

3Q24美护珠宝业绩总结：分化 加深，掘金高景气新品/新材料

分析师：罗晓婷
分析师：赵中平

执业编号：S1130520120001
执业编号：S1130524050003

2024/11/3

投资建议

- 居民消费预期偏谨慎背景下可选消费（美妆&黄金珠宝&医美）Q3景气度环比继续走弱，但龙头业绩依旧坚韧，新品、新材料势能持续释放。
- ✓ **美妆**：双十一大促战线拉长、流量竞争激烈，品牌间预计分化继续加深，关注两条投资主线，1) 重组胶原蛋白景气赛道：推荐护肤大单品&品类矩阵持续完善、医美有序推进的**巨子生物**；2) 业绩稳健兑现确定性强：**珀莱雅**（发力多品牌、多品类，董事会换届落地）。
- ✓ **黄金珠宝**：金价高位波动抑制终端动销，关注金价走势和经销商进货信心。关注高端古法黄金领军者**老铺黄金**（品牌印记类产品打造差异化，拥有消费&保值双重属性、承接消费力具备相对韧性高端客群悦己/送礼/收藏需求）。

投资逻辑

- **美护**：分化加深、盈利承压，龙头+高景气细分赛道延续亮眼
- ✓ **板块整体**：1-3Q24化妆品板块营收/归母净利润359/36亿元、同比+5.4%/-2.2%。其中Q1-Q3营收117/136/106亿元、同比+10.6%/+7.2%/-1.9%，归母净利润14.2/15/6.79亿元、同比+21%/+6%/-37.8%，Q3淡季收入降速、盈利承压。
- ✓ **品牌商**：内部分化加深，龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道持续亮眼。1-3Q24化妆品品牌商营收/归母净利润同比+10%/-3.8%，其中Q1-Q3营收同比+14.5%/+12.9%/+0.7%、归母净利润同比+18.3%/+5.9%/-42.3%；Q3内部分化持续加深，珀莱雅/丸美股份/润本股份收入增速超20%、利润增速快于收入增速，水羊股份、贝泰妮、上海家化经营处调整中业绩阶段性亏损。
- ✓ 原料商Q3淡季偏淡，生产商/代运营商基本面仍承压、青松股份聚焦降本增效Q2-Q3连续实现扭亏为盈
- **黄金珠宝**：金价高位波动抑制终端动销，Q3收入与利润均承压，品牌商聚焦产品力提升
- ✓ **行业**：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年逐季走弱，1Q24同比+4.5%，以绝对量推算2Q24/3Q24同比-4%/-7.7%。
- ✓ 板块具体看，1) **成长性**：3Q24环比继续走弱，营收/归母净利润同比-26%/-34%，调整后（剔除豫园股份、迪阿股份）同比-25%/-33%；2) **盈利性**：金价上行+产品及渠道结构影响毛利率表现，费用刚性、Q3盈利承压；3) **渠道**：Q3开店速度有所放缓。

风险提示

- 医美产品获批进度、单品销售、营销投放效率低预期；终端零售疲软

目录

01

化妆品：Q3收入增速放缓、盈利承压，分化继续加深

02

黄金珠宝：业绩承压，金价高位波动抑制终端动销

03

医美耗材：新材料&新产品出货强劲

04

投资建议

05

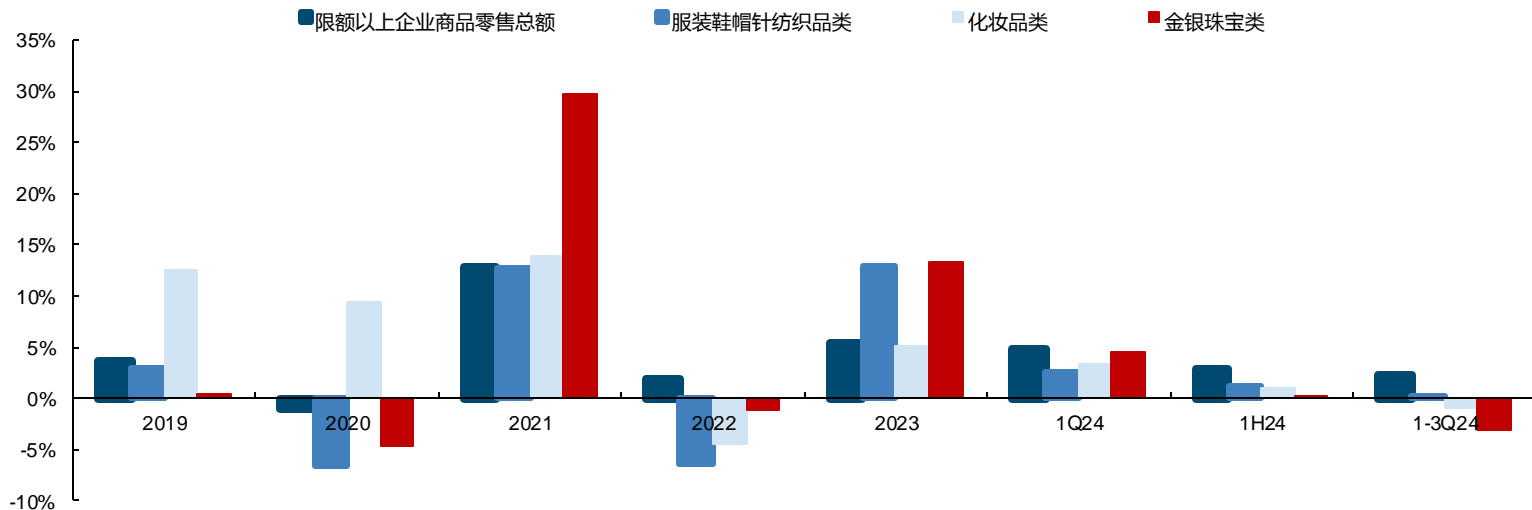
风险提示

01 化妆品：Q3收入增速放缓、盈利承压，分化继续加深

1.1、1-3Q24化妆品零售额同比-1%、Q3淡季偏淡

- β 走弱，22年开始化妆品行业增速总体放缓、23年来平稳增长。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，我们认为主要系渗透率增速放缓同时叠加大促透支、消费者在手库存居高。

图：1-3Q24化妆品零售额同比-1%、Q3淡季偏淡



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

1.2、 板块总体：Q3淡季收入降速、盈利承压

- 我们选择珀莱雅、贝泰妮、科思股份等作为化妆品板块样本股，并进一步划分品牌商、代运营商、生产商、原料商等子板块。

图：化妆品板块个股样本

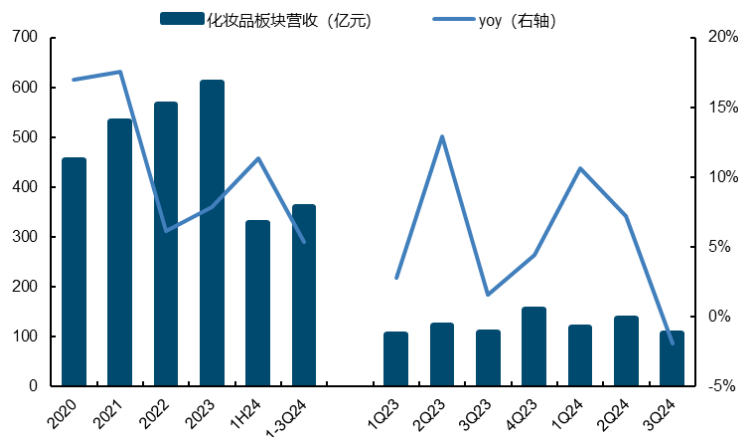
| | | | |
|-------|--------------|-------|------|
| 美妆品牌商 | 上海家化 | 代运营商 | 壹网壹创 |
| | 珀莱雅 | | 丽人丽妆 |
| | 丸美股份 | | 若羽臣 |
| | 水羊股份 | | 凯淳股份 |
| | 贝泰妮 | 生产商 | 青松股份 |
| | 华熙生物 | | 嘉亨家化 |
| | 福瑞达 | 原料商 | 科思股份 |
| | 敷尔佳 | | 丽臣实业 |
| | 润本股份 | | 鼎龙科技 |
| | 港股：巨子生物、上美股份 | 个护品牌商 | 拉芳家化 |

来源：国金证券研究所

1.2、板块总体：Q3淡季收入降速、盈利承压

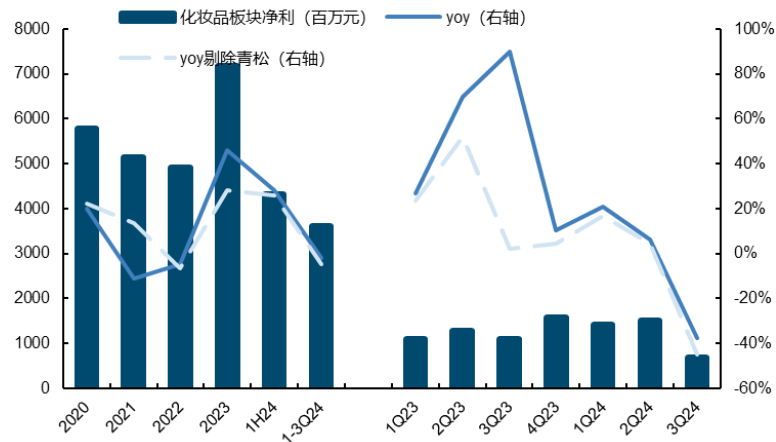
■ 1-3Q24化妆品板块营收/归母净利润359/36亿元、同比+5.4%/-2.2%。其中Q1-Q3营收117/136/106亿元、同比+10.6%/+7.2%/-1.9%，归母净利润14.2/15/6.79亿元、同比+21%/+6%/-37.8%，Q3淡季收入降速、盈利承压。

图：1-3Q24化妆品板块营收359亿元、同比+5.4%



来源：Wind，国金证券研究所（注：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，下同）

图：1-3Q24化妆品板块归母净利润36亿元、同比-2.2%



来源：Wind，国金证券研究所

- 1-3Q24化妆品品牌商营收/归母净利润同比+10%/-3.8%，其中Q1-Q3营收同比+14.5%/+12.9%/+0.7%、归母净利润同比+18.3%/+5.9%/-42.3%；Q3内部分化持续加深，珀莱雅/丸美股份/润本股份收入增速超20%，利润增速快于收入增速，水羊股份、贝泰妮、上海家化经营处调整中业绩阶段性亏损。

图：3Q24化妆品品牌商营收同比+0.7%、增速环比放缓

| | 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% | 21% | 10% | 14.5% | 12.9% | 0.7% |

图：3Q24化妆品品牌商归母净利润同比-42.3%，盈利承压

| | 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：Wind，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）Q1-Q3品牌商营收增速未包含华熙生物化妆品业务、巨子生物、上美股份）

1.3、品牌商：龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道延续亮眼

- Q3受双十一费用投放前置+线上流量成本上升影响盈利能力同环比均走弱。聚焦大单品+产品/渠道结构优化，美妆品牌商毛利率持续优化，23年/1-3Q24毛利率同比+4.4/+1.4PCT。线上转型+流量成本上升+抖音投入产出比偏低，品牌费用投入普遍加码，Q1-Q3销售费用率同比+2.3/+3/+5.8PCT，行业竞争激烈下愈发考验精细化运营能力。

图：3Q24化妆品品牌商归母净利率7%

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 上海家化 | 6.1% | 8.5% | 6.6% | 7.6% | 7.2% | 3.6% | 13.4% | -1.3% | -6.5% |
| 珀莱雅 | 12.7% | 12.4% | 12.8% | 13.4% | 14.0% | 14.3% | 13.9% | 14.1% | 15.1% |
| 丸美股份 | 26.6% | 13.9% | 10.1% | 11.7% | 13.1% | 12.2% | 16.7% | 9.5% | 10.4% |
| 水羊股份 | 3.8% | 4.7% | 2.6% | 6.5% | 4.6% | 3.1% | 3.9% | 5.2% | -1.5% |
| 贝泰妮 | 20.6% | 21.5% | 21.0% | 13.7% | 17.2% | 10.3% | 16.1% | 18.0% | -5.7% |
| 润本股份 | 21.4% | 20.7% | 18.7% | 21.9% | 24.2% | 25.1% | 21.3% | 25.0% | 27.6% |
| 敷尔佳 | 40.9% | 48.8% | 47.9% | 38.8% | 36.2% | 35.0% | 37.1% | 35.6% | 32.9% |
| 巨子生物 | 69.4% | 53.3% | 42.4% | 41.2% | 38.7% | - | - | - | - |
| 上美股份 | 6.0% | 9.3% | 5.4% | 10.9% | 11.3% | - | - | - | - |
| 品牌商净利率 | 15.0% | 15.3% | 14.7% | 15.3% | 16.0% | 11.7% | 14.4% | 12.8% | 7.0% |

来源：Wind，国金证券研究所（注：Q1-Q3品牌商净利率计算时未包含巨子生物、上美股份、福瑞达、华熙生物）

图：3Q24化妆品品牌商归母净利润同比-5.3PCT

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 上海家化 | 2.4% | -1.8% | 0.9% | -1.1% | -4.1% | 1.8% | -5.6% | -12.9% |
| 珀莱雅 | -0.3% | 0.4% | 0.6% | 0.3% | 0.1% | 1.1% | -0.4% | -0.1% |
| 丸美股份 | -12.7% | -3.8% | 1.6% | 0.7% | 0.9% | 0.2% | 0.6% | 1.3% |
| 水羊股份 | 0.9% | -2.1% | 3.9% | -1.6% | -2.2% | -1.1% | -2.0% | -5.0% |
| 贝泰妮 | 0.8% | -0.5% | -7.3% | -1.8% | -6.6% | -2.2% | -1.4% | -17.8% |
| 润本股份 | -0.7% | -2.0% | 3.2% | 3.6% | 3.2% | 7.3% | 2.0% | 2.5% |
| 敷尔佳 | 8.0% | -1.0% | -9.1% | -4.5% | -5.0% | -5.6% | -3.6% | -5.9% |
| 巨子生物 | -16.1% | -11.0% | -1.2% | -2.1% | - | - | - | - |
| 上美股份 | 3.3% | -3.9% | 5.5% | 5.2% | - | - | - | - |
| 品牌商 | 0.3% | -0.6% | 0.6% | 0.4% | -1.7% | 0.5% | -1.0% | -5.3% |

来源：Wind，国金证券研究所（注：Q1-Q3品牌商净利率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份、福瑞达、华熙生物）

1.3、品牌商：龙头+性价比品牌+重组胶原蛋白细分赛道延续亮眼

图：3Q24毛利率同比+1.4PCT，持续产品/渠道结构优化

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 上海家化 | -1.2% | -1.6% | 1.9% | 0.9% | -0.1% | 2.1% | -0.9% | -3.2% |
| 珀莱雅 | 2.9% | 3.2% | 0.2% | -0.7% | -1.1% | 0.1% | -1.3% | -1.9% |
| 丸美股份 | -2.2% | 4.4% | 2.3% | 4.6% | 3.8% | 5.9% | 3.4% | 2.1% |
| 水羊股份 | 2.9% | 1.1% | 5.3% | 4.6% | 5.1% | 7.6% | 2.0% | 7.7% |
| 贝泰妮 | -0.2% | -0.8% | -1.3% | -2.8% | -2.7% | -4.0% | -2.0% | -2.4% |
| 润本股份 | 0.5% | 1.1% | 2.2% | 3.1% | 2.2% | 2.9% | 3.0% | 0.1% |
| 敷尔佳 | 5.5% | 1.1% | -0.8% | -1.4% | -0.7% | -1.2% | -1.5% | 0.5% |
| 巨子生物 | 2.6% | -2.9% | -0.8% | -1.7% | - | - | - | - |
| 上美股份 | 0.6% | -1.7% | 8.5% | 7.5% | - | - | - | - |
| 品牌商 | -3.1% | -0.8% | 4.4% | 5.3% | 1.4% | 2.4% | 0.3% | 1.0% |

来源：Wind，国金证券研究所（注：Q1-Q3品牌商销售费用率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份、华熙生物、福瑞达）

图：3Q24销售费用率同比+5.8PCT，流量竞争加剧

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 上海家化 | -3.0% | -1.2% | 4.7% | -0.1% | 1.7% | -3.5% | 4.8% | 6.8% |
| 珀莱雅 | 3.1% | 0.6% | 1.0% | 3.2% | 3.1% | 3.6% | 2.9% | 2.8% |
| 丸美股份 | 9.2% | 7.4% | 5.0% | 4.6% | 3.1% | 7.8% | 2.3% | -0.2% |
| 水羊股份 | 1.8% | 2.5% | -1.7% | 6.4% | 6.1% | 5.1% | 7.4% | 8.2% |
| 贝泰妮 | -0.2% | -0.9% | 6.4% | -0.8% | 3.3% | -0.9% | -0.8% | 12.7% |
| 润本股份 | 1.6% | 4.0% | -1.1% | 2.0% | 1.9% | 1.2% | 2.4% | 1.4% |
| 敷尔佳 | -0.7% | 6.0% | 5.5% | 6.6% | 7.0% | 9.3% | 4.6% | 7.7% |
| 巨子生物 | 9.0% | 7.6% | 3.2% | 0.5% | - | - | - | - |
| 上美股份 | -2.0% | 3.6% | 6.4% | 4.0% | - | - | - | - |
| 品牌商 | 0.8% | 1.3% | 3.5% | 3.2% | 3.5% | 2.3% | 3.0% | 5.8% |

来源：Wind，国金证券研究所（注：Q1-Q3品牌商毛利率同比变动计算时未包含巨子生物、上美股份、华熙生物、福瑞达）

- 科思股份：产品价格调降拖累毛利率表现，客户去库叠加淡季、业绩波动，3Q24收入4.53亿元、同比-22.46%、环比-35%，归母净利润0.93亿元、同降50.1%、环降54%，毛利率37.4%、同比-12.7PCT、环比-10.5PCT。

图：1-3Q24原料商收入同比+5.2%

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 鼎龙科技 | 8.9% | 18.5% | -10.7% | -15.0% | -7.7% | -23.3% | -6.3% | 10.8% |
| 科思股份 | 8.1% | 61.8% | 36.0% | 18.0% | 4.7% | 21.1% | 15.0% | -22.5% |
| 丽臣实业 | 15.9% | 10.8% | 6.7% | 11.4% | 8.5% | 16.5% | 6.7% | 3.5% |
| 原料商 | 12.9% | 24.2% | 13.3% | 10.7% | 5.2% | 13.2% | 8.4% | 4.5% |

来源：Wind，国金证券研究所

图：24Q1-Q3原料商归母净利润同比+19%/-4%/-40%

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 鼎龙科技 | 14.2% | 58.6% | 15.5% | -18.1% | -10.8% | -12% | -25% | 8% |
| 科思股份 | -18.7% | 192.1% | 89.0% | 20.2% | -4.1% | 37% | 6% | -50% |
| 丽臣实业 | -19.6% | -32.9% | 13.2% | -26.1% | -29.2% | -15.9% | -38.4% | -35.1% |
| 原料商 | -13.3% | 62.0% | 58.4% | 7.2% | -8.7% | 19% | -4% | -40% |

来源：Wind，国金证券研究所

- 嘉亨家化3Q24收入/归母净利润同比-5.2%/-38.8%，主要系需求偏弱+湖州嘉亨处初步投产期、产能利用率较低；青松股份面对外部压力聚焦内部生产和管理效率提升、Q2-Q3连续两个季度扭亏为盈。

图：生产者订单需求仍待复苏、3Q24收入同比-0.4%

| | 2021 | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 青松股份 | -4.4% | -21.0% | -32.5% | -7.1% | -3.8% | -4.3% | -9.3% | 2.2% |
| 嘉亨家化 | 19.9% | -9.4% | -3.4% | -5.1% | -5.2% | -5.4% | -4.8% | -5.2% |
| 生产者 | 0.4% | -18.2% | -24.8% | -6.5% | -4.3% | -4.7% | -7.9% | -0.4% |

来源：Wind，国金证券研究所

图：青松股份Q2-Q3连续两个季度扭亏为盈

| | 2022 | 2023 | 1H24 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|--------|--------|------|--------|------|------|--------|
| 青松股份 | 亏损 | 亏损 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 亏损收窄 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 |
| 嘉亨家化 | -28.3% | -42.4% | 亏损 | -91.5% | 转亏 | 转亏 | -38.8% |
| 生产者 | 减亏 | 减亏 | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 | 亏损收窄 | 扭亏为盈 | 216.6% |

来源：Wind，国金证券研究所

- 受天猫流量趋于饱和、成长红利减弱，线上流量成本上升、竞争加剧，业务结构调整，新渠道/新品类贡献增量有限，21年开始代运营板块营收与净利增长承压。21-23年代运营板块营收同比-6.5%/-8.7%/-10.5%、归母净利润同比-1%/-92%/低基数下增长，1-3Q24营收/归母净利润同比-13.2%/低基数下增长。

图：代运营商1-3Q24营收同比-13.2%

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 24H1 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 壹网壹创 | -10% | -13% | 36% | -16% | 2% | -1% | 1% | 3% | -9% |
| 丽人丽妆 | 19% | -10% | -22% | -15% | -33% | -36% | -23% | -40% | -47% |
| 若羽臣 | 18% | 13% | -6% | 12% | 33% | 39% | 32% | 34% | 55% |
| 凯淳股份 | 15% | -6% | -8% | -16% | -34% | -34% | -27% | -40% | -33% |
| 代运营 | 12.3% | -6.5% | -8.7% | -10.5% | -12.6% | -13.2% | -6.6% | -17.5% | -14.8% |

来源：Wind，国金证券研究所

图：代运营商1-3Q24归母净利润低基数下实现增长

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 24H1 | 1-3Q24 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
|------|------|------|-------|------|------|--------|------|-------|------|
| 壹网壹创 | 42% | 5% | -45% | -40% | -23% | -17% | -31% | -15% | 5% |
| 丽人丽妆 | 19% | 21% | -134% | 扭亏 | 扭亏 | 46% | 减亏 | 3442% | -9% |
| 若羽臣 | 3% | -67% | 16% | 61% | 73% | 71% | 86% | 66% | 68% |
| 凯淳股份 | 27% | -43% | -112% | 扭亏 | 扭亏 | 162% | 43% | 扭亏 | 446% |
| 代运营 | 25% | -1% | -92% | 190% | 44% | 150% | 30% | 51% | 72% |

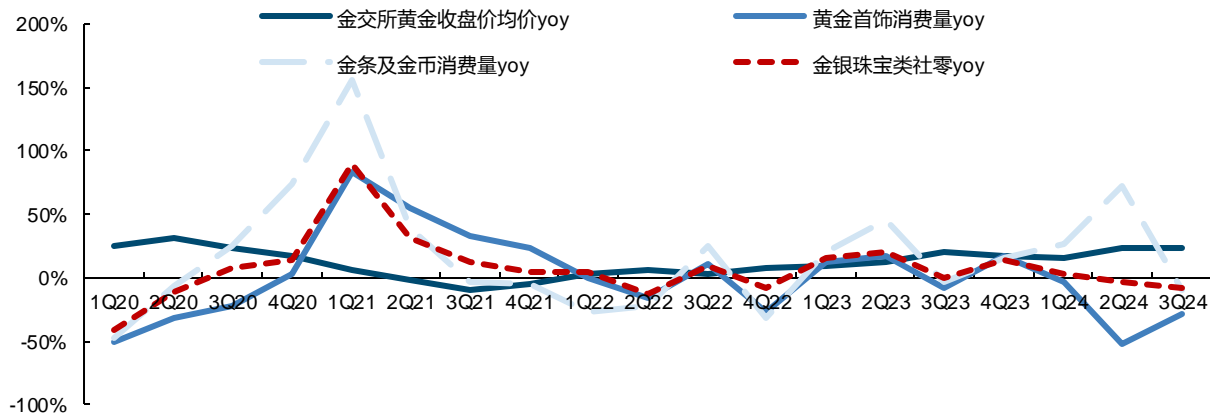
来源：Wind，国金证券研究所

02 黄金珠宝：金价高位波动抑制 终端动销，Q3收入与利润均承压

2.1、金价高位波动抑制终端动销，3Q24黄金饰品景气度继续走弱

- 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年逐季走弱，1Q24同比+4.5%，以绝对量推算2Q24/3Q24同比-4%/-7.7%。

图：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



来源：iFind，中国黄金协会，国金证券研究所

2.2、Q3业绩环比继续走弱，产品力突出公司表现相对较好

- 我们选择老凤祥、豫园股份、中国黄金、周大生、菜百股份、迪阿股份、曼卡龙、潮宏基、老铺黄金作为黄金珠宝板块样本股。

图：黄金珠宝板块个股样本

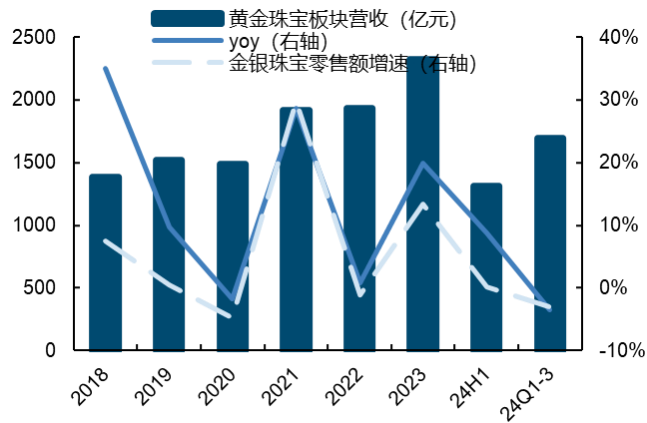
| 公司 | 收入 (亿元) | | | | | | | 归母净利润 (亿元) | | | | | | |
|-------------|---------|------|------|------|------|------|------|------------|-------|------|-------|------|------|-------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
| 老凤祥 | 246 | 158 | 217 | 94 | 256 | 143 | 126 | 7.16 | 5.57 | 6.92 | 2.50 | 8.02 | 6.02 | 3.72 |
| 豫园股份 | 152 | 122 | 121 | 186 | 172 | 104 | 85 | 3.36 | 18.82 | 0.17 | -2.11 | 1.80 | 9.62 | 0.18 |
| 中国黄金 | 161 | 134 | 117 | 151 | 183 | 169 | 114 | 3.00 | 2.37 | 2.04 | 2.33 | 3.63 | 2.31 | 1.51 |
| 周大生 | 41 | 40 | 44 | 38 | 51 | 31 | 26 | 3.65 | 3.74 | 3.55 | 2.21 | 3.41 | 2.60 | 2.53 |
| 菜百股份 | 51 | 33 | 40 | 42 | 63 | 47 | 44 | 2.35 | 1.78 | 1.79 | 1.15 | 2.72 | 1.27 | 1.54 |
| 迪阿股份 | 7 | 5 | 5 | 4 | 4 | 4 | 3 | 1.01 | -0.48 | 0.21 | -0.05 | 0.29 | 0.03 | -0.13 |
| 曼卡龙 | 3 | 5 | 4 | 7 | 5 | 7 | 4 | 0.27 | 0.24 | 0.18 | 0.12 | 0.32 | 0.25 | 0.20 |
| 潮宏基 | 15 | 15 | 15 | 14 | 18 | 16 | 14 | 1.24 | 0.84 | 1.04 | 0.20 | 1.31 | 0.99 | 0.86 |
| 板块总体 | 677 | 512 | 564 | 535 | 752 | 521 | 417 | 22.0 | 32.9 | 15.9 | 6.3 | 21.5 | 23.1 | 10.4 |
| 总体 (除豫园、迪阿) | 517 | 384 | 438 | 345 | 576 | 414 | 329 | 17.7 | 14.5 | 15.5 | 8.5 | 19.4 | 13.4 | 10.4 |
| 公司 | 收入 yoy | | | | | | | 归母净利润 yoy | | | | | | |
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
| 老凤祥 | 33% | 3% | 10% | -1% | 4% | -9% | -42% | 76% | 15% | 49% | -27% | 12% | 8% | -46% |
| 豫园股份 | 25% | 25% | 6% | 11% | 13% | -15% | -30% | 1% | 348% | -89% | 107% | -46% | -49% | 5% |
| 中国黄金 | 12% | 22% | 13% | 32% | 13% | 26% | -3% | 19% | 27% | 17% | 54% | 21% | -3% | -26% |
| 周大生 | 50% | 69% | 15% | 74% | 23% | -21% | -41% | 26% | 27% | 3% | 38% | -7% | -31% | -29% |
| 菜百股份 | 46% | 78% | 25% | 70% | 25% | 41% | 9% | 31% | 159% | 66% | 11% | 16% | -28% | -14% |
| 迪阿股份 | -42% | -38% | -48% | -31% | -40% | -34% | -33% | -73% | -123% | -89% | 88% | -71% | 107% | -161% |
| 曼卡龙 | 3% | 32% | 2% | 33% | 45% | 50% | 15% | 29% | 61% | 23% | 157% | 21% | 1% | 16% |
| 潮宏基 | 22% | 61% | 24% | 35% | 18% | 10% | -4% | 30% | 54% | 23% | 157% | 5% | 17% | -17% |
| 老铺黄金 | 116% | | 176% | | 148% | | - | 232% | | 522% | | 199% | | - |
| 板块总体 | 25% | 21% | 10% | 20% | 11% | 2% | -26% | 13% | 90% | 3% | -82% | -2% | -30% | -34% |
| 总体 (除豫园、迪阿) | 27% | 21% | 13% | 27% | 11% | 8% | -25% | 42% | 32% | 30% | 17% | 10% | -8% | -33% |

来源：各公司公告，Wind，国金证券研究所

2.2、Q3业绩环比继续走弱，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：1-3Q24黄金珠宝板块营收同比-3.5%



来源：Wind，国金证券研究所

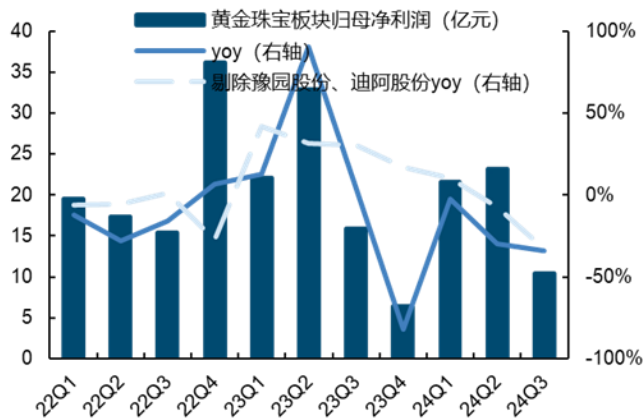
图：终端动销继续走弱，3Q24营收同比-26%



来源：Wind，国金证券研究所（注：季度统计未包含老铺黄金，下同）

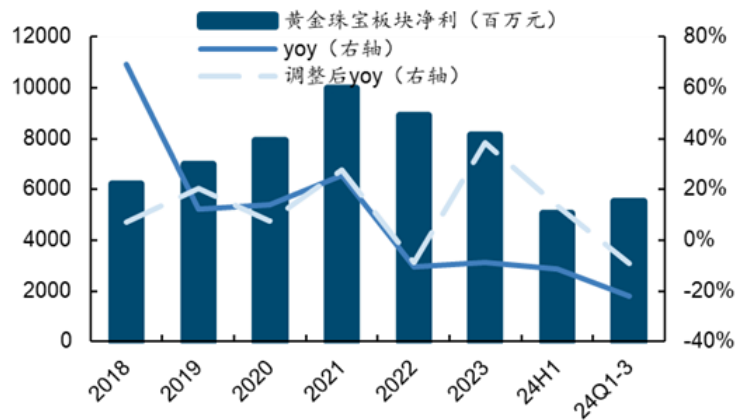
2.2、Q3业绩环比继续走弱，产品力突出公司表现相对较好

图：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

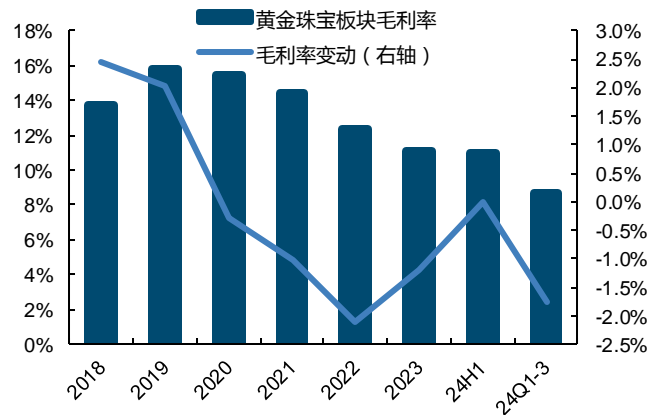
图：1-3Q24调整后黄金珠宝板块归母净利润同比-9.4%



来源：Wind，国金证券研究所

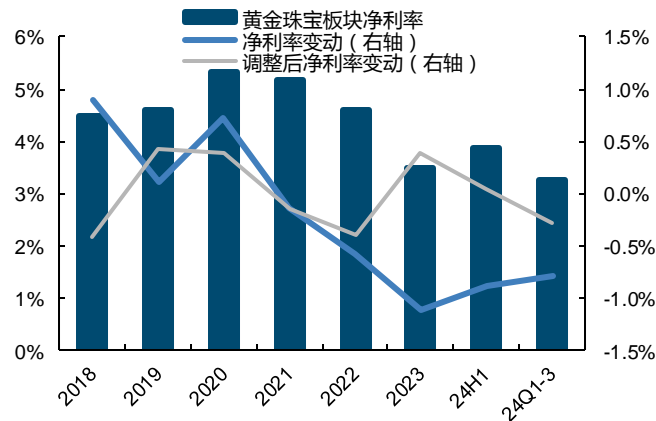
- 影响单季度毛利率表现主要有：产品及渠道结构变化、金价季度内/环比趋势。由于生产、采购、销售模式、黄金产品占比、套期保值比例等不同，黄金珠宝品牌商对金价波动的敏感度也有所差异。其中潮宏基/周大生毛利率受金价波动影响较小，菜百股份、中国黄金、老凤祥毛利率对于金价波动敏感度更高。
- Q1-Q3低毛利贵金属投资黄金产品占比上升、菜百股份毛利率同比-1.4/-3.8/-1.8PCT，拓展加盟+发力黄金产品、潮宏基毛利率同比-3.1/-2.4/-2.3PCT。

图：1-3Q24黄金珠宝板块毛利率同比-1.77PCT



来源：Wind，国金证券研究所

图：1-3Q24黄金珠宝板块调整后净利率同比下降



来源：Wind，国金证券研究所

图：3Q24盈利承压、归母净利率普遍同比下降

| 公司 | 毛利率变动 | | | | | | | 归母净利率变动 | | | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
| 老凤祥 | 0.1% | 1.7% | 0.8% | 0.4% | 0.3% | 1.6% | -1.0% | 0.7% | 0.4% | 0.8% | -1.0% | 0.2% | 0.7% | -0.2% |
| 豫园股份 | -4.4% | -3.8% | -3.2% | -3.6% | -0.3% | -0.2% | -1.4% | -0.5% | 11.1% | -1.2% | -18.6% | -1.2% | -6.1% | 0.1% |
| 中国黄金 | -0.1% | -0.2% | 1.7% | -0.3% | 0.1% | 0.2% | -0.6% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.1% | -0.4% | -0.4% |
| 周大生 | -2.3% | -5.5% | -0.1% | -4.7% | -2.3% | 3.9% | 9.7% | -1.7% | -3.1% | -1.0% | -1.5% | -2.1% | -1.2% | 1.7% |
| 菜百股份 | -1.3% | 1.4% | -0.1% | -1.6% | -1.4% | -3.8% | -1.8% | -0.5% | 1.7% | 1.1% | -1.4% | -0.3% | -2.6% | -0.9% |
| 迪阿股份 | -1.3% | -1.4% | -2.8% | 3.0% | -4.0% | -2.6% | -3.3% | -16.5% | -32.3% | -16.1% | 5.6% | -7.4% | 9.8% | -7.9% |
| 曼卡龙 | 0.9% | -4.1% | -2.0% | -0.7% | -6.0% | -3.6% | -0.2% | 1.6% | 0.9% | 0.8% | 0.8% | -1.3% | -1.7% | 0.0% |
| 潮宏基 | -3.2% | -7.2% | -2.2% | -4.4% | -3.1% | -2.4% | -2.3% | 0.5% | -0.3% | 0.0% | 4.9% | -0.9% | 0.3% | -0.9% |
| 板块总体 | -1.8% | -1.0% | -0.7% | -2.2% | -0.5% | -0.5% | -0.7% | -0.4% | 2.4% | -0.2% | -6.9% | -0.4% | -2.0% | -0.3% |
| 总体（除豫园、迪阿） | 0.0% | 0.7% | 0.9% | -0.5% | -0.1% | -0.1% | -0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.5% | -0.2% | 0.0% | -0.5% | -0.4% |

图：收入下降、费用相对刚性，黄金珠宝板块3Q24销售费用率、管理费用率同比有所提升

| 公司 | 销售费用率变动 | | | | | | | 管理费用率变动 | | | | | | |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
| 老凤祥 | -0.1% | 0.3% | -0.5% | 1.8% | -0.2% | 0.1% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | 0.5% | -0.1% | 0.4% | 0.6% |
| 豫园股份 | -0.8% | -0.6% | 0.3% | -0.4% | -0.7% | -0.2% | 0.1% | -1.6% | -0.5% | -1.2% | 2.9% | 0.0% | -0.6% | 1.2% |
| 中国黄金 | -0.3% | -0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | -0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 周大生 | -1.2% | -1.5% | 0.0% | -2.4% | 0.4% | 3.6% | 6.3% | -0.3% | -0.3% | 0.0% | -0.4% | -0.1% | 0.3% | 0.4% |
| 菜百股份 | 0.0% | -1.8% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | 0.2% | -0.1% | -0.2% | -0.5% | -0.1% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | 0.0% |
| 迪阿股份 | 21.2% | 27.0% | 11.9% | 5.6% | 6.1% | -7.3% | 0.7% | 3.1% | 1.8% | 2.2% | 2.6% | 2.1% | 4.7% | 3.3% |
| 曼卡龙 | 0.1% | -2.4% | -1.5% | -1.3% | -2.5% | -0.9% | 0.3% | -0.5% | -1.2% | -0.8% | 0.7% | -1.2% | -1.0% | -0.6% |
| 潮宏基 | -2.5% | -5.4% | -3.1% | -3.8% | -2.2% | -3.2% | -0.3% | -0.5% | -0.5% | 0.5% | 0.8% | 0.5% | 0.2% | -0.2% |

03 医美耗材：Q3新材料&新产品 出货强劲，关注新管线获批

- 我们选择江苏吴中、锦波生物、爱美客、华熙生物、昊海生科、华东医药、复锐医疗科技、时代天使作为医美上游耗材样本股。

图：医美上游耗材样本股

| 公司 | 收入（亿元） | | | | | | | 归母净利润（亿元） | | | | | | |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 |
| 江苏吴中 | 6.1 | 4.9 | 4.0 | 7.4 | 7.0 | 5.0 | 4.4 | 0.28 | -0.01 | -0.16 | -0.83 | 0.05 | 0.19 | 0.21 |
| 锦波生物 | 1.3 | 1.9 | 2.0 | 2.6 | 2.3 | 3.8 | 3.9 | 0.43 | 0.66 | 0.83 | 1.08 | 1.01 | 2.08 | 2.10 |
| 爱美客 | 6.3 | 8.3 | 7.1 | 7.0 | 8.1 | 8.5 | 7.2 | 4.14 | 5.49 | 4.55 | 4.40 | 5.27 | 5.93 | 4.65 |
| 华熙生物 | 13.1 | 17.7 | 11.5 | 18.5 | 13.6 | 14.5 | 10.6 | 2.00 | 2.24 | 0.90 | 0.78 | 2.43 | 0.98 | 0.20 |
| 昊海生科 | 6.1 | 7.0 | 6.7 | 6.7 | 6.5 | 7.6 | 6.7 | 0.81 | 1.24 | 1.22 | 0.89 | 0.98 | 1.38 | 1.06 |
| 华东医药 | 101.1 | 102.7 | 100.1 | 102.3 | 104.1 | 105.5 | 105.1 | 7.55 | 6.79 | 7.55 | 6.50 | 8.62 | 8.34 | 8.66 |
| 复锐医疗科技 | 1.73 | | 1.87 | | 1.70 | | - | 0.19 | | 0.13 | | 0.11 | | - |
| 时代天使 | 6.17 | | 8.59 | | 8.62 | | - | 0.32 | | 0.21 | | 0.22 | | - |
| 公司 | 收入yoy | | | | | | | 归母净利润yoy | | | | | | |
| 江苏吴中 | 38% | 43% | -32% | 14% | 15% | 3% | 9% | 270% | 减亏 | 减亏 | 亏损扩大 | -82% | 扭亏为盈 | 扭亏为盈 |
| 锦波生物 | 98% | 110% | 106% | 90% | 76% | 100% | 92% | 181% | 176% | 169% | 176% | 136% | 213% | 154% |
| 爱美客 | 46% | 83% | 18% | 56% | 28% | 2% | 1% | 48% | 77% | 13% | 62% | 27% | 8% | 2% |
| 华熙生物 | 4% | 5% | -17% | -9% | 4% | -18% | -7% | 0% | -18% | -56% | -73% | 21% | -56% | -77% |
| 昊海生科 | 29% | 42% | 9% | 23% | 6% | 8% | 0% | 33% | 1130% | 34% | 377% | 20% | 11% | -13% |
| 华东医药 | 13% | 11% | 4% | 4% | 3% | 3% | 3% | 7% | 7% | 18% | 26% | 14% | 23% | 15% |
| 复锐医疗科技 | -1% | | 4% | | -2% | | - | -97% | | -91% | | -42% | | - |
| 时代天使 | 8% | | 22% | | 40% | | - | 9% | | -30% | | -30% | | - |

3、上游耗材：大单品因所处生命周期不同表现分化，重点关注产品矩阵打造

- 玻尿酸竞争激烈、老品降速，新材料（艾塑菲&薇旖美）加速放量
- ✓ 玻尿酸：爱美客3Q24营收7.21亿元、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9.09亿元、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53%、环增%，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。

4、投资建议

- 居民消费预期偏谨慎背景下可选消费（美妆&黄金珠宝&医美）Q3景气度环比继续走弱，但龙头业绩依旧坚韧，新品、新材料势能持续释放。
- ✓ 美妆：双十一大促战线拉长、流量竞争激烈，品牌间预计分化继续加深，关注两条投资主线，1) 高景气细分赛道：推荐巨子生物（护肤大单品&品类矩阵持续完善、医美有序推进），润本股份（抖音增速靓丽、持续拓展婴童护肤）；2) 业绩稳健兑现确定性强：珀莱雅（发力多品牌、多品类，董事会换届落地）。
- ✓ 黄金珠宝：金价高位波动抑制终端动销，关注金价走势和经销商进货信心。关注高端古法黄金领军者老铺黄金（品牌印记类产品打造差异化，拥有消费&保值双重属性、承接消费力具备相对韧性高端客群悦己/送礼/收藏需求）。
- ✓ 医美耗材：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，推荐锦波生物（产品管线储备丰富+加速出海）。

5、风险提示

■ 化妆品

- ✓ 新品销售不及预期：化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。
- ✓ 营销投放不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期，将影响其成长性与盈利性。
- ✓ 抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。

■ 黄金珠宝

- ✓ 终端零售不及预期：黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强，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、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。
- ✓ 金价波动：金价走势影响黄金投资需求&消费需求释放，金价高位震荡或将激发消费者观望情绪、抑制需求释放，从而影响企业收入/利润释放。

■ 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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。经过书面授权的引用、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题