



复苏正当时，顺应消费趋势、把握优质品牌

商贸零售行业2023年中期投资策略

姓名 黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzeping@kysec.cn

姓名 骆峥（联系人）

证书编号：S0790122040015

邮箱：luozheng@kysec.cn

姓名 杨柏炜（联系人）

证书编号：S0790122040052

邮箱：yangbowei@kysec.cn

核心观点

1. 行业回顾

2022年社会消费受疫情扰动明显，零售企业经营普遍承压；2023Q1受益线下消费场景恢复，多个细分板块、上市公司业绩显著回暖。此外值得注意的是，行业内横向比较看，具备较强品牌力的黄金珠宝和医美化妆品龙头公司，经营表现持续优于行业整体。

2. 细分板块梳理分析

黄金珠宝：“线下客流销售恢复+加盟商开店”构成贯穿全年的双重业绩弹性；年初以来，行业景气度持续验证的背后，除了消费需求（婚庆、悦己、送礼）的释放外，金价持续上涨也对黄金品类的投资属性（保值增值）带来显著强化。行业竞争格局方面，头部集中仍是主旋律，但除了表观销售数据外，我们认为更值得关注的，是珠宝消费年轻化日常化（弱化了行业周期性）、品牌竞争要素变化（从渠道转向产品）和加盟商代际变迁等几个因素对行业的长期潜在影响和变革机会。

医美：2023年以来医美消费持续复苏；行业趋势方面，产品端看“轮廓固定”等引领浪潮、机构端看医美机构客流与盈利能力修复；建议重点关注水光针、胶原蛋白、再生类产品等高景气细分赛道。

化妆品：预计行业2023年基调为温和弱复苏，因此需更加关注渠道、品牌的结构性机会；行业趋势方面，围绕大单品打造系列化产品、着墨独特成分打造标签是头部国货品牌的共同策略。此外考虑线下出行场景修复，建议关注彩妆、防晒等相关细分赛道。

传统零售：超市百货受益市场环境改善，亦有零食连锁等增量布局；母婴零售享政策东风，关注龙头横向扩张整合、纵向生态布局。

跨境电商：外部市场环境不利因素已有明显改善，基本面修复动能强劲；AIGC等技术赋能，有望带来降本增效和电商生态变革机会。

3. 投资建议

黄金珠宝：看好具备较强渠道力（开店兑现）和产品力（差异化）的龙头品牌，重点推荐**老凤祥、潮宏基、周大生和周大福**等。

医美：全年景气度有望持续向上，看好合规龙头医美产品厂商和龙头医美机构，重点推荐**爱美客、朗姿股份**。

化妆品：看好具备强产品力、强品牌力和强运营能力的国货美妆龙头**珀莱雅**以及具备估值弹性的**华熙生物、贝泰妮**等。

4. 风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧、政策风险等。

目录

CONTENTS

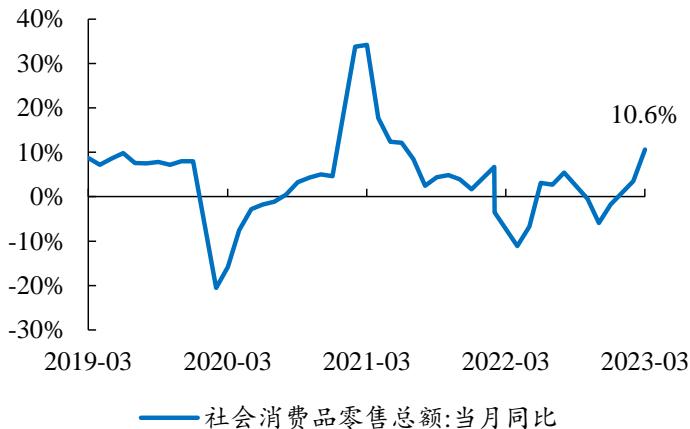
- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

1.1 零售数据：2023Q1社会消费稳步复苏，可选品类回暖明显

2022年社会消费受疫情扰动明显，2023Q1显著恢复。2022年我国社零总额44.0万亿元（同比-0.2%），其中2022Q1/Q2/Q3/Q4分别同比+3.3%/-4.6%/+3.5%/-2.7%，社会消费受疫情扰动明显；2023Q1社零同比+5.8%，其中3月单月同比+10.6%，随着消费场景恢复叠加一系列促消费政策落地显现，消费市场摆脱疫情扰动、呈现出显著恢复态势。

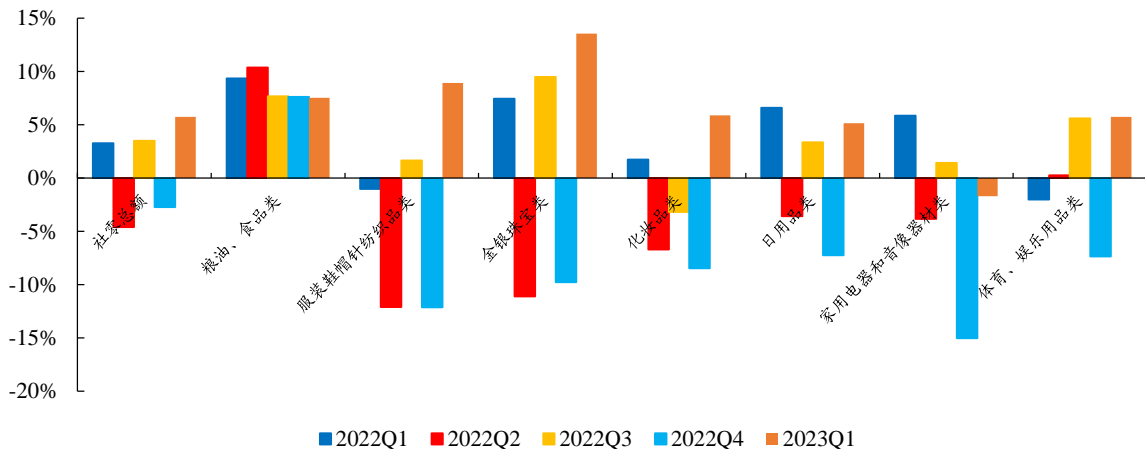
分品类看，必选消费品保持稳健，可选消费品回暖明显。2022年受疫情影响，必选、可选品类表现分化，前者相对稳健，而后者表现较弱。2023Q1粮油、食品等必选消费品仍维持稳健增长；可选消费品类受益于线下消费场景及居民消费意愿恢复，回暖明显，2023Q1金银珠宝、服装鞋帽、化妆品同比分别+13.6%/+8.9%/+5.9%，其中金银珠宝在2022年同期较高基数背景下实现亮眼增长。

图1：2022年社会消费受扰动明显，2023Q1恢复向好



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2023Q1必选消费品保持稳健，可选消费品回暖明显



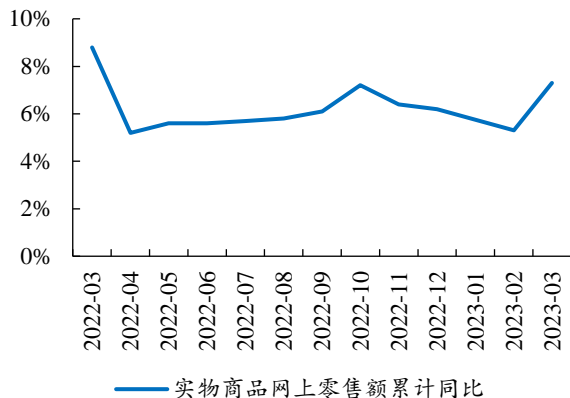
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2 零售渠道：线上渗透率稳定提升，线下各业态稳中向好

网上零售发展势头良好，渗透率稳步提升。2023Q1实物商品网上零售总额为27835亿元（+7.3%，较1-2月增速+2.0pct），吃/穿/用类商品分别同比+7.3%/+8.6%/+6.9%；其中，单3月份实物商品网上零售额同比+10.9%（较1-2月增速+5.6pct），维持了良好发展势头。一季度实物商品网上零售额占社零比重为24.2%（较2022年同期+1.0pct），线上渠道渗透率稳步提升。

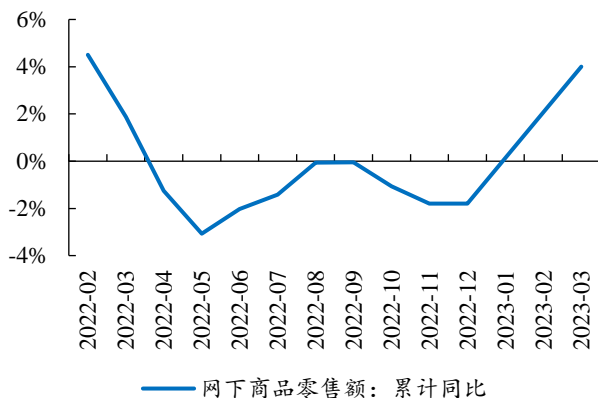
网下商品零售持续恢复，线下各业态稳中向好。根据中华全国商业信息中心数据，2023Q1网下商品零售额为74951亿元（+4%，较1-2月增速+1.9pct），其中单3月份网下商品零售额同比+8.4%（较1-2月份增速+6.3pct）。2023Q1限额以上零售业实体店零售额同比+3.6%，稳中向好；分业态看，超市、便利店、百货店、专业店和专卖店业态零售额同比分别+1.4%/+8.8%/+9.2%/+5.7%/+0.2%，较2022年全年增速分别-1.6pct/+5.1pct/+18.5pct/+2.2pct/+0.0pct。

图3：线上渠道渗透率稳步提升



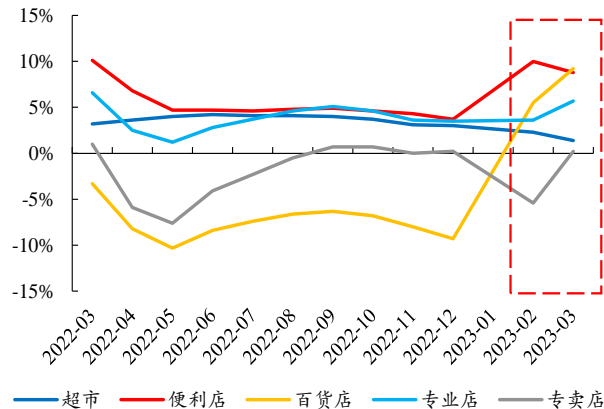
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图4：线下消费回暖，网下商品零售持续恢复



数据来源：中华全国商业信息中心、开源证券研究所

图5：线下各业态实体店铺经营加快恢复



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.3 零售企业经营业绩：2022年受冲击承压明显，2023Q1有所回暖

2023年年初至今商贸零售指数下跌11.41%，表现弱于大盘（沪深300同期涨幅为3.75%）。

零售企业2022年收入端波动明显，2023Q1有所改善。我们选取7家超市、14家百货、10家医美化妆品、8家黄金珠宝和3家专业连锁合计42家上市公司（下简称行业整体）作为样本，对零售行业业绩做梳理分析。2022Q1-2023Q1分季度看，零售行业整体营收同比增速分别为+4.1%/-4.3%/+1.3%/-13.5%/+2.9%，2022年疫情冲击下承压明显，2023年有所改善。

利润端，零售企业2022年全年承压，2023Q1显著回暖。2022年，零售行业整体扣非归母净利润同比-46.8%，2022Q1/Q2/Q3/Q4同比增速分别为+1.9%/-44.8%/-24.0%/-845.3%，受疫情及部分公司大额计提减值等因素影响全年承压；2023年一季度，行业整体利润端同比+8.7%，线下消费场景恢复后，零售企业经营回暖明显。

图6：2023年年初至今，商贸零售指数下跌11.41%

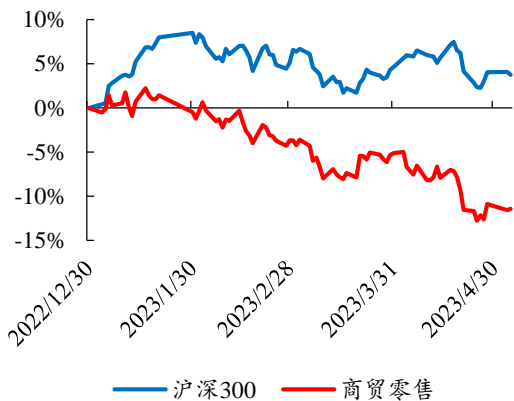


图7：收入端2022年波动明显，2023Q1有所改善

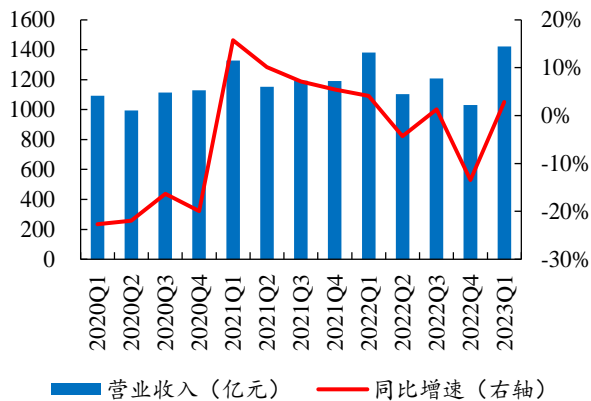
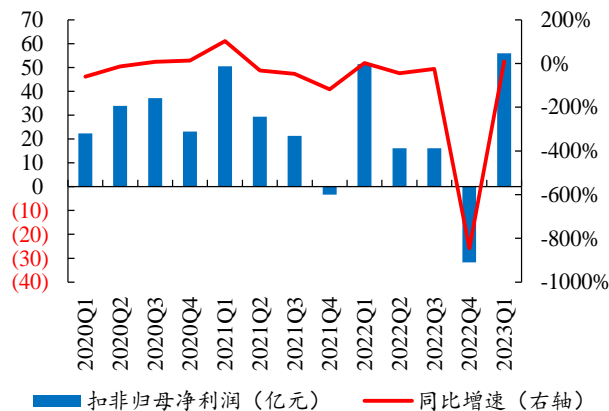


图8：利润端2022年全年承压，2023Q1回暖明显



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2023年5月5日）

数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

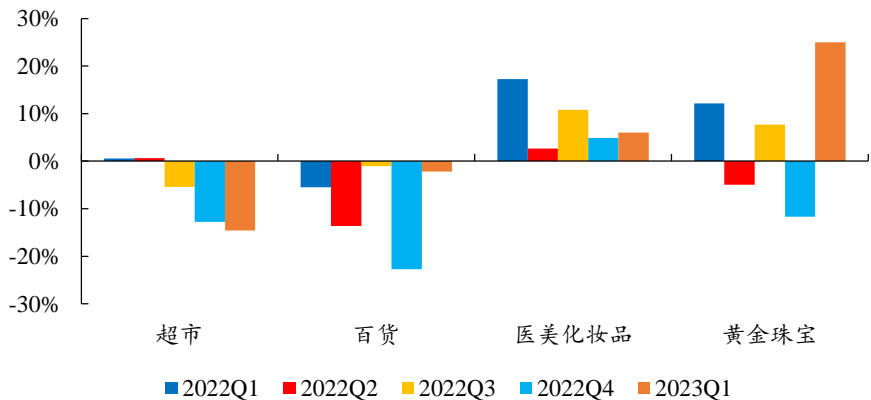
1.3 零售企业经营业绩：黄金珠宝、医美化妆品品牌龙头表现亮眼

收入端看，超市、百货表现较差，黄金珠宝波动明显，医美化妆品则展现较好韧性。2022Q1-2023Q1，超市板块营收同比分别+1%/+1%/-5%/-13%/-15%增长较差；黄金珠宝板块营收同比分别+12%/-5%/+8%/-12%/+25%，受疫情影响波动明显；医美化妆品板块营收同比分别+17%/+3%/+11%/+5%/+6%，均为正增长，展现出较好韧性。

利润端看，2022年全年仅医美化妆品板块实现正增长，2023Q1同比增长情况均环比改善。受线下消费场景受限影响，2022年超市/百货/医美化妆品/黄金珠宝利润端同比增速分别为-11%/-79%/+14%/-16%，仅医美化妆品正增长；2023Q1，超市板块环比降幅缩窄，而百货/医美化妆品/黄金珠宝均实现正增长。

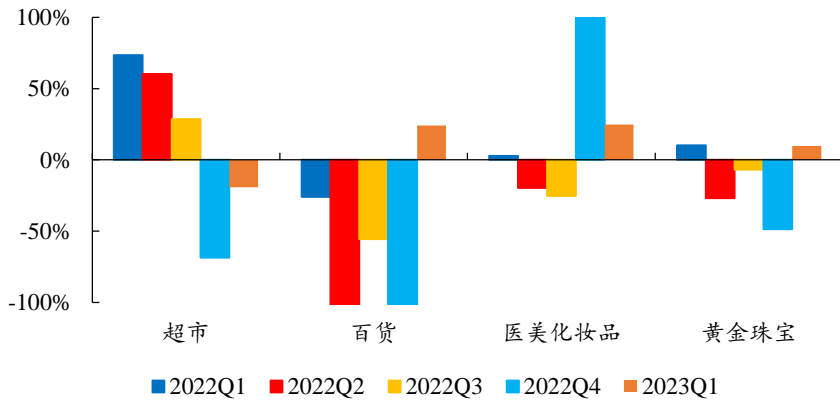
竞争格局特征：强品牌力企业经营表现显著优于行业整体。优质品牌方企业在疫情扰动期间展现更强韧性，在经营修复阶段也有更强业绩弹性，如医美龙头爱美客、化妆品龙头珀莱雅和黄金珠宝龙头老凤祥等，在2022年、2023Q1均收获亮眼业绩。

图9：收入端看，医美化妆品板块展现较好韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：零售业所选取板块2023Q1同比增长情况均环比改善



数据来源：Wind、开源证券研究所（仅展示-100%~+100%）

目录

CONTENTS

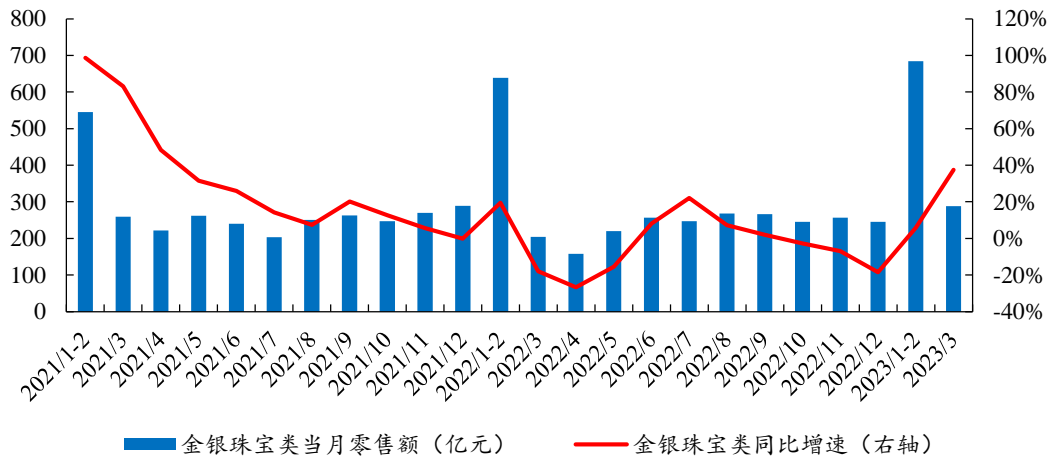
- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 **黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点**
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

2.1 黄金珠宝：疫后消费复苏是主旋律，2023年终端景气度持续得到验证

疫情防控全面放开以来，黄金珠宝行业景气度恢复良好。2023年以来受益于线下消费场景恢复，金银珠宝品类社零数据表现亮眼：1-2月春节旺季，在前期高基数背景下（2022年1-2月同比+19.5%），行业仍取得5.9%的同比增长；3月则延续了1-2月的高景气趋势，增速环比提升明显。

进入品牌春季订货会阶段，加盟商积极性高涨彰显信心。3月下旬起，黄金珠宝各头部品牌陆续启动春季订货会，也是疫情防控全面优化以来的第一次大型订货会。从部分品牌订货会现场情况看，全国各地加盟商看货、订货积极性高涨，体现对行业复苏的信心；其中，潮宏基订货会3月底圆满完成销售目标，周大生、老凤祥等品牌订货会持续时间更长、效果同样良好。

图11：2023年以来黄金珠宝消费增长趋势亮眼



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：潮宏基2023年春季订货会上加盟商积极性高涨



资料来源：金明珠珠宝

2.2 渠道：头部品牌加速扩张，加盟商经营信心回升积极响应

从品牌方视角看，**经历疫情三年洗牌，2023年是渠道扩张新起点**。疫情期间，中小品牌囿于规模和资金实力有限、抗风险能力较弱，在持续淘汰出清；2023年消费复苏背景下，行业出清优化叠加新开商业体的增量空间，为头部品牌渠道扩张带来新机遇。

头部品牌继续推进加盟渠道扩张，力图进一步提升市占率。头部品牌通过供应链支持、标准化运营等手段，保证加盟店经营质量、降低经营风险，叠加自身品牌力优势和加盟政策优惠，对加盟商展现出越来越强的吸引力。老凤祥、周大生、潮宏基等多个品牌均先后提出较高的拓店目标，以2023年为起点到2025年，扩张路径清晰。

疫情等不确定因素减少，加盟商信心恢复、积极响应公司规划。随着疫情等不确定因素减少，2023年加盟商信心明显提升。在老凤祥全国合资公司、总经销经济工作会议上，皖、甘、川等9省加盟商代表签订了《2023年经济任务确认书》，积极响应公司规划。

图13：老凤祥在会议上就2023年经济工作提出目标要求



资料来源：老凤祥公众号

图14：加盟商经营风险下降带来开店信心恢复



资料来源：应城通

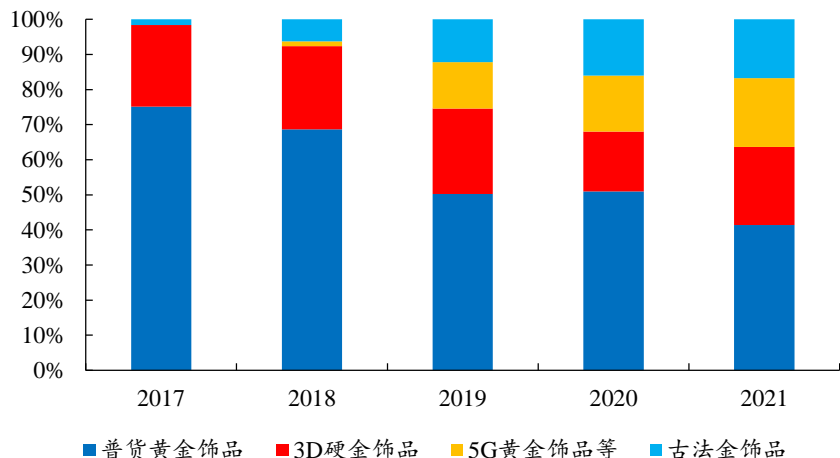
2.3 产品：黄金工艺革新迎合消费趋势变化，供需有望继续共振

分品类看，黄金产品仍是消费主力，供需两端有望继续共振。作为行业核心品类，黄金产品在供给端受益于古法/3D/5G等工艺革新，外观有突破性提升；在需求端，消费需求（婚庆、悦己、送礼等）与投资需求（基于金价上涨预期的保值增值）也在持续强化。

国潮消费带动古法金等品类发展，多品牌百花齐放。黄金品类中，古法金受到多品牌的普遍重视，核心在于将传统工艺与现代首饰结合，从中华文化中深度挖掘文化内涵打造差异化，顺应国潮消费趋势、深受消费者欢迎。

悦己需求蓬勃发展，一口价时尚黄金是2023年年年初亮点。2023年以来，潮宏基、周大福等品牌推出的串珠、吊坠等一口价黄金产品在终端销售情况亮眼，深受年轻客群喜爱。这背后是女性消费者悦己意识觉醒，为自己喜爱的高颜值单品买单已成为趋势。

图15：古法金等新工艺黄金饰品市场份额持续提升



数据来源：世界黄金协会、开源证券研究所

图16：一口价时尚黄金迎合悦己消费趋势



资料来源：潮宏基公司官网

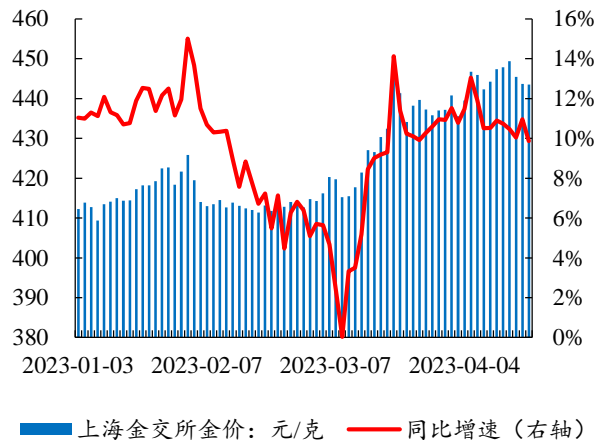
2.4 行业趋势1：金价上行短期增厚盈利能力，长期强化保值增值属性

2023年以来，黄金价格整体上涨明显且未来预期相对乐观。2023年以来（尤其3月开始）黄金价格持续上行，从上海黄金交易所金价看，4月单日金价同比涨幅基本在10%以上；考虑到国际经济和政治环境大背景，金价未来预期仍相对乐观。

短期看，金价上涨增厚部分企业盈利能力。部分黄金珠宝品牌在采购黄金原材料时，会采取套保和直接购买两种不同方式，在短期金价上涨阶段，一方面直接购买的黄金原材料升值，另一方面直营店的产品库存售价提升，进而体现在公司盈利能力等方面。

长期看，金价稳健上涨也将强化保值增值属性。黄金的投资属性来自其作为贵金属的保值增值能力。在金价长期上涨趋势下，投资者信心增强，若看好其未来增值潜力，也会倾向于增加购买。

图17：2023年3月以来黄金价格上涨明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：金价若处于长期上涨趋势，也会强化投资者对其保值增值属性的看好



资料来源：开源证券研究所

2.4 行业趋势2：品牌力是核心壁垒，竞争要素从渠道向产品变迁

长期看，品牌力是黄金珠宝公司的核心壁垒。在珠宝消费领域，品牌力是企业核心壁垒，因为强大品牌力能够为消费者带来信任感和满足感；因此，消费者在进行黄金珠宝消费时，也往往会优先选择自己熟悉的知名品牌，以避免踩雷、保证购物体验等。

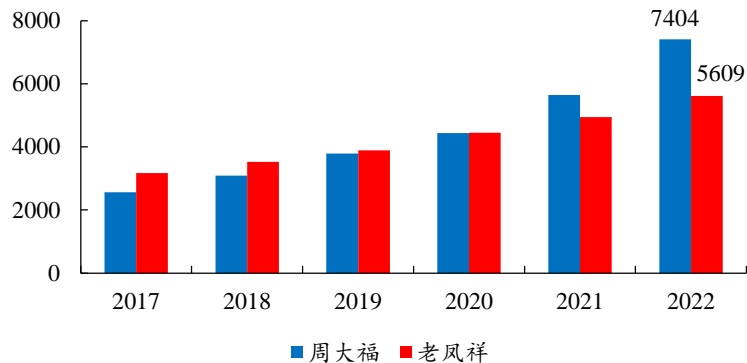
从渠道到产品，行业竞争要素正随消费趋势而变迁。

(1) 行业早期：消费者只关注重首饰材质、要求真材实料，而对款式等关注度有限，因为供应链通货普货即可满足需求；在这一阶段，产品端差异度小，渠道是主要竞争要素，因此各品牌最优经营策略为大量发展加盟商实现跑马圈地、实现渠道快速扩张。

(2) 行业成熟期：产品同质化带来激烈竞争、价格战频繁，加盟商利润相应下降，纯“渠道品牌”经营开始承压、闭店调整。

(3) 行业变革期：供给端黄金设计工艺升级，带来产品差异化加大；需求端年轻消费者悦己需求崛起，对珠宝首饰的外观设计颜值和个性化要求提高；因此，品牌方对研产环节的重视程度显著提升，品牌印记产品的重要性凸显。

图19：周大福与老凤祥已实现渠道规模高速增长



数据来源：周大福、老凤祥公司公告

图20：品牌印记产品是打造品牌力的重要步骤



资料来源：梵克雅宝、潮宏基、周大福公司官网

2.4 行业趋势3：加盟商“二代接班”带来年轻化品牌的弯道超车机会

珠宝批发零售行业的接力棒正逐步传向“宝二代”。自2003年4月我国黄金市场全面开放以来（央行取消黄金白银制品行政审批）已有近20年，第一批下海从事黄金珠宝零售生意的老一辈加盟商年龄临近退休、已逐步进入向下一代交接班的阶段。

加盟商的品牌选择是品牌方未来竞争的关键。对于加盟商而言，只要实力足够往往会加盟多个品牌，目的是最大化区域内市占率。未来随着行业品牌供给越来越丰富，部分具备较强资金实力和渠道资源的加盟商的品牌选择，将成为品牌方未来竞争的关键。

“二代接班”带给年轻化品牌弯道超车机会。“宝二代”家境殷实，通常具有较好知识水平与商业视野，对新媒体、新品牌和新消费趋势把握敏锐；年轻化品牌基于自身调性突出、产品差异化、年轻化等优势，更加受到新一代加盟商青睐，有望弯道超车。

图21：老一辈加盟商更青睐传统珠宝品牌



资料来源：美篇APP天一百货账号

图22：宝二代对新渠道感知敏锐，主动下场直播带货



资料来源：中国黄金珠宝官方公众号

图23：年轻化品牌门店调性突出



资料来源：芭莎珠宝传媒官方公众号

2.5 投资观点：行业集中度将持续提升，把握龙头品牌扩张新起点

2023年黄金珠宝景气度快速恢复，头部集中度有望持续提升。2023年是黄金珠宝消费复苏之年，客流恢复带动同店销售提升叠加加盟商信心恢复带动开店；行业逻辑方面，（1）渠道端：龙头品牌发力加盟提速扩张，已站在扩张新起点；（2）产品端：时尚珠宝随年轻化趋势乘风而起，产品力竞争要素凸显，头部集中度有望持续提升。**推荐标的：老凤祥、潮宏基、周大生、周大福。**

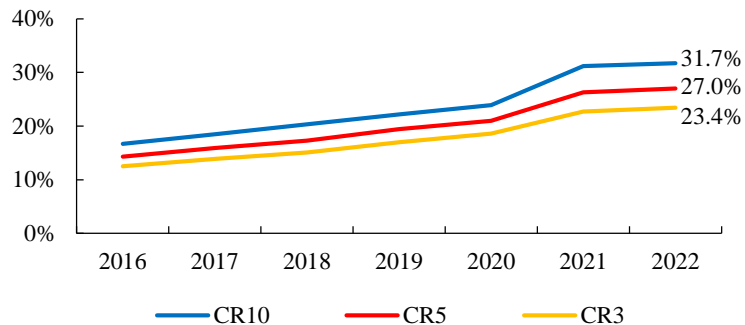
老凤祥：市场基础深厚，加盟商资源禀赋突出，特色化省代模式强粘性、强实力、强信任；公司近期制定“三年行动计划”，全方位明晰成长路径，注重激励，有望激活内部成长势能，实现跨越式发展。

潮宏基：年轻化的东方时尚珠宝龙头品牌，产品端基于深厚设计底蕴和顶尖生产工艺树立差异化品牌形象、打造品牌印记产品，渠道端发力加盟店提速扩张，2023年计划净开加盟店200家以上。

周大生：新品牌“周大生经典”与主品牌优势互补，有望促进渠道扩张，产品端发力提升黄金品类，推动持续成长。

周大福：主动战略调整，缓开店、提质量，推动品牌长期健康发展；香港通关游客恢复，则将释放部分区域弹性。

图24：疫情期间，行业集中度加速提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图25：金镶钻、串珠等产品热卖体现爆款研发的巨大潜力



资料来源：周大福公众号、成都潮生活

目录

CONTENTS

- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 **医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头**
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

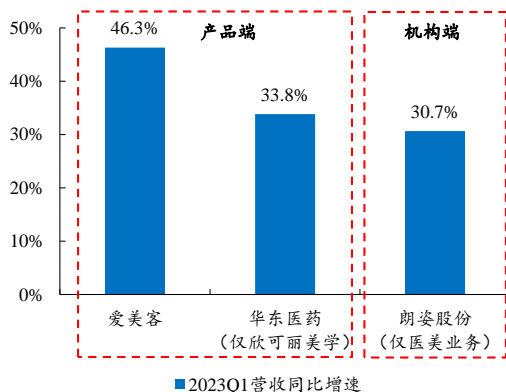
3.1 医美：2023Q1行业回暖，长期看行业渗透率、国产化率、合规化持续提升

受益于线下消费场景恢复，2023Q1医美行业回暖。2023Q1医美产品端龙头爱美客、华东医药（仅国内医美子公司欣可丽美学口径）营收同比分别+46.3%/+33.8%，医美机构龙头朗姿股份（仅医美业务）营收则同比+30.7%，上下游均有显著增长，行业回暖明显。

我国医美行业渗透率仍处于较低水平、轻医美势不可挡。我国医美项目渗透率与发达国家相比仍有较大差距，医美长期空间广阔，Frost&Sullivan数据显示，2021年我国医美市场规模约1900亿元，未来五年有望保持16% CAGR；行业内“轻医美”趋势明显，2021年轻医美市场规模占比已达51.6%。

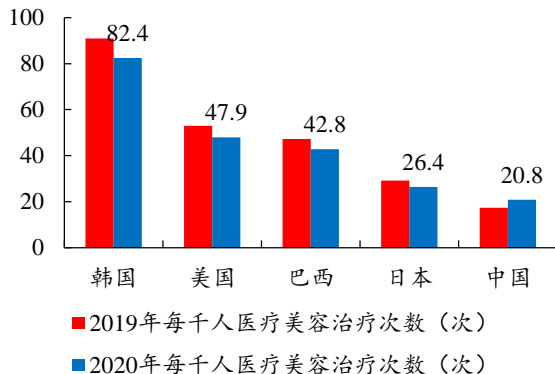
国产化率有望不断提升，监管持续推动行业合规化。一方面，传统赛道（如玻尿酸），国产品牌持续精进并得到消费者认可；另一方面，在新兴细分赛道（如重组胶原蛋白），国产品牌已占据领先地位；综合看未来医美产品国产化率有望不断提升。此外，监管部门近年来先后发布覆盖产品、机构、广告营销等多方面系列规范；严监管推动行业出清，利好合规经营的医美产品厂商和机构。

图26：2023Q1医美行业整体回暖明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：中国医美项目渗透率远低于发达国家



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图28：医美行业乱象层出不穷，需要严监管规范



资料来源：2023年央视315晚会

3.2 医美产品趋势：“轮廓固定”引浪潮，推动高G值填充剂需求提升

抗衰老理念升级，“轮廓固定”引浪潮。随着消费者认知从“皮肤抗衰”逐渐升级到“轮廓抗衰”，“轮廓固定”也成为2022年热门医美概念。巨量算数数据显示，2022年下半年抖音/今日头条平台上，关键词“轮廓固定”的平均热度为上半年的5.8倍。

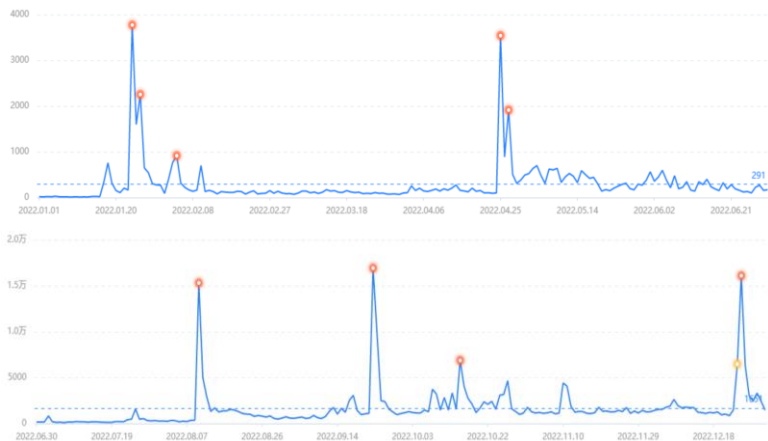
“轮廓固定”强调“骨相美”，对医生技术要求较高。“轮廓固定”是用注射方式实现骨相补充，以达到提升紧致软组织、美化人脸内外轮廓的一种面部年轻化综合解决方案。相较于思路直观的“凹陷填充”，轮廓对医生解剖学知识、注射技术手法等要求更高。

“轮廓固定”推动高G值填充剂需求提升。由于轮廓固定需要补充缺失的骨量，对填充剂用量需求较大，因此也推动了高G值（弹性模量，数值越高支撑力越好）面部填充剂的需求提升，如伊妍仕（华东医药）、海魅（昊海生科）、乔雅登丰颜（艾尔建）等。

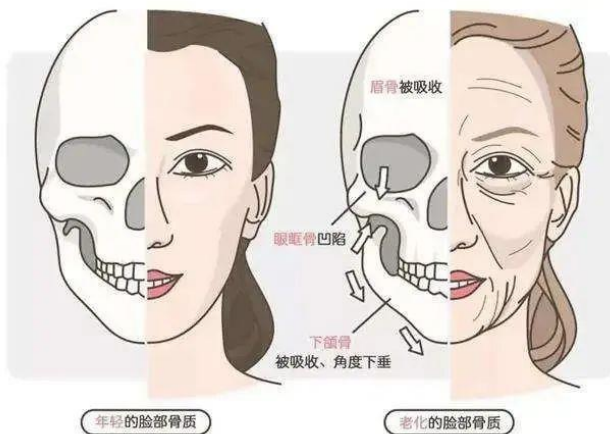
图29：“轮廓固定”自2022Q3开始逐渐成为热门医美概念

图30：“轮廓固定”主要用于解决骨量缺失导致的衰老

图31：高G值填充剂更适用于“轮廓固定”



资料来源：巨量算数



资料来源：dermlabo德肤研美学公众号



资料来源：各公司官网

3.3 医美机构趋势：获客成本、盈利能力有望改善，持续关注医美机构复苏

线下客流恢复+获客方式创新，有望带来获客成本优化。伴随线下消费场景修复以及消费者“阳康”，医美机构线下客流恢复良好；除常见的搜索竞价、老带新、本地生活平台以外，目前机构也借助抖音等新兴平台发力直播、医生IP打造等创新获客方式，精细化运营自身私域流量；综合看，线下消费回暖叠加获客方式创新，有望为医美机构带来获客成本的优化。

头部医美机构发力自有品牌，未来有望改善盈利能力。近年来头部医美机构纷纷与上游厂商合作，推出自有品牌医美产品，如新肤源胶原水光（联合丽格，与锦波生物合作）、ARSMO玻尿酸（华韩股份）、芙妮薇玻尿酸（朗姿股份）等；我们认为，相较于同级别终端售价的其他医美产品而言自有品牌成本更低，在机构中使用渗透率的提升有望改善机构盈利能力。

2023年下半年持续关注医美机构修复。疫情期间客流减少导致获客成本骤升、价格战激烈导致医美机构盈利能力下滑。我们认为，在2023年较宽松的获客环境下，医美机构营收、盈利端均有望修复。

图32：线下消费场景修复，医美机构客流恢复良好



资料来源：财联社

图33：医美机构借助抖音打造医生IP



资料来源：抖音APP

图34：头部医美机构纷纷推出自有品牌



资料来源：联合丽格集团公众号、华韩公众号


3.4 水光针：赛道持续高景气，国产品牌有望受益政策红利窗口期

水光针项目能较好满足B、C端要求，持续高景气。水光针项目通常指往真皮层中注射复合溶液以实现皮肤养护功能。C端角度看契合消费者需求、安全性高、性价比高，消费者教育深入；B端角度看操作简单，入门产品适合机构引流，进阶产品亦有利润空间。

政策红利窗口期下，满足合规要求的国产品牌加速崛起。以往常有妆字号产品（如菲洛嘉）被用于水光针项目，但2022年3月水光针被纳入III类医疗器械管理，这类行为受到限制；提前布局可用于水光针项目III类械产品的国产品牌，则有望受益合规红利加速崛起。

爱美客布局水光仪，有望带动旗下合规水光产品销售。5月6日爱美客于“风起势行”发布会上正式推出水光注射仪“爆水仪”，致力解决市面现有产品漏液多、注射速度慢、疼痛感强、噪音大等问题，未来有望带动公司旗下水活泡泡针等合规水光产品销售。

表1：政策红利窗口期下，满足合规要求的国产品牌有望加速崛起

产品	成分	生产商	注册类型	预期用途
 嗨体2.5/水活泡泡针	透明质酸、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2	爱美客	III类医疗器械	用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹
 润致娃娃针/熨纹针/水光	透明质酸钠、盐酸利多卡因	华熙生物	III类医疗器械	用于面部真皮组织浅层到中层注射以纠正额部皱纹
 瑞蓝唯瑛	微交联透明质酸钠	瑞典Q-Med	III类医疗器械	适用于18岁以上手背部需要增加组织容量的人群，用于手背部真皮层
 菲洛嘉/菲欧曼	透明质酸、维生素、氨基酸、辅酶、核酸、矿物质、抗氧化物	菲欧曼实验室	化妆品	-

资料来源：NMPA、各品牌官网、开源证券研究所（注：灰色底表示不合规产品）

图35：爱美客推出“爆水仪”，有望带动旗下合规水光产品销售



资料来源：爱美客“风起势行”爆水仪发布会

3.4 胶原蛋白：优势独特、空间广阔，重组类产品渗透率持续提升

胶原蛋白填充剂具备独特优势，市场空间广阔。胶原蛋白填充剂相较玻尿酸填充剂而言，具备效果自然、抓附力强、美白等独特优势。根据Frost&Sullivan数据，2021年我国胶原蛋白填充剂市场规模约37亿元，2027年市场规模有望突破130亿元。

行业正处供给突破前夜，有望步入供需共振的景气度上行阶段。比照玻尿酸产业发展阶段，我们认为胶原蛋白行业刚迈入需求旺盛但产能受限的阶段，未来胶原蛋白原料供给若实现突破，有望刺激需求端增长，推动行业步入供需共振的景气度加速上行阶段。基因工程法生产理论上能够达到更高产量、实现大规模产业化应用，随着技术逐渐发展成熟，有望加速行业供给突破进程。

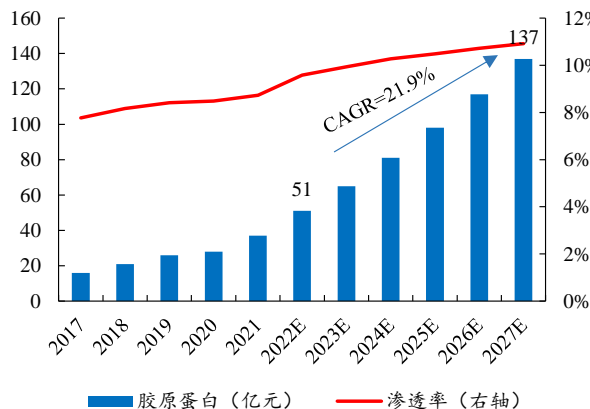
重组胶原蛋白产品渗透率有望提升。动物源胶原蛋白填充剂虽然问世更早，但基因工程法生产的重组胶原蛋白病毒风险、免疫原性风险更小，并具备水溶性更好、可加工性更强、制备过程可控等优势，近年来颇受市场关注，未来渗透率有望提升。

图36：胶原蛋白抓附力强，适合鼻唇沟等表情区域



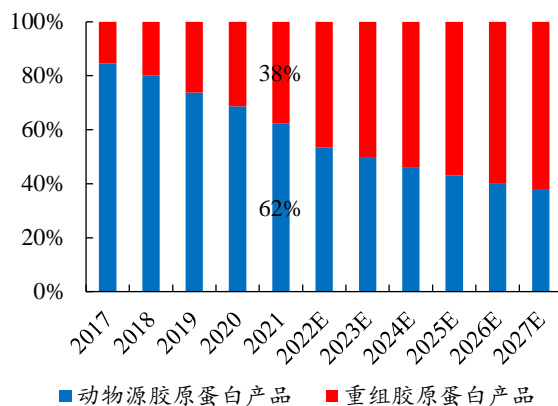
资料来源：双美生物官网、开源证券研究所

图37：胶原蛋白注射产品规模有望较快提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图38：重组胶原蛋白渗透率有望持续提升



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

3.4 胶原蛋白：重组胶原蛋白植入剂赛道仍是蓝海，国内企业纷纷发力布局

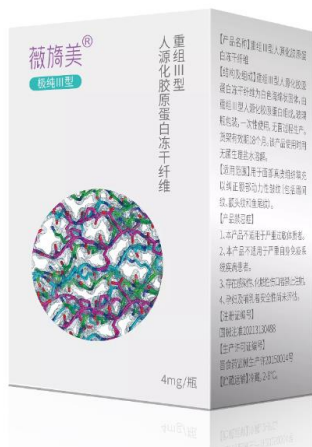
重组胶原蛋白植入剂赛道仍是蓝海，国内企业纷纷加码布局。目前我国市面上仅一款合规重组胶原蛋白填充剂（锦波生物旗下重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维“薇旖美”），赛道仍是蓝海，巨子生物、锦波生物、江苏吴中等公司纷纷加码布局。

交联技术是重组胶原蛋白填充剂破局关键。重组胶原蛋白植入剂仍处于起步阶段，由于其通常缺乏紧密的三螺旋结构，代谢速度会更快，因此研发合适的交联技术，以强化支撑力、延长产品代谢时间，是重组胶原蛋白植入剂能否与玻尿酸植入剂一较高下，并进一步破局、提升渗透率的关键。

巨子生物有望率先突破、构筑先发优势。巨子生物现有4款在研重组胶原蛋白医美植入剂，其中有两款预计于2024Q1率先获批，此外有一款交联凝胶产品预计于2025H1获批，有望在重组胶原蛋白填充剂领域构筑先发优势。

图39：目前我国仅一款合规重组胶原蛋白填充剂

表2：国内企业纷纷加码重组胶原蛋白医疗器械布局，巨子生物进度靠前



资料来源：锦波生物官网

公司	在研产品	研发阶段	适应症	预计获批时间
锦波生物	医用胶原蛋白仿生纤维（I型、III型复配）	已立项	可以促进细胞增殖，被应用于创伤修复及整形美容等领域，具有广阔的应用前景	-
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	临床阶段	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对面部皮肤）	2024Q1
	重组胶原蛋白固体制剂	临床阶段	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对面部皱纹，如抬头纹、鱼尾纹）	2024Q1
	重组胶原蛋白凝胶	产品开发	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度的颈纹）	2025H1
	交联重组胶原蛋白凝胶	产品开发	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品（主要针对中度至重度法令纹）	2025H1

数据来源：锦波生物招股书、巨子生物招股书、开源证券研究所

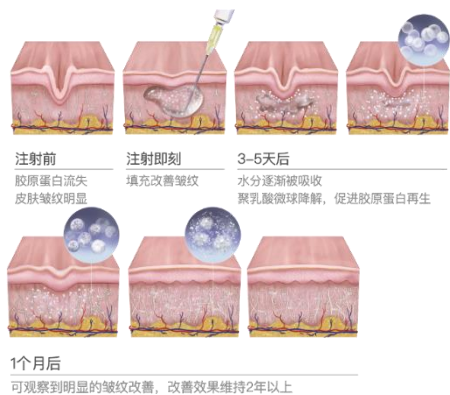
3.4 再生类产品：效果自然满足进阶需求，国内合规市场三足鼎立

再生类产品解决求美者进阶需求。再生类产品泛指一类添加了可降解刺激物（常见为聚左旋乳酸、聚己内酯），能持续刺激人体胶原蛋白再生的产品。玻尿酸通过物理填充起到支撑作用，而再生类产品可实现更自然的填充效果，满足求美者进阶需求。

国内市场三足鼎立，第四个合规产品有望获批。国外常见再生类产品包括Sculptra（舒颜萃）、DermaVeil（德美颜）等。目前国内合规产品仅濡白天使、伊妍仕、艾维岚三款。江苏吴中独家代理AestheFill（爱塑美）产品采用全球独家的空心微球技术、性能优秀，根据江苏吴中公公告该产品注册申请已获国家药监局受理，预计于2023年下半年获批。

国货品牌较国外产品有所改进。传统再生类产品Sculptra注射前需加生理盐水复配，且容易产生肉芽肿。我国自主研发产品做了针对性改进：（1）濡白天使结合玻尿酸，无需复配且有即刻填充效果；（2）艾维岚则将微球做得更均匀以保障安全性。

图40：再生类产品可诱导自身胶原蛋白再生



资料来源：艾维岚官网

图41：目前国内再生类产品市场呈现三足鼎立格局，爱塑美有望于2023年下半年获批



资料来源：各公司官网、Wind、开源证券研究所

濡白天使（俗称“天使针”）
厂商：爱美客
注册编号：国械注准20213130460
主要成分：交联透明质酸钠、左旋乳酸（PLLA）-乙二醇共聚物微球、盐酸利多卡因、磷酸盐
推广情况：截至2022年底已授权超过700多名医生



艾维岚（俗称“童颜针”）
厂商：圣玛珂
注册编号：国械注准20213130276
主要成分：聚乳酸（PLLA）微球、甘露醇和羧甲基纤维素
推广情况：截至2023年4月已授权医生1905人，已授权机构1136家

爱塑美（AestheFill）
厂商：江苏吴中
主要成分：聚双旋乳酸（PDLLA）羧甲基纤维素
审批中……



3.5 投资观点：复苏势头延续，看好合规的龙头医美产品厂商、龙头医美机构

看好合规的龙头医美产品厂商、龙头医美机构。一季度医美行业的较高景气在二季度亦有延续，行业基本面企稳回升，2023年恢复势头不改；长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度等多维提升逻辑未变；此外，监管发力规范行业发展，长期利好具备合法合规资质的医美产品和医美机构龙头，推荐**爱美客、朗姿股份**。

爱美客：国产医美产品龙头，产品、渠道、研发全方位深筑壁垒，短期受益市场回暖经营持续向好，太活泡泡针、濡白天使等差异化管线有望加速成长；长期看，肉毒素、减重等布局持续丰富管线矩阵，将夯实公司长期竞争力。

朗姿股份：区域医美机构龙头，2023Q1修复良好，未来“内生+外延”双重驱动全国化扩张。2023年体内机构修复确定性强，体外机构亦有望加速爬坡成熟，医美业务或迎双重复苏。此外，4月20日深圳米兰柏羽医疗美容医院升级完毕并开业，未来有望贡献增量。

图42：爱美客现有差异化管线有望加速成长，肉毒素、减重等产品夯实长期竞争力



资料来源：爱美客官网、爱美客公司公告、开源证券研究所

图43：朗姿股份旗下深圳米兰柏羽医疗美容医院全面升级



资料来源：朗姿股份官网

目录

CONTENTS

- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 **化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力**
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

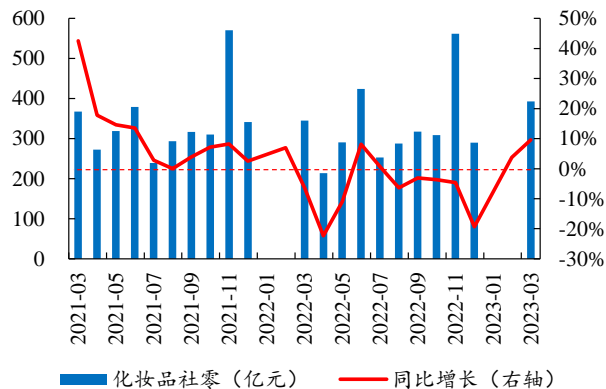
4.1 化妆品：短期温和复苏背景下关注结构性机会，长期增长基本盘未变

预计2023年化妆品消费温和复苏。作为可选消费，化妆品消费与“预期收入”息息相关，而预期收入修复链条较长，因此我们预计2023年化妆品行业整体呈温和复苏态势，2023Q1我国化妆品社零同比增速为5.9%。

温和复苏背景下，关注结构性机会。久谦数据显示2023Q1化妆品抖音渠道表现优于天猫、京东渠道，把握住渠道结构性机会的品牌有望脱颖而出。具体标的方面，国货龙头珀莱雅2023Q1营收同比+29%，行业整体承压背景下逆势增长，强者恒强逻辑持续兑现。

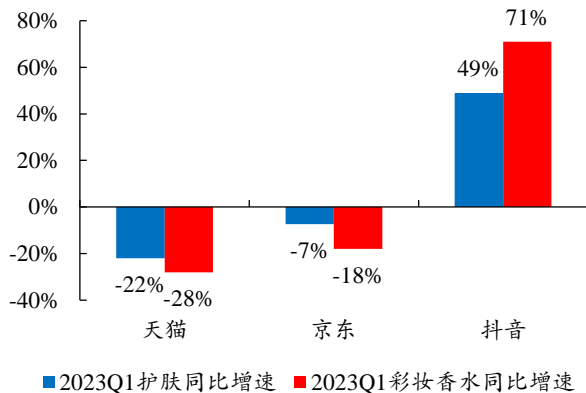
行业基本盘未变，中长期仍有望维持稳健增长。横向对比看，我国人均化妆品消费仍低于全球水平，未来行业规模仍有提升空间。根据Euromonitor，我国化妆品行业2021-2026年有望维持8%的复合增速，预计2026年市场规模有望达到8443亿元。

图44：2023Q1化妆品社零+5.9%，其中3月+9.6%



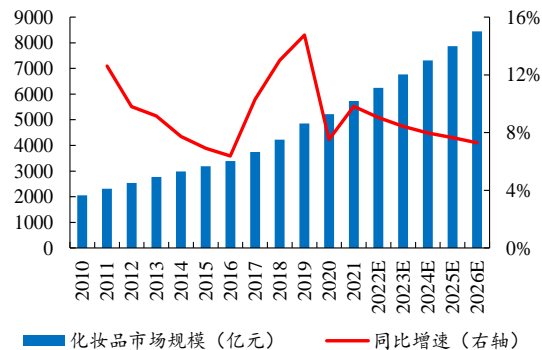
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图45：2023Q1化妆品在抖音渠道增长亮眼



数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图46：预计我国化妆品行业规模长期将保持稳健增长



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

4.2 行业趋势：产品系列化、品牌独特化、“成分党”外溢

“大单品”迈向“系列化”。近年来国货品牌方发力大单品收效显著，并进一步通过锚定核心成分及包材设计元素，围绕成功单品打造系列化矩阵，如珀莱雅双抗家族、红宝石家族等。我们认为，大单品系列化有助于连带销售，并强化消费者对于品牌的认知。

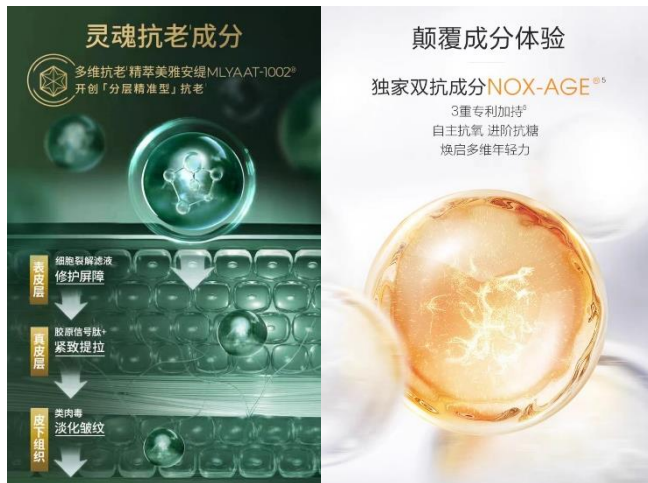
龙头国货品牌通过成分打造独特标签。差异化是实现品牌力驱动的必经之路，龙头国货品牌通过在宣发中大力着墨自家独特成分打造独特标签：①贝泰妮旗下高端抗衰品牌AOXEMD强调专利组合物成分“美雅安缇”；②珀莱雅双抗3.0则强调其独家成分Nox-Age。

“成分党”趋势外溢，席卷头皮、口腔护理领域。伴随着消费观念持续升级，过去主打基础清洁的个护产品已经难以满足市场需求，消费者开始以更理性、更严苛的眼光审视产品的功效宣称，成分党、功效党之风逐渐从护肤品吹向头皮护理、口腔护理等领域。

图47：珀莱雅打造系列化大单品

图48：龙头国货品牌通过成分打造自身独特标签

图49：华熙生物旗下品牌WO发力功效型口腔护理



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店

资料来源：AOXMED、珀莱雅天猫旗舰店

资料来源：WO天猫旗舰店

4.3 行业思考：如何前瞻判断化妆品的产品力和品牌力？

通过销售指标研究美妆品牌存在一定局限性。“产品力+品牌力”评判标准在广大消费者手中，虽无法直接度量但可通过销售结构、渠道结构、客单复购等销售那边指标反向推断。但销售是结果性指标，故只能反映历史/当前情况，无法用于前瞻性推断未来趋势。

产品力前瞻：回归产品、关注营销。拥有真实功效的产品是构筑产品力的基础，而通过营销实现“面向消费者的有效传达”亦是关键。综合产品功效成分、产品昵称、时间节点、社媒笔记、功效证据链及说服链等定性指标，才能更好判断“消费者心中的产品力”。

品牌力前瞻：重视意见领袖的意见。美妆意见领袖（超头、美垂KOL、达人）是品牌分发产品&内容的渠道，在C端拥有较高话语权；且头部领袖坑位资源有限+出于谨慎考虑，在推荐/带货时均有较高门槛。我们认为，意见领袖拥有较专业判断力，且可通过自身影响力将观点传达给消费者，可以参考意见领袖观点前瞻“消费者心中的品牌力”。

表3：功效成分、昵称等可用于定性判断特定产品的“产品力”强弱

产品力定性指标	简介
功效成分	热门功效成分能让消费者快速把握产品主打功效；而差异化成分则有助于产品打造自身独特标签。
产品昵称	由于正式名称冗长，简短且形象的产品昵称（如：双抗等）更有助于产品在消费者间口口相传，另外还需注意昵称的独特性。
时间节点	不同时间节点消费者对不同类型产品的关注度不同，推出产品的时间节点会影响营销效率，例如只有在夏季来临前推出防晒产品才是最高效的，而霜类产品则适合秋冬。
社媒笔记	社交媒体笔记是消费者首次购买之前了解产品的重要途径，新品正式上市之前能准备好一定数量的高质量笔记，有助于新品更好“预热”。
功效机理	不能简单地把成分等同于功效，若产品起效的科学机制断层，那么在传播的时候也极易遭受质疑和否定，因此宣传时需要有清晰、可信的功效机理阐释。

资料来源：开源证券研究所

图50：美妆意见领袖是品牌分发产品&内容的渠道



资料来源：淘宝APP、抖音APP

4.3 彩妆：受益线下社交场景恢复有望回暖，关注2023年国货彩妆品牌表现

随着2023年线下社交场景恢复，彩妆有望持续回暖。欧特欧咨询数据显示，彩妆香水类2023Q1全网同比增速为-4.2%，较2022年全年增速+13.0pct，同比降幅缩窄。我们认为，随着出行、线下社交场景逐步修复，起修饰面容作用的彩妆有望持续回暖。

消费者对品质追求提升，彩妆消费成交均价中枢抬升。近年来随着消费者对妆容、肤感等方面品质要求提升，彩妆消费升级趋势明显；欧特欧咨询数据显示，2019-2021年期间彩妆全网成交均价提升31%，而2023Q1彩妆香水全网成交均价达74元（较2022年均价+13%）。

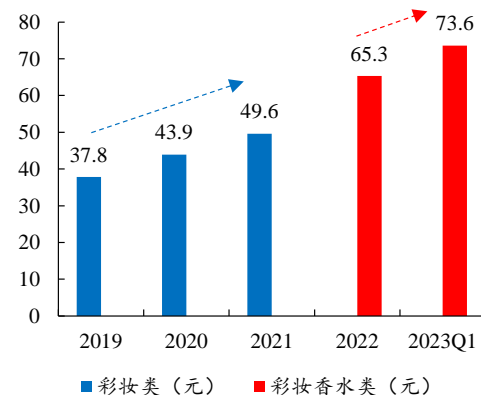
2023Q1部分国货彩妆品牌在淘系平台上实现逆势增长，关注后续表现。根据魔镜市场情报数据，2023Q1上彩妆淘系平台销售额同比+200.6%，在一众品牌（包括诸多国际大牌）下滑背景下实现逆势高增；此外卡姿兰、毛戈平亦有较好增长，建议关注国货彩妆品牌2023年后续修复表现。

图51：随着线下社交场景恢复，彩妆有望回暖



资料来源：彩棠公众号

图52：近年来彩妆类全网成交均价持续攀升



数据来源：欧特欧咨询、开源证券研究所

表4：部分国货彩妆品牌2023Q1表现亮眼

2023Q1淘宝天猫平台彩妆香水销售额TOP20					
排名	品牌	同比增长	排名	品牌	同比增长
1	YSL	-3.4%	11	彩棠	200.6%
2	香奈儿	-22.1%	12	卡姿兰	22.3%
3	3CE	-22.2%	13	TF	-23.4%
4	阿玛尼	-38.0%	14	CPB	-1.8%
5	迪奥	-42.1%	15	祖马龙	51.1%
6	兰蔻	-22.6%	16	珂拉琪	-
7	花西子	-27.6%	17	毛戈平	22.1%
8	Nars	-19.9%	18	纪梵希	-29.4%
9	雅诗兰黛	-23.3%	19	INTO YOU	-17.7%
10	MAC	-46.1%	20	尔木萄	-19.6%

数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（红底为国货品牌）

4.3 防晒：防晒化妆品市场大有可为，国货品牌弯道超车有机会

防晒对护肤起基础性支撑作用，出行场景恢复带动需求。根据护肤金字塔理论，防晒可保护皮肤免受紫外线影响，对护肤起基础性支撑作用；出行场景修复后防晒需求回升，2023Q1天猫+京东+抖音平台防晒品类销售额同比增速环比2022Q4提升8.28pct。

我国防晒化妆品市场尚处成长期，未来“量价齐升”有望驱动行业增长。我国防晒化妆品仍处于低渗透、低人均消费的发展初级阶段，未来消费者认知提升有望驱动“量”增长，需求升级则将推动“价”的提升。根据欧睿咨询预测，2026年我国防晒化妆品市场规模有望突破260亿元。

本土品牌发力高潜力细分赛道实现弯道超车。防晒化妆品较普通化妆品功效更直观、有效性验证周期更短，为优秀国产品牌与国际大牌的竞争奠定有利条件。国内企业有望通过重点发力差异化细分赛道，结合自身优势实现弯道超车。

图53：防晒对护肤起基础性支撑作用

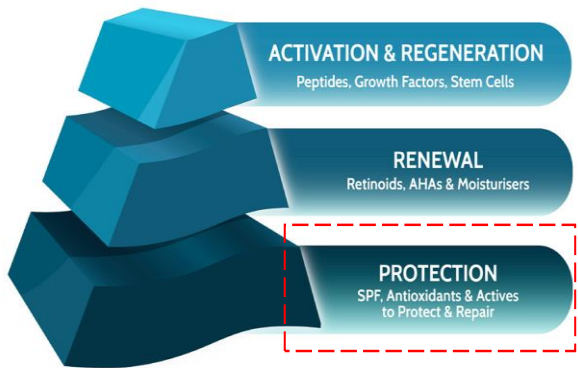


图54：出行场景修复后防晒需求回升

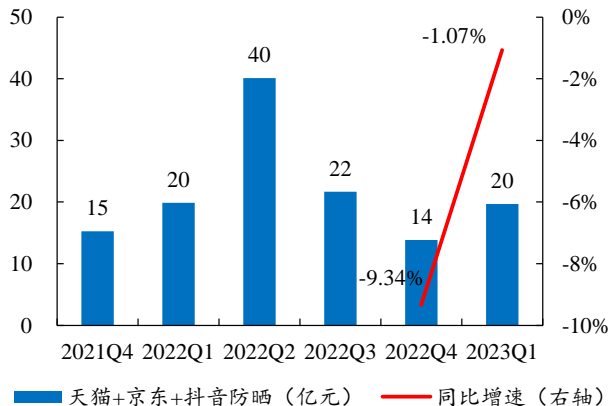
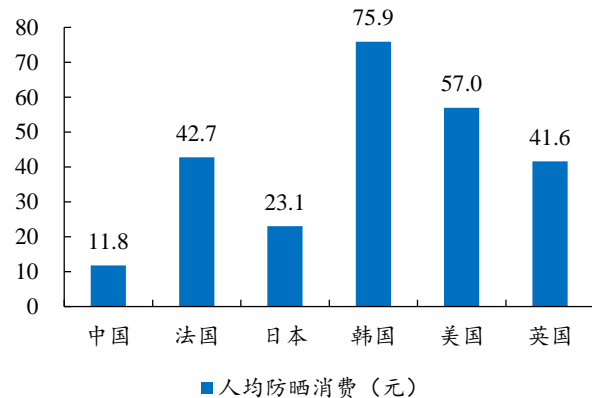


图55：我国防晒化妆品人均年消费水平仍较低（2021年）



资料来源：Draelos《再议护肤金字塔》、开源证券研究所 数据来源：久谦中台、开源证券研究所

数据来源：Euromonitor、WorldBank、开源证券研究所

4.4 投资观点：看好强产品力、强品牌力和强运营能力的国货美妆龙头

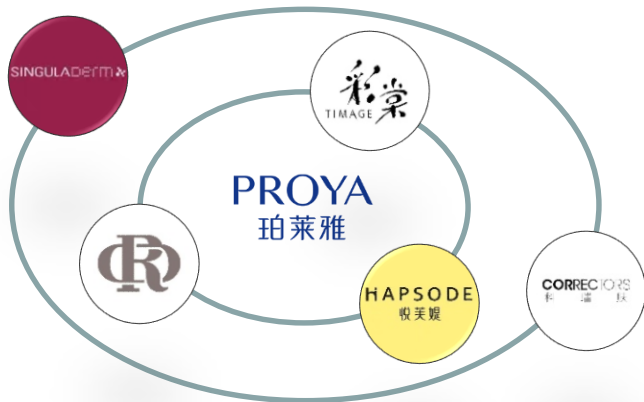
看好具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆龙头。行业短期温和复苏但长期增长基本盘未变，分化背景下关注结构性机会。我们看好产品力、品牌力俱佳，且具备较强运营能力（多渠道运营、多品牌运营等）的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅；另外，也推荐受Q1表现拖累回调较多，估值具备弹性的华熙生物、贝泰妮。

珀莱雅：国货化妆品龙头，大单品销售表现好、主品牌势能向上，且第二梯队（彩棠、OR等）乃至第三梯队品牌（圣歌兰等）有望续力成长，业绩确定性强。

华熙生物：四轮驱动的玻尿酸龙头，组织架构优化、数字化转型升级有望推动降本增效，后续关注化妆品新品及医美业务表现。

贝泰妮：敏感肌护肤龙头，品牌矩阵（薇诺娜、薇诺娜宝贝、AOXMED、贝芙汀等）不断完善，后续有望发挥线下优质资产优势。

图56：珀莱雅第二、三梯队品牌有望续力成长



资料来源：各品牌官方公众号、开源证券研究所

图57：华熙生物旗下化妆品新品未来表现可期



资料来源：米蓓尔天猫旗舰店、润百颜天猫旗舰店

图58：贝泰妮旗下品牌矩阵不断完善



WINONA 薇诺娜	WINONA Baby	AOXMED 媛科缙
专注敏感肌肤	专为婴幼儿 肌肤问题研发	皮肤年轻化专家

资料来源：贝泰妮官网

目录

CONTENTS

- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 **传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局**
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

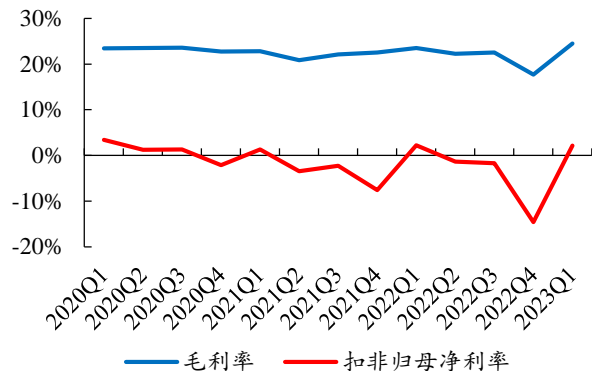
5.1 超市：稳扎稳打，探索供应链建设、到家业务、自有品牌等长期方向

2023Q1盈利能力有所提升，关注基本面逐步改善。2023Q1板块实现营收375.6亿元（-14.6%）、扣非归母净利润7.9亿元（-19.2%）；盈利能力方面，板块整体毛利率为24.5%（+0.9pct），明显改善。内部看，企业一方面主动放缓扩张速度，转向提升单店质量，另一方面积极推进线上线下融合，巩固生鲜品类优势；外部看，社区团购等新零售业态扩张放缓，外部竞争环境有望持续改善。

龙头超市企业稳扎稳打，探索长期成长方向。（1）**供应链建设**：商品是未来超市高质量发展的重要竞争力，而供应链能力决定了超市的商品水平，龙头超市仍在持续做深、做重供应链。（2）**到家业务**：后疫情时代，线上消费渗透率提升，线下超市积极推进到家业务布局，探索“店仓合一”模式，到店+到家双管齐下。（3）**新业态探索**：继社区生鲜店、仓储会员店后，超市企业仍在继续探索新业态，如家家悦自创休闲零食连锁品牌“悦记·好零食”4月下旬在烟台2店同开，试水零食连锁新赛道。

推荐标的：家家悦、红旗连锁、永辉超市

图59：2023Q1年超市行业盈利能力环比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：永辉超市持续推进到家业务建设



资料来源：永辉微资讯

图61：家家悦试水休闲零食连锁新赛道



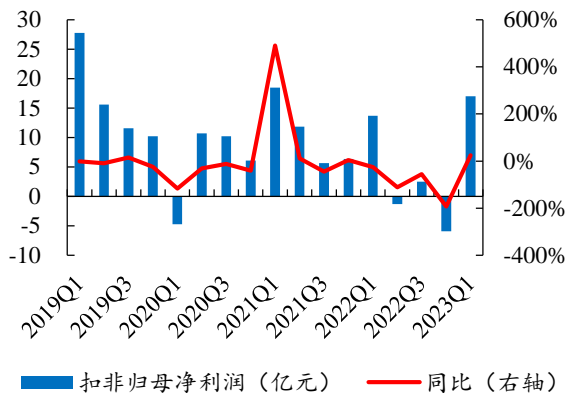
资料来源：家家悦公众号

5.2 百货：疫后迎来快速复苏，多地持续推出促消费政策

2023Q1受益疫后消费复苏，行业基本面快速修复。2023Q1百货板块实现营收355.6亿元（-2.2%）、扣非归母净利润17.0亿元（+24.2%），恢复正增长；而从社零数据看，一季度百货业态景气度亦有明显修复。我们认为，随着疫情防控的全面放开，居民消费场景率先恢复，百货行业直接受益于客流回暖。

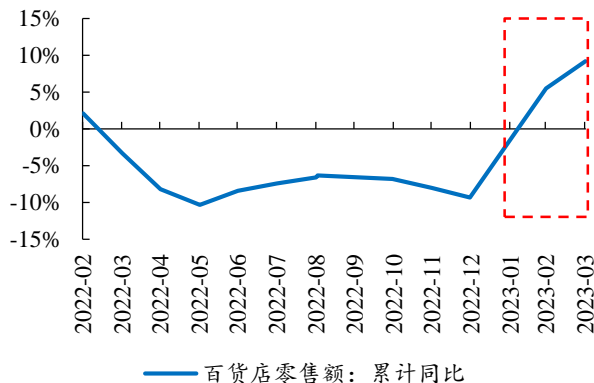
多地持续推出促消费政策，百货公司作为重要零售渠道有望受益。2023年以来，多地区政府牵头推出消费券政策，为消费行业注入强心针，直接有效的资金补助有望在短期内提振消费者的消费信心与动力，遏制后疫情时代低消费欲望蔓延趋势，推动消费复苏。百货公司作为重要零售渠道积极配合地方政府，有望受益。以上海为例，上海市一季度印发了《2023年上海建设国际消费中心城市工作要点》，其中提到市、区将联动发放文旅、体育、餐饮、零售等专项消费券，而百货公司也是历届“五五购物节”的重要角色。

图62：2023Q1百货行业利润端恢复正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图63：2023年以来百货业态社零数据快速恢复



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图64：百货是上海“五五购物节”的重要业态



资料来源：新民晚报

5.2 百货：消费基础设施 REITs落地，关注运营能力优秀的龙头企业

证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。3月24日，证监会发布通知，研究支持消费基础设施发行基础设施REITs；并指出，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目等。

REITs为企业提供融资渠道，扩大投资规模有助于促进消费。从国内REITs的历史发行情况看，2021/2022/2023Q1分别发行了11/13/3只，总市值已超过800亿元，融资效果良好，新通知此番面向消费基础设施放开，将有助于相关企业扩大投资规模、促进消费。

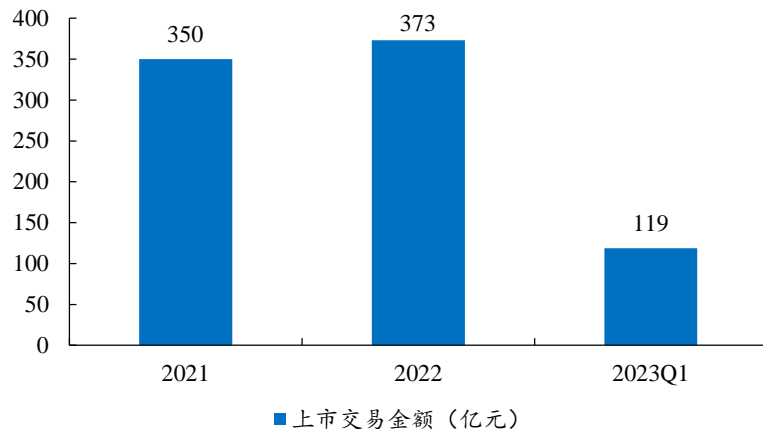
关注百货行业运营能力优秀的龙头企业。作为消费基础设施REITs的优先支持对象，百货行业有望受益，而其中自有物业存量资源丰富、运营能力优秀、具备拓店扩张能力的龙头企业值得关注。相关标的有重庆百货、王府井、天虹股份等。

图65：证监会发布通知，研究支持消费基础设施发行基础设施REITs



资料来源：中国政府网

图66：2021年以来发行的REITs总市值已超800亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至4月24日）

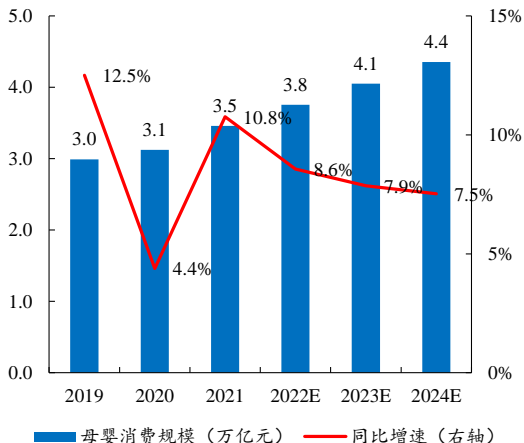
5.3 母婴零售：“空间广阔+政策友好”，龙头把握良机加速扩张整合

“观念+消费力”升级推动增长，母婴行业空间广阔。随着精细化养育成为育儿主流方式，叠加人民可支配收入增长带来的居民消费力提升，母婴行业有望延续稳健增长态势。根据艾瑞咨询预测，2023年我国母婴消费行业市场规模有望突破4万亿元。

生育鼓励政策助力行业可持续发展。自2021年“三孩”入法之后，各地各部门陆续出台生育补贴、个税减免、延长育儿假等方面政策，积极鼓励生育；此外，2022年卫健委等17部门还联合发文，要求进一步完善并落实积极生育支持措施。

头部企业加速扩张整合步伐。出生率降低叠加近年线下消费场景受限背景下，多家区域性中小型母婴连锁品牌因经营不善加速出清。母婴连锁头部企业则借力资本加速整合扩张步伐，快速进军未开拓市场，如爱婴室收购华中母婴龙头贝贝熊，双渠道品牌协同共进。

图67：母婴行业空间广阔且有望稳健增长



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图68：生育鼓励政策助力行业可持续发展

人口监测与家庭发展司



资料来源：中国政府网

图69：爱婴室收购贝贝熊，双渠道品牌协同共进



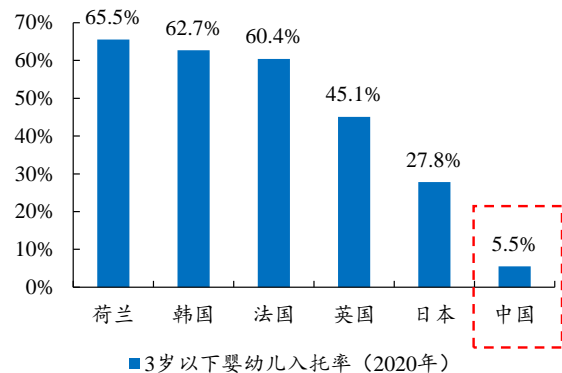
资料来源：爱婴室、贝贝熊公司官网

5.3 母婴零售：母婴服务具备潜力，龙头公司深化泛母婴业态布局

刚需托育在我国渗透率仍较低，爱婴室入局初现成效。 照护婴幼儿对时间、精力投入需求较高，对工作繁忙且缺少长辈协助的家庭而言是难题，托育成为刚需。但艾媒咨询数据显示，2020年我国3岁以下婴幼儿入托率仅约5.5%，远低于国际水平。爱婴室凭借敏锐市场嗅觉于2021年底开设首家托育中心，目前已积累良好口碑（截止5月5日，大众点评评分为4.8）及服务经验，客源稳步增长。

母婴服务空间广阔，孩子王打造本地生活服务平台。 除托育以外，孩子王认为儿童成长（早教、游玩等）及孕产服务（月嫂、产后恢复等）存在较大机会，故在自有APP中开设“本地生活”一级入口，甄选、整合各地优质母婴生活服务。我们认为，孩子王利用自身流量优势搭建平台并为本地优质母婴服务商背书，有望解决困扰母婴服务行业的消费者信任和服务商获客问题，2023年随着疫情影响减小，孩子王母婴服务平台有望得到较快发展。

图70：我国婴幼儿入托率远低于国际水平



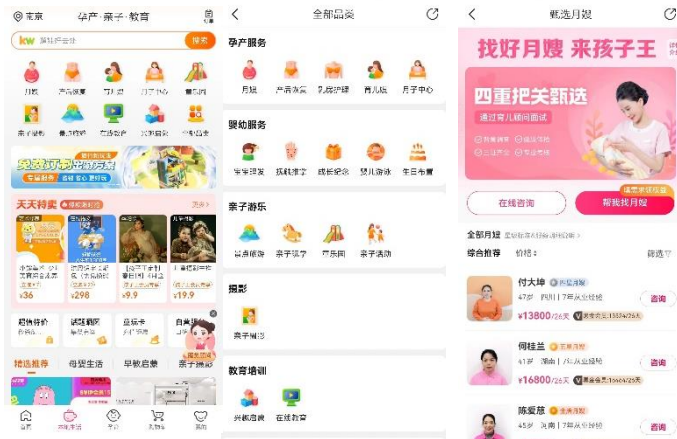
数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图71：爱婴室旗下“星可星可托育园”客源稳步增长



资料来源：大众点评APP

图72：孩子王优选本地优质母婴服务



资料来源：孩子王APP

目录

CONTENTS

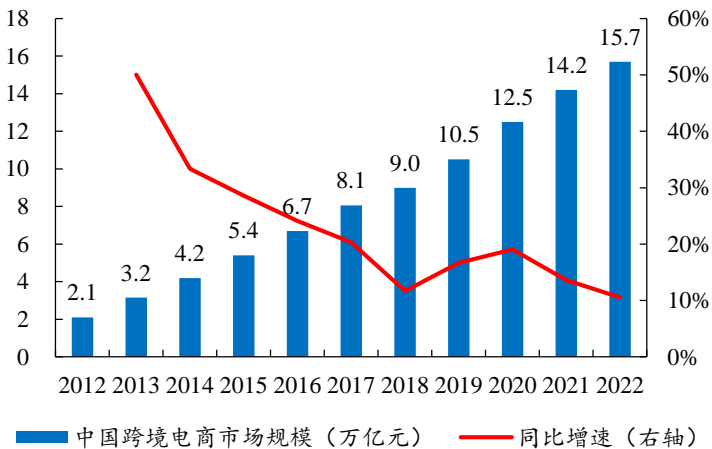
- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 **跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道**
- 7 投资建议
- 8 风险提示

6.1 跨境电商：市场规模持续增长，核心是提升人、货间的（跨境）对接效率

我国跨境电商市场规模逐年扩大，出口占据主要份额。2012-2022年间，我国跨境电商市场规模CAGR达22%，保持较快增长，2022年市场规模已达15.7万亿元；分进出口来看，我国跨境电商以出口为主，充分体现国内制造端的产业优势。

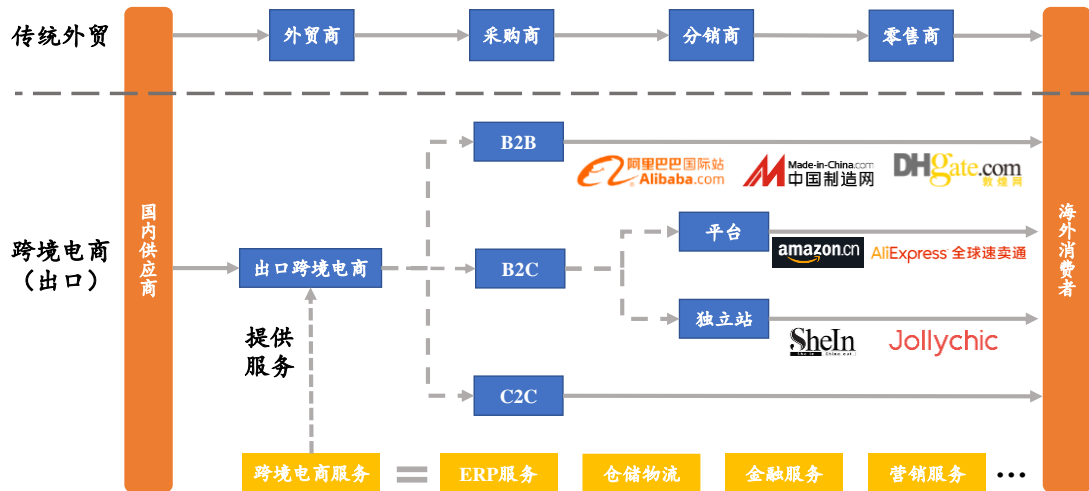
跨境电商相较于传统外贸，核心是提升跨境商品与消费者间的对接效率。对比传统外贸与跨境电商产业链，前者通常包括国内供应商、国内贸易商、国外采购商、国外分销商、国外零售商、终端消费者等多个环节；而跨境电商（出口）的交易链条只有三环，即国内供应商、国内贸易商、终端消费者。跨境电商通过精简产业链环节，提升了跨境商品与消费者间的对接效率，从而创造商业价值。此外，跨境电商的零售模式相较于传统外贸的批量采购与接单生产模式，还具有资金流转速度更快、结算效率更高等优势。

图73：我国跨境电商市场规模近十年来持续增长



数据来源：Wind、网经社、开源证券研究所

图74：跨境电商（出口）相较于传统外贸通过精简产业链环节提升效率



资料来源：买购网、阿里巴巴国际站、中国制造网等、艾瑞咨询、开源证券研究所

6.2 行业看点1：外部市场环境优化，多方面利空影响逐渐消散

2021年国际市场黑天鹅事件频发，跨境电商行业遭受多重外部打击。（1）**海运价格**：由于港口装卸能力下滑、集装箱短缺等因素，海运价格快速上涨，抬升物流成本进而拉低跨境电商企业盈利水平。（2）**VAT税改**：欧盟宣布VAT税改，终止申报价值低于22欧元的进口货物免税政策等，跨境企业税费支出提高。（3）**亚马逊政策**：亚马逊变更库容政策，FBA仓按仓储类型设置补货限制，意味着卖家将受库存绩效指标和店铺总库存数量的双重限制，同时严格查处商家违规操作引起关店潮，众多中小卖家低价清理库存。

2022年下半年以来行业外部环境优化，利空逐渐消散。（1）**海运价格**：2023年随着集装箱运输市场需求疲软、港口等供应链不畅问题缓解，海运价格大幅下滑，物流成本基本回到正常水平。（2）**亚马逊政策**：2022年1月起，亚马逊多站点库存绩效指标达标值降低，库容限制逐步放松，而库容管理质量维持较高水平的卖家有望受益于库容政策放宽后的流量倾斜。

图75：2022年以来海运价格持续下降

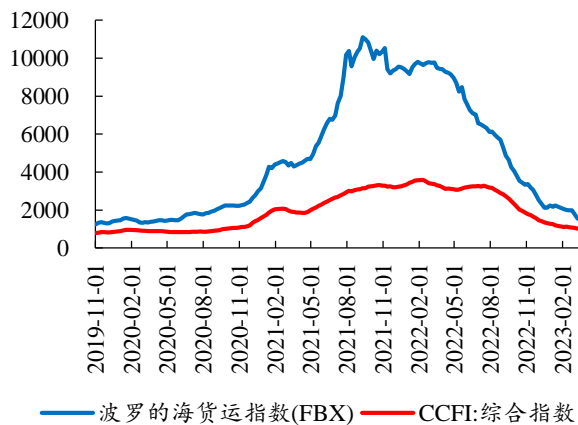


表5：亚马逊2021年开始收严库容限制、商家合规管理等，2022年开始好转

时间	事件主题	主要事件
2021年4月	库容政策	亚马逊FBA商品的库容将不再受制于ASIN级别的数量限制，变更为按仓储类型限制商品入仓数量。
2021年5月	合规管理	亚马逊官方发布《致亚马逊全体卖家信》，明确要求卖家不可以滥用评论，并表示其治理不合规运营行为的态度是坚决且一贯的。
2021年9月	合规管理	亚马逊官方表示，2021年4-9月关闭了约600个中国品牌的销售权限，约3000个卖家账号，且申诉成功的机会不大。
2022年1月	库容政策	亚马逊宣布，从2022年1月1日起，亚马逊物流仓储限制的库存绩效指数（IPI）阈值降低到400。
2022年1月	合规管理	亚马逊在2022年1月11日全球开店2022年战略会议上重提封号，并表示相关合规管理不会停止，将一直持续。
2023年3月	库容政策	亚马逊于2023年3月1日更新库容政策，每种仓储类型都将用月度容量限制，取消之前既使用每周补货限制又使用季度仓储限制的政策。

数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：澎湃、环球网、贝壳财经、开源证券研究所

6.3 行业看点2：国内相关产业政策大力支持，海外电商渗透率提升空间广阔

我国持续推出产业政策，利好行业营商环境优化。近年来，我国针对跨境电商产业持续推出多重政策及配套措施，鼓励企业走出去，2022年相关支持力度仍在不断加大，针对关税、运输、退货等具体环节陆续出台了一系列支持性政策，规范和引导跨境电商产业发展方向，利好行业营商环境长期优化。

海外市场电商渗透率有望持续提升，我国制造端优势突出。对全球消费者而言，疫情带来的消费习惯在后疫情时代仍有望延续深化，尤其是线上消费，据eMarketer数据，未来全球电商渗透率有望持续提升。而我国出海企业背靠制造端优质资源，凭借产品力与性价比的核心优势，有望在海外市场打开广阔的发展空间。

表6：近年来，我国针对跨境电商产业持续推出多重政策及配套措施

时间	政策文件	内容摘要
2021年7月	《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	1、积极支持运用新技术新工具赋能外贸发展；2、持续推动传统外贸转型升级；3、深入推进外贸服务向专业细分领域发展；4、优化政策保障体系；5、营造良好环境。
2021年12月	《“十四五”数字经济发展规划》	大力发展跨境电商，扎实推进跨境电商综合试验区建设，积极鼓励各业务环节探索创新，培育壮大一批跨境电商龙头企业、海外仓领军企业和优秀产业园区，打造跨境电商产业链和生态圈。
2022年1月	《“十四五”现代流通体系建设规划》	深入推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、企业对企业（B2B）出口等模式，鼓励跨境电商平台完善功能。
2022年2月	《关于同意在鄂尔多斯等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	同意新增鄂尔多斯市等27个城市和地区为跨境电子商务综合试验区；复制推广前五批综合试验区成熟经验做法，发挥跨境电子商务助力传统产业转型升级、促进产业数字化发展的积极作用。
2023年1月	《关于跨境电子商务出口退运商品税收政策的公告》	在跨境电子商务海关监管代码项下申报出口，因滞销、退货原因，自出口之日起6个月内原状退运进境的商品（不含食品），免征进口关税和进口环节增值税、消费税。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图76：我国制造业实力是跨境电商出口的有力支撑



资料来源：中国轻工业信息网

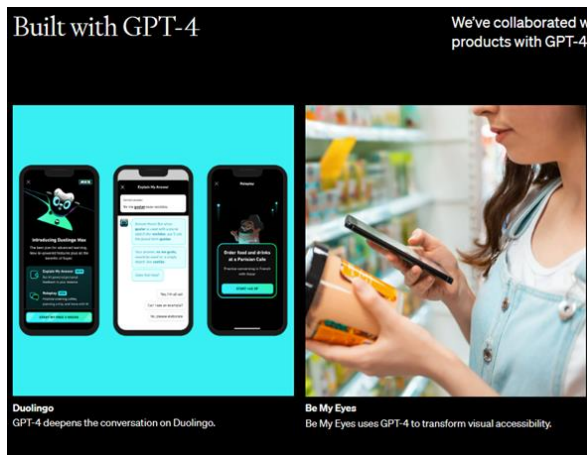
6.4 行业看点3: AIGC新技术赋能, 短期看运营降本提效, 长期看生态变革创新

AIGC新技术取得重要突破, 业内多家公司已开始试水。AIGC(全称AI Generated Content)属于人工智能的应用类型之一, 主要功能在于文本、图像、视频等内容创作。跨境电商板块中的吉宏股份、华凯易佰、焦点科技等公司均已开始试水。

短中期看, AIGC应用主要在于运营环节降本提效。(1) **宣传材料:** 根据需求创作或协助制作宣传图文、视频等材料;(2) **智能客服:** 基于更强大人机交互能力承担客服功能;(3) **智能推荐:** 根据用户行为数据做出更精准高效的兴趣推荐。

长期看, AIGC发展有望推动行业整体生态变革。展望未来, AIGC技术的发展有望推动行业整体生态变革, 提供创新升级的使用体验, 带来消费者购物习惯的颠覆, 以及对应渠道模式的重构。参考张勇谈到阿里云战略的核心“让算力更普惠、让AI更普及”, 我们认为AI基础模型未来会走向普惠化进程, 任何企业都可以构建自己的AI应用, 而跨境电商会是其中值得长期关注的板块。

图77: AIGC技术已经被多个组织用于构建创新产品



资料来源: OpenAI官网

图78: ChatGPT可协助优化智能客服回复



资料来源: ChatGPT、开源证券研究所

图79: 阿里巴巴允许其他企业接入“通义千问”大模型



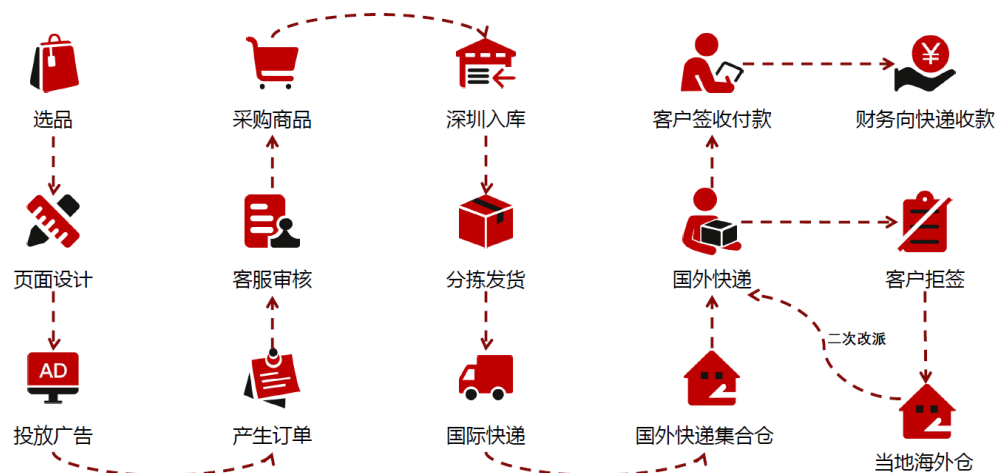
资料来源: 澎湃新闻

6.5 投资观点：外部环境改善叠加AI新技术应用，关注高增长优质标的

跨境电商行业已迎来外部环境明显改善，AI新技术应用空间广阔。此前压制跨境电商行业景气度的外部因素，如海运价格、亚马逊政策导致的清库存等均已明显改善，行业整体迎来基本面拐点；此外，AI技术取得重要突破，随着在行业内的应用逐步加宽加深，有望带来降本增效、生态变革等一系列影响。重点关注业绩高增长的优质标的，吉宏股份，受益标的华凯易佰、焦点科技等。

吉宏股份：2023Q1公司实现营收13.76亿元（+14.4%），归母净利润7043万元（+64.3%），其中受益于东南亚等海外市场回暖叠加消费者购买力提升，公司跨境社交电商业务订单规模、利润双重提升，归母净利润同比增长104.7%。我们看好2023年公司跨境电商主业回暖，此外包装主业在国内消费修复背景下亦有望稳健增长；未来SaaS、自有电商品牌及引入AIGC技术有望贡献增量。

图80：吉宏股份跨境电商业务链条长、节点多，未来有望使用AIGC技术进一步降本增效



资料来源：吉宏股份公告

图81：华凯易佰坚持多平台、多市场经营



资料来源：华凯易佰公众号

目录

CONTENTS

- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 **投资建议**
- 8 风险提示

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质品牌公司。

消费复苏是2023年零售行业核心主旋律，展望下半年投资策略，核心仍是优选具备较强业绩恢复弹性和确定性、同时长期有持续增长潜力的高景气细分赛道，并关注行业格局变化背景下，竞争优势、品牌势能边际提升的龙头公司，具体包括“黄金珠宝”、“医美产品&机构”、“国货美妆”和“跨境电商”四条主线。

投资主线1：关注品牌势能突出、快速扩张的黄金珠宝龙头品牌。

短期关注疫后消费复苏，客流恢复带动同店销售提升叠加加盟商信心恢复带动开店，行业全年景气度可期；长期看，头部集中仍是行业主旋律，龙头公司依托产品力、渠道力优势强化品牌核心竞争力，持续扩张发展有望带来市占率进一步提升。重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生和周大福等。

投资主线2：关注合规的龙头医美产品厂商、龙头医美机构。

2023年医美消费景气度有望持续向上；长期看，行业渗透率、国产化率、合规化程度等多维度提升逻辑也并未改变；此外，监管发力规范行业发展，长期利好具备合法合规资质的医美产品和医美机构龙头，重点推荐爱美客、朗姿股份。

投资主线3：关注具备强产品力、强品牌力及强运营能力的国货美妆品牌。

行业2023年基调为温和弱复苏，因此需更加关注渠道、品牌的结构性机会。我们看好产品力、品牌力俱佳且具备较强运营能力的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅；此外也推荐受一季度表现拖累回调较多、估值具备弹性的华熙生物、贝泰妮。

投资主线4：关注高增长且先发布局AIGC新技术的跨境电商公司。

外部市场环境的不利因素已明显改善，行业基本面修复动能强劲；此外，AIGC等技术赋能有望带来降本增效和电商生态变革机会。重点关注业绩高增长的优质标的，如吉宏股份，受益标的华凯易佰等。

表7：投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质品牌公司

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600612.SH	老凤祥	买入	267	68.3	4.21	4.93	5.70	16	14	12
002345.SZ	潮宏基	买入	66	7.4	0.48	0.62	0.77	16	12	10
002867.SZ	周大生	买入	196	17.9	1.14	1.37	1.61	16	13	11
600916.SH	中国黄金	买入	212	12.6	0.59	0.71	0.83	21	18	15
300896.SZ	爱美客	买入	1,130	522.2	8.83	12.52	16.81	59	42	31
002612.SZ	朗姿股份	买入	119	26.9	0.49	0.67	0.85	55	40	32
603605.SH	珀莱雅	买入	463	163.4	2.88	3.74	4.79	57	44	34
688363.SH	华熙生物	买入	460	95.5	2.59	3.32	4.11	37	29	23
300957.SZ	贝泰妮	买入	474	111.9	3.21	4.13	5.39	35	27	21
603214.SH	爱婴室	买入	26	18.3	0.75	0.90	1.06	24	20	17
603708.SH	家家悦	买入	90	14.0	0.34	0.46	0.58	41	30	24
002803.SZ	吉宏股份	买入	84	22.2	1.06	1.43	1.82	21	16	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2023/05/05）

目录

CONTENTS

- 1 综述：复苏之花徐徐盛开
- 2 黄金珠宝：疫后复苏景气度验证，把握品牌扩张新起点
- 3 医美：复苏势头延续，行业规范化利好合规龙头
- 4 化妆品：关注结构性机会，龙头企业产品、品牌、运营多维发力
- 5 传统零售：超市百货稳中求进，母婴零售龙头深化产业布局
- 6 跨境电商：外部市场环境优化，优质企业进入高增长轨道
- 7 投资建议
- 8 风险提示

- (1) **宏观经济风险**：社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者信心下滑、消费需求受到抑制，零售行业经营也将承压；
- (2) **疫情反复**：若疫情出现反复，会对线下客流和门店销售造成较大影响，也会影响新店扩张、培育；
- (3) **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；
- (4) **政策风险**：反垄断等政策出台，监管趋严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（中高风险），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	备注：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。

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10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

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16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