

**零售行业：超市、百货板块业绩持续承压，跨境电商板块增收不增利。** 24Q1-3 社零总额 35.36 万亿元/yoy+3.35%，单 Q3 社零总额 11.76 万亿元/yoy+2.69%，增速环比放缓。分月度来看，7、8 月表现平淡，9 月有所改善。出口方面，24Q3 总出口 9127 亿美元/YoY+6.0%。**1) 永辉超市：**2024Q3 永辉超市实现营业收入 167.7 亿元/yoy-16.4%，扣非归母净利润-6.9 亿元，较去年同期下降 2.17 亿元。截至 10 月 30 日，已完成 10 家门店调改，其中自主调改 7 家，调改门店营收均有较大幅度的增长。公司预计到春节前，全国调改门店数量将达到约 40-50 家。**2) 小商品城：**24Q3 实现收入 38.47 亿元/yoy+40.17%，归母净利润 8.81 亿元/yoy+176.73%，24Q3 Chinagoods GMV 下滑 23%，Yiwupay 支付流水同比增长 515%。**跨境电商板块，**我们重点关注的跨境电商行业的 12 家上市公司业绩，24Q3 营收为 254.83 亿元/yoy+22.5%，归母净利润为 18.53 亿元/yoy+12.0%；24Q3 受海运运费涨价，以及行业竞争加剧导致的商品价格调整和销售费用上升影响，板块业绩增长弱于收入。

**黄金珠宝：Q3 金价高企抑制终端消费，珠宝企业收入及利润端增长承压。**  
**1) 行业趋势：**24 年 1-9 月金银珠宝类零售额合计 2454 亿元/yoy-3.1%，7-9 月零售额分别同比-10.4%、-12.0%、-7.8%；24Q1-3，黄金价格一路上扬，黄金饰品消费受到明显影响，且随直播带货、即时零售等电商新模式快速发展，拉动小克重黄金饰品消费增长。进入 Q3，金价持续高位波动及上涨预期强烈，实物黄金消费有所回落。24Q3，全国黄金消费量 217.98 吨，同比-22.21%，其中，黄金饰品 130.02 吨，同比-29.23%；金条及金币 69.09 吨，同比-9.17%。**2) 收入与业绩表现：**24Q1-3，黄金珠宝板块整体营收为 1329.55 亿元/yoy-2.0%；单 Q3 总营收为 332.17 亿元/yoy-25.0%。24Q1-3，黄金珠宝板块归母净利润合计 43.43 亿元/yoy-10.4%；24Q3 归母净利润合计 10.25 亿元/yoy-34.8%，收入及利润普遍承压。收入端，24Q3，曼卡龙/菜百股份收入同比+14.9%/+8.7%，其余呈持平或下滑；毛利率端，24Q3 周大生毛利率+9.70pct 主要系自营渠道优化产品结构，加盟端收取品牌使用费方式的占比提升，电商渠道高毛利率的饰品占比提升。

**医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼，Q3 机构盈利能力承压。** 24Q1-3，医美板块总营收 410.94 亿元/yoy+4.8%；24Q3 总营收 135.52 亿元/yoy+4.7%。24Q1-3，医美板块归母净利润 52.18 亿元/yoy+20.1%；24Q3，归母净利润为 16.89 亿元/yoy+15.3%。**1) 锦波生物：**24Q3 实现营收 3.86 亿元，同比+92.1%，收入快速增长主要系重组胶原蛋白三类械产品微旂美延续高速增长态势；**2) 江苏吴中：**24Q3，医美生科主营业务收入 1.19 亿元，同比+6558.7%，积极推进 AestheFill 艾塑菲的销售工作，合作医美机构数量持续增加，覆盖包括美莱、华韩、艺星、联合丽格、美艾、米兰柏羽等多家医美连锁品牌；**3) 昊海生科：**具备差异化的玻尿酸产品矩阵，“海魅”凭无颗粒化及高内聚性等特点，获得市场对其高端玻尿酸定位的认可，产品持续快速放量，且“海薇”及“姣兰”增速良好，第四代玻尿酸“海魅月白”于 24 年 7 月获批 NMPA 的 III 类械证书，作为目前国内唯一一款使用天然产物赖氨酸作为交联剂的玻尿酸产品，将与“海魅”、“海魅韵”组成玻尿酸高端产品系列。

**美妆：Q3 淡季板块销售增长承压，龙头品牌表现分化加剧。** 24Q1-3 化妆品类商品零售额同比-1.0%，增速低于社零整体；24Q3 化妆品类商品零售额同比-5.5%，7-9 月同比增速分别为-6.1%、-6.1%、-4.5%，降幅逐月收窄。**平台方面，**抖音渠道持续增长且对美妆大盘贡献度进一步提升，24Q3 抖音美妆 GMV 占美妆大盘的 50%，天猫美妆 GMV 增速边际转好。**业绩方面，**24Q1-3 美护板块整体营收 335.74 亿元/yoy+3.60%，归母净利润 37.66 亿元/yoy-6.81%；单 Q3 整体营收 96.97 亿元/yoy-1.84%，归母净利润 6.48 亿元/yoy-42.52%；其中，1) 美妆品牌商：24Q1-3，润本股份、丸美股份、珀莱雅归母净利润同比正增长，分别同比+44.35%、+37.38%、+33.95%；敷尔佳/福瑞达/贝泰妮/华熙生物/水羊股份/上海家化归母净利润同比-4.2%/-28.09%/-28.39%/-29.62%/-47.6%/-58.72%，其中华熙生物和上海家化下滑主要系处于战略转型阵痛期。2) 上游防晒原料龙头：科思股份 Q3 归母净利润同比-4.11%。3) 中游代工企业：青松股份 Q3 归母净利润同比+1250.36%；嘉亨家化 Q3 归母净利润同比-38.77%。

**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、水羊股份、丸美股份、福瑞达、科思股份、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医美板块，**推荐锦波生物、谨慎推荐江苏吴中，推荐昊海生科、爱美客、朗姿股份、美丽田园。**④珠宝板块，**推荐老铺黄金、潮宏基、老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、曼卡龙、周大福。**⑤纺服板块，**制造端推荐裕元集团、华利集团、伟星股份，建议关注申洲国际、新澳股份，品牌端推荐报喜鸟、比音勒芬，建议关注海澜之家、波司登。

**风险提示：**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**

1. 母婴行业事件点评：国新办发布一系列生育支持措施，建议关注母婴赛道标的-2024/10/28
2. 零售周观点：梳理国家生育政策及各地区生育配套措施，关注母婴赛道标的-2024/10/27
3. 四大化妆品集团财报跟踪：宝洁 FY25Q1：大中华区销售额下滑，SK-II 持续承压-2024/10/22
4. 零售周观点：9 月社零总额同比增长 3.2%，高于市场预期-2024/10/20
5. 零售周观点：宝尼达二代及 Sculptra 获 NMPA 批准上市，孩子王与辛选控股设立合资公司-2024/10/14

# 目录

<b>1 零售行业：超市、百货板块业绩持续承压，跨境电商板块增收不增利</b>	<b>3</b>
1.1 百货板块：传统淡季增长持续承压，净利率保持稳定	5
1.2 超市板块：持续走弱，3Q24 板块总体仍未盈利	7
1.3 跨境电商：美国消费展现较强韧性，但行业竞争加剧，上市公司增收不增利	9
<b>2 黄金珠宝：Q3 金价高企抑制终端消费，珠宝企业收入及利润端增长承压</b>	<b>14</b>
2.1 黄金珠宝板块总览	14
2.2 黄金珠宝行业财报综述	15
<b>3 医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼，Q3 下游机构盈利能力承压</b>	<b>19</b>
3.1 营收与归母净利润	19
3.2 毛利率、费用率与净利率	20
<b>4 美妆：Q3 淡季板块销售增长承压，龙头品牌表现分化加剧</b>	<b>22</b>
4.1 化妆品板块总览：24Q3 化妆品社零同比增速逐月收窄，抖音美妆占大盘比例进一步提升	22
4.2 化妆品产业链各环节财务数据分析	24
<b>5 行业重点公司盈利预测及估值</b>	<b>30</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>31</b>
<b>插图目录</b>	<b>32</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

## 1 零售行业：超市、百货板块业绩持续承压，跨境电商板块增收不增利

三季度社零总额整体增速放缓，其中 9 月有所回暖。24Q1-3 中国社会消费品零售总额 35.36 万亿元，同比增长 3.35%，其中 24Q3 社零总额 11.76 万亿元，同比增长 2.69%，增速环比放缓。分月度来看，7、8 月表现平淡，9 月有所改善，7-9 月社零总额同比增速分别为 2.70%、2.10%、3.20%。按渠道分，24Q1-3 网上商品和服务零售额 10.89 万亿元，同比增长 8.60%，占总社零总额比例为 30.81%，其中 24Q3 为 3.79 万亿元，同比增长 6.42%，三季度为线上渠道淡季，增速保持稳定。

图1：社会消费品零售总额（亿元）当月值及同比增速(%)（右轴）



资料来源：wind，民生证券研究院

三季度 CPI 涨势环比回升。1-9 月份 CPI 同比上涨 0.3%，比 23 年同期上涨 0.4%回落 0.1pct，比上半年上涨 0.1%回升 0.2pct。CPI 涨幅虽然进入三季度后出现回升的苗头，但总体上看今年以来 CPI 涨幅仍保持了上年持续低位运行的态势。

三季度消费者信心指数下降，后续随着政策效果显现有望改善。7 月、8 月份消费者信心指数分别为 86.0、85.8，三季度以来进一步下降。或与房地产价格下降和城镇工资增速放缓相关，随着 9 月底的一系列政策落地，包括以旧换新政策、区域消费券发放等消费类政策，后续有望逐渐改善。

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

24Q3 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 7-9 月必选品延续上半年的增长, 通讯类器材同比增速保持在 10%以上, 其中家用电器和音像器材在以旧换新政策推动下, 9 月同比增长 20%。

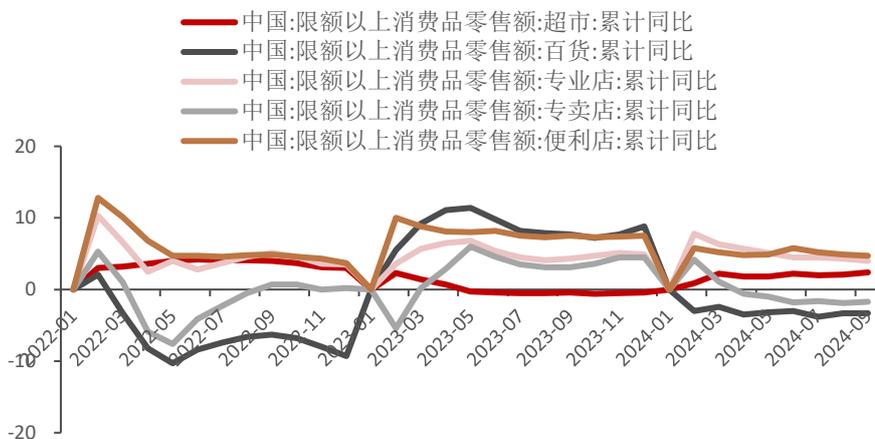
图4: 社会消费品零售总额分品类增速

		2024/09	2024/08	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
总额	社会消费品零售总额	3.2%	2.1%	2.7%	2.0%	3.7%	2.3%	3.1%	5.5%	7.4%	10.1%	7.6%	5.5%	4.6%
	限额以上企业消费品总额	2.6%	-0.6%	-0.1%	-0.6%	3.4%	0.9%	2.6%	6.7%	6.6%	10.0%	8.7%	5.2%	3.1%
	实物商品网上零售额(累计值)	7.9%	8.1%	8.7%	8.8%	11.5%	11.1%	11.6%	14.4%	8.4%	8.3%	8.4%	8.9%	9.5%
高频必选	粮油、食品类	11.1%	10.1%	9.9%	10.8%	9.3%	8.5%	11.0%	9.0%	5.8%	4.4%	4.4%	8.3%	4.5%
	饮料	-0.7%	2.7%	6.1%	1.7%	6.5%	6.4%	5.8%	6.9%	7.7%	6.3%	6.2%	8.0%	0.8%
	烟酒	-0.7%	3.1%	-0.1%	5.2%	7.7%	8.4%	9.4%	13.7%	8.3%	16.2%	15.4%	23.1%	4.3%
高频可选	服装鞋帽针纺织品	3.0%	1.3%	2.1%	0.3%	7.7%	4.4%	3.5%	-0.7%	-5.9%	3.5%	4.4%	0.7%	1.5%
	化妆品	-0.4%	-1.6%	-5.2%	-1.9%	4.4%	-2.0%	3.8%	1.9%	26.0%	22.0%	7.5%	9.9%	4.5%
	金银珠宝	-4.5%	-6.1%	-6.1%	-14.6%	18.7%	-2.7%	2.2%	4.0%	9.7%	-3.5%	1.1%	1.6%	9.7%
低频可选	通讯类器材	-7.8%	-12.0%	-10.4%	-3.7%	-11.0%	-0.1%	3.2%	5.0%	29.4%	10.7%	10.4%	7.7%	7.2%
	家用电器和音像器材	12.3%	14.8%	12.7%	2.9%	16.6%	13.3%	7.2%	16.2%	11.0%	16.8%	14.6%	0.4%	8.5%
	家具类	20.5%	3.4%	-2.4%	-7.6%	12.9%	4.5%	5.8%	5.7%	-0.1%	2.7%	9.6%	-2.3%	-2.9%
其它	汽车	0.4%	-3.7%	-1.1%	1.1%	4.8%	1.2%	0.2%	4.6%	2.3%	2.2%	1.7%	0.5%	4.8%
	文化办公用品	0.4%	-7.3%	-4.9%	-6.2%	-4.4%	-5.6%	-3.7%	8.7%	4.0%	14.7%	11.4%	2.8%	1.1%
	石油及制品	10.0%	-1.9%	-2.4%	-8.5%	4.3%	-4.4%	-6.6%	-8.8%	-9.0%	-8.2%	7.7%	-13.6%	-8.4%
	建筑及装饰材料	-4.4%	-0.4%	1.6%	4.6%	5.1%	1.6%	3.5%	5.0%	8.6%	7.2%	5.4%	8.9%	6.0%
		-6.6%	-6.7%	-2.1%	-4.4%	-4.5%	-4.5%	2.8%	2.1%	-7.5%	-10.4%	-4.8%	-8.2%	-11.4%

资料来源: wind, 民生证券研究院

按零售业态分, 1—9 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 4.7%、4.0%、2.4%; 百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.3%、1.7%。

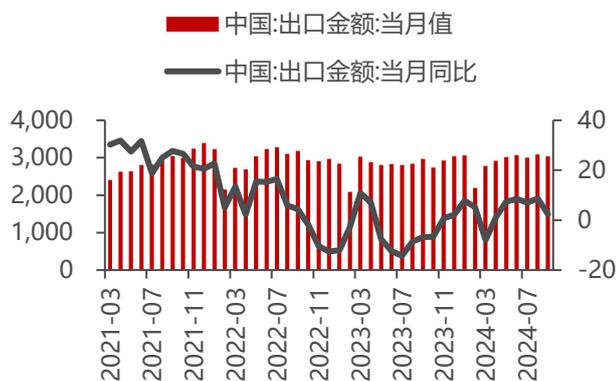
图5：限额以上分业态零售额同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

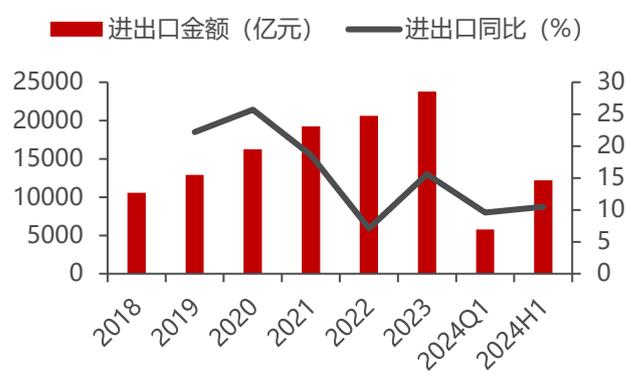
**跨境电商进出口规模保持高于外贸整体增速的水平。**2024年三季度实现进出口总额1.57万亿美元/YoY+4.5%，增速环比提升，其中出口9127亿美元，同比增长6.0%。其中2024年上半年跨境电商进出口额1.22万亿元/yoy+10.5%，超出整体进出口大盘增速。我国境内已有超过10万家主体的跨境电商企业。亚马逊全球开店公布的最新数据显示，过去两年，在亚马逊全球站点销售额超过100万美金的中国卖家数量增长了近55%。

图6：出口金额（亿美元）及同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：跨境电商进出口金额及同比增速（%）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

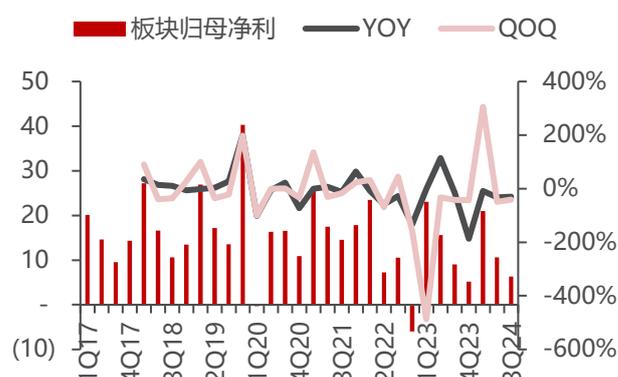
## 1.1 百货板块：传统淡季增长持续承压，净利率保持稳定

**三季度为传统淡季，板块营收同比下滑7.1%，增长持续承压。**2024Q1-3全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额累计下降5.0%。其中，9月份零售额同比下降5.8%，降幅相比上月收窄3.0个百分点。从上市公司的业绩来看，以15家百货行业上市公司为范本（不包括因发行REITs的投资收益使得归母净利润波动较大的百联股份），销售端，3Q24营收为244.86亿元，同比-7.1%。

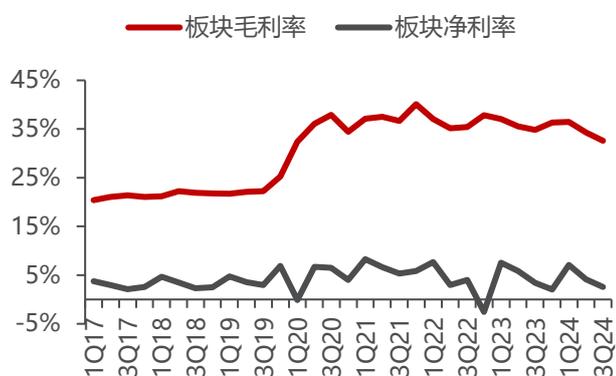
毛利率端，3Q24 板块的毛利为 79.76 亿元，毛利率为 32.6%，同比-2.2pct，24Q1-Q3 环比持续下滑。费用端，3Q24 销售费用率为 18.0%，同比+0.2pct，管理费用率为 7.8%，同比-0.1pct，研发费用率为 0.2%，同比持平。利润端，3Q24 板块归母净利润为 6.35 亿元，同比变化-29.7%，净利率 2.6%，同比-0.8pct。

**图8：百货行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ**

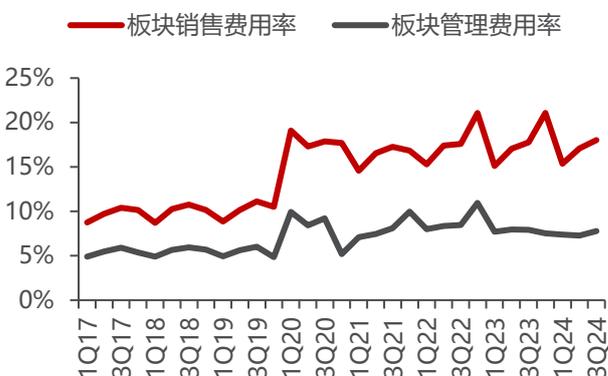

资料来源：wind，民生证券研究院

**图9：百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10：百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11：百货行业分季度费用率水平**


资料来源：wind，民生证券研究院

分标的来看，重庆百货 24Q1-3 收入 130.0 亿元/YoY-12.0%，归母净利润 9.2 亿元/YoY-19.2%，扣非归母净利润 9.0 亿元/YoY-12.1%，经营性现金流量净额 15.2 亿元/YoY-5.0%，投资收益 4.8 亿元/YoY-2.9%。24Q3 收入 40.2 亿元/YoY-13.0%，归母净利润 2.1 亿元/YoY-12.4%，扣非归母净利润 2.0 亿元/YoY-9.1%，投资收益 1.5 亿元/YoY+95.8%。

**重庆百货的百货和汽贸业态销售额下滑幅度较大。**2024 年前三季度全国 50 家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额累计下降 5.0%。其中，9 月份零售额同比下降 5.8%，降幅相比上月收窄 3.0pct。2024 年受经济环境影响，公司经营持续承压，尤其进入 Q3，重庆地区遭遇创历史记录的持续高温天气，并受到阶段性限电措施影响，24Q3 公司收入 40.2 亿元/YoY-13.0%。分业态看，24Q3

百货/超市/电器/汽贸业态的销售额和同比增速分别是 4.51 亿元/YoY-15.6%,17.13 亿元/YoY-0.8%, 7.59 亿元/YoY+4.4%, 10.50 亿元/YoY-33.6%, 百货和汽贸业态销售下滑幅度较大。

**新业态生鲜折扣开业, 经营变革持续推进。**5-9 月, 公司分别新开业五家生鲜+折扣“超级市集”折扣店。9 月 24 日第五家开业, 门店包括 3800+SKU, 自营直采商品占比大幅提升。截至三季度末, 重庆百货经营网点按业态口径计算有 273 个, 包括 50 个百货业态、149 个超市业态、42 个电器业态和 32 个汽贸业态。

**风险提示:** 新店进展不及预期, 消费需求不及预期。

表1: 15 家百货上市公司 24 年单三季度的财务数据

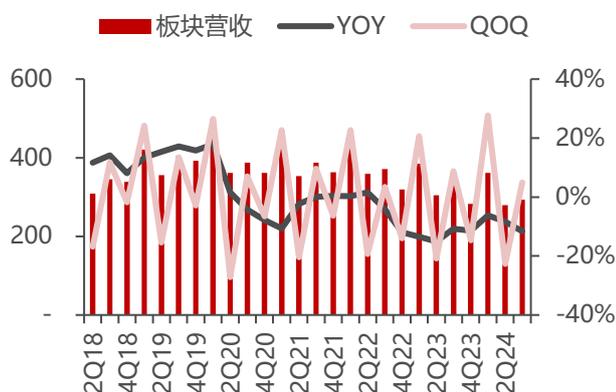
单位: 亿元	收入	yoy	增速同比变 动 (pct)	扣非归母 净利润	yoy	增速同比变 动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非归 母净利 率	同比变动 (pct)
王府井	24.6	-14.6%	-20.6	0.4	-70.5%	-136.0	38.3%	-1.1	1.6%	-3.0
天虹股份	29.3	-3.0%	-4.0	-0.5	-210.2%	-289.0	35.4%	-1.2	-1.9%	-1.3
重庆百货	40.2	-13.0%	-13.3	2.0	-9.1%	-16.2	24.4%	-0.8	4.9%	0.3
合肥百货	16.3	8.4%	19.4	0.1	7.9%	94.6	25.2%	-2.2	0.4%	0.0
友阿股份	3.5	11.0%	26.5	0.0	-427.5%	-504.9	51.2%	-13.3	-0.5%	-0.7
欧亚集团	18.2	-0.7%	2.9	0.0	38.3%	-52.0	34.8%	-5.4	-0.1%	0.1
大商股份	16.2	-4.6%	-4.5	1.1	47.9%	-66.5	39.0%	2.5	6.6%	2.3
武商集团	14.8	-13.8%	-28.9	-0.4	-183.4%	-55.6	49.2%	2.6	-2.5%	-1.7
银座股份	14.5	-0.2%	1.4	-0.2	-3164.1%	-3045.8	37.1%	-2.1	-1.7%	-1.5
杭州解百	3.9	-21.1%	-9.0	0.4	-46.9%	-23.9	72.6%	-2.8	9.6%	-4.7
新华百货	14.7	2.4%	2.1	0.2	-47.2%	-99.2	26.0%	-2.1	1.1%	-1.1
文峰股份	3.9	-15.8%	4.6	0.0	-540.1%	-444.9	42.9%	0.6	-1.1%	-1.3
友好集团	4.4	-5.6%	-76.9	0.0	-91.9%	-195.9	28.8%	-1.0	0.1%	-0.9
广百股份	9.0	-18.5%	-35.1	0.0	136.8%	61.0	30.0%	3.5	0.4%	1.4
居然之家	31.3	-6.2%	-12.4	1.4	-54.0%	-11.4	21.3%	-9.5	4.5%	-4.7

资料来源: wind, 民生证券研究院

## 1.2 超市板块: 持续走弱, 3Q24 板块总体仍未盈利

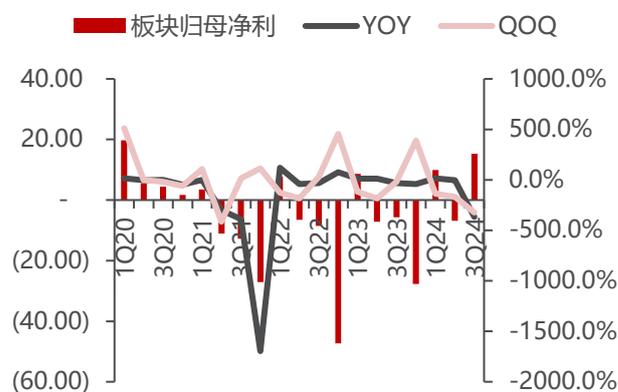
超市板块主要涉及的必需消费品需求相对稳定, 但也容易受到价格竞争的压力。从上市公司的业绩来看, 以 8 家超市板块上市公司为范本, 销售端, 3Q24 营收为 293.04 亿元, 同比-11.6%。毛利率端, 3Q24 板块的毛利为 63.33 亿元, 毛利率为 21.6%, 同比-1.2pct。费用端, 3Q24 销售费用率为 20.5%, 同比+0.2pct; 管理费用率为 3.4%, 同比+0.8pct, 研发费用率为 0.2%, 同比持平。利润端, 3Q24 板块归母净利润为 15.28 亿元, 去年同期为-5.70 亿元。

图12: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ



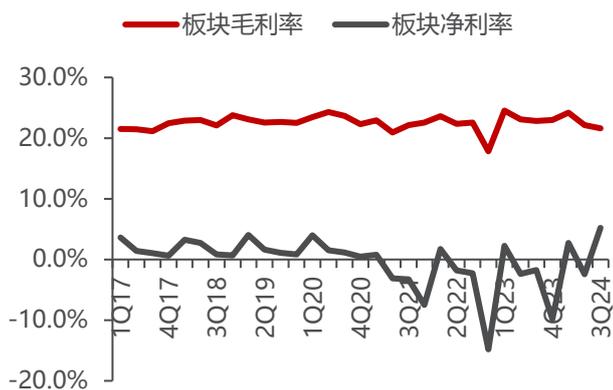
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 超市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14: 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15: 超市行业分季度费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

分标的来看, 2024Q3 永辉超市实现营业收入 167.7 亿元/YoY-16.4%, 扣非归母净利润-6.9 亿元, 较去年同期下降 2.17 亿元。除外部市场相对低迷、行业竞争加剧等因素外, 主要是由于公司战略转型加速导致的阶段性营收减少和调改投入增加。在胖东来的帮扶下, 公司通过标杆门店调改, 逐步提升商品品质和服务。截至 10 月 30 日, 已完成 10 家门店调改, 其中自主调改 7 家, 调改门店营收均有较大幅度的增长。未来公司会进一步扩大调改范围, 预计到春节前, 全国调改门店数量将达到约 40-50 家, 新增上海、兰州、天津、重庆、沈阳、深圳等多个城市。

风险提示: 调改进展不及预期, 消费需求不及预期。

表2：8家超市上市公司标的24年单三季度的财务数据

单位： 亿元	收入	yoy	增速同比 变动 (pct)	扣非归母 净利润 (亿元)	yoy	增速同比 变动 (pct)	毛利率	同比变动 (pct)	扣非归母 净利率	同比变动 (pct)
中百集团	24.2	-15.8%	-12.6	-1.8	-604.3%	-670.0	21.3%	-2.1	-7.5%	-5.3
步步高	8.2	34.7%	106.7	-2.3	-0.8%	17706.0	32.1%	-14.1	-27.9%	9.4
人人乐	2.6	-58.0%	-22.8	-1.5	16.4%	9.6	35.6%	9.3	-57.0%	-28.3
红旗连锁	25.8	-2.2%	-0.2	1.1	-23.4%	-35.5	29.4%	0.0	4.3%	-1.2
三江购物	10.1	3.2%	8.9	0.3	61.8%	105.3	26.4%	-0.1	2.5%	1.0
永辉超市	167.7	-16.4%	-6.9	-6.9	-45.8%	-81.4	19.2%	-1.7	-4.1%	-1.8
家家悦	47.6	-0.5%	-5.0	0.0	-78.9%	-899.3	22.7%	-0.1	0.1%	-0.3
国光连锁	6.9	13.8%	11.7	-0.1	-70.3%	197.1	20.3%	-3.4	-2.1%	-0.7

资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.3 跨境电商：美国消费展现较强韧性，但行业竞争加剧，上市公司增收不增利

### 1.3.1 海外消费跟踪：美国三季度通胀下行态势显著，出口压力边际放缓

2024年三季度美国零售总额环比增长了0.1%，年化增长率为2.8%。反映了美国消费需求的持续强劲，但与前两个季度相比，同比增长率有所下滑。

图16：美国零售和食品服务销售额（百万美元）及同比增速（%）（右轴）

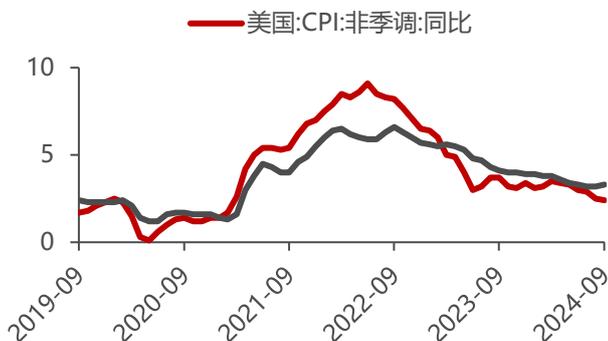


资料来源：wind，民生证券研究院

**3Q24 美国通胀下行态势显著，出口压力边际缓解。**24Q3 美国 CPI 同比增速从6月份的同比3.00%下降至9月份的2.40%。9月美国CPI同比超预期，9月美国CPI同比上涨2.4%，为2021年2月以来最低水平，较前值2.5%有所放缓，

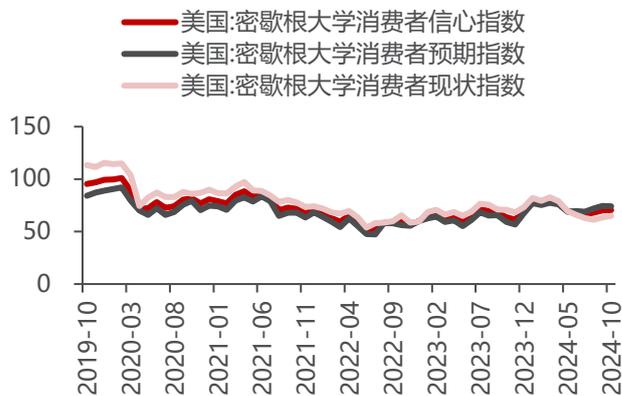
但超出预期值 2.3%；9 月核心 CPI（剔除波动较大的食品和能源成本）同比上涨 3.3%，超出预期和前值 3.2%；环比上涨 0.3%，高于预期 0.2%，持平于前值，为 3 月份以来的最高水平。

图17: CPI 及核心 CPI 同比增速 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 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

24 年以来美国消费需求经历了低预期增长，7 月开始零售数据开始回暖。7、8 月零售和食品服务销售额分别环比增长 1.3%/0.1%，高于此前的市场预期 +0.3%/-0.2%，核心零售额分别环比增长 0.4%/0.1%，亦高于此前预期 +0.1%/+0.2%。分行业看，家具、家电、建筑材料 7、8 月均表现较好。

图19: 美国零售总额分品类同比增速

	环比增速 变化(pct)	季调环比 (%)				同比增速 变化(pct)	季调同比 (%)			
		2024-09	2024-08	2024-07	2024-06		2024-09	2024-08	2024-07	2024-06
零售和食品服务销售额	0.4	0.4	0.1	1.2	-0.3	-0.4	1.7	2.2	2.9	2.0
核心零售 (不含汽车)	0.3	0.5	0.2	0.5	0.5	-0.3	2.2	2.5	3.2	3.3
非耐用品										
食品和饮料店	1.4	1.0	-0.5	0.9	0.2	0.9	2.5	1.6	2.8	2.1
保健和个人护理店	0.5	1.1	0.6	1.9	0.7	1.2	4.6	3.4	4.9	1.6
加油站	-0.4	-1.6	-1.2	0.5	-2.1	-4.2	-10.7	-6.5	1.1	0.3
服装及服装配饰店	2.4	1.5	-0.8	0.2	0.1	2.9	3.5	0.6	2.8	3.8
运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店	0.2	0.3	0.1	-1.0	-0.1	0.6	-3.5	-4.1	-7.3	-3.5
日用品商场	0.9	0.5	-0.4	0.8	0.0	0.6	2.6	2.0	2.8	2.5
杂货店	3.7	4.0	0.3	-0.8	1.6	-1.2	7.9	9.1	4.4	3.7
无店铺商贩	-1.2	0.4	1.6	-0.3	2.3	-1.0	7.1	8.1	5.8	8.8
食品服务和饮吧	0.5	1.0	0.5	0.6	0.1	0.0	3.7	3.6	3.9	3.9
耐用品										
电子和家用电器店	-1.5	-3.3	-1.7	0.1	-1.5	-5.3	-4.6	0.7	3.4	0.6
家具和家用装饰店	-1.0	-1.4	-0.4	1.5	0.6	-1.9	-2.3	-0.4	-0.7	-4.3
机动车辆及零部件店	0.5	0.0	-0.4	4.4	-3.6	-4.9	-3.5	1.4	4.2	-6.1
建筑材料、园林设备和物料店	0.2	0.2	0.0	0.9	1.5	0.7	0.5	-0.1	0.3	-0.8

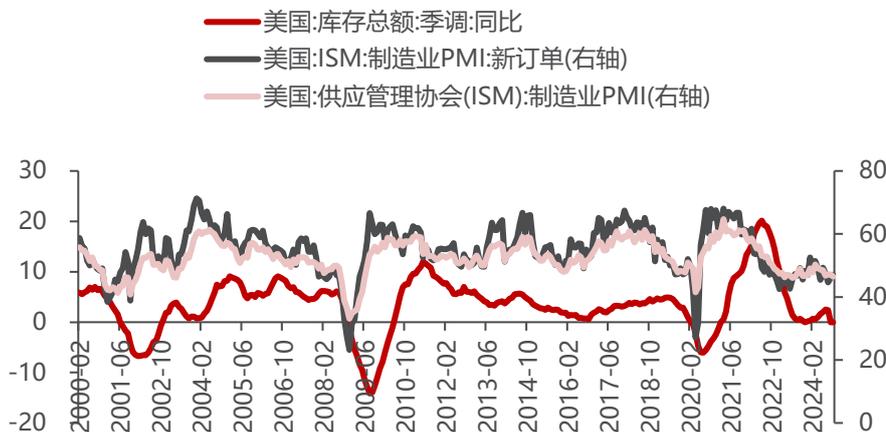
资料来源: wind, 民生证券研究院

### 1.3.2 海外库存跟踪: 库存增速环比放缓, 弱补库或接近尾声, 进入敞口阶段

美国主动弱补库阶段或接近尾声。2020 年公共卫生事件之后, 美国库存周期经历了一个比较完整的主动去库-主动补库周期, 2023 年 12 月开始进入弱补库阶段。库销比从 2020 年中的 1.37 持续下降 10 个百分点, 2021 年中开始随着经济

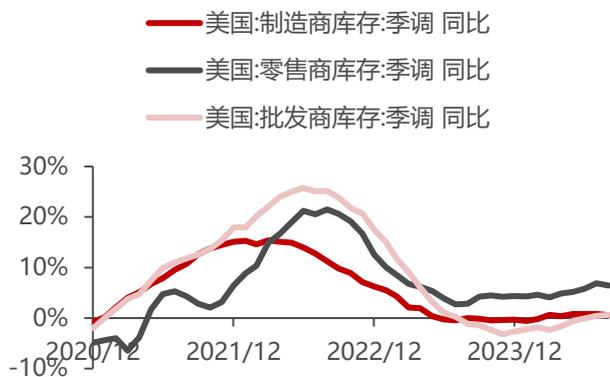
预期回暖，主动补库周期开启。2024 上半年 ISM 制造业新订单 PMI 在荣枯线附近徘徊，制造业新订单也呈略微收缩态势，较 2023 年同期收缩 0.3%。主动补库存阶段即将进入尾声。

图20：美国零售额同比及库存同比情况（%）



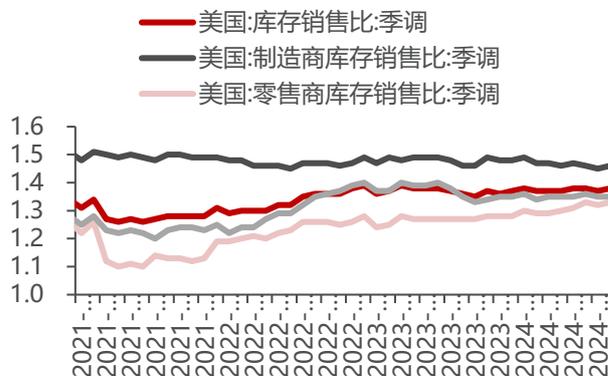
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：美国分行业库存情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：美国分行业库存销售比



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：海运费、竞争加剧影响成本费用，八块增收不增利

三季度受到海运费、竞争加剧等影响，上市公司业绩普遍承压。以 12 家跨境电商上市公司业绩来看，销售端，3Q24 营收为 254.83 亿元，同比增长 22.5%。毛利率端，3Q24 板块毛利为 90.25 亿元，毛利率为 35.4%，同比-2.6pct。费用端，3Q24 销售费用率为 19.7%，同比-1.8pct，管理费用率为 3.9%，同比持平，研发费用率为 3.7%，同比增长 0.8pct。利润端，3Q24 板块归母净利润为 18.53 亿

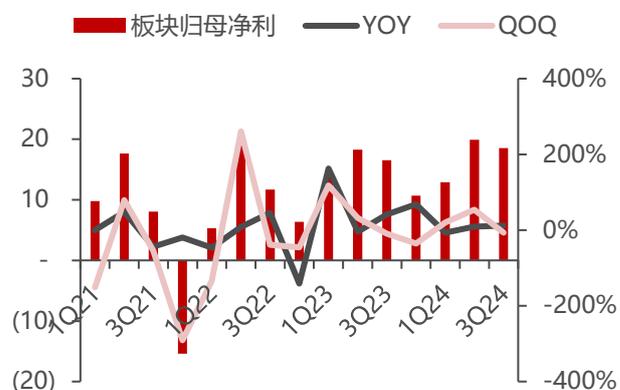
元，同比增速为 12.0%，净利率为 7.3%，同比-0.7pct。

图23：跨境电商行业营收（亿元）及 YOY 和 QOQ



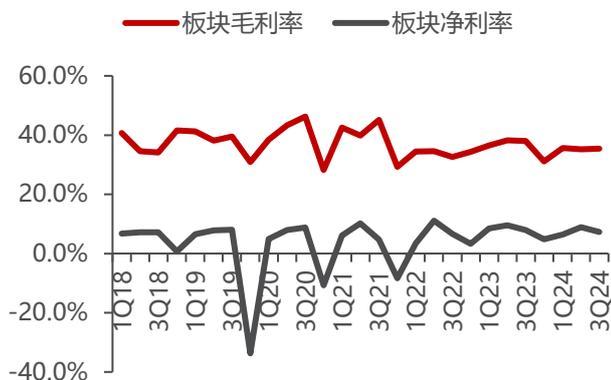
资料来源：wind，民生证券研究院

图24：跨境电商行业分季度归母净利润（亿元）及 YOY 和 QOQ



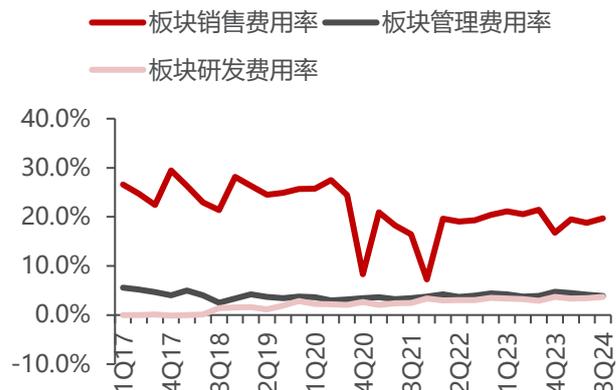
资料来源：wind，民生证券研究院

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

表3：跨境电商的 24 年单三季度的财务数据

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)	扣非归母 净利率	同比变动 (pct)
焦点科技	4.2	8.5%	8.3	1.2	13.2%	-7.6	79.9%	1.3	29.4%	1.2
跨境通	12.8	-17.2%	-7.3	-0.1	34.9%	689.5	11.7%	-0.4	-0.6%	0.2
吉宏股份	14.4	-19.2%	-55.0	0.6	-53.5%	-111.6	46.6%	-1.3	4.0%	-2.9
星徽股份	3.8	-4.1%	26.8	-0.1	73.0%	70.6	17.6%	-8.6	-1.4%	3.7
华凯易佰	26.0	47.7%	-13.3	0.6	-37.4%	-98.3	33.0%	-4.1	2.2%	-2.9
赛维时代	26.2	63.9%	26.3	-0.5	-171.3%	-259.9	42.4%	-28.3	-1.8%	-5.9
华鼎股份	15.5	-32.5%	-49.6	1.4	114.2%	-58.1	13.3%	-4.9	9.0%	6.2
致欧科技	20.1	34.5%	20.6	1.0	-1.5%	-1.5	35.4%	-2.3	4.9%	-1.8
巨星科技	43.8	30.2%	36.8	7.3	13.4%	8.4	32.9%	-0.4	16.6%	-2.5
乐歌股份	15.5	53.7%	21.8	0.3	-53.7%	-77.7	27.5%	-10.3	2.1%	-4.9
安克创新	68.0	44.1%	14.7	5.4	42.0%	-23.8	43.0%	-0.5	7.9%	-0.1
三态股份	4.5	0.8%	-9.0	-0.1	-116.0%	-135.7	26.8%	-4.5	-1.3%	-9.2

资料来源：wind，民生证券研究院

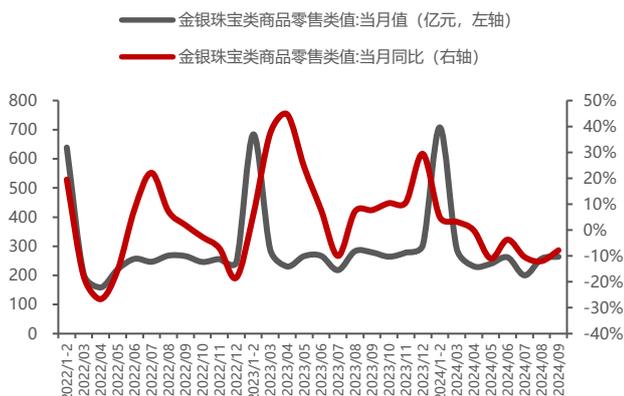
## 2 黄金珠宝：Q3 金价高企抑制终端消费，珠宝企业收入及利润端增长承压

### 2.1 黄金珠宝板块总览

**金银珠宝消费表现：受高基数&金价高企影响，24Q3 珠宝零售端增速承压。**据国家统计局，24 年 7-9 月，金银珠宝类零售值分别同比-10.4%、-12.0%、-7.8%，24 年 1-9 月金银珠宝类零售值合计为 2454 亿元，同比-3.1%，低于社会消费品零售总额同比+3.3%的表现。一方面，23 年同期金银珠宝消费存在高基数；另一方面，24Q3，据上海黄金交易所，国内金价由 6 月底的 549.88 元/克增至 9 月末的 595.25 元/克，期间涨幅达 8.25%，叠加 Q3 为珠宝淡季影响，金价高企对黄金饰品消费产生一定抑制作用，7-9 月，金银珠宝零售值同比增速承压。

**全国黄金消费量：24Q3 受金价持续高位波动及上涨预期增加影响，实物黄金消费量同比回落。**据中国黄金协会，24Q1-Q3，全国黄金消费量 741.73 吨，同比-11.18%，其中，黄金饰品 400.04 吨，同比-27.53%；金条及金币 282.72 吨，同比+27.14%；工业及其他用金 58.97 吨，同比-2.78%。24Q1-Q3，黄金价格一路上扬，黄金饰品消费受到明显影响，而且随直播带货、即时零售等电商新模式的快速发展，拉动小克重黄金饰品消费增长。进入 Q3，金价持续高位波动及上涨预期强烈，实物黄金消费有所回落。24Q3，全国黄金消费量 217.98 吨，同比-22.21%，其中，黄金饰品 130.02 吨，同比-29.23%；金条及金币 69.09 吨，同比-9.17%；工业及其他用金 18.88 吨，同比-7.24%。

图27：2022 年-2024 年 9 月金银珠宝零售额及同比



资料来源：国家统计局，iFinD，民生证券研究院

图28：2022 年-2024 年 10 月黄金价格变动



资料来源：上海黄金交易所，iFinD，民生证券研究院 (截至 24.10.30)

## 2.2 黄金珠宝行业财报综述

我们选取 A 股上市的黄金珠宝行业的 7 家公司为代表进行黄金珠宝板块统计, 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。

### 2.2.1 收入与利润端

**24Q1-Q3, 黄金珠宝营业总收入为 1329.55 亿元, 同比-2.0%。** 24Q1-Q3, 曼卡龙实现营收 16.73 亿元, 同比+37.4%, 公司致力于通过线上渠道扩大电商销售渠道, 通过搭建线上新零售平台, 赋能线下消费, 24Q1-Q3, 线上业务收入 8.54 亿元, 同比+92.34%, 收入占比为 51.06%, 线下业务收入 8.01 亿元, 同比+5.88%, 收入占比达 48.43%; 24Q1-Q3, 菜百股份营业收入为 153.45 亿元, 同比+24.1%, 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, 贵金属投资类产品保持较好增长态势, 积极拓展营销网络, 拓宽线上销售渠道; 潮宏基实现营收 48.59 亿元, 同比+8.0%, 主要系珠宝同店收入增长及渠道扩张共同拉动。

**24Q3, 黄金珠宝公司营业总收入为 332.17 亿元, 同比-25.0%, 收入端增长承压。** Q3 金价高企影响终端饰品消费, 且 Q3 所处于珠宝消费淡季, 存在部分消费后移至国庆假期现象。我们统计珠宝板块的公司表现中, 仅曼卡龙 Q3 收入同比+14.9%, 菜百股份同比+8.7%, 其余公司 Q3 收入普遍呈同比下滑。其中, 老凤祥或系 9 月订货会经销商拿货量不及预期, 周大生 Q3 加盟商口径的黄金出货量同比下滑, 迪阿股份受钻石镶嵌市场需求仍显不足等影响。

**此外, 从周大福 FY25Q2 (24.7.1-24.9.30) 集团的零售值表现看:** FY25Q2, 周大福集团零售值同比-21.0%, 中国内地周大福珠宝直营零售店同店销售额同比-24.3%, 主要受到黄金价格屡创新高对终端消费意愿的影响, 珠宝零售值同比下滑为整体行业的现象, 但周大福的同店表现来看, 环比 FY25Q1, 同店销售额跌幅收窄, 而且在十一黄金周期间, 中国内地门店仍延续同店销售额跌幅收窄的趋势。

**表4: 黄金珠宝公司营业收入 (亿元)**

证券代码	证券简称	1-3Q19	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22	1-3Q23	1-3Q24	同比 1-3Q23
605599.SH	菜百股份	-	48.82	72.60	85.26	123.70	153.45	24.1%
600612.SH	老凤祥	421.29	438.67	497.86	535.38	620.66	525.82	-15.3%
301177.SZ	迪阿股份	-	14.99	34.11	30.43	17.42	11.12	-36.2%
002867.SZ	周大生	38.10	33.49	64.73	89.37	124.94	108.09	-13.5%
600916.SH	中国黄金	268.17	233.27	369.20	356.90	413.14	465.75	12.7%
002345.SZ	潮宏基	26.69	23.17	34.49	33.81	44.99	48.59	8.0%
300945.SZ	曼卡龙	2.27	2.07	8.75	10.82	12.18	16.73	37.4%
<b>合计</b>		<b>756.51</b>	<b>794.48</b>	<b>1081.75</b>	<b>1141.96</b>	<b>1357.03</b>	<b>1329.55</b>	<b>-2.0%</b>

资料来源: ifind, 民生证券研究院

**表5：黄金珠宝公司单季度营业收入（亿元）**

证券代码	证券简称	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	23Q3	24Q3	同比 23Q3
605599.SH	菜百股份	-	17.34	21.14	31.96	40.09	43.56	8.7%
600612.SH	老凤祥	140.24	173.80	181.96	197.98	217.22	126.23	-41.9%
301177.SZ	迪阿股份	-	6.64	10.91	9.58	5.00	3.33	-33.4%
002867.SZ	周大生	14.21	16.75	36.84	38.39	44.20	26.12	-40.9%
600916.SH	中国黄金	93.71	78.73	103.19	103.59	117.46	114.19	-2.8%
002345.SZ	潮宏基	9.04	9.07	11.53	12.07	14.93	14.28	-4.4%
300945.SZ	曼卡龙	2.27	2.07	2.46	3.80	3.89	4.47	14.9%
<b>合计</b>		<b>259.46</b>	<b>304.39</b>	<b>368.04</b>	<b>397.35</b>	<b>442.80</b>	<b>332.17</b>	<b>-25.0%</b>

资料来源：ifind，民生证券研究院

**24Q1-Q3，黄金珠宝公司归母净利润合计为 43.43 亿元，同比-10.4%。**其中，仅曼卡龙、潮宏基、中国黄金归母净利润同比增速为正，分别同比+12.5%、+1.0%、+0.6%。

**24Q3，黄金珠宝公司归母净利润合计同比-34.8%至 10.25 亿元，利润端跌幅较收入更为明显。**其中，仅曼卡龙实现同比正增长（同比+16.1%）；菜百股份受产品结构影响毛利率表现，24Q3 收入同比+8.7%，归母净利润同比-14.0%，归母净利润跌幅环比 Q2 收窄。

**表6：黄金珠宝公司归母净利润（亿元）**

证券代码	证券简称	1-3Q19	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22	1-3Q23	1-3Q24	同比 1-3Q23
605599.SH	菜百股份	-	2.63	2.66	3.56	5.91	5.54	-6.3%
600612.SH	老凤祥	11.66	12.33	14.98	13.56	19.64	17.76	-9.6%
301177.SZ	迪阿股份	-	3.11	9.90	7.73	0.74	0.20	-72.8%
002867.SZ	周大生	7.27	7.12	10.06	9.31	10.95	8.55	-21.9%
600916.SH	中国黄金	2.45	3.29	5.58	6.14	7.41	7.46	0.6%
002345.SZ	潮宏基	1.99	0.81	2.85	2.35	3.13	3.16	1.0%
300945.SZ	曼卡龙	0.51	0.55	0.61	0.50	0.68	0.77	12.5%
<b>合计</b>		<b>23.87</b>	<b>29.84</b>	<b>46.65</b>	<b>43.14</b>	<b>48.47</b>	<b>43.43</b>	<b>-10.4%</b>

资料来源：ifind，民生证券研究院

**表7：黄金珠宝公司单季度归母净利润（亿元）**

证券代码	证券简称	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	23Q3	24Q3	同比 23Q3
605599.SH	菜百股份	-	-	0.70	1.08	1.79	1.54	-14.0%
600612.SH	老凤祥	4.27	4.92	4.56	4.66	6.92	3.72	-46.2%
301177.SZ	迪阿股份	-	1.60	2.62	1.94	0.21	-0.13	-160.9%
002867.SZ	周大生	2.52	3.82	3.96	3.45	3.55	2.53	-28.7%
600916.SH	中国黄金	1.42	1.90	1.56	1.75	2.04	1.51	-25.7%
002345.SZ	潮宏基	0.61	0.67	0.83	0.85	1.04	0.86	-17.2%
300945.SZ	曼卡龙	-	0.24	0.17	0.14	0.18	0.20	16.1%
<b>合计</b>		<b>8.82</b>	<b>13.14</b>	<b>14.40</b>	<b>13.87</b>	<b>15.73</b>	<b>10.25</b>	<b>-34.8%</b>

资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2.2.2 销售毛利率

**24Q1-Q3, 黄金珠宝公司的销售毛利率的平均值为 20.9%, 同比-1.25 pct。**

24Q1-Q3, 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, 24Q1-Q3, 菜百股份的毛利率同比-2.20 pct 至 9.0%; 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 8.6%, 同比+0.44 pct。

**24Q3, 黄金珠宝公司的销售毛利率平均值为 21.61%, 同比+0.07 pct。**其中, 周大生毛利率同比增幅明显, 24Q3, 毛利率+9.70 pct 至 27.48%, 主要系产品结构优化及渠道调整初见成效: 1) 自营渠道受益于金价上涨及率先优化调整产品结构, 助力毛利率提升; 2) 加盟渠道通过收取品牌使用费方式的黄金出货量占比提升及一口价产品对整体毛利贡献提升; 3) 电商渠道中高毛利率的饰品类占比提升, 均对毛利率提升有积极作用。而曼卡龙和中国黄金毛利率小幅收窄, 其余公司毛利率均普遍下滑较为明显。

**表8: 黄金珠宝公司毛利率**

证券代码	证券简称	1-3Q19	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22	1-3Q23	1-3Q24	同比 1-3Q23 (pct)
605599.SH	菜百股份	-	14.4%	11.9%	11.3%	11.2%	9.0%	-2.20
600612.SH	老凤祥	8.5%	7.9%	7.3%	7.3%	8.1%	8.6%	0.44
301177.SZ	迪阿股份	-	69.7%	69.8%	70.7%	69.0%	65.6%	-3.40
002867.SZ	周大生	36.8%	44.3%	29.4%	20.3%	18.2%	20.6%	2.36
600916.SH	中国黄金	5.7%	5.4%	3.0%	3.8%	4.2%	4.2%	-0.03
002345.SZ	潮宏基	37.4%	36.2%	34.2%	30.8%	26.7%	24.2%	-2.58
300945.SZ	曼卡龙	26.1%	30.2%	22.3%	19.6%	17.5%	14.1%	-3.36
<b>平均值</b>		16.3%	29.7%	25.4%	23.4%	22.1%	20.9%	-1.25

资料来源: ifind, 民生证券研究院

**表9: 黄金珠宝公司单季度毛利率**

证券代码	证券简称	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	23Q3	24Q3	同比 23Q3(pct)
605599.SH	菜百股份	-	15.49%	12.05%	10.52%	10.45%	8.67%	-1.79
600612.SH	老凤祥	8.97%	7.18%	6.49%	6.67%	7.50%	6.52%	-0.98
301177.SZ	迪阿股份	-	69.73%	69.25%	70.98%	68.16%	64.84%	-3.32
002867.SZ	周大生	35.14%	42.91%	21.04%	17.91%	17.78%	27.48%	9.70
600916.SH	中国黄金	-	0.00%	3.06%	2.52%	4.22%	3.62%	-0.60
002345.SZ	潮宏基	35.72%	36.12%	33.36%	28.62%	26.45%	24.20%	-2.25
300945.SZ	曼卡龙	23.18%	29.97%	24.70%	18.18%	16.18%	15.95%	-0.23
<b>平均值</b>		14.72%	28.77%	24.28%	22.20%	21.54%	21.61%	0.07

资料来源: ifind, 民生证券研究院

## 2.2.3 期间费用率

**24Q1-Q3, 黄金珠宝公司期间费用率的平均值同比+0.44 pct 至 15.28%。**

其中, 销售费用率的平均值同比-0.01 pct 至 12.25%, 管理费用率的平均值同比

+0.39 pct 至 2.38%，研发费用率的平均值同比-0.01pct 至 0.34%，财务费用率同比+0.07 pct 至 0.31%。其中，周大生销售费率同比+2.68 pct 至 7.62%，主要系在品牌宣传等方面投入加大，作为提升品牌势能和效益的积极举措。

**表10：24Q1-Q3 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	
		1-3Q24	同比 (pct)	1-3Q24	同比 (pct)	1-3Q24	同比 (pct)	1-3Q24	同比 (pct)	1-3Q24	同比 (pct)
605599.SH	菜百股份	2.37%	-0.21	0.49%	-0.11	0.05%	0.00	0.23%	0.05	3.14%	-0.26
600612.SH	老凤祥	1.30%	0.08	0.79%	0.22	0.05%	0.01	0.22%	0.01	2.36%	0.32
301177.SZ	迪阿股份	56.01%	0.45	9.70%	3.30	1.25%	0.10	1.61%	0.57	68.57%	4.42
002867.SZ	周大生	7.62%	2.68	0.71%	0.15	0.08%	0.02	0.23%	0.24	8.65%	3.08
600916.SH	中国黄金	0.73%	-0.05	0.27%	-0.02	0.02%	-0.03	0.01%	-0.02	1.03%	-0.12
002345.SZ	潮宏基	11.62%	-1.96	2.00%	0.13	0.90%	-0.14	0.49%	-0.07	15.01%	-2.04
300945.SZ	曼卡龙	6.08%	-1.07	2.69%	-0.97	0.05%	0.00	-0.59%	-0.29	8.23%	-2.33
<b>平均值</b>		<b>12.25%</b>	<b>-0.01</b>	<b>2.38%</b>	<b>0.39</b>	<b>0.34%</b>	<b>-0.01</b>	<b>0.31%</b>	<b>0.07</b>	<b>15.28%</b>	<b>0.44</b>

资料来源：iFind，民生证券研究院

## 2.2.4 销售净利率

24Q1-Q3，黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比-0.86 pct 至 4.34%。

24Q3，黄金珠宝公司销售净利率的平均值同比-1.30 pct 至 3.57%。

**表11：黄金珠宝公司销售净利率水平**

证券代码	证券简称	1-3Q19	1-3Q20	1-3Q21	1-3Q22	1-3Q23	1-3Q24	同比 1-3Q23 (pct)
605599.SH	菜百股份	-	5.5%	3.7%	4.2%	4.8%	3.6%	-1.17
600612.SH	老凤祥	3.6%	3.7%	3.9%	3.4%	4.2%	4.3%	0.11
301177.SZ	迪阿股份	-	20.7%	29.0%	25.4%	4.3%	1.8%	-2.44
002867.SZ	周大生	19.1%	21.2%	15.5%	10.4%	8.7%	7.9%	-0.85
600916.SH	中国黄金	0.9%	1.4%	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%	-0.19
002345.SZ	潮宏基	7.5%	3.6%	8.4%	7.1%	7.0%	6.5%	-0.52
300945.SZ	曼卡龙	7.6%	9.5%	7.0%	4.6%	5.6%	4.6%	-1.00
<b>平均值</b>		<b>5.53%</b>	<b>9.38%</b>	<b>9.87%</b>	<b>8.11%</b>	<b>5.21%</b>	<b>4.34%</b>	<b>-0.86</b>

资料来源：ifind，民生证券研究院

**表12：黄金珠宝公司单季度销售净利率水平**

证券代码	证券简称	19Q3	20Q3	21Q3	22Q3	23Q3	24Q3	同比 23Q3(pct)
605599.SH	菜百股份	-	5.79%	3.28%	3.37%	4.48%	3.57%	-0.91
600612.SH	老凤祥	3.96%	3.73%	3.36%	3.14%	4.24%	3.68%	-0.57
301177.SZ	迪阿股份	-	24.11%	23.99%	20.26%	4.14%	-3.79%	-7.94
002867.SZ	周大生	17.76%	22.76%	10.72%	8.98%	8.02%	9.67%	1.65
600916.SH	中国黄金	1.52%	2.42%	1.52%	1.68%	1.74%	1.34%	-0.40
002345.SZ	潮宏基	6.70%	7.39%	7.44%	7.15%	6.99%	5.96%	-1.03
300945.SZ	曼卡龙	6.81%	11.45%	6.89%	3.65%	4.51%	4.57%	0.06
<b>平均值</b>		<b>5.25%</b>	<b>11.09%</b>	<b>8.17%</b>	<b>6.89%</b>	<b>4.87%</b>	<b>3.57%</b>	<b>-1.30</b>

资料来源：ifind，民生证券研究院

## 3 医美：上游新材料及新产品收入与利润增速亮眼， Q3 下游机构盈利能力承压

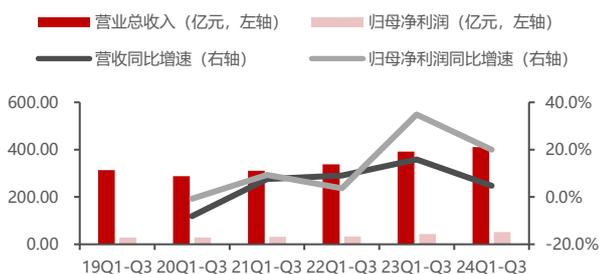
以爱美客、锦波生物、昊海生科、华东医药、朗姿股份作为医美板块标的对 2024 年三季报及 24Q3 单季度表现进行复盘及总结。

### 3.1 营收与归母净利润

24Q1-Q3，医美行业公司总营收 410.94 亿元，同比+4.8%；24Q3，医美行业公司实现总营收 135.52 亿元，同比+4.7%。1) 锦波生物：24Q3 实现营收 3.86 亿元，同比+92.1%，收入快速增长主要系重组胶原蛋白三类械产品薇旖美延续高增长态势，在终端机构推广方面，薇旖美极纯重点推广眼部抗衰及水光打法，薇旖美至真聚焦全面部抗衰，全程抗衰【III 型+XVII 型】创新胶原联合品相，共同提供收入增量。2) 江苏吴中：聚乳酸面部填充剂 AestheFill 艾塑菲于 24 年 4 月在国内上市销售，24Q3，医美生科主营业务收入 1.19 亿元，同比+6558.7%，公司积极推进 AestheFill 艾塑菲的销售工作，合作医美机构数量持续增加，覆盖包括美莱、华韩、艺星、联合丽格、芙艾、米兰柏羽等多家医美连锁品牌。3) 昊海生科：具备差异化的玻尿酸产品矩阵，“海魅”凭无颗粒化及高内聚性等特点，获得市场对其高端玻尿酸定位的认可，产品持续快速放量，且“海薇”及“姣兰”增速良好，第四代玻尿酸“海魅月白”于 24 年 7 月获批 NMPA 的 III 类械证书，作为目前国内唯一一款使用天然产物赖氨酸作为交联剂的玻尿酸产品，具备更好的远期安全性与长效特质，将与“海魅”、“海魅韵”组成玻尿酸高端产品系列。

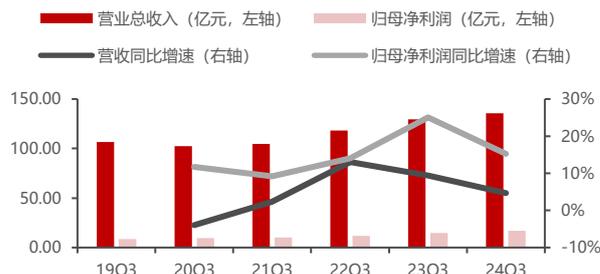
24Q1-Q3，医美行业公司实现归母净利润 52.18 亿元，同比+20.1%；24Q3，医美行业公司实现归母净利润 16.89 亿元，同比+15.3%。24Q1-Q3，锦波生物实现归母净利润同比+170.4%，华东医药同比+17.1%，爱美客同比+11.8%，昊海生科同比+4.3%，上游药械端归母净利润稳健增长，朗姿股份归母净利润（经追溯调整后）同比-4.9%。24Q3，锦波生物归母净利润同比+154.0%，华东医药同比+14.7%，爱美客同比+2.1%，昊海生科同比-13.1%，朗姿股份同比-17.2%。

图29：19Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美行业公司营收、归母净利润及同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图30：19Q3-24Q3 医美行业公司营收、归母净利润及同比

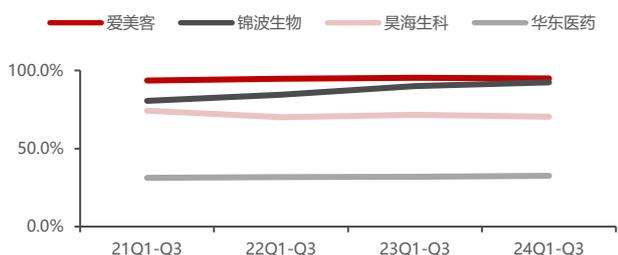


资料来源：iFinD，民生证券研究院

## 3.2 毛利率、费用率与净利率

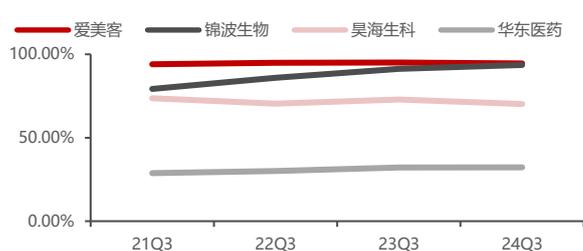
龙头药械商爱美客基本面整体较为稳健，24Q3，爱美客毛利率为 94.55%，同比-0.52 pct，净利率为 64.54%，同比+0.59 pct；锦波生物毛利率及净利率水平进一步提升，24Q3，毛利率为 93.60%，同比+2.35 pct，净利率为 54.57%，同比+13.39 pct，主要系高毛利率产品占比提升带动整体毛利率上行，叠加控费能力水平增强，净利率同比表现亮眼。

图31：21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美行业毛利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

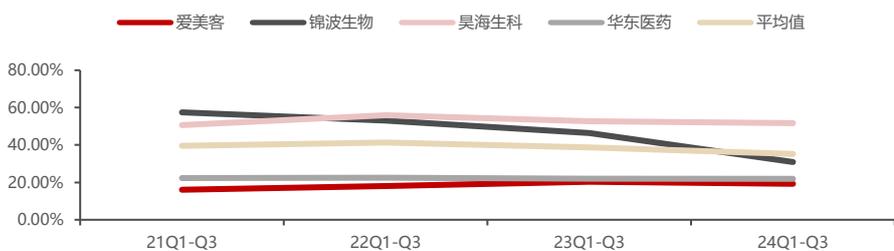
图32：21Q3-24Q3 医美公司毛利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

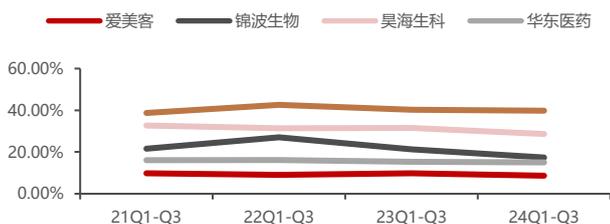
**期间费用率：**医美公司期间费用率普遍控制良好，其中，锦波生物受收入快速增长对费用的摊薄作用，期间费用率同比缩减明显。从期间费用的分项看，爱美客的销售费用率控制良好，处在行业内相对较低水平，爱美客和华东医药的管理费用率处于行业内的较低水平。

图33：21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司期间费用率



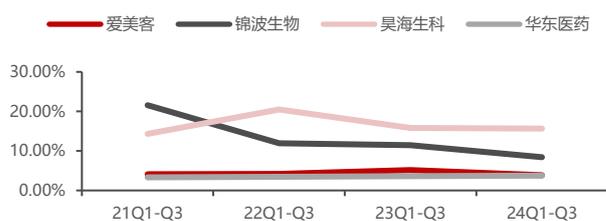
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图34：21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司销售费用率



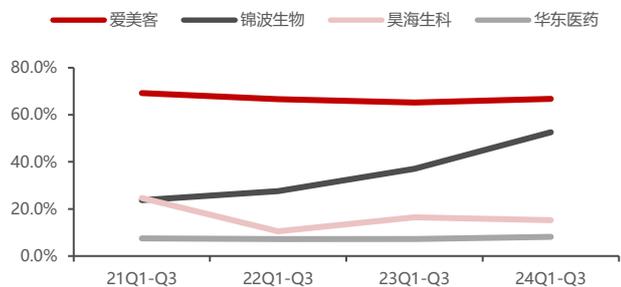
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图35：21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司管理费用率



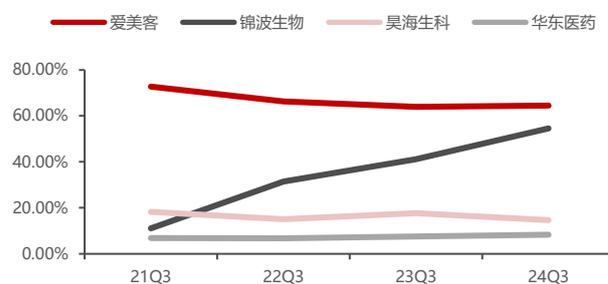
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图36: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图37: 21Q3-24Q3 医美公司净利率



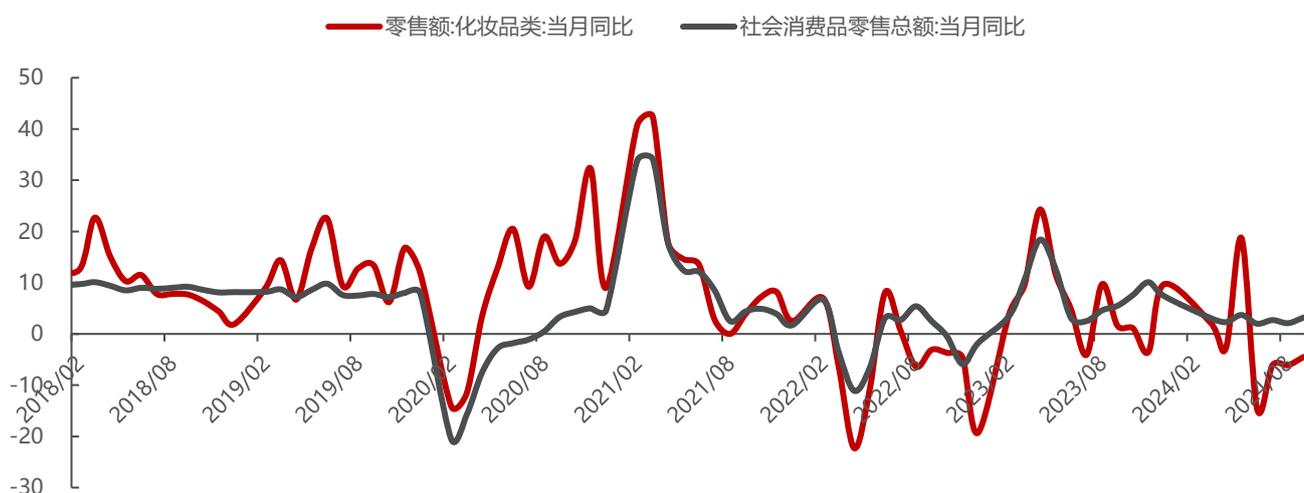
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 4 美妆：Q3 淡季板块销售增长承压，龙头品牌表现分化加剧

### 4.1 化妆品板块总览：24Q3 化妆品社零同比增速逐月收窄，抖音美妆占大盘比例进一步提升

根据国家统计局数据，24Q1-3 社零整体为 353564 亿元，同比+3.3%，其中化妆品类商品零售额为 3069 亿元，同比-1.0%，低于社零整体增速；24Q3 社零总额为 117596 亿元，同比+2.7%；化妆品类商品零售额为 894 亿元，同比-5.5%，7-9 月同比增速分别为-6.1%、-6.1%、-4.5%，同比降幅逐月收窄。

图38：社零总额同比增速（%）VS 化妆品行业同比增速（%）

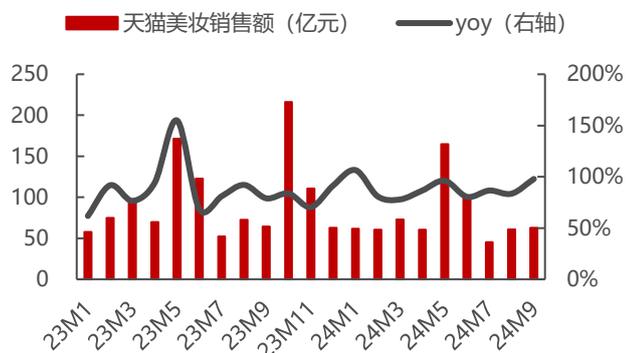


资料来源：ifind，国家统计局，民生证券研究院

**抖音持续增长，24Q1-3 GMV 占美妆大盘比例同比+8.8pct 至 50.0%。**根据久谦数据，24Q1-3 天猫+抖音+京东美妆实现 GMV 1887.87 亿元/yoy+4.78%，其中，**1) 天猫美妆** GMV 为 687.91 亿元/yoy-11.78%，GMV 占比 36.44%/yoy-6.84pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比-13.19%，彩妆 GMV 同比-7.85%；**2) 抖音美妆** 24Q1-3 实现 GMV 943.24 亿元/yoy+27.17%，GMV 占比 49.96%/yoy+8.80pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比+24.14%，彩妆 GMV 同比+34.60%。

24Q3，天猫+抖音+京东美妆 GMV 为 528.33 亿元/yoy+3.65%，其中 **1) 天猫美妆** 实现 GMV 168.69 亿元/yoy-10.79%，GMV 占比 31.93%/yoy-5.17pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比-11.22%，彩妆 GMV 同比-9.79%；**2) 抖音美妆** 实现 GMV 293.29 亿元/yoy+19.73%，GMV 占比 55.51%/yoy+7.46pct；分类目看，美容护肤 GMV 同比+18.46%，彩妆 GMV 同比+22.39%。

图39：天猫美妆销售额（亿元）及增速



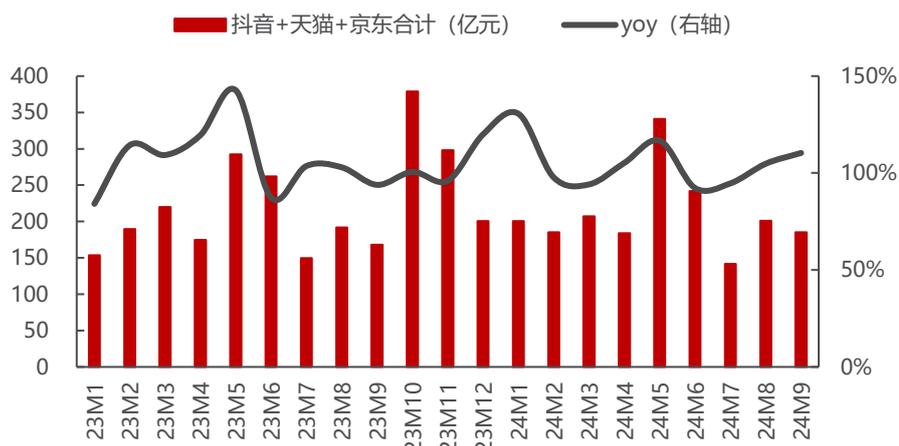
资料来源：久谦数据，民生证券研究院

图40：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

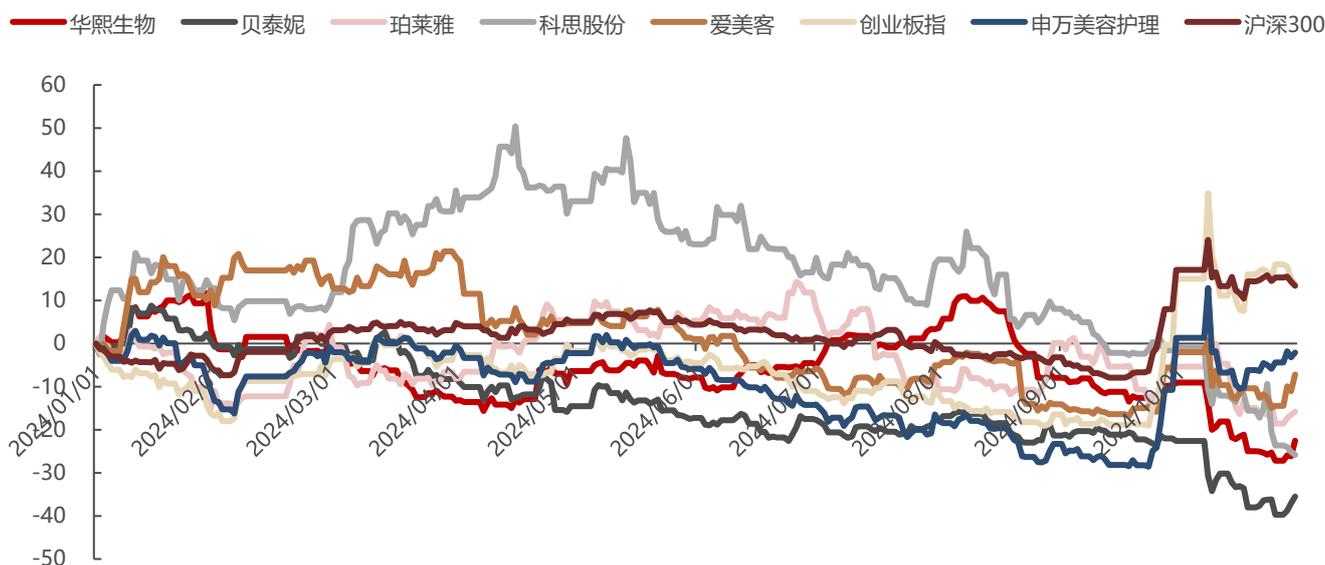
图41：天猫+京东+抖音美妆销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

申万美护板块24年年初至今涨跌幅为-2.08%，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10月30日）涨跌幅分别为13.36%、13.75%、-2.08%，申万美护指数相对沪深300指数的超额收益为-15.43%；从个股情况来看，爱美客的超额收益表现较好。

图42：部分指数与上市公司 24 年初至今（截至 24 年 10 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。

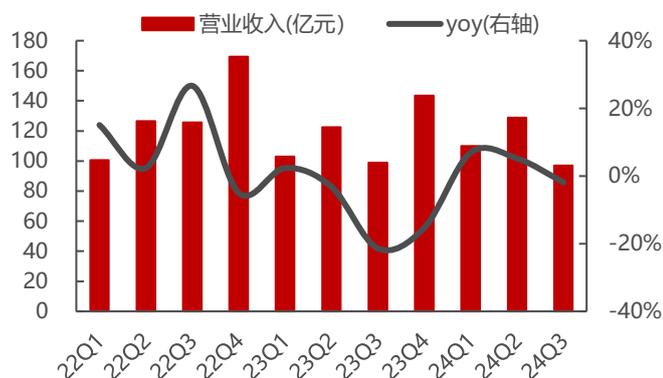
## 4.2 化妆品产业链各环节财务数据分析

### 4.2.1 总体收入及盈利能力

**美护板块收入增长，销售费用提升影响盈利能力。** 1) 从业绩端看，24Q1-3，美护板块整体实现营收 335.74 亿元/yoy+3.60%，实现归母净利润 37.66 亿元/yoy-6.81%；24Q3 整体实现营收 96.97 亿元/yoy-1.84%，实现归母净利润 6.48 亿元/yoy-42.52%。 2) 从盈利能力看，①毛利率端，24Q1-3 美护板块整体实现毛利率 63.19%，同比+1.87pct；24Q3 板块整体实现毛利率 62.49%，同比+0.41pct，环比-0.91pct；②费率端，24Q1-3 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 39.70%/6.54%/3.55%，同比+2.66/+0.01/+0.15pct，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；24Q3 板块整体销售/管理/研发费用率分别为 41.65%/8.39%/4.54%，同比+3.72/+1.33/0.84pct，环比+1.16/2.91/+1.36pct；③净利率端，24Q1-3 美护板块整体归母净利率为 11.22%，同比-1.25pct；24Q3 板块整体归母净利率为 6.68%，同比-4.73pct，环比-5.21pct。

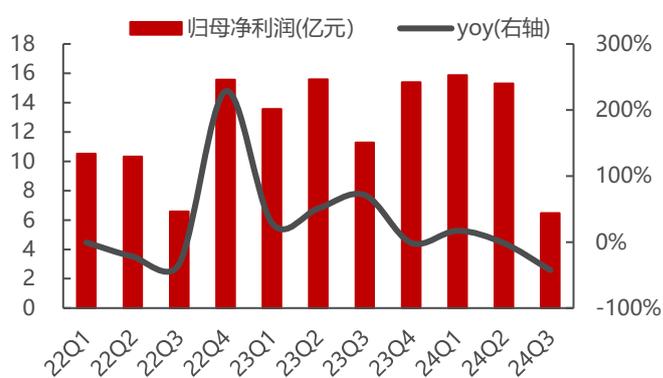
注：板块计算标的包含上海家化、水羊股份、珀莱雅、润本股份、丸美股份、贝泰妮、敷尔佳、华熙生物、福瑞达、青松股份、科思股份、嘉亨家化。

图43：美妆标的单季度营收及增长率



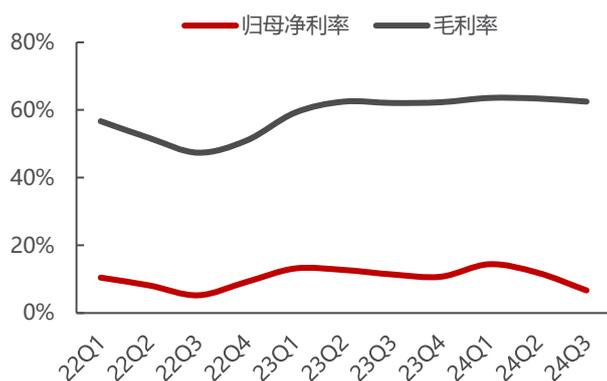
资料来源：ifind，民生证券研究院

图44：美妆标的单季度归母净利润及增长率



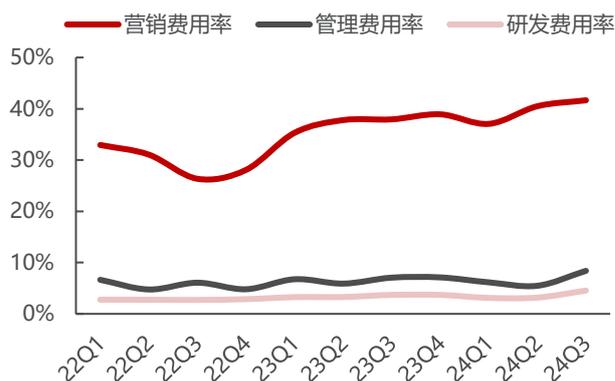
资料来源：ifind，民生证券研究院

图45：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46：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，科思股份业绩表现亮眼。**

24Q1-3，上游厂商整体营收 39.35 亿元/yoy-0.23%，归母净利 5.48 亿元/yoy+9.95%。单季度看，24Q3 上游厂商营收 12.50 亿元/yoy-9.72%，归母净利 1.25 亿元/yoy-36.02%，其中青松股份 Q3 归母净利润同比扭亏为盈；科思股份 Q3 归母净利润同比下滑 50.09%主要系①受下游客户消化前期库存以及行业竞争增加等因素影响营收端承压、②产品价格调降压低主营业务毛利率水平。

**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。**24Q1-3，重点美妆上市公司整体实现营收 296.39 亿元/yoy+4.13%，归母净利 32.18 亿元/yoy-9.17%，归母净利率 10.86%/yoy-1.59pct；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 33.95%、44.35%、37.38%。单季度看，24Q3 重点美妆上市公司整体实现营收 84.47 亿元/yoy-0.56%，归母净利 5.22 亿元/yoy-43.88%，归母净利率 6.18%/yoy-4.77pct，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 20.72%、31.98%、44.32%。

表13：24Q1-3 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	24Q1-3 营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	24Q1-3 归母净利润 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	44.77	-12.07	-7.17	1.63	-58.72	-84.55
水羊股份	30.45	30.45	0.00	0.00	0.00	-51.36
珀莱雅	69.66	32.72	0.25	9.99	33.95	-16.65
润本股份	10.38	25.98	5.08	2.61	44.35	6.88
丸美股份	19.52	27.07	-7.27	2.39	37.38	-7.47
贝泰妮	40.18	17.09	-1.43	4.15	-28.39	-40.35
敷尔佳	14.66	9.47	7.61	5.14	-4.20	13.13
华熙生物	38.75	-8.21	-5.92	3.62	-29.62	-5.56
福瑞达	28.03	-17.45	42.75	1.71	-28.09	-82.89
青松股份	13.87	-3.79	28.94	0.32	150.07	59.77
科思股份	18.58	4.69	-37.38	5.14	-4.11	-115.10
嘉亨家化	6.91	-5.16	-0.65	0.02	-91.54	-45.77
<b>总计</b>	<b>335.74</b>	<b>3.60</b>	<b>12.81</b>	<b>36.72</b>	<b>-9.15</b>	<b>-52.38</b>

资料来源: ifind, 民生证券研究院

表14：24Q3 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	24Q3 营收 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)	24Q3 归母净利润 (亿元)	yoy (%)	增速同比变化 (pct)
上海家化	11.56	-20.93	-10.11	-0.75	-180.85	-140.73
水羊股份	7.52	-30.87	-26.19	-0.11	-130.41	-134.44
珀莱雅	19.65	21.15	-0.21	2.98	20.72	-3.52
润本股份	2.93	20.10	-	0.81	31.98	-
丸美股份	6.00	25.79	-20.31	0.62	44.32	-1322.49
贝泰妮	12.13	14.04	-11.73	-0.69	-153.41	-159.07
敷尔佳	5.27	11.88	17.35	1.73	-5.16	32.10
华熙生物	10.64	-7.14	10.12	0.20	-77.44	-21.41
福瑞达	8.77	-4.82	70.23	0.44	-7.76	226.62
青松股份	5.28	2.20	30.99	0.25	1250.36	1150.80
科思股份	4.53	-22.46	-58.74	0.93	-50.09	-123.15
嘉亨家化	2.69	-5.24	1.11	0.08	-38.77	3.72
<b>总计</b>	<b>96.97</b>	<b>-1.84</b>	<b>19.53</b>	<b>6.48</b>	<b>-42.52</b>	<b>-113.60</b>

资料来源: ifind, 民生证券研究院

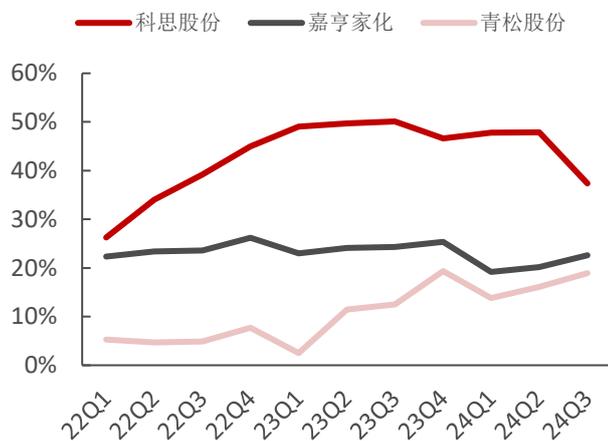
## 4.2.2 化妆品产业链各环节毛利率比较：上游厂商毛利率表现分化，品牌商优化产品结构提升毛利率

**科思股份毛利下降拉低板块整体 Q3 毛利率。** 24Q1-3，上游厂商整体实现毛利 12.15 亿元，对应毛利率 30.87%，同比+0.72pct；单 Q3 实现毛利 3.30 亿元，对应毛利率 26.41%，同比-4.38%，主要系科思股份 24Q3 毛利率同比-42.16%，公司受下游客户消化前期库存以及行业竞争增加等因素影响，公司营业收入下降，同时公司产品价格有所调降，主营业务毛利率随之降低。

**品牌商持续优化产品结构，聚焦发展高毛利率品类及产品，毛利率逐步提升。** 24Q1-3，品牌整体毛利率 67.48%，同比+1.84pct；单 Q3 实现毛利 57.29 亿元，对应毛利率 67.83%，同比+0.65%。分品牌看，丸美股份 24Q3 毛利率同比+2.07pct 至 74.52%，主要系公司 24Q3 营业收入增长，同时公司产品结构进一步优化所致；水羊股份 24Q3 毛利率同比+7.67pct 至 67.99%，主要系公司进一步推进高端化布局，高毛利产品销售占比提升所致。

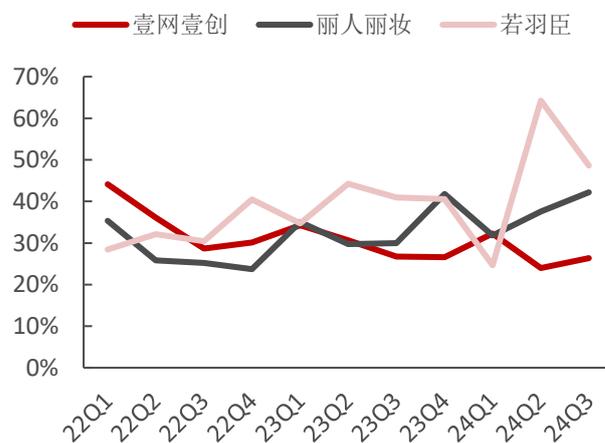
**电商运营企业毛利率表现分化减弱，若羽臣毛利率有所回落。** 24Q1-3，电商运营端整体毛利率 37.50%，同比+4.32pct；单 Q3 实现毛利 3.57 亿元，对应毛利率 40.22%，同比+8.61%，其中，若羽臣通过聚焦资源优化与核心品牌的合作以及对业务的精细化管理，24Q3 毛利率同比+7.64pct 至 48.60%。

图47：22Q1-24Q3 中上游美妆制造商毛利率 (%)

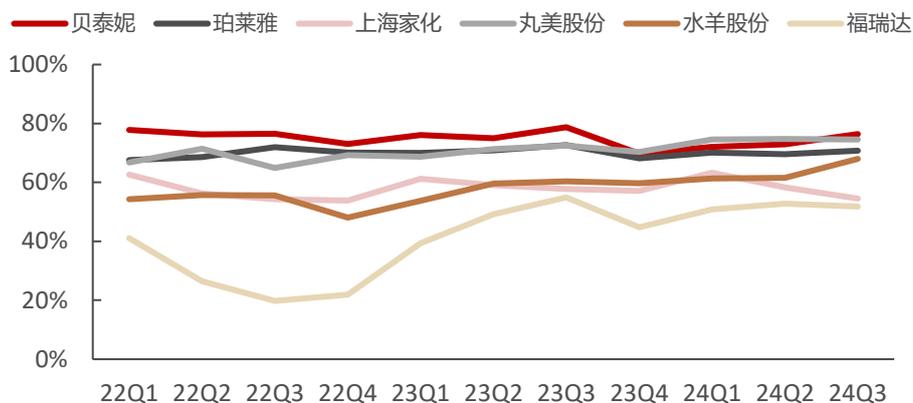


资料来源：ifind，民生证券研究院

图48：22Q1-24Q3 美妆代运营公司毛利率 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

**图49：22Q1-24Q3 美妆品牌公司毛利率 (%)**


资料来源：ifind，民生证券研究院

### 4.2.3 化妆品产业链各环节费用率比较：中上游美妆制造商费用率较为稳定，品牌商及代运营商销售费用率提升

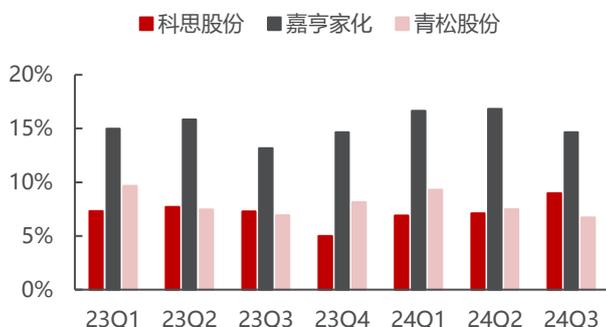
**中上游美妆制造商费用率整体较为稳定。**24Q3 上游美妆制造商整体销售费用率为 1.26%，同比-0.13pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份销售费用率同比-0.18/+0.14/-0.38pct 至 0.72%/0.84%/1.94%。24Q3 上游美妆制造商整体管理费用率为 9.24%，同比+0.88pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份管理费用率同比+1.68/+1.48/-0.21pct 至 8.97%/14.64%/6.72%。24Q3 上游美妆制造商整体研发费用率为 4.10%，同比+0.65pct，其中科思股份/嘉亨家化/青松股份研发费用率分别为 5.50%/3.29%/3.31%，同比+1.67/+0.03/+0.20pct。

**品牌商销售费用率及管理费用率提升，研发费用率较为稳定。**24Q3，品牌商整体销售费用率为 47.63%，同比+3.74pct，其中，贝泰妮销售费用率同比+12.71pct 至 60.41%，主要系为带动公司与品牌声量提升以及为 Q4 大促活动预热，公司加大投放营销费用；水羊股份销售费用率同比+8.17pct 至 57.45%，主要系公司加大形象推广费用。研发费用率方面，24Q3 品牌商整体研发费用率为 4.61%，同比+0.87%，其中，华熙生物研发费用率同比+2.69pct 至 10.58%。管理费用方面，品牌商整体管理费用率为 8.27%，同比+1.41pc，其中，贝泰妮管理费用率同比+4.91pct 至 13.55%；华熙生物管理费用率同比+6.62pct 至 16.59%，主要系公司持续调整组织架构，相关管理费用增加。

**线上流量增长放缓，电商运营难度增大，24Q3 电商运营企业销售费用率显著提升。**24Q3 电商运营端整体销售费用率为 30.12%，同比+10.24pct，其中丽人丽妆/若羽臣/壹网壹创销售费用率分别同比+19.58/+9.28/-0.04pct。研发费用方面，24Q3 电商运营端整体研发费用率为 1.46%，同比+0.35pct；其中，丽人丽妆研发费用率同比+2.49pct 至 2.28%，主要系公司加大自有品牌投入力度。管理费用率方面，24Q3 电商运营端整体管理费用率为 8.71%，同比+1.22pct，各品

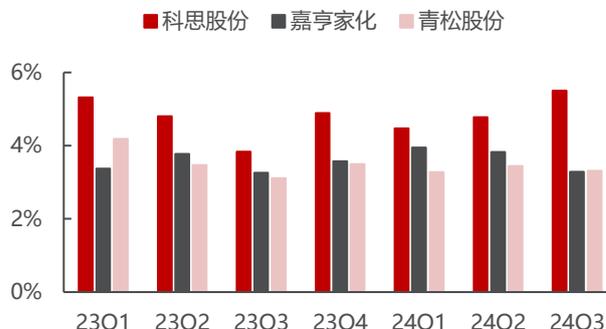
牌管理费率表现分化，丽人丽妆同比+5.11pct，若羽臣/壹网壹创分别同比-1.47/-0.25pct。

图50：23Q1-24Q3 中上游美妆制造商管理费用率(%)



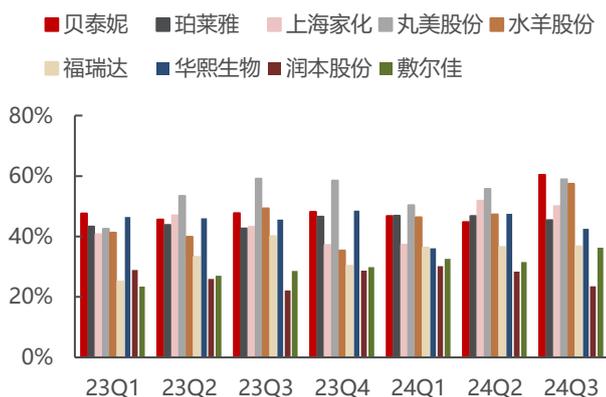
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图51：23Q1-24Q3 中上游美妆制造商研发费用率(%)



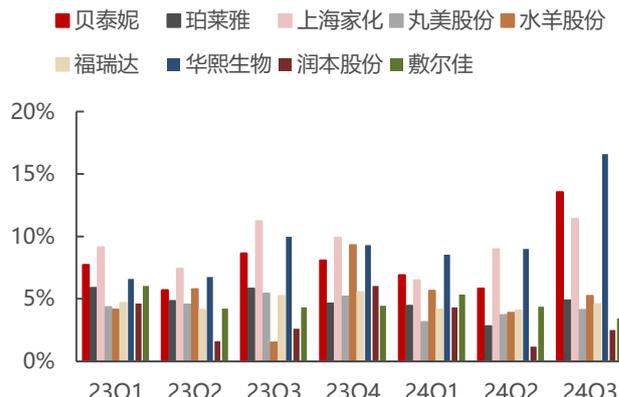
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图52：23Q1-24Q3 美妆品牌公司销售费用率 (%)



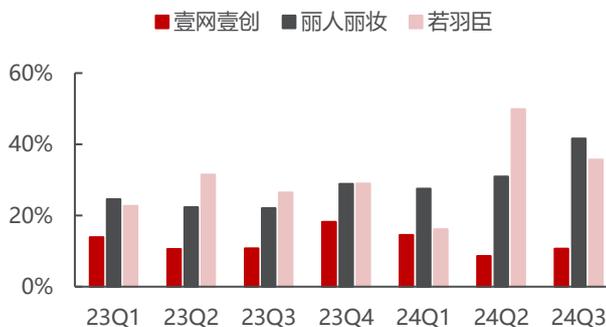
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图53：23Q1-24Q3 美妆品牌公司管理费用率 (%)



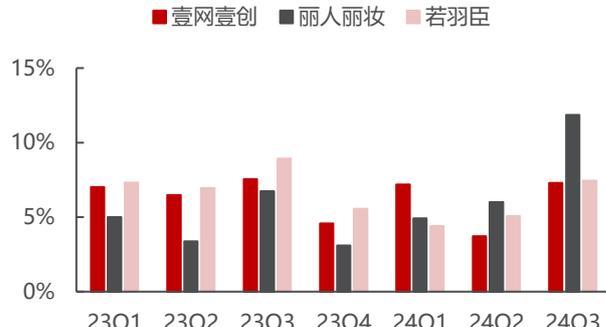
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图54：23Q1-24Q3 电商运营公司销售费用率 (%)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图55：23Q1-24Q3 电商运营公司管理费用率 (%)



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

Q3 行业需求疲软，商贸零售板块利润增长承压，期待后续消费信心改善带来拐点；①**美妆板块**，推荐珀莱雅、润本股份、巨子生物、上美股份、水羊股份、丸美股份、福瑞达、科思股份、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**医美板块**，推荐锦波生物、谨慎推荐江苏吴中，推荐昊海生科、爱美客、朗姿股份、美丽田园。④**珠宝板块**，推荐老铺黄金、潮宏基、老凤祥、周大生、中国黄金、菜百股份、曼卡龙、周大福。⑤**纺服板块**，制造端推荐裕元集团、华利集团、伟星股份，建议关注申洲国际、新澳股份，品牌端推荐报喜鸟、比音勒芬，建议关注海澜之家、波司登。

表15：重点公司盈利预测及估值

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	671.80	222.13	20.90	23.73	26.36	12.5%	13.5%	11.1%	32	28	25
300957.SZ	贝泰妮	231.92	54.75	6.45	9.32	10.53	-14.8%	44.5%	13.0%	36	25	22
603605.SH	珀莱雅	385.31	97.24	15.60	19.21	23.61	30.7%	23.1%	22.9%	25	20	16
688363.SH	华熙生物	290.21	60.25	5.11	7.45	9.97	-13.7%	45.7%	33.8%	57	39	29
600315.SH	上海家化	113.88	16.94	2.72	3.93	4.93	-45.5%	44.3%	25.5%	42	29	23
300740.SZ	水羊股份	50.68	13.05	1.91	2.56	3.13	-35.0%	34.0%	22.1%	27	20	16
600223.SH	福瑞达	70.85	6.97	2.91	3.71	4.51	-4.0%	27.3%	21.8%	24	19	16
300592.SZ	华凯易佰	50.40	12.45	2.97	3.74	4.53	-10.6%	26.0%	21.1%	17	13	11
600415.SH	小商品城	618.01	11.27	27.91	31.38	45.70	4.3%	12.4%	45.6%	22	20	14

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年11月5日收盘价）

## 6 风险提示

**1) 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，行业竞争或将加剧，进而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。

**2) 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 (%) (右轴)	3
图 2: CPI 当月同比	4
图 3: 消费者信心指数	4
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 (%)	5
图 6: 出口金额 (亿美元) 及同比增速 (%)	5
图 7: 跨境电商进出口金额及同比增速 (%)	5
图 8: 百货行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	6
图 9: 百货行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	6
图 10: 百货行业分季度毛利率和净利率水平	6
图 11: 百货行业分季度费用率水平	6
图 12: 超市行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	8
图 13: 超市行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	8
图 14: 超市行业分季度毛利率和净利率水平	8
图 15: 超市行业分季度费用率情况	8
图 16: 美国零售和食品服务销售额 (百万美元) 及同比增速 (%) (右轴)	9
图 17: CPI 及核心 CPI 同比增速 (%)	10
图 18: 美国密歇根大学消费者信心指数	10
图 19: 美国零售总额分品类同比增速	10
图 20: 美国零售额同比及库存同比情况 (%)	11
图 21: 美国分行业库存情况	11
图 22: 美国分行业库存销售比	11
图 23: 跨境电商行业营收 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	12
图 24: 跨境电商行业分季度归母净利润 (亿元) 及 YOY 和 QOQ	12
图 25: 跨境电商行业分季度毛利率和净利率水平	12
图 26: 跨境电商行业分季度费用率水平	12
图 27: 2022 年-2024 年 9 月金银珠宝零售额及同比	14
图 28: 2022 年-2024 年 10 月黄金价格变动	14
图 29: 19Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美行业公司营收、归母净利润及同比	19
图 30: 19Q3-24Q3 医美行业公司营收、归母净利及同比	19
图 31: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美行业毛利率	20
图 32: 21Q3-24Q3 医美公司毛利率	20
图 33: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司期间费用率	20
图 34: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司销售费用率	20
图 35: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司管理费用率	20
图 36: 21Q1-Q3 至 24Q1-Q3 医美公司净利率	21
图 37: 21Q3-24Q3 医美公司净利率	21
图 38: 社零总额同比增速 (%) VS 化妆品行业同比增速 (%)	22
图 39: 天猫美妆销售额 (亿元) 及增速	23
图 40: 抖音美妆销售额 (亿元) 及增速	23
图 41: 天猫+京东+抖音美妆销售额 (亿元) 及增速	23
图 42: 部分指数与上市公司 24 年初至今 (截至 24 年 10 月 30 日) 超额收益 (%)	24
图 43: 美妆标的单季度营收及增长率	25
图 44: 美妆标的单季度归母净利润及增长率	25
图 45: 美妆标的单季度毛利率及归母净利率	25
图 46: 美妆标的单季度三费率情况	25
图 47: 22Q1-24Q3 中上游美妆制造商毛利率 (%)	27
图 48: 22Q1-24Q3 美妆代运营公司毛利率 (%)	27
图 49: 22Q1-24Q3 美妆品牌公司毛利率 (%)	28
图 50: 23Q1-24Q3 中上游美妆制造商管理费用率 (%)	29
图 51: 23Q1-24Q3 中上游美妆制造商研发费用率 (%)	29
图 52: 23Q1-24Q3 美妆品牌公司销售费用率 (%)	29
图 53: 23Q1-24Q3 美妆品牌公司管理费用率 (%)	29
图 54: 23Q1-24Q3 电商运营公司销售费用率 (%)	29

图 55: 23Q1-24Q3 电商运营公司管理费用率 (%) .....29

## 表格目录

表 1: 15 家百货上市公司 24 年单三季度的财务数据 .....	7
表 2: 8 家超市上市公司标的 24 年单三季度的财务数据 .....	9
表 3: 跨境电商标的的 24 年单三季度的财务数据 .....	13
表 4: 黄金珠宝公司营业收入 (亿元) .....	15
表 5: 黄金珠宝公司单季度营业收入 (亿元) .....	16
表 6: 黄金珠宝公司归母净利润 (亿元) .....	16
表 7: 黄金珠宝公司单季度归母净利润 (亿元) .....	16
表 8: 黄金珠宝公司毛利率 .....	17
表 9: 黄金珠宝公司单季度毛利率 .....	17
表 10: 24Q1-Q3 黄金珠宝行业公司费用率水平 .....	18
表 11: 黄金珠宝公司销售净利率水平 .....	18
表 12: 黄金珠宝公司单季度销售净利率水平 .....	18
表 13: 24Q1-3 美妆上市公司营收及归母净利润数据 .....	26
表 14: 24Q3 美妆上市公司营收及归母净利润数据 .....	26
表 15: 重点公司盈利预测及估值 .....	30

## 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。	公司评级	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