影响较大。关注老铺黄金（卡位高端古法黄金细分赛道，承接高端人群消费理性化趋势）、潮宏基（轻量化、设计强的一口价黄金产品销售突出）。

图表39：黄金珠宝公司大致可分为偏渠道驱动型和偏产品品牌驱动型两类

图表40：老铺黄金品牌印记类产品逐步出圈



来源：同花顺，国金证券研究所（注：蒂芙尼平均毛利率与平均存货周转率取

来源：老铺黄金招股书，国金证券研究所

FY2008-FY2020 均值，周大福取 FY2018-FY2024 均值，其他公司取 2017-2023 年均值)


图表41：传统黄金珠宝公司估值处于低位、对应 25 年 PE 普遍在 10 倍左右

市场	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				23-26年 CAGR
			23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
A股	老凤祥	210	22.1	21.4	23.7	26.0	9	10	9	8	6%
	周大生	131	13.2	11.0	12.7	14.2	10	12	10	9	2%
	菜百股份	85	7.1	7.1	8.0	9.0	12	12	11	9	8%
	潮宏基	45	3.3	3.5	4.2	4.9	13	13	11	9	13%
	均值	-	-	-	-	-	11	12	10	9	-
港股	周大福	658	65.0	68.9	76.9	81.3	10	10	9	8	8%
	老铺黄金	319	4.2	9.6	12.5	15.5	77	33	25	21	55%

来源：同花顺，国金证券研究所（注：1）市值更新至 11 月 22 日；2）港币兑人民币汇率取 0.9308；周大生、潮宏基、老铺黄金盈利预测为国金证券预测，其他公司取同花顺一致预期）

6、风险提示

6.1、化妆品

新品销售不及预期：行业竞争激烈，品牌商推新迎合消费者需求变化&增强吸引力，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

营销发展不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局，但抖音流量算法多变，对品牌运营能力要求更高。同时，网红主播等费用率高，若 ROI 不够高或拖累业绩表现。

代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动：代运营与生产商业绩均依托客户拓展，若短期大客户战略调整、终止合作将给代运营及生产商带来短期业绩波动。

6.2、医美

产品获批进度不及预期：医疗类产品必须经过产品技术要求制定和审核、注册检测或临床试验、质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书。若产品不能如期获批上市，或将影响相关公司业绩成长性。

医疗事故引发的舆情风险：重组胶原蛋白在医美领域的运用处于起步期，若有相关舆情事件，可能在一段时间内显著影响重组胶原蛋白在医美行业的渗透速度。

6.3、潮玩

新品/新 IP 孵化不及预期影响业绩表现。

潮玩市场格局较为分散，若玩家增多、市场竞争加剧，或将影响公司成长性和盈利性。

6.4、黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝饰品可选属性较强，终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店，行业竞争激烈、加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价大幅波动：金价波动影响消费者购买情绪，同时黄金材料成本是黄金珠宝品牌商的主要营业成本，金价大幅波动或将扰动终端动销及品牌商业绩表现。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究