



# 情绪价值创新消费场景，流量回归线下带来机会

## 零售行业2025年度投资策略

姓名 黄泽鹏 (分析师)

证书编号: S0790519110001

邮箱: huangzepeng@kysec.cn

姓名 骆峥 (分析师)

证书编号: S0790524040008

邮箱: luozheng@kysec.cn

姓名 杨柏炜 (分析师)

证书编号: S0790524050001

邮箱: yangbowei@kysec.cn

姓名 陈思 (联系人)

证书编号: S0790124070031

邮箱: chensi@kysec.cn

## 1. 行业回顾

2024年社会消费缓慢复苏，零售企业经营整体仍有承压。具体细分板块看，跨境电商收入延续景气，医美化妆品竞争激烈品牌分化，黄金珠宝则受金价急涨过高影响动销承压、业绩下滑，传统零售部分公司积极推进模式变革探索，扬长避短初见成效。

## 2. 细分板块梳理分析

**传统零售：**过往传统线下渠道受线上电商和创新业态冲击分流，经营业绩普遍承压。但随着线上电商自身竞争内卷和流量红利见顶，叠加年轻一代消费者的选择决策偏好变化，线下渠道迎来攻守易势机会。我们认为，线下商业模式变革核心在于调整思路，扬长避短着力于“人”，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势，在消费者端形成正向累积，吸引流量回归线下，实现困境反转。

**黄金珠宝：**短期遭遇“涨价陷阱”，但长期看，黄金的“消费+投资”逻辑未变。头部品牌积极修炼内功，产品、渠道、品牌多维发力提升市占率，轻资产加盟模式下“高股息”属性凸显。未来待金价扰动减小、被抑制需求释放，有望带来基本面和估值修复弹性。

**跨境电商：**海外消费市场整体需求良好支撑板块营收端增长，且头部卖家成长性更优，但复杂激烈竞争环境下，盈利能力存在波动。

**医美：**2024年景气度前高后低。趋势方面，上游厂商发力差异化“新成分/适应症/新技术”打造卖点，下游机构则“外延/纵向/异业”全方位扩张；此外，高端人群的稳定需求驱动部分高端产品逆势增长。建议关注重组胶原蛋白、雄脱防治等细分赛道增量机会。

**化妆品：**行业竞争趋烈，对国货美妆品牌而言机会与挑战并存，需重视渠道、成分、品类等结构性机会：线上步入精细化运营阶段，关注各品牌差异化运营打法；重组胶原蛋白成分持续景气，防晒、洗护、婴童护理前景可期，关注各品牌方产品加速布局机遇。

## 3. 投资建议

**传统零售：**看好顺应流量变化趋势、积极变革探索的线下零售企业（超市、百货、母婴连锁、商业服务等），重点推荐**永辉超市**等。

**黄金珠宝：**看好积极修炼内功、具备基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐**潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金**等。

**医美：**看好受益医美消费景气恢复、盈利能力具备确定性的上游医美产品厂商，重点推荐**爱美客、科笛-B**等。

**化妆品：**看好深耕高景气细分赛道、综合能力强的国货美妆品牌，重点推荐**珀莱雅、润本股份、巨子生物、上美股份、丸美股份**等。

**4. 风险提示：**消费复苏不及预期；行业竞争加剧；政策风险等。

# 目录

## CONTENTS

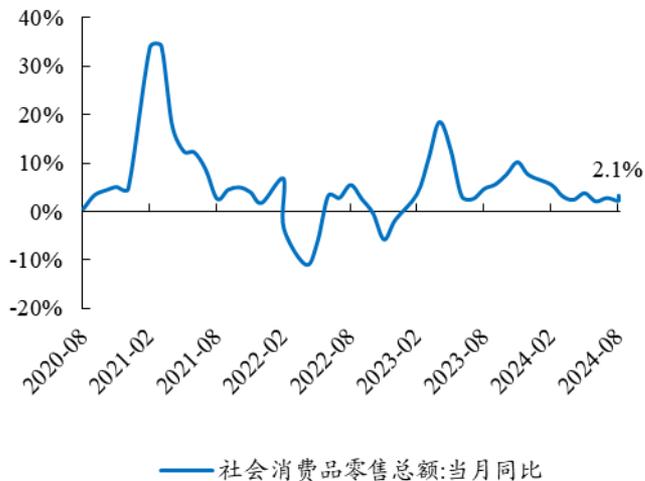
- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归
- 3 黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级
- 4 跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家
- 5 医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

# 1.1 零售数据：2024年社会消费总体平稳，期待后续消费潜力释放

**经济发展、消费场景恢复背景下，2024年社会消费总体平稳。**2024年前三季度社零总额为35.4万亿元（同比+3.3%），整体呈弱复苏态势。分季度看，2024Q1/Q2/Q3社零增速分别为+4.7%/+2.6%/+2.7%。随着促消费高质量发展、增加居民收入等政策基调转向，经济预期有所改善，消费市场恢复基础得到巩固，后续待一揽子增量政策逐步落实，社会消费提振可期。

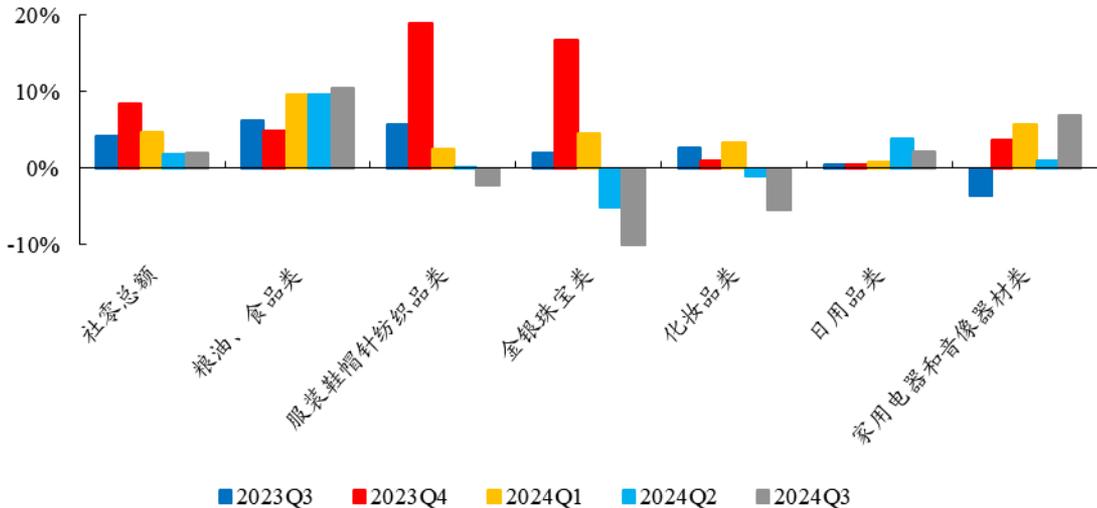
**分品类看，必选消费品仍是主力，可选消费品中金银珠宝承压。**2024年前三季度，粮油、食品等必选消费品稳健增长，可选消费品第三季度承压。根据我们测算，2024Q3粮油食品、服饰鞋帽、金银珠宝、化妆品同比分别+10.4%/-2.3%/-10.1%/-5.5%。

图1：2024年前三季度社会消费总体表现平稳



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2024年前三季度必选品类增势较好，可选消费中服装及家电表现较好



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

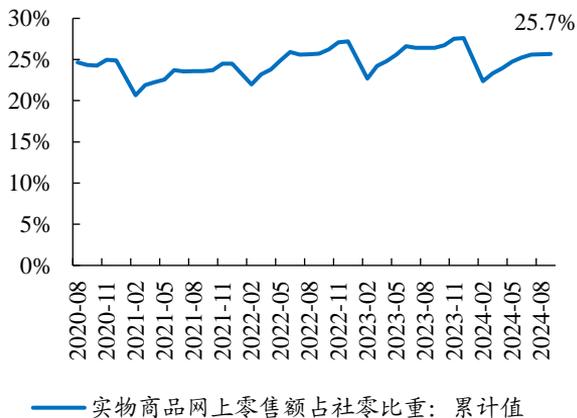
## 1.2 零售渠道：线上渗透率保持平稳，线下商圈客流恢复

**线上零售稳健复苏，渗透率保持平稳。**2024年前三季度实物商品网上零售总额为9.07万亿元（同比+7.9%），其中吃/穿/用类商品分别同比+17.8%/+4.1%/+7.2%。渗透率方面，实物商品网上零售额占社零比重为25.7%，线上渠道渗透率保持相对平稳。

**线下零售各业态整体稳健，接触型消费持续回暖。**线下渠道方面，2024年前三季度超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+2.4%/+4.7%/-3.3%/+4.0%/-1.7%，品质好体验佳的仓储会员店保持两位数增长；餐饮收入累计同比+6.2%，接触型消费回暖。

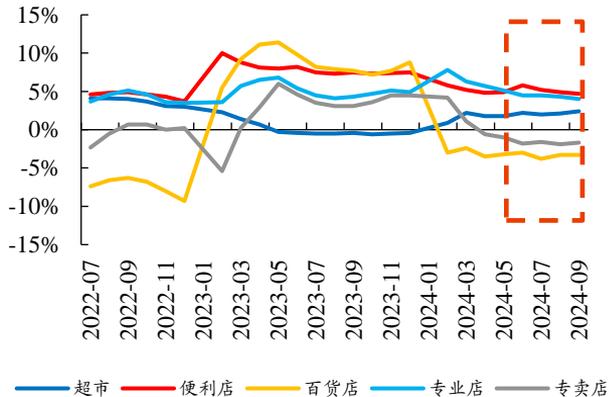
**国庆假期消费市场活力足，政策扶持下消费有望回暖。**税务局公布的增值税发票数据显示，国庆假期居民消费市场活力较强，消费相关行业日均销售收入同比增长25.1%，其中基本生活类商品消费增势较好，综合零售销售收入同比增长9%，其中百货零售、超市、便利店销售收入同比分别增长34.0%、8.9%和4.4%。

图3：2024年线上渠道渗透率同比保持平稳



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：2024年前三季度线下各业态表现稳健



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图5：国庆假期国内消费活力足



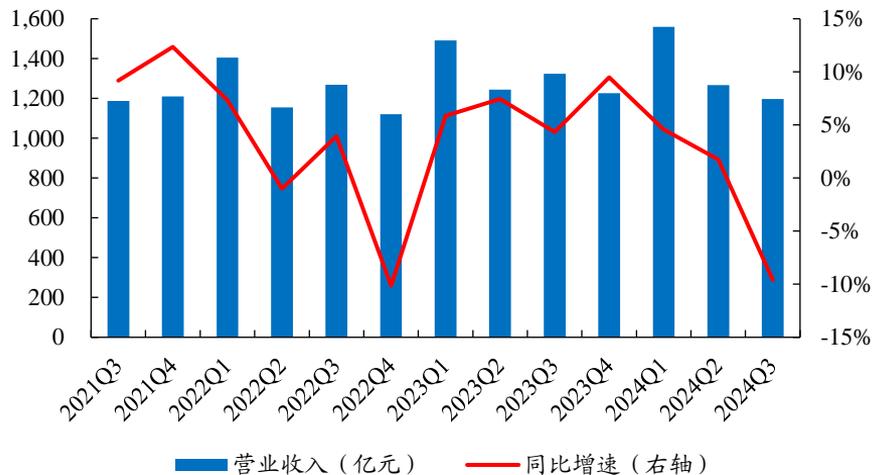
资料来源：赢商网公众号

# 1.3 零售企业经营业绩：2024Q3行业收入、利润端均有所承压

**收入端，零售企业2024年三季度增速转负。**我们选取6家超市、12家百货、13家医美化妆品、8家黄金珠宝、6家跨境电商、4家专业连锁合计49家上市公司（下简称零售行业整体）作为样本，对零售行业企业经营业绩做梳理分析。分季度看，2024Q1/Q2/Q3零售行业整体营收同比增速分别为+4.6%/+1.7%/-9.6%，受消费市场低迷影响，零售企业三季度收入增速转负。

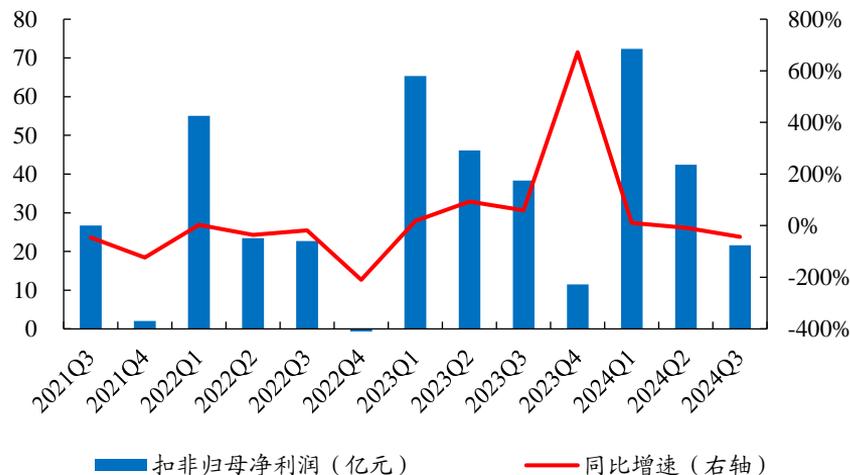
**利润端，零售企业2024年二、三季度持续承压。**2024Q1/Q2/Q3零售行业整体扣非归母净利润同比增速分别为+10.8%/-8.0%/-43.7%，三季度经营承压明显。综合看，三季度海外需求较好、内需相对疲软。展望未来，随着政策基调转变、国内经济预期改善，期待后续居民消费信心进一步恢复。

图6：2024年三季度零售行业收入端承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年三季度零售行业利润端利润有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

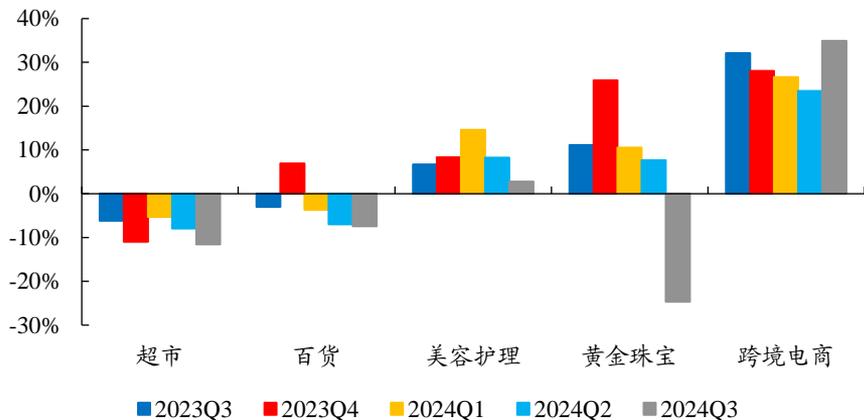
# 1.4 零售企业经营业绩：跨境电商收入端表现较好，黄金珠宝三季度利润承压

**收入端看，黄金珠宝承压、医美化妆品稳健，海外需求支撑跨境电商收入增长。**黄金珠宝板块2024年前三季度营收同比分别+10.5%/+7.6%/-24.7%，主要系金价高位波动引起消费者观望情绪，加盟商出于备货成本、资金周转等考虑减少进货；医美化妆品板块营收同比分别+14.6%/+8.2%/+2.8%；跨境电商营收同比分别+26.7%/+23.4%/+34.9%，受益于海外需求，收入端呈现高景气。

**利润端看，2024Q3零售企业各细分板块均有所承压。**黄金珠宝板块受金价影响动销，利润下滑较大；跨境电商板块则受三季度国际海运费大幅波动影响；医美化妆品板块整体表现亦有所下滑，且各品牌表现分化明显。

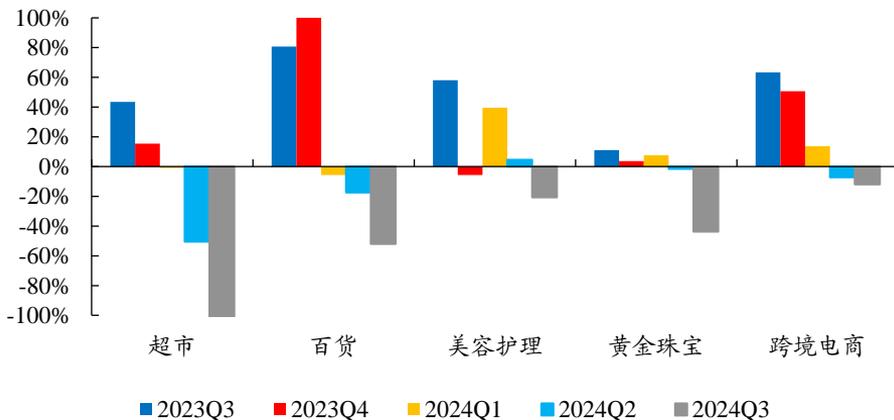
**竞争格局特征：综合实力强且打法契合消费趋势的企业表现更优。**整体消费环境承压背景下，部分综合实力强且运营打法契合新消费趋势的企业依旧能逆势增长，如头部化妆品集团珀莱雅、高端黄金代表老铺黄金、深耕高景气胶原蛋白赛道的锦波生物等经营业绩均表现良好。行业内部看，头部集中趋势仍在延续。

图8：收入端看，黄金珠宝三季度明显承压，跨境电商呈现高景气



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：利润端看，2024Q3零售企业各板块均有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所（仅展示-100%~+100%）

# 目录

## CONTENTS

- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 **传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归**
- 3 黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级
- 4 跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家
- 5 医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

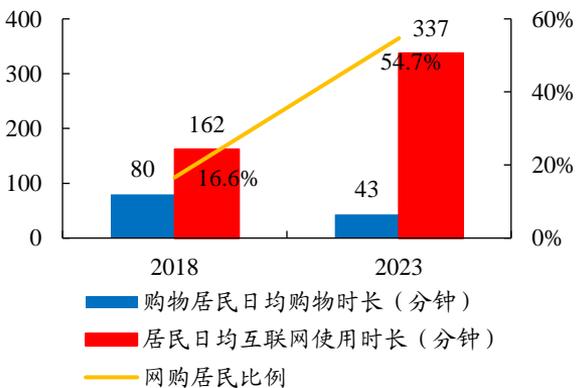
## 2.1 综述：线下线上渠道攻守易势，挖掘独特价值有望吸引流量回归

**线下渠道面对线上高效便捷和低价竞争，消费者被分流、市场份额被抢占。**过去几年，线上零售凭借高效便捷和低价优势快速发展：统计局数据显示，2023年网购居民比例达到54.7%（较2018年提升38.1pct），而购物居民的日均购物时长仅43分钟（较2018年少37分钟），高效便捷。因此，线下渠道份额也持续被抢占：2023年实物商品网上零售额占社零总额27.6%，较2018年提升9.2pct。

**但线上渠道也开始面临流量红利见顶、平台竞争内卷和查税等问题。**统计局数据显示，2023年我国居民互联网使用率达92.9%，流量红利已接近见顶，存量竞争下行业内卷加剧，电商平台普遍陷入常态化价格战。例如，近年来双十一大促跨度逐年拉长、玩法复杂，但消费者对双十一关注度却在持续走低。此外，电商查税等问题，也可能进一步降低线上渠道的价格优势。

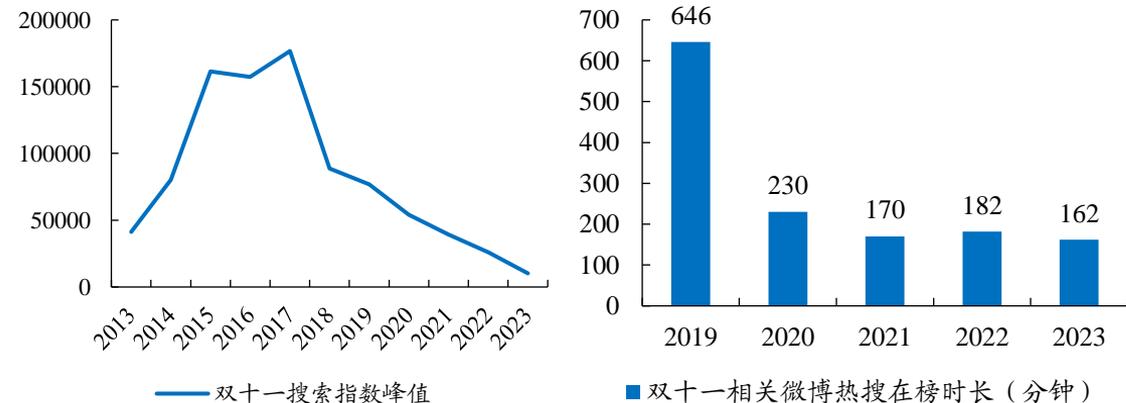
**挖掘线下渠道独特价值，有望引导流量回归线下。**与电商不同，实体店能为购物者提供视/触/听/嗅觉全方位感受及个性化深度服务，天然在体验方面具备优势。因此，若能扬长避短，充分发挥“商品交易以外的价值”，则有望攻守易势，吸引流量回归线下渠道。

图10：网购普及导致居民购物活动时间缩短



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图11：历年双十一搜索指数及微博热搜在榜时长均持续下滑



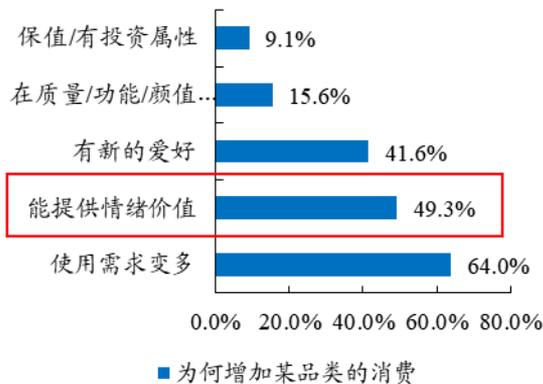
数据来源：央广网公众号、开源证券研究所

## 2.1 综述：“情绪价值”影响消费场景决策，优秀企业积极变革探索

“情绪价值”成为年轻消费者场景决策的重要因素。相较父辈而言，年轻消费者多成长于经济快速发展、商品供应充裕的环境中，因此除价格、实用价值等常规因素外，还会关注消费带来的精神满足和情感连接，“情绪价值”也就越发成为影响年轻人消费选择的重要因素。例如，近期爆火出圈的Jellycat CAFÉ体验店，正是通过“过家家”式的购物体验，为消费者提供情绪价值，受到追捧。

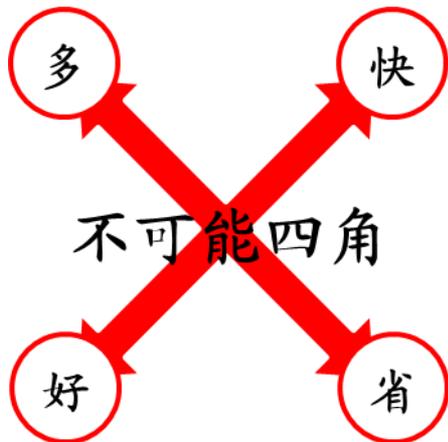
着力于“人”，是线下零售扬长避短之道，部分优秀企业已开始积极变革探索。我们认为，想抓住回归线下的流量，零售企业需要改变思路：面对“多快好省”的零售不可能四角，单纯拼低价的内卷是永远没有尽头的，而唯有发挥线下渠道长处着力于“人”，做好消费者服务体验和情绪满足，才是良性正向的累积。当下，我们也确实看到部分优秀零售企业，如超市业的胖东来和永辉超市、百货业的重庆百货和百联股份、母婴业态的孩子王等，纷纷顺应趋势开启变革探索，并取得阶段性成果；未来若能坚持正确的道路，扬长避短，则有望否极泰来，迎来“戴维斯双击”。

图12：“情绪价值”影响年轻人消费决策



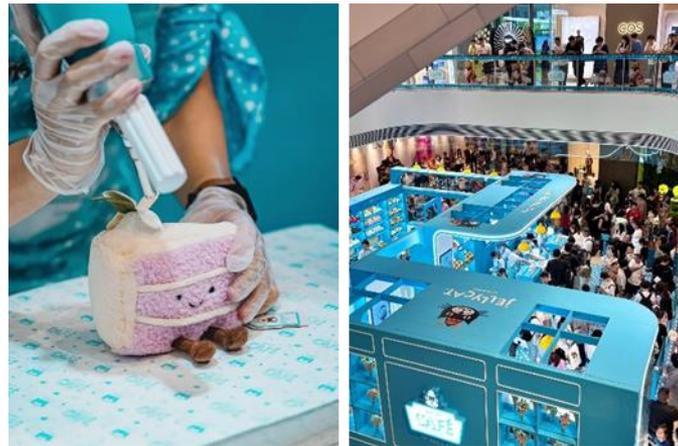
数据来源：DT商业观察公众号、开源证券研究所

图13：零售业存在“多快好省”不可能四角



资料来源：开源证券研究所

图14：Jellycat“过家家”式体验吸引消费者、爆火出圈



资料来源：上海静安公众号、上观新闻公众号

## 2.2 超市：传统模式进入困局，“异类”胖东来指明变革方向

**传统超市“二房东模式”存在缺陷，导致客流流失、经营陷入困局。**传统KA制下，超市企业依赖线下流量卡位稀缺性和“一站式购齐”优势，一度取得较好发展，但对“二房东模式”经营货架的过度迷恋，也导致其对消费者端的忽视和缺失，埋下隐患。近年来，各类新零售渠道涌现及线上电商发展，改变零售市场供需格局，传统超市的渠道稀缺性被打破、客流被分流，经营业绩显著下滑，与供应商和消费者关系紧张，传统模式陷入困境。

**胖东来的思维革新：从“经营货架”到“经营人”，为行业指明方向。**胖东来地处河南，近年来不仅没有受超市整体下滑影响，反而持续增长并爆火出圈，成为地标“流量IP”。我们认为，胖东来的变革创新之处在于：（1）“货”层面深度学习海外巨头的供应链管理模式和产品理念，通过高自采+强管控打造“产品力-周转率/销售规模-议价权-质价比”正向循环，并发展自有品牌；（2）“人”的层面，胖东来更进一步，将所有消费者视作会员、将所有员工视作家人、将供应商视作生态伙伴，达到和谐共生的上下游关系。基于此，胖东来摆脱了与线上的低价竞争，充分发挥线下渠道特有价值，也为行业其他公司探索出一条可行之路。

图15：胖东来坚持发力自有品牌打造爆款商品



资料来源：开源证券研究所

图16：胖东来将所有消费者视作会员提供优质服务



资料来源：开源证券研究所

## 2.2 超市：永辉超市积极学习胖东来调改门店，“人货场”焕然一新

永辉超市主动学习胖东来经验，调改门店渐入佳境。2024年6月，永辉超市宣布开始学习胖东来进行门店调改，从目前已调改门店样本看，整体达到较高标准化水平，一定程度上克服传统模式弊病，多维度凸显“消费者友好”，并积累为相对成熟的方法论。

- (1) “货”：从消费者需求出发，精选SKU，并学习胖东来经验优化自有品牌开发，带动品类结构变化（低毛利生鲜占比降低、熟食烘焙占比提升），同时主动改革采购模式，以直采代替KA制（取消后台收费），并更深度地介入上游供应链，优化产品。
- (2) “场”：对门店整体布局进行调整，最明显变化是扩大熟食和堂食区域，并相应增加、更新设备保障服务品质；增加各类便民设施及暖心提示标牌；降低场内货架高度、提升产品陈列颜值，使得消费者视野更开阔，在逛店时获得愉悦的购物体验。
- (3) “人”：提高员工的薪资休假等待遇、调整考核框架，提升员工工作幸福感、从而自发提升服务质量，精神面貌焕然一新。

图17：永辉超市优化自有品牌开发成效显著



资料来源：开源证券研究所

图18：永辉超市调改店降低货架并提升陈列颜值



资料来源：开源证券研究所

图19：永辉超市调改店员工服务态度明显进步



资料来源：开源证券研究所

## 2.2 超市：永辉超市门店调改即将加速铺开

从调改思路看，永辉超市后续将以自主调改为主。从调改思路看，最初永辉超市接受胖东来人员实地帮扶调改（围绕河南地区），并由胖东来验收调改情况，目标已基本完成；后续将以自主调改为主，一是重型调改，需要较大投入，全面翻修门店、更新设备，二是轻型调改，以商品结构调整为主，投入相对少。

从调改进程看，永辉超市即将进入加速铺开阶段。从调改进程看，永辉超市调改已先后完成“从0到1”阶段（标志是6月19日首家学胖东来调改门店在郑州开业）和“从1到10”阶段（标志是永辉在全国自主调改10家门店，至10月19日北京喜隆多店开业时，品类结构上对胖东来网红产品依赖度已大幅降低），接下来即将进入“从10到N”的加速铺开阶段，预计在2025年春节前有望达到40-50家的调改门店规模。

图20：永辉超市学习胖东来进行门店调改成效显著



资料来源：永辉同道公众号

图21：永辉超市门店调改即将在全国范围内加速铺开

### 学习胖东来调改 已开业门店

郑州信万广场店	6月19日
郑州瀚海尚店	8月7日
西安中贸广场店	8月31日
合肥东风大道店	9月1日
福州公园道店	9月12日
杭州滨江宝龙店	9月14日
郑州裕华广场店	9月20日
贵阳金源购物中心店	9月30日
成都文华广场店	10月11日
北京喜隆多店	10月19日

### 学习胖东来调改 待开业门店

福州长乐万星店	11月1日
福州五四北店	11月8日
深圳卓悦汇购物中心店	11月8日
重庆南坪万达店	11月15日
沈阳沈北吾悦店	11月22日
合肥庐阳华润万象汇店	11月22日
合肥滨湖方圆荟店	11月28日
兰州中海寰宇城店	11月29日
.....	.....

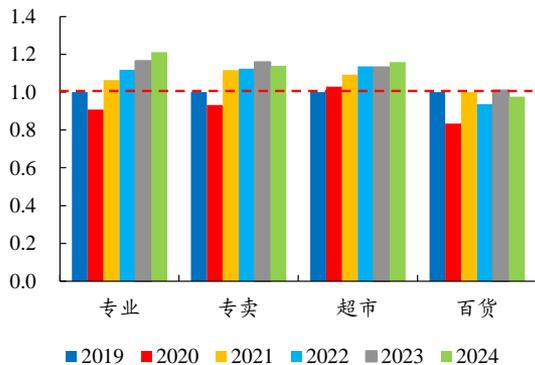
资料来源：永辉同道公众号

## 2.3 百货：恢复慢于零售整体，百联ZX把握细分流量焕发新光彩

百货业态跑输零售整体，“引流难、增量少”成行业难题。通过分零售业态社零增速数据，我们计算得2024年1-9月累计看，专业店/专卖店/超市/百货分别恢复至2019年1-9月的121%/114%/116%/98%，仅百货业态尚未恢复至2019年水平。究其原因，从《2023-2024中国百货零售业发展报告》数据看，过半企业认为“客流下降、引流困难”是百货行业发展面临的主要挑战之一。

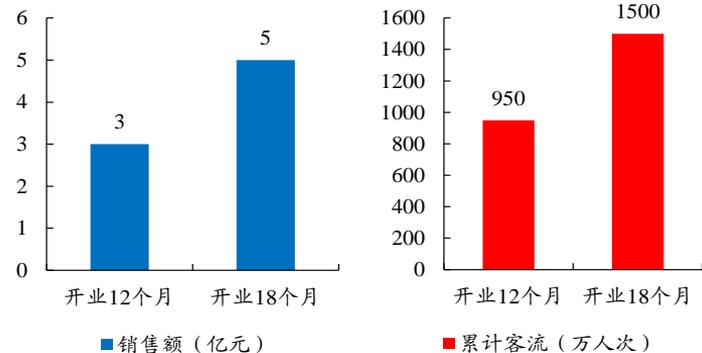
把握二次元细分流量，“文化价值认同”提供情绪价值，百联ZX创趣场焕发新光彩。百联股份旗下百联ZX创趣场（原中联商厦）积极探索转型，聚焦二次元文化精神消费，以内容经营为核心，定位中国首座聚焦次元文化的商业体。转型前，商厦日均客流只有6000人次，转型后，百联ZX平日客流达2万-3万，且开业18个月实现累计客流超1500万人次、销售额超5亿元亮眼业绩。我们认为，百联ZX成功经验在于把握住了二次元文化的细分流量，且并不把二次元文化当做纯粹的引流工具，而是以“文化价值认同”为核心，赋予消费者充足的逛游体验和情绪价值，实现叫好又叫座的长期增长。

图22：2024年1-9月百货业态尚未恢复至2019年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：把握二次元细分流量精细化运营，百联ZX创趣场焕发新光彩



资料来源：上海国资公众号、雷报公众号、开源证券研究所

## 2.4 母婴零售：存量竞争背景下，连锁龙头积极求变寻求增量

新生人口减少叠加线上渠道分流，母婴零售进入激烈存量竞争。

母婴连锁龙头积极求变，全方位深化布局寻求新增量。

- (1) 收并购拓展区域：母婴连锁区域性较强，过去几年爱婴室、孩子王分别收购贝贝熊、乐友国际，开拓自身弱势区域；
- (2) 差异化定位拓展中大童：孩子王打造“儿童生活馆”满足中大童运动、学习等进阶需求，拓展中大童客群；
- (3) 加盟拓展下沉市场：孩子王于2024年开放加盟，赋能县域加盟商，抢占增量下沉市场；
- (4) 战略合作拓展：孩子王与辛选合资设立“链启未来”，开展新家庭电商直播零售业务并探索线下新零售，全渠道布局流量入口。

图24：新生人口下滑，母婴消费需求持续走弱

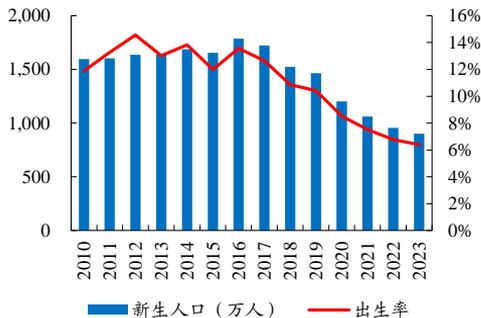


图25：孩子王打造“儿童生活馆”满足中大童需求



图26：孩子王携手辛巴探索新家庭电商直播零售业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：孩子王微报公众号

资料来源：财联社

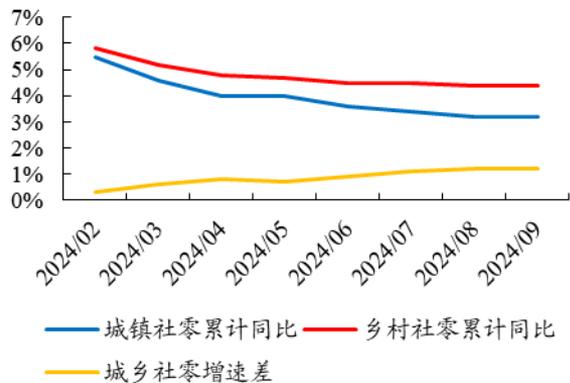
## 2.4 商业服务：增量市场中，“卖水人”更具确定性

**增量市场中卖水人更具确定性，看好商业服务后续发展空间。** 内需承压背景下，跨境市场、下沉市场被多数人视作可能的增量来源：（1）前三季度我国跨境电商出口1.48万亿元（同增15.2%）；（2）2024年来“乡村-城镇”社零增速差持续扩大。但身处增量市场的企业依然面临增长的不确定性，我们认为，提供商业服务的企业在享受增量市场红利方面更具确定性，看好“卖水人”发展空间。

**战略转型国际贸易综合服务商，小商品城构建完整服务生态。** 通过义乌国际商贸城（线下）、ChinaGoods（线上）、义支付（跨境支付）等平台，小商品城构建“展示交易+贸易服务+配套服务”生态圈赋能跨境商业，从专业市场经营迈向国际贸易综合服务商。

**定位下沉市场零售企业服务商，汇通达网络变革架构修炼内功。** 汇通达网络借助其供应链拓展能力及供应链基础设施布局，赋能下沉市场零售商户，近期公司实施了新设品牌部、组建供应链事业部等一系列组织架构变革，以期更好适应环境变化、实现长期发展。

图27：2024年来“乡村-城镇”社零增速差持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：小商品城战略转型国际贸易综合服务商



资料来源：小商品城2023年年报

图29：汇通达网络赋能下沉市场零售商户



资料来源：汇通达网络官网

## 2.5 投资观点：流量回归线下带来机会，关注积极变革的优秀零售企业

**线下线上渠道攻守易势，关注积极变革的优秀零售企业。**线上渠道面临流量红利见顶、平台竞争内卷和查税等问题，在此背景下，线下渠道若能扬长避短着力于“人”，通过做好消费者服务体验和情绪满足，则有望充分发挥线下优势，实现攻守易势，吸引流量回归线下，实现经营业绩改善、迎来“戴维斯双击”。

**超市：**传统模式陷入困局，借鉴区域性优秀案例胖东来的成功经验，超市业态通过变革商业模式、调整经营思路、提升“人货场”内功，有望否极泰来，重点推荐永辉超市（积极调改，方法论逐步成熟，有望在全国加速复制铺开）、家家悦、红旗连锁等。

**百货：**复苏进程慢于零售整体，关注各方多维度改革探索，受益标的重庆百货、百联股份等。

**母婴零售：**存量竞争背景下连锁龙头积极求变寻求增量，未来行业有望受益于生育支持政策体系完善，受益标的孩子王等。

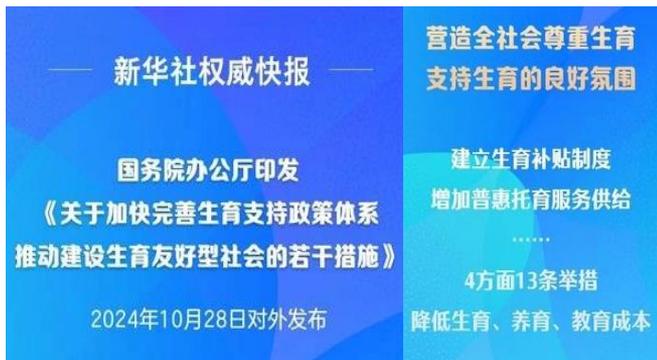
**商业服务：**增量市场中“卖水人”更具确定性，跨境市场、下沉市场均值得关注，受益标的小商品城、汇通达网络等。

图30：永辉超市推动变革，企业面貌焕然一新



资料来源：永辉同道公众号

图31：生育支持政策体系不断完善利好母婴零售



资料来源：新华社公众号

图32：小商品城转型国际贸易综合服务商定位“卖水人”



资料来源：Chinagoods公众号

# 目录

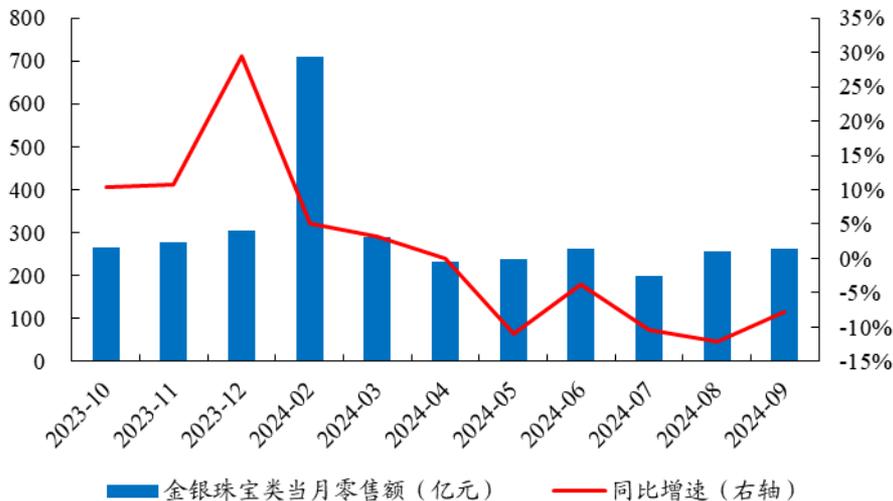
## CONTENTS

- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归
- 3 **黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级**
- 4 跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家
- 5 医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

## 3.1 黄金珠宝：景气度先扬后抑，金价上涨过高是主要原因

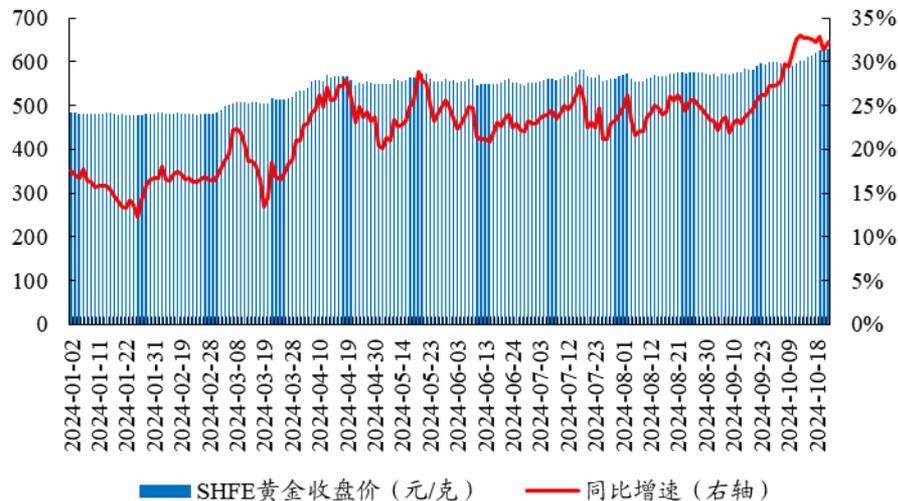
黄金珠宝行业景气度呈现先扬后抑走势，金价连续上涨影响终端动销。我们基于金银珠宝社零数据复盘行业表现，可以看到：2024年1-2月春节旺季前后，行业在较高基数下仍取得销售的良好增长，实现开门红；但3月开始金价急涨，3-4月行业社零增速即开始放缓，5-9月随着金价不断创造新高，引发消费者观望情绪，行业社零数据显著承压、转为负增长。

图33：2024年金银珠宝社零数据呈现先扬后抑走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2024年3月以来金价急涨、屡创历史新高，引起消费者观望情绪



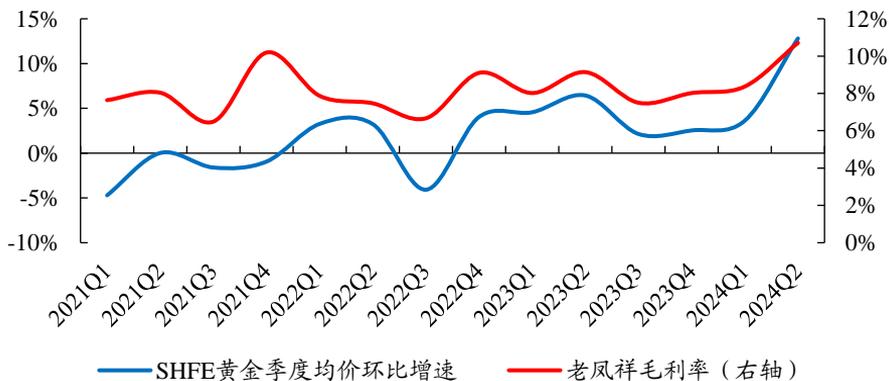
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.1 黄金珠宝：金价上涨增厚盈利能力，但也带来了“涨价陷阱”

对品牌方而言，金价上涨有望从存货增值（原料、产品）和收费提价等方面受益。由于黄金珠宝品牌公司均备有一定规模的黄金存货，因此金价上涨期间存货价值会提升，并在完成销售时兑现为财报毛利率提升，但具体受益程度还取决于采购模式（黄金租赁、现货交易）和销售模式（直营零售、加盟批发）等方面；此外，部分品牌的品牌使用费也会随金价同步提高。

金价急涨也会引起消费者观望情绪，带来“涨价陷阱”。金价短期急涨或引起消费者观望情绪，进而抑制终端动销。加盟商环节会先受到影响：一方面动销放缓，在库存和资金压力下选择加大折扣力度促销，从而削弱存货增值收益且激化终端竞争；另一方面，金价高位意味着更高的铺货成本，也会影响加盟商开店意愿。后续，相关负面影响会进一步传导到品牌方环节，如加盟商日常门店补货、大型订货会拿货和新开店铺货等下降，以及要求品牌方提供费用减免政策等。

图35：从历史复盘看，老凤祥单季度毛利率与金价变化有一定正向关联



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：品牌金价突破800元/克，金价过高会抑制动销



资料来源：周大福微信小程序（2024年11月6日）

## 3.2 产品：一口价黄金销售逆势增长，投资类黄金优于消费类金饰

一口价黄金产品凭借绝对“低单价”和相对“性价比”，销售逆势增长。一口价黄金特指在终端门店按标签价直接销售的产品（与传统克重黄金根据重量计价不同），这类产品多采用硬金工艺、主打时尚设计，一方面单体重量的低、单件价格低，可以“低成本满足悦己需求”，一方面价格不随当日金价波动，在金价急涨环境下具备相对性价比，因此受到消费者追捧，销售逆势增长。

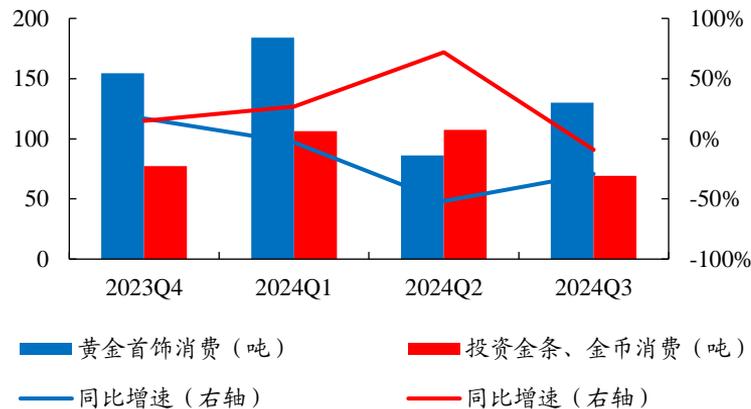
金价上涨亦进一步巩固“保值增值”标签，投资类黄金表现优于金饰。根据中国黄金协会披露数据，2024年以来，重量口径下，我国投资类黄金消费表现持续优于金饰，主因消费者在投资需求驱动下，显著提高实物黄金作为家庭资产配置品类的比重。

图37：一口价黄金凭借价格相对稳定及绝对金额较低的特征满足消费者金饰需求



资料来源：潮宏基、周大福天猫旗舰店

图38：2024年以来，我国投资类黄金消费表现相对更优



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

## 3.2 渠道：行业开店整体放缓，待景气度复苏有望释放弹性

**2024年行业开店整体放缓，但仍有头部品牌逆势扩张、市占率提升。**尽管行业终端动销整体承压，但我们看到潮宏基、周大生等头部品牌前三季度仍实现净开店，核心驱动除黄金珠宝业态本身生意价值吸引力外，也有品牌格局变化原因：越来越多中小品牌竞争力逐渐掉队，在行业承压阶段疲态更显，而头部品牌多维度赋能加盟商，吸引中小品牌门店翻牌，实现逆势扩张。

**行业承压阶段门店库存处于较低水平，待景气度复苏有望释放弹性。**行业承压阶段，加盟商出于备货成本、资金周转等方面考虑，均已将门店库存降至较低水平。因此在行业景气度复苏阶段，当加盟商感知到动销回暖拐点、恢复提货信心，则终端销售和补库存的双重需求有望带来较大恢复弹性，届时在低谷阶段保持扩张、成功扩大份额的品牌，有望更充分受益。

图39：潮宏基在马来西亚开出海外首店推动品牌出海



资料来源：潮宏基股份公众号

图40：周大生推出“国家宝藏”主题店，丰富品牌矩阵



资料来源：周大生宝藏馆公众号

## 3.2 品牌：高端黄金兼具工艺与文化提供情绪价值，品牌高端化方兴未艾

品牌高端化从产品起步，高端黄金兼具工艺与文化特色，为消费者提供情绪价值。近年来黄金产品制造工艺持续革新优化，叠加头部品牌发力研发设计、丰富内涵，使得黄金产品出现高端化趋势：一方面颜值提升满足消费者审美偏好，另一方面借助传统文化、宗教元素等注入文化底蕴，承载吉祥如意，为消费者提供充足情绪价值，进而为品牌高端化开辟道路。

老铺黄金是行业品牌高端化的杰出代表，其他传统品牌亦纷纷布局。老铺黄金作为我国古法手工金器专业第一品牌，立足高端化，“产品+渠道”双管齐下，较好承接了我国高端饰品消费领域“黄金替代”与“国潮风”的机遇，近年来经营业绩取得亮眼增长。而其他传统品牌也纷纷试水高端路线，如周大福发力“传承”主题门店、老凤祥推出“藏宝金”主题门店等。

图41：古法黄金产品兼具工艺与文化特色



资料来源：老铺黄金官方微博

图42：老铺黄金作为我国古法手工金器专业第一品牌，定位高端化



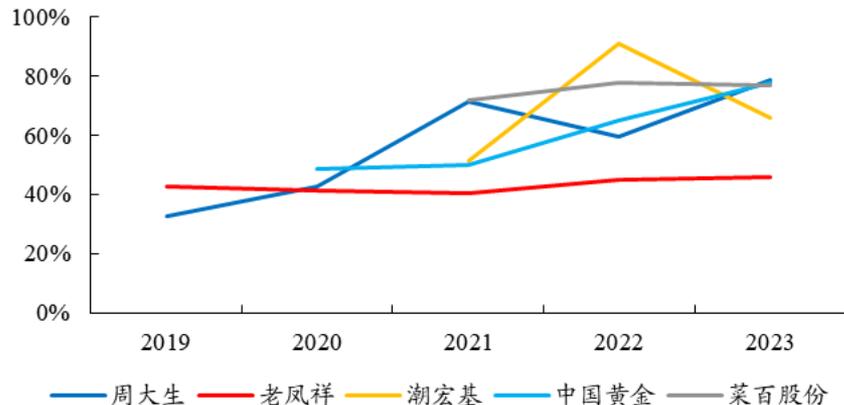
资料来源：开源证券研究所

### 3.3 高股息：上市公司高股息属性凸显，轻资产加盟模式支撑股东回报

近年来黄金珠宝板块标的分红可观。从黄金珠宝主要公司近年来的分红表现看，周大生、中国黄金、潮宏基、菜百股份等分红率指标基本在70%左右或以上，对应股息率达到5%-8%，股东回报情况可观；此外，潮宏基、周大生等公司在2024年均已公告中期分红，进一步强化高分红、高股息属性。

头部品牌依托轻资产加盟模式扩张，对自身资本支出需求不大。黄金珠宝品牌零售生意的商业模式相对稳定，头部品牌在未来持续扩张所依靠的加盟模式，具备明显轻资产特征，单个门店投资额和经营费用，多数都由加盟商承担，品牌方在未来的资本支出压力较小。因此拉长来看，头部品牌成长路径清晰、现金流稳定，有望支撑良好的股东回报。

图43：近年来头部品牌上市公司分红率数据良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：头部品牌多以经销商加盟模式扩张，呈现轻资产特征



资料来源：老凤祥浙江运营中心公众号

## 3.4 投资观点：黄金珠宝需求逻辑仍在，短期波动不改长期景气

**黄金珠宝“消费+投资”需求逻辑仍在，头部品牌市占率有望继续提升。**金价上行阶段，黄金仍是大众心中的“确定性”；在黄金消费属性（高颜值、好寓意）与投资属性（保值增值、避险）双轮驱动下，行业长期需求逻辑并未改变。头部品牌凭借在产品、渠道、品牌等多维度持续发力，与中小品牌拉开距离，有望在行业低谷期加速提升市占率。此外，黄金珠宝公司商业模式成熟，轻资产加盟扩张资本支出压力小，预计未来现金流相对宽裕，股东回报有望稳定提升，高股息属性凸显。

**短期维度，金价高位波动影响动销是核心矛盾，后续需跟踪景气度拐点。**短期看，金价高位波动引起终端消费者观望情绪，导致动销有所承压，是行业主要矛盾；展望未来，待金价相对稳定，则被抑制需求有望释放，带动行业景气复苏。

**重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥、周大福、中国黄金等，受益标的老铺黄金、菜百股份等。**

**潮宏基：**顺应黄金珠宝行业趋势，产品端以优质时尚珠宝首饰树立差异化品牌形象，渠道端发力加盟提速扩张、开店弹性突出；此外，公司信息化建设水平优秀、品牌力逐步增强，有望支撑长期较快成长。

**周大生：**渠道端优化省代模式叠加“国家宝藏”等新品牌矩阵布局助力拓店，产品端发力黄金产品体系，未来轻资产模式下有望释放业绩弹性并支撑良好股东回报，股息率有望保持在较高水平。

**老凤祥：**公司综合品牌力、总经销加盟商等资源禀赋突出，近年来持续推进国企改革，践行《三年行动计划》激发内生动力；此外，特色黄金原料采购批发模式有望在金价上涨周期充分受益。

**周大福：**2024年公司聚焦整体经营质量提升，主动进行渠道调优，终端动销已呈现改善趋势；展望未来，公司即将迎来品牌成立百年重要节点，五大战略方针有望助力健康稳健发展。

**中国黄金：**黄金珠宝品牌中唯一央企，国资委考核激发活力；公司通过特色产业投资平台与省代深度绑定，黄金产品出货与门店数量扩张共同推动增长。

# 目录

## CONTENTS

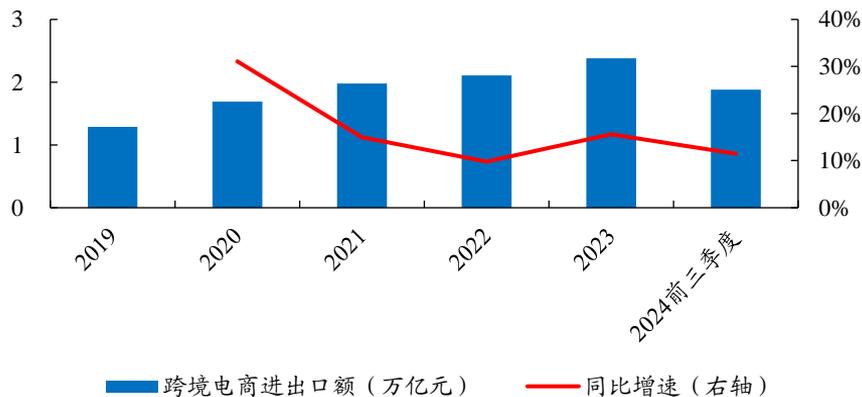
- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归
- 3 黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级
- 4 **跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家**
- 5 医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

## 4.1 跨境电商：海外需求保障收入增长，费用波动影响利润表现

**2024年以来我国跨境电商进出口额稳健增长。**根据我国海关总署数据，2024年前三季度我国跨境电商进出口总额达1.88万亿元，同比增长11.5%；其中，出口总额1.48万亿元，同比增长15.2%，彰显出海外市场良好的需求景气度。

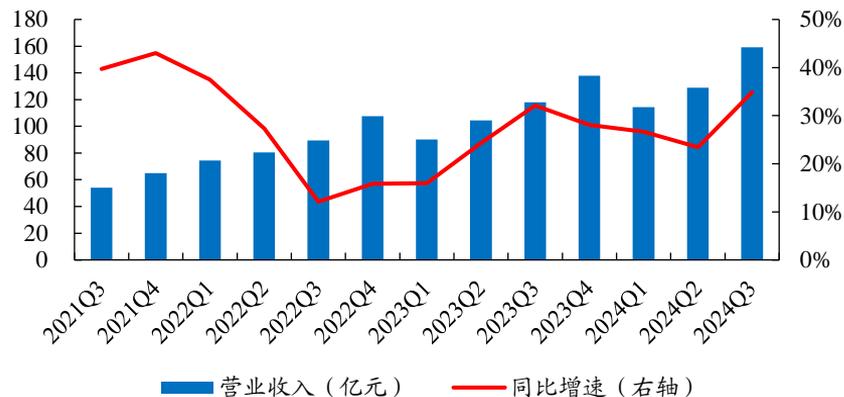
**跨境电商上市公司营收增长良好，但利润增速落后于营收。**我们以重点关注的6家跨境电商企业（华凯易佰、吉宏股份、赛维时代等）作为研究样本，观察跨境电商板块整体经营情况：2024Q3跨境电商板块整体实现营收159.20亿元（+34.9%）、扣非归母净利润6.97亿元（-12.0%），营收端在海外需求带动下增长良好，但另一方面，三季度国际海运费用波动影响跨境卖家营业成本，平台间、卖家间竞争持续深化也在一定程度上影响上市公司费用投入及定价策略，导致盈利能力承压拖累利润表现。

图45：2024年以来我国跨境电商进出口额稳健增长



数据来源：网经社、开源证券研究所

图46：2024年跨境电商板块营收在海外需求拉动下持续增长



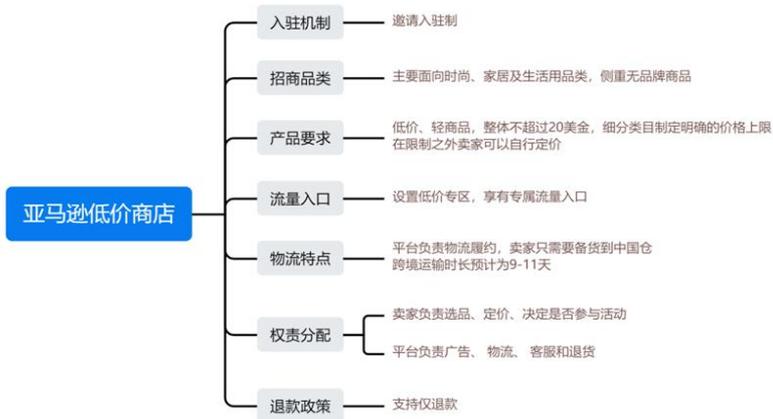
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2 平台：海外电商平台蓬勃发展，多元化商业模式推动线上渗透率提升

亚马逊是中国卖家出海主阵地，2024年开始探索“低价市场”。亚马逊销售规模稳健增长，仍是中国卖家出海主阵地；近年来，平台流量分配逻辑改变、运营门槛提高推动卖家格局变化。此外，2024年亚马逊向部分跨境电商卖家宣布新项目“低价商店”，定位亚马逊主站店中店，以白牌为主（多为低价低重量的安全产品），也标志其开始探索“低价市场”。

Temu、TikTok Shop等新势力主打差异化竞争，多元化商业模式推动线上渗透率提升。拼多多旗下Temu平台以全托管模式起家，2024年开始发力半托管模式，在保持极致性价比基因基础上，对跨境大卖家吸引力在增强。TikTok Shop则继续依托主站流量资源，夯实内容电商出海渠道。蓬勃发展的海外电商平台创造多元化线上购物环境，一定程度上也推动海外市场线上渗透率持续提升。

图47：亚马逊试水“低价商店”项目，探索“低价市场”



资料来源：亿迈EasySeller公众号

图48：多元化线上购物环境推动海外市场线上渗透率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.3 卖家：头部跨境卖家积极布局新兴平台，有望创造业务增量

上市公司把握新兴平台发展机遇，积极布局。Temu、TikTok Shop等新兴平台快速发展，流量红利可观且招商政策相对友好，商业模式逐渐打磨成熟，尤其Temu在2024年推出了更适合成熟跨境卖家的半托管模式，为中国卖家创造新的增长机遇。跨境电商板块上市公司如华凯易佰、赛维时代等，均在积极布局新兴电商平台。

头部卖家运营能力优势可复用，但新平台盈利尚不稳定。头部卖家综合运营能力优势突出，在选品、定价、仓储物流、品宣等环节均有相对成熟的业务模式，同时具备较高信息化水平，布局新兴平台时均可复用；但另一方面，目前多数头部卖家尚处在新业务布局早期，业务规模在快速增长而盈利水平尚未稳定，未来发展情况有待进一步跟踪验证。

图49：Temu推出的半托管模式为中国卖家创造新的增长机遇



资料来源：雨果网公众号

图50：跨境大卖的竞争优势有望延伸至新兴平台布局



资料来源：雨果网公众号

## 4.4 投资观点：跨境电商海外景气度有望持续，复杂环境下需关注盈利能力

跨境电商海外景气度有望持续，头部卖家成长性更优，复杂环境下需关注盈利能力。在海外消费降级和线上化趋势下，我国跨境电商行业背靠制造端优质资源，凭借产品力与性价比优势，有望延续良好景气度。头部卖家企业立足综合运营能力的竞争优势，有望持续提升市占率水平；但我们也看到，行业内竞争已进入深水区，平台间、卖家间竞争在加剧，为保证销售规模，卖家也面临加大让利幅度、增加费用支出等挑战，可能导致盈利能力波动，需要关注。

重点推荐：赛维时代、吉宏股份、华凯易佰等。

图51：赛维时代品牌矩阵孵化成果靓丽



资料来源：赛维时代公众号

图52：华凯易佰持续巩固核心竞争优势赋能增长



资料来源：易佰网络科技有限公司公众号

# 目录

## CONTENTS

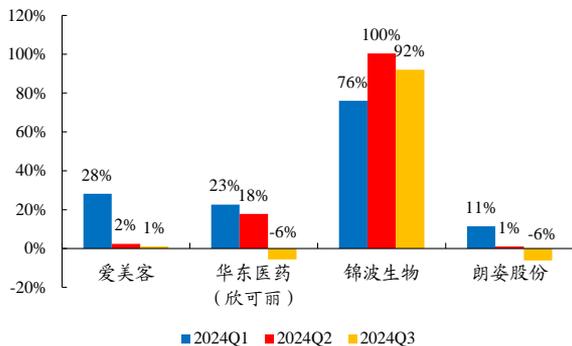
- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归
- 3 黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级
- 4 跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家
- 5 **医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商**
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

## 5.1 医美：景气度前高后低，期待预期回暖带动消费恢复

**2024Q1-Q3医美景气度前高后低，预计终端市场全年稳健增长。**受整体消费需求持续走弱影响，2024年前三季度上游厂商（爱美客、华东医药）、下游机构（朗姿股份）营收增速均呈现前高后低态势。但我们也看到，重组胶原蛋白赛道景气度不减，主打薇旖美的锦波生物增速亮眼，医美企业间表现分化。在较高基数背景下，我们预计2024年医美终端市场有望录得同比约10%的稳健增长。

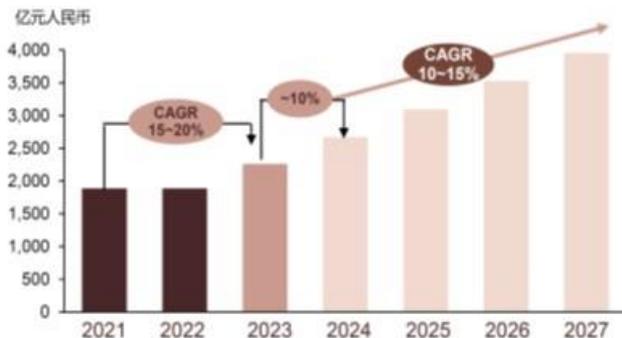
**长期看，医美行业多维提升逻辑未变，期待预期回暖带动消费恢复增长。**一方面，沙利文数据显示我国医美渗透率较美日韩等国家尚有提升空间；另一方面，重组胶原蛋白大放异彩让我们看到国货潜力；此外，严监管规范下海外“水货”受限，国货亦有望实现替代。我们认为，医美行业“渗透率+国产化率+合规化”多重提升逻辑未变，后续居民消费信心回暖有望带动医美恢复高弹性增长，2025-2027年间行业有望恢复10-15%的年复合增长。

图53：2024年前三季度医美景气度前高后低  
(注：数据为单季营收增速)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：预计2024年我国医美终端市场增速约10%



数据来源：中整协&德勤&艾尔建《中国医美行业2024年度洞悉报告》

图55：薇旖美上市1000天累计销量已超百万支



资料来源：薇旖美公众号

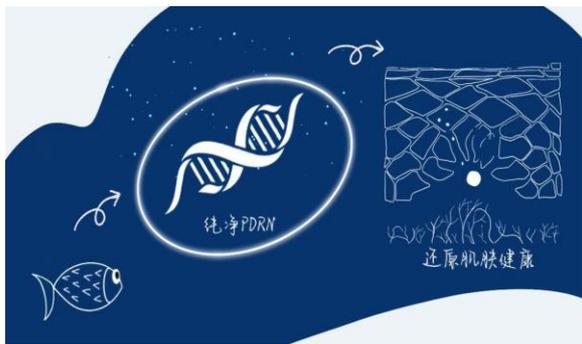
## 5.2 产品：“差异化”布局成为医美厂商共同选择

继玻尿酸、再生微球、胶原蛋白之后，各厂商积极布局“差异化新成分”。医美行业现有合规材料并不多，机构、消费者均对新成分翘首以盼，下游需求驱动上游厂商积极布局：（1）江苏吴中布局PDRN、华东医药布局壳聚糖水光针等；（2）部分非上市公司也有相关布局，如复向美学布局丝素蛋白、美柏生物布局ECM人胶原等。

广泛使用的材料中亦有“差异化适应症”机会。在同种材料的产品中，较早获批差异化细分适应症能更好占据合规、宣发制高点，如治疗颈纹的嗨体等；此外我们也看到厂商正陆续布局颈后缩（爱美客宝尼达2.0）、丰唇（华熙生物润致斐然）等细分适应症。

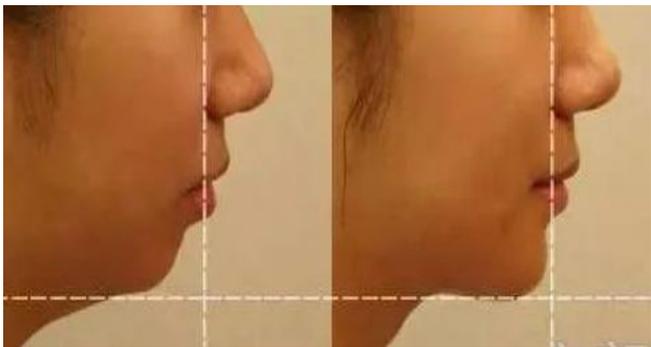
“差异化新技术”更好满足求美者需求。面对相同适应症时，厂商也在不断尝试通过技术迭代创新，以实现更好效果及更小副作用：（1）昊海生科推出国内第一款有机交联剂玻尿酸“海魅月白”，较传统玻尿酸更长效且具有更好远期安全性；（2）科笛正研发“新型溶脂针”（重组突变胶原酶），相较于脱氧胆酸成分的传统溶脂针，该产品具备疼痛感较弱、更安全等优势。

图56：三文鱼身上提取的PDRN具备抗炎修复功能



资料来源：普丽兰官网

图57：颈部后缩影响脸型美观，差异化适应症亦有市场



资料来源：吉大口腔颌面外一科与整形美容公众号

图58：昊海生科推出有机交联玻尿酸海魅月白



资料来源：昊海投资者关系公众号

## 5.2 机构：“外延扩张+纵向深化+异业拓展”全方位扩张

**头部机构外延收购扩张，有望强者恒强。** 朗姿股份2024年先后收购郑州集美、北京丽都、湖南雅美等医美机构，拓展医美业务版图。截至2024Q3，朗姿股份旗下40家医美机构分布于成都、西安、深圳、北京等城市，量变有望诱发品牌效应和盈利能力的质变。

**不止于定制化产品，机构进军上游拓展产业链纵深。** 机构定制医美产品一度引发热烈讨论，然而医美机构龙头已不满足于此：朗姿股份9月发布公告，拟参股“朗曦姿颜”正式进军医美上游产品领域，以期提高供应链稳定性、集团采购议价能力。此外，4月全国医美机构龙头美莱集团也通过战略投资湘雅生物布局重组胶原蛋白领域。

**泛美业拓展或成共识，“多美模式”带来新增增长点。**（1）美丽田园医疗健康收购我国智能美养第一品牌“奈瑞儿”，全面升级为“双美+双健康”模式；（2）朗姿股份旗下晶肤医美推出生活美容子品牌“晶肤美瑟”定位专业肌肤修复管理，探索“双美模式”互相赋能推动成长之路。

图59：美丽田园收购奈瑞儿全面升级“双美+双健康”模式



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

图60：美莱战略投资湘雅生物布局重组胶原蛋白



资料来源：湘雅生物公众号

图61：朗姿股份推出生美子品牌“晶肤美瑟”



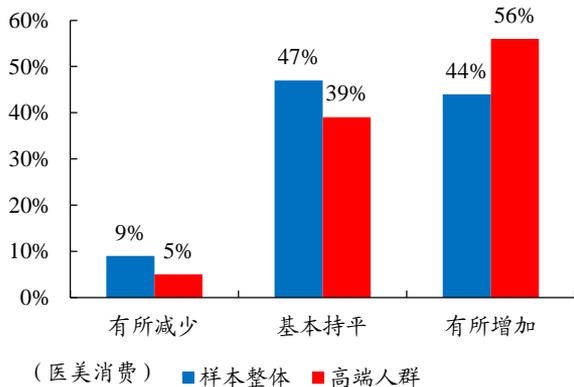
资料来源：晶肤美瑟肌肤修护管理公众号

## 5.2 人群：高端消费人群需求驱动差异化医美产品逆势增长

**医美高端消费人群需求稳定、消费韧性强。**根据德勤&艾尔建数据，年支出超5万元的医美高端消费人群中，2023年医美消费减少/持平/增加的比例分别为5%/39%/56%，较全体消费者样本分别-4pct、-8pct、+12pct；究其原因，我们认为消费者变美之后很难再接受不完美的自己，因此会持续消费以维持美貌，因此年开支更大、绑定程度更深的高端消费人群需求会更稳定。此外，医美高端消费人群年平均收入更高，或拥有更多元化的收入来源并能更有效分散风险资产，因此收入波动更小、消费韧性更强。

**高端人群需求驱动下，差异化高端医美产品逆势录得亮眼增长。**再生产品“艾塑菲”（终端价约2万元/支）定位一线城市和头部二线城市高端用户，2024年4月上市后快速放量，推动江苏吴中1-9月医美业务实现营收2.0亿元（同增2694%）。受益于高端医美人群的稳定需求，差异化高端医美产品在消费整体承压背景下仍能实现逆势增长。

图62：医美高端消费人群需求稳定、消费韧性强



数据来源：中整协&德勤&艾尔建《中国医美行业2024年度洞悉报告》、开源证券研究所

图63：高端人群需求驱动下，高端医美产品艾塑菲逆势录得亮眼增长



数据来源：AestheFill艾塑菲公众号、江苏吴中公司公告、开源证券研究所

江苏吴中 医美业务	2024年 1-6月	2024年 1-9月
营收 (万元)	8012	19872
同比增长	4175%	2694%

## 5.3 重组胶原蛋白：高端维养需求驱动，长期空间可观

**重组胶原医美产品风头正盛，薇旎美持续放量。**近年来重组胶原蛋白成分作为新型生物材料，在医疗美容领域逐渐获得消费者认可。锦波生物旗下薇旎美2021-2023年销量分别为2.5/16.4/57.6万瓶，维持三位数以上高增；2024年年中（约上市千天）累计销量破百万瓶。

**高端维养需求驱动下重组胶原渗透率有望提升，长期空间可观。**相较于改善型需求（轮廓塑形、手术类等），维养类需求更稳定，但当前市场中面向高端人群的维养类项目较匮乏。我们认为，重组胶原医美产品放量正是因为填补了这一市场空缺，未来在渗透率、单人年平均消费支数等方面均有较大拓展空间，我们测算得重组胶原蛋白医美产品2030年出厂价规模有望突破50亿元。

**技术储备、多元布局及品牌建设有望为企业打开差异化成长空间。**随着同类型产品持续获批上市，差异化战略将成为企业脱颖而出的关键，这既包括通过技术储备（三螺旋、交联等）、多元布局（不同型别、适应症等）、成分协同（多成分复合型产品）实现的产品差异化、功效差异化，也包括C端品牌建设带来的消费者心智差异化。

图64：重组胶原医美产品主打高端维养，受到明星用户追捧



资料来源：林允官方小红书账号、开源证券研究所

图65：锦波生物开展XVII型重组胶原临床试验多元化布局



资料来源：Medactive公众号

## 5.4 雄脱防治：潜在市场广阔但现有药物各有痛点，创新产品存在机会

**脱发防治市场持续增长，雄激素性脱发较常见但病因复杂。**久谦数据显示，2024年1-9月天猫+京东+抖音“白发脱发”类商品GMV同比增长15.6%，脱发防治市场持续增长。雄激素性脱发（下简称“雄脱”）是较常见的脱发类别，《2019中国人雄激素性脱发诊疗指南》显示我国男性雄脱患病率约21.3%、女性患病率约6.0%，遗传因素及雄激素在雄脱发病过程中均起到重要作用。

**米诺地尔、口服非那雄胺均是雄脱治疗主流药物，但各有痛点。**在治疗雄脱的药物中，米诺地尔（主要生发）、非那雄胺（主要防脱）均获我国专家推荐，2023年二者终端市场规模分别为25亿元、7.5亿元。但是米诺地尔存在长期依赖性、油腻易致敏等痛点，口服非那雄胺则有概率出现性功能障碍、抑郁症等严重副作用——这些情况被统称为“后非那雄胺综合症（PFS）”。

**雄脱防治潜在市场广阔，创新治疗产品仍存在增量机会。**当前雄脱人群中接受正规治疗的患者比例不高，未来随“科学认知、科学治疗”理念普及，将有更多患者选择正确的治疗产品，因此雄脱防治产品潜在市场广阔。此外现有治疗产品并不完美，创新产品仍有增量空间，建议关注后续即将面世的外用非那雄胺喷雾剂等差异化产品。

表1: 米诺地尔、非那雄胺均是雄脱治疗主流药物

用药方式	药物类型	推荐级别	
		男	女
外用	米诺地尔溶液	1强推荐	1强推荐
	米诺地尔泡沫剂	1强推荐	1强推荐
	非那雄胺	1强推荐	不推荐
口服	度他雄胺	2弱推荐	不推荐
	醋酸环丙孕酮	不推荐	2弱推荐
	螺内酯	不推荐	2弱推荐

资料来源：张菊芳等《2023中国临床实践指南：雄激素性脱发诊断与治疗》、开源证券研究所

图66: 使用非那雄胺有概率出现严重副作用

### 已知的PFS症状

#### 性方面

##### 性耐力

- 性欲减少或完全丧失

##### 勃起

- 勃起功能障碍、阳痿
- 丧失晨勃和自主勃起的能力

##### 性高潮障碍

- 缺乏性快感和性愉悦感

#### 身体方面

##### 男性乳房发育症

- 乳房像女性一样发育和增大

##### 疲劳

- 慢性疲劳、精神萎靡

##### 肌肉

- 肌病，包括肌肉疼痛
- 肌病，包括肌肉无力、抽筋僵硬和手足

#### 精神与神经方面

##### 记忆

- 严重的记忆/回忆障碍

##### 认知

- 思维过程缓慢
- 问题解决能力受损理解力下降

##### 心理

- 抑郁

资料来源：PFSfoundation

图67: 外用非那雄胺喷雾全身吸收量少，因此更安全



资料来源：hairlosscure2020、koreabiomed

## 5.5 投资观点：看好布局增量赛道的上游产品厂商

**看好布局差异化增量赛道的上游医美产品厂商。**短期看需求走弱终端承压，但差异化品类仍表现优异；长期看医美多维度提升逻辑未变，期待预期回暖带动行业恢复增长，建议关注布局重组胶原蛋白、雄脱防治等增量赛道的上游医美产品厂商。

**重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的包括锦波生物（重组胶原）、江苏吴中等。**

**爱美客：**国产医美产品龙头，旗下嗨体品牌知名度、价格性价比双高，行业回暖后有望成为机构拉新利器，充分享受 $\beta$ ；公司近期发布“超模丸”正式切入减重赛道，未来肉毒素、能量源设备、溶脂针等管线落地有望打开成长空间，看好公司可持续增长。

**科笛-B：**泛皮肤病新星，毛发产品布局全面，研发+消费双管齐下共筑壁垒；2024年核心单品小白管扭亏印证公司商业化能力，后续外用米诺环素、外用非那雄胺、利丁双卡因麻膏三大重磅管线有望于2024H2-2025年间陆续上市，进一步打开成长空间。

**锦波生物：**重组胶原蛋白医美龙头，拥有目前唯一二合规重组胶原医美产品，旗下薇旖美持续放量推动业绩高增。

图68：爱美客发布“超模丸”正式切入减重赛道 图69：科笛外用米诺环素、外用非那雄胺获批在即 表2：锦波生物拥有目前唯一二合规重组胶原医美产品



资料来源：爱美客IMEIK公众号



资料来源：乐城先行区管理局发布公众号、hairlosscure2020、koreabiomed

商品	注册名/注册证	预期用途
	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维 国械注册 20213130488	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）
<b>薇旖美</b>		
	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液 国械注册 20233131245	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）
<b>铂研针</b>		

资料来源：薇旖美公众号、药品监局、修丽可公众号、开源证券研究所

# 目录

## CONTENTS

- 1 综述：社会消费缓慢复苏，零售企业经营承压
- 2 传统零售：线下线上攻守易势，变革探索吸引流量回归
- 3 黄金珠宝：短期受困“涨价陷阱”，但产品品牌渠道仍在升级
- 4 跨境电商：外需景气度持续，关注综合竞争力强的头部卖家
- 5 医美：期待消费回暖，看好布局增量赛道的上游厂商
- 6 化妆品：强 $\alpha$ 国货品牌优势延续，关注细分赛道结构性机会
- 7 投资建议
- 8 风险提示

# 6.1 化妆品：行业竞争激烈、大盘放缓，长期坚定看好国货崛起

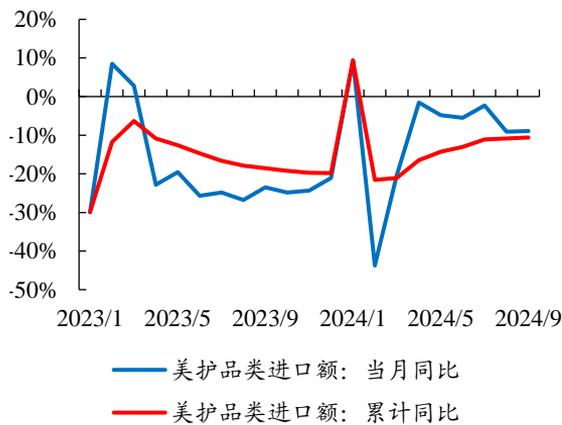
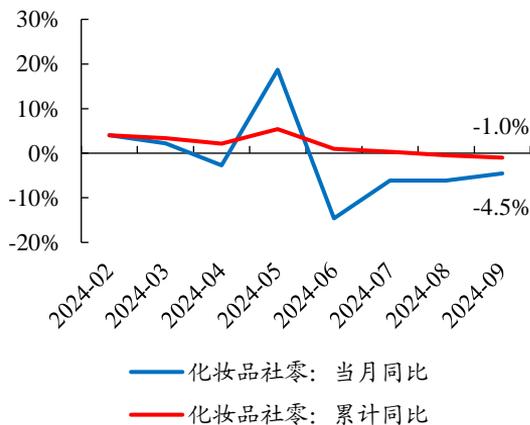
**2024年前三季度化妆品社零同比-1.0%，把握结构性机会的品牌有望突围。** 2024年前三季度我国化妆品社零累计同比增速为-1.0%，大盘略有承压。当下化妆品行业竞争激烈、线上渠道红利边际递减、大盘增速趋稳，对于国货美妆品牌既是挑战也是机遇，而在渠道、成分、品类等方面，也仍有细分结构性机会存在。

**中长期看，国货崛起主旋律不变，建议关注优质国货美妆龙头。** 从行业格局看，优质国货品牌表现强势：双十一首日天猫美妆TOP10榜单中，国货占据4位；2024年前三季度淘系平台TOP20品牌中，国货品牌增速亦更为强劲，外资品牌则普遍下滑或仅微增；此外海关总署数据显示，2024年1-9月美容个护类进口累计同比-10.6%，进口化妆品在中国遇冷。面对市场多变环境，本土化妆品品牌对国内营销热点与消费趋势变化把握能力更强，未来具备强产品力、运营力、营销力的优质国货品牌有望持续抢占市场份额。

图70：2024年前三季度化妆品社零同比-1.0%

图71：2024年1-9月美护品类进口额累计同比-10.6%

表3：2024年双十一大促首日头部国货美妆品牌表现强势



排名	2022	2023	2024	排名	2022	2023	2024
1	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅	11	赫莲娜	娇韵诗	理肤泉
2	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	12	科颜氏	理肤泉	赫莲娜
3	兰蔻	兰蔻	修丽可	13	娇兰	可复美	海蓝之谜
4	珀莱雅	雅诗兰黛	可复美	14	夸迪	科颜氏	肌肤之钥
5	玉兰油	修丽可	兰蔻	15	娇韵诗	资生堂	欧诗漫
6	薇诺娜	玉兰油	娇兰	16	希思黎	自然堂	娇韵诗
7	SK-II	薇诺娜	优时颜	17	肌肤之钥	SK-II	SK-II
8	资生堂	海蓝之谜	雅诗兰黛	18	黛珂	夸迪	资生堂
9	海蓝之谜	娇兰	玉兰油	19	自然堂	优时颜	科颜氏
10	修丽可	赫莲娜	薇诺娜	20	馥蕾诗	伊丽莎白雅顿	圣罗兰

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：海关总署、开源证券研究所

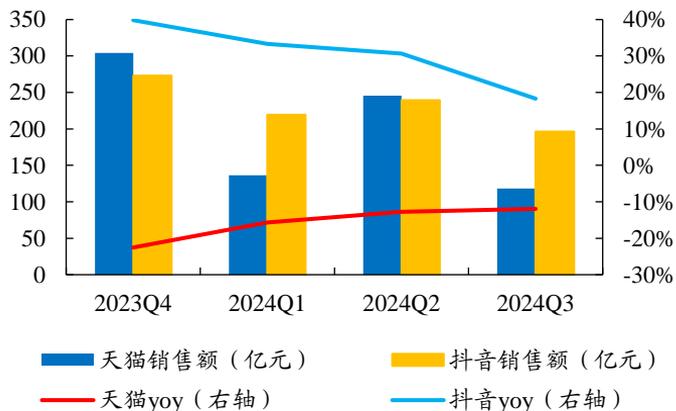
资料来源：天猫大美妆公众号、开源证券研究所（橙色为国货品牌）

## 6.2 渠道：线上步入精细化运营阶段，线下基础盘较大存在机遇

**线上头部美妆品牌强者恒强持续演绎，整体线上红利边际减弱。**根据久谦数据，2024年前三季度淘系护肤GMV约500亿元（-13.4%）、抖音护肤GMV约655亿元（+27.5%）。天猫美妆略有承压，抖音电商借助种草及成交双属性，增长潜力高于传统电商平台。在头部品牌逐渐重视抖音投入后，抖音渠道品牌体系迅速向成熟平台看齐，积累深厚且布局早的品牌如韩束、珀莱雅表现持续强势。整体来看，电商平台渗透率较高，流量红利或呈边际减少趋势，未来线上将逐渐走向精细化运营和客群留存转化的新阶段。

**美妆重返线下聚焦体验价值，美妆零售业步入全渠道融合新时代。**根据用户说，“美妆与线下体验”融合的提及声量超273万，同比增长58%，反映了消费者对美妆回归线下的渴望，消费需求逐渐从单一的商品经济层面，跃升至追求个性化和沉浸式体验的新维度。随着线上市场逐渐饱和，品牌也开始重新审视线下渠道价值：珀莱雅自2023年重启线下市场，韩束于2024年初重返CS渠道并推出线下专供产品线，恋火、可复美等多个品牌均开始积极扩张实体店布局。我们认为，美妆线下基础盘较大，未来存在结构性机会。

图72：抖音美妆大盘增速较快，结构性红利尚存



数据来源：久谦、开源证券研究所

图73：国货美妆品牌愈发重视线下渠道，开启线下零售场景布局



资料来源：美妆网公众号、可复美公众号、开源证券研究所

## 6.3 成分：重组胶原蛋白尚处“概念普及期”，供需共振推动行业持续高景气

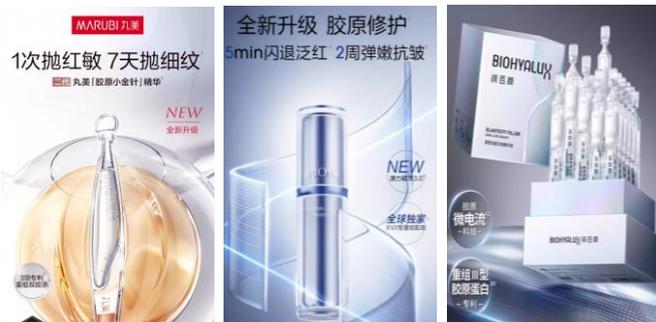
**功效时代为王，“中国成分”关注度持续提升。**国货崛起的本质是品牌依靠研发打造强功效护肤品，结合精准定位和精细运营实现突围。理性消费趋势下，主打强功效成分的国货美妆品牌逐渐崭露头角，如重组胶原蛋白等高景气“中国成分”的关注度持续提升。

**供给端：各品牌加速布局重组胶原蛋白产品，销售表现可观。**多个美妆品牌陆续布局重组胶原蛋白产品，多剂型胶原蛋白及多元化应用场景被持续拓展。如欧莱雅升级小蜜罐2.0面霜，重点突出重组胶原蛋白成分，弱化此前主打的玻色因成分；珀莱雅在源力面霜2.0中重点升级17型重组胶原蛋白；丸美推出双胶原2.0的二代小金针。从市场表现来看，以可复美胶原棒为代表的大单品销售表现亮眼，双十一期间可复美胶原棒成为李佳琦直播间首个破亿单品，10分钟卖出超20万件，排名从2023年的第11名上升至2024年的第4名。

**需求端：重组胶原蛋白尚处发展初期，行业β持续上行。**根据美丽大修行数据，重组胶原蛋白位列成分榜单第40名（提升58名），热度不断攀升。当前重组胶原蛋白仍处于美妆成分“概念普及期”，伴随后续更多优质产品推出有望加强消费者教育并提升行业热度，供需共振共同推动行业规模与渗透率提升。

图74：多个美妆品牌积极打造重组胶原蛋白大单品

丸美小金针2.0 珀莱雅源力精华3.0 润百颜胶原元气弹



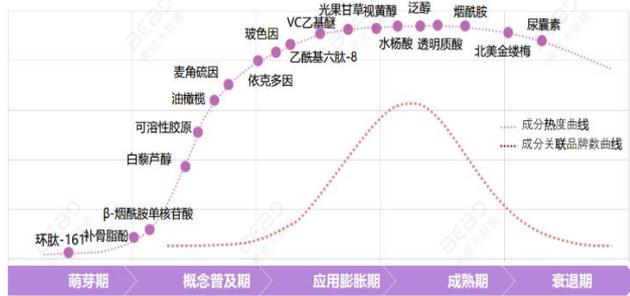
资料来源：各品牌天猫旗舰店

图75：可复美胶原棒在大促节日表现优异



资料来源：化妆品报公众号

图76：重组胶原蛋白尚处生命周期早期，渗透率有望持续提升



资料来源：美丽修行大数据公众号

## 6.4 品类：防晒、洗护、婴童护理前景广阔，关注各品牌方产品布局

**防晒：国货防晒迎来机遇，满足差异化需求有望突围。**根据艾媒咨询，2023年国内防晒市场规模为148亿元（+12.3%），过去占主导的日系防晒品牌受舆论影响份额下滑，国货防晒迎来机遇。从供需看，消费者已从单一防晒伤需求转变为“抗光老”的进阶需求，各品牌方开始发力打造满足高功效需求的防晒产品，未来定位清晰且具备差异化的产品有望实现较好增长。

**头皮洗护：功效化趋势显现，国货加速布局。**消费者对美容个护的需求不断进阶，在头皮洗护领域逐渐由洗发向护发养发需求转变，多个美妆品牌通过差异化定位打造新成分/新功效产品满足消费者需求。例如，惊时（珀莱雅）、即沐（福瑞达）和滋源（环亚）主打头皮微生态护理，Off&Relax（珀莱雅）、函得仕（巨子生物）和ProtYouth（锦波生物）主打“头皮抗衰”理念等。

**婴童护理：精细化育儿趋势驱动赛道成长，国货婴童护理品牌潜力突出。**根据Frost&Sullivan，母婴护理行业2021-2026年预计复合增速高于护肤、彩妆等美妆细分赛道，增长潜力突出。当前精细化育儿观加速渗透和“为品质买单”的消费理念将成为婴童护理赛道发展的源动力，国货婴童护理品牌具备安全性高、性价比高且更贴合肤质等优势，有望迎来发展机遇。

图77：品牌发力布局“防晒+”产品体系



	薇诺娜清透防晒乳	安热沙小金瓶防晒霜	蜜丝婷小黄帽防晒霜
价格	188元/110g	208元/60ml	159元/170ml
防晒值	SPF48 PA+++	SPF50+ PA++++	SPF50+ PA++++
防晒方式	化学防晒	物化结合	物化结合
产品功效	防晒、修护	抗光老、热感应	防晒、温和、御光滤
核心卖点	敏感肌专属，特殊美容后可用，洁面可卸	防水防汗防摩擦	高倍防晒黑，通勤户外，敏肌认证

资料来源：各品牌天猫旗舰店、开源证券研究所

表4：国货积极布局头皮洗护赛道，打造差异化品牌定位

品牌	推出年份	所属企业	品牌定位
滋源	2014年	环亚集团	无硅油头皮护理/头皮微生态品牌
off&relax	2020年	珀莱雅集团	亚洲头皮健康专家
三森万物	2022年	华熙生物	微生态平衡精研洗护品牌
ProtYouth	2023年	上美股份	科技美学头皮护理品牌
ProtYouth	2023年	锦波生物	胶原蛋白洗护品牌
惊时	2024年	珀莱雅	专注头皮微生态功效洗护品牌
一叶子	2024年	上美股份	专研敏感头皮
函得仕	2024年	巨子生物	头皮健康养护品牌
即沐	2024年	福瑞达	专注头皮微生态洗护品牌

资料来源：i美妆头条公众号、开源证券研究所

图78：多个品牌加速推出婴童护理产品



资料来源：各品牌天猫旗舰店

# 6.5 投资观点：行业竞争激烈、结构机会尚存，看好优质国货美妆龙头

化妆品行业竞争激烈，看好综合实力强、成长性高的优质美妆企业。行业大盘增长有所放缓、市场竞争进入白热化阶段，优质国货品牌面临的机会与挑战并存。展望未来，美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，综合实力较强、能力不断迭代且受益细分赛道高景气的成长品牌有望持续抢占市场份额。

**重点推荐珀莱雅、润本股份、巨子生物、上美股份、丸美股份、福瑞达、水羊股份等。**

**珀莱雅：**国货化妆品龙头，主品牌势能持续提升、第二梯队品牌亦稳扎稳打贡献增量；短期看大单品推进&品类扩张进展顺利，大促日销问鼎天猫美妆第一；长期看公司品牌矩阵成型、运营思路清晰，未来成长确定性较强。

**润本股份：**“驱蚊+婴童护理”细分龙头，产品性价比高且推新快而准；短期看，秋冬旺季来临，蛋黄油面霜等新品放量有望贡献业绩增量；长期看，品牌拓渠道+拓品类空间大，依靠“扁平管理+自有工厂”底层优势有望维持高增。

**巨子生物：**重组胶原蛋白龙头，旗下品牌可复美、可丽金增势强劲，受益重组胶原蛋白赛道β上行+打造医美第二曲线。

**上美股份：**韩束在抖音表现强势、第二曲线一页盈利强&成长快，未来有望凭借“灵活供应链+团队高效运营”优势拓展新增长点。

图79：润本新品蛋黄油面霜登上抖音多个榜单前二 图80：珀莱雅综合实力强劲，双11霸榜天猫美妆第一



资料来源：抖音APP（截至10月24日）



资料来源：天猫大美妆公众号（截至10月24日）

图81：巨子生物旗下两大品牌均有较好表现



资料来源：巨子生物公众号

**投资建议：沿“线下零售、黄金珠宝、国货美妆、医美产品”四主线布局。**

展望2025年零售行业投资，受益政策助力、经济预期恢复，消费复苏将是核心主旋律，零售企业亦有望迎来经营业绩和估值修复。投资策略层面，优选兼具短期修复弹性和长期成长景气度的优质细分赛道，并重点关注竞争优势、品牌势能有边际提升的龙头公司，具体包括“线下零售”、“黄金珠宝”、“国货美妆”和“医美产品”四条投资主线。

**投资主线1：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头。**

线上电商自身竞争内卷和流量红利见顶，叠加年轻消费者的选择决策偏好变化，为线下渠道带来攻守易势机会，核心在于调整思路，扬长避短着力于“人”，在服务体验和情绪价值提供方面做正向累积，吸引流量回归线下。关注积极变革探索的优质线下零售企业（超市、百货、母婴连锁、商业服务等），重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁等，受益标的重庆百货、孩子王、小商品城等。

**投资主线2：关注积极修炼内功、具备更强基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌。**

尽管短期遭遇“涨价陷阱”，但长期看，黄金的“消费+投资”逻辑未变；头部品牌积极修炼内功，在产品、渠道、品牌等多维度发力，与中小品牌拉开距离，持续提升市占率。展望未来，行业轻资产加盟模式下的“高股息”属性将更加凸显，而金价稳定后，终端需求释放亦有望带来基本面和估值修复。重点推荐潮宏基、周大生、老凤祥和中国黄金等，受益标的老铺黄金、菜百股份等。

**投资主线3：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌。**

化妆品市场竞争激烈，对国货美妆品牌而言机会与挑战并存，需重视渠道、成分、品类等结构性红利。具备高景气赛道先发优势，且组织、产品、运营等综合能力强的公司，有望在变化中抢占市场。重点推荐珀莱雅、润本股份、巨子生物、上美股份、丸美股份。

**投资主线4：关注盈利能力具备确定性的上游医美产品厂商。**

短期医美消费承压，但重组胶原蛋白等差异化品类仍表现优异；长期看，医美“渗透率+国产化率+合规化”多重提升逻辑未变，期待消费回暖带动行业恢复。关注布局差异化增量赛道的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物、江苏吴中等。

表5: 投资建议: 关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

证券代码	股票简称	评级	市值 (亿元)	收盘价(元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601933.SH	永辉超市	买入	469	5.17	-0.04	0.03	0.09	-129	172	57
002697.SZ	红旗连锁	买入	73	5.38	0.42	0.44	0.46	13	12	12
603708.SH	家家悦	买入	73	11.41	0.34	0.40	0.47	34	29	24
002345.SZ	潮宏基	买入	45	5.12	0.43	0.52	0.61	12	10	8
002867.SZ	周大生	买入	133	12.15	0.99	1.14	1.30	12	11	9
600612.SH	老凤祥	买入	213	50.83	3.87	4.17	4.56	13	12	11
600916.SH	中国黄金	买入	150	8.95	0.58	0.70	0.81	15	13	11
603605.SH	珀莱雅	买入	396	99.90	3.95	4.94	5.98	25	20	17
603193.SH	润本股份	买入	105	25.91	0.78	0.96	1.18	33	27	22
2367.HK	巨子生物	买入	530	51.55	2.00	2.50	3.00	26	21	17
2145.HK	上美股份	买入	131	32.80	2.26	2.97	3.63	15	11	9
603983.SH	丸美股份	买入	126	31.43	0.94	1.21	1.51	33	26	21
300896.SZ	爱美客	买入	703	232.29	6.86	8.25	9.77	34	28	24
2487.HK	科笛-B	买入	31	9.55	-1.63	-1.12	-0.56	-6	-9	-17

数据来源: Wind、开源证券研究所(注: 收盘价日期为2024/11/12, 其中港股展示港元市值及收盘价)

- (1) 消费复苏不及预期:** 社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- (2) 竞争加剧:** 若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- (3) 政策风险:** 海外政策风险、国内监管趋严，可能影响企业部分经营活动等。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 股票投资评级说明

	评级	说明	<b>备注：</b> 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

**北京：**北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

**深圳：**深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

**西安：**西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券