

# 关注暑期消费及政策变化， 积极寻找困境反转

## ——社服行业2023年中期策略报告

### 行业评级

社会服务 强于大市（维持）

2023年6月16日

### 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号：S1060520050001

徐熠雯 投资咨询资格编号：S1060522070002

### 研究助理

李华熠 一般证券业务：S1060122070022

# 投资要点

- **酒旅餐饮：**宏观经济复苏温和，3-4月可选消费复苏斜率相对“平缓”，尽管“春节”、“五一”等节假日出行数据“火爆”，但旅游餐饮消费力恢复与预期“差距尚存”，市场等待旅游餐饮消费的持续性修复，板块走势相对承压。1) OTA：截至今年“五一”国内旅游人次已恢复至疫情前水平，而出境游仅恢复至疫前4成左右，在旅游市场复苏的背景下，我们建议关注龙头携程出境业务恢复，及抢占旅游市场长尾需求复苏领先的同程旅行。2) 酒店：龙头恢复行业领先，结构化升级下龙头ADR显著提升是驱动Revpar修复的主要因素，而OCC修复相对滞后；暑期为旅游及酒店消费旺季，建议关注酒店行业经营数据修复，同时看好龙头市占率提升。3) 餐饮：餐饮行业逐步回暖，但市场出现分化，高端餐饮承压，咖啡茶饮&小吃快餐表现较好；头部品牌在目前国内消费环境压力仍存的背景下，开店节奏相对稳健，核心关注头部企业经营数据修复。4) 咖啡：需求与供给共振，行业有β红利；龙头瑞幸基本面表现强劲，门店经营利润率在23Q1再创新高，尽管“乙类乙管”后供给增加，市场竞争加剧为必然，但瑞幸推出「带店加盟」、「万店同庆」举措抢占市占率，头部优势有望持续巩固，继续强烈看好。
- **美容护理：**化妆品社零增速年初开始转正，疫情及库存压力逐渐缓解，消费逐渐修复，618大促开局表现较好，增速进一步回升，持续关注后续消费变化。品牌端表现分化，建议关注几条主线：1) 本土品牌崛起大势所趋，差异化产品及周期性迭代、灵活的渠道配置是本土弯道超车主要抓手，头部企业构建起多品牌矩阵雏形，有望进一步抬升市占率，重点推荐势能向上的国货龙头珀莱雅。2) 中国成分、功效及科技趋势持续，重组胶原蛋白风口正盛，商业化空间大，行业标准逐步建立，支撑中长期健康发展，重点关注品牌升级&产品扩容&渠道扩充的龙头巨子生物。3) 内外部环境改善，团队调整、产品渠道升级下，部分二线品牌高频数据显示增速有抬头趋势，重点关注战略转型成效渐显的逸仙电商。4) 线下美容行业前景佳，双美模式具有获客成本优势，门店短期疫后修复明显，中长期内生+外延支撑成长，重点关注龙头美丽田园。
- **风险提示：**1) 消费复苏不及预期风险：社服消费多为可选性消费，若消费者信心不足，消费复苏或将不及预期。2) 行业政策收紧风险：国家及产业等政策变化或将对行业、公司发展及公司股价造成较大影响。3) 中美双方对审计底稿的监管风险，PCAOB审计流程并未完全结束。4) 行业竞争加剧风险：餐饮、咖啡、美妆等赛道资本持续进入、新产品/新品牌不断出现。5) 新产品/新渠道/新品牌拓展不及预期风险。





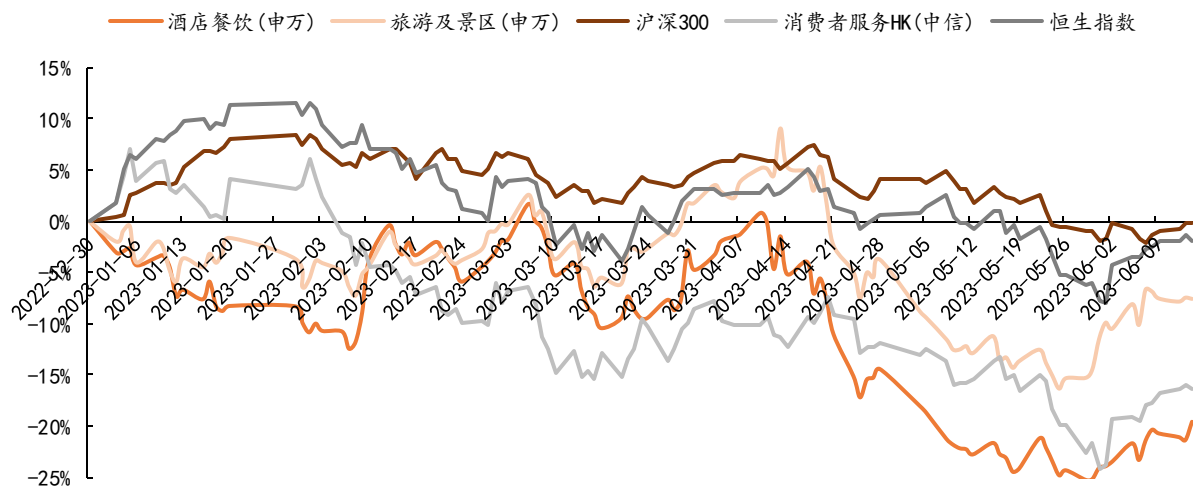
# CONTENT 目录

- ① 酒旅餐饮：关注行业经营修复，持续看好咖啡赛道
- ② 美容护理：大盘回升、品牌分化，重点关注几条主线
- ③ 投资建议及风险提示

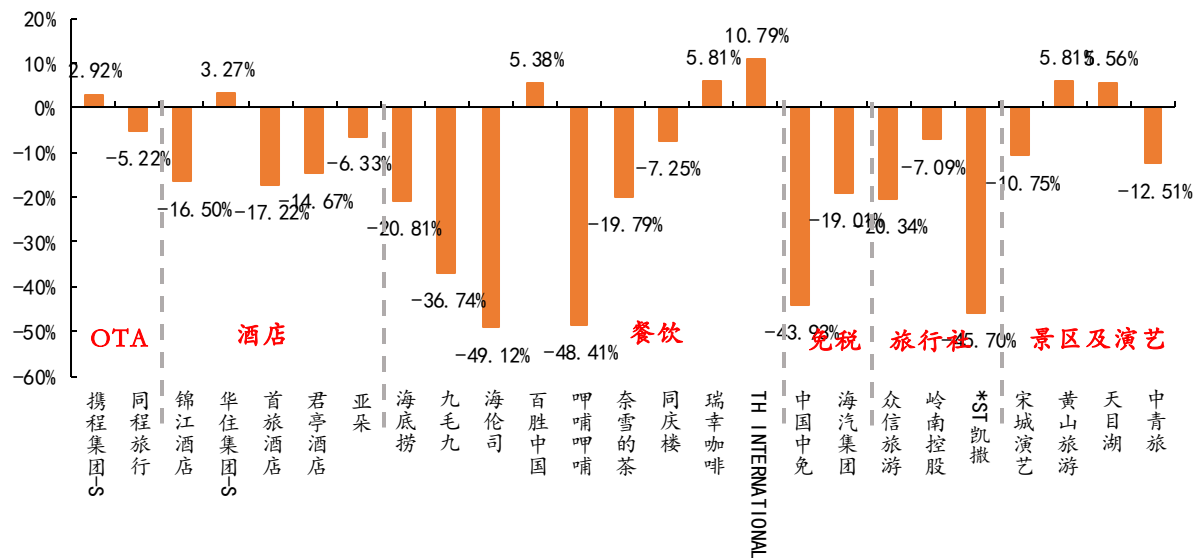
# 1.1 2023年H1市场回顾:酒旅餐饮消费复苏相对“温和”，板块走势承压

- **行情回顾:** 截止统计日（6月14日），A股方面，酒店餐饮(申万)/旅游及景区(申万)指数年初至今涨跌幅为-19.50%/-7.52%，跑输沪深300指数19.30pct/7.33pct。港股方面，消费者服务HK（中信）指数年初至今涨跌幅为-16.43%，跑输恒生指数14.55pct，对比中信港股通31个行业来看，涨跌幅居于第25。
- **行业指数表现原因:** 1) 2022年11月优化调整疫情防控二十条政策发布后，市场对疫后复苏预期强烈，酒店餐饮、旅游景区等板块在去年表现“亮眼”；2) 宏观经济复苏温和，3-4月可选消费复苏斜率相对“平缓”，尽管“春节”、“五一”等节假日出行数据“火爆”，但旅游餐饮消费力恢复与预期“差距尚存”，市场等待旅游餐饮消费的持续性修复，板块走势相对承压。

年初至今酒店餐饮(申万)/旅游及景区(申万)/消费者服务HK(中信)指数累计涨跌幅



年初至今各细分版块主要公司累计涨跌幅

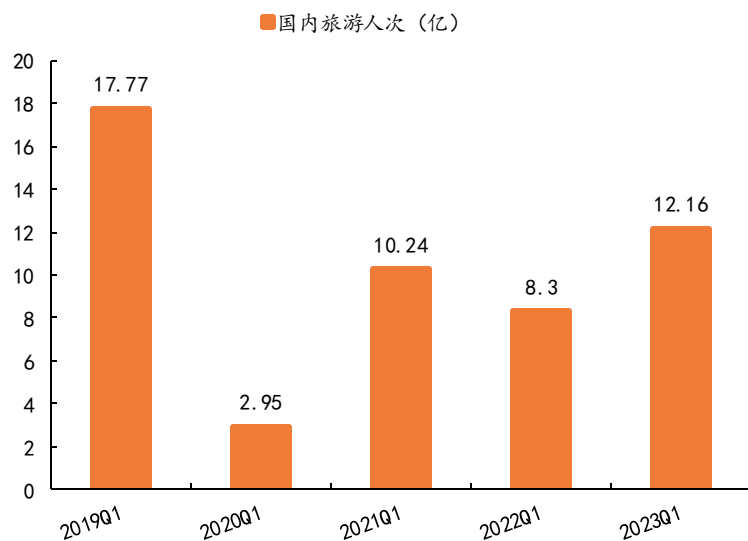


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 1.2 OTA——国内旅游人次显著修复，出境游复苏尚存较大空间

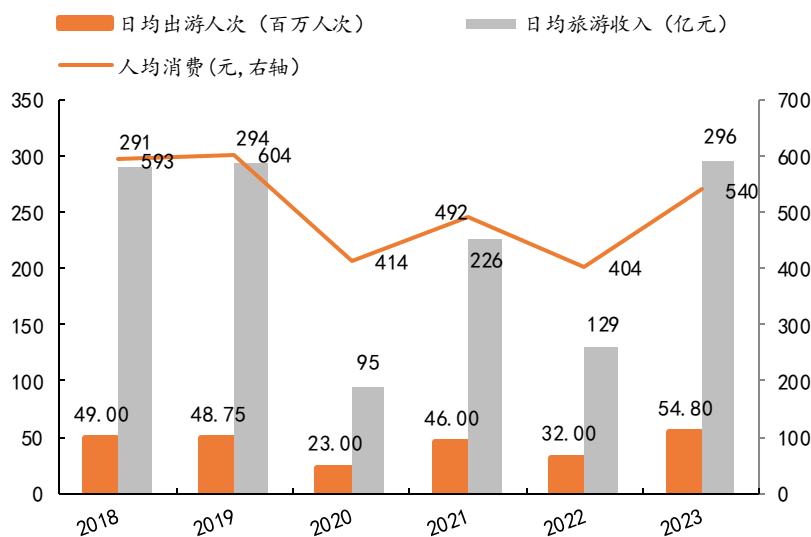
- **2023年“五一”假期国内旅游人次已恢复至疫情前水平。**据文旅部数据，一季度国内旅游人次达12.16亿人，据测算约恢复至2019年同期68.42%；2023年“五一”假期国内出游人次/收入合计2.74亿人次/1480.56亿元，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%/100.66%，尽管五一旅游人数已经恢复至疫前，但人均消费为540元，而2018/2019年分别为593/604元，国内旅游消费力复苏不及出游人次。
- **出境游目前恢复至2019年同期的四成左右。**2023年2月6日/3月15日起，第一/二批出境游名单20/40个国家的旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务放开，但受航班供给等因素影响，出境游呈现渐进式恢复，据飞常准数据，6月2日国内——国际客运航班执行量仅恢复至19年日均水平的46%；同时，据签证申请技术服务公司VFS Global的数据2023年1月1日至5月20日期间，中国公民的出境签证申请量仅达到2019年同期35%的水平。

2019-2023Q1 国内旅游人次恢复情况



注：2019Q1旅游人次根据2020Q1数据及增速返推算。

2018-2023 “五一”劳动节出游人次及消费情况



截至目前国内航班及出境签证申请恢复情况



据签证申请技术服务公司VFS Global的数据，2023年1月1日至5月20日期间，中国公民的出境签证申请量仅达到2019年同期**35%**的水平。

## 1.2 OTA——关注携程出境业务恢复，同程抢占旅游市场长尾需求

### 19Q1-23Q1携程集团/同程旅行营收及利润

公司	业绩指标	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
携程集团	营收(亿元)	81.64	86.91	104.76	83.35	47.31	31.59	54.62	49.64	41.08	58.90	53.44	46.81	41.09	40.11	68.92	50.27	92.11
	较2019恢复率(%)	-	-	-	-	58%	36%	52%	60%	50%	68%	51%	56%	50%	46%	66%	60%	113%
	归母净利润(亿元)	46.13	-4.03	7.93	20.08	-53.53	-4.76	15.78	10.04	17.80	-6.47	-8.49	-8.34	-9.89	0.69	2.66	20.57	33.75
同程旅行	营收(亿元)	17.83	15.91	20.62	19.57	10.05	12.00	19.15	18.13	16.14	21.38	19.39	18.46	17.18	13.19	20.48	15.00	25.86
	较2019恢复率(%)	-	-	-	-	56%	75%	93%	93%	91%	134%	94%	94%	96%	83%	99%	77%	145%
	归母净利润(亿元)	0.97	1.99	2.94	0.97	-0.56	0.55	2.48	0.81	1.70	2.91	2.31	0.31	1.01	-1.32	-0.90	-0.25	3.78

### 携程出境及海外业务占比高，关注出境业务恢复带来的业绩释放

业务	国际贡献占比
住宿	20%-25%
机票	40%-45%
度假	40%-50%
国人出境占总收入	20%-25%
纯海外占总收入 (包括Skyscanner 10%+ (低双位数) 和Trip.com)	

**疫情前携程国际业务占比超30%:** 据携程财报会数据，在疫情前的2019年，住宿部分国际业务占20%-25%，机票部分国际业务占40%-45%，度假国际占40%-50%；总收入国人出境占20%-25%，纯海外（包括Skyscanner和Trip.com）占低双位数。

**出境游回暖将加速公司业绩释放:** 23Q1携程业绩强势恢复，其中出境酒店和机票预订量恢复到2019年40%以上，超过整体出境航空市场15%的恢复水平。在出境游方面携程作为OTA龙头&国人重度服务需求有着极高的壁垒，关注出境游复苏及公司业绩释放。

资料来源：公司公告，携程财报会，平安证券研究所

### 同程凭借腾讯流量优势把握旅游市场长尾需求，下沉市场优势突出

流量来源	占比
来自微信小程序	约80%
居于中国非一线城市的注册用户占比	86.6%
新付费微信用户中来自三线或以下城市的比例	68.7%

**同程把握旅游市场长尾需求，加速下沉市场渗透，营收恢复率行业领先。** 1) 国内积压旅游需求在23Q1得到释放，同程运营模式较轻，在疫后旅游复苏的背景下实现强劲反弹。2) 下沉市场OTA的渗透仍处于上升期，公司抢占旅游市场长尾需求，在下线城市及地区具有相对先发优势，同时完善供应链布局，强势复苏态势有望在暑期出游旺季保持延续。



# 1.3 酒店——ADR驱动龙头Revpar修复至疫情前，OCC修复节奏相对滞后

19Q1-23Q1华住/锦江/首旅 OCC、ADR、Revpar较2019年恢复率（国内部分）

		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
OCC	华住	-42%	-21%	-6%	-2%	-18%	-5%	-18%	-17%	-27%	-26%	-13%	-19%	-6%
	锦江	-52%	-24%	-6%	-1%	-16%	-5%	-18%	-15%	-28%	-33%	-23%	-37%	-12%
	首旅	-56%	-31%	-16%	-10%	-28%	-10%	-25%	-25%	-36%	-37%	-27%	-33%	-21%
ADR	华住	-14%	-22%	-11%	0%	-5%	8%	0%	3%	1%	-8%	4%	3%	25%
	锦江	-2%	-14%	-9%	-2%	-3%	5%	1%	2%	1%	5%	4%	5%	17%
	首旅	-9%	-26%	-16%	-4%	-6%	2%	-5%	-5%	-3%	-10%	-9%	-7%	20%
Revpar	华住	-50%	-38%	-17%	-2%	-22%	2%	-18%	-15%	-26%	-31%	-10%	-17%	18%
	锦江	-53%	-34%	-14%	-3%	-19%	0%	-18%	-14%	-27%	-30%	-20%	-34%	3%
	首旅	-60%	-49%	-29%	-14%	-32%	-9%	-29%	-29%	-37%	-44%	-34%	-37%	-5%

2023年1-5月酒店行业恢复表现

月数据 (vs2019)	入住率	ADR	RevPAR
1月	-21%	13%	-11%
2月	11%	-1%	9%
3月	0%	-2%	-3%
4月	-5%	2%	-2%

2019-2023Q1华住、锦江中高端酒店占比提升

		2019	23Q1	23Q1较2019年变化率
华住	经济型占比	62.0%	57.7%	-4.4%
	中高档占比	38.0%	42.3%	4.4%
锦江	中端占比	41.8%	56.1%	14.2%
	经济型占比	58.2%	43.9%	-14.2%
首旅	经济型占比	58.4%	32.3%	-26.1%
	中高端占比	21.2%	25.6%	4.4%
	轻管理占比	20.4%	42.1%	21.8%

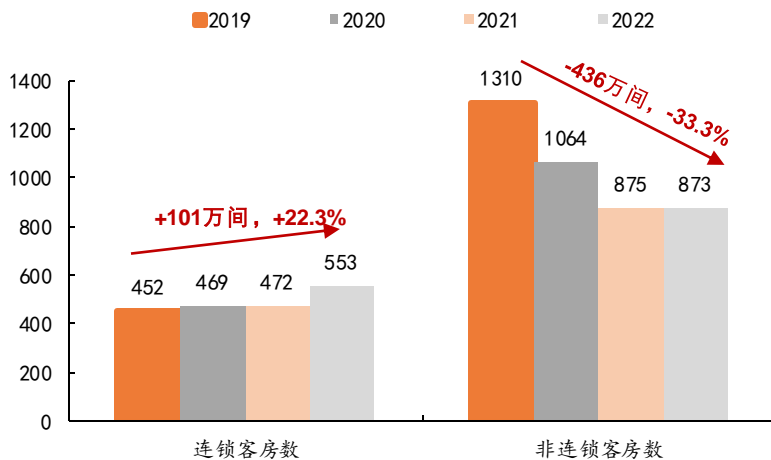
- 龙头恢复行业领先，ADR为驱动龙头Revpar修复的主要因素，OCC修复相对滞后。酒店龙头Q1Revpar恢复程度领先行业，其中23Q1华住/锦江Revpar已经恢复至2019年的118%/103%，ADR为驱动龙头Revpar增长的主要驱动因素，而OCC的修复相对滞后。
- 结构化升级驱动龙头ADR显著提升。自2019年以来华住、锦江、首旅持续提高中高端酒店占比，23Q1华住/锦江/首旅中高端酒店占比较2019年分别提升4.4%/14.2%/4.4%，结构化升级下，华住/锦江/首旅23Q1ADR分别恢复至2019年的125%/117%/120%，领先于行业ADR修复水平。

资料来源：公司公告，STR，平安证券研究所

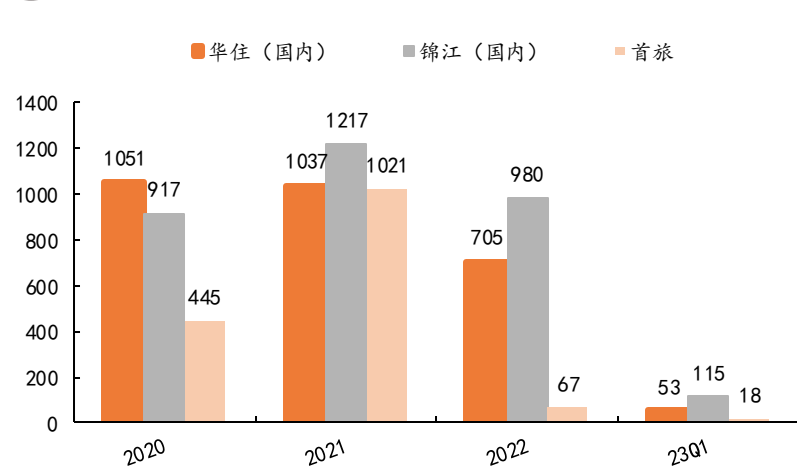
## 1.3 酒店——关注暑期数据修复，看好龙头市占率提升

- **关注暑期旺季酒店经营数据修复。**上半年旅游市场表现出游“补偿性需求释放”特征，暑期为传统旅游消费消费旺季，关注酒店行业数据修复表现。
- **看好龙头市占率提升。**疫情期间，抗风险能力差，现金流管理能力弱的中小型和单体酒店出清明显，2019-22年我国非连锁客房数减少436万间（较2019年减少33.3%），而连锁客房数增长了101万间（较2019年增加22.3%），酒店连锁化率持续提升。华住、锦江等酒店龙头逆势扩张，疫情期间维持高速拓店，2022年Top3酒店客房市占率较2018年提升5.64pct，其中华住/锦江分别提升4.44/2.07pct。疫后酒店市场持续恢复，看好龙头市占率提升。

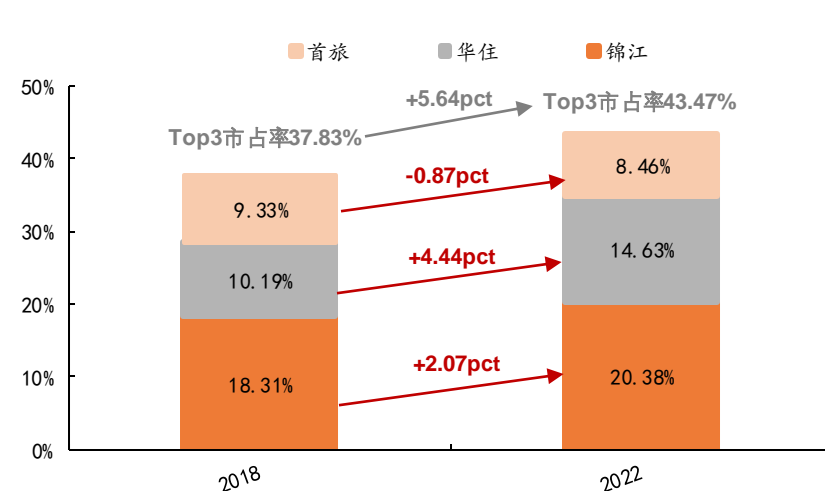
2019-2022年非连锁酒店出清明显（单位：万间）



2020-2023Q1华住/锦江/首旅门店净增数（单位：家）



2018-2022年Top3酒店市占率提升5.64pct（客房口径）



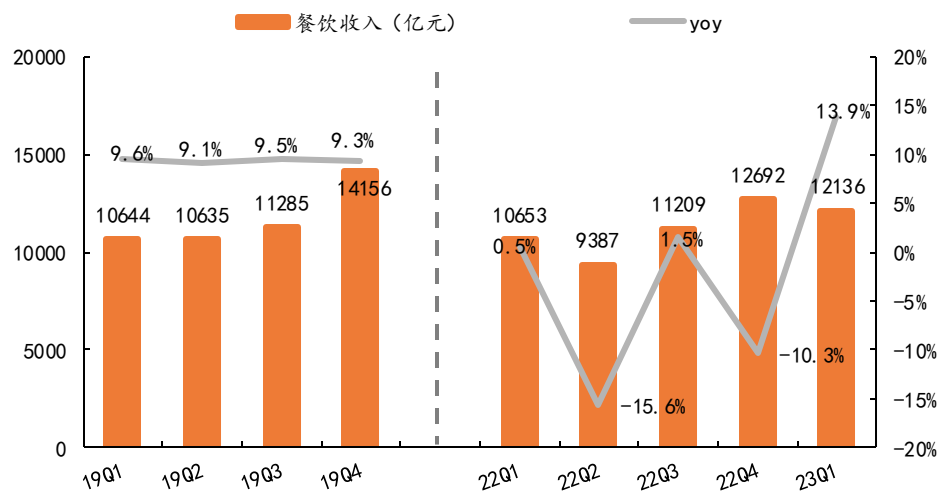
资料来源：公司公告，盈碟咨询，平安证券研究所



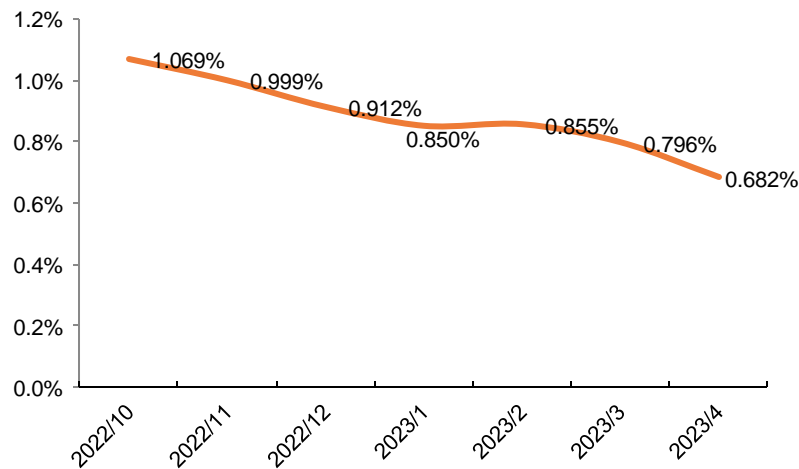
## 1.4 餐饮——行业逐步恢复，市场出现分化

- **餐饮市场逐步回暖。** 餐饮线下消费场景逐步恢复，据国家统计局数据，2023年一季度国内餐饮市场实现收入12136亿元，同比增长13.9%。市场回暖带来从业者信心逐步修复，据企查查数据，今年一季度，我国餐饮业新增76.2万家企业，同比增加30.5%。
- **市场出现分化，高端餐饮承压，咖啡茶饮&小吃快餐表现较好。** 据红餐大数据及盛初咨询数据，2022年10月至2023年4月，人均300元以上高端餐饮门店数占比呈现持续下降趋势，高端餐饮或将受商务宴请活动减少而下滑。小吃快餐表现相对较好，据GeoQ数据，小吃快餐等品类今年第一季度赛道开闭店比约为1.58，整个赛道规模仍在稳步增长，以烧烤相关企业为例，一季度新增烧烤企业3.02万家，同比增长34.14%；头部茶饮咖啡&小吃快餐品牌仍高速扩店。

季度中国餐饮市场收入及增速



2022年10月至2023年4月人均300元以上餐饮门店占比变化



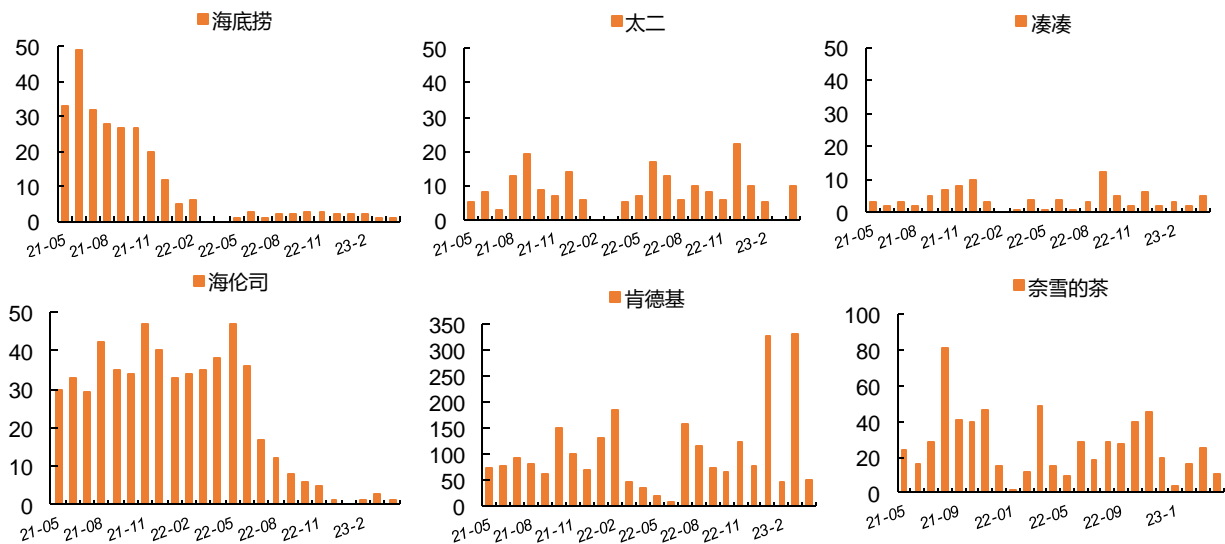
咖啡茶饮&小吃快餐增长迅猛

沪上阿姨	一季度开店521家
蜜雪冰城	一季度开店867家
巴比食品	一季度新开近300家
喜姐炸串	一季度新签约700+家店
烧烤企业	一季度新增3.02万家，同比增长34.14%

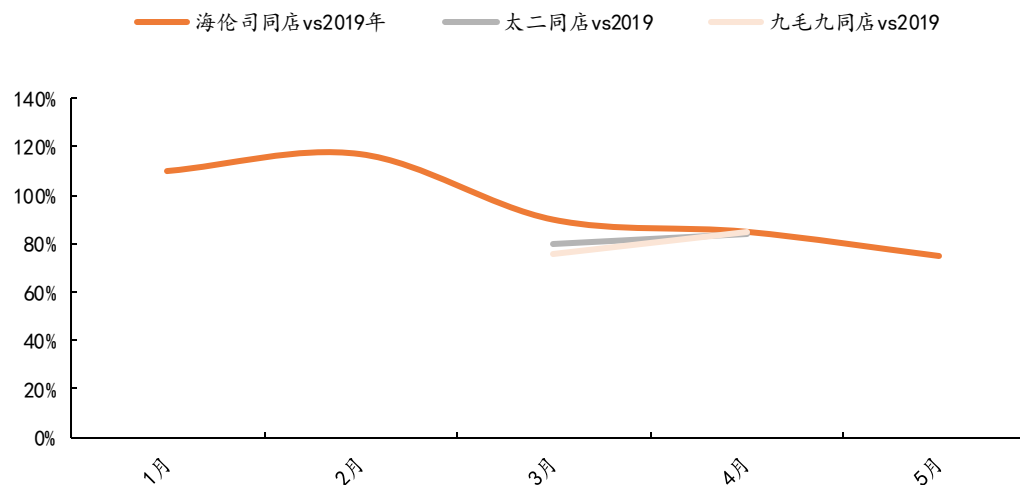
## 1.4 餐饮——头部品牌开店节奏稳健，关注经营数据修复

- **头部品牌开店节奏相对稳健：**鉴于目前国内消费环境压力仍存，头部品牌上半年来开店节奏相对稳健，据窄门餐眼数据，海底捞持续打磨优化单店模型，尚未开启大规模开店；太二、凑凑、奈雪的开店节奏较公司历史拓店节奏相对平稳；肯德基23Q1经营韧性强，同店增长达8%，上半年开店节奏显著提升；而海伦司自去年下半年开始调整，目前开店数仍处于相对低位。
- **关注经营数据修复：**积压需求释放带来餐饮市场节假日的火爆局面，但3、4月以来头部企业经营数据恢复平淡，海伦司、太二3-4月同店收入恢复至2019年同期的8-9成；疫情期间以海底捞等为代表的头部品牌持续打磨单店模型，并采取“降本增效”策略，建议关注经营端数据修复带来的营收及利润释放。

2021M5-2022M5主要品牌月度开店数量（家）



2023年1-5月海伦司/九毛九/太二同店收入较2019年恢复率

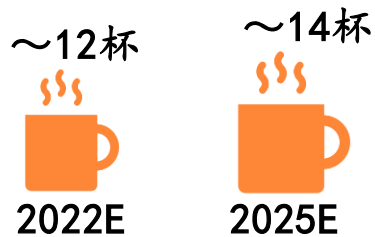


资料来源：窄门餐眼，平安证券研究所

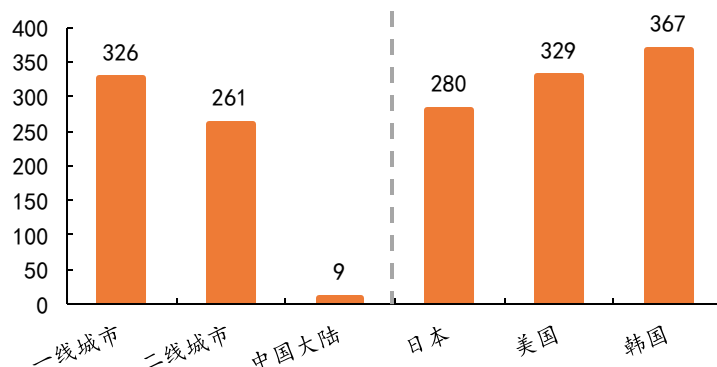
## 1.5 咖啡——需求与供给共振，行业有β红利

➤ **咖啡行业有β红利**：在需求与供给共振下，咖啡行业处于高速发展期（详见我们咖啡系列报告一），据艾瑞咨询数据，2017-2024E年咖啡行业CAGR将达到31.4%。供给端咖啡门店数量持续增长且渗透下沉市场，据美团数据，MAT2023大陆咖啡馆数量达到13.3万家，较上年同期增加1.7万家；MAT2023一线城市咖啡在线门店数均保持30%以上的增速，并带动咖啡交易额的增长。供给端门店数量增加也拉动需求端咖啡消费习惯逐步培养，据麦肯锡及Euromonitor数据（转引自星巴克中国区发展规划），预计中国年人均咖啡消费量2022年达到12杯左右，而2025年有望提升至14杯左右；同时对标海外成熟咖啡消费国家，我国咖啡市场发展潜力巨大。

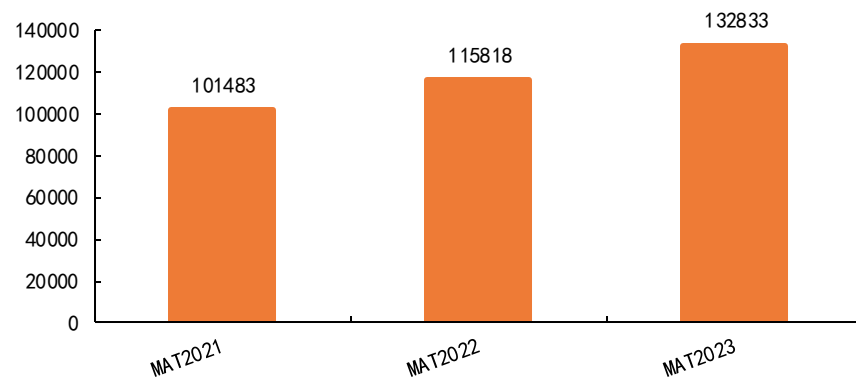
### 2022E-2025E中国年人均咖啡消费杯量



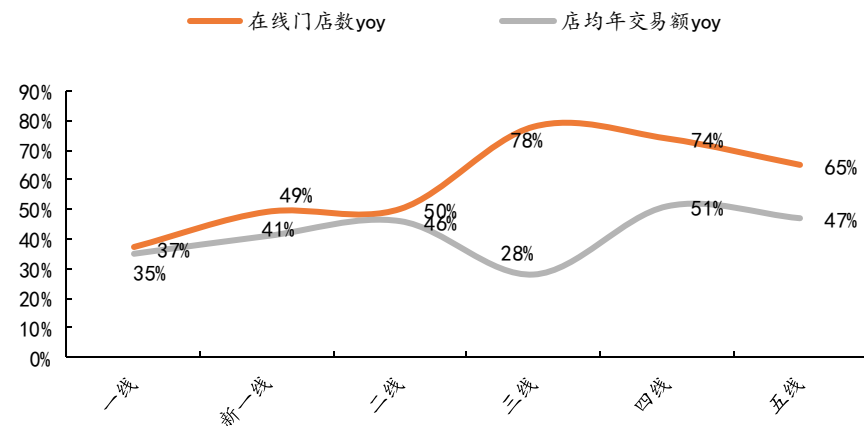
### 2021年各国/地区人均咖啡消费量对比（单位：杯/年）



### MAT2021-MAT2023中国大陆咖啡馆数量



### MAT2023不同线级城市咖啡门店增长情况



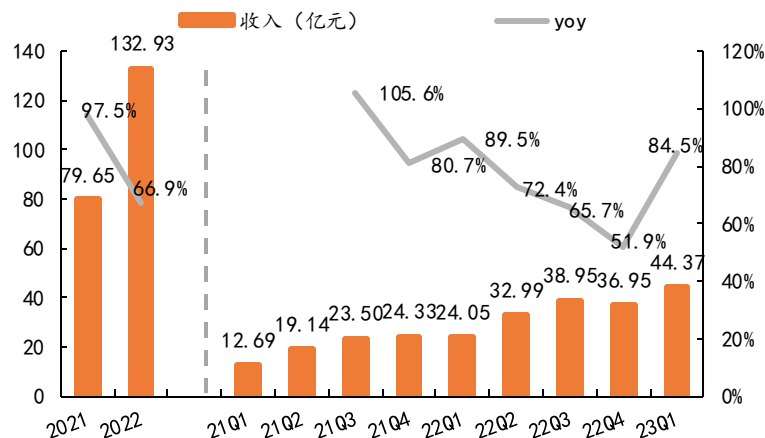


# 1.5 咖啡——瑞幸基本面表现强劲，23Q1门店经营利润率再创新高

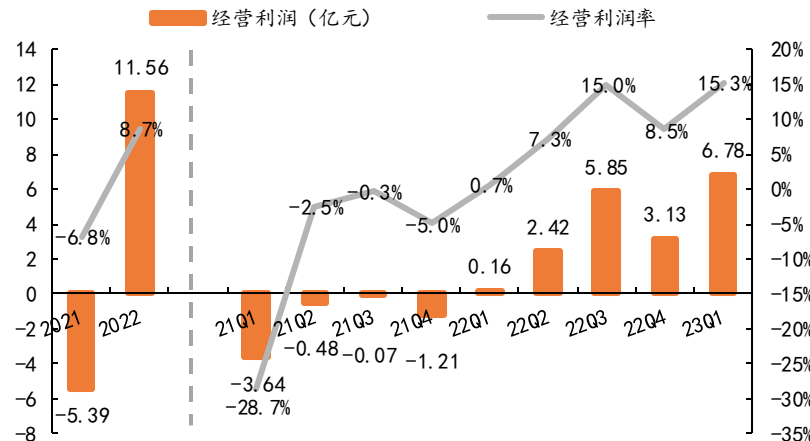
➤ **上半年瑞幸基本面表现强劲：**产品&营销方面来看，瑞幸保持周度推新&主题宣传，新品“碧螺知春拿铁”、“冰吸生椰拿铁”分别取得首周447万杯、666万杯的销量。消费者对产品的认可&公司高效运营管理带来强劲的基本面表现，公司23Q1营收同比增长84.5%，自营同店增速达到29.6%，并实现了25.2%的自营门店经营利润率，公司层面利润率也在一季度达到了15.3%的历史高点。Q2为饮品消费旺季，瑞幸基本面强势趋势有望延续，门店杯量持续上涨。

➤ **瑞幸年初至今高速开店，加速抢占市场，目前门店数破万，规模优势领先。**自“乙类乙管”以来，瑞幸也明显开店提速抢市场，2023年以来周均开店数达到100家左右，较2022年开店节奏翻倍。瑞幸目前门店破万，是国内连锁咖啡品牌门店数最多的门店，规模优势领先。

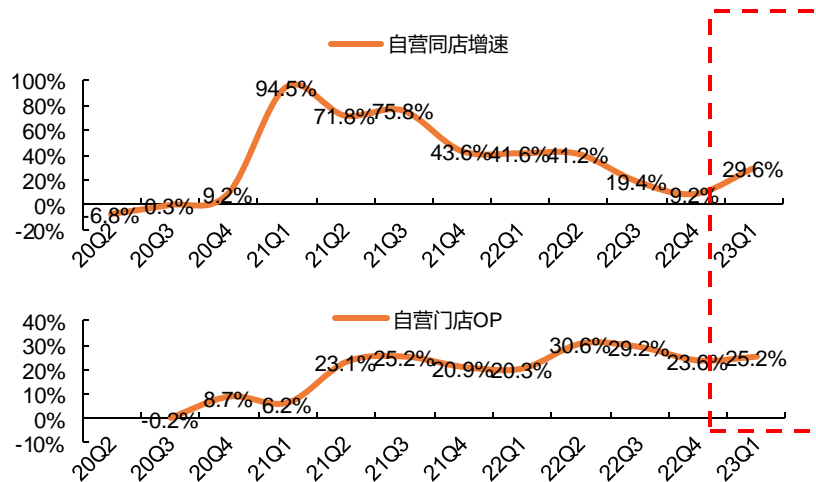
☉ 瑞幸2021-2023Q1年度&季度营收及增速



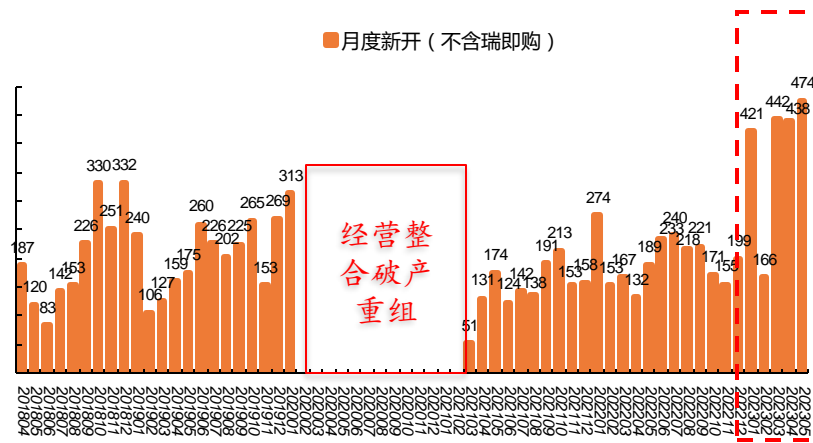
☉ 瑞幸2021-2023Q1年度&季度经营利润极经营利润率



☉ 瑞幸23Q1经营数据表现强劲



☉ 2023年以来瑞幸月度新开门店数显著提升



资料来源：公司公告，瑞幸公众号，平安证券研究所

## 1.5 咖啡——瑞幸加速抢占市占率，头部优势有望巩固

尽管市场竞争加剧，但瑞幸推出「带店加盟」、「万店同庆」举措抢占市占率，头部优势巩固，继续强烈看好：“乙类乙管”后供给增加，市场竞争加剧为必然，库迪宣称预计7月底，门店总数将达5000家；星巴克强调2025年中国门店数量达到9000家的目标不变；Tims中国在财报中披露今年底将实现1000家门店的规模；Lavazza也于近日表示了到2025年1000家门店的开业计划不变。在各品牌纷纷抢市场的大环境下，瑞幸于5月29日开启「带店加盟」模式、6月5日开启「万店同庆」活动等，说明公司抢占市占率&扩大市场影响力的方法极为丰富，头部优势有望得到巩固。

疫后各连锁咖啡品牌均提高开店目标

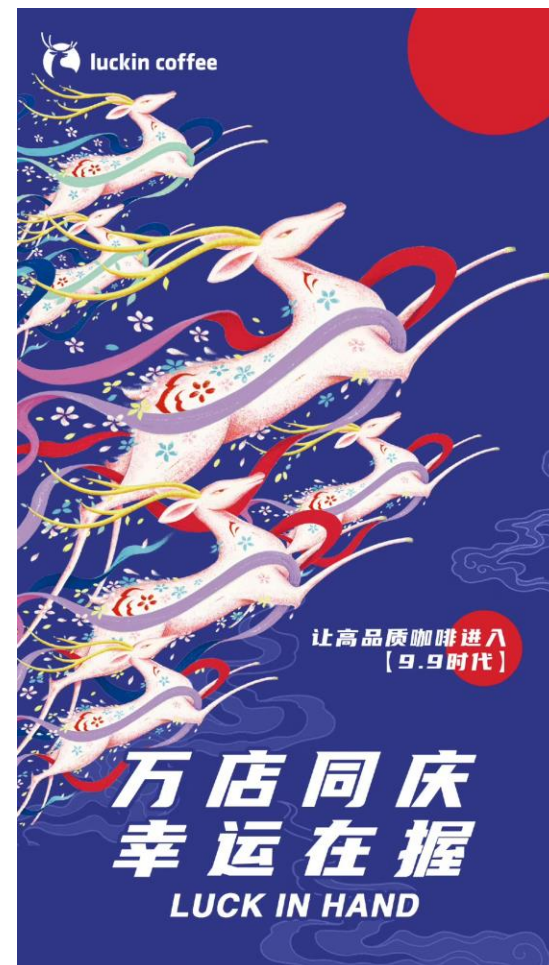
品牌	开店计划
库迪咖啡	宣称预计7月底，门店总数将达5000家
星巴克	强调2025年中国门店数量达到9000家的目标不变
Tims中国	今年底将实现1,000家门店的规模
Lavazza	2025年1,000家门店的开业计划不变

资料来源：瑞幸公众号，各品牌公众号，平安证券研究所

瑞幸于5月29日开启「带店加盟」模式



瑞幸于6月5日开启「万店同庆」活动



## 1.6 免税——海南离岛免税有所回落，出入境回升趋势确定

➤ 海南离岛免税增速有所回落，购物转化率弱于21年水平。据海口海关，2023年1-3月离岛免税购物金额169亿元，同比增长15%，比21年增长24%，单月分别比21年增长69%、31%、-13%，3月增速有所回落，主因海南整体旅客量增幅较弱及购物转化率降低，客单价平稳。4月及“五一”假期离岛免税购物金额同比增长269%/121%，但比21年下降17%/11%，推测受旅客分流、消费意愿疲软、打击代购等因素压制。

◎ 2023年1-4月海南离岛免税销售核心数据拆分（增速基数为2021年同期）

	原值				比21年增速/增量			
	1月	2月	3月	4月	1月*	2月*	3月	4月
海南接待旅客总量 (万人次)	1145	859	733	661	95%	-12%	1%	-8%
购物金额 (亿元)	64	60	45	39	69%	31%	-13%	-17%
购物人次 (万人次)	78	80	65		54%	53%	-14%	
免税购物转化率	6.8%	9.3%	8.9%		-1.8	+4.0	-1.5	
人均消费 (元)	8151	7438	6950		10%	-15%	0%	
人均购物件数 (件)	9.1	8.9	8.4		-10%	-15%	-12%	
件单价 (元)	897	839	829		21%	1%	14%	
日均销售额 (亿元)	2.13	1.98	1.51	1.30	+0.87	+0.47	-0.23	-0.26

➤ 出入境回升趋势显著。“五一”假期初步迎来出入境小高峰，据国家移民管理局，期间全国边检机关共查验出入境人员626.5万人次，较去年增长约2.2倍，是19年同期的59.2%。全国各地出入境证件办理需求火热，现阶段国际航班量是出境游恢复的主要瓶颈，供应链重建仍需时间。据中国旅游研究院预测，2023年我国出入境旅游有望恢复到疫情前的31.5%。

◎ 2023年5月全国国际航班量恢复到疫情前的近40%（单位：架次）



资料来源：海口海关，海南旅游文化局，海南统计局，飞常准，平安证券研究所；注：2023年与2021年春节假期错位，前者为2023/1/21-1/27，后者为2021/2/11-2/17



## 1.6 免税——行业看点颇丰，下半年或有点催化

- **市内免税政策有望进一步完善。**2022年4月25日，国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，是20年以来国家第五次明确提出完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。相比口岸免税，市内免税具有购物时间更充裕、场地更开阔等特点，当前市内免税额度、品类及面向人群较为局限，期待新政策促进市内免税进一步发展。
- **海南新店及旺季催化。**去年10月全球最大单体免税店中免海口国际免税城开业，仍处爬坡期，今年4月王府井万宁国际免税城正式开业，海南离岛免税经营面积翻倍增至超50万平，下半年中免海棠湾一期二号地（主售香化）开业、河心岛重奢入驻等有望贡献新增量。10-12月是海南旅游旺季，旅客量约占全年的1/3，免税购物金额占全年的30%左右（21年）。
- **出入境带动口岸免税恢复。**今年以来中免下属70多家口岸免税店已恢复经营，中国香港等口岸店恢复较好。疫情前口岸免税市场规模可达200-350亿元，整体恢复空间较大。

2020年以来国家多次明确表示发展中国特色市内免税店

时间	机构	政策文件	相关表述
2022年4月25日	国务院办公厅	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2022年1月13日	国家发展改革委	“十四五”现代流通体系建设规划	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2021年12月20日	商务部等22部门	“十四五”国内贸易发展规划	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色免税店
2021年3月12日	全国人大	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2020年2月28日	发改委等23部门	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。

资料来源：政府网站，平安证券研究所



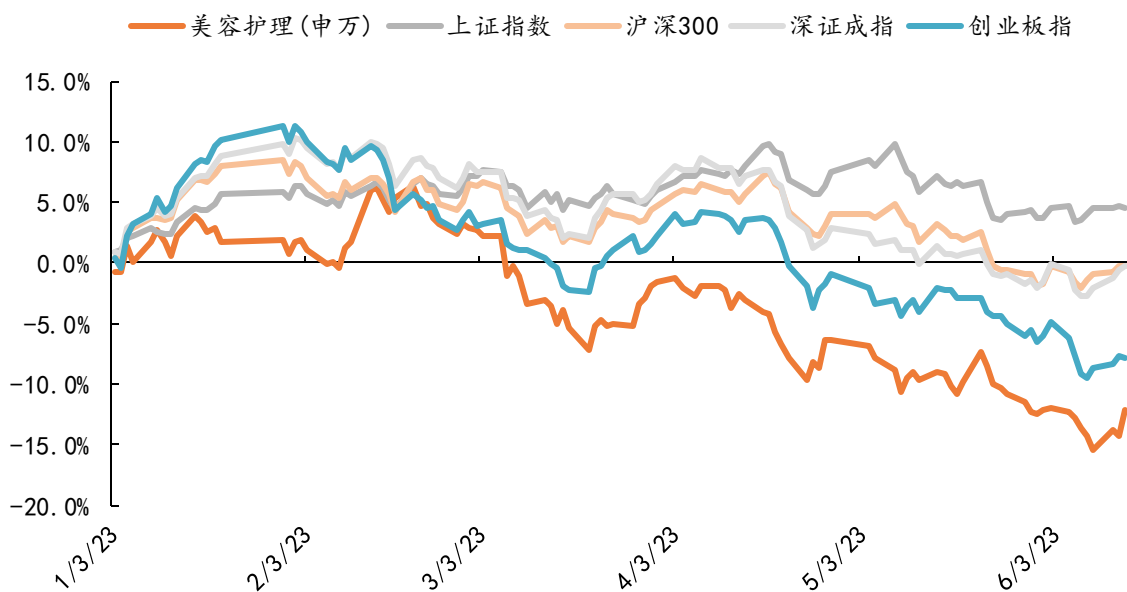
# CONTENT 目录

- ① 酒旅餐饮：关注行业经营修复，持续看好咖啡赛道
- ② 美容护理：大盘回升、品牌分化，重点关注几条主线
- ③ 投资建议及风险提示

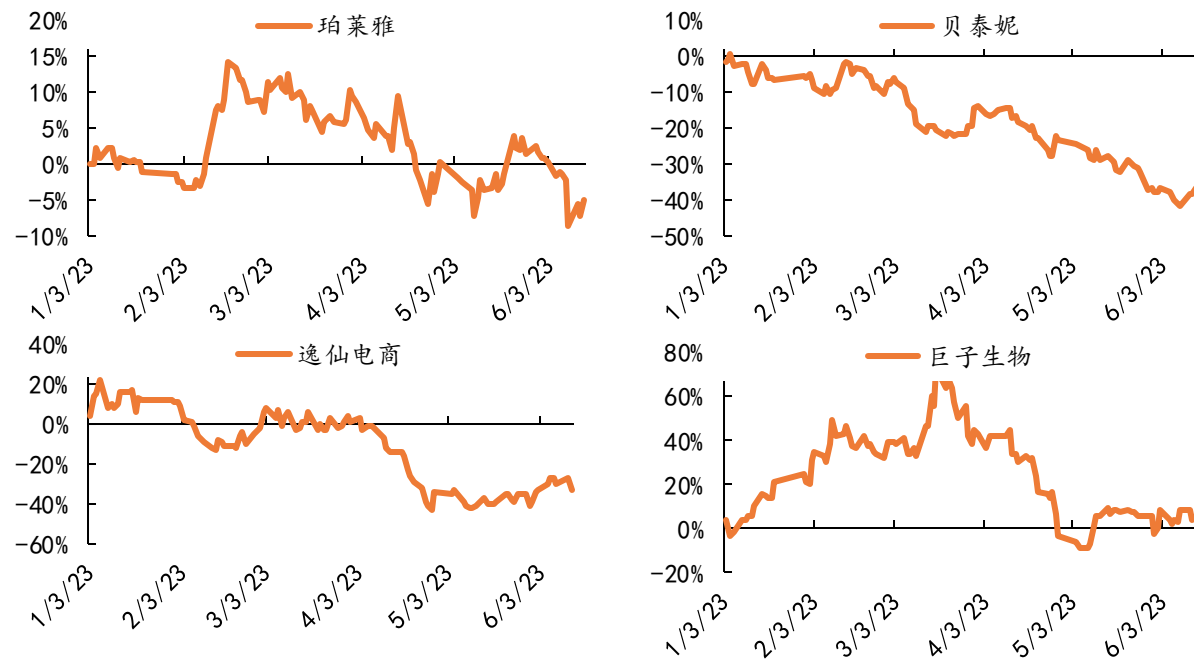
## 2.1 美护指数年初至今跌12.1%，经营数据显性向好的个股表现相对稳健

➤ 2023年初至今，申万美容护理指数跑输四大指数。年初至今，申万美容护理指数累计跌幅12.1%，跑输上证指数/沪深300/深证成指/创业板指分别16.7%/11.9%/11.9%/4.3pct。重点个股中，珀莱雅/贝泰妮/逸仙电商/巨子生物年初至今累计涨跌幅分别为-4.9%/-36.4%/-32.9%/+5.8%，水羊股份/丸美股份年初至今+12.4%/+2.1%，经营数据显性向好的个股表现相对稳健。受到消费大环境疲软叠加化妆品库存偏高等因素影响，化妆品行业在疫情放开后未迎来强势反弹，而呈现弱复苏状态。我们认为，化妆品需求愈发刚性，随着经济增长与消费恢复，以及供给端新品推进节奏加快，行业景气度有望修复。

2023年初至今美容护理（申万）指数跑输四大指数



2023年初至今美护重点个股涨跌幅



资料来源：Wind，平安证券研究所（注：截止2023年6月14日）



## 2.1 Q1板块整体收入、净利润环比均有改善，但企业表现存在分化

➤ **23Q1化妆品板块<sup>[1]</sup>营收、归母同比+9%、+23%，较22Q4有改善。**22Q4、23Q1化妆品重点标的合计营收同比+7%、+9%，归母净利润同比+1%、+23%，整体呈改善趋势。品牌商具体表现存在分化，1) 珀莱雅势能向上持续高增，领跑行业；2) 丸美股份、水羊股份、上海家化改善明显，其中丸美股份主品牌改善+小品牌发力，23Q1恢复到20%+增速；3) 贝泰妮、华熙生物增速略有回落；4) 逸仙电商主品牌逐步企稳+护肤品牌稳健增长，23Q1营收降幅大幅收窄，业绩持续改善。上游因疫情影响、终端需求回落等因素，业绩仍有承压。医美耗材龙头爱美客Q1业绩强劲，受疫情积压需求回补推动。

◎ 化妆品重点标的22Q4及23Q1营收及利润表现

股票代码	公司	营收 (百万元)			营收同比增速			归母净利润 (百万元)			归母净利润同比增速		
		22全年	22Q4	23Q1	22全年	22Q4	23Q1	22全年	22Q4	23Q1	22全年	22Q4	23Q1
300896.SZ	爱美客	1,939	449	630	34%	6%	46%	1,264	271	414	32%	9%	51%
603605.SH	珀莱雅	6,385	2,423	1,622	38%	50%	29%	817	322	208	42%	52%	31%
603983.SH	丸美股份	1,732	588	477	-3%	-9%	25%	174	54	79	-30%	-49%	20%
600223.SH	福瑞达 <sup>[2]</sup>	1,969	539	473	32%	9%	13%						
300957.SZ	贝泰妮	5,014	2,118	863	25%	11%	7%	1,051	534	158	22%	5%	8%
688363.SH	华熙生物	6,359	2,039	1,305	29%	5%	4%	971	293	200	24%	29%	0%
300740.SZ	水羊股份	4,722	1,380	1,046	-6%	-19%	0%	125	6	52	-47%	-94%	25%
600315.SH	上海家化	7,106	1,752	1,980	-7%	-3%	-6%	472	159	230	-27%	-31%	16%
YSG.N	逸仙电商	3,706	1,005	765	-37%	-34%	-14%	(815)	(52)	50	47%	89%	117%
300955.SZ	嘉亨家化	1,052	289	215	-9%	-12%	-15%	70	21	5	-28%	-35%	-67%
300132.SZ	青松股份	2,917	775	397	-21%	-25%	-42%	(742)	(85)	(48)	19%	92%	22%
2367.HK	巨子生物	2,375				53%		696			21%		
2145.HK	上美股份	2,707				-25%		147			-57%		

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所；注：【1】标的如列表展示，不含福瑞达、逸仙电商、嘉亨家化、青松股份，【2】福瑞达取化妆品业务数据

## 2.1 618销售好于预期，珀莱雅、可复美等国货表现亮眼

➤ 预售首晚超头直播间美妆GMV增速超20%，开局良好，开售第一阶段天猫护肤TOP20品牌平均增速18%，好于预期。5月26日晚8点天猫开启预售，首晚李佳琦直播间预估GMV超50亿，同比增长21%，开局良好。5月30日晚8点至6月3日为第一阶段正式销售，据天猫，美妆行业销售TOP5品牌为欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、珀莱雅、OLAY，单护肤品类销售TOP5位欧莱雅、兰蔻、珀莱雅、雅诗兰黛、OLAY。国货品牌珀莱雅表现亮眼，护肤类超过雅诗兰黛、OLAY进入前三，可复美同比高增，薇诺娜保持双位数增长，品牌力稳固。国际品牌中兰蔻、修丽可、赫莲娜、娇韵诗、理肤泉等增速较高。整体看，护肤功效和科技趋势持续，产品迭代及新品节奏较好的品牌表现更佳。

23年618天猫美妆第一阶段品牌销售排行

排名	22年618全期	22年双11全期	23年618第一阶段	比22年双11	排名	22年618全期	22年双11全期	23年618第一阶段	比22年双11
1	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	持平	11	修丽可	修丽可	薇诺娜	↓5
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	兰蔻	↑1	12	资生堂	科颜氏	雅萌	↑2
3	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	↓1	13	科颜氏	娇兰	娇韵诗	↑4
4	OLAY	OLAY	珀莱雅	↑1	14	SK-II	雅萌	CPB	↑1
5	ULIKE	珀莱雅	OLAY	↓1	15	Tripollar	CPB	理肤泉	新进
6	珀莱雅	薇诺娜	修丽可	↑5	16	娇兰	夸迪	可复美	新进
7	海蓝之谜	海蓝之谜	赫莲娜	↑2	17	娇韵诗	娇韵诗	娇兰	↓4
8	薇诺娜	SK-II	SK-II	持平	18	理肤泉	希思黎	黛珂	↑2
9	雅萌	赫莲娜	海蓝之谜	↓2	19	黛珂	自然堂	觅光	新进
10	赫莲娜	资生堂	资生堂	持平	20	希思黎	黛珂	科颜氏	↓8

资料来源：天猫，生意参谋，平安证券研究所；注：TOP20平均增速未纳入可复美品牌

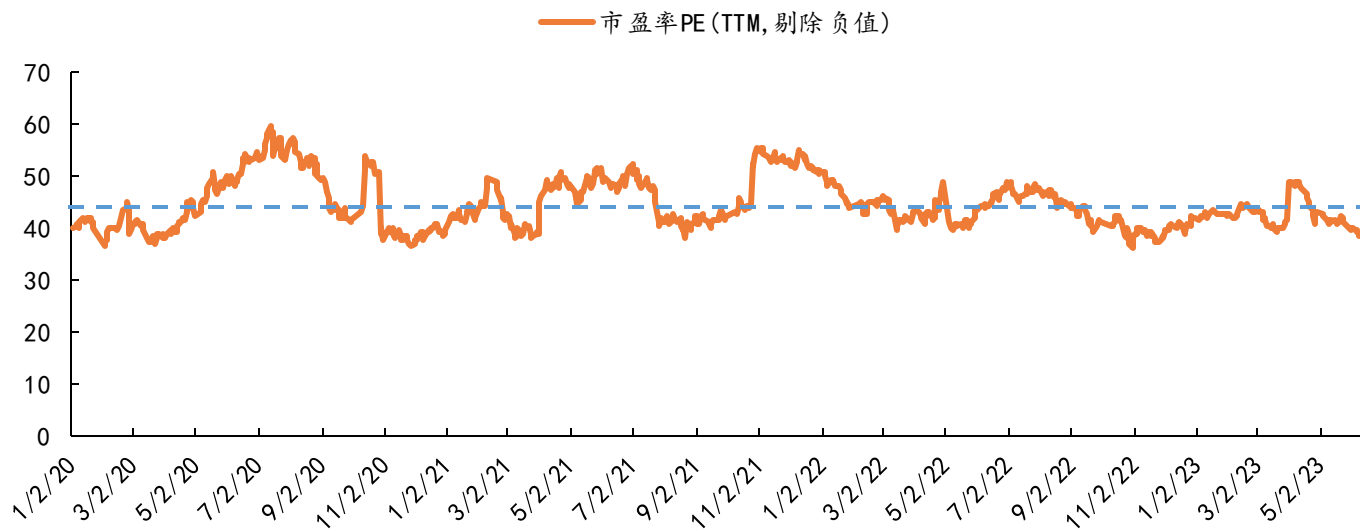
23年618天猫护肤第一阶段TOP20品牌及增速

排名	品牌店铺	同比增速
1	欧莱雅	4%
2	兰蔻	17%
3	珀莱雅	92%
4	雅诗兰黛	-9%
5	OLAY	-4%
6	修丽可	29%
7	赫莲娜	37%
8	海蓝之谜	10%
9	薇诺娜	18%
10	资生堂	9%
11	SK-II	69%
12	可复美	同比高增
13	娇韵诗	28%
14	理肤泉	26%
15	娇兰	6%
16	黛珂	10%
17	科颜氏	-28%
18	希思黎	11%
19	CPB	30%
20	夸迪	-13%
TOP20平均增速*		18%

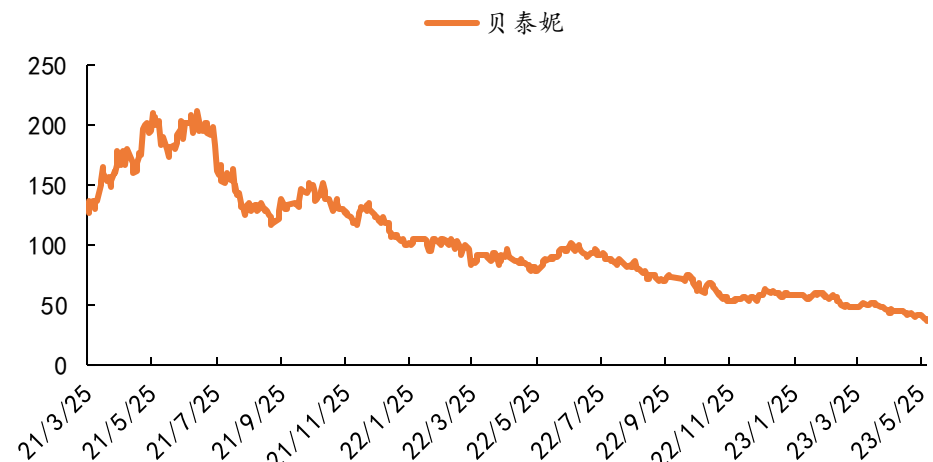
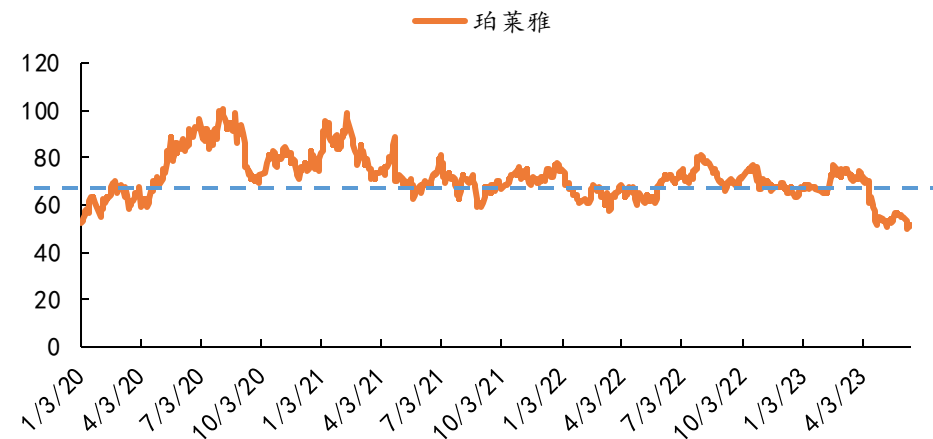
## 2.1 当前板块估值处于历史偏低水平

➤ 当前板块PE约为40x，处于历史较低水平。当前申万美容护理指数PE（TTM，剔除负值）约为40x，2020年初至今板块PE中位数约为43x，平均46x，当前估值处于历史偏低水平。

2020年初至今申万美容护理指数PE（TTM，剔除负值）水平



2020年初至今重点公司PE（TTM，剔除负值）水平



## 2.2 主线1：本土化空间大，看好龙头持续成长

➤ 本土品牌崛起大势所趋，22年TOP10护肤品牌中本土份额提升到32%，但较海外成熟市场仍有差距。根据欧睿数据测算，22年TOP10护肤品牌中国货占比32%，比20年提升5pct，主要得益于珀莱雅、薇诺娜快速增长，百雀羚、自然堂排名同比稳定。从增速看，22年增速TOP10护肤品牌中国产品牌占7席，包括毛戈平、HBN、珀莱雅、薇诺娜、相宜本草、润百颜、夸迪，比21年增加4个，比20年增加6个，本土品牌逐渐爆发。对比海外成熟市场，日本、韩国、美国前十大护肤品牌绝大多数为本土品牌，市场占比至少在60%，我国本土品牌市场潜力尚大。

2020-2022年中国护肤行业TOP10品牌、规模及增速（单位：亿元）

排名	2020		2021		2022		19-21CAGR
	品牌	零售额	品牌	零售额	品牌	零售额	
1	巴黎欧莱雅	137	巴黎欧莱雅	156	巴黎欧莱雅	157	7%
2	兰蔻	126	兰蔻	150	兰蔻	155	11%
3	雅诗兰黛	120	雅诗兰黛	141	雅诗兰黛	127	3%
4	百雀羚	111	百雀羚	113	百雀羚	98	-6%
5	玉兰油	87	玉兰油	88	玉兰油	92	3%
6	自然堂	84	自然堂	87	自然堂	76	-5%
7	SK-II	62	SK-II	70	珀莱雅	68	34%
8	海蓝之谜	47	海蓝之谜	62	薇诺娜	66	34%
9	玫琳凯	47	珀莱雅	49	SK-II	63	1%
10	珀莱雅	38	薇诺娜	49	海蓝之谜	60	13%
国货占比	27%		31%		32%		

2022年日本、韩国、美国护肤行业前十大品牌

排名	日本	韩国	美国
1	DHC	The History of Whoo	CeraVe
2	Pola	Sulwhasoo	Neutrogena
3	Fancl	Dr Jart+	Bath&Body Works
4	SK-II	Chanel	Olay
5	Elixir	Lane í ge	Proactiv
6	Sofina	Innisfree	Mary Kay
7	Cur é l	lope	Clinique
8	Albion	AHC	Lancôme
9	Cosme Decorte	Hera	Shiseido
10	Duo	KAHI	Est é e Lauder
国货占比	90%	84%	60%

资料来源：公司公告，海关总署，平安证券研究所；注：标蓝为本土品牌，对日、韩、美本土品牌的统计采用了更为严格的口径，即不包括外资控股的品牌



## 2.2 主线1：产品为王，渠道加持，本土品牌弯道超车

- **差异化产品及周期性迭代、灵活的渠道配置是本土品牌弯道超车的主要抓手。** 1) 功效和科技出发，重视产品差异化卖点。例如珀莱雅双抗精华以创新性的“抗氧+抗糖”为卖点，具有提亮去黄、抗初老功效，添加高浓度麦角硫因、肌肽等大牌成分，定价仅为大牌的1/3；润百颜以集团优势成分玻尿酸为基础，开创性推出次抛精华，以小剂量、高浓度、无菌安全、小巧便捷取胜，成功将品类推向大众。另外，周期性迭代是延长产品生命周期的有效方法之一，例如珀莱雅自20年推出双抗、红宝石精华后坚持迭代新版本，优化配方、成分、包装等，巩固产品热度。2) 渠道配置灵活，重视新渠道红利。例如珀莱雅较早抓住抖音流量红利，19年大力投放KOL（当时抖音ROI最高可达1:4），20年成为最早与抖音电商合作年框的国产品牌之一，21年发力自播、贡献过半成交，品牌销量稳居前列；韩束抓住抖音渠道套系产品红利，22年10月开始逐渐爆发。

◎ 珀莱雅创新性差异化产品双抗精华与同类抗糖抗氧功效竞品比较

品牌	竞品	主打成分	单价 (元/ml)	售价
自然堂	小紫瓶精华	喜默因（自研）、烟酰胺、虾青素、麦角硫因等	7.2	359元/50ml
珀莱雅	双抗精华	EUK134、麦角硫因、肌肽、虾青素等	8	239元/30ml
OLAY	抗糖小白瓶	烟酰胺、革糖素（自研）等	9.3	279元/30ml
HBN	发光精华	麦角硫因、烟酰胺、α-熊果苷等	9.6	288元/30ml
欧莱雅	真C瓶	12%原型VC、VE、二胜肽等	9.6	289元/30ml
雅诗兰黛	小棕瓶	律波肽（自研）、二裂酵母、VE、麦角硫因等	22	660元/30ml
欧邦琪	蓝瓶VC	原型VC（10%/15%/20%）等	23	278元/12ml
娇韵诗	双萃精华	高浓度姜黄酮、21种植物萃取等	25	760元/30ml
伊丽莎白雅顿	橘灿精华	麦角硫因、艾地苯、VC、VE、377、胜肽等	29	870元/30ml
修丽可	CE精华	VC、VE、阿魏酸等	51	1540元/30ml
海蓝之谜	塑颜精华露	酵母提取物、藻提取物、二裂酵母、乙酰基六肽-8、麦角硫因等	105	3150元/30ml

资料来源：天猫，小红书，平安证券研究所

◎ 珀莱雅双抗精华三代升级

2020年4月

- ✓ 添加大牌科技成分，抗糖抗氧功效
- ✓ 定价远低于同类大牌产品，日常价229元/30ml

3.0新升级 不断突破



2021年4月

- ✓ **成分升级：**新增清氧成分及多重滋养成分
- ✓ **包装优化：**铝制瓶身，突出科技感
- ✓ **规格扩充：**推出50ml装
- ✓ **提价：**30ml日常价涨至239元

2023年4月

- ✓ **成分升级：**添加独家成分NOX-AGE，革新麦角硫因渗透技术，新增合欢树皮提取物
- ✓ **功效升级：**焕亮修护更明显
- ✓ **包装优化：**双仓真空，磨砂瓶身
- ✓ **规格扩充：**增加替换装
- ✓ **价格：**无变动

## 2.2 主线1：头部企业积极扩展品牌组合，寻找新增长点

➤ **多个头部企业已构建起多品牌矩阵雏形。**国内资金实力较强的上市公司的品牌矩阵雏形已现，珀莱雅、丸美股份从护肤向彩妆延伸，贝泰妮、水羊股份、逸仙电商进击高端护肤，巨子生物、华熙生物基于原料优势持续开发差异化品牌。目前珀莱雅多品牌经营成效较为显著，旗下拥有大众科技护肤主品牌珀莱雅、新国风专业彩妆师品牌彩棠、年轻油皮肤护理品牌悦芙媿、中高端头皮洗护品牌OFF&RELAX，22年收入体量分别达到53/6/2/1亿，均处于快速增长阶段。华熙生物品牌组合中已有2个破10亿收入。对比欧莱雅集团，其全球品牌组合约40个，涵盖大众化妆品、高端化妆品、美发产品、皮肤学级护肤品，价格带低则不到百元、高至数千元，目前有14个品牌在中国市场零售额超10亿。

◎ 国内美妆上市公司多品牌矩阵（标蓝为营收破10亿品牌）

集团	品牌	定位	22年规模	集团	品牌	定位	22年规模
珀莱雅	珀莱雅	大众科技护肤	53亿	丸美股份	丸美	中高端眼部抗衰	14亿
	彩棠	新国风化妆师专业彩妆	6亿		恋火	高质极简彩妆	3亿
	悦芙媿	年轻油皮肤护肤	2亿	上海家化	佰草集	科研级本草护肤	5-10亿
	OFF&RELAX	中高端头皮洗护	1亿		玉泽	医研共创修护皮肤屏障	5-10亿
巨子生物	可复美	问题肌肤修护	16亿	御泥坊	东方女性护肤	~10亿	
	可丽金	肌肤年轻化	6亿	水羊股份	伊菲丹	日法高奢护肤	1亿*
贝泰妮	薇诺娜	皮肤学级敏感肌护肤	近50亿	大水滴	熬夜护肤	较小	
	薇诺娜宝贝	婴幼儿脆弱肌护肤	1亿	韩束	大众科学抗衰护肤	13亿	
	AOXMED	高端专业抗老科技护肤	较小	一叶子	纯净植物护肤修护肌肤屏障	5亿	
	贝芙汀	医研+AI专业祛痘品牌	较小	红色小象	专业母婴护理	7亿	
逸仙电商	完美日记	大众彩妆	~20亿	华熙生物	润百颜	玻尿酸科技修护	14亿
	小奥汀	潮流彩妆	~2亿		夸迪	中高端精准护肤抗老	14亿
	PINK BEAR	可爱少女风彩妆	~2亿	肌活	油皮护肤	9亿	
	科兰黎	法国高端科技护肤	3-4亿	米蓓尔	医研敏感肌修护	6亿	
	DR. WU	医研油痘肌护肤	3-4亿	福瑞达	瑗尔博士	微生态护肤	11亿
	EVE LOM	奢养SPA级护肤	3-4亿		颐莲	玻尿酸护肤	7亿

◎ 欧莱雅集团全球品牌组合

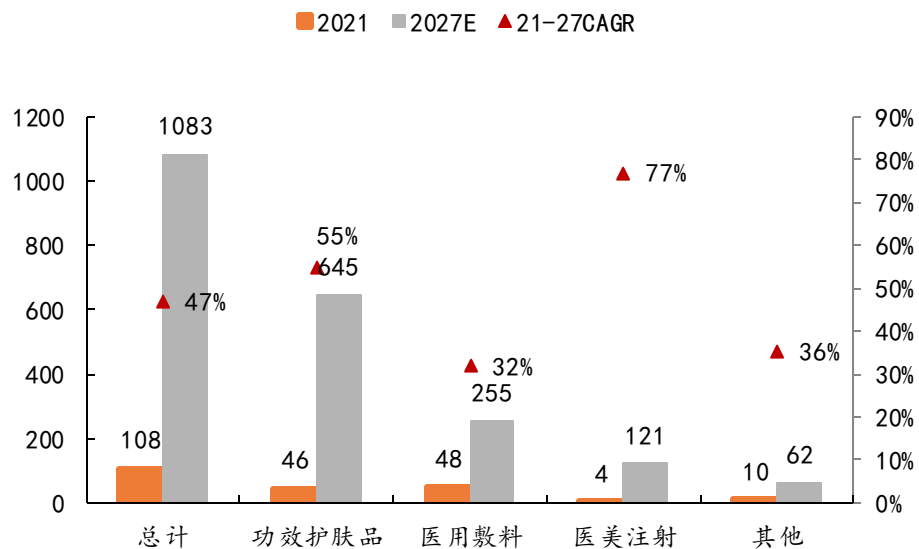
分部	品牌个数	22年规模 (亿元)	主要品牌及中国市场零售额 (亿元)
大众化妆品	10	1071	巴黎欧莱雅 (233)、美宝莲 (24)、3CE (16)、美即 (2) 等
高档化妆品部	22	1118	兰蔻 (184)、圣罗兰 (47)、科颜氏 (35)、阿玛尼 (31)、赫莲娜 (24)、碧欧泉 (14)、植村秀 (12)、羽西 (5) 等
专业美发产品	6	342	巴黎欧莱雅Pro (38)、卡诗 (21) 等
皮肤科学美容	6	391	理肤泉 (31)、修丽可 (20)、适乐肤 (6)、薇姿 (5) 等

资料来源：公司公告，欧睿，平安证券研究所；注：品牌规模默认为财报收入口径，伊菲丹规模为2021年数据

## 2.3 主线2：重组胶原蛋白风口正盛，抓住细分赛道机会

➤ **重组胶原蛋白千亿市场，行业成果及产品转化空间尚大。**重组胶原蛋白是新兴的、以合成生物学技术为核心的生物活性材料，具有损伤修复、组织再生等功能，在美妆、医美、医药等领域有良好应用前景。弗若斯特沙利文预计到2027年重组胶原蛋白终端市场规模突破千亿，21-27年CAGR达47%。国内对重组胶原蛋白领域的研究在全球处于领先水平，巨子生物最早于2011年上市了医疗器械类重组胶原蛋白产品。21年赛道迎来一波小高潮，丸美股份、华熙生物、江苏吴中、资生堂等通过启动自研、购买专利、投资收购等方式快速入局。现阶段企业投入产出多在原料研究，成果转化及上市产品仍然较少。巨子生物是重组胶原蛋白商业化最为成功的企业，产品涵盖功效护肤、医用敷料，22年收入超20亿元，终端零售额超60亿元。

① 重组胶原蛋白终端市场及主要细分领域规模与增速



② 重组胶原蛋白赛道主要参与者及最新进展

企业	布局时间	最新进展	主要品牌
巨子生物	2000	21年产能达到10.9吨，计划23年新增200吨（约为华熙玻尿酸产能的40%）；21年推出全新专研Human-Like重组胶原蛋白仿生组合技术，包含分子量仅217道尔顿的Mini小分子重组胶原蛋白肽	可复美、可丽金
锦波生物	2008	全球首发A型重组III型人源化胶原蛋白新成分，分子量3000道尔顿	薇旖美、164.88° 肌频、重源
暨源生物	2012	设计构建9种不同功能结构域、分子量大小不同的重组人源化I/III型胶原蛋白分子	思美瑞SMR
创建医疗	2015	自主研发生产的重组XVII型胶原蛋白获得INCI名称	悦白之几
丸美股份	2021	持续投入亿元资金，计划26年推出水光针医美产品，28年推出填充类医美丽法则、丸美重组胶原蛋白系列	
华熙生物	2022	胶原蛋白项目在22年底实现化妆品级量产	润百颜、夸迪等
江苏吴中	2022	22年10月从美国引进具有三螺旋和三聚体结构的重组III型人胶原蛋白生物合成技术，获得全球独家知识产权权利	婴肤源

资料来源：公司公告，弗若斯特沙利文，未来迹，平安证券研究所



## 2.3 主线2：行业标准加速完善，率先规范医疗领域应用

➤ 医疗领域已发布多项行业标准及器审指导原则，管理精细程度渐进，行业逐步规范。2021年国家药监局就发布了《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》、《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》，对重组胶原蛋白生物材料命名、医疗产品管理属性和管理类别进行明确规范。2022年国家药监局发布《重组胶原蛋白》（YY/T 1849-2022）行业标准，适用于作为医疗器械原材料的重组胶原蛋白的质量控制，于2022年8月1日正式实施。国家对重组胶原蛋白管理的精细程度也在逐渐加深，2023年《重组人源化胶原蛋白》（YY/T 1888-2023）行业标准审核通过，对于重组人源化胶原蛋白作为医疗器械原材料的质量要求进行了细化，将于2023年7月20日开始实施。近期国家药监局器审中心公布《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》、《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》，进一步规范重组胶原蛋白创面敷料等医疗器械的管理。

### ◎ 国药监局对重组胶原蛋白原料及相关产品的行业标准及管理要求

时间	部门	文件	主要内容
2021年3月15日	国药监局	《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》	规范医疗器械领域重组胶原蛋白生物材料的命名，名称由核心词和特征词组成，按“特征词（如有）+核心词（A+B）”结构编制，A项核心词只有3个，包括“重组人胶原蛋白”“重组人源化胶原蛋白”“重组类胶原蛋白”。B项核心词包括：溶液、冻干粉、凝胶、海绵、纤维、其他。特征词则有I型、III型、其他。
2021年4月15日	国药监局	《重组胶原蛋白类医疗产品分类界定原则》	规范重组胶原蛋白类医疗产品管理属性和管理类别判定
2022年1月18日	国药监局	《重组胶原蛋白》（YY/T 1849-2022）行业标准	规定了重组胶原蛋白的质量控制要求、检测指标及其检测方法等，适用于作为医疗器械原材料的重组胶原蛋白的质量控制，已于2022年8月1日正式实施
2023年1月28日	国药监局	《重组人源化胶原蛋白》（YY/T 1888-2023） 医疗器械行业标准	规定了重组人源化胶原蛋白的质量控制、技术要求、试验方法、稳定性、生物学评价以及包装、运输和贮存等，适用于作为医疗器械原材料的不含非人胶原蛋白氨基酸序列的重组人源化胶原蛋白的质量控制，计划于2023年7月20日开始实施
2023年1月29日	国药监局	《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》解读	更好地指导和规范重组胶原蛋白医疗器械的命名工作
2023年5月25日	国药监局	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》	适用于按第二类医疗器械管理的重组胶原蛋白创面敷料，注册审查要点包括监管信息、综述资料、非临床资料、临床评价资料、产品说明书和标签样稿
2023年5月25日	国药监局	《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	系对医疗器械用重组人源化胶原蛋白原材料的一般要求，评价要点包括原材料性能研究、免疫学安全性研究、生物学风险评价、稳定性研究

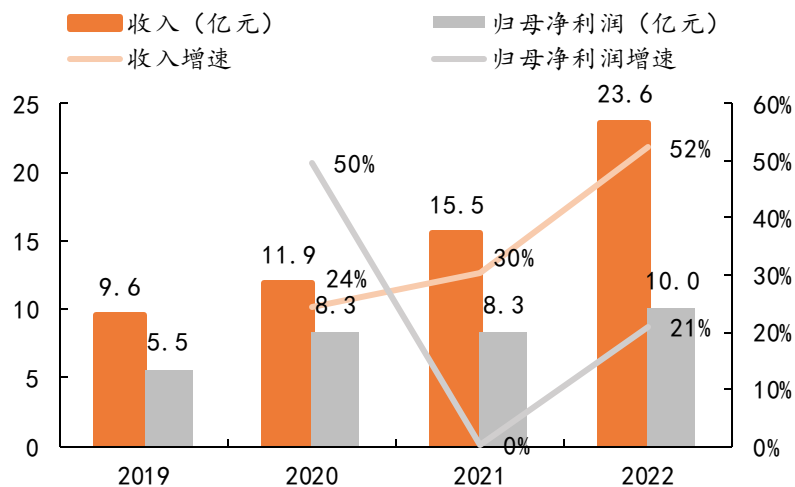
资料来源：国药监局，平安证券研究所



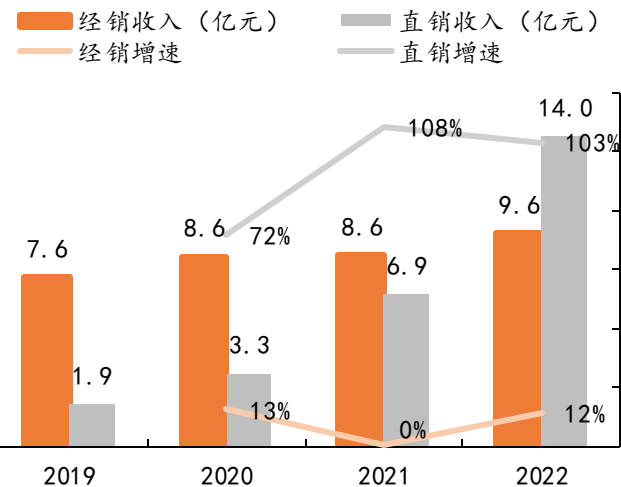
## 2.3 主线2：品牌升级、产品扩容、电商放大，龙头巨子尽享行业红利

➤ **巨子生物作为行业龙头，尽享行业红利。**巨子生物是全球首个成功研发重组胶原蛋白并实现产业化的企业，也是中国首家获得重组胶原蛋白产品医疗器械注册证的公司（2011年），是国内重组胶原蛋白领域的领军企业，拥有接近60%的市场份额，2022年成功于港交所上市。旗下拥有可复美、可丽金两大品牌。可复美定位问题肌肤修护，产品由械拓妆，成功推出重组胶原蛋白次抛精华、修护乳、OK乳等新品，并成功通过电商渠道进行放大，与超头主播李佳琦紧密合作，以中国成分重组胶原蛋白为核心卖点，持续破圈。可丽金品牌定位抗衰，主打紧致抗皱功效，推出胶原大膜王、保龄瓶精华、保龄霜、嘭嘭次抛精华等产品，添加专利C5HA重组胶原蛋白仿生组合原料，持续建设抗衰品牌心智。对比同行，公司渠道结构性调整空间大（22年线上占比不到60%），近期电商经营数据表现优异，持续放量。公司医美管线产品也在稳步推进中，重组胶原蛋白液体制剂（水光）、固体制剂（抬头纹、鱼尾纹）已经进入临床，有望24Q1获证，重组胶原蛋白强交联（法令纹）、弱交联产品（颈纹）有望25Q2获证。从锦波生物薇旎美销量表现看，重组胶原蛋白水光产品接受度较好，期待公司新品打开中长期增量。

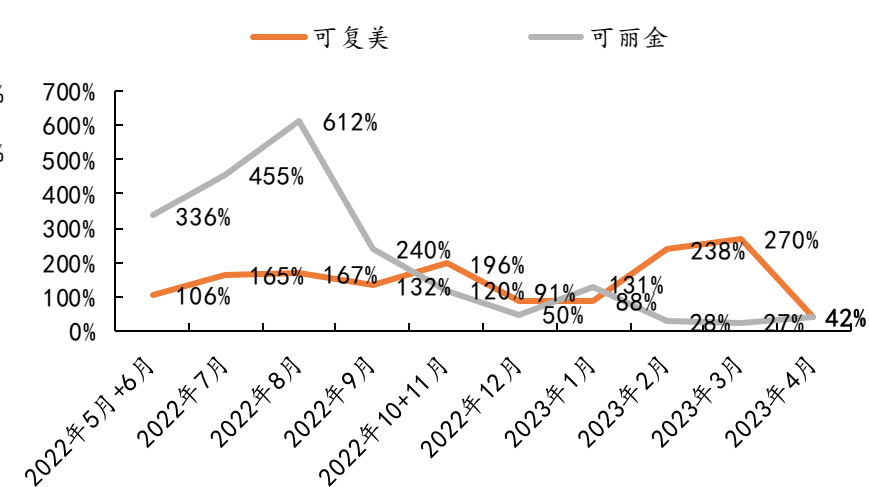
巨子生物营收及利润增速



巨子生物线上线下营收规模及增速



可复美、可丽金品牌近一年天猫&抖音渠道增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所；注：巨子生物财报仅披露直销、经销渠道拆分，近似于线上、线下的区分。

## 2.4 主线3：内外部环境改善，关注二线品牌反转

- **内部改革推新+外部疫情压制解除，部分二线品牌增速抬头。**23年起化妆品社零恢复正增长，疫情带来的物流、供应链、需求压制等负面因素逐渐消除，大盘整体回暖。二线品牌团队调整、产品及渠道升级效果逐步显现，佰草集、玉泽、丸美、恋火、伊菲丹、韩束、完美日记、小奥汀、pink bear等品牌电商月度销售（天猫+抖音）增速有所回升，主要受到新品节奏加快叠加超头、抖音等渠道发力所推动。

◎ 2023年1-4月上市公司旗下重点品牌天猫+抖音旗舰店增速（%）

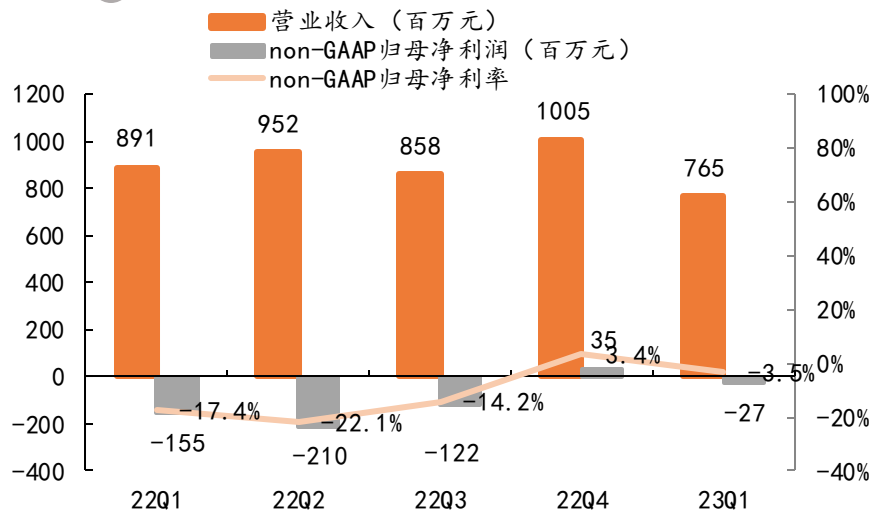
上市公司	品牌	同比增速（%）				上市公司	品牌	同比增速（%）			
		2023/1	2023/2	2023/3	2023/4			2023/1	2023/2	2023/3	2023/4
上海家化	佰草集	-34%	69%	-16%	<b>288%</b>	逸仙电商	完美日记	-38%	-30%	-23%	<b>0%</b>
	玉泽	-55%	5%	-41%	<b>45%</b>		小奥汀	-10%	38%	16%	<b>57%</b>
	合计	-50%	21%	-35%	<b>82%</b>		pinkbear	62%	<b>185%</b>	12%	<b>78%</b>
丸美股份	丸美	64%	135%	93%	<b>95%</b>		drwu	122%	97%	25%	<b>10%</b>
	恋火	131%	217%	127%	<b>198%</b>		galenic	89%	<b>537%</b>	158%	<b>52%</b>
	合计	94%	164%	105%	<b>135%</b>		evelom	47%	90%	47%	<b>81%</b>
华熙生物	润百颜	-24%	4%	-1%	<b>-33%</b>		护肤*	97%	<b>217%</b>	90%	<b>29%</b>
	夸迪	-43%	-14%	-6%	<b>-21%</b>		彩妆	-21%	0%	-10%	<b>27%</b>
	米蓓尔	-18%	-34%	-19%	<b>-36%</b>		合计	-7%	27%	18%	<b>24%</b>
	肌活	-62%	-20%	-35%	<b>-20%</b>		上美股份	韩束	15%	22%	79%
	合计	-43%	-14%	-15%	<b>-27%</b>	珀莱雅	珀莱雅	59%	88%	59%	<b>48%</b>
鲁商发展	颐莲	-31%	34%	1%	<b>-25%</b>	彩棠	90%	<b>248%</b>	69%	<b>79%</b>	
	瑗尔博士	-11%	19%	-6%	<b>5%</b>	合计	65%	110%	60%	<b>52%</b>	
	合计	-19%	24%	-3%	<b>-7%</b>	贝泰妮	薇诺娜	-36%	9%	-16%	<b>6%</b>
水羊股份	御泥坊	1%	-28%	8%	<b>-31%</b>	可复美	88%	<b>238%</b>	270%	<b>42%</b>	
	伊菲丹	4%	<b>301%</b>	205%	<b>75%</b>	巨子生物	可丽金	131%	28%	27%	<b>42%</b>
	合计	2%	90%	105%	<b>11%</b>	合计	93%	<b>197%</b>	205%	<b>42%</b>	

资料来源：生意参谋，飞瓜数据，平安证券研究所；注：逸仙电商护肤计算Dr. WU、Galenic、EVE LOM三个中高端品牌

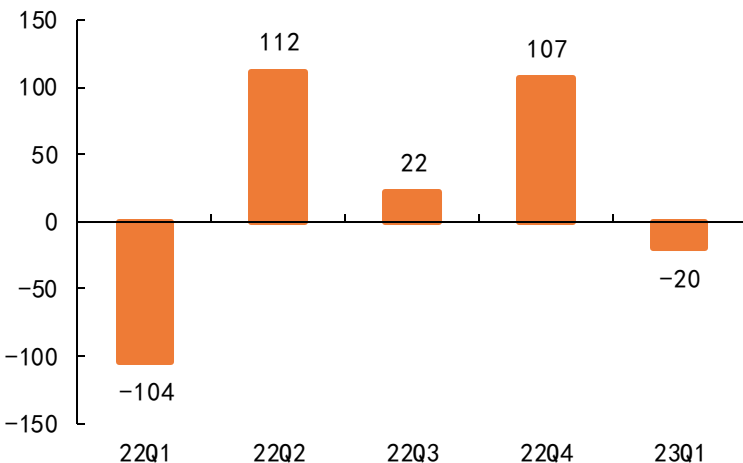
## 2.4 主线3：逸仙电商业务数据逐步转好，静待规模企稳回升

➤ **战略转型成效逐步显现，高基数过去+新品布局，下半年值得期待。**2021-2022年是公司战略转型过渡年，管理队伍换血，到22年中结束动荡。两年来，公司彩妆调整升级，完美日记缩减折扣收紧控价、停止流量过度投放、优化线下经营效率，尽管营收规模大幅缩减，但有助于长期可持续发展。同时重点发力护肤，收购的三大中高端护肤品牌科兰黎、达尔肤、EVE LOM品牌定位鲜明，各品牌均培育出第一大心智单品，在细分领域领先。Q1看彩妆环比已经企稳，上半年有高基数影响（线下店、线上流量投放），下半年伴随新品发力有望企稳回升。护肤保持较好增长，三大中高端护肤品牌增速高于整体，护肤大促囤货心智强，淡旺季较为明显，Q2、Q4贡献更高销售。

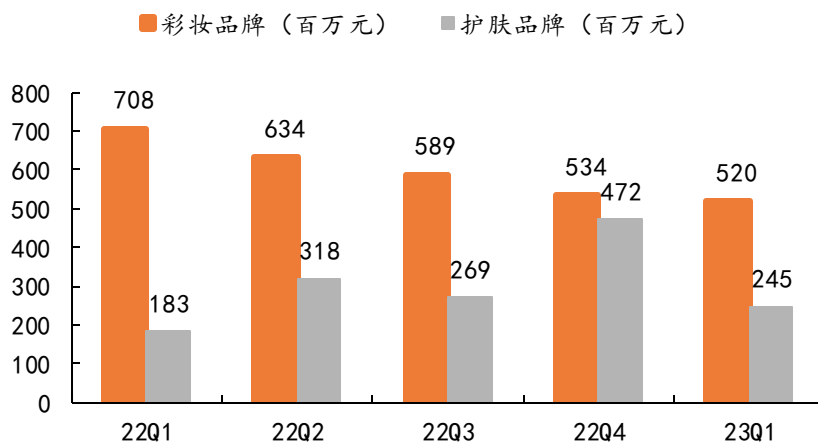
逸仙电商NON-GAAP净亏损逐季收窄



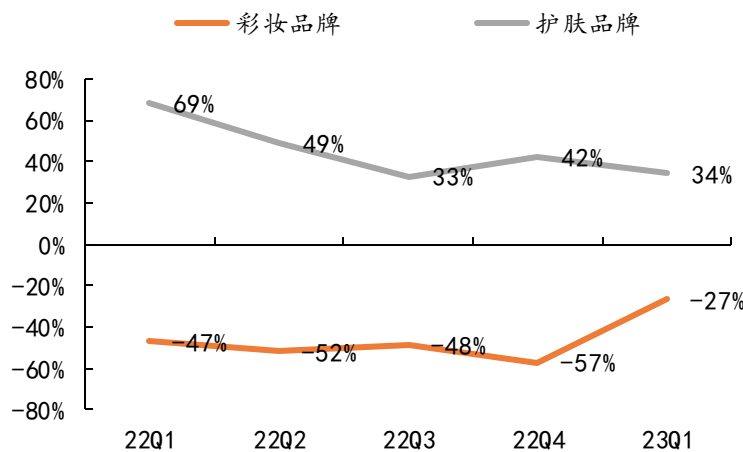
逸仙电商经营性现金流情况优化明显 (百万元)



彩妆品牌营收环比企稳，护肤稳步增长但淡旺季明显



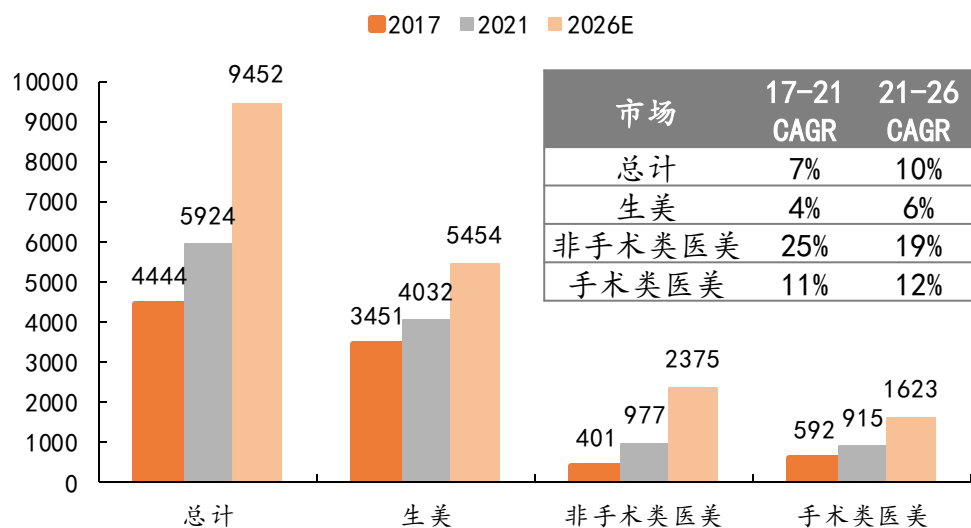
彩妆同比降幅收窄，护肤维持较好增速



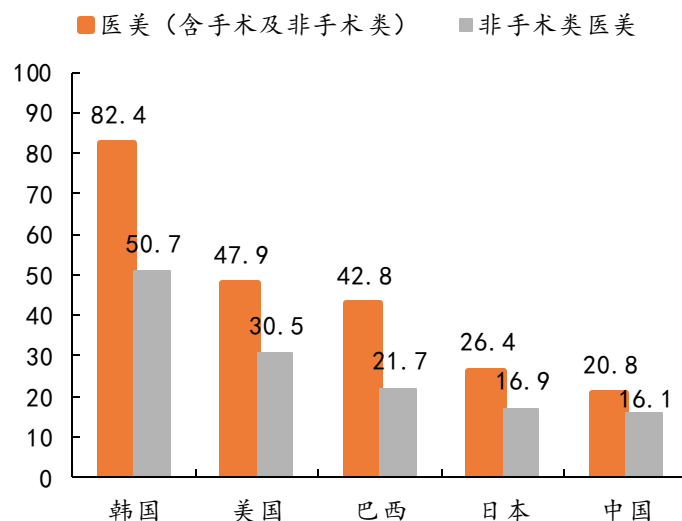
## 2.5 主线4：线下美容行业前景较好，21-27年CAGR约10%

➤ 线下美容行业欣欣向荣，生美消费者基数大，粘性高，整体增速平稳；医美消费渗透尚低，预计未来增速更高。我国线下美容行业发展前景较好，2021年生美、轻医美、手术类医美市场规模4032亿元、977亿元、915亿元，沙利文预计21-26年生美、轻医美、手术类医美市场增速分别达6%、19%、12%。其中，生美消费者基数大，消费粘性高，消费习惯相对成熟，整体增速平稳。21年我国共有1.55亿生美消费者，消费频次可达每个月多次。医美消费增速更快，核心在于渗透率偏低。对比成熟市场，2020年我国每千人医美次数仅20.8次，仅为韩国的25%。20年北上广深医美消费渗透率约22.2%，除此以外，我国二线及以下城市的医美消费渗透率均不到10%。

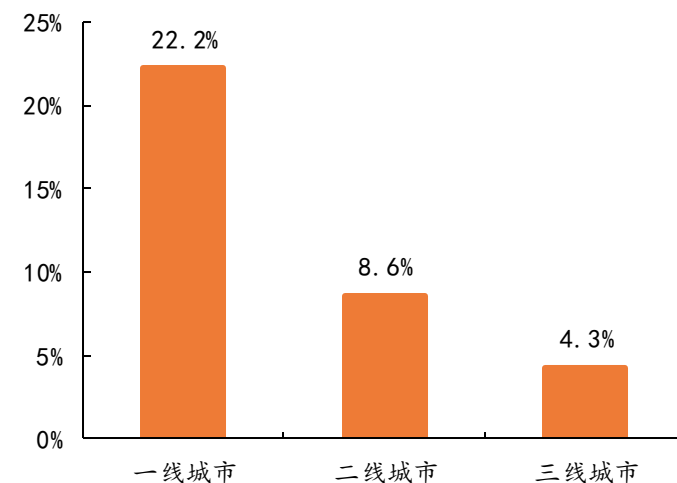
2017-2026E我国线下美容行业规模及增速（单位：亿元）



2020年主要国家每千人医美次数



2020年我国各线城市医美消费渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，平安证券研究所



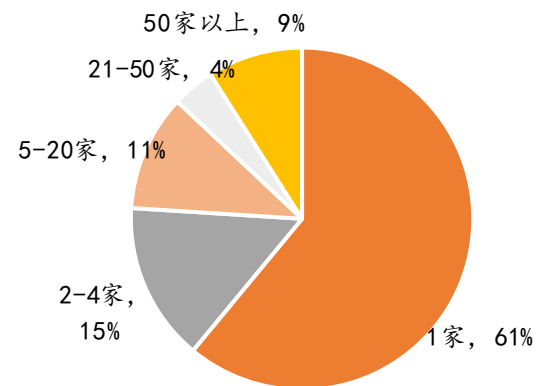
## 2.5 主线4：生美行业高度分散，头部开启并购整合&拓展双美业务

➤ 生美行业经营模式主要有加盟和直营两类，按直营收入计CR5不到1%，格局分散。据弗若斯特沙利文，我国近9成生美品牌为单店经营，21年线下200万家生美门店中连锁超过50家店的仅占9%，行业连锁化率较低。企业经营模式分为加盟和直营两大类，其中加盟为主的以产品销售为核心收入来源，门店数量众多，代表性企业如克丽缇娜（门店数量5000+）、自然美（1400+）；直营为主的以销售服务为主，门店数量较为精简，且多定位中高端，代表性企业如美丽田园（门店数量约380，直营：加盟约1:1）、思妍丽（140+，2:1）、奈瑞儿（近200）。以直营店收入计，21年行业前五大品牌合计市占率仅0.7%，其中美丽田园以9亿元收入排名第一，市占率0.2%。

我国生美行业参与者类型及代表性头部企业

按经营模式	加盟为主	直营为主
特点	核心收入来源为商品批发收入	核心收入来源为服务收入
主要企业	克丽缇娜（5000+）、自然美（1400+）、百莲凯（7000+）、诗丽堂（500+）、伊美娜（100左右）	美丽田园（约380，1:1）、思妍丽（140+，2:1）、奈瑞儿（约200）、娇莉芙（180+）、丽妍雅集（25），其中美丽田园、思妍丽开放高门槛加盟，奈瑞儿、娇莉芙、丽妍雅集全直营。
按区域	全国性	地方性
主要企业	克丽缇娜（5000+）、自然美（1400+）、百莲凯（7000+）、美丽田园（约380）、思妍丽（140+，上海、北京、武汉直营最多）、娇莉芙（180+）	奈瑞儿（粤港澳大湾区，约200）、诗丽堂（四川地区）、伊美娜（辽宁地区）、丽妍雅集（上海为主）

2021年我国生美门店生态格局



2021年我国生美TOP5直营机构

排名	公司	直营收入	市场份额
1	美丽田园	9亿	0.2%
2	奈瑞儿	7亿	0.2%
3	思妍丽	5亿	0.1%
4	上海尊雅	4亿	0.1%
5	菲欧曼	3亿	0.1%
CR5		28亿	0.7%

资料来源：各公司官网，公司公告，弗若斯特沙利文，平安证券研究所

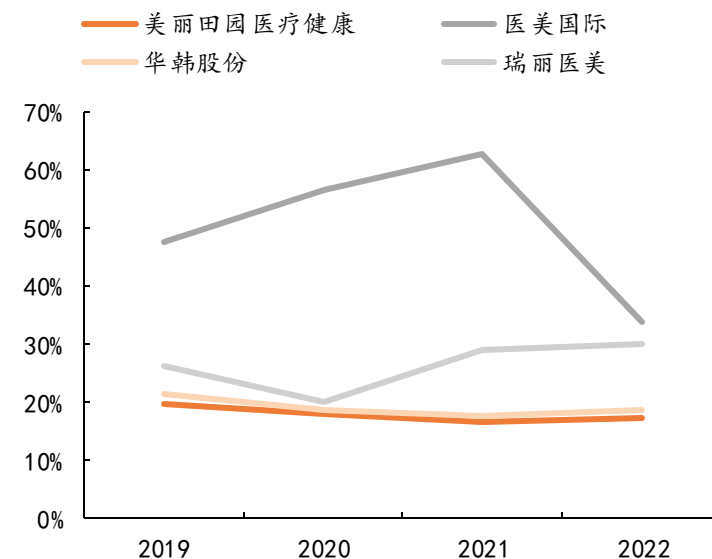
## 2.5 主线4：生美行业高度分散，头部开启并购整合&拓展双美业务

➤ **头部企业开始并购整合或者拓展双美业务。**增长策略看，资金实力及管理能力较强的头部企业已经开启并购整合，例如16年美丽田园收购北京头部生美品牌贝黎诗，成为全国直营规模最大的生美连锁品牌。另外，头部企业基于较强的客户资源拓展医美业务，例如克丽缇娜开设自营医美&抗衰老机构，在南京、上海有4家医美诊所（雅朴丽德医美诊所、晶禾及禾登全科诊所）；思妍丽拥有5家医疗美容门店（Bioyaya，截止2021年底）；美丽田园在全国有20家医美（截止2022年底）；奈瑞儿在华南地区有10家医美机构；伊美娜在辽宁和上海有8家医美。对比传统医美医院，双美模式有助于降低获客成本，例如美丽田园营销费率仅不到20%，而传统医美医院营销费率多在20-40%。

国内双美模式主要参与者（数据截止2021年底）

	美丽田园	思妍丽	奈瑞儿	日置名媛
成立时间	1993	1996	2007	2008
总部	上海	上海	广州	香港
提供服务	传统美容服务、非手术类及手术类医美、亚健康评估干预	传统美容服务、非手术类及手术类医美	传统美容服务、非手术类及手术类医美、亚健康评估干预	传统美容服务、非手术类及手术类医美
直营收入	16亿元	8亿元	9亿元	4亿元
直营店数	172 (154生美+18医美)	105 (100生美+5医美)	213 (203生美+10医美)	37 (34生美+3医美)
生美是否加盟	是，高门槛	是，高门槛	否	否
覆盖城市	37	16	9，主要在华南	上海、北京、杭州
一线城市覆盖度	北上广深	北上广深	广深	北上
生美单店月收入	51万元	44万元	27万元	54万元
活跃会员数量	7.7万	约2.5万	约3.8万	约1.4万

代表性线下美容机构销售费用率

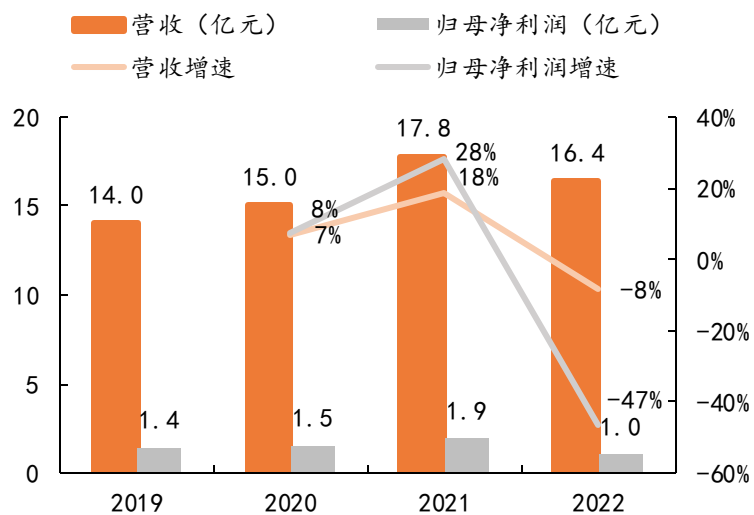


资料来源：各公司官网，公司公告，弗若斯特沙利文，平安证券研究所

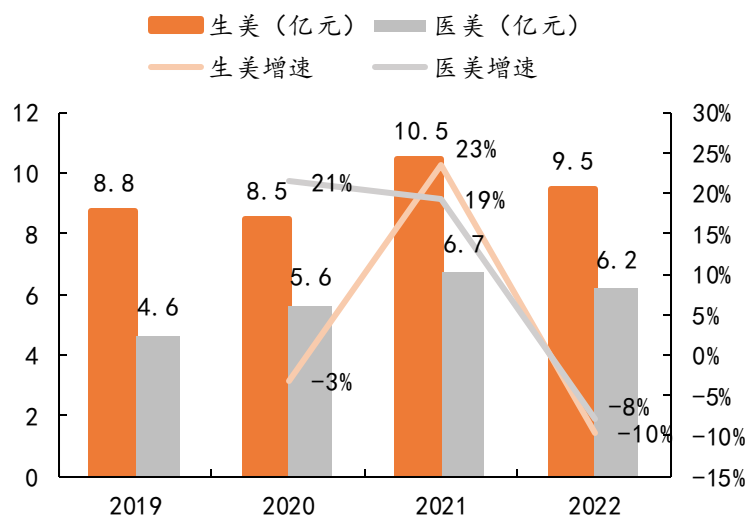
## 2.5 主线4：美丽田园为双美模式领军者，疫后修复明显，中长期成长空间大

➤ 美丽田园是国内双美模式龙头，短期看修复，中长期开店+同店+并购空间大。据弗若斯特沙利文，以直营收入口径看，21年公司位居生美行业第一、市占率0.2%，轻医美行业第四、市占率0.6%，在双美模式（生美导流医美）企业中位居第一、市占率0.3%。19-21年，尽管疫情对线下活动影响反复，公司营收及归母净利润复合增速13%、17%，保持双位数增长，22年因疫情冲击较大，营收、利润有所下滑，但仍保持了门店的稳步扩张。今年来看，短期修复数据表现较好，年初至5月28日，公司整体客流、客单比22年同期双位数增长，客户到店消费额比21年同期增长超过20%。中长期看，公司作为龙头，拥有强资金实力及管理能力，开店及并购空间较大，今年计划新开50家门店（直营10+、加盟30+），继续保持存量店10-15%的拓店速度，并对现有门店进行升级。公司同店增长仍有较大空间，其中生美向医美、健康服务的转化率有待提升，22年约为23.7%（+2pct），最高区域的医美转化率可达40-50%（上海、太原）。

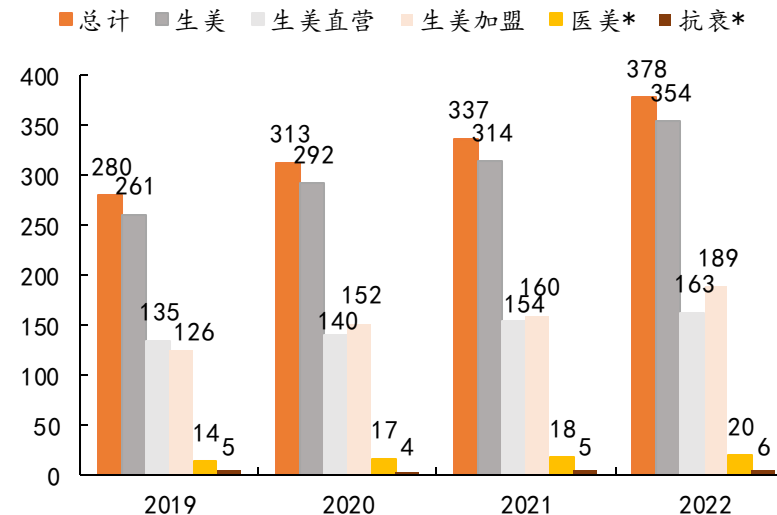
美丽田园营收及利润增速



美丽田园分业务营收规模及增速



美丽田园门店数量



资料来源：公司公告，平安证券研究所



# CONTENT 目录

- ① 酒旅餐饮：关注行业经营修复，持续看好咖啡赛道
- ② 美容护理：大盘回升、品牌分化，重点关注几条主线
- ③ 投资建议及风险提示



# 投资建议

- **酒旅餐饮：**宏观经济复苏温和，3-4月可选消费复苏斜率相对“平缓”，尽管“春节”、“五一”等节假日出行数据“火爆”，但旅游餐饮消费力恢复与预期“差距尚存”，市场等待旅游餐饮消费的持续性修复，板块走势相对承压。1) OTA：截至今年“五一”国内旅游人次已恢复至疫情前水平，而出境游仅恢复至疫前4成左右，在旅游市场复苏的背景下，我们建议关注龙头携程出境业务恢复，及抢占旅游市场长尾需求复苏领先的同程旅行。2) 酒店：龙头恢复行业领先，结构化升级下龙头ADR显著提升是驱动Revpar修复的主要因素，而OCC修复相对滞后；暑期为旅游及酒店消费旺季，建议关注酒店行业经营数据修复，同时看好龙头市占率提升。3) 餐饮：餐饮行业逐步回暖，但市场出现分化，高端餐饮承压，咖啡茶饮&小吃快餐表现较好；头部品牌在目前国内消费环境压力仍存的背景下，开店节奏相对稳健，核心关注头部企业经营数据修复。4) 咖啡：需求与供给共振，行业有β红利；龙头瑞幸基本面表现强劲，门店经营利润率在23Q1再创新高，尽管“乙类乙管”后供给增加，市场竞争加剧为必然，但瑞幸推出「带店加盟」、「万店同庆」举措抢占市占率，头部优势有望持续巩固，继续强烈看好。
- **美容护理：**化妆品社零增速年初开始转正，疫情及库存压力逐渐缓解，消费逐渐修复，618大促开局表现较好，增速进一步回升，持续关注后续消费变化。品牌端表现分化，建议关注几条主线：1) 本土品牌崛起大势所趋，差异化产品及周期性迭代、灵活的渠道配置是本土弯道超车主要抓手，头部企业构建起多品牌矩阵雏形，有望进一步抬升市占率，重点推荐势能向上的国货龙头珀莱雅。2) 中国成分、功效及科技趋势持续，重组胶原蛋白风口正盛，商业化空间大，行业标准逐步建立，支撑中长期健康发展，重点关注品牌升级&产品扩容&渠道扩充的龙头巨子生物。3) 内外部环境改善，团队调整、产品渠道升级下，部分二线品牌高频数据显示增速有抬头趋势，重点关注战略转型成效渐显的逸仙电商。4) 线下美容行业前景佳，双美模式具有获客成本优势，门店短期疫后修复明显，中长期内生+外延支撑成长，重点关注龙头美丽田园。

# 风险提示

- **消费复苏不及预期风险：**社服消费多为可选性消费，若消费者信心不足，消费复苏或将不及预期。
- **行业政策收紧风险：**国家及产业等政策变化或将对行业、公司发展及公司股价造成较大影响。
- **中美双方对审计底稿的监管风险：**尽管中美审计监管合作取得积极成效，PCAOB已撤销2021年作出的无法检查或调查中概股会计师事务所的裁定，但审计监管仍在持续进行，风险仍存。
- **行业竞争加剧风险：**餐饮、咖啡、美妆等赛道资本持续进入、新产品/新品牌不断出现，叠加外资企业进入中国市场，行业竞争或将加剧，核心竞争力较弱的企业可能面临收入不及预期、盈利下降。
- **新产品/新渠道/新品牌拓展不及预期风险：**为培育新增长点，企业需要进行新品研发/新渠道开发/新品牌培育等，前期将存在较大的资金投入，若后续业务表现不佳，则可能导致业绩不达预期。



## 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。