

美妆&零售行业2023年中期投资策略

# 零售布局节奏加快，国货美妆进入新纪元

——零售关注新业务+新业态，美妆关注产品+营销

西南证券研究发展中心  
美妆&零售研究团队  
2023年6月

# 核心观点

---

## ● 回溯2023H1：

2023H1消费整体呈现温和复苏态势，社零累计同比增速逐月走强，其中线下各业态复苏进度出现分化，可选消费在低基数前提下表现出更强的修复弹性，零售企业业绩表现基本恢复至2019年同期水平。随外部不利影响消除，各零售龙头企业已走出泥潭，开始积极进行新业态探索。

美妆行业整体呈现快速复苏趋势，相比2022年有正向改善，累计同比增速大幅回升。国货化妆品梯队分级明显，其中头部品牌表现出现分化，具备更强产品力和发力新赛道的品牌逆势高速增长，专注细分赛道及营销力度减弱的品牌增速开始承压；另外二线品牌整体表现出较强边际修复趋势，23Q1均实现亮眼的同比增长。

## ● 展望2023H2：

根据国家统计局数据，消费信心仍处于恢复进程中，预计2023年H2复苏节奏将加快，各零售龙头业绩进一步兑现。其中跨境电商行业在一带一路、RCEP等政策红利释放下实现集中度提升，头部企业的新业务布局开始放量；传统零售企业所进行的新业态探索将在消费复苏背景下进行业绩验证，表现出更强的成长性。

化妆品在低基数下有望实现快速修复，但从23H1来看整体消费欲望和购买力更偏向于逐步弱复苏。在此背景下，国货大众化妆品替代国际高端大牌趋势有望加速推进，国货研发实力、产品矩阵、品牌化打造不断加强，2023年化妆品市场有望持续加快恢复，本土品牌市场份额持续提升。

# 核心观点

## ● 投资逻辑（一）：消费复苏仍在进程中，新业务+新业态成为投资重点

随外部不利影响消除，消费复苏已在大多数零售企业23Q1业绩中得到体现。但23Q2社零数据出现业态、品类的表现分化，最终表现为子行业、各公司的业绩分化，其中基于对外贸易的跨境电商、依赖线下客流的百货、满足即时零售需求的便利店皆迎来了较好的增长，各公司也开始进行新业务、新业态的布局与尝试，预计23Q2各企业的分化将进一步加剧。在此逻辑下，我们推荐跨境电商行业布局愈发完善，实现“从玩家到平台”身份转变的**小商品城（600415）**；积极尝试新业态，具有深厚竞争优势的区域型便利店龙头**红旗连锁（002697）**。

风险提示：新业务放量不及预期、新业态发展不及预期、消费不及预期、进出口不及预期。

## ● 投资逻辑（二）：化妆品市场逐步复苏，产品力+营销力兼备的公司具长期发展前景

22年国内化妆品市场整体承压，23Q1二线品牌边际改善趋势明显，一线品牌表现出现分化，珀莱雅、巨子生物持续高增，华熙生物、贝泰妮增速有所放缓。1-4月份国内化妆品零售额增速恢复明显，但618美妆大盘表现略低于预期，其中国际大牌增速放缓、抖快等内容电商平台加速增长等趋势加速推进，期待下半年化妆品市场持续恢复，继续把握国货替代逻辑。在此逻辑下，我们推荐关注龙头地位稳固，增长动力充足的**珀莱雅（603605）**；重组胶原蛋白龙头，具备先发优势的**巨子生物（2367.HK）**。

风险提示：新品推出不及预期、行业竞争加剧。

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

### 板块表现回顾

零售：AI赋能跨境电商，业绩好转标的涨幅明显

化妆品：龙头表现分化，行业整体弱复苏

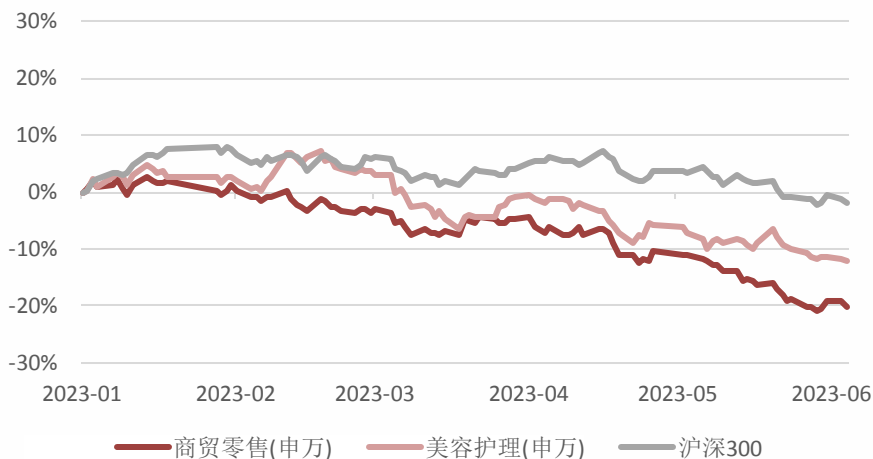
## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

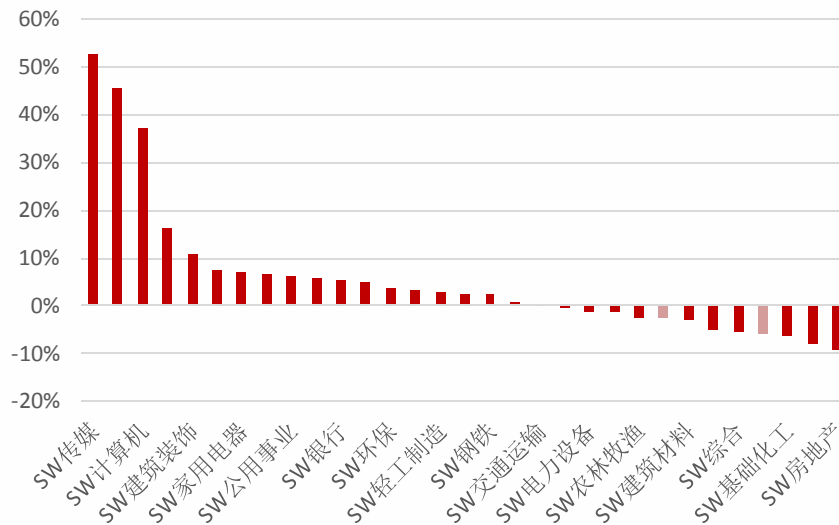
# 商贸零售&美容护理走弱

- 自2023年初至2023年6月9日，申万商贸零售指数下跌19.8%，美容护理指数下跌14.8%，弱于沪深300指数下跌1.3%。SW商贸零售在31个申万行业中涨跌幅排名第24，SW美容护理排名第28。
- 2023年上半年我国经济形势表现为常态化管理下的客流修复、消费复苏。消费复苏的市场预期在2022年底已进行部分反映，2023年以来市场更为关注数据、业绩对前期预期的验证。但2023年整体消费复苏节奏有所拉长，呈现温和复苏态势，故整体表现偏弱，因此商贸零售与化妆品的市场表现不佳，而美容护理相较于商贸零售具有更强的可选属性，表现相对更弱。

### 相对指数表现



### 2022年申万行业涨跌幅排名



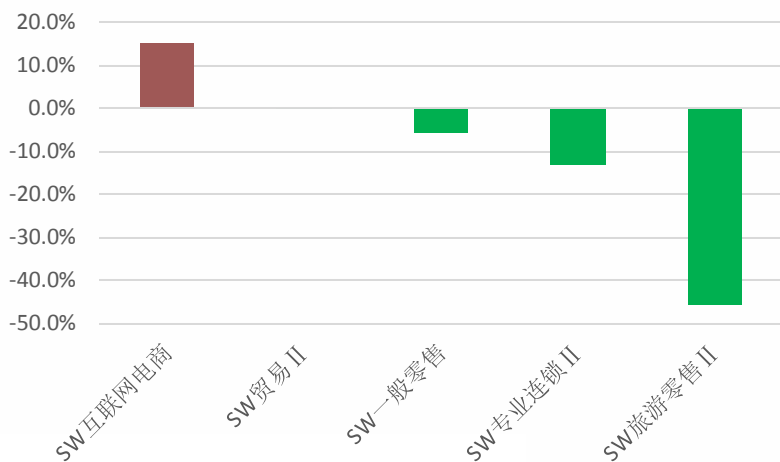
数据来源: wind, 西南证券整理 (数据截止2023年6月9日)

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

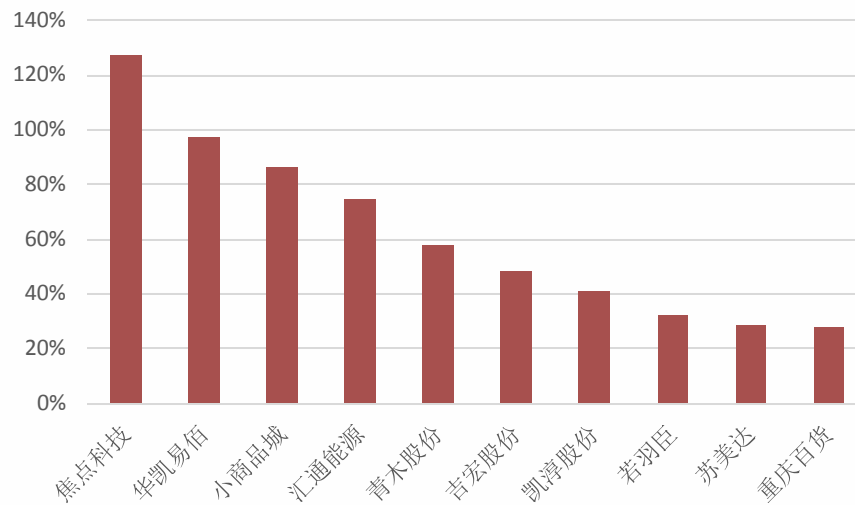
## AI赋能跨境电商，业绩好转标的涨幅明显

- 分板块来看，子板块中互联网电商上涨15.3%，贸易Ⅱ上涨0.5%，一般零售下跌5.9%、专业连锁下跌13.4%、旅游零售下跌45.6%。具体到个股来看，领涨居前的多为跨境电商相关公司；此外还有持续提升经销效率的传统零售公司。
- 整体来看，2023年常态化管理之下，线下客流呈现逐步温和复苏的态势，但市场对于线下零售恢复的预期已在2022年底进行提前反映，故2023年上半年市场表现有所分化，经营好转得到业绩支撑的公司表现出更好的涨幅。此外，2023年上半年ChatGpt推出，AI在应用层面对跨境电商公司形成赋能，助力相关标的实现较高涨幅。

### 一般零售领涨



### 商贸零售行业个股涨跌幅前十

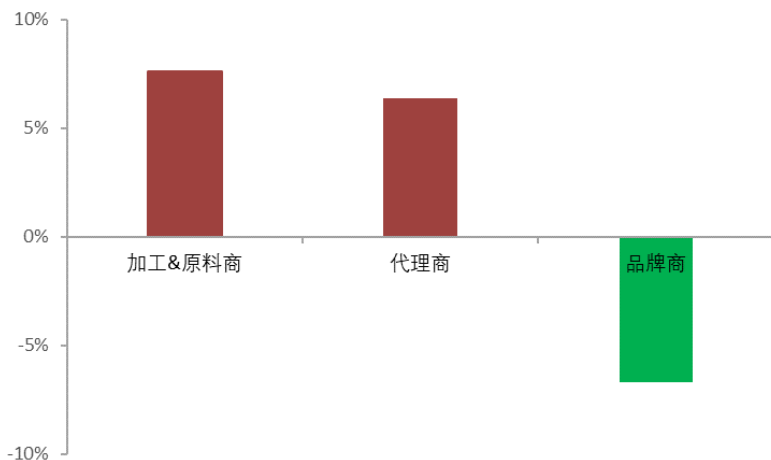


数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2022年12月31日）

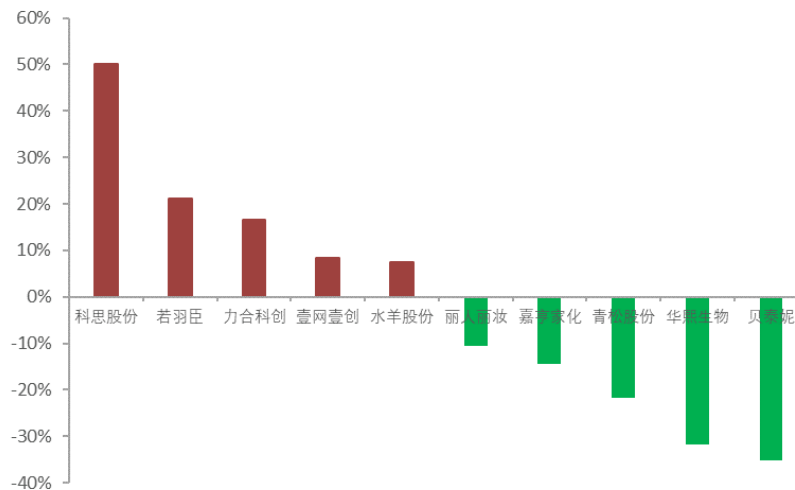
## 子板块&个股涨跌幅：中上游涨幅较好，下游品牌商下跌

- 化妆品行业上半年修复趋势明显，分产业链来看，上游加工&原料商涨幅居前，整体上涨7.6%，中游代理商同样表现较好，上涨6.4%，而下游品牌商则表现出现下挫，整体下跌6.7%。总的来看，今年上半年中上游恢复趋势更为明显，而国货品牌商因经营数据表现不及预期，整体股价下行。
- 从个股角度来看，涨幅居前的主要是中上游原料加工商和代理商，其中科思股份以50.1%的涨幅位居第一，而水羊股份作为品牌商在Q1表现出较强边际改善趋势，业绩实现双位数增长，以7.5%涨幅位列前五。而跌幅居前的则多为品牌商，其中贝泰妮以35.2%的跌幅领跌，华熙生物和上海家化也出现较大幅度下跌。

### 美容护理整体表现较弱



### 化妆品行业个股涨跌幅前十



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2023年6月19日）

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

### 板块回顾

**零售：AI赋能跨境电商，业绩好转标的涨幅明显**

**化妆品：龙头表现分化，行业整体弱复苏**

## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

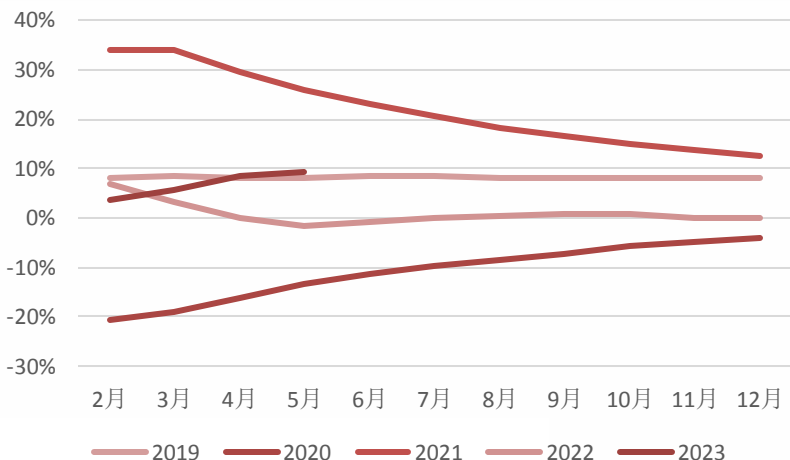
## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略



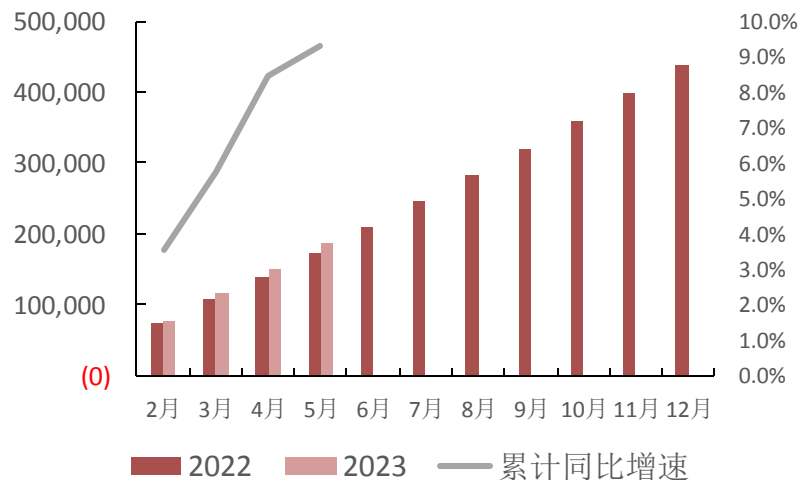
# 社零总额累计同比增速持续走强

- 23M1-5我国社会消费品总额为18.8万亿元，累计同比增长9.3%。分月份来看，2023年我国社零累计同比增速呈现逐月增强的态势，1-2月/3月/4月/5月累计同比增速分别为3.5%/5.8%/8.5%/9.3%。
- 我们认为累计同比增速逐月走强有两方面原因，一方面是2022年同期我国各地受疫情影响，物流、消费等多方面有所受阻造成低基数影响，使得2023年社零同比增速表现较好；另一方面是2023年常态化管理下，居民消费信心、消费意愿逐渐恢复。

## 社零总额累计同比增速



## 社零累计总额及同比增速(亿元)

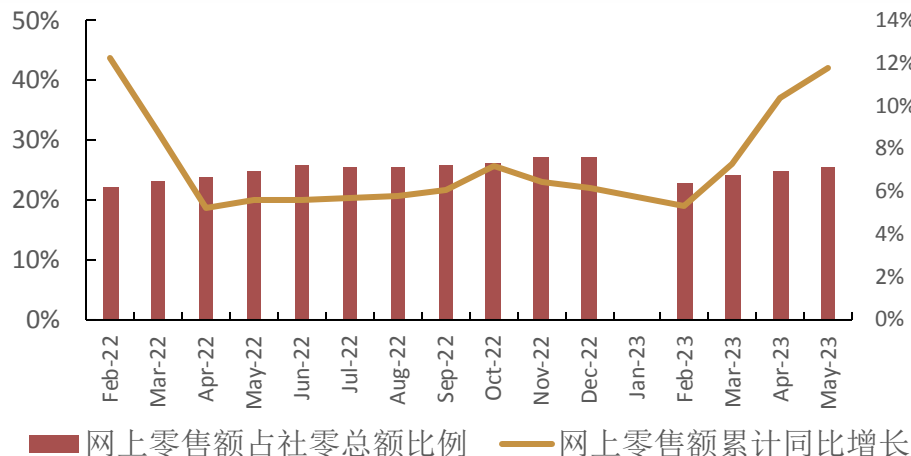


数据来源：国家统计局，西南证券整理

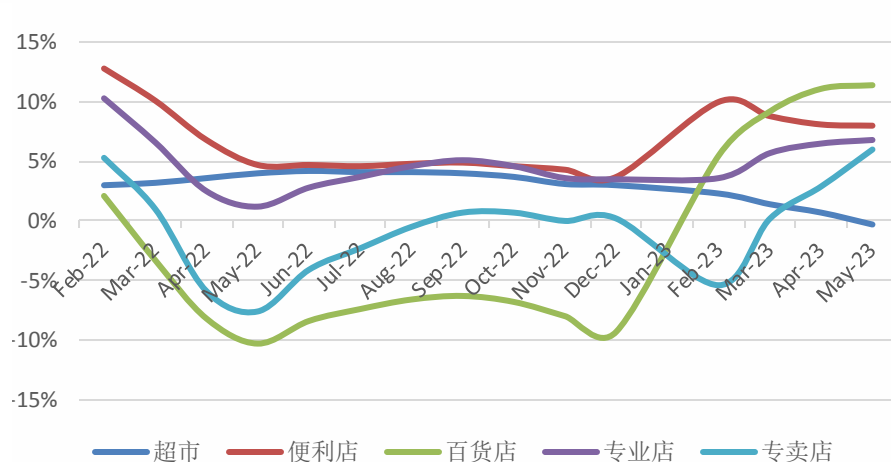
## 线上增长延续，线下业态表现分化

- 分渠道来看，线上渠道零售额同比保持增长态势，累计同比增速自2023年2月的5.3%上升至5月的11.8%，网上零售额占社零总额比例也自2月的22.7%增长至25.6%，主要系去年同期国内物流运输受限所致。
- 分业态来看，百货、便利店、专业店、专卖店表现亮眼，2023年5月零售额累计同比增速分别为11.4%、8%、6.8%、6%；超市业态表现较弱，5月零售额累计同比增速为-0.3%。

### 线上零售延续增长态势



### 线下分业态累计同比增速

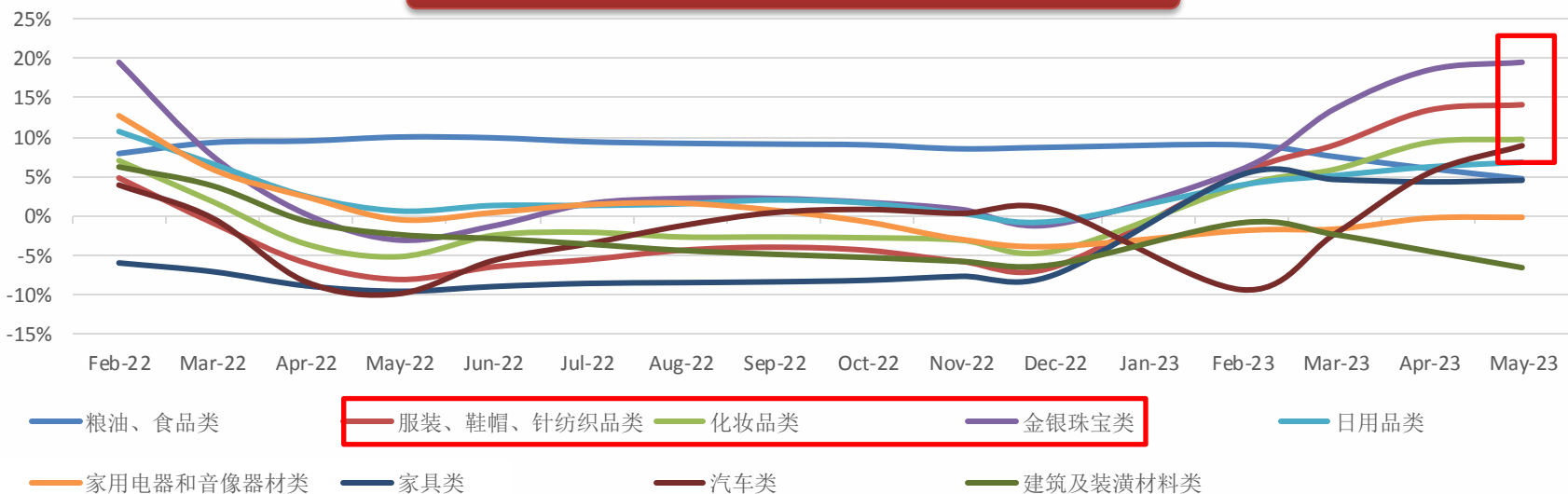


数据来源：国家统计局，西南证券整理

## 低基数、高弹性，可选消费表现亮眼

- 分品类来看，家用电器、建筑及装潢材料表现逐月走弱，5月累计同比增速分别为-0.2%、-6.6%；需求刚性的必选消费如粮油食品、日用品等实现温和增长，5月累计同比增速分别为4.7%、6.8%；而需求更具有弹性的服装、化妆品、珠宝等品类随着消费复苏步伐，零售额累计同比增速逐月走强，截至5月累计同比增速分别为14.1%、9.7%、19.5%。
- 我们认为，2022年同期受疫情影响，必选消费表现稳健，可选消费表现较弱；2023Q1外部不利影响消除，必选消费维持稳健增长，而**基数更低、需求弹性更高**的可选消费则表现出了更高的同比增速。

分品类累计同比增长

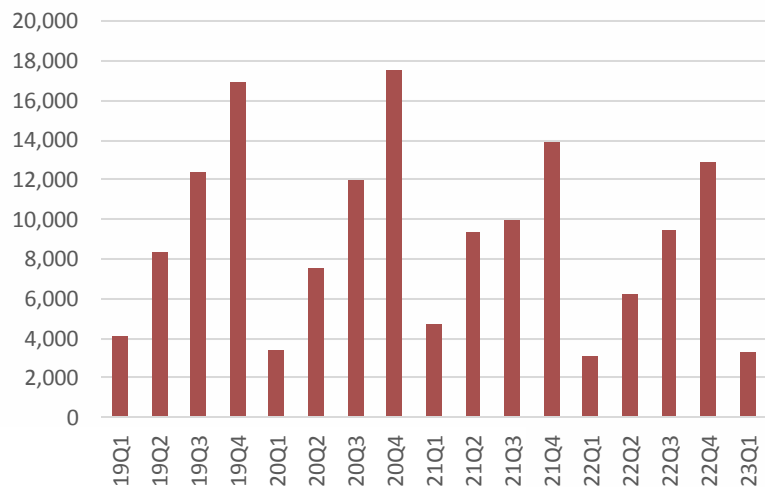


数据来源：国家统计局，西南证券整理

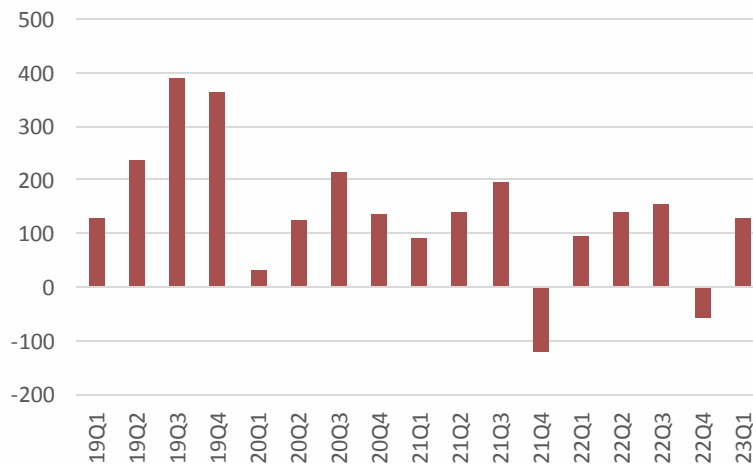
## 利润端恢复至2019年同期的99%

- ❑ SW商贸零售企业2023年一季度营收受去年低基数影响，同比增长6.9%，已恢复至2019年一季度营业收入的81.6%。
- ❑ 利润端方面，商贸零售企业大多具有成本刚性的特征，同比2022年Q1，2023年Q1利润端增长36.6%，修复效应明显。此外，对比疫情前水平，2023年Q1归母净利润已恢复至2019年同期的99.3%。

### SW商贸零售营业收入



### SW商贸零售归母净利润



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

### 板块回顾

零售：AI赋能跨境电商，业绩好转标的涨幅明显

化妆品：龙头表现分化，行业整体弱复苏

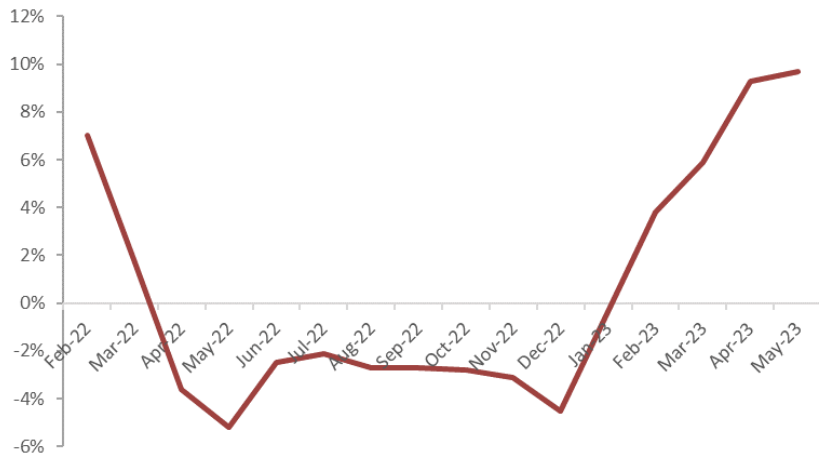
## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

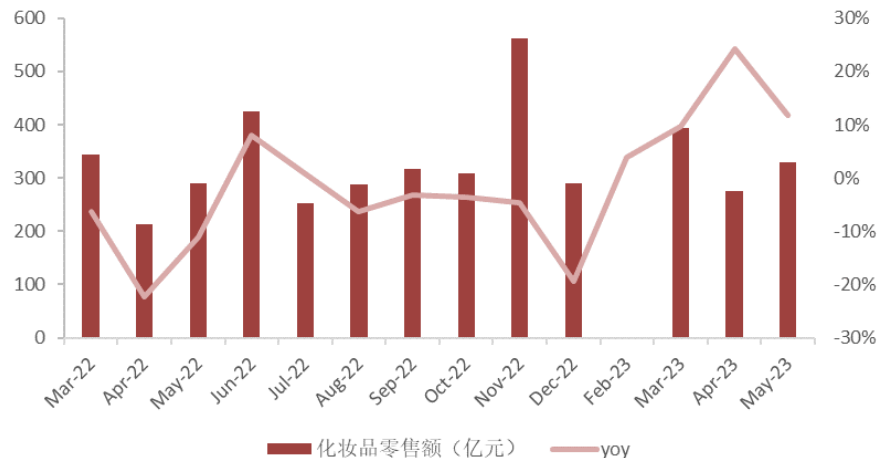
# 化妆品大盘：化妆品零售额改善趋势明显

- 23M1-5化妆品零售额实现大幅回升，2/3/4/5月份累计同比增速分别为3.8%/5.9%/9.3%/9.7%，同比加速增长，且增幅也逐渐加大，上半年化妆品市场消费复苏态势良好。
- 分月份来看，3、4、5月化妆品零售额分别为393.4、276.2、330亿元，分别同比+9.6%/+24.3%/+11.7%，3月份迎来全年首个大促活动38节大促，同比实现接近双位数增长；因5月底进入618大促时点，4-5月份是行业传统淡季，但仍实现大幅增长。

## 化妆品零售额累计同比增速



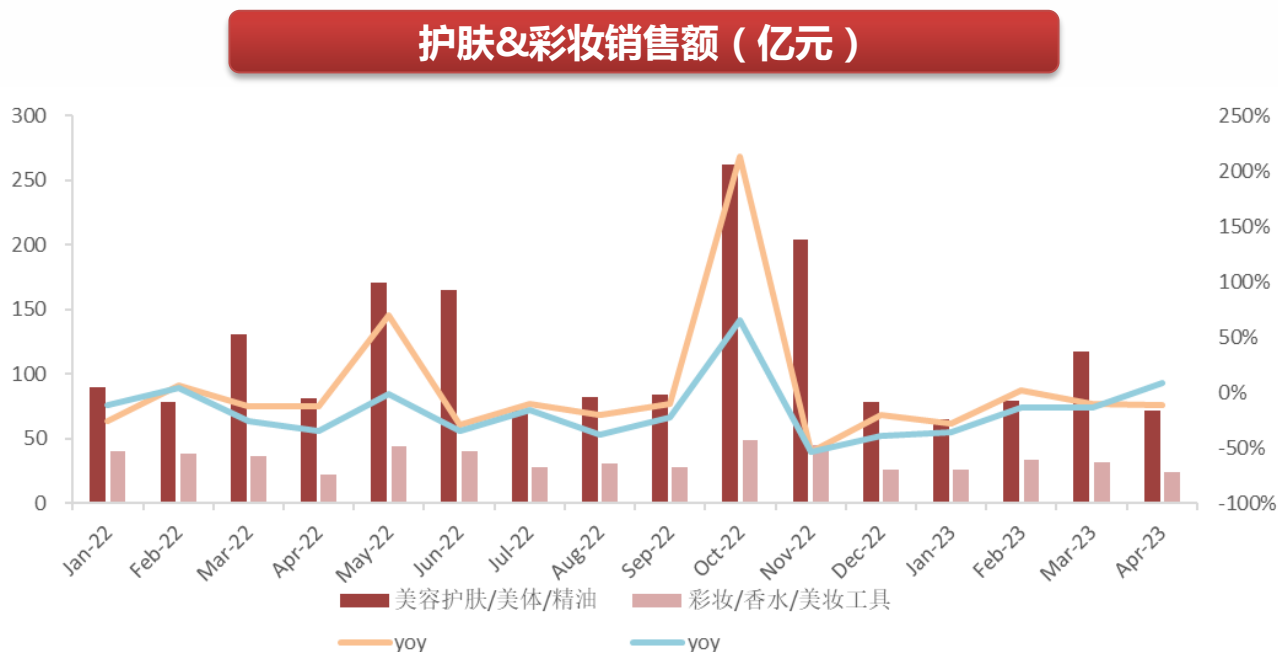
## 化妆品月零售额及增速



数据来源: wind, 西南证券整理

## 品类增速：彩妆增速反超护肤

- 分品类来看，护肤类产品仍是化妆品消费主流，销售额远高于彩妆类产品，38大促期间销售额接近120亿元，而彩妆销售额仅30亿元左右。但增速方面，今年4月份彩妆增速首次反超护肤类，4月份彩妆同比+8.6%，护肤同比持平。彩妆品类受去年低基数影响，以及出行需求增加和口罩影响减弱，今年彩妆类目实现更快修复趋势。



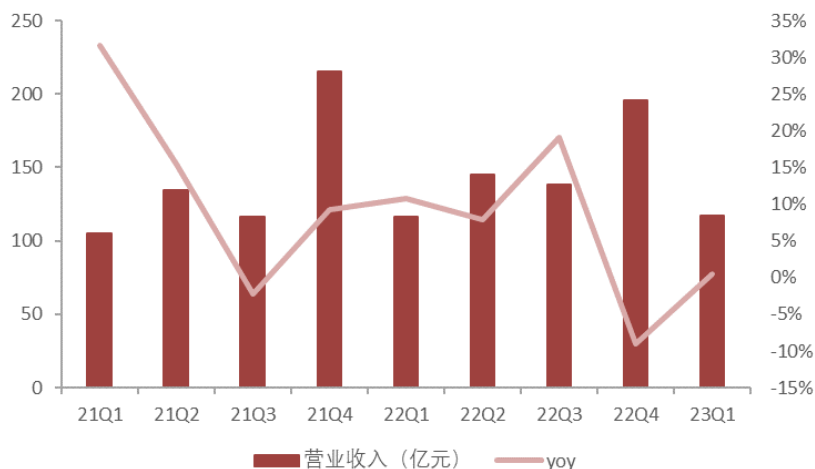
数据来源：wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

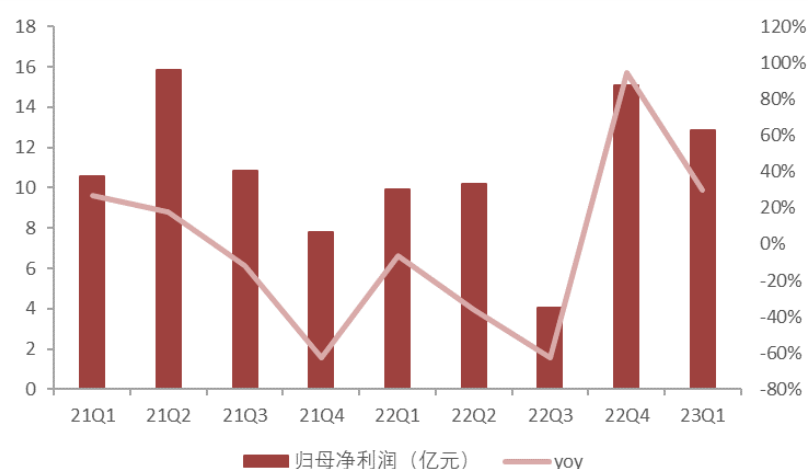
## 上市企业经营：22年承压，23Q1利润端显著改善

- ❑ 化妆品板块企业22年营业收入595亿元（+4.3%），23Q1营收117亿元（+0.5%）。分季度来看，22年前三季度保持正增长，分别同比增长10.8%/7.9%/19.1%，而Q4因为宏观因素影响，出行消费及物流运输等承压，营收同比-9.1%。
- ❑ 化妆品板块企业22年归母净利润39.2亿元（-12.9%），23Q1归母净利润12.9亿元（+29.9%），相比收入端化妆品板块23Q1利润端显著改善。分季度来看，22年前三季度利润端均不同程度承压，分别同比下滑6.4%/35.8%/62.5%，Q4利润显著改善，同比+94.2%，其中科思股份新产能投产叠加调价政策落地，净利润有大幅增长。

### 化妆品板块营业收入



### 化妆品板块归母净利润



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

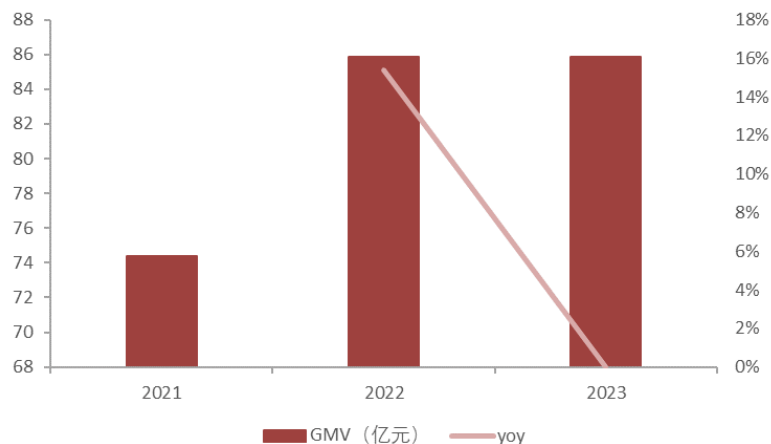


## 淘系渠道：基本盘大，增速放缓

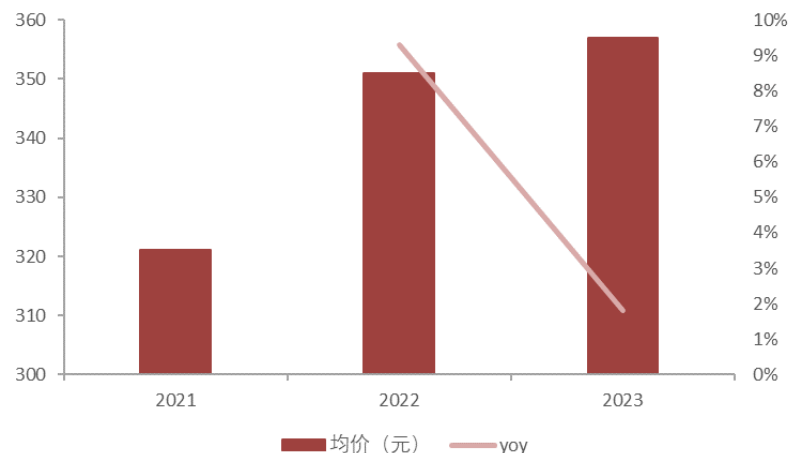
### 天猫618预售GMV持平，化妆品整体增长承压

- 今年618大促已拉开帷幕，5月26日天猫预售正式开始，作为年中至关重要的促销活动，今年化妆品板块仍然是预售全阶段销售额第一的类目。但与去年同期相比，今年化妆品类目却显得增长乏力，5月26-5月30日期间，天猫618化妆品预售GMV为85.9亿元，同比基本持平，与去年同期15.4%的高增速相比较为疲软；另外从化妆品均价来看增速也开始放缓，今年天猫618预售化妆品均价为357元（+1.8%），相较于2021年均价351元（+9.3%），均价涨幅有一定幅度回落。整体来看化妆品消费处于弱复苏态势。

#### 天猫618预售化妆品GMV



#### 天猫618预售化妆品均价



数据来源：青眼情报，西南证券整理（数据时间为5月26日-5月30日）

# 淘系渠道：基本盘大，增速放缓

## 天猫平台护肤增长承压，彩妆增速反超

- 分品类来看，天猫618预售阶段护肤/美体/精油类目GMV约73.7亿元（-3.6%），GMV排名前十的品牌中，珀莱雅以5.1亿元（+71%）的优异表现位列第二，仅次于欧莱雅。该品类TOP20中有4个国产品牌上榜，分别是珀莱雅、薇诺娜、可复美、夸迪，四个品牌，总GMV占该类目的11.3%。
- 天猫618预售阶段彩妆/香水/美妆工具类目GMV约12.2亿元（+30%），彩棠以0.6亿元（+153%）的GMV位列第六，为国货第一，另外TOP10中还有花西子上榜，以0.4亿元（+41%）的GMV位列第十。

### 2023年618天猫护肤预售榜

排名	品牌	GMV (亿元)	同比
1	欧莱雅	5.47	-17%
2	珀莱雅	5.05	71%
3	兰蔻	4.29	-2%
4	OLAY	3.76	-12%
5	雅诗兰黛	3.66	-23%
6	修丽可	2.80	55%
7	资生堂	2.20	6%
8	SK-II	2.11	84%
9	薇诺娜	2.03	6%
10	黛珂	1.82	35%

### 2023年618天猫彩妆预售榜

排名	品牌	GMV (亿元)	同比
1	NARS	1.05	95%
2	MAC	1.03	40%
3	玫珂菲	0.90	25%
4	YSL	0.75	27%
5	CPB	0.70	138%
6	彩棠	0.59	153%
7	纪梵希	0.52	115%
8	3CE	0.51	-11%
9	雅诗兰黛	0.45	10%
10	花西子	0.44	41%

数据来源：青眼情报，西南证券整理（数据时间为5月26日-5月30日）

# 淘系渠道：基本盘大，增速放缓

## 李佳琦仍是美妆销售最重要的线上渠道之一

- 李佳琦美妆节5月26日14点开播，共上架324个美妆产品，涉及137个品牌，其中国产品牌40个，占比29.2%。据青眼情报统计，618预售首日李佳琦直播间的GMV接近50亿元，同比增长21.4%，其中国产品牌GMV约12.7亿元，占直播间GMV的25.6%；外资品牌37.1亿元，占74.4%。
- 分品牌来看，预售首日珀莱雅荣登GMV排行第二，仅次于欧莱雅，共上架11个产品链接；薇诺娜排名第十，共上架7个产品链接。分产品来看，珀莱雅早C晚A精华套装以9260万元登顶GMV排名第一，红宝石面霜排名第十，两款产品销量均突破20万件；另外进入前十的国货产品还有可复美胶原棒，排名第六，销量同样突破20万件。

### 618预售首日李佳琦直播间品牌GMV排名

排名	品牌	商品数(个)	GMV(亿元)
1	欧莱雅	15	3.20
2	珀莱雅	11	3.13
3	兰蔻	11	2.32
4	雅诗兰黛	13	2.04
5	OLAY	9	1.83
6	修丽可	7	1.53
7	资生堂	5	1.41
8	CPB	5	1.15
9	卡诗	7	1.04
10	薇诺娜	7	1.03

### 618预售首日李佳琦直播间产品GMV排名

排名	商品名称	销量(万件)	GMV(万元)
1	珀莱雅早C晚A精华组合	20	9260
2	欧莱雅玻色因安瓶面膜	20	8780
3	资生堂悦薇水乳	6	7740
4	Ulike 蓝宝石脱毛仪	4	7596
5	娇韵诗双萃精华	6	7200
6	可复美胶原棒	20	7160
7	兰蔻菁纯眼霜	6	6900
8	雅萌美容仪	1	5799
9	萃乐活超红膜面膜	20	5760
10	珀莱雅红宝石面霜	20	5580

数据来源：青眼情报，西南证券整理（数据为5月26日李佳琦淘宝直播数据）

## 抖音渠道：持续高增，均价更低

- 据青眼情报统计，抖音618预售期间（5月26日-5月30日），化妆品行业整体GMV约30.2亿元（+60.3%），产品均价为75.8元。
- 分品类来看，美容护肤类GMV19.7亿元（+47.2%），均价82.4元；彩妆类GMV7.2亿元（+65.7%），均价46.3元；美容个护仪器类GMV3亿元（+195.3%），均价2144.5元。抖音平台仍维持高速增长趋势，总GMV已超过天猫平台总GMV的30%，但成交均价远小于天猫，产品结构与天猫存在较大差异。

### 抖音618预售化妆品GMV

类目	GMV (亿元)	同比变动	均价 (元)
美妆合计	30.21	+60.3%	75.8
美容护肤	19.68	+47.2%	82.4
彩妆香水	7.20	+65.7%	46.3
美容个护仪器	3.03	+195.3%	2144.5

### 抖音618预售化妆品GMV品牌排名

排名	品牌	GMV 同比增长
1	雅萌	688.06%
2	珀莱雅	281.16%
3	黛莱皙	2008.20%
4	兰蔻	179.50%
5	薇诺娜	337.04%
6	OLAY	156.13%
7	SK-II	128.11%
8	海蓝之谜	295.70%
9	娇韵诗	1838.86%
10	欧诗漫	156.39%

数据来源：青眼情报，西南证券整理（数据时间为5月26日-5月30日）

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

**免税：供应端成离岛免税发展主要驱动因素**

**跨境电商：市场扩容，海运费回落，AIGC技术赋能**

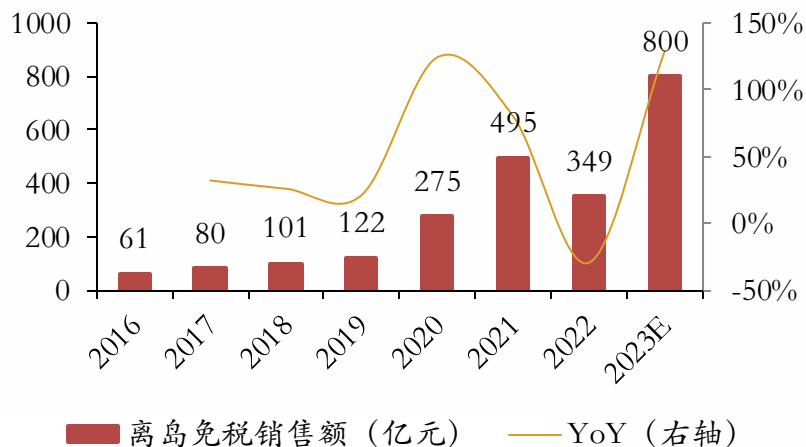
**传统零售：龙头企业积极探索新业态**

## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

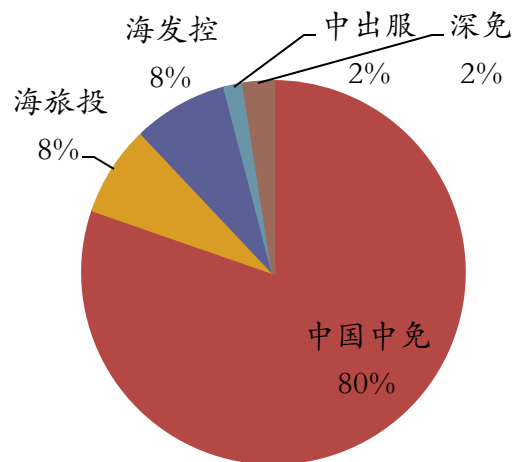
## 2023年下半年，供给侧驱动离岛免税发展

- 2022年度离岛免税维持一超多强竞争格局；王府井作为国内唯二具备免税全牌照的免税经营主体，2023年正式宣布进军离岛免税，王府井首家离岛免税店于2023年年初在海南万宁正式开业。至此离岛免税经营主体增加为6家，离岛免税市场格局愈发丰富和完善，有望带动免税行业整体迎来新的增长。
- 据海南省省长2023年1月13日在海南省七届人大一次会议中表示，2023年海南将重点提振消费需求，力争离岛免税销售额突破800亿元，中国中免旗下新海港、海棠湾一期二号地、海棠湾二期等项目有望陆续落地。供给侧的运营面积扩大、品牌品类扩容将成为2023年下半年离岛免税主要驱动逻辑。

### 预计2023年离岛免税销售额达800亿元



### 2022年度离岛免税竞争格局



数据来源：商务厅，海口海关，西南证券整理

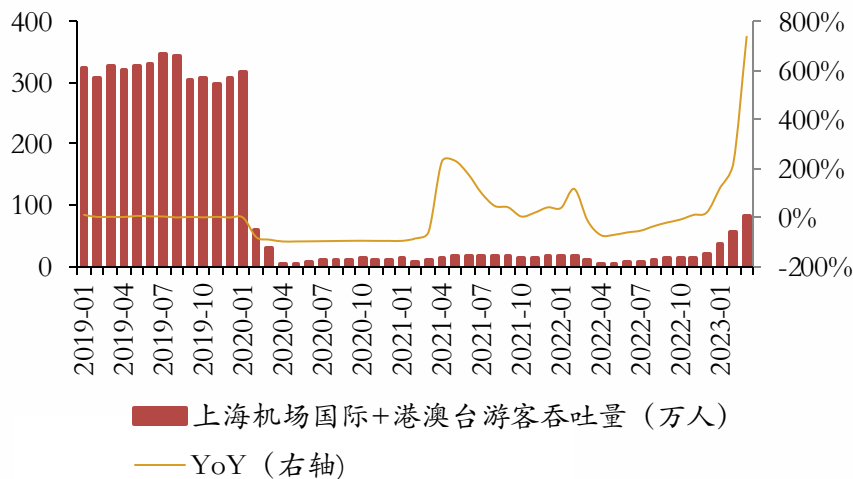
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

■ 中国中免   ■ 海旅投   ■ 海发控   ■ 中出服   ■ 深免

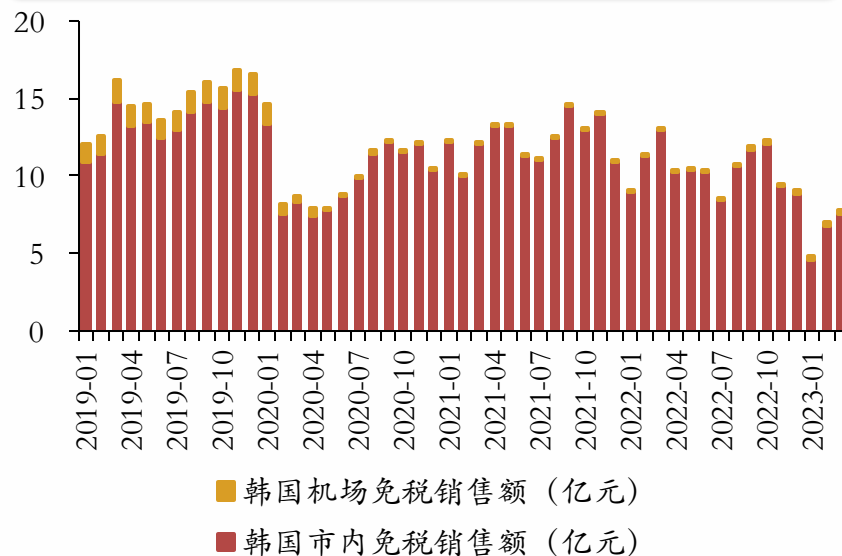
# 国际客流持续修复，静候口岸免税释放

- 乙类乙管后，国际航班数及客流量持续修复。2023年3月，上海机场国际+港澳台旅客吞吐量达83.62万人，恢复至2019年同期25.5%，我们认为随后续国际客流持续修复，机场免税客流改善有望带动机场免税市场恢复。
- 自竞争格局来看，韩国市内免税销售额在2020年后开始进入逐步恢复过程；本轮国际客流修复后，韩国免税分流现象并未出现明显加剧，我们认为中韩免税竞争情况优于市场预期。

## 国际客流持续修复



## 韩国市内免税销售额有所恢复



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

**免税：供应端成离岛免税发展主要驱动因素**

**跨境电商：市场扩容，海运费回落，AIGC技术赋能**

**传统零售：龙头企业积极探索新业态**

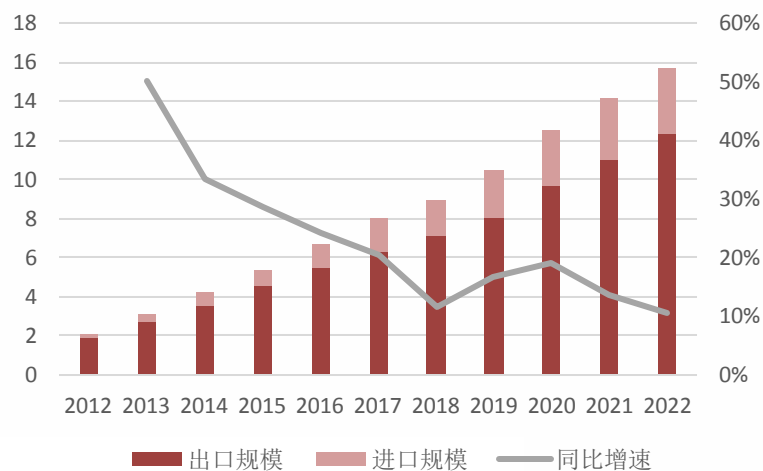
## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略



## 市场规模持续增长，海运费有所回落

- **出口驱动市场规模持续增长。**我国跨境电商规模自2012年的2.1万亿元增长至2022年的15.7万亿元，年复合增长率为22.3%，其中出口规模CAGR为20.8%，进口规模CAGR为30.3%。2022年我国跨境电商中出口规模占据总市场规模的78.3%，构成跨境电商主要组成部分，主要得益于我国制造业的相对优势。
- **海运费有所回落。**2022年以来，随海运物流链条逐步畅通，集装箱运输量表现疲软，海运费整体呈现回落态势，截至2023年6月，已基本回落至2020年低位水平，海运费的回落有助于跨境电商的进一步发展。

### 跨境电商规模持续增长



### 海运费持续回落

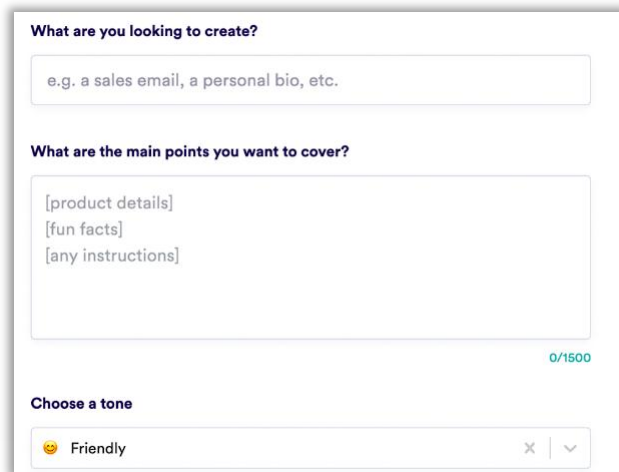


# AIGC赋能跨境电商

AIGC ( AI Generated Content ) 能够根据用户需求智能生成文本、图像、视频、音频等内容，可广泛用于跨境电商业务扩展。

- ❑ **短期实现降本增效**：AIGC目前可以通过**智能客服回复、智能选品、生成宣传文案、图片**等方式实现跨境电商行业的降本增效。
- ❑ **长期加速行业集中度提升**：中长期来看，AIGC所提供的文本、图像、视频、音频等内容创作功能，能够帮助公司加快选品、上新速度，进一步放大行业马太效应，行业集中度有望加速提升。

## 营销文本自动生成



What are you looking to create?

e.g. a sales email, a personal bio, etc.

What are the main points you want to cover?

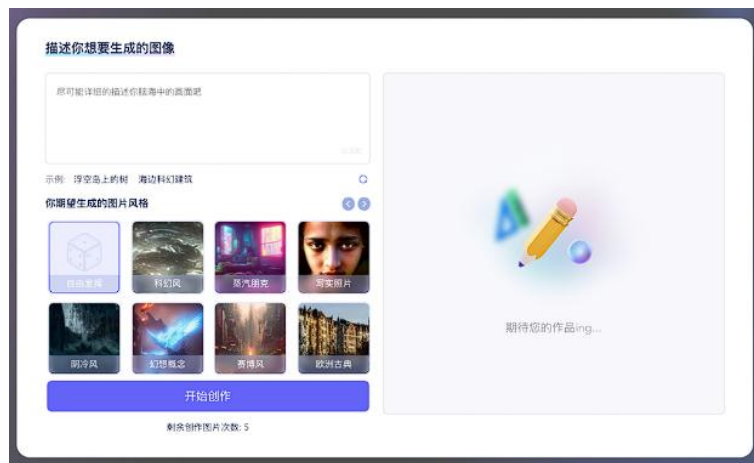
[product details]  
[fun facts]  
[any instructions]

0/1500

Choose a tone

😊 Friendly

## AIGC绘画工具



描述你想要生成的图像

尽可能详细的描述你脑海中的画面吧

示例：浮空岛上的树 海边的科幻建筑

你期望生成的图片风格

自由发挥 科幻风 蒸汽朋克 写实照片  
怀旧风 幻想概念 赛博风 欧洲古典

开始创作

更换图片次数: 5

期待您的作品ing...

# 目 录

---

## ◆ 2023H1行业回顾

## ◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

免税：供应端成离岛免税发展主要驱动因素

跨境电商：市场扩容，海运费回落，AIGC技术赋能

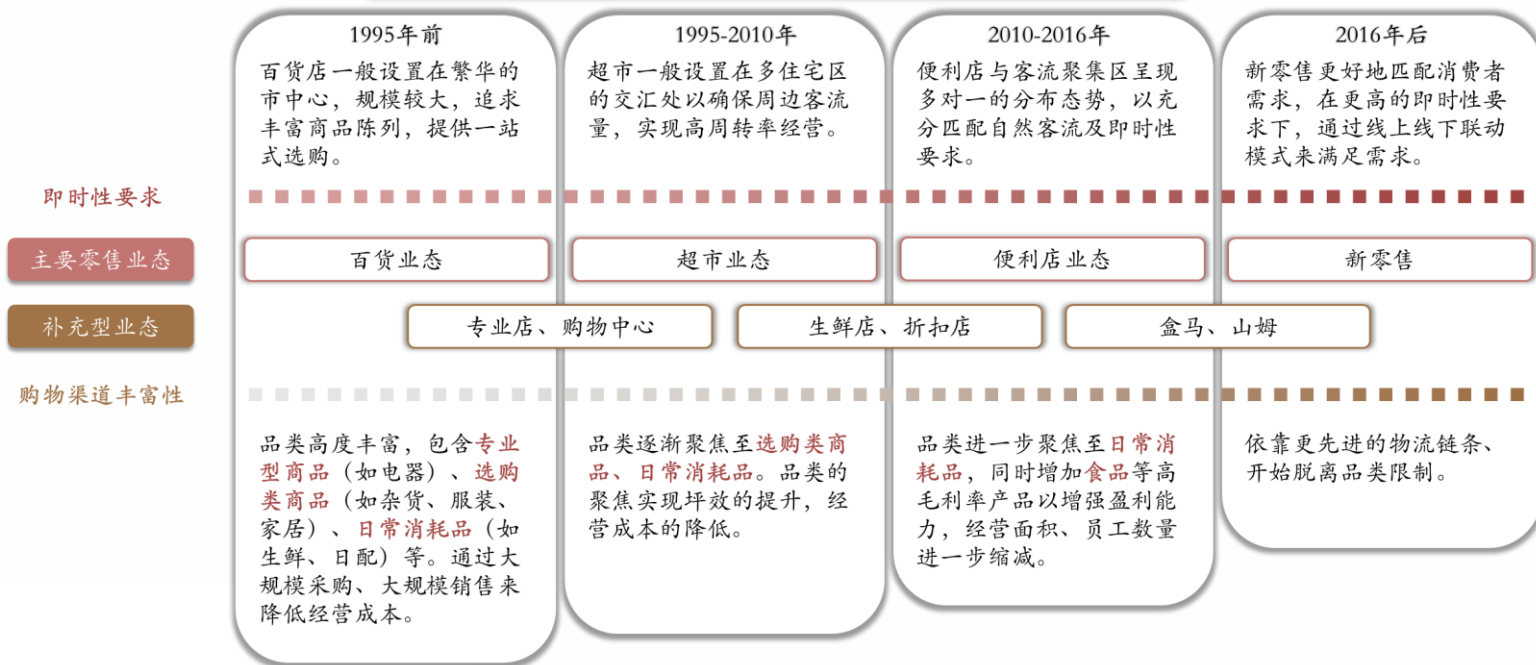
传统零售：龙头企业积极探索新业态

## ◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

# 线下客流持续修复，即时零售需求苏醒

- 购物渠道的持续丰富创造了零售业态发展的基础，零售业态的发展满足了消费者对于即时性的要求，两者共同构建了线下零售业态发展的脉络。
- 便利店作为零售商家触达消费者的“毛细血管”，能够对消费者的临时需求、突发需求进行更快速的响应，满足即时零售需求，同时也高度依赖线下自然客流。2023年线下客流持续修复，消费者的临时需求、突发需求复苏，便利店业态将充分受益。

## 零售业态发展符合即时零售的需求



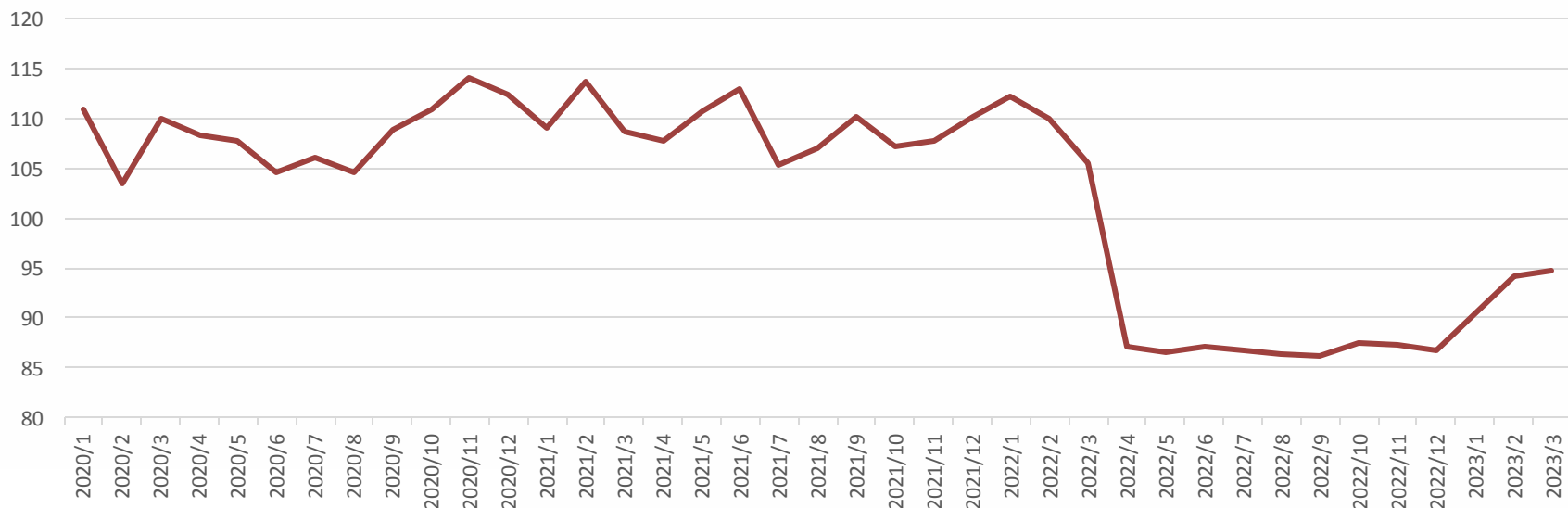
数据来源：西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 消费意愿仍在恢复进程中

- 消费意愿整体呈现温和复苏，据国家统计局数据，常态化管理以来，消费者信心指数有所上扬，但相较于往期水平仍然表现疲软。
- 为促进居民消费，各地政府都出台相应政策，例如发放消费券、减免停车费等优惠活动。截至2023年5月，超20个城市都发放了大量购物消费券。预计在全国多地持续加码促消费政策的情况下，居民消费意愿将延续恢复态势。

消费者信心指数：消费意愿



数据来源：国家统计局，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 传统零售探索新零售模式

- ❑ **零售企业持续修炼内功。** 供应链决定零售企业的物流调度、品类调整、商品成本，零售企业持续升级供应链建设以实现降本增效；同时，为应对特殊时期的客流承压情况，零售企业积极进行线上线下的融合探索，实现线上下单线下提货、线上购买送货到家等服务，进一步增强其与消费者的触达效率，巩固其经营优势。
- ❑ **龙头企业积极探索零售新业态。** 零售龙头企业仍在积极探索零售新业态，如永辉超市推出的仓储会员店、家家悦打造的付费会员制仓储超市及零食连锁店、红旗连锁推出的“黄果兰”超市等，新零售将往更丰富业态、更贴合需求发展。

家家悦零售连锁门店——悦记



红旗连锁“黄果兰”超市



数据来源：家家悦官网，永辉超市官网，西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 小商品城（600415）：传统业务持续向好，跨境支付打开新空间

## □ 投资逻辑：

1) 2023年以来，公司实体市场景气度显著提升，日均客流量、日均入场海外采购商人数屡创新高，超过2019年同期水平；2) Chinagoods平台GMV高速放量，2023年1-4月实现GMV152亿元，同比增长198%；3) 公司自有支付品牌“义支付”自2023年2月21日上线以来，跨境人民币业务服务客户数、跨境清算资金量快速增长，且处于持续扩容进程中，预计未来将成为公司业绩新增量。

## □ 业绩预测与投资建议：

公司运营全球最大小商品集散地，在数字化进程中逐步实现小商品产业“从玩家到平台”的身份转变，预计2023-2025年EPS分别为0.27、0.30、0.33元，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

海外出口需求不及预期、Chinagoods发展不及预期、义支付放量不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7619.69	11638.90	13347.30	14591.21
营业收入增长率	26.28%	52.75%	14.68%	9.32%
归母净利润（百万元）	1104.72	1485.37	1633.57	1795.39
净利润增长率	-17.19%	34.46%	9.98%	9.91%
EPS（元）	0.20	0.27	0.30	0.33
P/E	44	33	29	27

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 红旗连锁（002697）：区域龙头地位牢固，积极求新求变

## □ 投资逻辑：

1) 公司作为成都地区零售龙头企业，门店分布广泛，主要依靠自然客流，将充分受益于线下客流复苏，带动营收增长；2) 公司积极整合门店，低效门店退出有利于公司实现降本增效；3) 公司2023年投资新网银行、甘肃红旗实现投资收益0.25亿元，此外公司积极拥抱线上线下融合，官方抖音直播间已正式上线，首家新业态“黄果兰”超市开业，有望打开公司成长空间。

## □ 业绩预测与投资建议：

公司作为区域型便利店龙头，已形成深厚竞争壁垒，预计2023-2025年EPS分别为0.39、0.43、0.47元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

消费复苏不及预期、便利店竞争加剧、新业态发展不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	10020.09	10727.50	11398.68	12018.93
营业收入增长率	7.15%	7.06%	6.26%	5.44%
归母净利润（百万元）	485.67	532.26	586.07	638.72
净利润增长率	0.90%	9.59%	10.11%	8.98%
EPS（元）	0.36	0.39	0.43	0.47
P/E	15	14	13	12

数据来源：Wind，西南证券

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理



# 目 录

---

◆ 2023H1行业回顾

◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

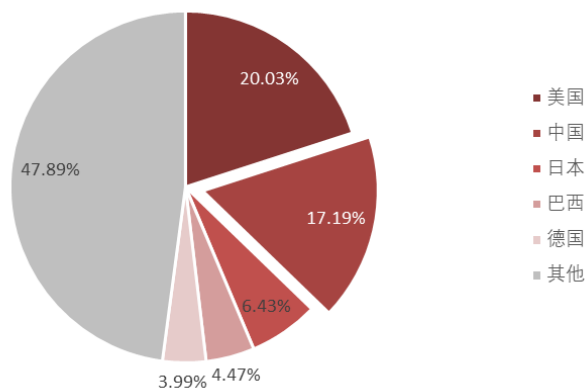
产品：国货品牌突围，中国成分兴起

营销：内容电商加速起量

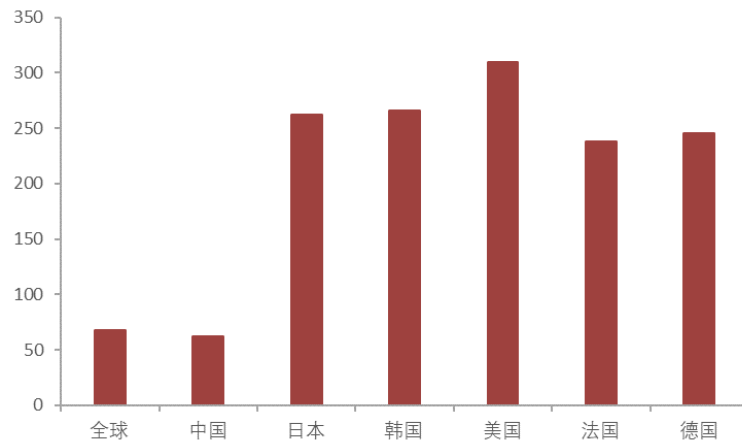
# 中国化妆品市场大，人均消费有待提升

- 据Euromonitor统计，2021年全球化妆品消费市场，美国为第一大消费国，占比20%左右。中国是全球第二大化妆品消费国，占比为17%左右，且始终维持较高增速，相比其他消费国家化妆品市场已趋于成熟，中国化妆品市场仍具备较强增长动能。
- **我国人均化妆品消费支出低于全球平均水平。**2021年我国化妆品消费支出62.4美元，而世界上主要化妆品消费国家人均支出达250美元以上，美国人均支出最高达309美元，中国人均化妆品消费支出远低于其他主要消费国，甚至低于全球平均水平，未来人均化妆品消费还有非常大的提升空间。

## 2021年全球化妆品市场格局



## 2021年各国人均化妆品消费支出（美元）



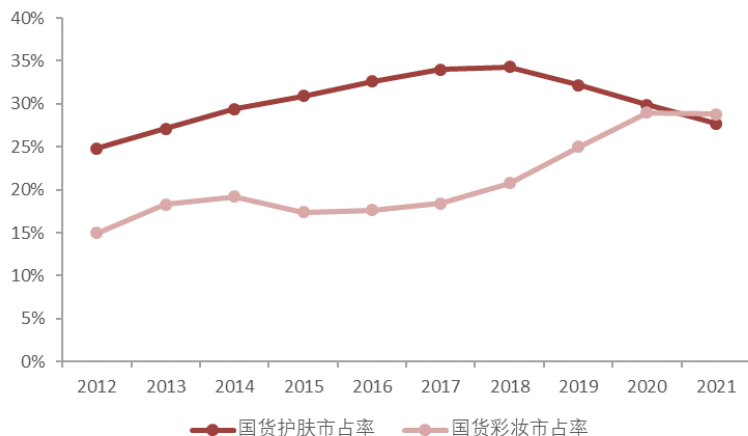
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 国货市占率上行，新锐品牌突围

- 据Euromonitor数据统计，我国化妆品市场中国货品牌市场占有率不断提升，其中国货护肤市占率自2012年24.8%提升至2018年峰值34.3%，最后下降至2021年27.7%，主要因为更多国际大牌开始进入中国市场，并且在高端护肤领域具备显著优势，导致定位大众护肤的国货发展受阻。国货彩妆市占率自2012年15%提升至2021年28.8%，市占率大幅提升。
- 护肤市场排名TOP10品牌中，2021年有4个国货品牌上榜，与2012年不同的是，丸美、相宜本草、欧珀莱已经从榜上消失，仅自然堂留存；3个新进品牌包括自然堂、珀莱雅、薇诺娜，其中珀莱雅和薇诺娜均为新锐本土品牌，在短短几年内成功突围一跃成为国货龙头。

### 国货化妆品市占率



### 我国护肤市场市占率TOP10品牌

排名	2012	2021
1	欧莱雅	欧莱雅
2	玉兰油	兰蔻
3	玫琳凯	雅诗兰黛
4	雅姿	百雀羚
5	丸美	玉兰油
6	兰蔻	自然堂
7	相宜本草	SK-II
8	欧珀莱	海蓝之谜
9	雅诗兰黛	珀莱雅
10	自然堂	薇诺娜

数据来源: Euromonitor, 西南证券整理

# 产品力+营销力，国货竞争进入新纪元

- **中国化妆品经过了多轮发展阶段：**1) 最初主要经营线下渠道，通过CS/KA、商超百货等线下门店销售，品类主要为个护清洁等产品，多为老牌国货；2) 2010年之后电商兴起，淘系红利开始市场，诞生了一大批淘品牌，包括御泥坊、百雀羚、自然堂在内一批国货品牌登上历史舞台，并逐渐占据一定市场份额；3) 2015年之后，化妆品线上渠道销售额持续高增，营销手段多元化，渠道驱动成为关键词，率先布局新渠道并加大营销力度的品牌获得持续曝光量；4) 2021年开始，淘系平台红利消退，抖快等新兴内容电商平台兴起，同时消费者进化为更加理性，监管政策也逐步完善，“成分党”兴起，产品力成为品牌立身之本，产品力+营销力成为当前国货化妆品品牌缺一不可的核心竞争点。

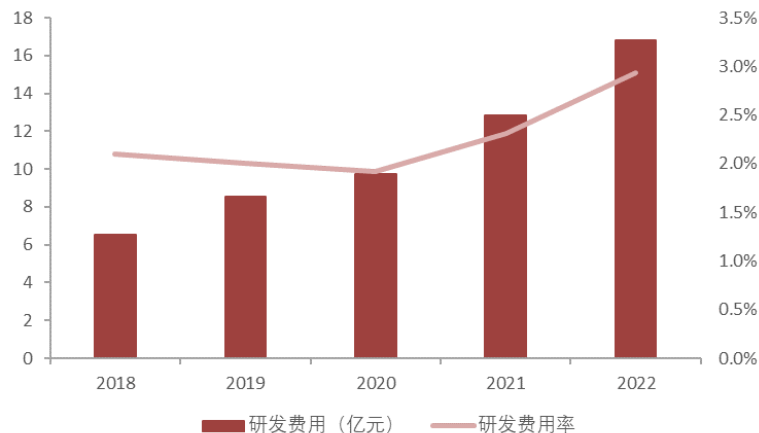


数据来源：《走出少年：2007-2022中国化妆品产业十五年》，西南证券整理

## 产品力：国货品牌发力产品端，中国成分兴起

- 国货品牌从早期渠道和营销驱动，逐渐向产品和品牌驱动转型。在与国际大牌竞争中，短期的营销打造出一个个爆款产品，但生命周期昙花一现，本土品牌逐渐意识到只有强大的产品力和品牌效应才能突出重围。于是本土品牌逐渐加大研发投入，打造出更多具备高功效的中国成分，产品力增强的同时深化品牌形象，如珀莱雅、薇诺娜等品牌已具备相当强劲的竞争实力。
- 在成分方面，国货品牌已具备较多先发优势，如透明质酸、重组胶原蛋白、刺青果、马齿苋等各种中国特色植物提取成分。另外巨量引擎联合多家头部国货品牌打造“了不起的中国成分”系列IP，让消费者了解到更多本土优秀成分。原料和产品端已成为国货新的竞争焦点。

### 化妆品板块研发支出



### “了不起的中国成分” IP宣传图



数据来源：wind，巨量引擎，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 产品力：大单品营销为主，由点及面扩充产品矩阵

- 尽管国际大牌主流发展策略均为丰富且完善的品牌和产品矩阵，不仅能够覆盖更多消费群体，同时增强抗风险能力；但国货品牌处于相对发展初期，在还未建立起足够的品牌心智时就拓展更多的子品牌有分散资源、品牌之间内部竞争的风险存在，因此国货品牌更加注重爆款大单品的营销，通过集中资源投放打爆一款单品，并借此进行相应系列产品的矩阵扩充，更有助于品牌力的塑造。在主品牌具备一定声量之后开始打造第二第三子品牌，满足更多消费需求，进入品牌发展下一阶段。
- 国货品牌中珀莱雅是大单品策略收效最显著的品牌之一，双抗精华、红宝石精华等产品成为现象级大单品，帮助珀莱雅迅速发展成为国内唯一比肩欧莱雅、雅诗兰黛等国际大牌的本土品牌。与此同时珀莱雅由点及面进行产品矩阵扩充，推出相应产品系列（双抗系列+红宝石系列），从精华到面霜、眼霜、面膜等，另外还推出源力系列、循环系列，持续深化打造主品牌珀莱雅。



数据来源：珀莱雅官网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目 录

---

◆ 2023H1行业回顾

◆ 2023H2零售行业展望及投资策略

◆ 2023H2化妆品行业展望及投资策略

品牌：国货品牌突围，中国成分兴起

营销：内容电商加速起量

# 营销力：内容电商加速起量，抖音成必争之地

- 今年618预售期间天猫渠道美妆GMV85.9亿元，同比基本持平，抖音美妆GMV30.2亿元，同比+60.3%，增速远超天猫大盘。淘系平台红利已逐渐进入瓶颈期，边际效益递减，获客成本逐渐提高，而抖快内容电商平台正快速发展，越来越多的品牌开始入驻抖音，采取自播+达播的直播矩阵，结合抖音提出要大力发展的“货架电商”、“全域电商”等概念，抖音平台已成为化妆品行业下一个品宣与卖货相结合的必争之地。
- 5月天猫美妆GMV环比下滑16.2%，增速前20的品牌平均增速为33.5%；抖音5月美妆类目GMV环比上升23.8%，增速前20的品牌平均增速为214.9%。抖音仍处于快速增长阶段。

## 5月GMV增速TOP10品牌

排名	天猫	GMV 同比增长	抖音	GMV 同比增长
1	迪奥	99.1%	YSL	605.1%
2	香奈儿	72%	黛莱皙	444.4%
3	完美日记	61.9%	娇韵诗	326.5%
4	肌肤之钥	53.4%	赫莲娜	296.4%
5	彩棠	48.1%	SK-II	277%
6	阿玛尼	42.9%	肌肤之钥	215.8%
7	欧诗漫	36.1%	海蓝之谜	209.1%
8	SK-II	33%	BIO LAB	190.1%
9	后	31.9%	薇诺娜	176.8%
10	韩束	24.2%	资生堂	174.6%

## 自播、达播、内容电商



数据来源：青眼情报，抖音@可复美官方旗舰店，抖音@护肤硕士蓝衣，抖音@珀莱雅PROYA，西南证券整理



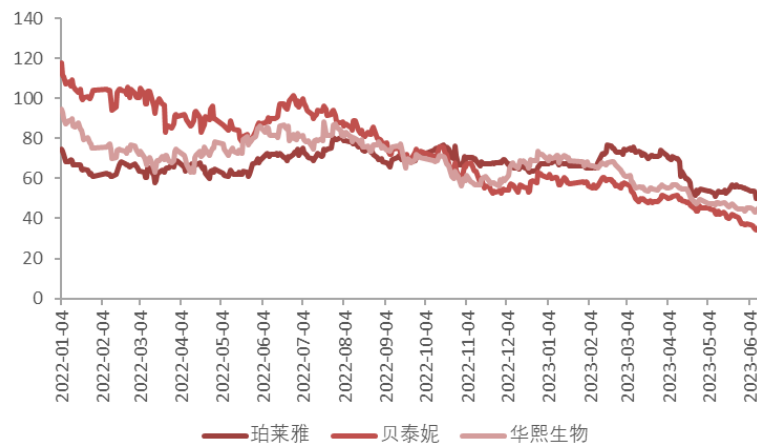
## 板块估值回落，龙头估值处于低位

- 回顾2022年至今，2022年1月份至2023年4月份，化妆品板块估值经历持续上行，最高时PE接近90倍；但自2023年5月开始，板块估值有较大幅度回落，至2023年6月，板块PE回落至50-55倍左右，已接近2022年初水平。主要因为一季度经营情况改善不及预期，以及618大促数据较为低迷。
- 选取珀莱雅、贝泰妮、华熙生物作为国货化妆品龙头企业代表，自2022年初以来三家公司估值持续下行，其中贝泰妮估值下行幅度较大，珀莱雅相对较稳定。至2023年6月龙头估值处于近期内低位，当前时点投资性价比及长期布局价值较大。

### 化妆品PE(TTM)



### 龙头化妆品公司PE(TTM)



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 珀莱雅（603605）：国货龙头地位坚实，长期成长动力充足

## □ 投资逻辑：

1) 国货化妆品龙头地位稳固，主打产品表现亮眼、持续高增，市场份额长期保持行业领先。2) 大单品策略卓有成效，且逐渐扩充产品系列矩阵，已有红宝石、双抗、源力三大系列，同时产品向面膜、防晒、眼霜等多元形态延展。3) 彩妆品牌彩棠、护发品牌OR、年轻肌肤品牌悦芙媞等多品牌协同发力，品牌矩阵持续完善，有望走出新的增长曲线。

## □ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司国货龙头地位坚实，经营稳健、业绩增长稳定，已形成较强品牌力，预计2023-2025年EPS分别为3.80、4.82、5.85元，维持“持有”评级。

## □ 风险提示：

化妆品消费需求疲软、国内市场竞争加剧、新品迭代进程不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6385.45	8166.40	10321.74	12419.43
营业收入增长率	37.82%	27.89%	26.39%	20.32%
归母净利润（百万元）	817.40	1077.21	1366.38	1659.18
净利润增长率	41.88%	31.79%	26.84%	21.43%
EPS（元）	2.88	3.80	4.82	5.85
P/E	57	43	34	28

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 巨子生物 (2367.HK) : 主品牌持续增长, 胶原赛道方兴未艾

## □ 投资逻辑 :

1) 重组胶原蛋白成分仍处于上升通道, 多家企业积极布局, 应用场景与使用功效有望持续升级和拓; 2) 公司具备先发优势, 可复美和可丽金两大主品牌已具备较高市场声量, 增长势头强劲; 3) 布局医美领域, 未来有医美注射类产品逐步面世, 有望带动第二增长曲线。

## □ 业绩预测与投资建议 :

考虑到公司率先布局重组胶原蛋白赛道, 且品牌力强劲、增长动力充足, 预计2023-2025年EPS分别为1.40、1.80、2.21元, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

国内市场竞争加剧、新产品市场接受度不及预期、医美产品推出进程不及预期等风险。

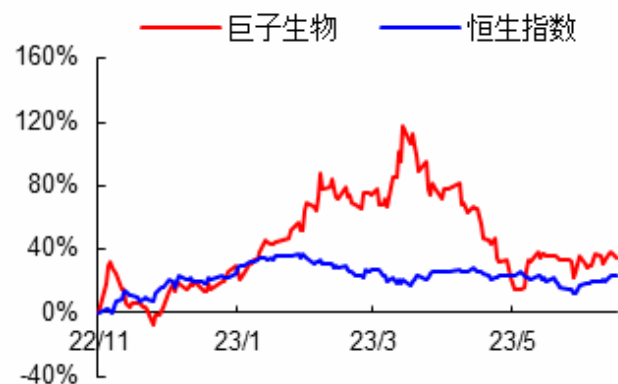
### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2364.45	3309.22	437962	5459.35
营业收入增长率	52.30%	39.96%	32.35%	24.65%
归母净利润 (百万元)	1002.03	1397.14	1790.86	2203.06
净利润增长率	21%	39.43%	28.18%	23.02%
EPS (元)	1.01	1.40	1.80	2.21
P/E	41	30	23	19

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

### 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

分析师：谭陈渝

执业证号：S1250523030003

电话：17782333081

邮箱：tchy@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	卜黎旻	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	巢语欢	销售经理	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				