

困境中蓄势，新章春来待启

——2025 年商贸零售行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 12 月 30 日

投资要点:

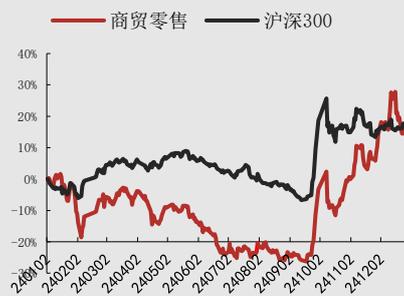
回顾：消费仍在恢复阶段，居民消费偏向理性。2024 年经济总体保持平稳增长，1-11 月社会消费品零售总额累计同比增速为+3.5%，增速较 2023 年同期放缓 3.7pcts，其中，限额以上单位金银珠宝/化妆品类商品零售额分别累计同比-3.3%/-1.3%。政策方面，2024 年底的中央经济工作会议将扩大内需任务提升至首位，通过增加居民收入和稳住财富预期、给予政策补贴刺激、创造新的消费增长点等多个方面着手提振消费。我们预计未来消费市场潜力有望得到激发，为经济回暖提供有力支持。此外，2024 年政府报告对促进消费的工作目标更加积极，强调培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货潮品等新的消费增长点，利好在国货品牌崛起领域表现突出的美妆、黄金珠宝等消费行业。

化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围。短期来看，近月化妆品销售出现波动，2024 年 1-11 月限额以上企业化妆品零售额累计同比-1.3%，行业整体需求较为疲软。“双11”期间，全网销售总额同比+26.6%，美容护肤销售额同比+22.85%，香水彩妆销售额同比+16.18%。天猫美妆 Top10 榜单中，珀莱雅、薇诺娜上榜；抖音美妆品牌 TOP10 榜单中，国货品牌占半数，珀莱雅、韩束、可复美、自然堂、薇诺娜上榜。**中长期来看，供给端方面，**国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，成功捕捉当前追求性价比和产品质量的消费者客群，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。**需求端方面，**年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。**建议关注**强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头企业。

黄金珠宝：工艺提升+“悦己”消费观念深入，看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。2024 年以来金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求，不少黄金珠宝企业业绩出现不同程度下滑，门店拓展放缓。**价的角度来看，**全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在，加之美国加征关税的预期或将进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，未来全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。**量的角度来看，**近年来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率进一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

风险因素：宏观经济下行风险、消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

大力提振消费，全方位扩大内需

10 月社零总额同比+4.8%，增速环比回升

10 月印度钻石出口数据有所回暖

分析师：李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾与展望：消费仍在恢复阶段，居民消费偏向理性	4
1.1 回顾：受国内需求不足等因素影响，1-11月社零增速放缓.....	4
1.2 政策：着力培育新的消费增长点，进一步激发消费潜能.....	5
1.3 综述：个股行情表现分化，黄金珠宝板块业绩亮眼.....	6
1.3.1 行情回顾.....	6
1.3.2 业绩回顾.....	7
2 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围	10
2.1 美妆销售短期有所波动，未来消费需求有望释放.....	10
2.2 “双11”大促美护销售额快速增长，抖音TOP10榜单国货占半数.....	11
2.3 国潮崛起，产品力优秀的国货品牌突围.....	11
3 黄金珠宝：短期金价高位抑制黄金珠宝销量，龙头开店放缓	16
3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制.....	16
3.2 品牌商加强产品设计，工艺提升吸引消费者“悦己”消费.....	17
3.3 龙头开店放缓，从追求数量变质量.....	18
3.4 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性.....	19
4 投资建议	20
5 风险因素	20

图表 1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比.....	4
图表 2：社会消费品零售总额累计值及同比.....	4
图表 3：限额以上单位金银珠宝、化妆品商品零售额累计同比.....	4
图表 4：2024年与2023年中央经济工作会议有关消费内容对比.....	5
图表 5：2023-2024年政府工作报告对消费领域政策的对比.....	6
图表 6：申万一级子行业2024年1-9月股价涨跌幅(%).....	6
图表 7：化妆品、黄金珠宝板块重点个股区间涨跌幅(%).....	7
图表 8：2024Q1-Q3&2024Q3 化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况 ..8	8
图表 9：化妆品个股2024及2025年一致预测的EPS(元/股)及对应PE(倍) ...8	8
图表 10：2024Q1-Q3&2024Q3 黄金珠宝板块个股营收、归母净利润及同比增速情况 ..9	9
图表 11：珠宝行业重点个股2024及2025年一致预测的EPS(元/股)及对应PE(倍) ..9	9
图表 12：中国化妆品市场规模及同比增速.....	10
图表 13：限额以上企业化妆品零售额及同比增速.....	10
图表 14：2023年美妆消费者年龄段分布.....	11
图表 15：城镇16-24岁人口失业率攀升(%).....	11
图表 16：2024年“双11”天猫、抖音美妆TOP10品牌榜.....	11
图表 17：中国化妆品市场TOP20品牌份额(单位：%).....	11
图表 18：不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频次.....	12
图表 19：消费者购买国货美妆主要关注因素.....	12
图表 20：2016年-2024H1主要化妆品公司研发费用率.....	13
图表 21：功能性护肤品重点品牌科技成分.....	13
图表 22：消费者愿意购买的国货美妆类型.....	14
图表 23：2017-2022年中国功能性护肤品市场规模及增速.....	14

图表 24: 伦敦现货黄金价格 vs 中国黄金珠宝首饰消费需求.....	16
图表 25: 全球黄金总需求结构分布	17
图表 26: 部分新兴经济体增持黄金情况	17
图表 27: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速	17
图表 28: 各类黄金消费情况	17
图表 29: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品	18
图表 30: 2018-2024H1 行业龙头门店数量对比 (家)	19
图表 31: 2018-2024H1 行业龙头门店净增加情况 (家)	19
图表 32: 部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况 (%)	19
图表 33: 黄金珠宝重点公司每股股利、分红比例、股息率对比	19

1 行业回顾与展望：消费仍在恢复阶段，居民消费偏向理性

1.1 回顾：受国内需求不足等因素影响，1-11月社零增速放缓

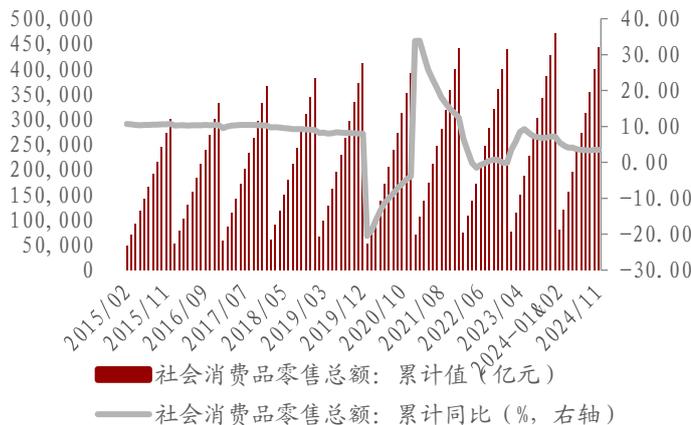
整体：国民经济稳步增长，24Q3居民可支配收入同比增长4.9%。2024年经济总体保持平稳增长，从统计局数据来看，2024Q3，居民人均可支配收入同比+4.9%，其中，城镇居民人均可支配收入同比+4.2%，农村居民人均可支配收入同比+6.3%。面对国内需求不足等因素的影响，2024年1-11月社会消费品零售总额累计同比增速为+3.5%，增速较2023年同期放缓3.7pcts，其中，限额以上单位金银珠宝/化妆品类商品零售额分别累计同比-3.3%/-1.3%。

图表1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入累计同比



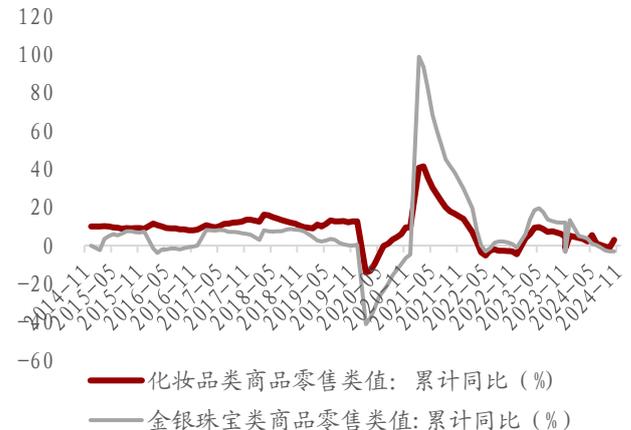
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表2：社会消费品零售总额累计值及同比



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

图表3：限额以上单位金银珠宝、化妆品商品零售额累计同比



资料来源：国家统计局、iFind、万联证券研究所

1.2 政策：着力培育新的消费增长点，进一步激发消费潜能

2024年底中央经济工作会议将扩大内需任务提升至首位。2024年12月11日-12日，中央经济工作会议在北京召开。会议确定了明年的重点任务，将扩大内需任务从2023年的第2位提升至2024年的首位，对消费领域的重视程度显著提升。会议明确要“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，包括：1) 实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。同时，会议还提出要适当提高退休人员基本养老金、城乡居民基础养老金、城乡居民医保财政补助标准以及稳住楼市等措施，旨在从多渠道增加居民收入和稳住居民对财富的预期。2) 加力扩围实施“两新”政策，即推动设备更新和消费品以旧换新政策，预计明年“两新”政策有望延续，进而推动产业结构进一步升级、破解当前消费需求不足的挑战以及促进经济高质量发展。3) 创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。这些举措旨在满足消费者的多元化、个性化需求，有助于在消费链条上形成新的增长点，促进消费潜力的释放。总体来看，2024年中央经济工作会议对消费的重视程度进一步提升至首位，体现了政策制定者对消费推动经济增长的清晰认识和坚定决心。同时，通过从收入端增加居民收入和稳住财富预期、从需求端给予政策补贴刺激、从供给端创造新的消费增长点多个方面着手，预计未来消费市场潜力有望得到有效激发，为经济回暖提供有力支持。

图表4：2024年与2023年中央经济工作会议有关消费内容对比

中央经济工作会议有关消费内容		
年份	2024	2023
排名	1	2
消费相关内容	<p>大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调，更大力度支持“两重”项目。适度增加中央预算内投资。加强财政与金融的配合，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新。实施降低全社会物流成本专项行动。</p>	<p>着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。增加城乡居民收入，扩大中等收入群体规模，优化消费环境。要以提高技术、能耗、排放等标准为牵引，推动大规模设备更新和消费品以旧换新。发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持关键核心技术攻关、新型基础设施、节能减排降碳，培育发展新动能。完善投融资机制，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。</p>

资料来源：中国人民政府网、万联证券研究所

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

图表5: 2023-2024年政府工作报告对消费领域政策的对比

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

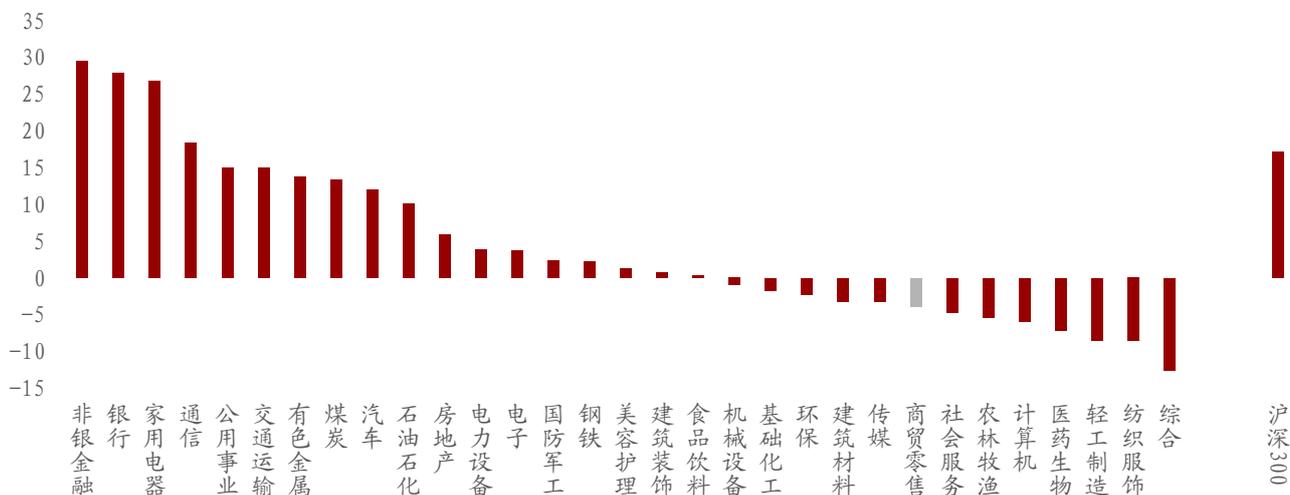
资料来源: 中国政府网, 万联证券研究所

1.3 综述: 个股行情表现分化, 黄金珠宝板块业绩亮眼

1.3.1 行情回顾

2024年1月1日至9月30日, 申万31个一级行业涨跌不一, 其中, 非银金融(+29.52%)、银行(+27.91%)、家用电器(+26.76%)、通信(+18.36%)、公用事业(+15.06%)等行业领涨。商贸零售行业表现不佳, 累计下跌3.85%, 跑输沪深300指数20.96个pct, 位列第24名。**重点个股方面**, 化妆品板块中, 芭薇股份表现亮眼, 涨幅为101.95%, 其次, 巨子生物/丸美生物/锦波生物/科思股份/珀莱雅/华熙生物分别上涨46.07%/15.98%/15.17%/13.62%/11.66%/5.96%; 黄金珠宝板块中, 老铺黄金领涨, 涨幅为262.96%, 豫园股份/中国黄金分别上涨6.44%/0.14%, 其余重点个股下跌。

图表6: 申万一级子行业2024年1-9月股价涨跌幅(%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2024年1月1日至9月30日; (2) 股价涨跌幅使用前复权(分红再投)计算。

图表7: 化妆品、黄金珠宝板块重点个股区间涨跌幅(%)

区间涨跌幅 (2024年初至2024/9/30)			
板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅
化妆品	11.15	黄金珠宝	15.65
芭薇股份	101.95	老铺黄金	262.96
巨子生物	46.07	豫园股份	6.44
丸美生物	15.98	中国黄金	0.14
锦波生物	15.17	莱绅通灵	-5.75
科思股份	13.62	老凤祥	-5.84
珀莱雅	11.66	周大生	-8.82
华熙生物	5.96	谢瑞麟	-11.11
敷尔佳	0.17	周生生	-14.00
若羽臣	-1.10	潮宏基	-14.07
逸仙电商	-6.83	莱百股份	-16.11
贝泰妮	-7.37	六福集团	-16.36
上海家化	-10.82	迪阿股份	-18.42
青松股份	-10.92	周大福	-21.39
壹网壹创	-11.89		
水羊股份	-17.42		
福瑞达	-18.42		
拉芳家化	-24.87		
丽人丽妆	-25.24		

资料来源: iFinD、万联证券研究所

注: (1) 时间区间为2024年1月1日至9月30日; (2) 我们根据上市公司的主营业务情况, 选取出以上化妆品公司和黄金珠宝公司分别划分为化妆品板块、黄金珠宝板块; (3) 板块涨跌幅计算公式为: $(\sum \text{个股涨跌幅} * \text{个股流通市值}) / (\sum \text{个股流通市值})$ 。

1.3.2 业绩回顾

➤ 化妆品: 大部分重点公司24Q1-Q3业绩出现不同程度下滑

原料板块: 科思股份2024Q1-Q3营收同比+4.69%, 归母净利润同比-4.11%, 24Q3营收/归母净利润同比-22.46%/-50.09%, 业绩有所下滑, 主要受下游客户消化前期库存以及行业竞争增加等因素影响。

代工板块: 青松股份、嘉亨家化业绩承压, 芭薇股份表现相对较好。2024Q1-Q3, 青松股份营业收入同比-3.79%, 归母净利润同比+150.07%。嘉亨家化2024Q1-Q3营收/归母净利润同比-5.16%/-91.54%, 业绩下滑主因: 1) 客户需求减少, 产品结构变动、折旧摊销等固定支出增加导致毛利率下滑; 2) 为满足湖州嘉亨投产需要以及增强公司研发实力, 管理费用、研发费用等增加所致。芭薇股份2024Q1-Q3营收同比+49.50%, 主因公司继续大客户战略, 增长市场份额。

代运营板块: 若羽臣表现相对较好, 2024Q1-Q3, 若羽臣营业收入增速为+39.25%, 主因自有品牌业务和品牌管理业务增长; 归母净利润同比+71.08%。凯淳股份2024Q1-Q3营收同比-33.93%, 主因业务结构调整所致。丽人丽妆2024Q1-Q3营收同比-36.44%, 主因公司与部分合作品牌转变运营模式和与部分品牌终止合作, 归母净利润减亏, 主因公司收到政府补助增加、资产减值损失大幅减少及投资收益的增加。

品牌板块: 大部分品牌端企业前三季度业绩出现下滑, 珀莱雅、丸美生物、锦波生物的收入和归母净利润均实现了亮眼增长。2024Q1-Q3, 珀莱雅营收/归母净利润同比增

长分别为+32.72%/+33.95%，主因线上渠道营收同比增长和小品牌稳步增长。丸美生物营收/归母净利润同比增长分别为+27.07%/+37.38%，主因主品牌丸美与第二品牌PL恋火均保持了较好的增长势能。锦波生物营收/归母净利润同比增长分别为+91.16%/+170.42%，主因以A型重组人源化胶原蛋白为核心成分的III类医疗器械植入剂产品收入增长。贝泰妮营收同比+17.09%，主因公司销售规模增加以及悦江投资纳入公司合并范围。此外，华熙生物、上海家化、水羊股份营收有所下滑，营收分别同比-8.21%/-12.07%/-9.84%。福瑞达营收同比-17.45%，主因房地产业务剥离所致，其中化妆品业务收入同比+3.25%。

图表8: 2024Q1-Q3&2024Q3化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)					
	24Q1-Q3	yoy (%)	24Q3	yoy (%)	24Q1-Q3	yoy (%)	24Q3	yoy (%)		
原料	300856.SZ	科思股份	18.58	4.69	4.53	-22.46	5.14	-4.11	0.93	-50.09
代工	300132.SZ	青松股份	13.87	-3.79	5.28	2.20	0.32	150.07	0.25	1250.36
	300955.SZ	嘉亨家化	6.91	-5.16	2.69	-5.24	0.02	-91.54	0.08	-38.77
	837023.BJ	芭薇股份	4.71	49.50	2.05	101.09	0.29	-5.70	0.14	57.52
代运营	300792.SZ	壹网壹创	8.81	-1.43	2.59	-8.84	0.95	-16.65	0.28	4.63
	605136.SH	丽人丽妆	12.27	-36.44	2.61	-46.91	-0.28	46.48	-0.305	-8.95
	301001.SZ	凯淳股份	2.97	-33.93	0.90	-32.86	0.05	161.72	0.01	445.99
	003010.SZ	若羽臣	11.54	39.25	3.67	54.62	0.58	71.08	0.19	68.19
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	40.18	17.09	12.13	14.04	4.15	-28.39	-0.69	-153.41
	603605.SH	珀莱雅	69.66	32.72	19.65	21.15	9.99	33.95	2.98	20.72
	688363.SH	华熙生物	38.75	-8.21	10.64	-7.14	3.62	-29.62	0.20	-77.44
	600315.SH	上海家化	44.77	-12.07	11.56	-20.93	1.63	-58.72	-0.75	-180.85
	603983.SH	丸美生物	19.52	27.07	6.00	25.79	2.39	37.38	0.62	44.32
	300740.SZ	水羊股份	30.45	-9.84	7.52	-30.87	0.94	-47.60	-0.11	-130.41
	603630.SH	拉芳家化	6.70	8.65	2.41	-1.27	0.55	-28.03	-0.03	-18.94
	600223.SH	福瑞达	28.03	-17.45	8.77	-4.82	1.71	-28.09	0.97	-7.76
	301371.SZ	敷尔佳	14.66	9.47	5.27	11.88	5.14	-4.20	1.97	-5.16
832982.BJ	锦波生物	9.88	91.16	3.86	92.07	5.20	170.42	1.97	153.96	

资料来源: iFind、万联证券研究所

估值水平表现分化。选取2024年12月20日收盘价以及同花顺一致预测的2024-2025年的EPS计算PE。2025年，化妆品重点个股一致预测对应的PE值差距较大，壹网壹创、华熙生物、若羽臣、丸美生物PE值较高，分别为45/35/32/31倍，科思股份、水羊股份、贝泰妮、珀莱雅、敷尔佳、锦波生物PE较低，分别为10/17/19/19/19/19倍。

图表9: 化妆品个股2024及2025年一致预测的EPS (元/股) 及对应PE (倍)

	同花顺一致预测 EPS		PE		股价 (元)		
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024/12/20		
原料	300856.SZ	科思股份	2.15	2.59	13	10	27
代工	300132.SZ	青松股份	0.11	0.21	51	27	6
	300955.SZ	嘉亨家化	-	-	-	-	17
	837023.BJ	芭薇股份	0.49	0.70	32	22	16
代运营	300792.SZ	壹网壹创	0.57	0.51	48	45	27
	605136.SH	丽人丽妆	-	-	-	-	10
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	35
	003010.SZ	若羽臣	0.60	0.86	46	32	27

	300957.SZ	贝泰妮	1.87	2.40	25	19	46
	603605.SH	珀莱雅	3.92	4.86	23	19	91
	688363.SH	华熙生物	1.21	1.59	46	35	55
	600315.SH	上海家化	0.56	0.71	33	26	18
品牌端	603983.SH	丸美生物	0.91	1.16	40	31	36
	300740.SZ	水羊股份	0.64	0.84	22	17	14
	603630.SH	拉芳家化	-	-	-	-	13
	600223.SH	福瑞达	0.28	0.35	26	21	7
	301371.SZ	敷尔佳	1.84	2.02	21	19	39
	832982.BJ	锦波生物	7.89	10.95	27	19	212

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：数据提取日期为2024年12月20日，EPS采用同花顺一致预测（嘉亨家化、丽人丽妆、凯淳股份无同花顺一致预测的eps），PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS得出。

➤ 黄金珠宝：受金价高位上涨等因素的影响，板块前三季度业绩整体承压

黄金珠宝龙头表现分化。2024Q1-Q3，潮宏基、曼卡龙、中国黄金、萃华珠宝业绩实现正增长。其中，萃华珠宝营收/归母净利润分别同比+0.9%/+26.3%，得益于线上业务的快速增长，曼卡龙营收同比+37.4%，归母净利润同比+12.5%。此外，受金价快速上涨抑制部分黄金首饰消费需求的影响，周大生、老凤祥、豫园股份业绩承压，营收与归母净利润同比均下降。

图表10：2024Q1-Q3&2024Q3黄金珠宝板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				
		24Q1-Q3	yoy (%)	24Q3	yoy (%)	24Q1-Q3	yoy (%)	24Q3	yoy (%)	
	002345.SZ	潮宏基	48.6	8.0	14.3	-4.4	3.2	1.0	0.9	-17.2
	002867.SZ	周大生	108.1	-13.5	26.1	-40.9	8.5	-21.9	2.5	-28.7
	301177.SZ	迪阿股份	11.1	-36.2	3.3	-33.4	0.2	-72.8	-0.1	-160.9
黄金 珠宝	600612.SH	老凤祥	525.8	-15.3	126.2	-41.9	17.8	-9.6	3.7	-46.2
	600655.SH	豫园股份	361.0	-8.7	85.3	-29.5	11.6	-48.1	0.2	5.1
	300945.SZ	曼卡龙	16.7	37.4	4.5	14.9	0.8	12.5	0.2	16.1
	600916.SH	中国黄金	465.7	12.7	114.2	-2.8	7.5	0.6	1.5	-25.7
	603900.SH	莱绅通灵	8.8	55.8	2.5	77.7	-0.5	-140.6	-0.1	63.2
	002731.SZ	萃华珠宝	33.2	0.9	12.3	56.9	1.2	26.3	0.3	4.9

资料来源：iFind、万联证券研究所

大部分公司估值较低。选取2024年12月20日收盘价以及同花顺一致预测的2024-2025年的EPS计算PE。2025年黄金珠宝板块个股的一致预测EPS对应的PE值除迪阿股份、曼卡龙以外均较低，迪阿股份、曼卡龙的PE分别为54/27倍，其余重点个股的PE均在11-12倍之间。

图表11：珠宝行业重点个股2024及2025年一致预测的EPS（元/股）及对应PE（倍）

		同花顺一致预测 EPS		PE		收盘价（元）	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024/12/20	
	002345.SZ	潮宏基	0.42	0.49	13	11	6
	002867.SZ	周大生	1.05	1.21	14	12	15
	301177.SZ	迪阿股份	0.13	0.46	197	54	25

600612.SH	老凤祥	4.10	4.54	13	12	55
600655.SH	豫园股份	0.47	0.56	14	12	7
300945.SZ	曼卡龙	0.38	0.44	31	27	12
600916.SH	中国黄金	0.63	0.72	14	12	9
603900.SH	莱绅通灵	-	-	-	-	7
002731.SZ	萃华珠宝	-	-	-	-	10

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据提取日期为2024年12月20日，EPS采用同花顺一致预测（莱绅通灵、萃华珠宝无同花顺一致预测的eps），PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS得出。

2 化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围

2.1 美妆销售短期有所波动，未来消费需求有望释放

短期美妆行业需求出现疲态，化妆品销售有所波动。2023年中国化妆品市场规模达到5479.81亿元，同比+3.2%。根据国家统计局的数据，近月化妆品销售出现波动，2024年6月/7月/8月/9月/10月/11月限额以上企业化妆品零售额分别同比-14.60%/-6.10%/-6.10%/-4.50%/+40.10%/-26.4%，1-11月限额以上企业化妆品零售额累计同比-1.3%，行业整体需求较为疲软。

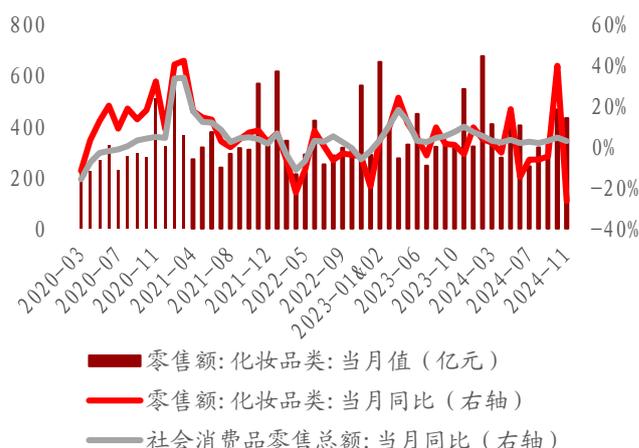
美妆客群多为年轻一代，随着消费力的逐步修复，未来国货美妆的消费需求有望得到释放。36氪的数据显示，2023年美妆消费者中，15-29岁的占比为39.10%，年轻一代已成为美妆消费的重要力量。而国家统计局数据显示，近几年来我国16-24岁城镇人口失业率震荡上行，2023年6月达到21.30%。在此背景下，美妆重要客群的消费力受到影响，造成该群体的美妆消费需求也受到了一定抑制。但预计随着未来经济的逐步修复，年轻群体的消费力有望提升，美妆需求将得到释放。

图表12：中国化妆品市场规模及同比增速



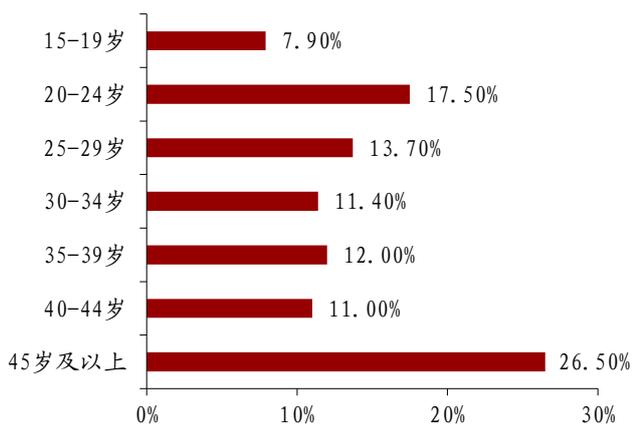
资料来源：萝卜投资、Euromonitor、万联证券研究所

图表13：限额以上企业化妆品零售额及同比增速



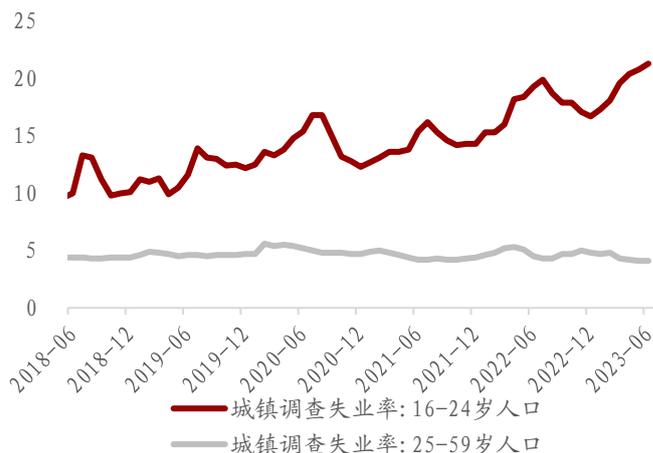
资料来源：国家统计局、iFinD、万联证券研究所

图表14: 2023年美妆消费者年龄段分布



资料来源: 36氪、万联证券研究所

图表15: 城镇16-24岁人口失业率攀升(%)



资料来源: iFinD、国家统计局、万联证券研究所

2.2 “双11”大促美护销售额快速增长, 抖音 TOP10 榜单国货占半数

2.3 国潮崛起, 产品力优秀的国货品牌突围

国货化妆品品牌份额提升, 越是年轻的消费群体对国货美妆的接受程度越高。根据萝卜投资的数据显示, 在中国化妆品市场前20品牌份额中, 国货品牌占据5个, 分别为珀莱雅、百雀羚、自然堂、薇诺娜、云南白药。从2014-2023年十年间, 这5个国货品牌市占率均有所提升, 其中, 薇诺娜市占率从0.0%提升至1.4%, 一路赶超多个国际品牌, 百雀羚从1.3%提升至1.6%, 珀莱雅从0.7%提升至1.7%。国货品牌凭借灵活的营销手段、创新的产品设计、升级的产品质量、性价比等赢得国内消费者的青睐。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示, 有44.2%的消费者选择每季度购买一次国货美妆产品, 从各年龄段来看, 在20岁以下的消费群体中, 购买国货美妆的频率普遍集中在每月一次, 而年龄更大的消费群体对国货美妆的购买频率则普遍集中在每季度一次, 表明越是年轻的消费者对于国货美妆的接受度越高。从选择国货美妆的主要因素来看, 81.80%的消费者选择国货美妆是因其更适合国人(肤质和审美符合偏好、宣传打动国人等), 70.84%是因为国货产品品质好(研发提升、成分功效媲美国际大牌等), 56.75%是因其性价比高。

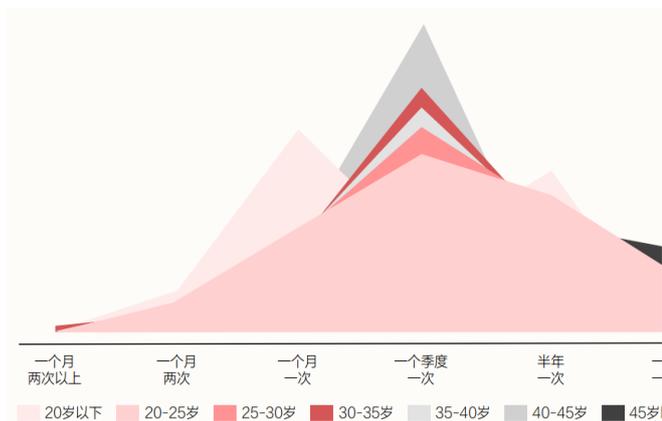
图表17: 中国化妆品市场TOP20品牌份额(单位: %)

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

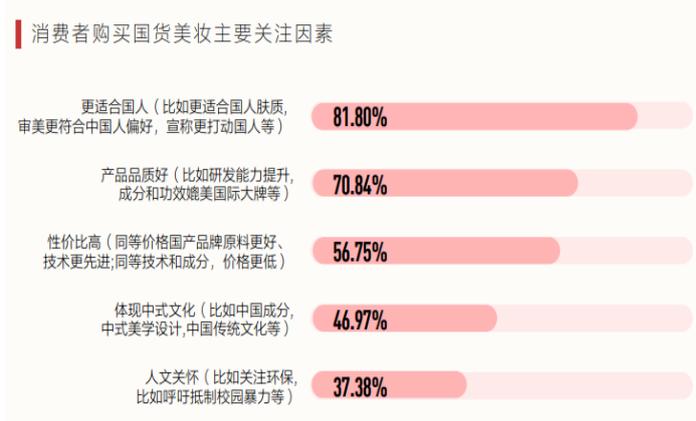
云南白药	云南白药	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	0.2
香奈儿	香奈儿	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.2	0.5
潘婷	宝洁	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	-0.1
YSL	欧莱雅	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1	1.1
SK-II	宝洁	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.0	0.7
Darlie	高露洁棕榄	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1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

资料来源：萝卜投资、Euromonitor、万联证券研究所

图表18: 不同年龄段消费者购买国货美妆产品的频次



图表19: 消费者购买国货美妆主要关注因素



资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

资料来源：《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

在美妆行业需求端出现疲软的背景下，部分国货美妆公司仍然能取得优秀的市场表现，获得年轻一代消费者的青睐，我们认为主要是通过研发赋能、打造产品差异化、推行大单品策略提升复购率、渠道营销等多个方面进行发力。

(1) 研发&科技：注重研发，科技赋能产品。目前，化妆品行业竞争激烈，产品同质化严重，不少美妆企业依靠研发赋能产品，打造产品差异化。从研发费用率来看，国内外美妆企业的研发费用率大体维持在3.0%-3.7%左右，其中欧莱雅从2016-2024H1维持研发费用率在3%左右；国内美妆企业加大研发的投入成本，贝泰妮2024年H1的研发费用率为4.08%，超越国外美妆企业的研发费用率。从研发团队与建设来看，多家头部美妆集团注重研发团队的建设，例如贝泰妮开设云南植物实验室，开发多种云南特色植物功效，截止2024H1公司拥有综合研发团队，拥有多项核心技术和专利；2024H1，丸美生物推进自研创新原料开发，新增申请发明专利21项，获得授权发明专利16项，持续推进产品研发。

图表20: 2016年-2024H1主要化妆品公司研发费用率

集团	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
欧莱雅	3.29%	3.37%	3.39%	3.30%	3.45%	3.19%	2.98%	3.13%	3.02%
资生堂	2.15%	2.41%	2.66%	2.80%	2.93%	2.47%	2.50%	2.84%	3.64%
爱茉莉	1.50%	1.55%	1.60%	1.57%	1.85%	1.98%	2.19%	2.59%	-
雅诗兰黛	1.70%	1.51%	1.32%	1.36%	1.60%	1.50%	1.73%	2.16%	2.31%
贝泰妮	-	3.62%	3.71%	2.78%	2.41%	2.81%	5.08%	5.41%	4.08%
丸美生物	2.05%	2.09%	2.15%	2.49%	2.87%	2.83%	3.06%	2.80%	2.65%
上海家化	2.34%	2.48%	2.09%	2.27%	2.05%	2.13%	2.25%	2.22%	2.07%
珀莱雅	2.92%	2.29%	2.17%	2.39%	1.92%	1.65%	2.00%	1.95%	1.89%

资料来源: Wind, iFinD, 公司公告, 万联证券研究所

(2) 产品: 从消费者角度出发, 打造产品差异化。近年来美妆赛道竞争愈发激烈, 市场面临产品同质化、消费者需求变化快等挑战, 科技创新和产品功效俨然已成为推动国货美妆产品吸引消费者关注和增强品牌认可度的关键驱动因素。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示, 在消费者愿意购买的国货美妆类型中, 有61.45%是因其有着独特的科技或者原料, 有57.34%是因其产品符合自己的肤质或者功效需求。抗衰、舒缓敏感肌、医美术后修复补水等功效性护肤品兴起, 而化妆品企业则不断顺应消费者需求, 入局功效性护肤品赛道, 通过核心成分打造产品的差异化。据前瞻产业研究院数据显示, 中国功能性护肤品赛道近年来发展迅猛, 2017-2022年市场规模从108.2亿元增长至464.3亿元, CAGR达到33.82%。

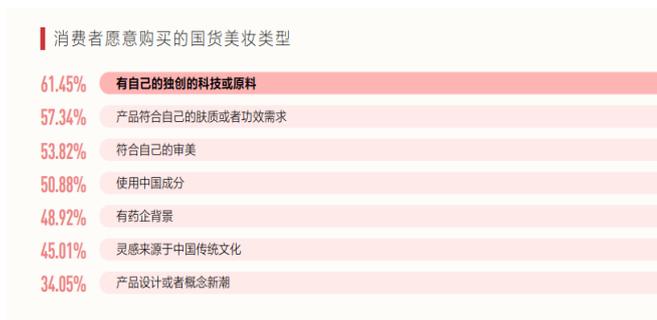
图表21: 功能性护肤品重点品牌科技成分

功效类型	品牌	产品	主要科技成分	功效	产品图示
皮肤学级护肤品	理肤泉	温泉活化保湿柔肤水	甘油、理肤泉温泉水、柠檬酸	补水、保湿	
	雅漾	雅漾舒泉调理喷雾	法国圣奥迪尔泉水	舒缓、保湿	
	薇诺娜	舒敏保湿特护霜第二代	马齿苋精粹、多分子透明质酸钠、青刺果油、β-葡聚糖&牛油果树果脂、10%VC、20%果酸	舒缓、保湿、修复	
		舒敏保湿特护精华液第二代	青刺果 PRO、紫球藻 PRO、丹参根精粹、释迦果精粹、马齿苋精粹、黄金肽 EQ-9		
	玉泽	玉泽皮肤屏障修护保湿面霜	植物仿生脂质技术, 四种植物油脂(牛油果树果脂、霍霍巴籽油、油橄榄果油、向日葵籽油)科学配比	修护、保湿	
强功效型护肤品		红宝石精华 3.0	环肽-161、自启胶原、水飞蓟素	抗皱、紧致	
		红宝石面霜 3.0	双环肽+5重信号肽胶原助推器(水飞蓟素)重组III型人源化胶原蛋白		
	珀莱雅	源力精华 3.0	XVI型重组胶原、神经酰胺 AC60、穿心莲内酯、羟脯氨酸衍生物、番茄果提取物、白柳树皮提取物、B-葡聚糖、麦冬多糖、大豆玻色因 ProECM	抗皱、紧致、修复	

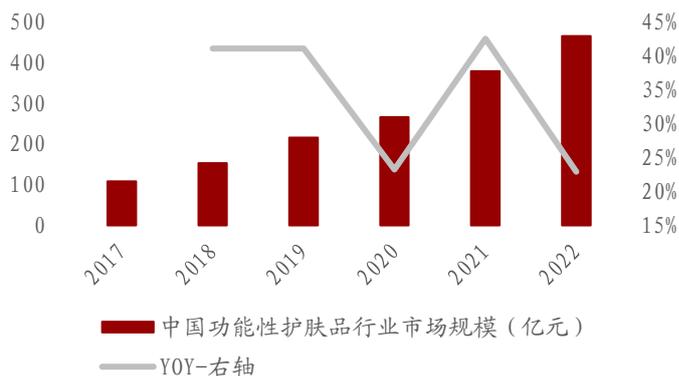
	双抗精华 3.0	双抗成分 NOX-AGE; 抗氧: 99.9%高浓麦角硫因 Max、EUK-134、LIPOCHROMAN molecule、虾青素; 抗糖: 脱羧肌肽、Collrepair、合欢树皮提取物	抗衰 (抗糖、抗氧)、保湿	
丸美	小红笔眼霜 3.0	25%高浓胜肽 (包括 Erasin0003、寡肽-215、棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8、肌肽、芋螺肽)、藏灵菇、红球姜精粹、循环三萜	抗皱、紧致、保湿	
雅诗兰黛	第七代小棕瓶精华	律波肽、二裂酵母、透明质酸、维生素 E	抗皱、紧致	
	第五代小棕瓶眼霜	律波肽、猴面包树籽提取物、二裂酵母+酵母精粹、维生素 E	修复	
欧莱雅	补水抗皱眼霜 2.0	浓缩玻色因 PRO、孚玻因、玻尿酸、类蛇毒胜肽、咖啡因、红茶酵母	抗皱、紧致、保湿	
医美术后修复 (敷料/修复贴)	创福康 创福康医用胶原敷料	活性胶原蛋白	修复、补水	
	可复美 可复美重组胶原蛋白敷料	重组 I 型人源化胶原蛋白原液	修复、补水	
	敷尔佳	敷尔佳白膜	透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940	修复、补水
敷尔佳黑膜		透明质酸钠、对羟基苯甲酸乙酯钠、对羟基苯甲酸丙酯钠、卡波姆 940		

资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

图表22: 消费者愿意购买的国货美妆类型



图表23: 2017-2022年中国功能性护肤品市场规模及增速



资料来源: 《2024小红书中国美妆行业白皮书》、万联证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、Frost Sullivan、万联证券研究所

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

(4) **渠道&营销:** 随着美妆市场的蓬勃发展以及各类电商平台的兴起, 国货美妆品牌

获得了更多的展示空间和渠道。国货美妆企业针对消费群体的特定需求,通过在抖音、快手、微信视频号、小红书等投放短视频或图文广告,从而提高品牌的知名度和曝光度。根据《2024小红书中国美妆行业白皮书》显示,超过半数的消费者偏好通过短视频、图文结合、直播等新媒体形式获得国货美妆信息。此外,也有部分国货美妆品牌是通过名人赋能、线下渠道建立品牌心智,例如,国货品牌毛戈平的成功则是得益于彩妆大师毛戈平先生个人权威背书和高超的妆教课程的赋能,以及在高端商圈设立专柜提供优质服务,开展线下体验式营销引流,不断加深消费者对毛戈平的印象。

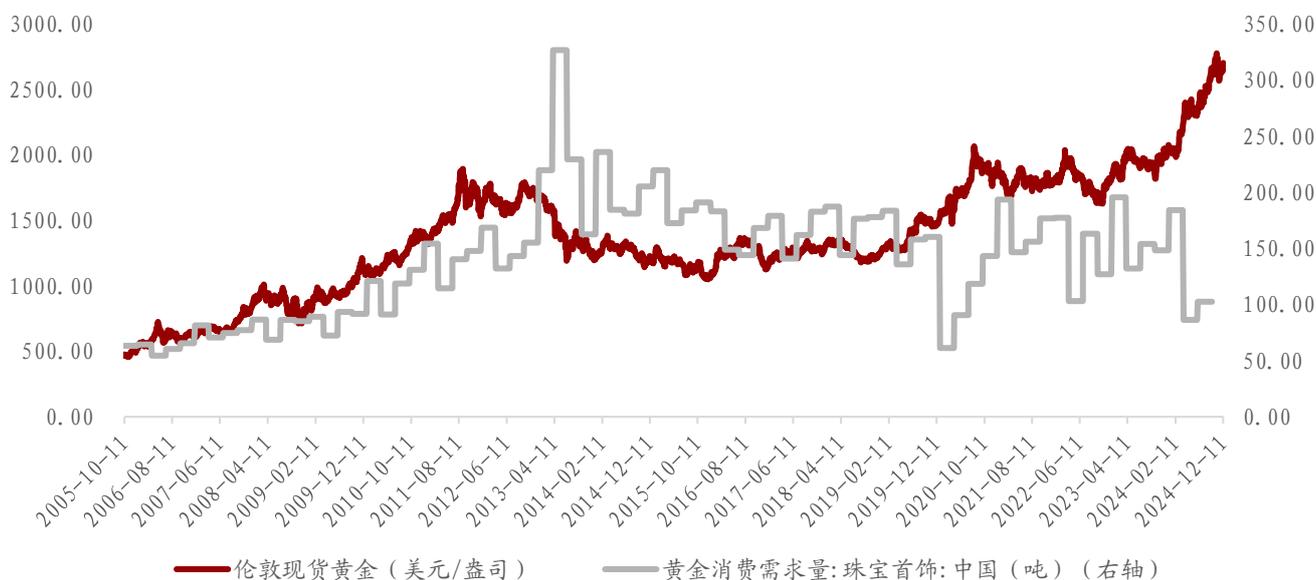
3 黄金珠宝：短期金价高位抑制黄金珠宝销量，龙头开店放缓

3.1 金价创下历史新高，短期黄金首饰消费量受到抑制

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

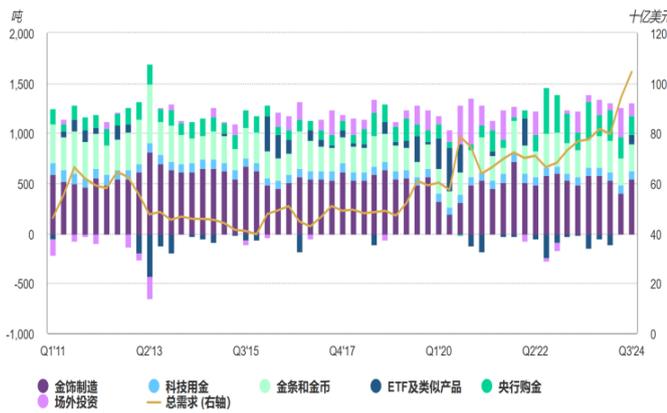
➤ **价的角度：多方因素推动现货黄金价格一路上行，创下历史新高。**近年来国内外环境愈发复杂，不确定性风险提升，各国政治动荡频繁，流动性超发下以信用为基础的世界货币体系受到冲击，叠加地缘政治风险加剧，新兴经济体央行和场外投资者持续买入黄金作为避险资产，推动金价震荡上行，2020/2021/2022/2023年黄金价格涨跌幅分别为+24.61%/-4.33%/+0.44%/+14.59%，2024年以来，黄金价格一路向上，不断创下历史新高，截止2024年12月11日，黄金现货价格达到2705.45美元/盎司，涨幅从年初以来已累计达到了30.17%。**我们判断，短期来看**，美国大选后美元走强造成金价短期震荡。但同时，全球宏观经济的不确定性和地缘政治风险仍然存在，外加美国政府可能实施加征关税政策，或将进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。**中长期来看**，以美元为首的世界货币体系信用降低，同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。

图表24：伦敦现货黄金价格vs中国黄金珠宝首饰消费需求

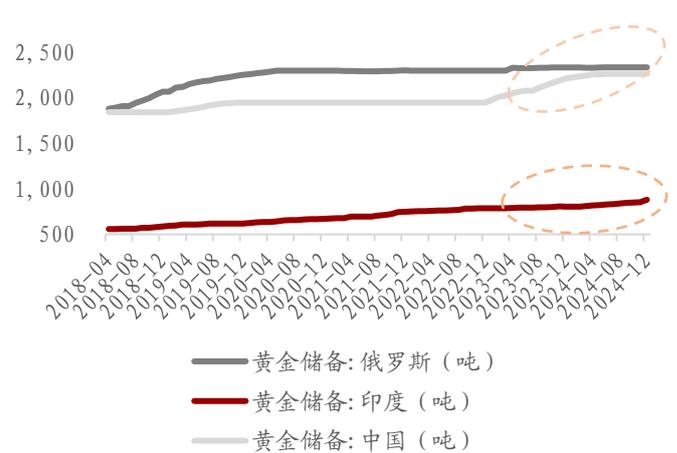


资料来源：iFind、伦敦金银协会、万联证券研究所

图表25: 全球黄金总需求结构分布



图表26: 部分新兴经济体增持黄金情况

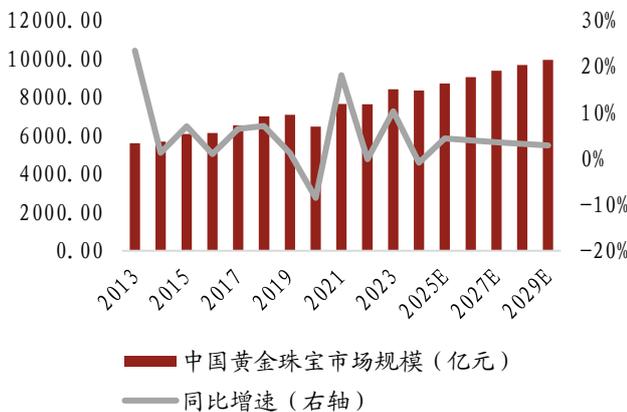


资料来源: 金属聚焦公司、世界黄金协会、万联证券研究所

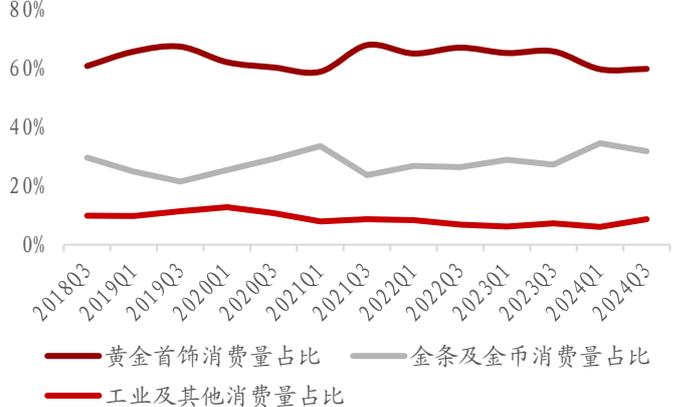
资料来源: 世界黄金协会、iFinD、万联证券研究所

量的角度: 金价高位抑制了黄金首饰消费需求, 饰品工艺提升+悦己消费将成为黄金珠宝市场发展的重要驱动力。根据中国黄金协会的数据, 2024Q3, 黄金首饰/金条及金币/工业及其他用金消费量占比分别为59.65%/31.70%/8.66%, 同比分别-5.94%/+4.55%/+1.39pct, 其中黄金首饰消费量同比-29.25%, 推测是由于金价高位抑制了部分消费者的需求。中长期来看, 近几年黄金珠宝品牌商推出5D、5G、古法金等, 黄金工艺的提 升使得黄金饰品更受消费者青睐, 而“悦己”消费、送礼等多场景渗透率的提升也将促使黄金珠宝首饰消费需求 量扩大。

图表27: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速



图表28: 各类黄金消费情况



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

资料来源: 中国黄金协会、iFinD、万联证券研究所

3.2 品牌商加强产品设计, 工艺提升吸引消费者“悦己”消费

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

图表29: 各品牌IP联名产品、古法金产品

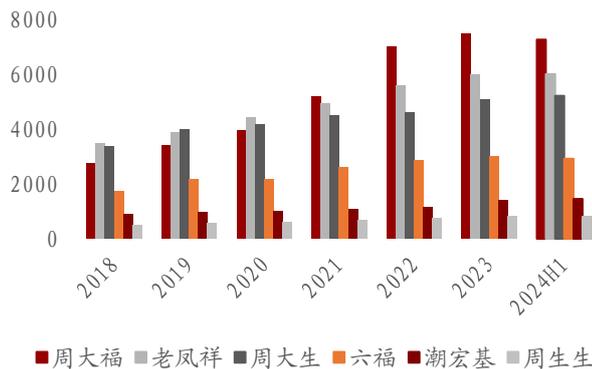
品牌	产品系列	产品详情		
周大生	腕美系列	冰雪绮缘转运珠	国家宝藏青花珐琅转运珠	莫奈珐琅转运珠
				
		萌趣生肖蛇转运珠	生肖蛇吊坠	九龙子转运珠
菜百	生肖蛇系列			
		足金古法叶文冠承福项链	足金古法花丝叶文冠承福手绳	足金古法花丝叶花文冠承福项链
		中国黄金	古法承福系列	
法斗犬转运珠	坐坐熊转运珠			棕色熊转运珠
周大福	MCM 联名系列			
		花丝如意圆满吊坠	钻石款玫瑰花窗吊坠	红宝石款玫瑰花窗吊坠
		老铺黄金	吊坠系列	

资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

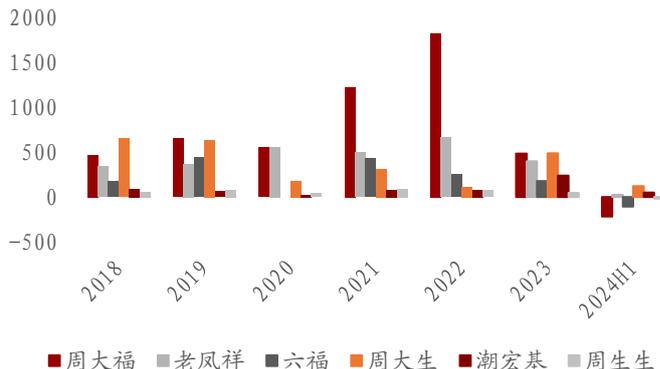
3.3 龙头开店放缓，从追求数量变质量

龙头开店放缓，24H1部分龙头企业门店开始出现净减少。2020-2022年，中小黄金珠宝品牌商出清，头部企业逆势拓店，实现市占率的不断提升，根据萝卜投资数据显示，2020-2022年，周大福市占率从7.6%提升至11.1%，老凤祥市占率从7.5%提升至8.5%，周大生市占率从1.1%提升至2.1%。但到2023年，龙头企业整体拓店速度有所放缓，2024年上半年甚至出现净关店的情况，其中，周大福珠宝（内地）2024H1净减少217家门店，六福（内地）净减少104家门店，周生生净减少15家门店。在金价高企、行业需求端疲软的背景下，预计明年的渠道拓展仍将放缓，品牌商拓店会从单纯追求数量转变为更加关注质量。

图表30: 2018-2024H1行业龙头门店数量对比 (家)



图表31: 2018-2024H1行业龙头门店净增加情况 (家)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 为增强可比性, 统一取六家公司在大陆地区的主品牌门店数。

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 为增强可比性, 统一取六家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

图表32: 部分黄金珠宝品牌中国市场占有率情况 (%)

品牌名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
周大福	5.1	5.2	6	6.5	7.1	7.6	11.2	11.1	10.9	10.0
老凤祥	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9	8.5	8.8	9.4
老庙	2.6	2.2	2.2	2.4	3	3.5	3.6	4.3	4.4	5.0
周大生	0.6	0.7	0.8	1	1.1	1.1	1.7	2.1	2.8	3.2
周生生	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.7	1.7	1.8	1.7
六福珠宝	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7

资料来源: 萝卜投资、Euromonitor、万联证券研究所

3.4 板块部分公司“高分红+高股息”，具备防御属性

由于黄金珠宝行业较为成熟, 不少重点公司经营稳健且现金流较为充沛, 因此分红比例较高且持续性较好。2023年, 潮宏基、中国黄金、周大生、迪阿股份的分红比例均在50%以上。结合当前股价来看, 周大生、中国黄金、潮宏基、老凤祥股息率较高, 对应2024年12月25日收盘价的股息率分别为6.67%、5.11%、4.53%、3.67%。

图表33: 黄金珠宝重点公司每股股利、分红比例、股息率对比

	每股税前股利 (元)			分红比例			股息率	
	2022	2023	2024H1	2022	2023	2024H1	2022	2023
潮宏基	0.20	0.25	0.10	89.2%	66.6%	38.7%	3.62%	4.53%
中国黄金	0.30	0.45	-	65.9%	77.7%	-	3.41%	5.11%
周大生	0.60	0.65	0.30	59.7%	53.6%	54.1%	4.21%	6.67%
迪阿股份	1.00	0.50	-	54.9%	290.0%	-	4.28%	2.14%
老凤祥	1.46	1.95	-	44.9%	46.1%	-	2.75%	3.67%
曼卡龙	0.11	0.12	-	39.8%	39.9%	-	0.94%	1.09%
豫园股份	0.35	0.19	-	35.5%	36.5%	-	5.43%	2.95%
莱绅通灵	0.00	0.10	-	0.0%	-	-	0.00%	1.78%
萃华珠宝	0.01	0.07	-	5.4%	10.5%	-	0.11%	0.76%

资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

注: (1) 莱绅通灵2023年分红比例为负数是由于其当年归母净利润为负; (2) 股息率计算指定交易日为2024年12月25日。

4 投资建议

化妆品：国潮崛起趋势明显，优秀国货品牌突围。短期来看，近月化妆品销售出现波动，2024年1-11月限额以上企业化妆品零售额累计同比-1.3%，行业整体需求较为疲软。“双11”期间，全网销售总额同比+26.6%，美容护肤销售额同比+22.85%，香水彩妆销售额同比+16.18%。天猫美妆Top10榜单中，珀莱雅、薇诺娜上榜；抖音美妆品牌TOP10榜单中，国货品牌占半数，珀莱雅、韩束、可复美、自然堂、薇诺娜上榜。中长期来看，供给端方面，国货美妆企业越来越注重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，成功捕捉当前追求性价比和产品质量的消费者客群，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。需求端方面，年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。

黄金珠宝：工艺提升+“悦己”消费观念深入，看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。2024年以来金价的快速上涨抑制了黄金珠宝的消费需求，不少黄金珠宝企业业绩出现不同程度下滑，门店拓展放缓。从角度来看，全球经济不确定性以及地缘政治风险依然存在，加之美国加征关税的预期或将进一步提升黄金作为避险资产的吸引力。同时新兴经济体的黄金储备相较于西方国家有较大差距，为分散风险，未来全球新兴经济体央行有望持续购入黄金，金价或将被继续推高。从量的角度来看，近年来随着黄金饰品工艺提升以及“悦己”消费观念的深入，黄金珠宝首饰在非婚嫁场景的渗透率进一步提升。看好注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。

5 风险因素

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

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

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

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

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

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

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

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

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场