

目录

黄金珠宝：黄金饰品起量，扣非稳健增长.....	5
化妆品：2023Q4 盈利分化，2024Q1 有所回暖.....	13
行业：行业迈入淡季，增速同比回暖.....	13
收入：上游下游表现分化，品牌增长韧性凸显.....	14
毛利：毛利率整体平稳，业务结构改善带来个股毛利率提升.....	16
费用：渠道结构变化致销售费率提升，龙头品牌强化研发投入.....	18
盈利：毛利率改善叠加费用节余，扣非净利率优化.....	19
医美：2023 全年场景恢复，2024Q1 复合增速领先.....	21
投资建议：重申年度策略供给侧选股思路.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图 1：限额以上商品零售额和黄金珠宝零售额季度同比增速.....	5
图 2：中国珠宝市场规模（亿元，按品类）.....	5
图 3：金交所金价走势及月度环比涨跌幅.....	5
图 4：中国季度金饰消费量（吨）及增速.....	5
图 5：中国结婚登记对数（万对）.....	6
图 6：部分黄金珠宝企业门店数量（家）.....	7
图 7：2017 年后头部珠宝企业拓店速度明显加快（家）.....	7
图 8：黄金珠宝 CR5 自 2017 年以来迎来持续抬升.....	7
图 9：6 家珠宝样本企业合计营业收入同比增速（年度）.....	8
图 10：6 家珠宝样本企业合计营业收入同比增速（季度）.....	8
图 11：周大生收入结构（按产品）.....	8
图 12：潮宏基收入结构（按产品）.....	8
图 13：6 家珠宝样本企业合计毛利额同比增速（年度）.....	9
图 14：6 家珠宝样本企业合计毛利额同比增速（季度）.....	9
图 15：6 家珠宝样本企业季度销售费用率.....	10
图 16：6 家珠宝样本企业季度管理费用率.....	10
图 17：6 家珠宝样本企业季度毛利额和费用额同比增速对比.....	10
图 18：各企业薪酬费用（亿元，包括销售/管理费用中的薪酬费用）.....	11
图 19：各企业推广宣传费用（亿元）.....	11
图 20：销售费用中的薪酬费用率.....	11
图 21：管理费用中的薪酬费用率.....	11
图 22：拆分员工人数（人）和人均薪酬（万元）.....	12
图 23：销售费用中的推广费用率.....	12
图 24：6 家珠宝样本企业合计扣非净利润增速（年度）.....	12
图 25：6 家珠宝样本企业合计扣非净利润增速（季度）.....	12
图 26：限额以上化妆品&日用品分月度零售额同比增速（%）.....	13

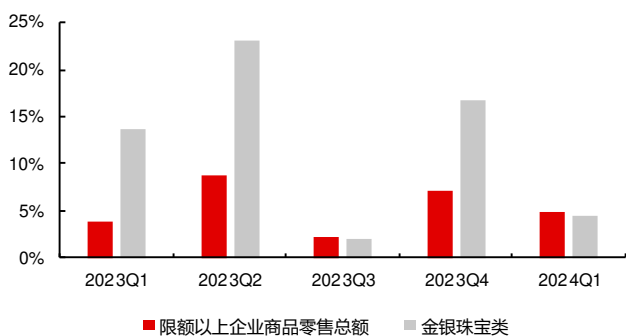
图 27: 全网线上美妆 GMV 及同比增速 (阿里+抖音, 彩妆+护肤)	13
图 28: 天猫+淘宝美妆 GMV 及同比增速 (彩妆+护肤)	14
图 29: 抖音美妆 GMV 及同比增速 (彩妆+护肤)	14
图 30: 化妆品产业链公司 2024Q1 营业收入 (亿元) 以及同比增速	14
图 31: 2023Q4 公司存货与营收同比增速	15
图 32: 2023Q4 公司应收与营收同比增速	15
图 33: 2024Q1 公司存货与营收同比增速	16
图 34: 2024Q1 公司应收与营收同比增速	16
图 35: 2023A 公司存货周转天数同比变动 (天)	16
图 36: 2024Q1 公司存货周转天数同比变动 (天)	16
图 37: 2023 年化妆品产业链公司毛利率同比变化	17
图 38: 2023Q4 化妆品产业链公司毛利率同比变化	17
图 39: 2024Q1 化妆品产业链公司毛利率同比变化	17
图 40: 2023 年化妆品产业链公司销售费用率同比变化	18
图 41: 2023 年化妆品产业链公司研发费用 (亿元) 同比变化	18
图 42: 2024Q1 化妆品产业链公司销售费用率同比变化	19
图 43: 2024Q1 化妆品产业链公司研发费用 (亿元) 同比变化	19
图 44: 6 家化妆品公司营收和扣非净利润同比增速	20
图 45: 主要医美公司年度销售额 (亿元) 及同比变动 (%)	22
图 46: 爱美客营业收入、扣非净利润以及同比增速	22
图 47: 锦波生物营业收入、扣非净利润以及同比增速	22
图 48: 欣可丽美学收入以及同比增速	22
图 49: 三家样本企业 (爱美客、锦波生物、华东医药) 营业收入及同比增速	22
表 1: 主要黄金珠宝公司季度营收及增速 (亿元)	8
表 2: 主要黄金珠宝公司季度扣非净利润及增速 (亿元)	12
表 3: 化妆品产业链公司年度营业收入 (亿元) 及同比增速	15
表 4: 2024Q1 品牌产品推新情况	17
表 5: 化妆品产业链公司扣非净利率年度同比变化	19
表 6: 化妆品产业链公司扣非净利率季度同比变化	20

黄金珠宝：黄金饰品起量，扣非稳健增长

黄金首饰放量带动全年珠宝消费好于大盘，2024Q1 在较高基数下仍实现韧性增长。

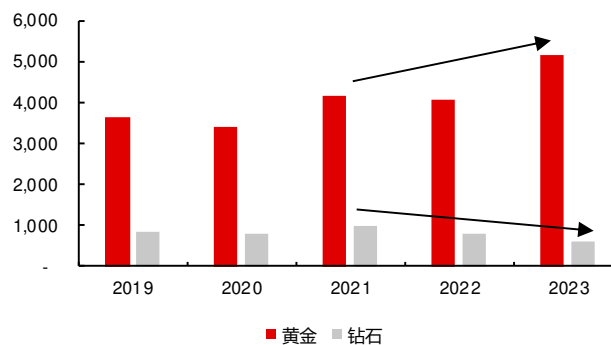
1) 从额度维度来看：2023 年，限额以上金银珠宝零售额 3310 亿元，同比增长 13.3%，Q1-4 分别同比增长 14%、23%、2%、17%，上半年管控优化后消费集中释放叠加低基数影响，增速呈现较高的恢复弹性，Q3 景气度环比趋缓，Q4 在低基数下增速重回双位数。2024Q1，珠宝零售额与消费品大盘增速基本持平，同比增长 4.5%，考虑到上年同期基数较高，一季度珠宝消费表现韧性。2) 分品类的维度来看，黄金饰品成为行业主要驱动力，2023 年国内黄金首饰市场规模达到 5180 亿元，同比增长 26%，钻石饰品市场规模为 600 亿元，同比下滑 27%，规模进一步收缩。

图 1：限额以上商品零售额和黄金珠宝零售额季度同比增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

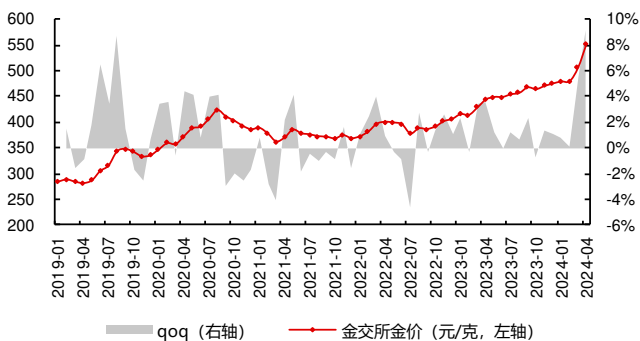
图 2：中国珠宝市场规模（亿元，按品类）



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，长江证券研究所

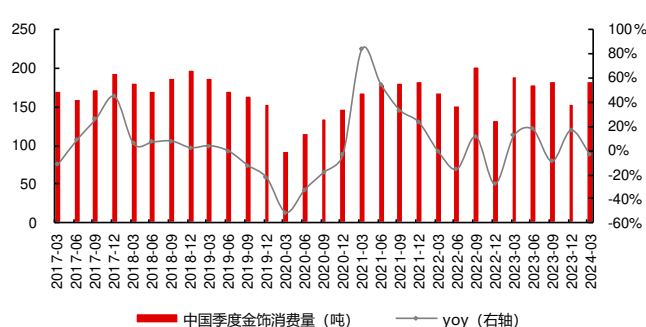
3) 从黄金饰品销量的维度来看：2023 年全国黄金饰品消费量 706 吨，同比增长 8%，Q1-Q4 分别同比变动+12%、+18%、-9%、+17%，亦呈现出上半年恢复弹性较高、全年韧性较强。2024Q1 黄金饰品消费量同比小幅下滑 3%，一定程度上由于 3 月金价急涨短期压制消费需求，零售额增长受金价驱动为主。

图 3：金交所金价走势及月度环比涨跌幅



资料来源：上海金交所，长江证券研究所

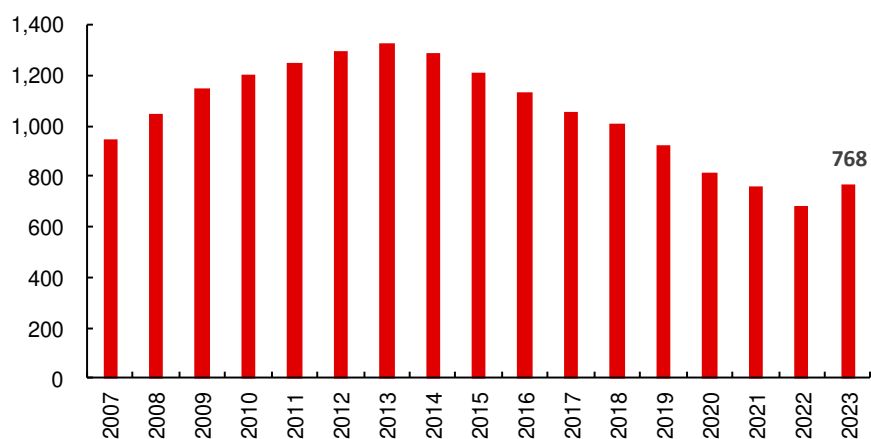
图 4：中国季度金饰消费量（吨）及增速



资料来源：中国黄金协会，长江证券研究所

4) 分场景的维度来看：近年中国结婚对数持续下行对珠宝基础属性之一的婚庆场景形成较大冲击，钻石饰品受冲击更大，2023 年中国结婚登记对数为 768 万对，表现出企稳的迹象，但后续是否回暖仍待观望。在此背景下，黄金饰品由于硬金技术+古法金等工艺的快速普及，新款产品层出不穷，拓宽悦己自戴和送礼等购买场景，并逐步向年轻客群渗透，带来需求增量；同时在经济景气度相对偏弱的背景下，黄金保值属性愈加凸显，一定程度抵消了珠宝品类强可选的特征，由此黄金饰品得以带动行业实现较优增长。

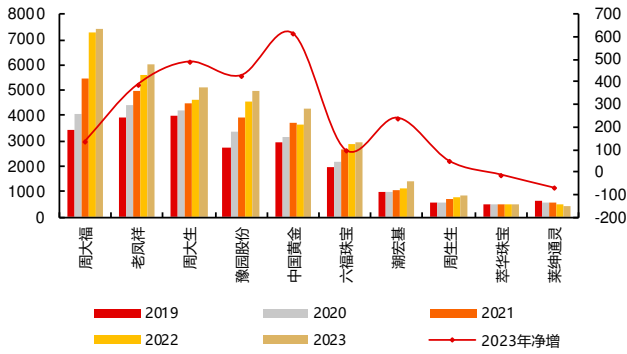
图 5: 中国结婚登记对数 (万对)



资料来源：民政部，长江证券研究所

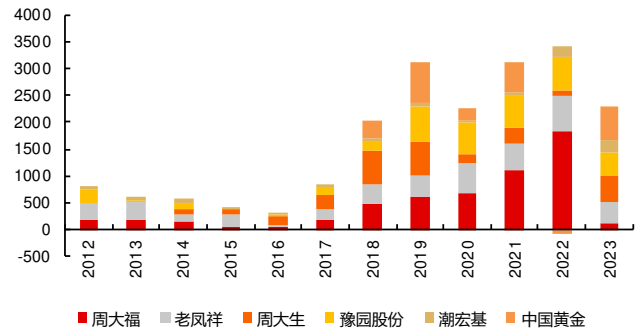
行业格局维度来看，2023 年多数头部品牌延续较快拓店，行业集中度进一步提升。2023 年终端消费复苏、加盟商信心回暖的背景下，中国黄金、周大生、豫园股份（老庙&亚一）、老凤祥、潮宏基、六福分别净开店 615、490、429、385、241、100 家，维持较快拓店节奏；周大福由于前期拓店相对较快，2023 年拓店放缓，进入以新店培育为主的调整阶段；腰部品牌中，萃华珠宝、莱绅通灵、明牌珠宝全年分别净关店 12、69 家、净开 33 家。头部品牌凭借规模化渠道所建立的品牌知名度优势、以及辅助加盟商进行统一高效管理的运营优势，进一步挤占小品牌、白牌产品的份额，并与腰部品牌在渠道规模上拉开较大差距，由此实现市占率持续提升。

图 6：部分黄金珠宝企业门店数量（家）



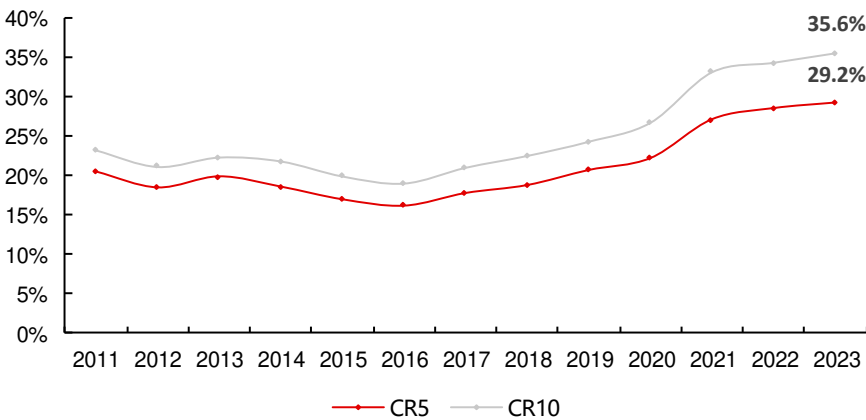
资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：周大福、周生生、六福均只取中国内地珠宝门店数）

图 7：2017 年后头部珠宝企业拓店速度明显加快（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：黄金珠宝 CR5 自 2017 年以来迎来持续抬升



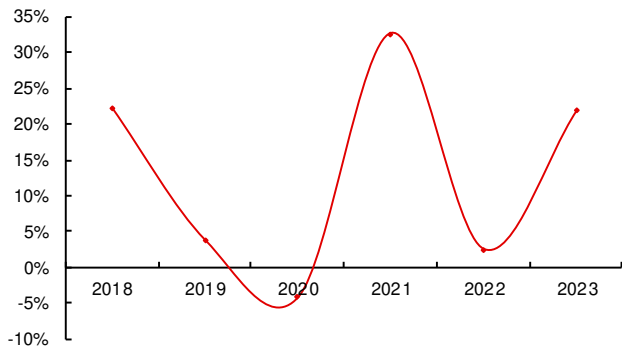
资料来源：欧睿，长江证券研究所

深入企业经营层面，我们依据季度值完善、年度时间相对较长及经营业务性质稳定性较高为标准选择 6 个黄金珠宝企业样本（老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份、中国黄金、曼卡龙）来分析其经营表现：

收入端，金价上行+黄金品类占比提升+积极拓店，头部珠宝品牌收入实现较优增长。

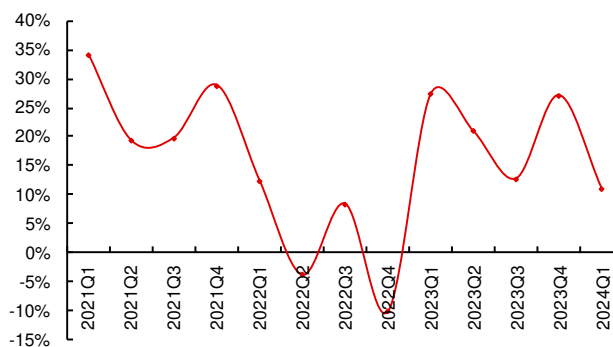
2023 年金交所平均金价为 450 元/克，同比上涨 15%；同时部分企业加大布局黄金产品，2023 年周大生素金首饰收入占比提升至 84%，潮宏基黄金饰品占比提升趋势延续，曼卡龙素金饰品收入占比提升至 92%；金价上行、品类结构变化以及积极拓店，共促 2023 年样本珠宝企业营业收入同比增长 22%。2024Q1 同比增长 11%，在去年同期较高基数下仍实现双位数增长，体现较强的韧性。

图 9：6 家珠宝样本企业合计营业收入同比增速（年度）



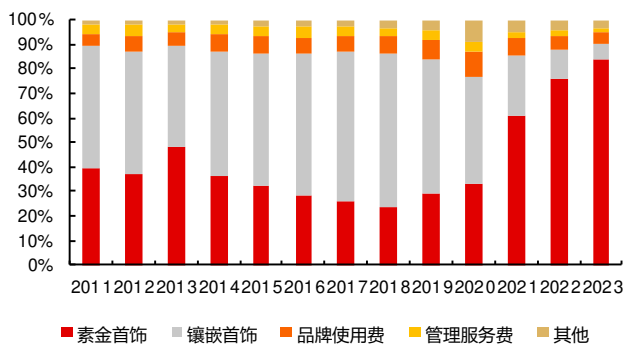
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：6 家珠宝样本企业合计营业收入同比增速（季度）



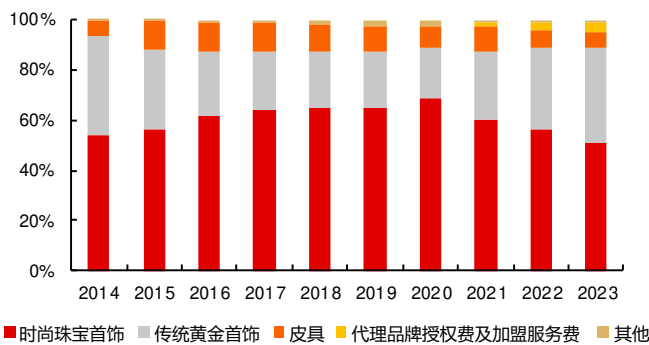
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：周大生收入结构（按产品）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：潮宏基收入结构（按产品）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：时尚珠宝首饰中也包含部分黄金饰品）

黄金占比较高的腰部品牌中，萃华珠宝、明牌珠宝收入增速相对慢于头部品牌；主营钻石饰品的品牌中，迪阿股份、莱绅通灵受需求弱景气度的影响，收入呈现下滑态势。

表 1：主要黄金珠宝公司季度营收及增速（亿元）

营业收入	同比					两年复合								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23					
老凤祥	246	158	217	94	256	33%	3%	10%	-1%	4%	19%	5%	9%	3%
周大生	41	40	44	38	51	50%	69%	15%	74%	23%	89%	56%	10%	19%
潮宏基	15	15	15	14	18	22%	61%	24%	35%	18%	17%	12%	14%	9%
菜百股份	51	33	40	42	63	46%	78%	25%	70%	25%	31%	23%	38%	15%
中国黄金	161	134	117	151	183	12%	22%	13%	32%	13%	10%	0%	7%	4%
曼卡龙	3	5	4	7	5	3%	32%	2%	33%	45%	-2%	34%	26%	37%
豫园股份	152	122	121	186	172	25%	25%	6%	11%	13%	18%	1%	13%	-1%
明牌珠宝	12	9	11	7	14	5%	46%	9%	3%	10%	8%	-1%	11%	0%
萃华珠宝	18	7	8	13	12	99%	-33%	-38%	31%	-34%	75%	-2%	-21%	9%
迪阿股份	7	5	5	4	4	-42%	-38%	-48%	-31%	-40%	-19%	-34%	-32%	-40%
莱绅通灵	3	2	1	2	2	-22%	-20%	-40%	21%	-3%	-25%	-29%	-32%	-16%

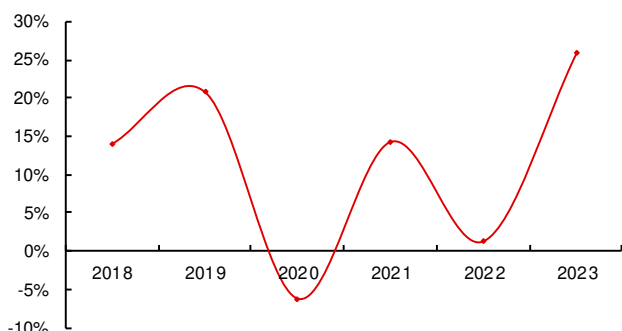
资料来源：Wind，长江证券研究所

毛利维度，金价、品类和产品升级等因素的综合影响下，黄金产品仍有效促进了毛利额增长。由于各企业商业模式存在差异，毛利率并非直接可比，且部分企业处于黄金/非黄金的品类结构调整阶段，不同品类的毛利率差别较大，因而直接看毛利额增速可能更为客观。

2023年，6家样本珠宝企业合计毛利额同比增长26%，略快于合计收入增速，2023Q1-2024Q1毛利额同比增速分别为27%、30%、25%、20%、9%，两年复合增速分别为23%、10%、13%、4%、18%，2024Q1在较高基数下仍实现较优增长。

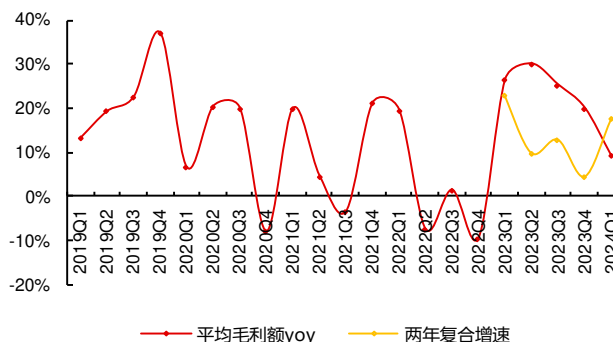
拆分来看我们认为有三重因素：1) 对于老凤祥、菜百股份等黄金占比较高、需承担黄金库存的企业而言，全年金价上行理论上会使存货增值，对毛利率有一定程度上的正向提升作用；2) 周大生、潮宏基等企业处于品类结构调整阶段，黄金产品占比提升，毛利率相对较高的镶嵌K金产品占比下降，对综合毛利率有负向影响；3) 近年头部企业普遍加大布局独家设计和IP绑定的黄金产品，加强系列化推新以巩固品牌印记，提升产品附加值，中期来看随着此类产品占比提升，有望对毛利率产生一定促进作用。整体来看，头部品牌的黄金产品布局较为成功，有效弥补了镶嵌K金下滑带来的毛利缺口，促进毛利额实现了较好增长。

图 13：6家珠宝样本企业合计毛利额同比增速（年度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

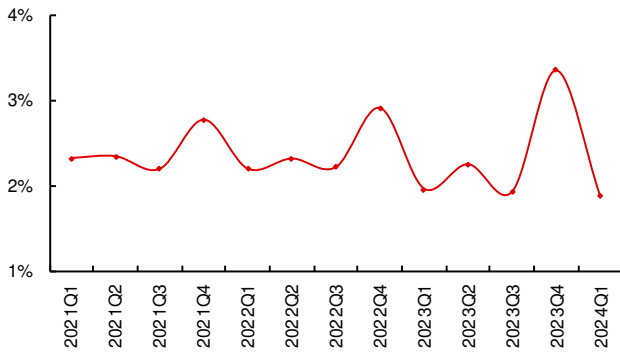
图 14：6家珠宝样本企业合计毛利额同比增速（季度）



资料来源：Wind，长江证券研究所

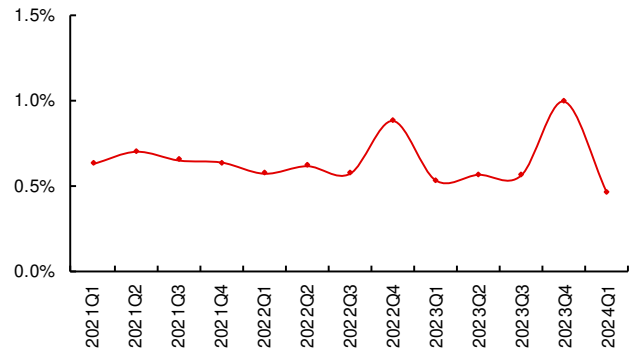
费用端，平均销售/管理费用率整体呈现收窄态势。2023Q1-2024Q1，样本企业平均销售费用率分别同比变动-0.2、-0.1、-0.3、+0.4、-0.1个百分点，平均管理费用率分别同比变动-0.04、-0.05、-0.01、+0.11、-0.07个百分点，除2023Q4外，平均费用率整体得到较好控制，我们认为主要由于头部企业在加盟为主的渠道策略下，加盟店租金和人工费用一般由加盟商承担，公司总部承担的推广宣传、运营支持等费用可能相对固定，因而更易体现规模化优势。

图 15: 6 家珠宝样本企业季度销售费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

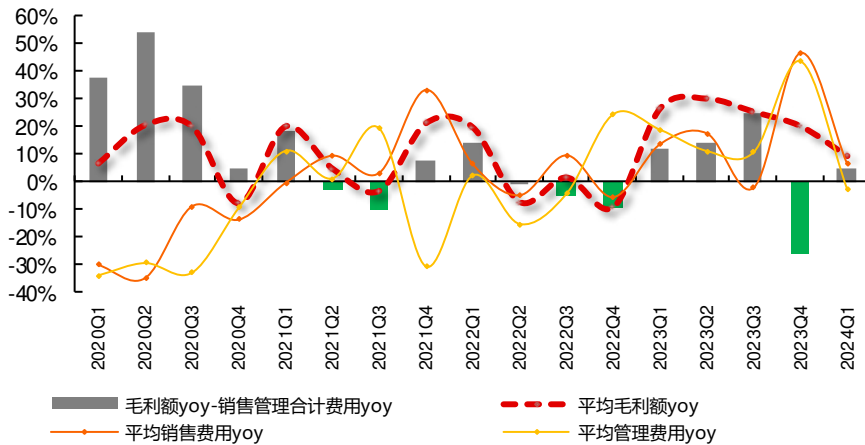
图 16: 6 家珠宝样本企业季度管理费用率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

2020Q1 至 2024Q1, 多数季度合计毛利额增速均快于销售/管理合计费用额增速, 加盟渠道较快布局下表现出一定的规模效应; 而 2023Q4 销售、管理费用均同比增幅较大, 主因部分企业加大薪酬费用投放。

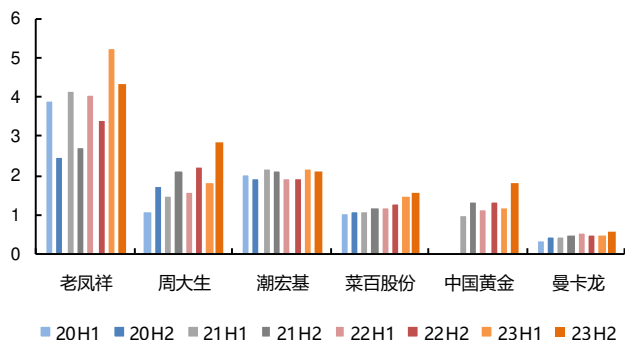
图 17: 6 家珠宝样本企业季度毛利额和费用额同比增速对比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

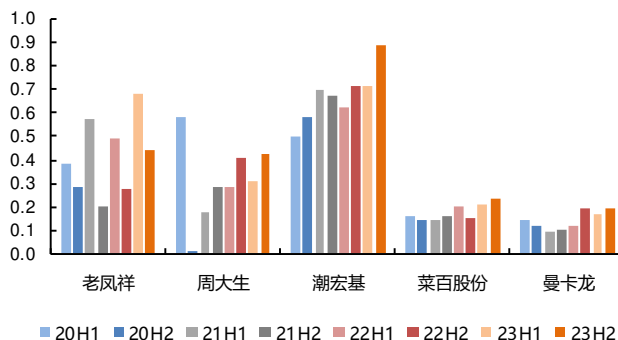
就薪酬费用而言, 2020 年以来, 老凤祥、周大生、菜百股份、中国黄金的薪酬费用呈现上行, 其中老凤祥和菜百股份在 2023 上下半年都增加了较多薪酬费用投放, 而周大生、中国黄金主要在 2023 下半年增加了薪酬费用; 潮宏基和曼卡龙的薪酬投放则整体较为平稳。

图 18: 各企业薪酬费用 (亿元, 包括销售/管理费用中的薪酬费用)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 各企业推广宣传费用 (亿元)

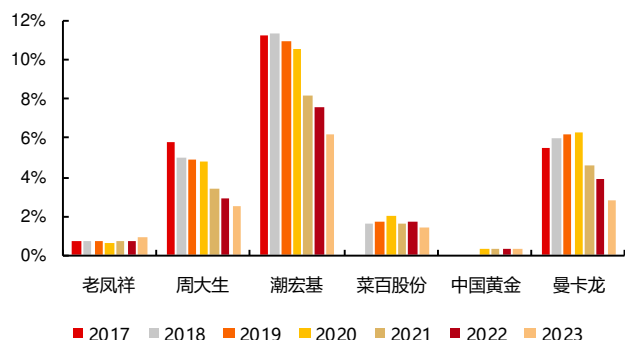


资料来源: Wind, 长江证券研究所

拆分薪酬费用来看, 老凤祥员工人数较稳定, 薪酬费用率小幅提升或主因增加一线销售人员人均薪酬福利; 周大生人均薪酬较稳定, 2023 年下半年净开直营店达 49 家 (全年净开 82 家), 扩大员工队伍, 因而下半年薪酬费用增加较多, 薪酬费用率则由于收入快速增长而被动下降; 潮宏基近年加快直营店转加盟的步伐, 员工人数下降但人均薪酬提升, 薪酬费用额整体平稳; 菜百股份在全直营模式下稳健拓店, 薪酬费用一般跟随员工人数而平稳增加, 但 2023 年预计公司增加了人均薪酬投放; 中国黄金以加盟拓店为主, 员工数较为稳定, 2021 年上市后人均薪酬提升; 曼卡龙或由于线上业务占比较高, 员工队伍规模相对稳定, 人均薪酬稳步提升。

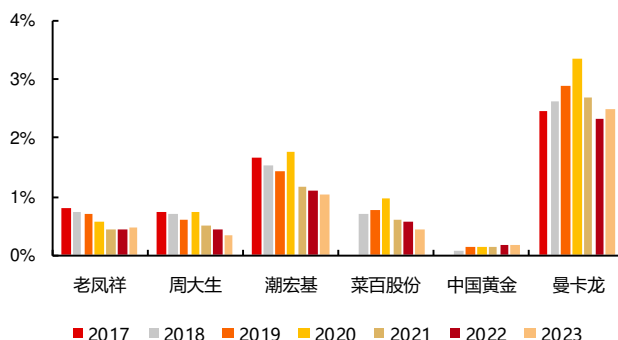
推广费用方面, 潮宏基和曼卡龙广告费用率近年呈现上升后趋稳, 其中潮宏基或由于门店基数较低且时尚定位的产品推新较快, 需要加大广告投放以快速提升品牌知名度; 曼卡龙或由于差异化主攻线上渠道, 电商流量投放较多, 带动 2023 年线上收入占比提升至近五成。

图 20: 销售费用中的薪酬费用率



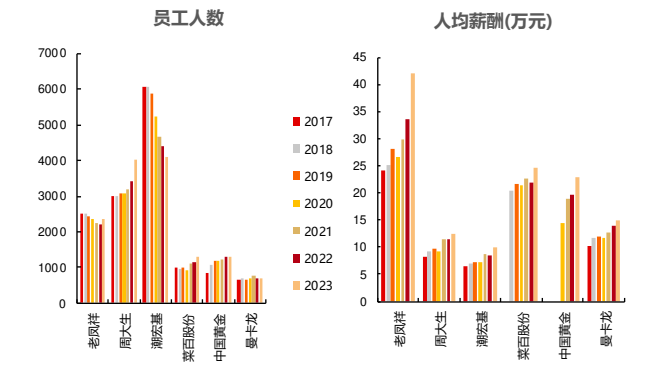
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 管理费用中的薪酬费用率



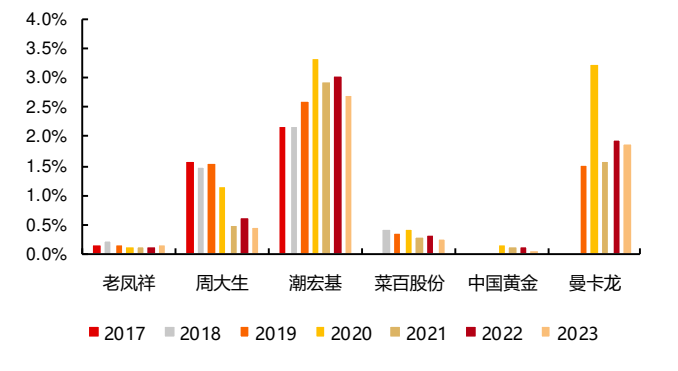
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 22: 拆分员工人数 (人) 和人均薪酬 (万元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (人均薪酬按照“销售/管理费用中的薪酬费用加总/平均员工数”计算得到)

图 23: 销售费用中的推广费用率

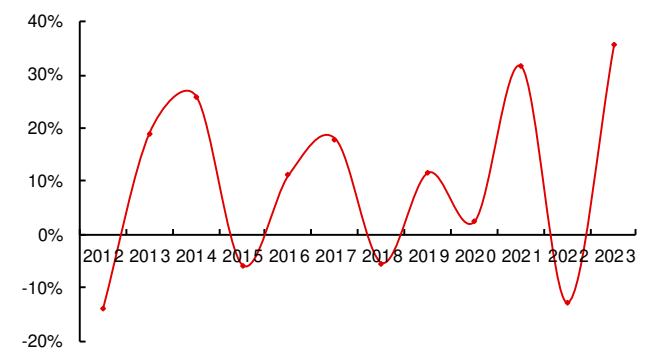


资料来源: Wind, 长江证券研究所

业绩端, 扰动因素偏短期, 头部企业扣非净利润整体稳健增长。2023 年样本珠宝企业合计扣非净利润同比增长 36%, 两年复合增速 8.7%, Q1-4 两年复合增速分别为 21%、6%、14%、-11%, 整体实现稳健增长。单四季度复合下滑, 主因 2024 年春节在 2 月, 相比 2022 年春节更晚, 加盟商拿货或部分顺延至 2024 年 1 月; 同时, 如上所述, 部分企业或在四季度确认较多员工薪酬福利费用; 此外, 部分企业将诉讼减值、商誉减值等一次性损失确认为经营性损益以反映当期真实经营盈利水平, 也产生一定影响。

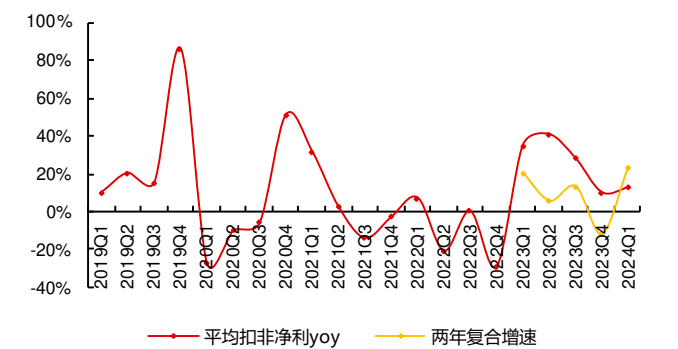
2024Q1 合计扣非净利润同比增长 13%, 两年复合增长 24%, 主要由于一季度金价同比上行、黄金产品占比持续提升以及 2023 年拓店较快, 使得收入和毛利在高基数下仍有较好增长, 叠加一季度费用端得到有效控制, 头部企业扣非整体表现较优。

图 24: 6 家珠宝样本企业合计扣非净利润增速 (年度)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 6 家珠宝样本企业合计扣非净利润增速 (季度)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 2: 主要黄金珠宝公司季度扣非净利润及增速 (亿元)

扣非净利						同比					两年复合			
	1Q2	2Q2	3Q2	4Q2	1Q2	1Q2	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
老凤祥	7.33	5.59	6.87	1.76	8.35	57%	30%	43%	-50%	14%	30%	21%	23%	-26%
周大生	3.56	3.51	3.47	2.14	3.36	26%	26%	12%	37%	-6%	26%	-1%	-5%	-3%
潮宏基	1.22	0.83	1.03	-0.02	1.29	30%	59%	24%	96%	5%	10%	-6%	13%	同比减亏

莱百股份	2.13	1.72	1.56	1.16	2.52	24%	306%	43%	42%	18%	28%	49%	54%	15%
中国黄金	2.77	2.26	1.76	2.02	3.69	15%	23%	7%	90%	33%	16%	8%	7%	0%
曼卡龙	0.25	0.19	0.17	0.10	0.32	24%	37%	23%	251%	25%	5%	0%	1%	159%
豫园股份	2.73	-2.11	-2.14	-2.98	0.81	0%	-3147%	-329%	-51%	-70%	-27%	亏损扩大	亏损扩大	亏损扩大
明牌珠宝	0.43	0.11	0.00	0.01	0.11	30%	338%	-98%	101%	-74%	31%	转正	-70%	转正
萃华珠宝	0.35	0.23	0.32	-0.75	0.59	24%	219%	428%	-1003%	69%	77%	-8%	177%	亏损扩大
莱绅通灵	0.13	-0.12	-0.25	-0.58	-0.17	2%	3%	-654%	-29%	-231%	-52%	亏损	亏损扩大	-6%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

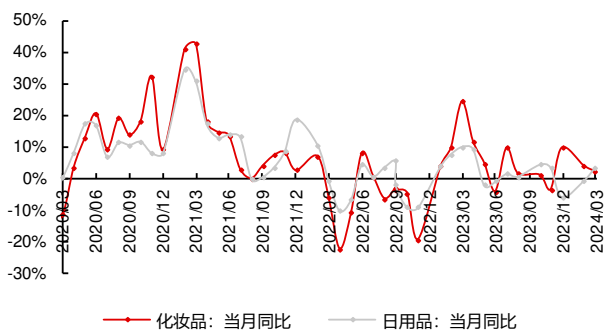
化妆品: 2023Q4 盈利分化, 2024Q1 有所回暖

行业: 行业迈入淡季, 增速同比回暖

2023 年全年, 限额以上化妆品零售增长同比增长 5.1%, 其中四季度增长 1.0%, 增速环比放缓。加总天猫+抖音、护肤+彩妆后, 2023 年全年线上(天猫+抖音)同比增长 4.5%, 全年增速较 2022 年有所提升。

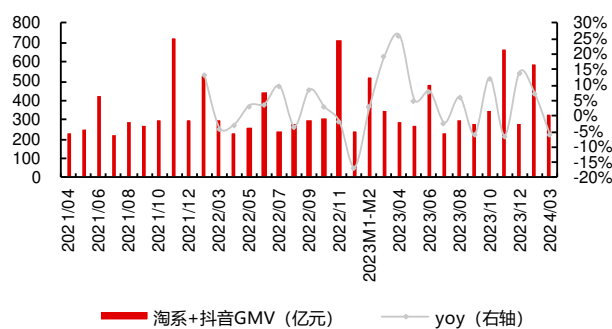
2024Q1 限额以上化妆品零售增长同比增长 3.3%, 一季度行业季度增速环比回升。此外, 我们加总天猫+抖音、护肤+彩妆后, 2024Q1 线上(天猫+抖音)同比增长 4.8%, 增速环比提升 2.6 个百分点, 主因: 1) 行业需求有所回暖; 2) 渠道端, 抖音渠道占比提升且延续 45% 以上增长, 拉动整体大盘增速。

图 26: 限额以上化妆品&日用品分月度零售额同比增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 长江证券研究所

图 27: 全网上美妆 GMV 及同比增速 (阿里+抖音, 彩妆+护肤)



资料来源: 魔镜数据库, 飞瓜, 长江证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/908073033027006076>