



化妆品与日化行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

luoxiaoting@gjzq.com.cn

黄金珠宝品牌商梦金园上市在即，专注下沉市场、全产业链布局

投资建议

- 美护：双 11 收官，淘天美妆大盘表现超预期、大促心智强，抖音增速放缓（据蝉魔方，双 11 正式期护肤品/彩妆香水同比+23%/+11%），可复美、可丽金、丸美、韩束、润本等品牌表现亮眼。关注三条投资主线，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）；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）；3) 运营端&组织端积极求变，期待业绩端逐步改善：关注贝泰妮、上海家化、水羊股份、福瑞达等。
- 黄金珠宝：金价高位波动抑制终端动销，关注金价走势、旺季（元旦春节）订货会经销商库存水位&进货积极性。建议持续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），潮宏基、周大生、中国黄金等。

双周关注

■ 梦金园上市在即，专注下沉市场、全产业链布局

公司拟全球发售 4395.68 万股 H 股，中国香港/国际发售股份 439.58/3956.1 万股，另有 15%超额配股权；24 年 11 月 21 日至 26 日招股，发售价将为 12.0-14.4 港元/每股，预期 11 月 29 日上市。

专注下沉市场的黄金珠宝首饰原创品牌制造商，运营涵盖黄金珠宝产业各环节。1H24 公司营收 99.8 亿元、同比 +7%，按黄金珠宝收入计算，23 年公司市占率 3.8%，在中国黄金珠宝品牌中排名第 5，三线及以下城市排名第三。经销&省代模式为主，收取较低的工费，公司毛利率与净利率位于行业下游。

特许经营模式助力下沉市场渗透。截至 1H24 末，公司经营网络包括 1670 家加盟商旗下经营的 2850 家加盟店、7 个自营直营区服务中心及 17 个省级代理。21-1H24 年，特许经营网络收入占比在 80%以上，其中来自三四线及以下城市的加盟商收入占比 40%+。

募集资金用途：约 50%用于升级山东潍坊的生产设施，34%用于扩大和加强销售网络（计划 27 年底新设 33 家自营店），16%用于投资信息科技。

行业动态

普丽妍（南京）医疗科技有限公司的“聚乳酸面部填充剂”于 11 月 21 日获得国家药监局审批，取得医疗器械注册证；适用范围为：适用于注射到鼻唇沟部位真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。

行情回顾

近两周（2024.11.11~11.22）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 5.36%、跌 6.48%、跌 5.81%。其中，美容护理跌 9.43%、处于中下游，黄金珠宝跌 1.37%、处上游。

原材料价格跟踪

棕榈油/原油/PP 指数近两周（11.11~11.22）价格跌 4.84%/涨 5.16%/涨 1%，COMEX 黄金期货本周五收盘价 2718.2 美元/盎司、较 11.11 涨 3.51%。

风险提示

美容护理：营销/渠道/新品发展不及预期，第三方数据误差；黄金珠宝：终端零售/加盟渠道拓展不及预期、金价大幅波动。



内容目录

1、双周关注：梦金园上市在即，专注下沉市场、全产业链布局.....	3
2、行情回顾.....	4
3、原材料价格跟踪.....	6
4、风险提示.....	8
4.1、美容护理.....	8
4.2、黄金珠宝.....	8

图表目录

图表 1： 梦金园 1H24 营收 99.8 亿元、同比+7%.....	3
图表 2： 按黄金珠宝收入计算，23 年公司市占率 3.8%，排名第 5.....	3
图表 3： 公司黄金饰品占主导.....	3
图表 4： 主攻下沉市场，三四线及以下城市的加盟商占特许经营模式收入 40%+.....	4
图表 5： 公司毛利率低于可比公司.....	4
图表 6： 公司净利率低于可比公司.....	4
图表 7： 本周美容护理板块涨跌幅（%）.....	4
图表 8： 本周各板块涨跌幅（%）.....	5
图表 9： 本周美容护理个股涨跌幅.....	6
图表 10： 本周黄金珠宝个股涨跌幅.....	6
图表 11： 棕榈油均价（元/吨）.....	7
图表 12： 原油价格（美元/桶）.....	7
图表 13： PP 指数.....	7
图表 14： LDPE 出厂价（元/吨）.....	7
图表 15： COMEX 黄金期货收盘价.....	8

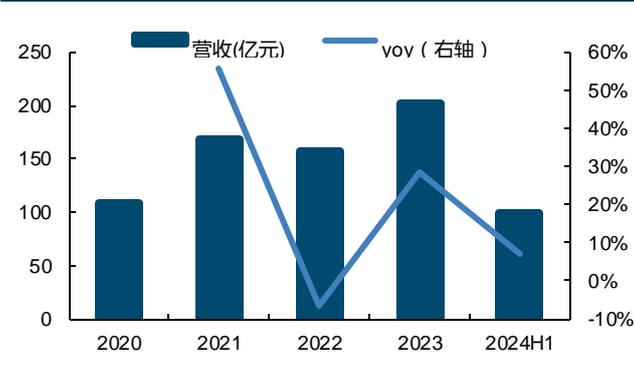


1、双周关注：梦金园上市在即，专注下沉市场、全产业链布局

专注下沉市场的黄金珠宝首饰原创品牌制造商，国内少数实现运营涵盖黄金珠宝产业各关键环节（从原材料采购及提纯精炼、研发、产品设计、制造到通过多元化销售网络零售）的企业之一。1H24 公司营收 99.8 亿元、同比+7%，按黄金珠宝收入计算，23 年公司市占率 3.8%，在中国黄金珠宝品牌中排名第 5。

图表1：梦金园 1H24 营收 99.8 亿元、同比+7%

图表2：按黄金珠宝收入计算，23 年公司市占率 3.8%，排名第 5



排名	公司	市场份额
1	周大福	12.70%
2	老凤祥	10.90%
3	中国黄金	10.70%
4	豫园集团	6.90%
5	梦金园	3.80%

来源：梦金园招股书，国金证券研究所

来源：梦金园招股书，国金证券研究所

黄金饰品占主导，21-23 年万纯系列（等级 999.9 的黄金珠宝）占比 80%+，1H24 下降至 63%；亿纯系列（等级 999.99 的黄金珠宝）21-23 年占比 5%左右，1H24 占比提升至 20%。

图表3：公司黄金饰品占主导

	2021	2022	2023	1H24
营收（亿元）				
万纯黄金产品	138.70	139.79	178.65	62.82
亿纯黄金产品	7.40	8.45	11.22	19.58
其他黄金产品	1.95	1.27	1.78	4.91
金条	16.52	4.42	7.12	11.04
K 金首饰、镶钻珠宝及其他产品	2.97	2.26	2.26	1.00
服务	1.17	1.05	1.06	0.45
合计营收	168.71	157.24	202.09	99.80
占比				
万纯黄金产品	82.2%	88.9%	88.4%	63.0%
亿纯黄金产品	4.4%	5.4%	5.6%	19.6%
其他黄金产品	1.2%	0.8%	0.9%	4.9%
金条	9.8%	2.8%	3.5%	11.1%
K 金首饰、镶钻珠宝及其他产品	1.8%	1.4%	1.1%	1.0%
服务	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%
yoy				
万纯黄金产品		0.8%	27.8%	-25%
亿纯黄金产品		14.2%	32.7%	272%
其他黄金产品		-35.0%	41.0%	434%
金条		-73.2%	60.9%	691%
K 金首饰、镶钻珠宝及其他产品		-23.7%	-0.3%	-22%
服务		-10.2%	0.5%	-11%

来源：梦金园招股书，国金证券研究所



特许经营模式助力下沉市场渗透。截至 1H24 末，公司经营网络包括 1670 家加盟商旗下经营的 2850 家加盟店、7 个自营直营区服务中心及 17 个省级代理。

特许经营网络贡献主要收入，主攻下沉市场。21-1H24 年，特许经营网络收入占比在 80% 以上，其中来自三四线及以下城市的加盟商收入占比 40%+。

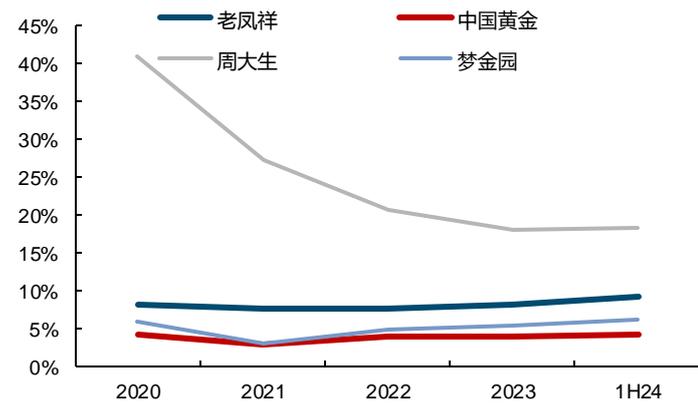
图表4: 主攻下沉市场，三四线及以下城市的加盟商占特许经营模式收入 40%+

	收入 (亿元)				占比			
	2021	2022	2023	1H24	2021	2022	2023	1H24
省级代理	53.6	52.1	66.5	24.5	36%	35%	35%	30%
加盟商	94.1	96.3	122.7	57.6	64%	65%	65%	70%
一线城市	0.8	0.8	1.2	0.5	1%	1%	1%	1%
二线城市	30.9	30.6	38.9	19.9	21%	21%	21%	24%
三线城市	37.5	37.7	47.8	22.3	25%	25%	25%	27%
四线及以下城市	25.0	27.3	34.9	14.9	17%	18%	18%	18%

来源: 梦金园招股书, 国金证券研究所

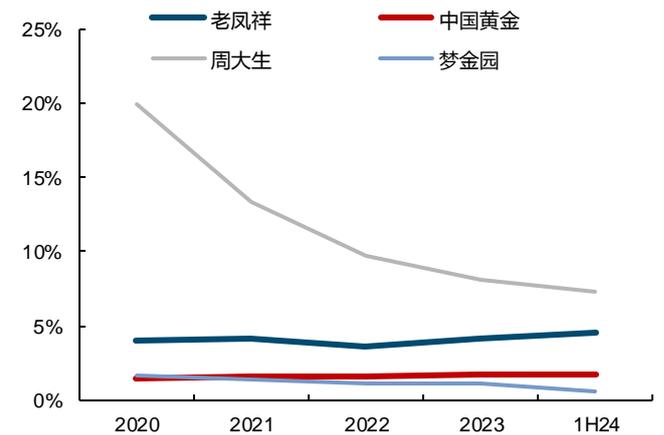
经销模式为主, 收取较低的工费, 公司毛利率与净利率位于行业下游。

图表5: 公司毛利率低于可比公司



来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表6: 公司净利率低于可比公司



来源: 同花顺, 国金证券研究所

2、行情回顾

近两周 (2024. 11. 11~11. 22) 上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 5. 36%、跌 6. 48%、跌 5. 81%。其中, 美容护理跌 9. 43%、处于中下游, 黄金珠宝跌 1. 37%、处上游。

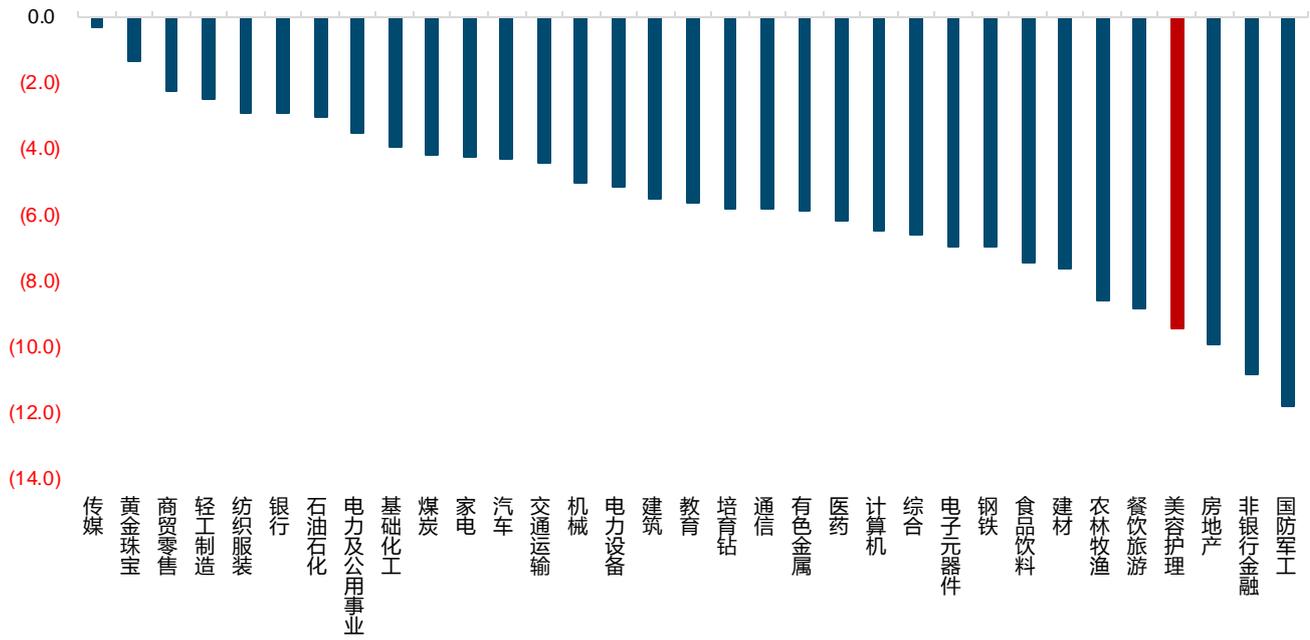
图表7: 本周美容护理板块涨跌幅 (%)

板块名称	累计涨跌幅 (%)	板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	-5.36	美容护理	-9.43
深证成份指数成份	-6.48	黄金珠宝	-1.37
沪深 300	-5.81	商贸零售	-2.28

来源: Wind, 国金证券研究所



图表8: 本周各板块涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

近两周美容护理板块个股涨少跌多, 逸仙电商、可靠股份、若羽臣涨幅靠前。



图表9: 本周美容护理个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿)
YSG.N	逸仙电商	4.51	15.64	25.07	358	4
301009.SZ	可靠股份	10.43	11.08	20.50	5305	28
003010.SZ	若羽臣	19.07	10.36	19.79	14055	32
6993.HK	蓝月亮集团	3.65	4.58	14.01	4223	214
605136.SH	丽人丽妆	8.25	4.30	13.73	15401	33
002803.SZ	吉宏股份	15.21	1.67	11.10	22178	59
001218.SZ	丽臣实业	16.82	1.35	10.75	1563	22
603238.SH	诺邦股份	11.18	0.36	9.79	2310	20
300792.SZ	壹网壹创	21.42	-0.42	9.01	9424	51
001206.SZ	依依股份	15.62	-1.51	7.91	4219	29
603059.SH	倍加洁	22.15	-4.85	4.57	909	22
300955.SZ	嘉亨家化	15.07	-5.75	3.67	1321	15
6601.HK	朝云集团	1.90	-5.94	3.49	734	25
600223.SH	福瑞达	6.78	-6.22	3.20	12510	69
300132.SZ	青松股份	4.85	-6.37	3.06	12167	25
603630.SH	拉芳家化	12.17	-7.31	2.12	2741	27
300856.SZ	科思股份	25.68	-7.39	2.03	7389	87
002511.SZ	中顺洁柔	6.94	-7.59	1.84	14641	90
600315.SH	上海家化	16.60	-7.68	1.75	5874	112
688363.SH	华熙生物	57.50	-10.11	-0.69	4518	277
603983.SH	丸美股份	27.68	-10.87	-1.44	1851	111
300740.SZ	水羊股份	12.30	-11.45	-2.02	8446	48
2367.HK	巨子生物	49.50	-11.53	-2.10	3107	509
603605.SH	珀莱雅	88.67	-12.59	-3.16	6016	351
BZUN.O	宝尊电商	2.37	-13.19	-3.76	398	1
300896.SZ	爱美客	204.57	-13.68	-4.26	4374	619
300957.SZ	贝泰妮	47.90	-14.71	-5.28	6665	203
2145.HK	上美股份	29.55	-19.04	-9.61	534	118

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 上美股份、巨子生物、蓝月亮集团、朝云集团收盘价及市值单位为港币, 宝尊电商、逸仙电商收盘价及市值单位为美元)

近两周黄金珠宝板块个股普遍下跌。

图表10: 本周黄金珠宝个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿)
301177.SZ	迪阿股份	24.60	2.63	4.00	2030	98
002731.SZ	萃华珠宝	8.73	-0.23	1.15	7670	22
002867.SZ	周大生	11.95	-0.91	0.46	15898	131
002345.SZ	潮宏基	5.05	-0.98	0.39	19918	45
605599.SH	菜百股份	10.94	-1.35	0.02	5137	85
6181.HK	老铺黄金	203.80	-2.11	-0.74	381	343
600612.SH	老凤祥	49.82	-2.33	-0.96	2948	261
600916.SH	中国黄金	8.74	-2.67	-1.30	25790	147
002574.SZ	明牌珠宝	4.85	-3.00	-1.63	8953	26
300945.SZ	曼卡龙	9.94	-4.61	-3.23	8488	26
600655.SH	豫园股份	5.96	-5.40	-4.02	20292	232
1929.HK	周大福	7.08	-5.60	-4.23	7692	707
0116.HK	周生生	6.28	-7.51	-6.14	379	43

来源: Wind, 国金证券研究所 (其中周大福、周生生、老铺黄金收盘价及市值单位为港币)

3、原材料价格跟踪

棕榈油: 近两周(11.11~11.22)价格跌 4.84%。

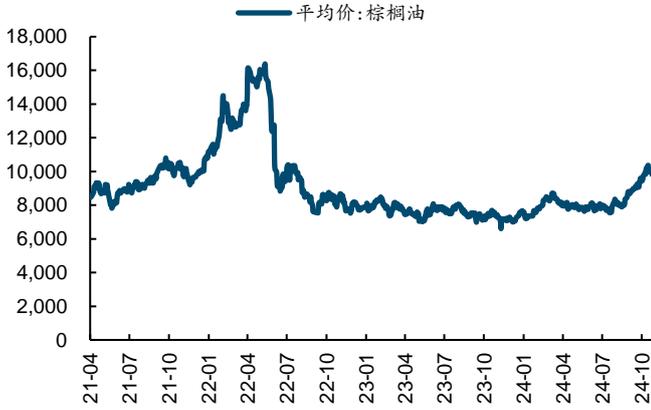


原油价格：近两周价格涨 5.16%。

PP 指数：近两周涨 1%

COMEX 黄金期货：本周五收盘价 2718.2 美元/盎司、较 11.11 涨 3.51%。

图表 11：棕榈油平均价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：原油价格（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：PP 指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：LDPE 出厂价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所



图表15: COMEX 黄金期货收盘价



来源: 同花顺, 国金证券研究所

4、风险提示

4.1、美容护理

新品销售不及预期: 行业竞争激烈, 品牌商推新迎合消费者需求变化&增强吸引力, 若新品销售不及预期, 将影响公司业绩表现。

营销发展不及预期: 线上流量成本高企考验品牌营销投放效率, 若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货, 流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期: 抖音直播等新兴渠道发展快速, 品牌商纷纷布局, 但抖音流量算法多变, 对品牌运营能力要求更高。同时, 网红主播等费用率高, 若 ROI 不够高或拖累业绩表现。

4.2、黄金珠宝

终端零售不及预期: 黄金珠宝饰品可选属性较强, 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, 行业竞争激烈、加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价大幅波动: 金价波动影响消费者购买情绪, 同时黄金材料成本是黄金珠宝品牌商的主要营业成本, 金价大幅波动或将扰动终端动销及品牌商业绩表现。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



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。

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。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究