

2021零售&教育行业年度策略
——中国优质供应链品牌化强势崛起，
低利率大环境下消费估值中枢抬升

证券分析师：吴劲草 执业证书编号：S0600520090006
证券分析师：张家璇 执业证书编号：S0600520120002

2020年12月30日

- **总体趋势：国内疫情影响基本消退，未来低利率低增长环境下消费品品牌估值中枢有望抬升，建议关注具备持续增长能力的消费品品牌。** 11月线下社零增速疫情后首次回正，标志着疫情对消费的影响基本消退。考虑到2020H1消费的低基数，2021H1消费复苏有望使社零出现较高增速。近年来我国利率进入下行通道，未来经济或随日欧等发达国家步入低利率低增长环境。在这样的趋势下，能够保持稳定增速且具有韧性的消费品品牌的估值中枢有望抬升。
- **渠道：电商仍是主要增长引擎，建议关注阿里巴巴/京东/拼多多等头部电商平台。** 近年来线上已成为社零的主要增长点，2018年以来我国社零的线上拉动比例保持在50%以上。疫情期间线上消费一直保持正增速，2020年1-11月线上渗透率也提升至30%，创历史新高。从电商的行业规模及发展完善程度上看，我国均处于世界领先水平，未来中端及大众消费品的线上化程度仍有进一步提升空间，因此也建议关注电商平台及电商渠道的品牌化大趋势。
- **品牌：中国优质供应链品牌化大潮势如破竹，建议关注安克创新、南极电商、名创优品等品牌商。** 我国具备多个优质产业链集群，以及众多出色的代工厂。这些供应商能产出物美价廉的货品，其中不乏一些国际知名大牌的供应商。但一直以来由于缺少“品牌”，许多优质供应商的产品无法兑现其应有的价值，甚至衍生出“山寨”等畸形业态。因此，我们需要“中国品牌”来整合国内优质的供应链资源，其中存在巨大的机会，我们称之为“优质供应链品牌化”。
- **品类-化妆品：具备强韧性的可选消费品类，对“美”的追求为化妆品行业的终极驱动，建议关注珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等。** 化妆品品类在疫情期间展现较强韧性，4月即恢复正增速，其后增速一直领跑各大可选消费品类。对“美”的追求为行业的终极驱动，而Z世代和下沉市场这两大需求金矿为行业带来较大的增长空间。纵观化妆品产业链各环节，品牌商盈利强、资产轻，且在低利率低增长大环境下有估值中枢抬升的空间，建议重点关注。
- **品类-轻医美：国货登顶红利可期，建议关注爱美客等。** 我国医美、轻医美渗透率较发达国家（尤其是日韩等东亚发达国家）有较大的差距，近年来随着公众对医美认知的转好，行业有望进入快速增长期。随着国产轻医美产品逐渐替代海外进口产品，国产医美产品或迎来高增。医美产业链中，生产商&品牌商环节溢价最高，利润最为丰厚。“不可逆、比较焦虑型消费、价格不敏感”等行业特性或使头部品牌的溢价能力越来越强。
- **品类-教育：“内卷”加剧，看好高校及职业培训。建议关注中公教育、新东方、希望教育、天立教育等。** 展望2021年，①政策加持+内生增动力足+外延并购机会，高校行业发展确定性强，且整体估值水平较低（仅15倍PE），我们重点推荐港股高等教育板块。②随着国内就业压力增加，招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，大品牌具有强定价权，利好A股职业教育培训龙头企业。③建议关注K12培训等其他细分领域。
- **风险提示：疫情反复，消费增速放缓，市场竞争加剧，品类扩张的风险，国际形势紧张，政策风险等**

主要零售行业公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
9988.HK	阿里巴巴-SW	50,693	236.20	7.10	6.99	8.70	28	28	23	买入
9618.HK	京东集团-SW	10,572	337.80	4.18	6.88	6.45	68	41	44	买入
PDD.O	拼多多	2,038	166.19	-1.51	-1.48	0.25	-719	-731	4,274	买入
603613.SH	国联股份	304	128.02	1.32	1.14	1.81	97	113	71	买入
300866.SZ	安克创新	702	172.70	1.97	2.15	2.92	88	80	59	买入
002127.SZ	南极电商	335	13.66	0.49	0.63	0.80	28	22	17	买入
MNSO.N	名创优品	81	26.68	-0.26	-0.41	0.87	-670	-429	201	增持
603605.SH	珀莱雅	347	172.37	1.96	2.39	3.06	88	72	56	增持
688363.SH	华熙生物	659	137.37	1.34	1.39	1.89	103	99	73	买入
600315.SH	上海家化	233	34.40	0.83	0.56	0.74	41	62	46	买入
A20333.SZ	贝泰妮	-	-	1.14	1.52	2.21	-	-	-	未覆盖
300896.SZ	爱美客	763	634.75	3.40	3.46	5.20	187	184	122	买入
2331.HK	李宁	1,293	51.95	0.62	0.64	0.83	70	68	52	买入
2020.HK	安踏体育	3,331	123.20	1.99	1.95	2.86	52	53	36	买入
3998.HK	波司登	416	3.86	0.11	0.14	0.17	29	23	19	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2020-12-29), 注1: 市值、收盘价均为原始货币, EPS均为人民币, EPS预测均为Wind一致预期, 港股PE按0.84人民币/港币的汇率换算
注2: 阿里巴巴、波司登财期为0331, 名创优品财期为0630, 这两家公司的2019A对应FY2020A。

教育行业公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002607.SZ	中公教育	2,117	34.33	0.29	0.41	0.56	118	83	61	买入
300192.SZ	科德教育	42	14.09	0.33	0.59	0.79	43	24	18	买入
000526.SZ	紫光学大	50	52.47	0.14	0.03	0.78	364	1,516	50	未评级
9901.HK	新东方-S	2,244	1,319	18.61	19.08	27.41	60	58	40	买入
TAL.N	好未来	411	68.60	-0.56	1.54	3.23	-123	45	21	未评级
0667.HK	中国东方教育	379	17.30	0.43	0.36	0.54	34	40	27	买入
0839.HK	中教控股*	312	14.50	0.31	0.60	0.74	39	20	16	买入
1765.HK	希望教育*	151	2.09	0.02	0.08	0.14	98	22	12	买入
6169.HK	宇华教育*	223	6.67	0.06	0.38	0.44	93	15	13	未评级
1981.HK	华夏视听教育	123	7.38	0.15	0.17	0.26	41	36	24	买入
1890.HK	中国科培	102	5.04	0.23	0.29	0.37	18	14	11	买入
0382.HK	中汇集团*	87	8.59	0.29	0.38	0.51	25	19	14	未评级
1773.HK	天立教育	162	7.80	0.13	0.18	0.24	51	37	27	未评级
6068.HK	睿见教育*	83	3.79	0.25	0.29	0.33	13	11	10	未评级
1317.HK	枫叶教育*	61	2.05	0.17	0.23	0.26	10	8	7	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至2020年12月29日。

注1: 港股和美股收盘价分别为港币和美元, EPS除好未来、新东方为美元外, 其他均为人民币, 汇率港币/人民币为0.84元, 美元/人民币为6.7元。

注2: 标*的公司财期为0831, 其2019A的数据为FY2020A。表中EPS预测值均来自Wind一致预期



- 1. 总趋势：国内疫情恢复良好，低利率大环境下消费估值中枢抬升
——关注有持续增长能力的品牌

- 2. 渠道：电商仍是主要增长引擎，线下零售增速回正，增速反弹持续
——关注电商及电商渠道的品牌化

- 3. 品牌：中国优质供应链品牌化大潮
——关注南极电商、安克创新、名创优品等

- 4. 品类-化妆品：品牌掌握定价权，韧性强，估值中枢有望抬升
——关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等

- 5. 品类-轻医美：国货登顶红利可期
——关注爱美客等

- 6. 品类-教育：“内卷”加剧，看好高校和职业培训
——关注中公教育、新东方、希望教育、天立教育等

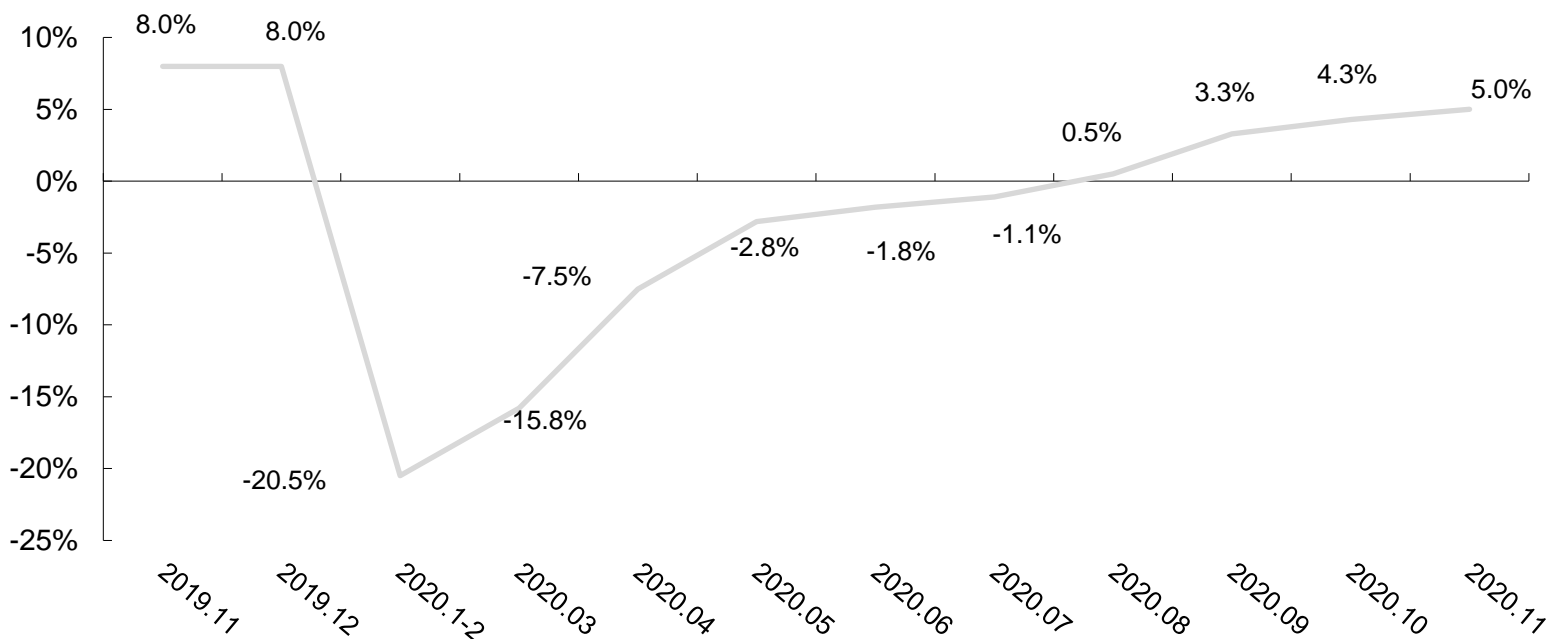
- 7. 风险提示

1. 总趋势：国内疫情恢复良好，低利率大环境下消费估值中枢抬升

——关注有持续增长能力的品牌

- **社零总额年初遭受疫情冲击，后续消费持续恢复，社零单月同比增速不断回升。**整体上看，2020年上半年受社零受疫情影响较为明显。尽管产业3-4月已基本完成复工，但防疫需求以及零星的疫情反弹导致线下消费恢复较为缓慢；2020年下半年线下消费需求也逐渐完成恢复，社零同比增速逐渐恢复正轨。
- **2020上半年社零低基数的基础下，2021H1社零有望高增完成恢复。**

社零总额单月同比增速



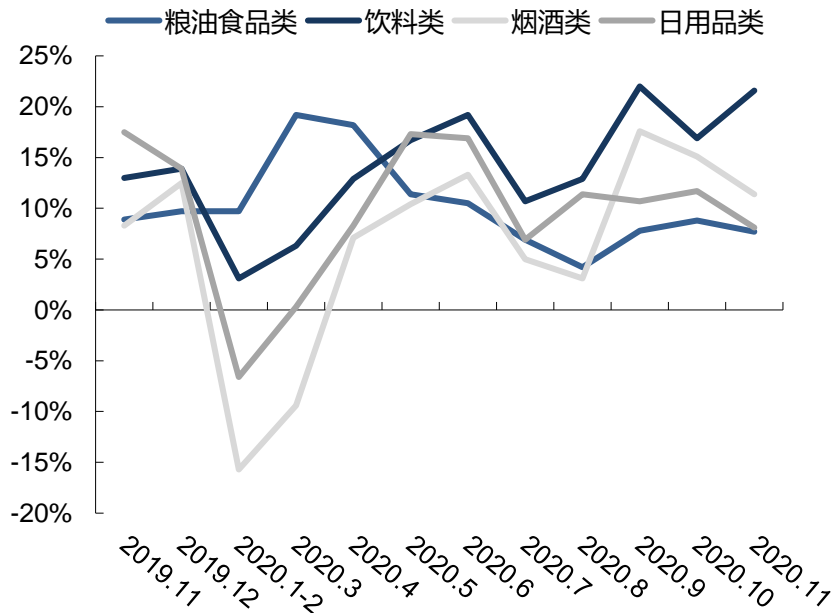
可选消费强势反弹，建议关注服装、珠宝、化妆品赛道

日期	社零总额	限额以上商品零售	粮油食品类	饮料类	烟酒类	服装鞋帽针纺织品类	化妆品类	金银珠宝类	日用品类	家用电器和音像器材类	中西药品类	文化办公用品类	家具类	通讯器材类	石油及制品类	汽车类	建筑及装潢材料类
2019年11月	8.0%	4.2%	8.9%	13.0%	8.3%	4.6%	16.8%	-1.1%	17.5%	9.7%	4.9%	4.6%	6.5%	12.1%	0.5%	-1.8%	-0.3%
2019年12月	8.0%	4.3%	9.7%	13.9%	12.5%	1.9%	11.9%	3.7%	13.9%	2.7%	8.2%	-11.5%	1.8%	8.8%	4.0%	1.8%	0.6%
2020年1-2月	-20.5%	-22.2%	9.7%	3.1%	-15.7%	-30.9%	-14.1%	-41.1%	-6.6%	-30.0%	0.2%	-8.9%	-33.5%	-8.8%	-26.2%	-37.0%	-30.5%
2020年3月	-15.8%	-12.9%	19.2%	6.3%	-9.4%	-34.8%	-11.6%	-30.1%	0.3%	-29.7%	8.0%	6.1%	-22.7%	6.5%	-18.8%	-18.1%	-13.9%
2020年4月	-7.5%	-1.5%	18.2%	12.9%	7.1%	-18.5%	3.5%	-12.1%	8.3%	-8.5%	8.6%	6.5%	-5.4%	12.2%	-14.1%	0.0%	-5.8%
2020年5月	-2.8%	2.5%	11.4%	16.7%	10.4%	-0.6%	12.9%	-3.9%	17.3%	4.3%	7.3%	1.9%	3.0%	11.4%	-14.0%	3.5%	1.9%
2020年6月	-1.8%	0.4%	10.5%	19.2%	13.3%	-0.1%	20.5%	-6.8%	16.9%	9.8%	9.7%	8.1%	-1.4%	18.8%	-13.0%	-8.2%	2.2%
2020年7月	-1.1%	3.0%	6.9%	10.7%	5.0%	-2.5%	9.2%	7.5%	6.9%	-2.2%	5.3%	0.5%	-3.9%	11.3%	-13.9%	12.3%	-2.5%
2020年8月	0.5%	5.1%	4.2%	12.9%	3.1%	4.2%	19.0%	15.3%	11.4%	4.3%	6.2%	9.4%	-4.2%	25.1%	-14.5%	11.8%	-2.9%
2020年9月	3.3%	5.6%	7.8%	22.0%	17.6%	8.3%	13.7%	13.1%	10.7%	-0.5%	9.6%	12.2%	-0.6%	-4.6%	-11.8%	11.2%	0.5%
2020年10月	4.3%	7.2%	8.8%	16.9%	15.1%	12.2%	18.3%	16.7%	11.7%	2.7%	10.8%	11.7%	1.3%	8.1%	-11.0%	12.0%	4.2%
2020年11月	5.0%	8.7%	7.7%	21.6%	11.4%	4.6%	32.3%	24.8%	8.1%	5.1%	12.8%	11.2%	-2.2%	43.6%	-11.0%	11.8%	7.1%

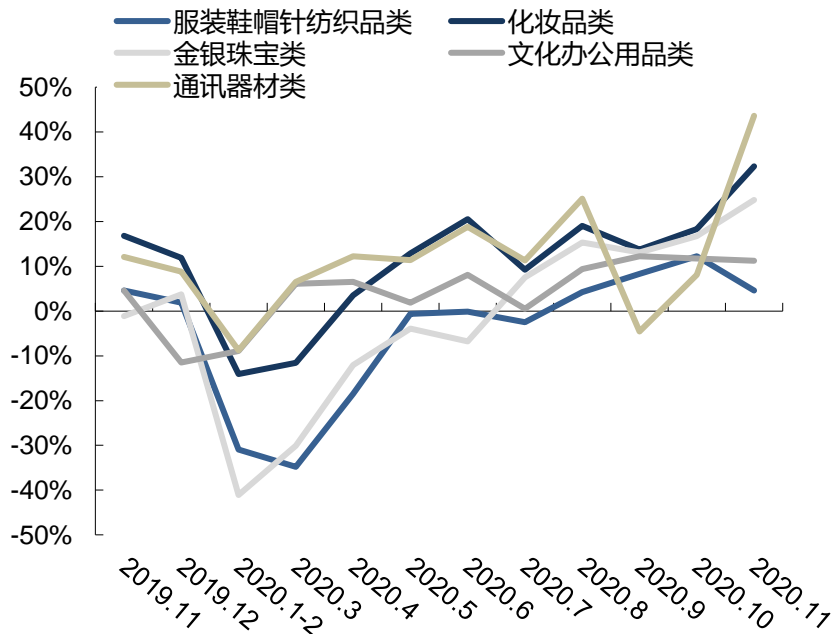
可选消费强势反弹，建议关注服装、珠宝、化妆品赛道

- **必选消费**（食品、饮料、烟草、日用品）疫情期间没有出现过大的波动和过久的恶化，在社零总额单月同比增长明显下滑的阶段，仍保持较平稳的增速。
- **可选消费**中，线上渗透较高的化妆品受影响程度较小；而线上渗透率低的珠宝、服装受影响程度较大，负增长状况维持至7-8月，该类型消费在疫情基本结束后出现反弹。
 - **化妆品**：疫情期间体现强韧性，自4月以来在所有可选消费品类中增速排名靠前。
 - **服装**：2020年初的春节冬装购物季受疫情影响程度大，年底入冬时购衣需求强势反弹，8-11月均出现较明显增长。
 - **珠宝**：婚庆需求出现反弹带动珠宝消费回暖，7-11月保持强势增长。

必选消费社零单月同比增速

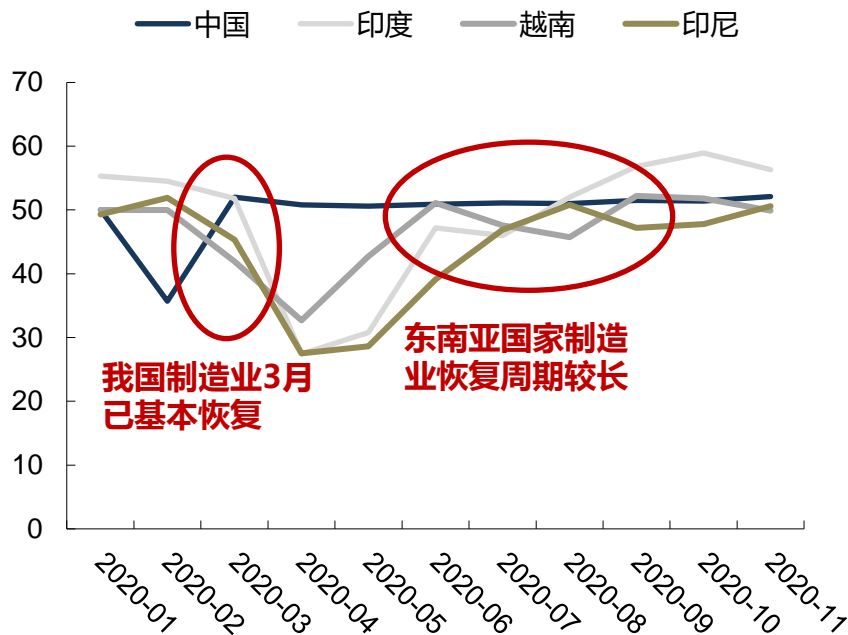


部分可选消费社零单月同比增速

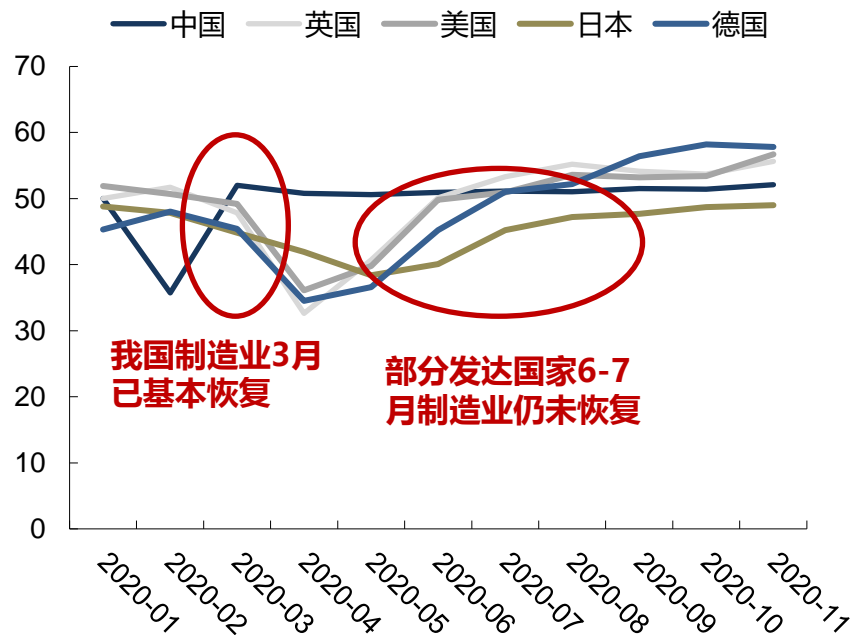


- **疫情后我国供应链提早复工，凸显其强大及稳定。**从PMI上看，我国制造业仅在今年2月份受到疫情的一部分影响，2月制造业PMI指数跌至35.7；3月疫情初步得到控制，PMI迅速恢复至52，此后一直保持在荣枯线以上。越南、印尼等出口大国以及英美日德等传统发达国家的PMI受影响程度更大，恢复速度更慢，部分国家6-7月仍未完成恢复，且随着疫情反弹，制造业恢复情况并不稳定。
- **因此，我国各大产业链得以独享疫情期间的需求，优势得到进一步巩固。**

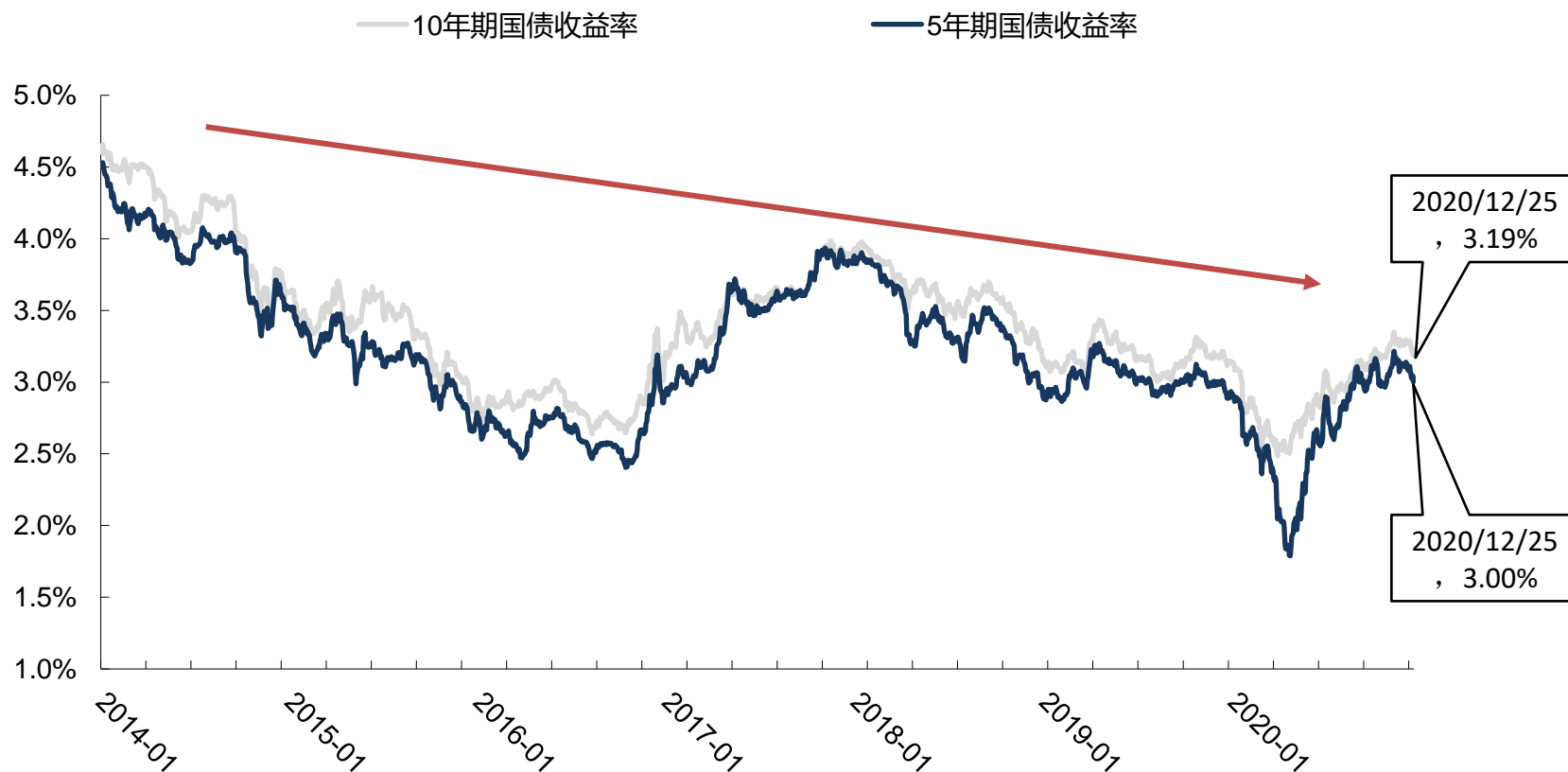
中国与东南亚部分国家PMI对比



中国与部分发达国家PMI对比



- 2014年来我国国债利率大体保持下降趋势，未来我国或将进入低利率、低增长时代。10年期国债收益率从2014年的~4.5%降至目前的3.2%，利率逐步下探。未来我国或随日本、欧洲等发达经济体逐步进入低利率、低增长时代。



未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论上应该享有更高的估值。而在低利率、低增长时代，这类品牌消费品的估值提升会更加明显。根据戈登模型，我们可得：

$$PE = 1 / (r - g)$$

- 其中 r 是贴现率， g 是永续增长率。贴现率 r ，可以理解为社会融资成本，GDP 增长预期，CPI 增长等等经济的增长贴现指标。而 g 永续增长率，对于化妆品这样的具有涨价预期的强品牌公司来看，是比较高的。
- 这个模型中，永续增长率 g 是不会高于贴现率 r 的，否则模型就是发散的了。

由戈登模型得到的PE市盈率 (r 为贴现率, g 为永续增长率)				
	$r=6$	$r=5$	$r=4$	$r=3$
$g=5$	100	不存在	不存在	不存在
$g=4.5$	66	200	不存在	不存在
$g=4$	50	100	不存在	不存在
$g=3$	33	50	100	不存在
$g=2$	25	33	50	100

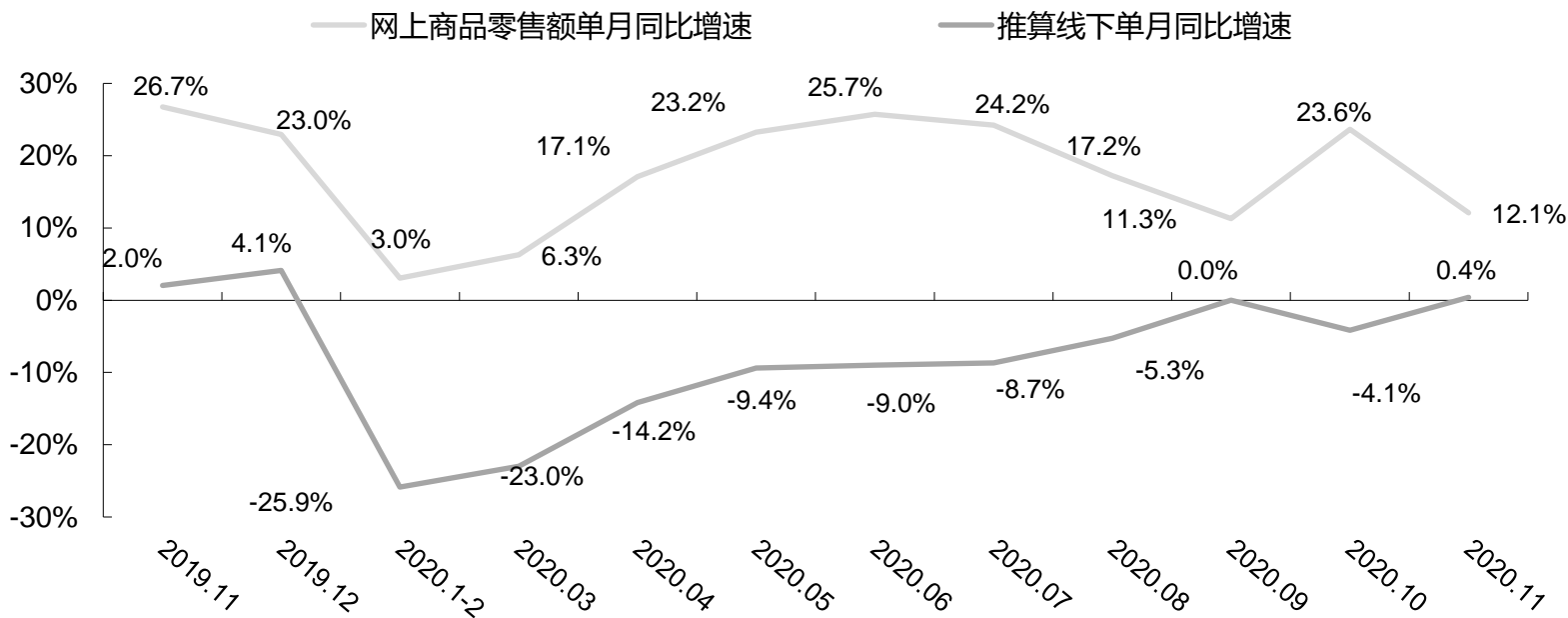
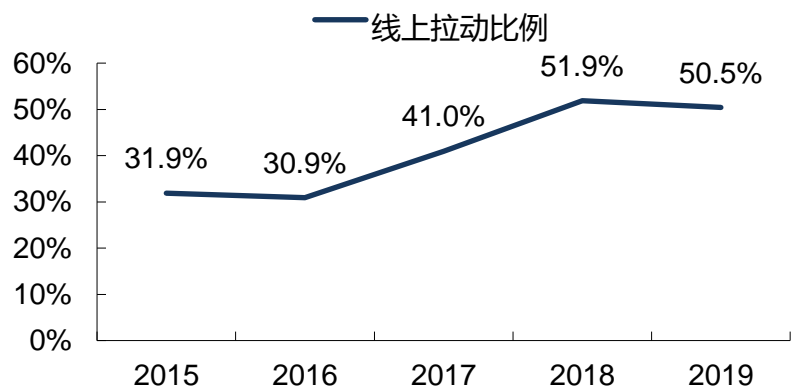
在低利率、低增长环境下能够持续保持增长的品牌，不论是通过提价或是马太效应扩大规模，不论是茅台等高端品牌还是优衣库等大众品牌，其估值中枢都具备提升空间，都值得配置。

**2. 渠道：电商仍是主要增长引擎，
线下零售增速回正，增速反弹持续**

——关注电商及电商渠道的品牌化

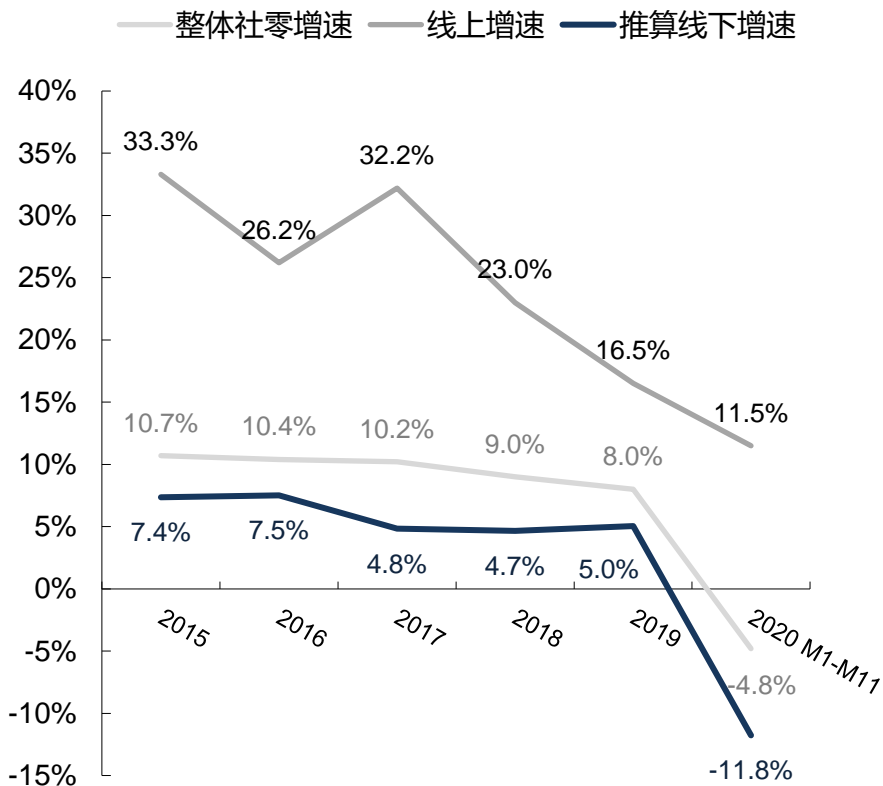
疫情期间线上消费保持强韧性，11月线下增速首次回正

- **线上消费已成我国社零增长的主要驱动。疫情期间社零线上部分显著增长，展现较强韧性。**2018年以来线上部分对整体社零的拉动比例超50%，2020疫情期间线上消费保持正增速。
- **线下消费持续转好。**9月推算的社零线下部分同比增速首次持平，11月线下增速首次回正。12月在年底购物季刺激下，线下增速有望进一步恢复。

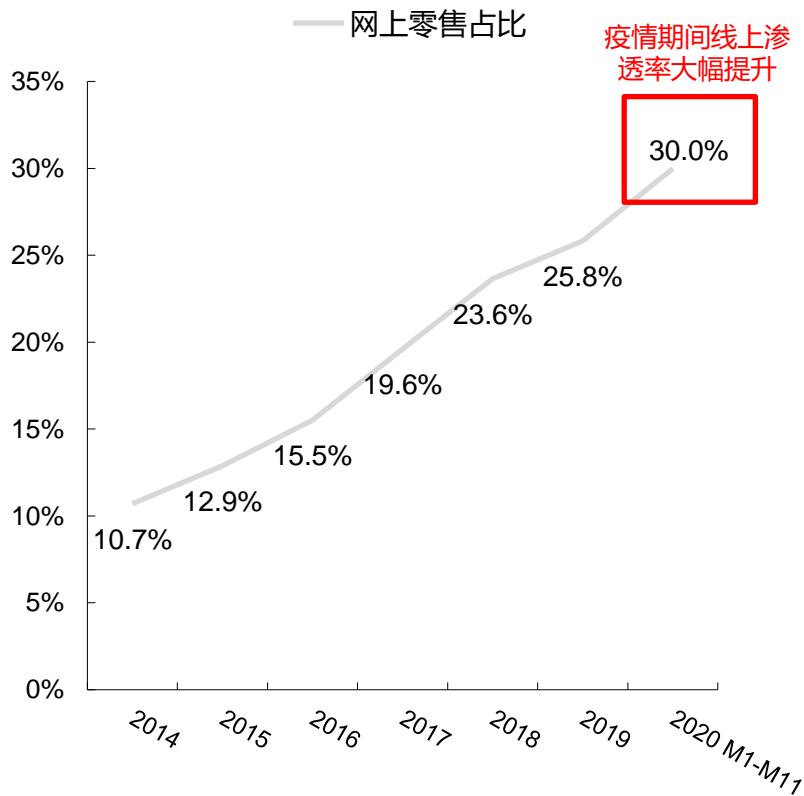


- **电商仍是社零增长的主要引擎，疫情期间线上渗透率进一步提升，社零线上部分占比持续走高。** 2020年前11个月，我国实物商品电商零售额达8.78万亿元，占社零总额比重25.0%；而美国的电商渗透率虽然在疫情中显著提升至16.1%，但仍远低于中国。2020年前11个月，我国电商增速为11.5%，同期社零整体增速仅为-4.8%，电商赛道在疫情之下展现出更强的韧性。

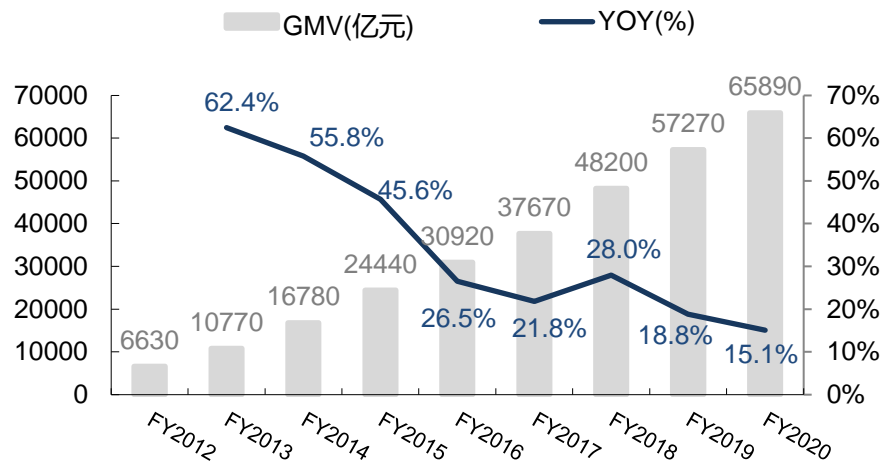
社零线上部分增速迅猛，疫情期间展现强韧性



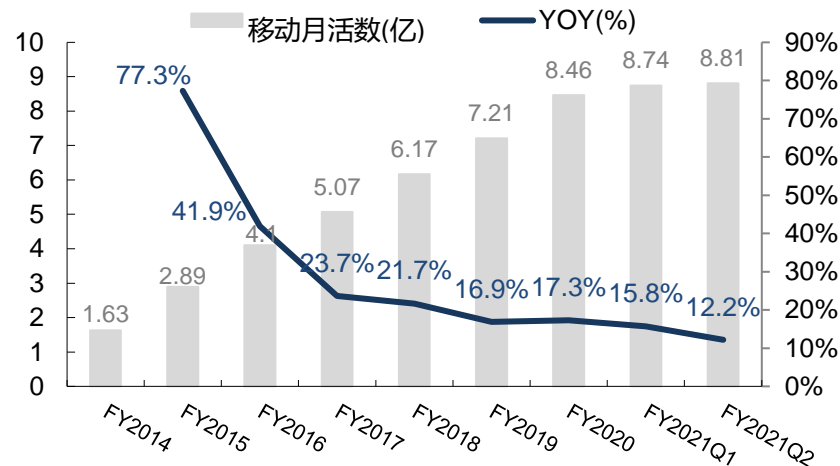
社零线上部分占比持续增长



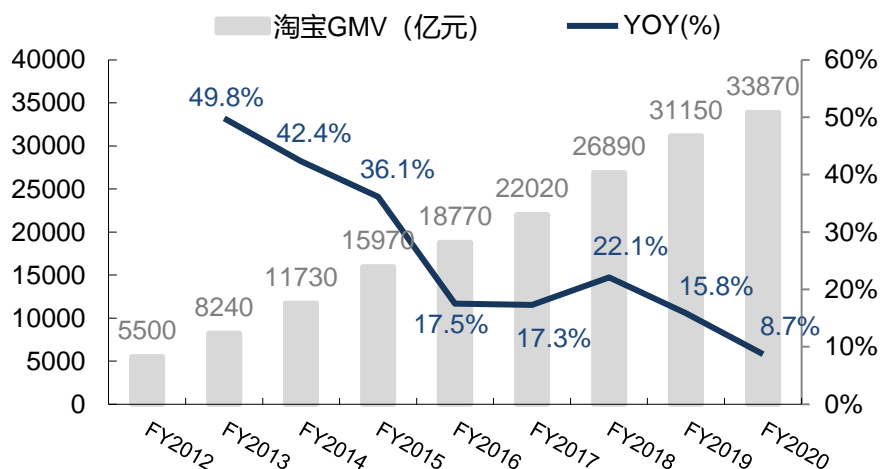
阿里巴巴中国零售市场GMV(亿元)及增速



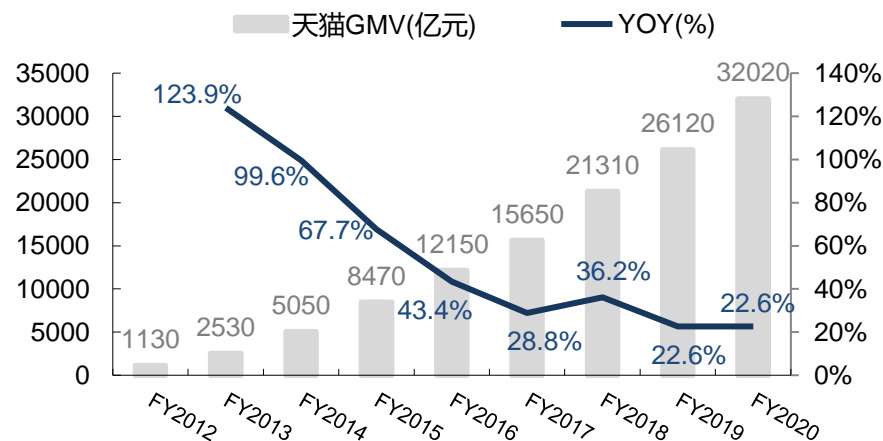
阿里巴巴中国零售移动月活跃用户(亿)



淘宝GMV(亿元)及增速

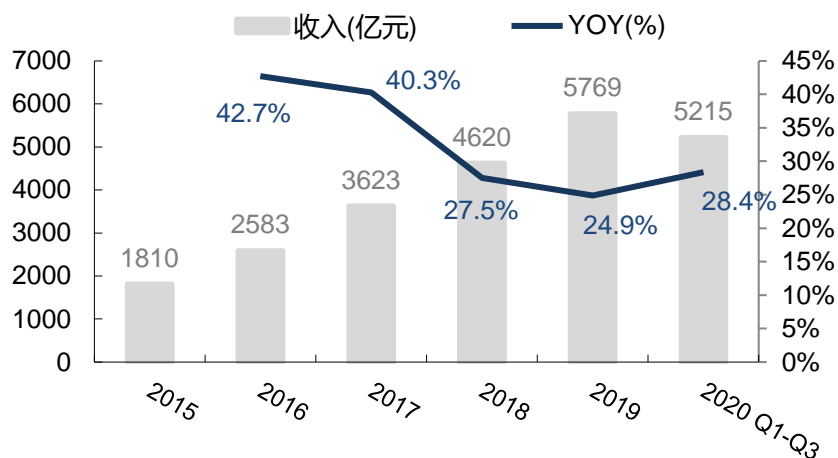


天猫GMV(亿元)及增速

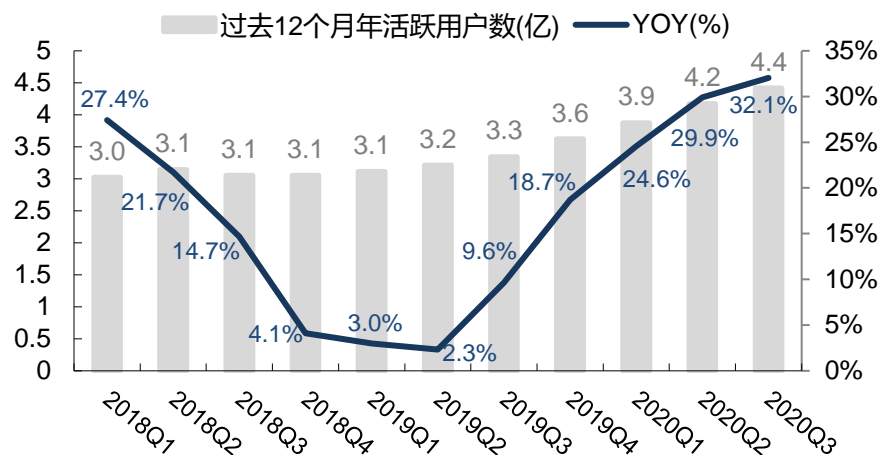


注：阿里财期为3月31日，FY2020对应2019年4月1日至2020年3月31日。

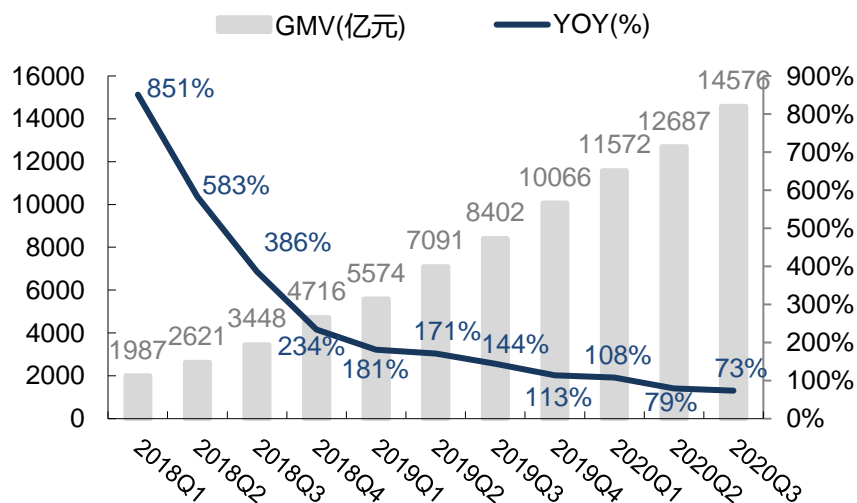
京东收入(亿元)及增速



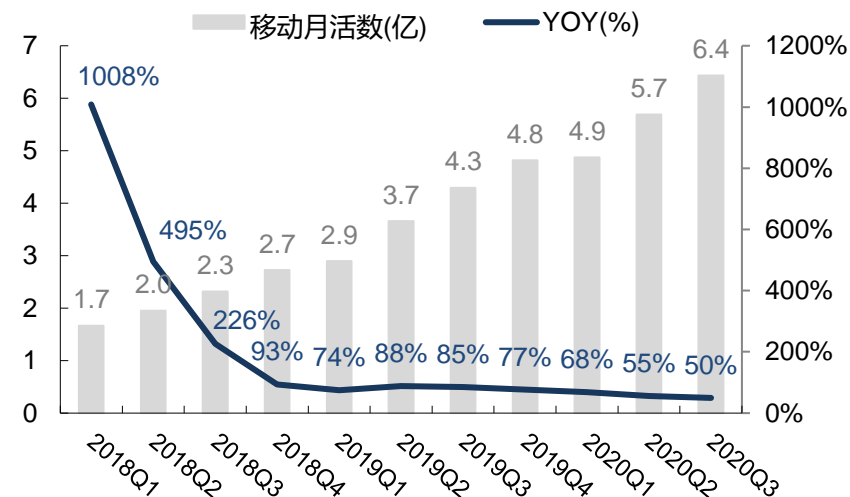
京东年活跃用户数(亿)



拼多多GMV(亿元)

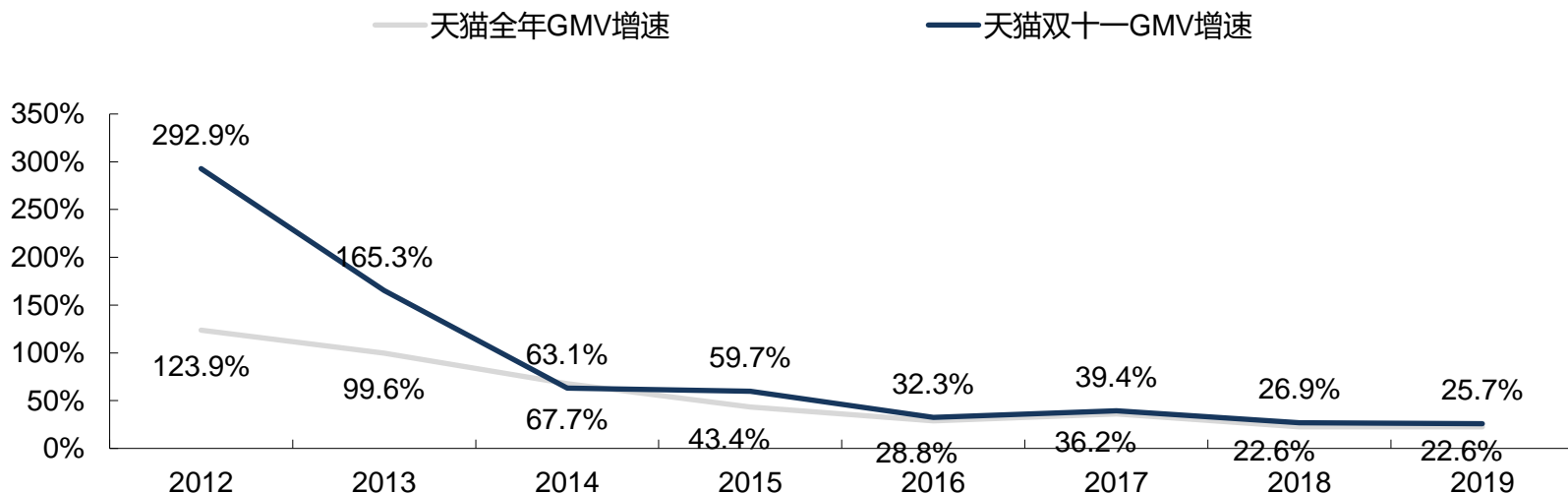


拼多多移动月活跃用户(亿)



- 近年来“双十一”实质形态逐渐由“拉动增长”转变为“聚集销售”：不同于以往用大促吸引线下消费者转向线上，并使其逐渐养成线上购物习惯的模式，“聚集销售”指线上消费者将消费时间提前或退后至双十一期间以享受折扣。这种形态转变，体现在双十一GMV增速逐渐趋近于全年的GMV增速。
- 赚GMV不赚钱，品牌对双十一未来的态度/策略可能会有所转变：品牌在双十一的活动中，可能会陷入“赚名不赚利”的情况。未来品牌需要持续平衡双十一这类大促中“销售商品”和“营销品牌”两件事。而对于双十一的态度和策略，未来可能会出现持续的反馈及调整。

天猫双十一GMV增速趋近于全年的GMV增速



双十一实质形态转变，未来品牌商对双十一的态度可能改变

- **双十一活动不断延长、提前，从而更好地达到“聚集销售”的目的：**2015年起预售时间大幅提前至10月底。之后双十一的玩法趋于复杂，目的是流量红利殆尽后通过社交软件裂变寻找未被充分利用的流量，以及提升用户在APP中停留的时间。2020年京东、淘宝均开启两轮双十一预售及大促，更有效地聚拢十一月前后的消费，提升“聚集”效应。

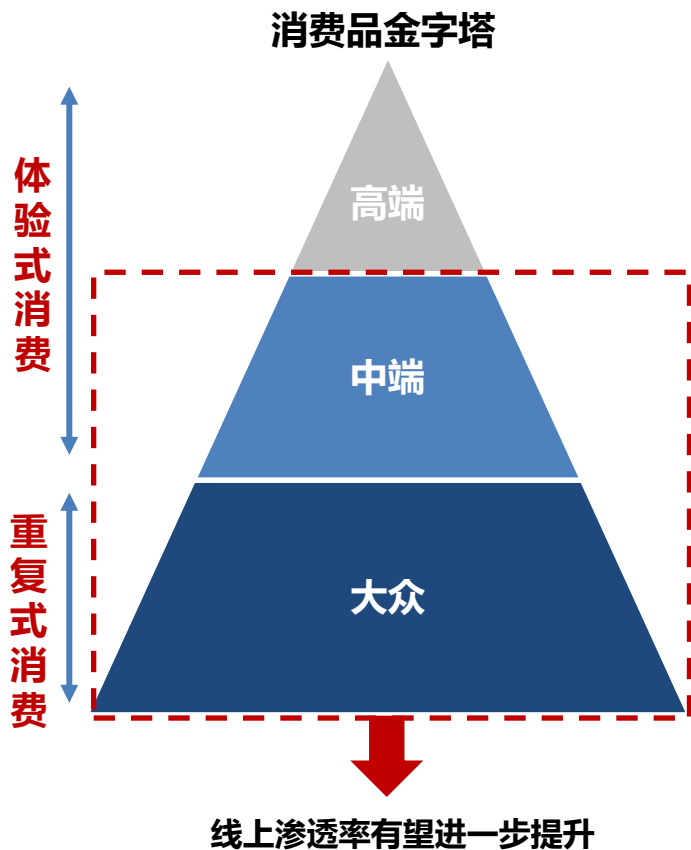
阶段	年份	事件
活动力度加大，范围加深，参与人数增加	2009	天猫开启双11光棍节促销活动，实现销售额5200万元
	2012	淘宝商城更名为天猫，光棍节变为购物狂欢节；实现销售额191亿元
	2013	发力移动端，350.2亿元成交额中，有53.5亿元来自手机淘宝
		11.11手机淘宝DAU达1.3亿，有21%的订单通过手机成交
2014	天猫开启全品类预售 开启全球化，有217个国家和地区参与 手机淘宝移动端成交额占总43%	
活动时间提前	2015	天猫推出双十一狂欢晚会，预售提前至10月13日
	2016	天猫预售由10月20日开始，之后的双十一预售开始时间均为10月20日-21日
玩法多样化、复杂化	2018	天猫推出“集能量”游戏，开启社交裂变玩法
	2019	KOL直播带货模式普及； 两大电商平台均推出互动游戏：天猫（盖楼）、京东（养红包）
预售力度进一步加大	2020	天猫京东均开启两轮预售

- 电商仍是社零增长的主要引擎，我国电商的规模、渗透率领先世界。随着双十一实质发生改变，未来品牌方和渠道方对此类大促活动的态度或将发生转变，平销会越来越重要。
- 规模是品牌力的重要指标，双十一销售规模排名前列的品牌仍值得重点关注。据天猫官方，2019年仅有7个中国品牌进入天猫“双十一10亿俱乐部”。2020年天猫官方并未披露10亿俱乐部的完整名单。据淘数据统计，2020年11月1日-11日，波司登天猫旗舰店销售额突破10亿元，这可能是另一个“10亿俱乐部”的中国品牌。我们认为这些规模居前的品牌在各自领域内有较强的品牌认知，值得重点关注。

2019年天猫双十一“10亿俱乐部”中的中国品牌

手机等移动数码产品	 小米	 华为	 荣耀
家电	 海尔	 美的	 格力
服装及日用品	 南极人		

- **高端、中端、低端的商品需求是不同的：**高端产品追求体验感，这是一个高售价、体验化、社交化的市场，人们购买高端产品时不仅是为产品本身买单，同时也为购买时的服务、品牌附加等买单；中端、大众产品要求质量和便利性，这是一个标准化、快反化、高复购的市场，消费者更注重产品本身的性价比，以及能否方便地买到产品。
- **持续看好电商平台的发展和电商品牌化大趋势。**我们认为，对于高端的，追求社交性、体验感的品类，如奢侈品、母婴、教育、餐饮，线下仍将是主要渠道；而化妆品、服装、小家电、日用品等品类，线上化程度会逐渐提升。



高端产品：追求体验感

- 产品特点：个性化、社交化，高品牌附加值
- 市场特点：高价，高毛利率，具有文化属性
- 渠道特点：线下买手店、体验店为主要渠道

中端、大众产品：追求质量和便利性

- 产品特点：质量好，高性价比
- 市场特点：讲究快反，广触达，物美价廉
- 渠道特点：线上日益成为主要销售渠道

未来趋势：奢侈品、母婴、教育、餐饮等品类，线下仍将是主要渠道；化妆品、服装、小家电、日用品等品类，线上化程度会逐渐提升。

持续看好电商平台的发展和电商品牌化大趋势

建议关注：头部电商平台**阿里巴巴/京东/拼多多**；领先的To B 电商**国联股份**

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
9988.HK	阿里巴巴-SW	50,693	236.20	7.10	6.99	8.70	28	28	23	买入
9618.HK	京东集团-SW	10,572	337.80	4.18	6.88	6.45	68	41	44	买入
PDD.O	拼多多	2,038	166.19	-1.51	-1.48	0.25	-719	-731	4,274	买入
603613.SH	国联股份	304	128.02	1.32	1.14	1.81	97	113	71	买入

阿里巴巴

- **规模大，货币化率高，业绩连年高增，但近期涉及反垄断事项，需要进一步观察：**数字时代新基建提供商，生态涵盖营销、物流、金融、技术的商业操作系统，已经成为数字时代的“水电煤”，近年来公司一直保持较快发展速度。

京东

- **供应链强，3P收入持续提升，未来值得期待：**通过自建物流体系构建壁垒，未来3P及其他业务有望发力打造第二增长曲线，值得期待。

拼多多

- **快速崛起的电商平台：**阿里与拼多多本质上同属“卖流量不卖货”的电商平台，而区别在于拼多多以内容推荐为核心，而非单纯的文字和搜索，目前正处于高速增长期。

国联股份

- **通过工业品拼购切入，未来的产业互联网枢纽平台：**旗下“多多”工业品拼购平台规模持续快速增长，与产业的联系不断加深；近期定增顺利落地，有利于产业互联网大战略顺利推进。

风险提示：政策风险，新业务拓展不及预期，行业竞争加剧等

3. 品牌：中国优质供应链品牌化大潮

——关注南极电商/安克创新等






消费者为何需要品牌？——

- **品牌**是商家和消费者之间的**信用契约**
- **渠道**是商家和消费者之间的**反馈机制**
- **产品**是商家对消费者需求的**翻译**

我国拥有世界领先的供应体系，但缺乏品牌领导来兑现价值。我国电商世界领先，通过打造电商特色的打法，聚合本土优质产能，打造快速反馈的中国品牌，是目前国内最值得挖掘的赛道之一。

我们持续看好中国优质供应链的品牌化的大时代，**南极电商、安克创新、名创优品**等品牌商是目前赛道上的领军者，相信未来还会有很多中国品牌产生！

中国部分地区的优质产业链集群

<p>广东省</p> 	<p>浙江省</p> 	<p>山东省</p> 	<p>江苏省</p> 	<p>福建省</p> 
<p>服装， 化妆品， 小家电， 珠宝</p> <p>.....</p>	<p>箱包， 化妆品， 小家电， 宠物用品</p> <p>.....</p>	<p>毛巾， 日用品</p> <p>.....</p>	<p>服装， 家纺</p> <p>.....</p>	<p>鞋， 服装</p> <p>.....</p>

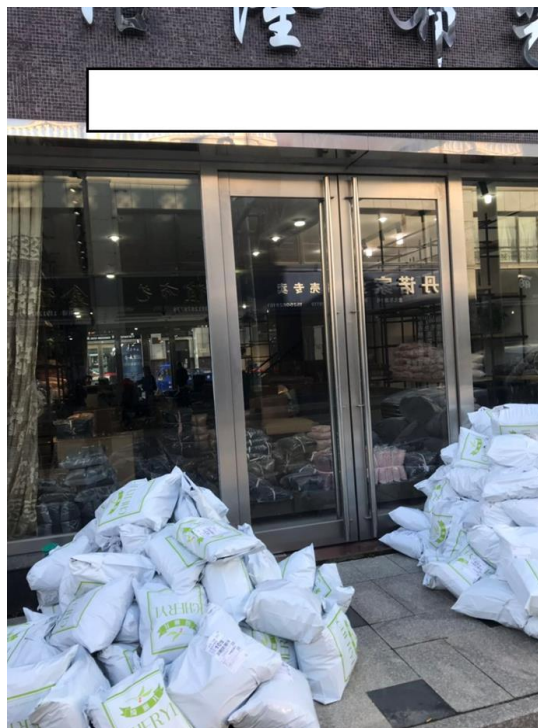
我国拥有丰富且分散的制造商资源，亟待“品牌化”整合

- **中国有丰富且分散的制造商资源，其中不乏诸多知名国际品牌的代工厂，如：**服装领域的申洲国际、联泰、联业等；箱包领域的开润股份、时代皮具等；化妆品领域的科丝美诗中国、莹特丽中国、蔻诗曼嘉等。家具领域有浮生记、高帆家私、简木等；电子产品领域的富士康、立讯精密、闻泰等。
- 这些代工厂绑定有一些国际知名品牌商，需要有较大的订单量才能启动生产；纵观整个价值链，这些产品的大部分利润被品牌商赚取。

类别	中国代工厂	代工品牌
服饰类	联泰	Ralph Lauren、Calvin Klein、Victoria's Secrets等
	联业	Givenchy、Burberry、Callaway等
	溢达	Abercrombie Fitch、Lacoste、Polo Ralph Lauren、Nike等
	申洲国际	NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO等
	晶苑集团	UNIQLO、PINK、ATY、HM、JCPENY等
	长江制衣	Pringle、Miss Sixty、YSL、Diesel、Marc Jacobs等
箱包类	开润股份	迪卡侬、新秀丽、VB、HP、DELL等
	时代皮具	Coach、Prada、Michael Kors、Tumi等
化妆品类	科丝美诗中国	兰蔻、植村秀、韩束、卡姿兰、百雀羚等
	莹特丽中国	迪奥、兰蔻、香奈儿、阿玛尼、珀莱雅、丸美、毛戈平、玛丽黛佳等
	蔻诗曼嘉	菲诗小铺、悦诗风吟等
家具类	浮生记	宜家等
	高帆家私	无印良品等
	简木	Baker、erco等
	木言	NITORI、dwell等

- 中国制造没有好的品牌出口，沦为代工，出口，甚至山寨，没有发挥出应有的价值。国内有诸多优质产业带集群，如南通家纺、福建鞋、山东毛巾、浙江箱包等。但很大程度上，这些品类缺乏品牌的领导，没有形成一个足够强的品牌认知，集中度低，未能形成合力，过去几年甚至演化出了“山寨”等畸形模式。这种模式从长期来看，是没有长久生命力的。近年，大量的利润被海外大牌拿走，优质供应链并没有发挥出其应有的价值。
- 我们需要“中国品牌”来整合国内优质的供应链资源。这个整合的过程中，存在巨大的机会，我们称之为“**优质供应链品牌化**”。

淘宝一条街，整条街都是给网店供货的，没有固定品牌的工厂店 也有部分工厂店直接向消费者发货



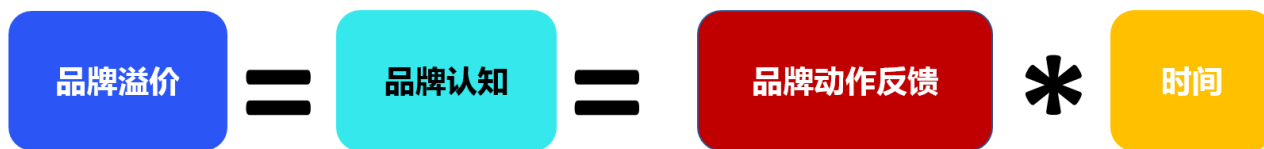
品牌具备两种不同的功能，一部分品牌满足“悦己型”消费者的需求，另一部分则满足“省心型”消费者的需求。**这两类品牌的消费者，对于【品牌力】概念的认知也是不同的**

- ❑ ①悦己型消费者的特点：**挑剔**。他们对产品本身的品质有较强需求，并在此基础上追求性价比。悦己型消费者购买思路通常是“这个产品看起来不错 → 买了几次反馈不错 → 会专门找这个品牌的产品再买”。
- ❑ ②省心型消费者的特点：**懒得选**。他们对产品的要求较为基础，关注价格和产品的基础质量。省心型消费者购买思路通常是“打开购物软件 → 搜索某个品类（如袜子） → 排列销量&评价 → 找一个有印象的牌子 → 买销量最高 / 智能排序最高的商品”。
- ❑ ③悦己型品牌和省心型品牌均走出过让投资人收益百倍的巨型公司：爱马仕是经典的“悦己型”品牌，优衣库是经典的“省心型”品牌。

	悦己型	省心型
对产品要求	有一定设计感，挑剔，个性化	质量过关，有知名度，容易买到
性价比考虑	低	高
消费者特点	买东西为了开心	买东西为了用
常见购买流程	某产品看起来不错-圈子内反馈不错-专门找这个牌子再买	打开淘宝-搜索品类（如袜子）-列一下销量&评价-找个有印象的牌子-买销量&综合排序最高的
核心能力	格调，文化认同	快速反馈，规模
经典品牌	茅台，爱马仕	农夫山泉，优衣库
新兴品牌	MUJI无印良品	南极人，小米

- ❑ 品牌认知和品牌溢价的产生需要时间的积累：要在对的时候做对的事，才能得分。分数的累计是有时间维度的，品牌的成长需要长时间的累计沉淀。
- ❑ 规模是品牌最重要的指标之一，其代表消费者的认可程度。

品牌溢价来源公式——“品牌计分板”理论



品牌LOGO，品牌设计特色，品牌销售渠道，品牌营销广告，品牌粉丝互动.....
一切和品牌相关的活动

“1.品牌溢价不是单纯因为用料成本，设计，营销等单因素形成的，是通过所有品牌动作（包括LOGO，设计，制造，营销，销售等一切）不断和市场反馈交互，常年累月积淀而成的，是一个综合的影响。

2.品牌认知是有时间维度的，需要时间积淀，如果将品牌认知想象成一个**计分板**，那可能某个动作反馈得分，某个动作减分，最终品牌认知是所有时间下计分板上的得分加总。是有时间维度的，不仅仅是动作。

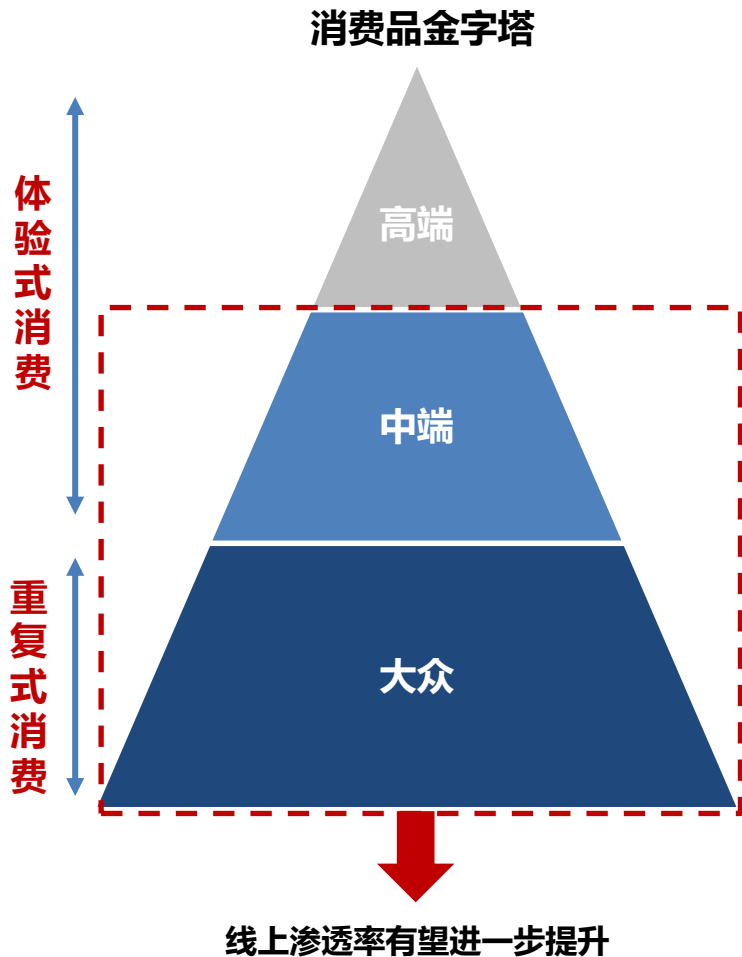
3.要在合适的时候做合适的品牌动作，才能得分，切忌刻舟求剑。比如在二十年前投入央视广告，十年前投入淘宝直通车，都是高得分动作，但放到今天就不一定。品牌动作的得分也是有不确定性的，但核心是，要让品牌在对的时候做对的事，才能多得分”

电商时代新兴品牌商崛起的缘由

- ❑ ①用户消费观演进，催生新品牌需求：消费者希望能够快速购买值得信赖的高性价比商品
- ❑ ②现有电商格局倒逼创新点：电商平台和自营模式垄断渠道端流量，没有对供应链环节做优化
- ❑ ③国内代工厂资源分散：中国有丰富且分散的上游制造商资源，大量的供应商需要被整合



- **线上和线下经营的品类，在特性上会有所不同：**我们认为，线下场景适合标准化程度低、重体验感和即得性的商品销售；而线上场景尤其适合标准化程度高、低值、易消耗的商品销售，并且该类商品的马太效应有望在线上场景中进一步放大。选择更适宜的渠道去推广品类，会让品牌商事半功倍。



高端产品：追求体验感

- 产品特点：个性化、社交化，高品牌附加值
- 市场特点：高价，高毛利率，具有文化属性
- 渠道特点：线下买手店、体验店为主要渠道

中端、大众产品：追求质量和便利性

- 产品特点：质量好，高性价比
- 市场特点：讲究快反，广触达，物美价廉
- 渠道特点：线上日益成为主要销售渠道

未来趋势：奢侈品、母婴、教育、餐饮等品类，线下仍将是主要渠道；化妆品、服装、小家电、日用品等品类，线上化程度会逐渐提升。

持续看好电商平台的发展和电商品牌化大趋势

最有希望实现“品牌化”，诞生大型电商品牌的六大品类

服装（包括家纺）



日用品



小家电



休闲零食



化妆品



消费数码



品类特点：

1. 高频
2. 上下游相对分散
3. 有一定消耗性
4. 有一定存储时限和保质期
5. SKU多但又有一定的标准性
6. 销售价格没有统一的锚定

建议关注：优质供应链品牌化典范——南极电商/安克创新/名创优品

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300866.SZ	安克创新	702	172.70	1.97	2.15	2.92	88	80	59	买入
002127.SZ	南极电商	335	13.66	0.49	0.63	0.80	28	22	17	买入
MNSO.N	名创优品	81	26.68	-0.26	-0.41	0.87	-670	-429	201	增持

南极电商

- **优质供应链品牌化赛道的典型代表**：通过建立联盟，采取去中心化模式引领生产和销售。解决经销商的流量焦虑和供应商的订单焦虑，同时运用电商渠道全中心化强反馈体系提高销售效率。
- **已恢复常态增速，庞大销售规模和广泛的品牌认知构成公司的重要壁垒**：2020Q1-3公司GMV为228.5亿元/+36.0%YOY，其中Q3单季为84.75亿元/+45.4%YOY，已恢复常态增速。

安克创新

- **品牌价值突出，掌握定价能力**：海外消费数码龙头品牌，亚马逊产品价格和销量均领先对手。公司研发、设计、运营能力持续应证，不断深挖品牌认知护城河。
- **苹果取消充电头，公司有望持续深度受益**：苹果宣布iPhone 12系列及部分老机型将不再附赠充电头，充电类产品销量或迎来爆发，公司电源产品具备领先的认知，有望深度受益。

名创优品

- **名创优品的核心是“品牌”**：品牌的重要指标是“规模”，名创优品通过轻资产加盟模式迅速扩张，并抓住时机成长为规模最大的线下零售商之一，而规模及网点触达是公司如今的主要竞争壁垒之一。
- **名创优品胜在“快反”和“物美价廉”**：其中“物美价廉”来自于国内的各大优质生产商，“快”基于公司内部的大数据系统，体现在“711”上新和高周转之上。

风险提示：疫情，库存风险，新产品拓展不及预期，开店不及预期，电商平台搜索规则变化，国际局势恶化等

资料来源：Wind一致预期，东吴证券研究所（2020-12-02）注：名创优品市值、收盘价货币单位为美元，PE按1:6.7汇率计算。

注2：名创优品财期0630，表中2019A对应FY2020A。表中EPS预测值均为Wind一致预期

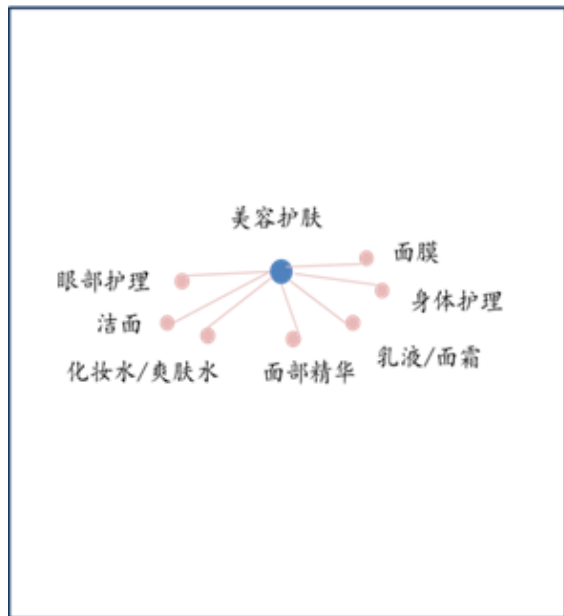
4. 品类-化妆品：品牌掌握定价权，韧性强，估值中枢有望抬升

——关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等

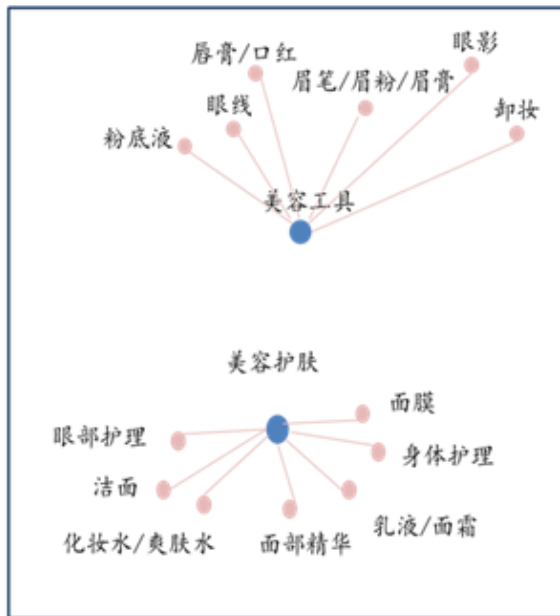
- ❑ **化妆品是销售对“美”的梦想和焦虑的行业，是一种“成瘾性可选消费”，具有较强消费韧性：**化妆品兼具功能消费和精神消费双重属性，终极驱动力为人对“美”的追求，这种追求会伴随梦想和焦虑加剧，因此行业具有一定成瘾性。而相较奢侈手表、皮包，化妆品是一个使消费者能够以较低价格投资自己、提升自我形象、增强自我愉悦感的“廉价奢侈品”，因而也具有较强消费韧性。
- ❑ **化妆品消费行为是一个做“加法”的过程，具有“品类叠加”逻辑：**消费者一般从简单的功能性需求入门，逐渐衍生出更精细化和更专业的需求，使用的品类和步骤亦会增加。例如基础消费者仅使用护肤产品组合，进阶消费者会开始使用基础彩妆，达人消费者则会使用包括护肤彩妆在内的全套产品，而从基础向进阶、进阶向达人消费行为转化往往是不可逆的。

基础—进阶—达人消费者的美妆购物篮组合

基础消费者美妆购物篮组合



进阶消费者美妆购物篮组合

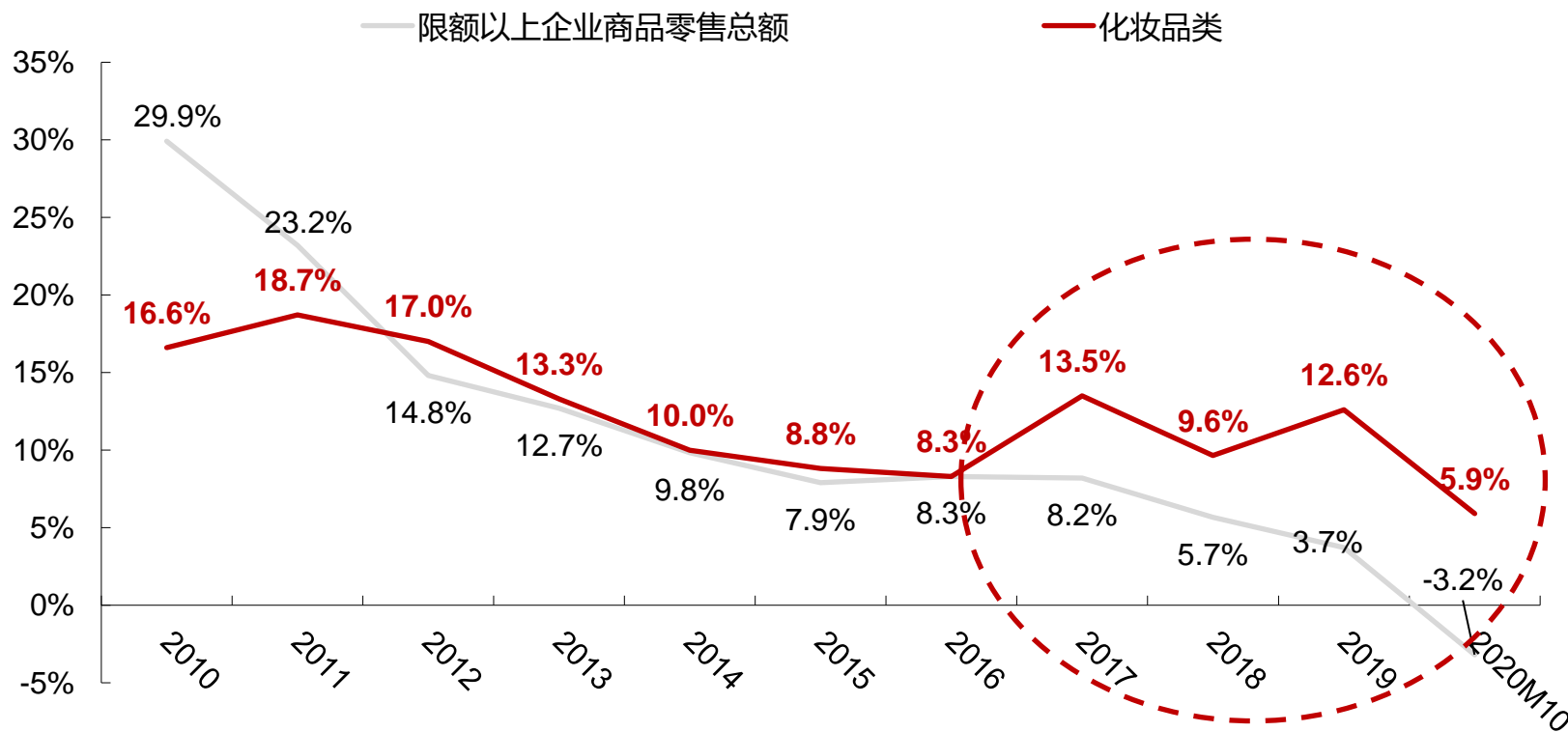


达人消费者美妆购物篮组合



- **化妆品连续多年跑赢限额以上商品零售总额增速**：2010年以来，国内整体消费品行业呈现放缓态势，自2012年至今，化妆品类持续跑赢限额以上企业商品零售总额增速，并自2017年以来表现出更大的超额增速，体现出相对其他消费品行业更强的消费韧性。

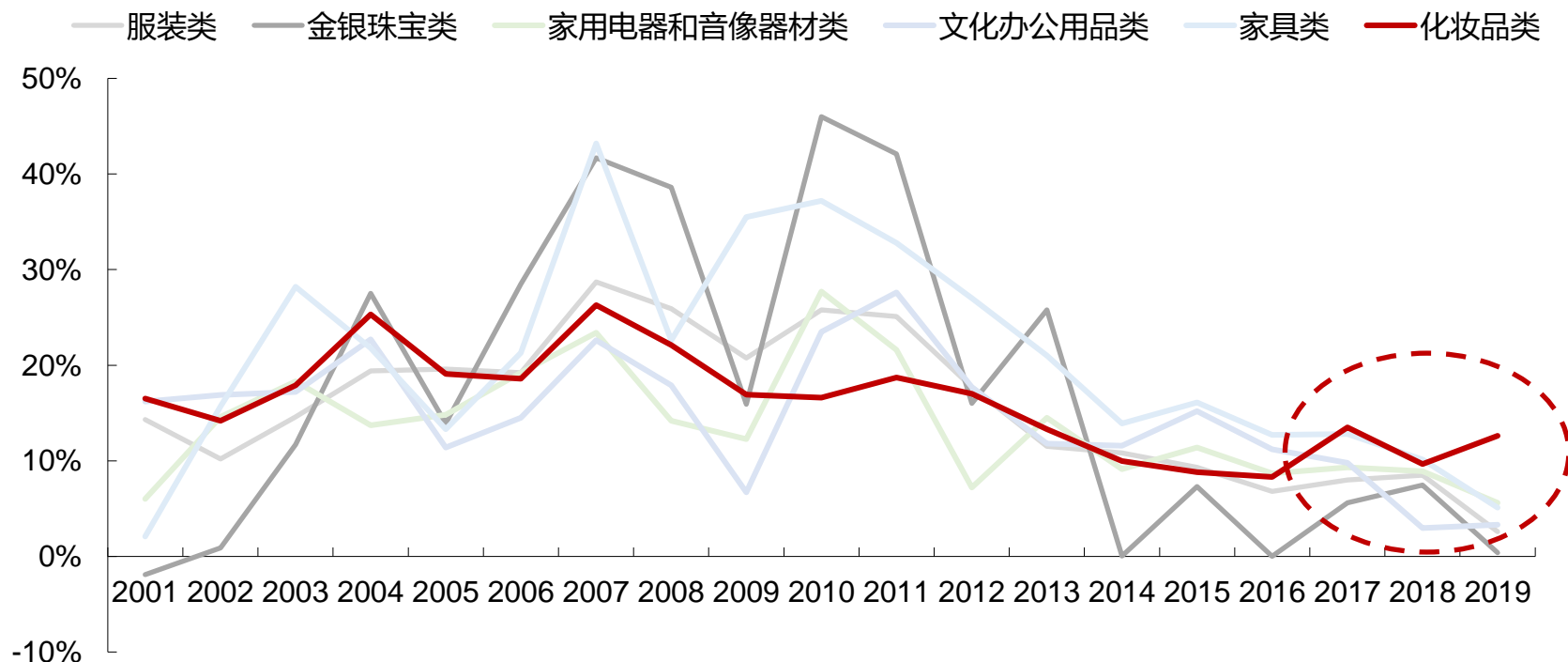
2010以来我国限额以上化妆品类增速vs.限额以上商品零售增速



化妆品也是中国消费品中韧性最强的品类之一

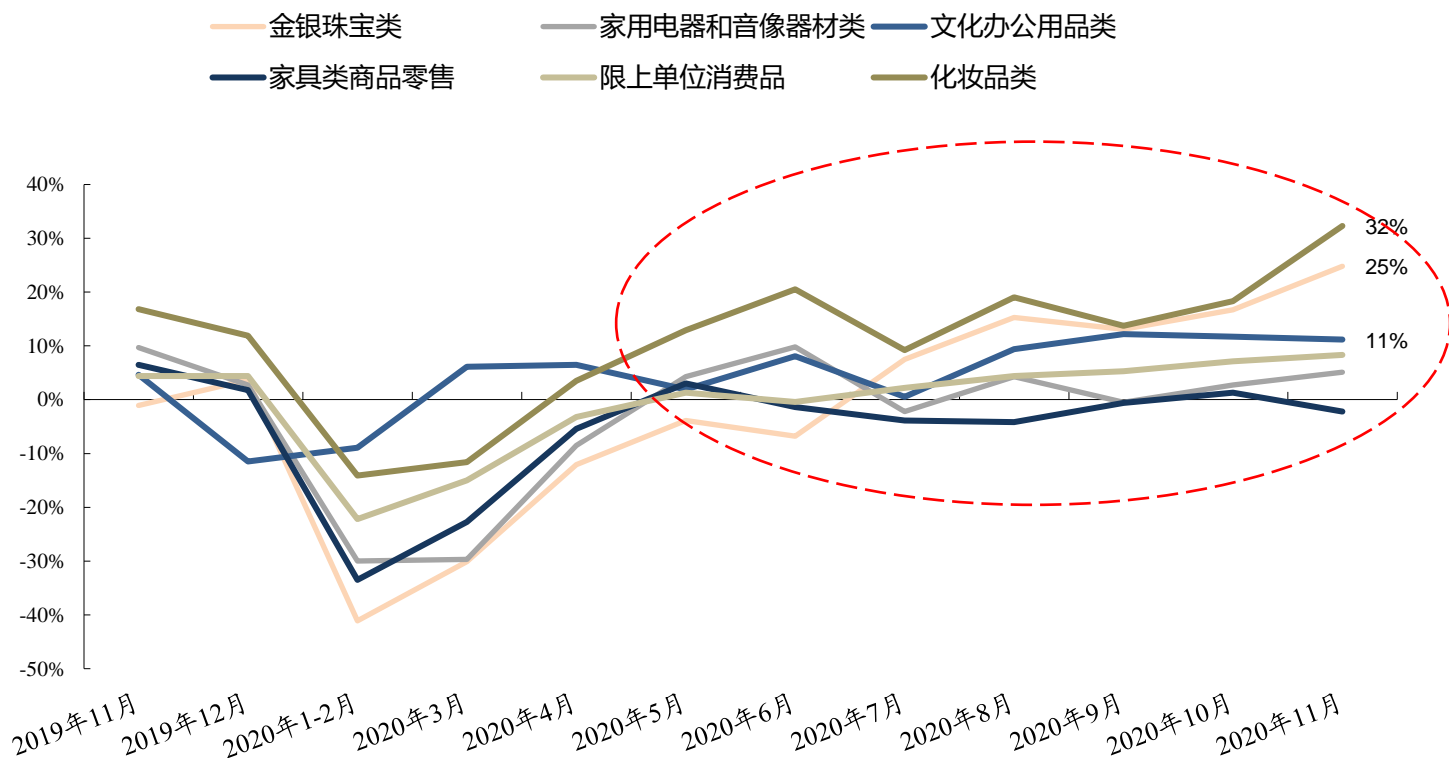
- **2001-2010年是国内消费行业整体性的黄金十年**：包括服装、化妆品、金银珠宝、家电音像、办公用品、家具在内的多个行业均有15%-30%的年平均增速。
- **化妆品是中国消费品中韧性最强的品类之一**：2010年以来，整体消费品行业呈现放缓态势，但不同品类表现也出现一定分化，部分消费品类波动性较大，近年来增速下滑至低单位数，而回顾过去20年，化妆品整体保持着相对稳定的中高速增长，并且在2017年以来领跑社零增速，体现出较强的消费韧性。

2001-2019我国部分限额以上消费品社零增速



- **化妆品的强韧性在疫情恢复过程中得以体现。**1-3月期间，由于线下门店停业等因素，化妆品社零受到一定影响，但受影响幅度低于金银珠宝、家用电器等品类，也小于限上商品零售总额。5月起化妆品类消费开始强势反弹，增速在各大主要社零类目中处于领先地位，并一直延续到10月。

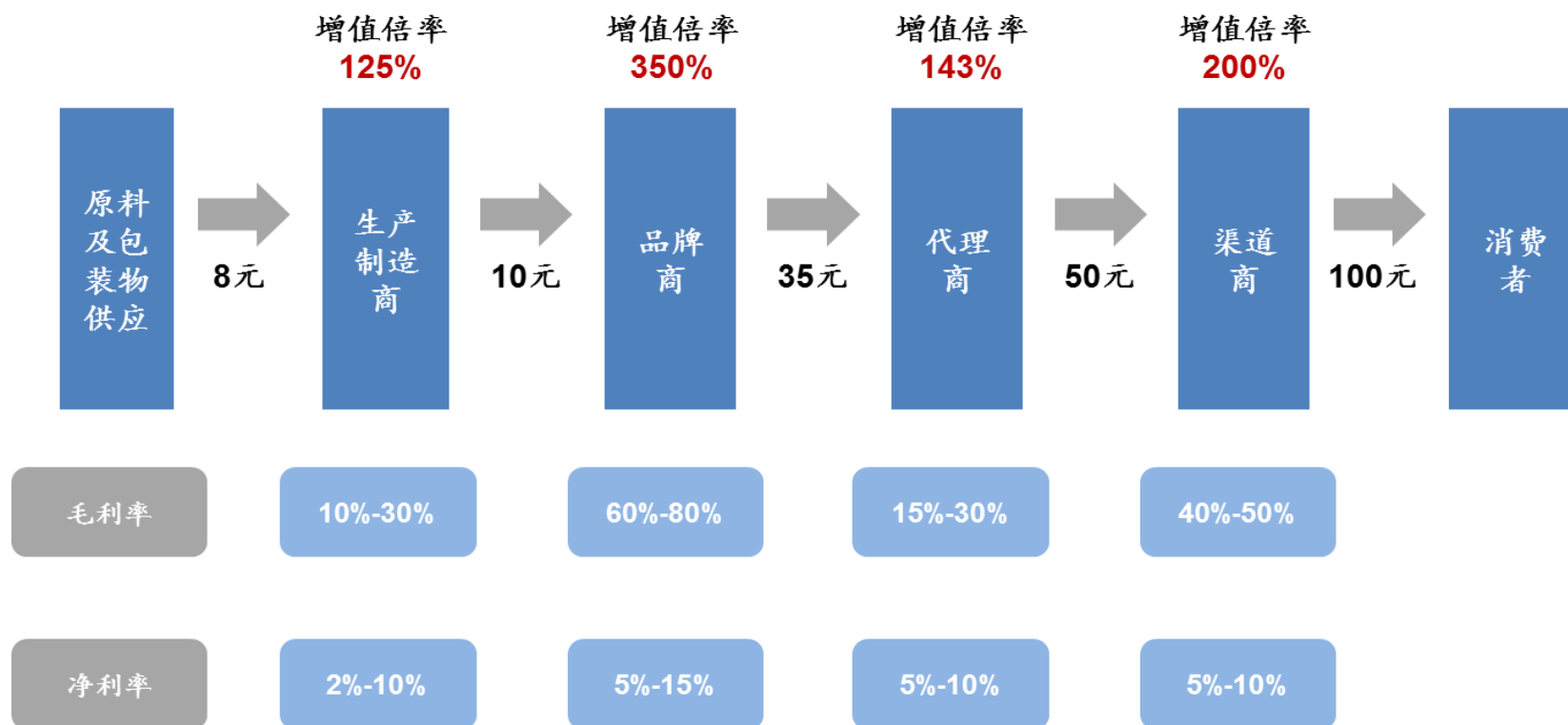
疫情前后我国部分限额以上消费品社零增速



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

- 化妆品是一个给女性销售梦想和焦虑的行业，是一种“成瘾性可选消费”，消费韧性强。产业链中，在生产制造，品牌商，代理商，渠道商各个环节均有不菲的加价率，一个100元的化妆品商品，原料及包装物平均为8元。而在整个产业链中，品牌商的加价比率是最高的，高达350%。我们耳熟能详的雅诗兰黛，欧莱雅等著名化妆品公司，均是品牌商，本文我们主要探讨品牌商的情况。

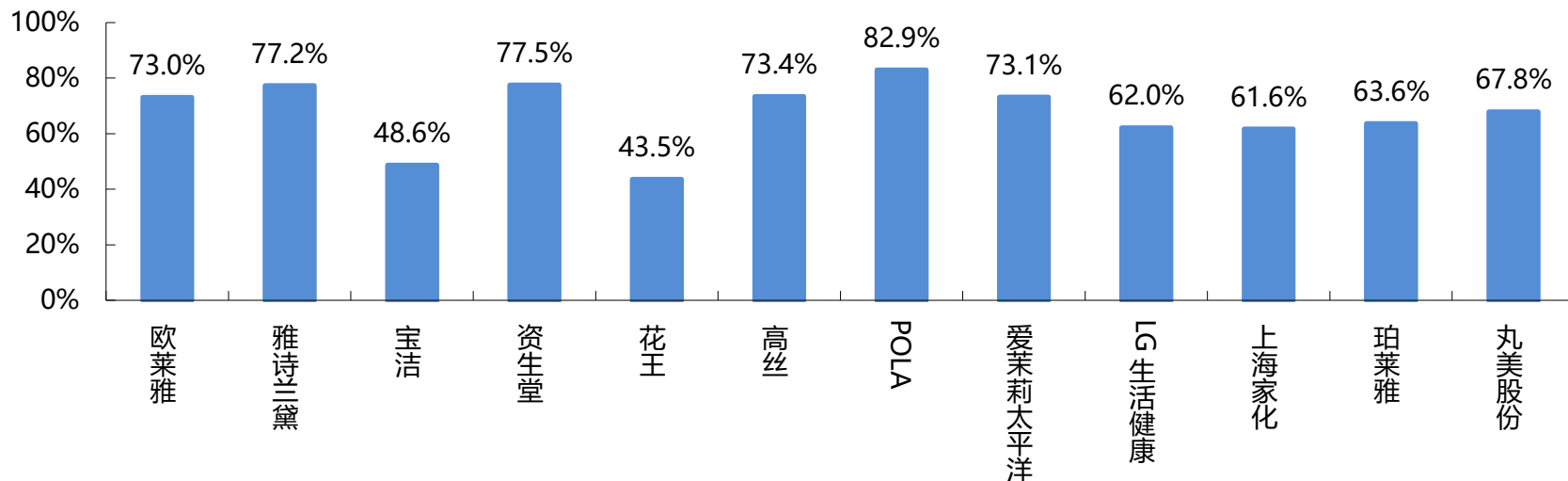
产业链不同环节的利益分配



毛利率：大部分化妆品公司在60%-80%之间

- 全球范围来看，大部分品牌化妆品公司的毛利率水平约在60%-80%：总体来说，定位越高端，毛利率相应越高，其中最高的POLA（以抗衰等高端产品为主）能达到83%，相对高端的雅诗兰黛和资生堂也能达到近80%。而日化品牌如宝洁、花王等大约在45%左右。
- 国产化妆品上市公司品牌定位以大众为主。上海家化、珀莱雅、丸美最新财年的毛利率分别为61.6%、63.6%、67.8%。
- 品牌公司是整个化妆品产业链中，毛利率最为丰厚、加价比例最大的环节。

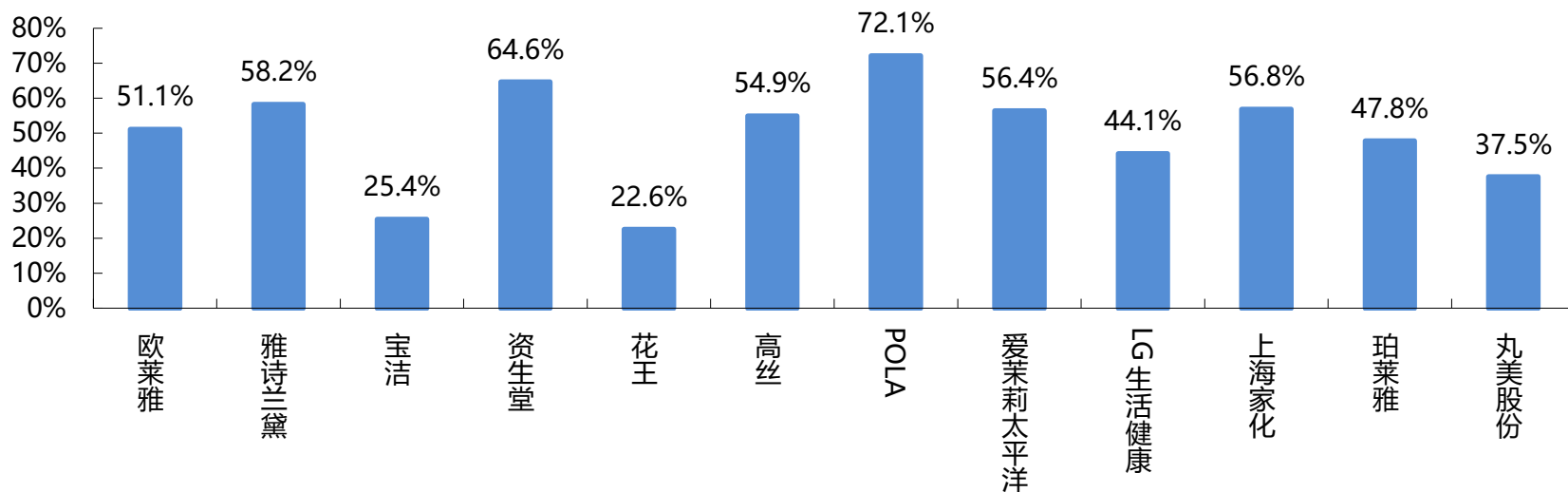
FY2019化妆品品牌商毛利率



销售及管理费用率：大部分化妆品公司在40%-60%之间

- 全球范围来看，化妆品公司销售及管理费用率都相当之高，达40%-60%。像雅诗兰黛这样的公司，每卖出100块的产品，就要为此支付60%左右的广告和其他费用。这些化妆品公司的成本费用大头完全不是物料成本，而是广告费用。全球公司如雅诗兰黛，欧莱雅，资生堂，均是如此。
- 化妆品公司最大的支出，就是营销相关的费用了，并且和毛利率有微妙的联系。通常来说，定位越高端的品牌，营销&管理费用率越高，资生堂、雅诗兰黛、POLA等高端品牌都有超过60%的销售及管理费用率。而相对的，宝洁、花王等日化快消品牌的销售&管理费用率约为25%。
- 可以说，你在买化妆品的时候，相当大程度上，是在为你看过的，点过的广告买单。

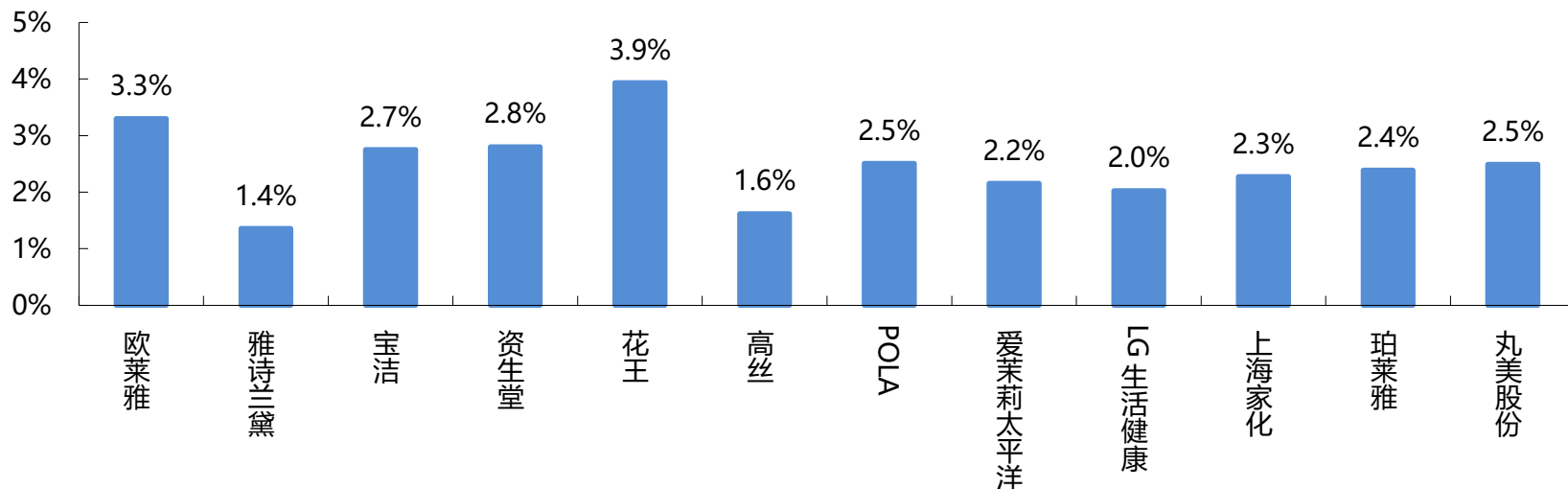
FY2019化妆品品牌商销售及管理费用率



研发费用率：大部分化妆品公司在1%-4%之间

- 全球范围来看，化妆品公司的研发费用率并不高。相比动辄40%-60%的销售管理费用率来说，化妆品公司的研发费用率平均只有大概1%-4%。
- 单从研发费用率来看，各家化妆品品牌公司也没有太明显的差异。“靠研发拉开差距”，难度其实是比较大的。但这不代表研发不重要，占营收1%-3%，也算一笔不小的支出，考验各公司能力的点在于，如何让研发，更符合市场定位，品牌建设，营销销售。
- 研发对于化妆品公司来说，一般来说只是一个基底，对于化妆品品牌公司来说，更重要的事情在于，研发之后，如何在合适的市场，进行定位，营销，销售，品牌建设等。

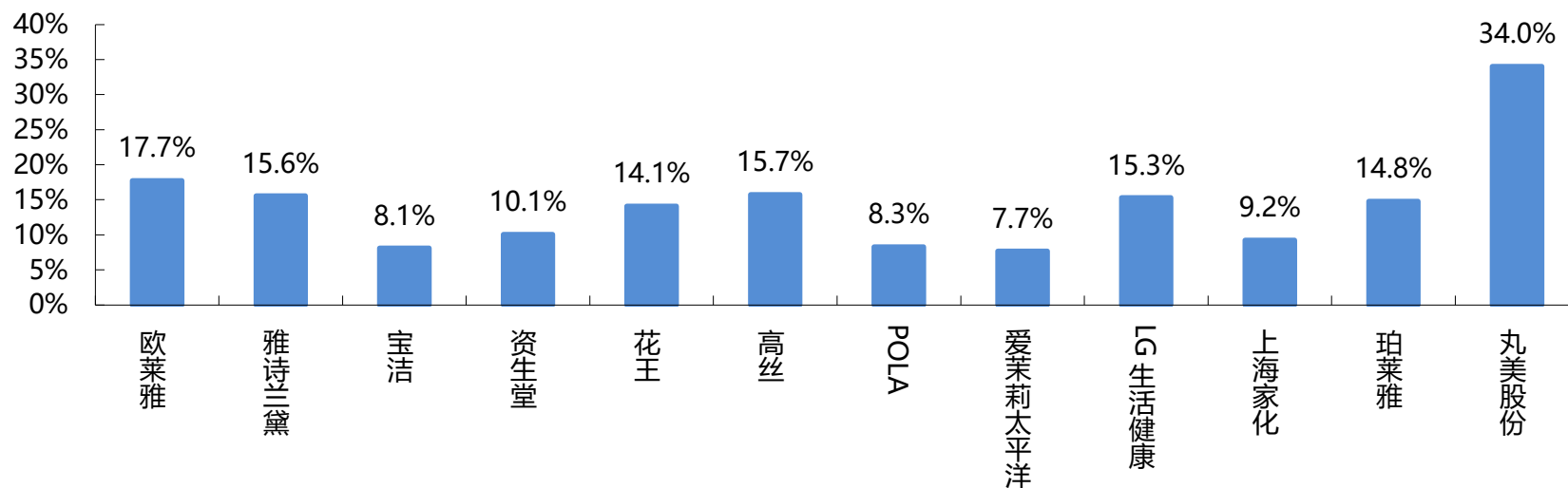
FY2019化妆品品牌商研发费用率



营业利润率：大部分化妆品公司在10%-30%之间

- 全球范围来看，化妆品公司的营业利润率是比较高的。可以达到10%-30%，而毛利率较高并且对销售及管理费用率有更好管控的公司，可能会有更高的营业利润率，如丸美股份的营业利润率达到34%。
- 化妆品品牌公司难能可贵的点在于，像欧莱雅，雅诗兰黛，花王等营收超过100亿美元的巨型化妆品品牌公司，依然可以达到15%的营业利润率，这和化妆品行业的高值、小件、可保存属性有一定关系，这既是化妆品行业的行业优势体现，也是行业内公司重要的成长逻辑。

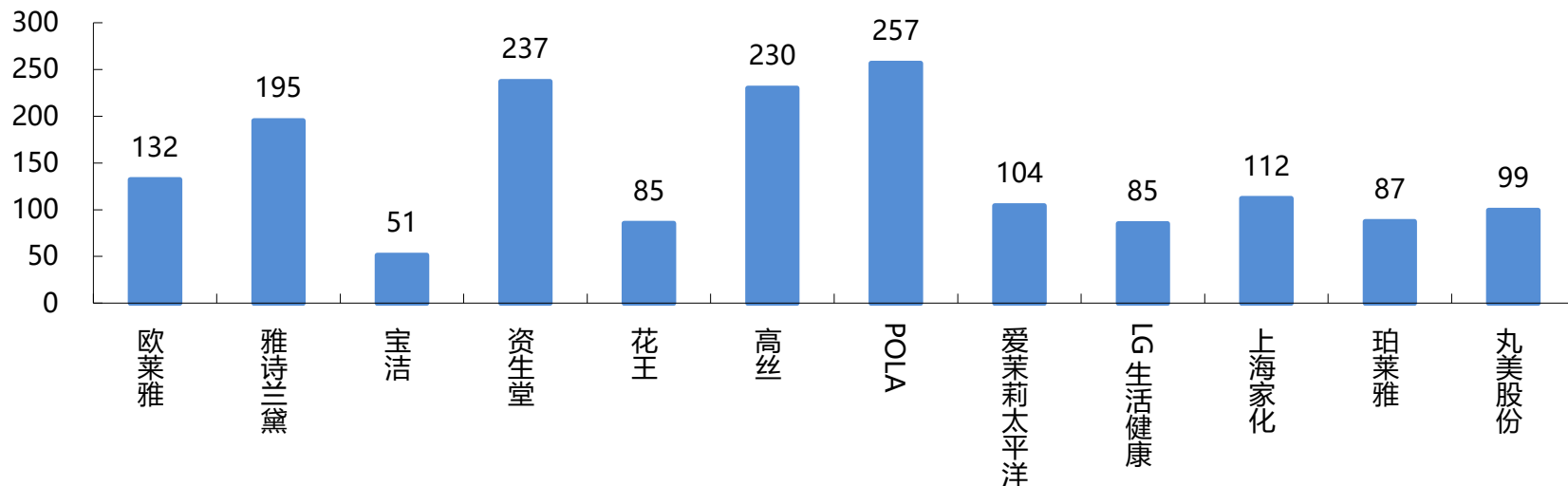
FY2019化妆品品牌商营业利润率



存货周转天数：大部分化妆品公司在100-250天之间

- **全球范围来看，化妆品企业的存货周转天数通常在100天-250天之间。**其实这个周转速度并不算快，但是化妆品本身，具有可保存，存货减值慢的特点，这是其相对于品牌服装行业的重要优势。
- **不同化妆品品牌公司之间的存货周转情况，有比较大的差别。**宝洁，花王等快消类公司，周转就比较快，周转天数仅为50-80天。相对高端的雅诗兰黛，资生堂，POLA等公司，存货周转天数为200天左右，高端化妆品销售周期相对更长。
- **国产化妆品品牌周转相对较快。**国产化妆品品牌如珀莱雅，丸美股份等，周转天数均在100天以下，横向对比来看，是存货周转比较快的，这一方面与品牌定位偏大众有关，另一方面也体现了本地品牌本地销售的优势。

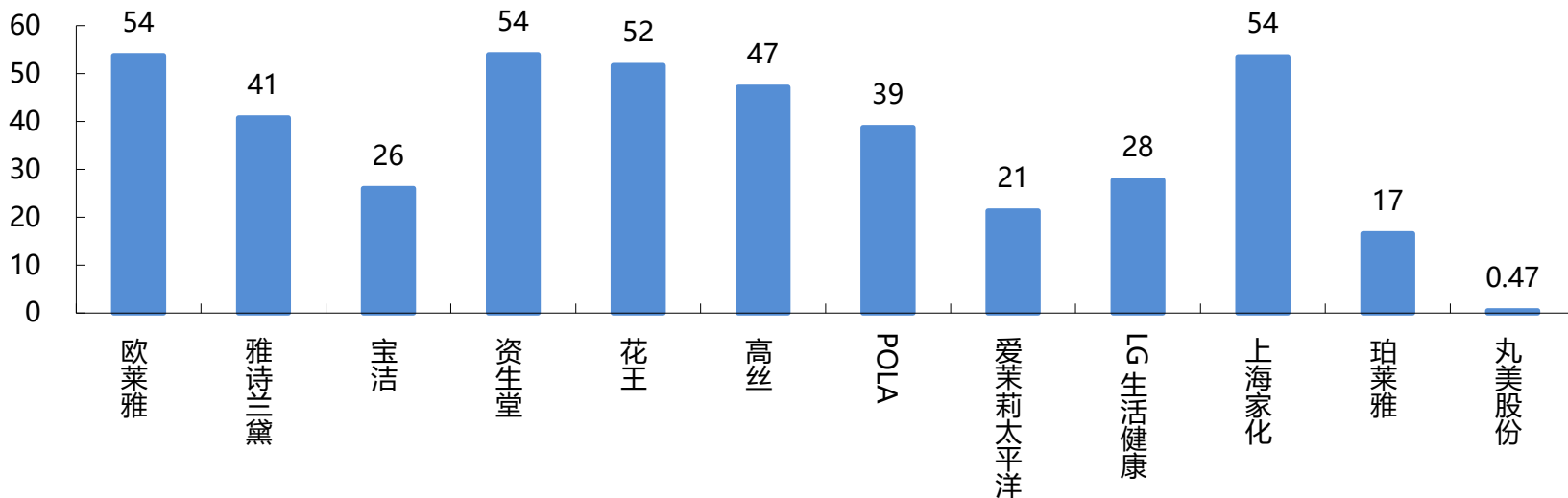
FY2019化妆品品牌商存货周转天数



应收账款周转：大部分化妆品公司在20-60天之间

- 全球范围来看，化妆品企业的应收账款周转天数通常在20天-60天之间。应收账款主要产生于对于下游客户如经销商、商超、电商平台等的授信，行业内一般的回款时间在1-2个月。
- 国产化妆品品牌珀莱雅，丸美股份等，应收账款周转天数相对较低。主要原因为国产品牌线下的第一大渠道为CS渠道，而与CS渠道经销商合作时一般采用先款后货模式。丸美应收账款周转天数最少，主要系对经销商执行先款后货的政策，而珀莱雅会给予部分优质客户一定信用期。珀莱雅除了CS渠道，还有一定体量的商超渠道，并且自己对京东、唯品会等电商平台供货；而丸美的商超渠道体量非常小，且通过经销商向电商平台供货，因而丸美的应收账款周转天数低于珀莱雅。

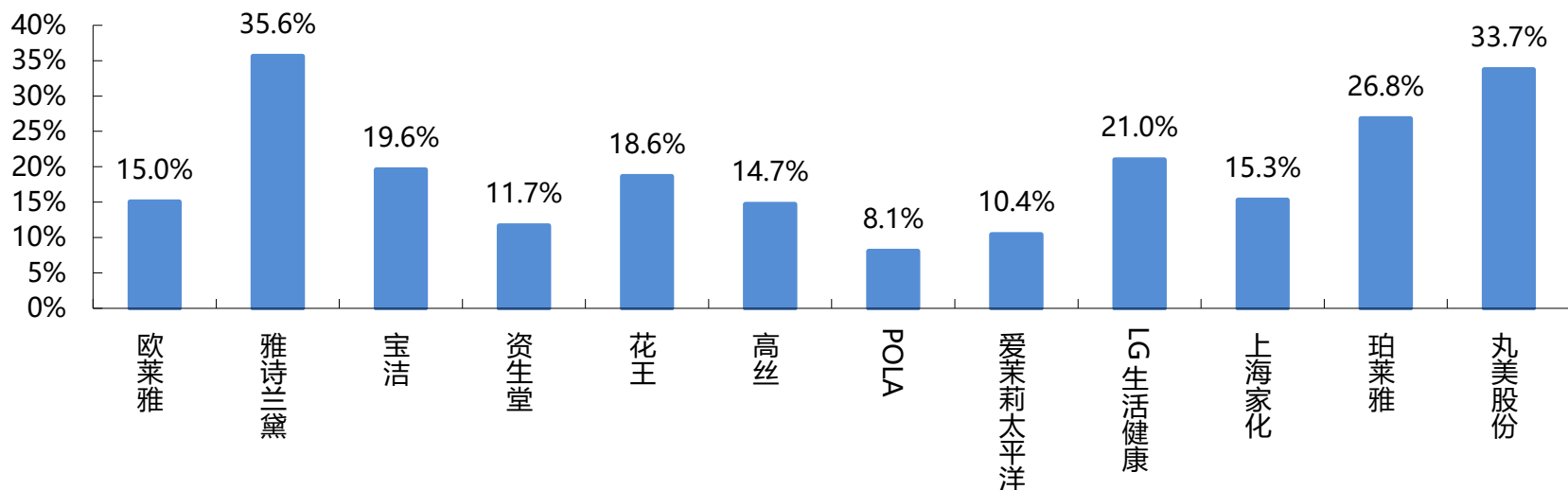
FY2019化妆品品牌商应收账款周转天数



ROE：大部分化妆品公司在10%-40%之间

- ROE，是一种“资本收益率”，表示“公司单位资本的收益”。比起毛利率，净利率等，ROE其实更能体现一个公司的“赚钱能力”。如果ROE水平较高，代表这个公司可以“不用那么多资本投入，就有可观的盈利能力”，这其实是非常重要的点。
- 化妆品品牌行业，是一个相对轻资产的行业，其ROE水平是比较高的。品牌公司ROE普遍在10%-40%之间，最高的雅诗兰黛可以达到35.6%，中国公司丸美股份也可以达到33.7%。

FY2019化妆品品牌商五年平均ROE



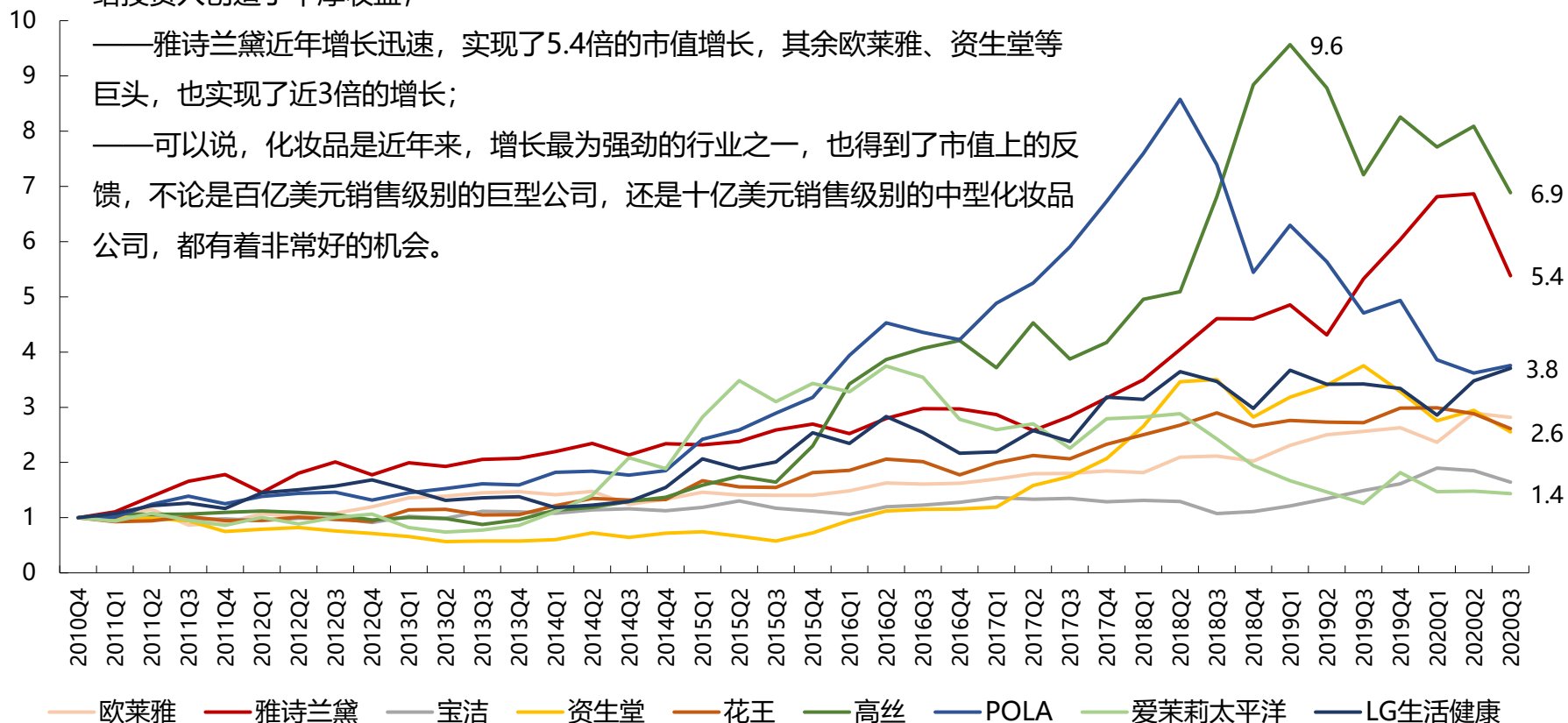
2010年以来国际化妆品集团市值变化

以2010Q4市值为基准1，近10年来，全球化妆品品牌公司都实现了相当强劲的市值增长，

——其中日本化妆品公司高丝，从相对较小的体量，实现了6.9倍的市值增长，给投资人创造了丰厚收益；

——雅诗兰黛近年增长迅速，实现了5.4倍的市值增长，其余欧莱雅、资生堂等巨头，也实现了近3倍的增长；

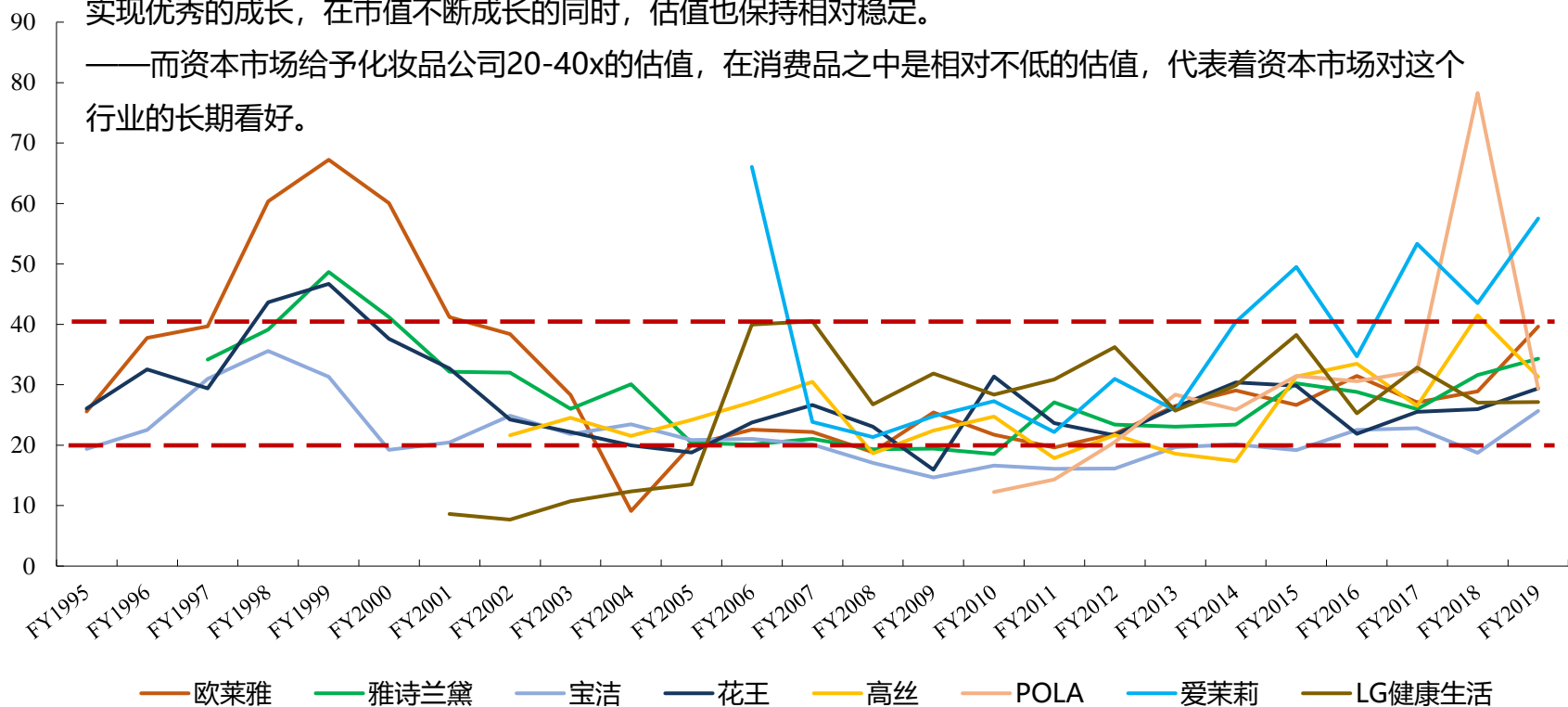
——可以说，化妆品是近年来，增长最为强劲的行业之一，也得到了市值上的反馈，不论是百亿美元销售级别的巨型公司，还是十亿美元销售级别的中型化妆品公司，都有着非常好的机会。



具有成熟品牌矩阵的公司一直是被认为是盈利能力强、抗风险能力强、扩张空间大的优质轻资产，资本市场对优秀品牌公司在估值上从不吝啬，而化妆品又是所有品牌公司中，较为突出的那一个行业。

——1995年以来，化妆品公司的估值一直在20-40x之间震荡，而化妆品巨头们也不负众望，通过品牌组合实现优秀的成长，在市值不断成长的同时，估值也保持相对稳定。

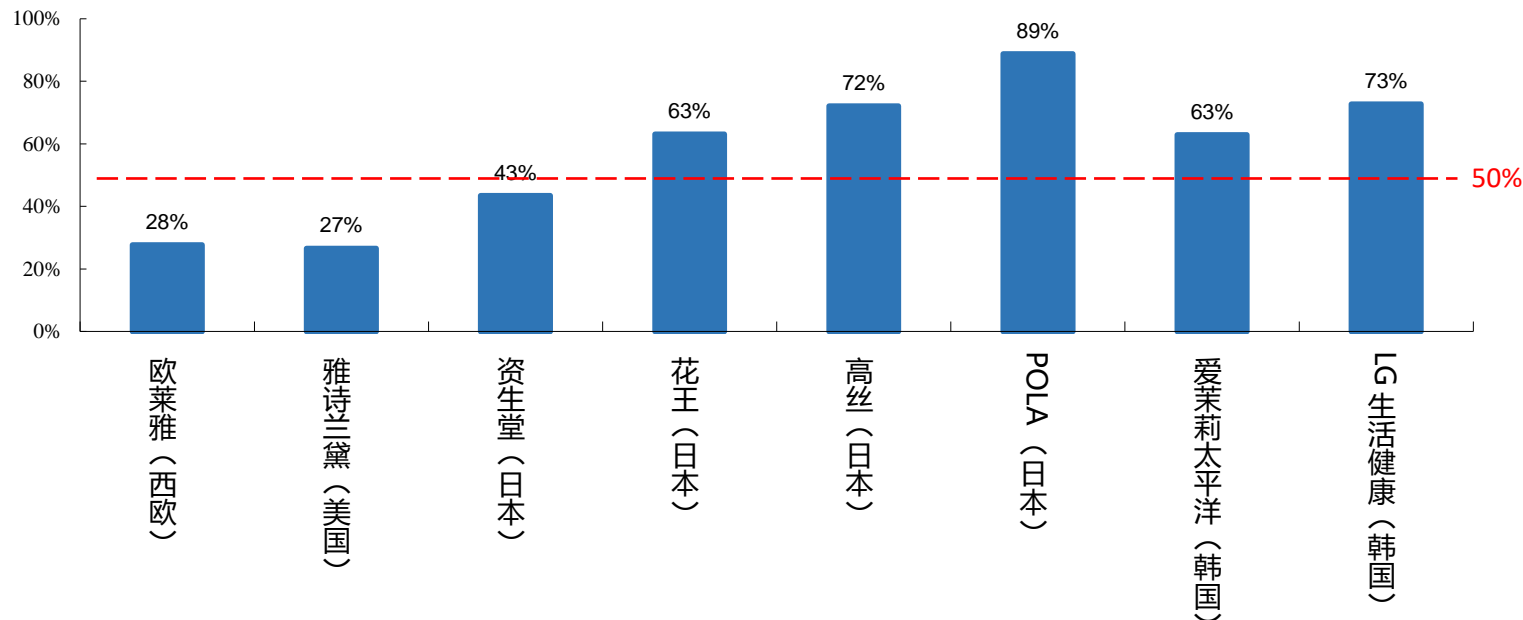
——而资本市场给予化妆品公司20-40x的估值，在消费品之中是相对不低的估值，代表着资本市场对这个行业的长期看好。



日韩化妆品公司基本上是靠本土销售撑起，中国本土化妆品公司蕴含着巨大的增长潜力

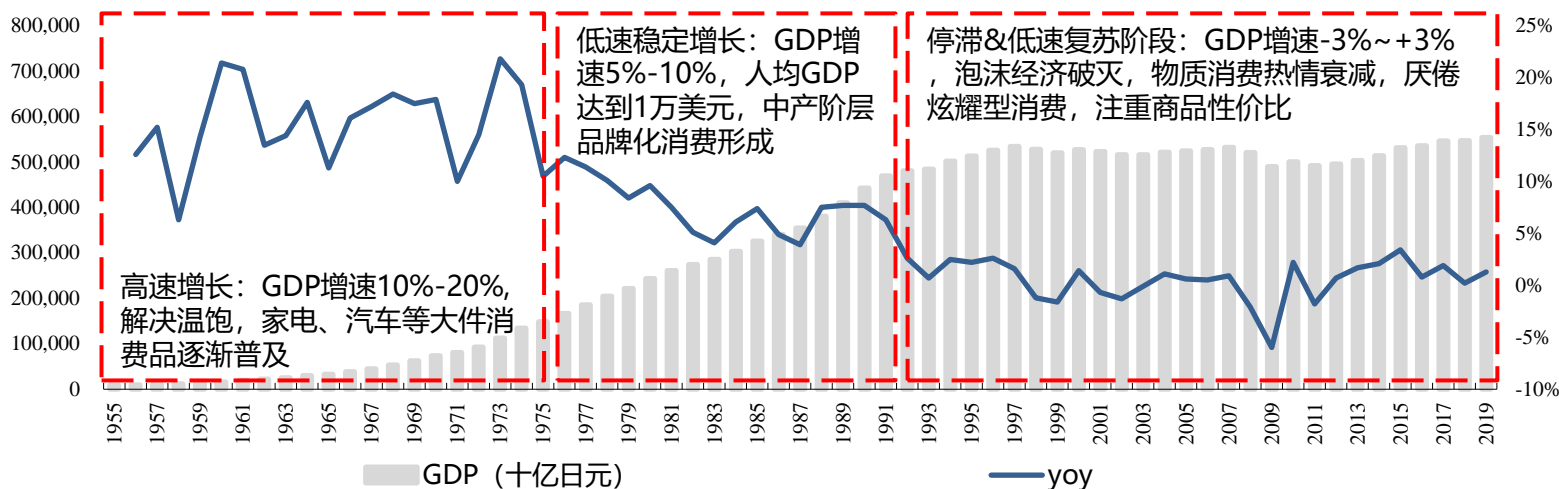
- **日韩化妆品基本上的销售，基本上是靠本地销售撑起来的**，从本地营收占比来看，日韩知名品牌中，只有资生堂日本营收占比在50%以下，其余日韩著名化妆品上市公司，本地营收占比都超过50%（资生堂43%，花王63%，高丝72%，POLA89%，爱茉莉太平洋63%，LG健康73%），可以说，日韩的化妆品的30亿-100亿美元的营收体量其实是由本地销售撑起来的，而并非海外销售。
- **化妆品本身就是一个非常吃商业文化的品类，本地品牌在本地的销售，渠道，营销上，均有着得天独厚的优势**。日本人口为1.27亿人，韩国人口为0.52亿人，中国人口为14亿人，中国人口体量是日本是11倍，是韩国的27倍，这也意味着潜在市场中，仅看中国本土市场，就具有足够强的消费土壤，以支撑10倍于高丝&POLA，20倍于爱茉莉&LG健康的化妆品品牌。即如果做得足够好，仅靠中国本土市场，就有潜力孕育出数个30-50亿美元营收体量的化妆品公司。

化妆品品牌本地区域营收占比

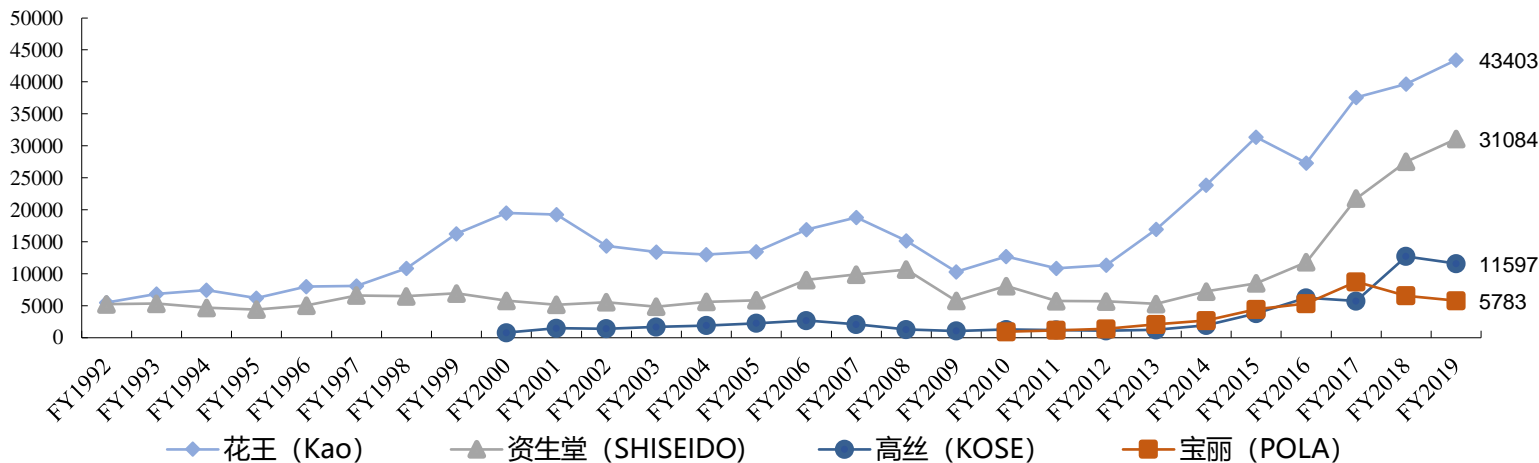


日本泡沫经济破灭至今，四大化妆品集团的市值翻了约4-10倍

1955-2019年日本GDP增速及消费发展阶段



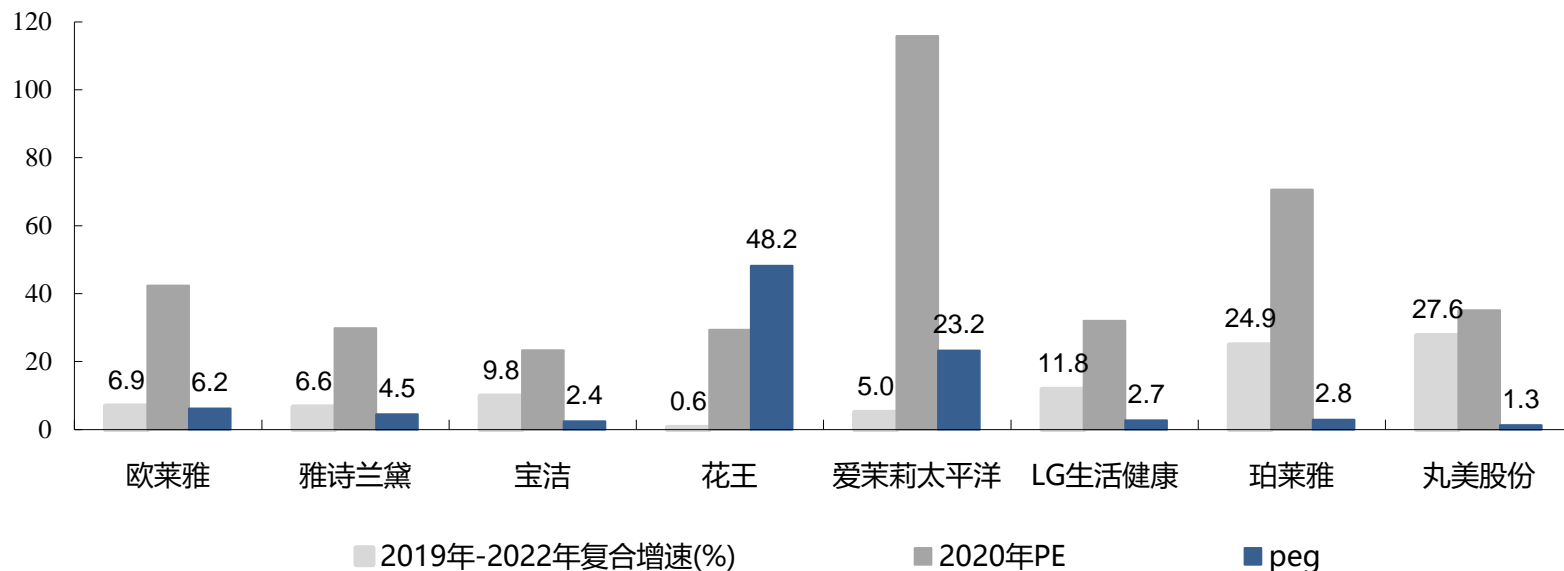
泡沫经济破灭后日本四大化妆品集团市值 (亿日元)



化妆品品牌在“peg”体系下的估值水平应该是怎样的？

- 较好的增长率（2年内复合约35%，3-5年内复合约25%），较好的长期产品涨价预期，越来越强的品牌，理论上来说，在peg的成长股估值体系之上，而基于其品牌价值，是可以享有一定程度上的溢价的。
- **以国外的化妆品品牌为例：**如果以PEG的体系来评估，它们的PEG范围大部分在2-6之间。这也说明——具有持续涨价能力的品牌公司，在peg估值评估体系下，是可以享有更高的peg的。
- **我们对比A股两个增长中的化妆品品牌公司：**珀莱雅和丸美的Peg水平，一个是2.8左右，一个是1.3左右。市场对于“具有韧性的，长期具有涨价属性”的消费品品牌，给予了更高的peg估值溢价，1.5-2的peg估值溢价是可以接受的。

国内外化妆品&日化品牌peg对比



将戈登模型做一些变化，可以大致得到市盈率PE的估值

$$PE = 1 / (r - g)$$

- 其中 r 是贴现率， g 是永续增长率。贴现率 r ，可以理解为社会融资成本，GDP 增长预期，CPI 增长等等经济的增长贴现指标。而 g 永续增长率，对于化妆品这样的具有涨价预期的强品牌公司来看，是比较高的。
- 但是这个波动其实上是很大的。比如， $r=6\%$ ， $g=4.5\%$ 的时候， $PE=66x$ ， $r=5\%$ ， $g=4\%$ 的话， P 可以达到 $100x$ ，而如果 $r=5\%$ ， $g=3\%$ ，那么 PE 是 $50x$ ，而如果 $r=6\%$ ， $g=3\%$ ，那么 PE 大概 $33x$ 。
- 这个模型中，永续增长率 g 是不会高于贴现率 r 的，否则模型就是发散的了的。

由戈登模型得到的PE市盈率 (r 为贴现率， g 为永续增长率)				
	$r=6$	$r=5$	$r=4$	$r=3$
$g=5$	100	不存在	不存在	不存在
$g=4.5$	66	200	不存在	不存在
$g=4$	50	100	不存在	不存在
$g=3$	33	50	100	不存在
$g=2$	25	33	50	100

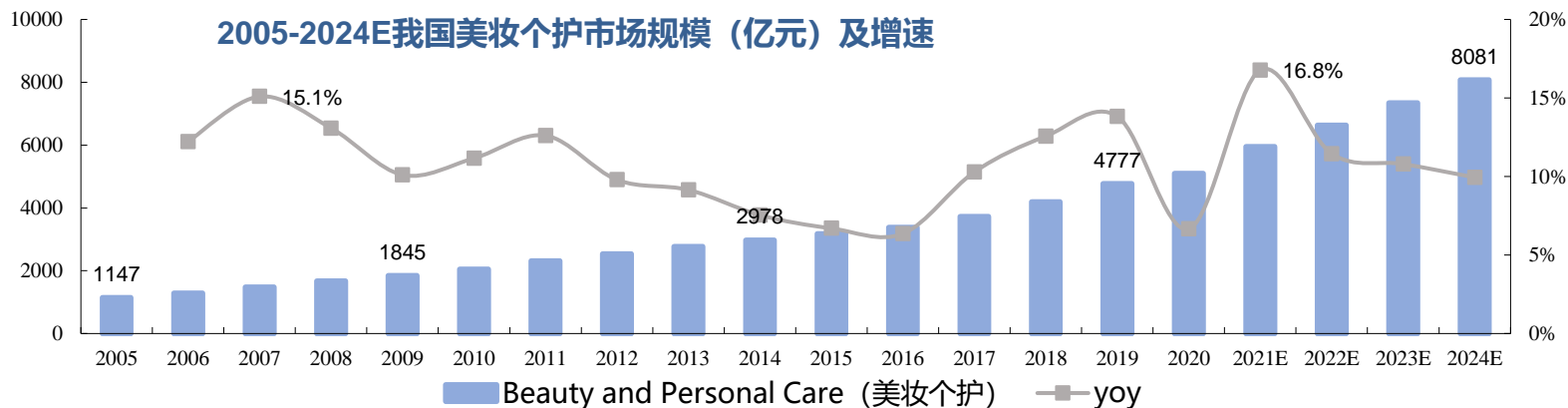
- 戈登模型的理论基础，反映一个问题——即：未来长期具有涨价能力的强品牌消费品，理论上应该享有更高的估值。

- **因为女性对美的追求并无止境，不同年龄女性对化妆品消费均有核心诉求：**2017年我国15-24岁女性人口约为7,500万，25-39岁女性人口为1.63亿，40-54岁女性人口为1.74亿，故2017年我国化妆品潜在消费女性群体数为4.12亿。
- **化妆观念的逐渐渗透推动我国化妆品行业不断增长：**①于外：对他人的尊重和重视（在工作和社交场合）；②于己：悦己型消费，提升自我形象（无关炫耀，注重生活的品质和自身体验的愉悦性）
- **化妆品的使用是一个不断做“加法”的过程：**因为女性对美的追求并无止境，随着年龄的增长，对化妆品的诉求会越来越强，支付意愿也会越来越强。消费者一般从简单的功能性需求入门，随着年龄的增长和对化妆品了解的加深，会衍生出更精细化和更专业的需求，使用的品类和步骤亦会不可逆地增加，因此行业中长期具备提价+放量逻辑。

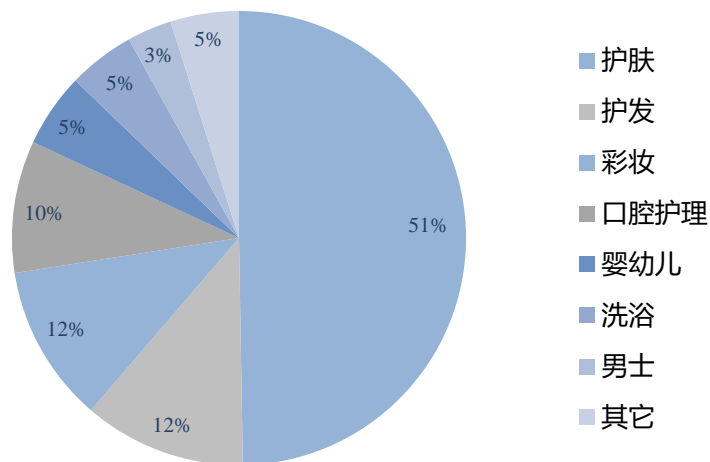
我国化妆品女性核心消费人群画像

	学生群体	白领一族	成熟女性
年龄	15-24岁	25-39岁	40-54岁
核心诉求	立竿见影地变美，打造自身美好形象	简单便捷 适合工作和社交	持续保养，由内而外展现气质和魅力
重点关注品类	快速美白、祛斑祛痘、去黑头的护肤品； 口红、眼妆、眉笔等彩妆	套装形式的护肤品； 适合工作&约会的彩妆	精华、眼霜等提拉紧致、抗氧化、抗衰老品类
种草途径	美妆博主/达人推荐/朋友推荐	朋友推荐/明星同款/销量最大	朋友推荐/销量最大/广告
品牌忠诚度	较低，更愿意尝试不同品牌，对新兴小众品牌更感兴趣	中等，逐渐形成自己的美妆习惯，开始使用主流品牌	较高，形成一定的品牌依赖，品牌是最主要的关注因素
我国潜在人群基数	7,500万人	1.63亿人	1.74亿人

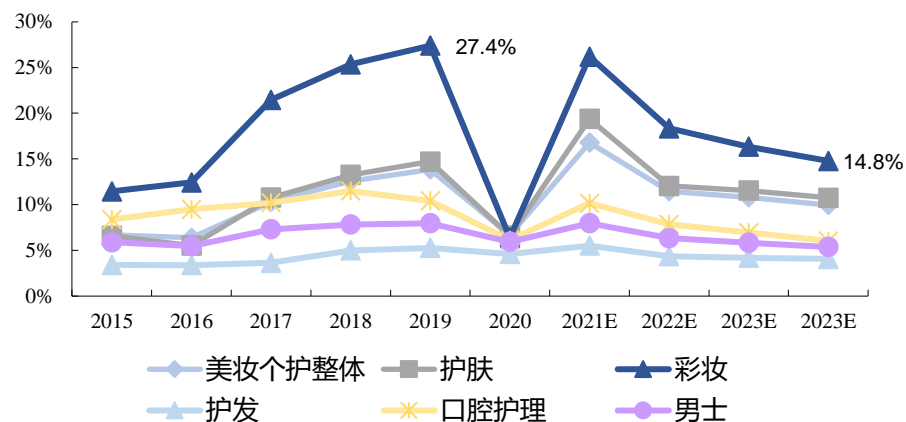
□ **2019年我国美妆个护市场规模4777亿元**：其中护肤品类市场规模2444亿元，占比51%。彩妆市场规模551亿元，占据12%市场份额，位列第三，是未来有望高速增长的子品类。



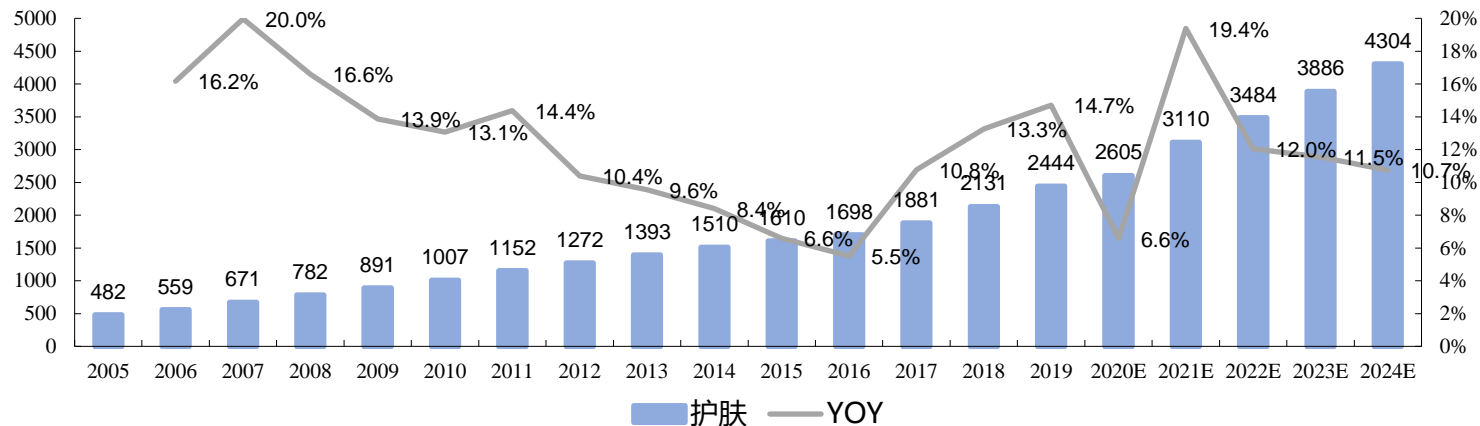
2019年我国美妆个护市场各品类占比



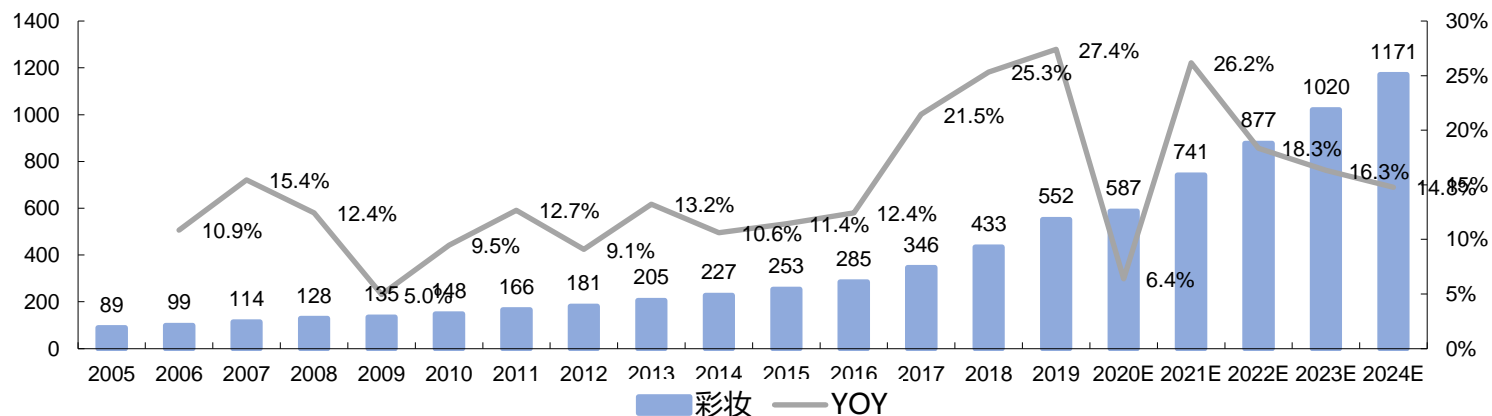
2014-2023E我国美妆个护市场各品类增速



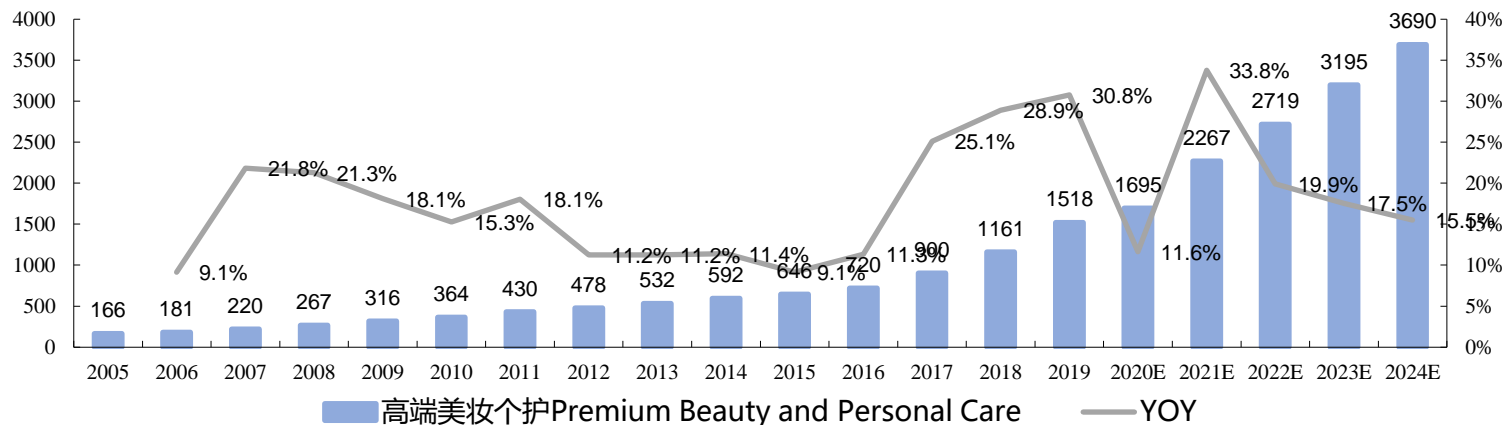
中国护肤品市场规模（亿元）及增速



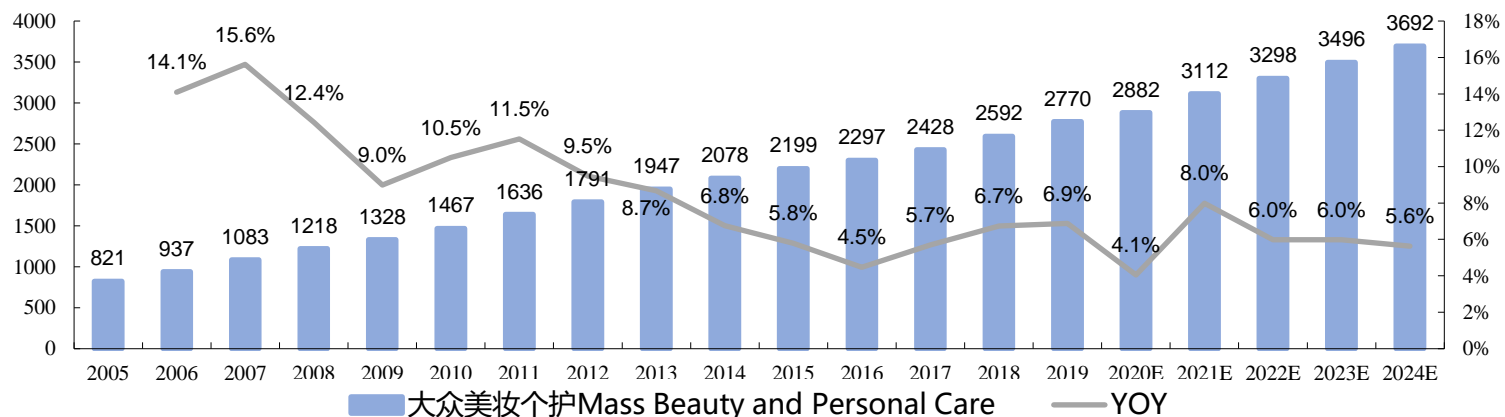
中国彩妆市场规模（亿元）及增速



中国高端美妆个护市场规模（亿元）及增速



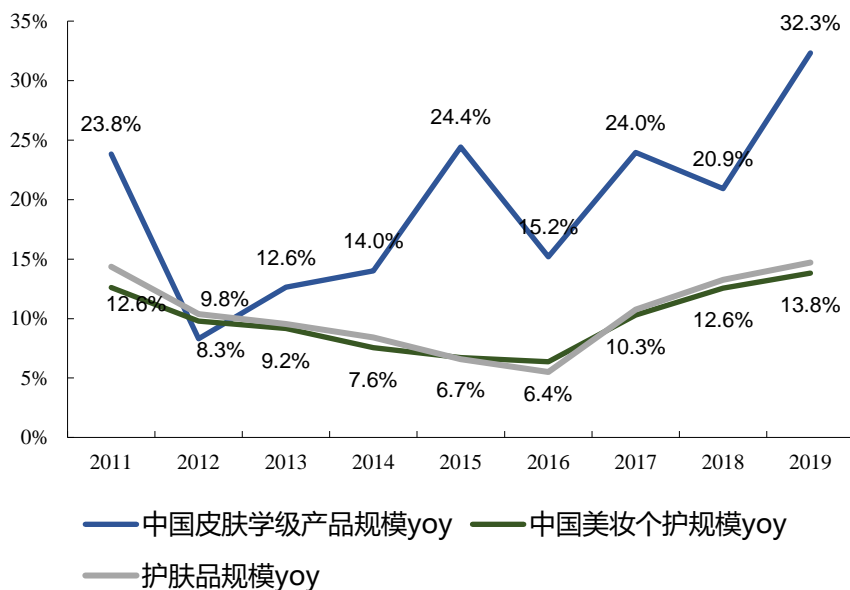
中国大众美妆个护市场规模（亿元）及增速



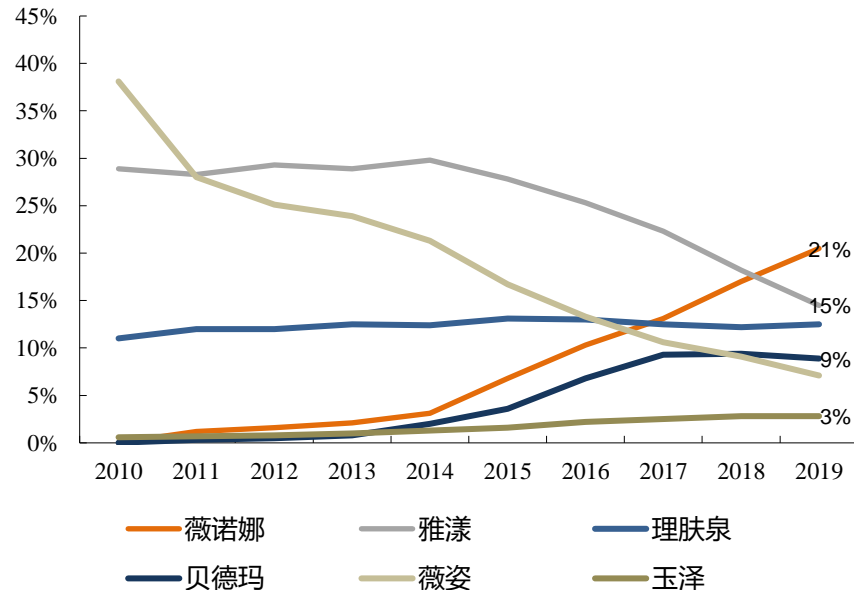
①品类角度： 高性能成为护肤品类升级的重要方向

- **近年我国皮肤学级产品市场规模增长迅速，高于整体：**2019年我国皮肤学级产品市场规模为135.5亿元，增长32.3%，2010-2019年中国皮肤学级产品规模增速CAGR为19.3%，高于美妆个护整体规模增长，以及护肤品规模增长。且中国皮肤学级产品的渗透率远低于世界主要国家水平，甚至低于世界平均水平，未来行业天花板仍较高。
- **皮肤学级品牌竞争激烈，行业龙头交替发展：**位列中国皮肤学级产品份额首位的是国货品牌薇诺娜，其在2017年超越薇姿、理肤泉后，2019年超过雅漾。其次还有国产品牌玉泽近年市占率逐步提升。国际老牌雅漾、理肤泉等市占率下降或持平。总体来看，国内皮肤学级产品位居前列的主要为自然系品牌。

中国皮肤学级产品与美容个护整体规模增速



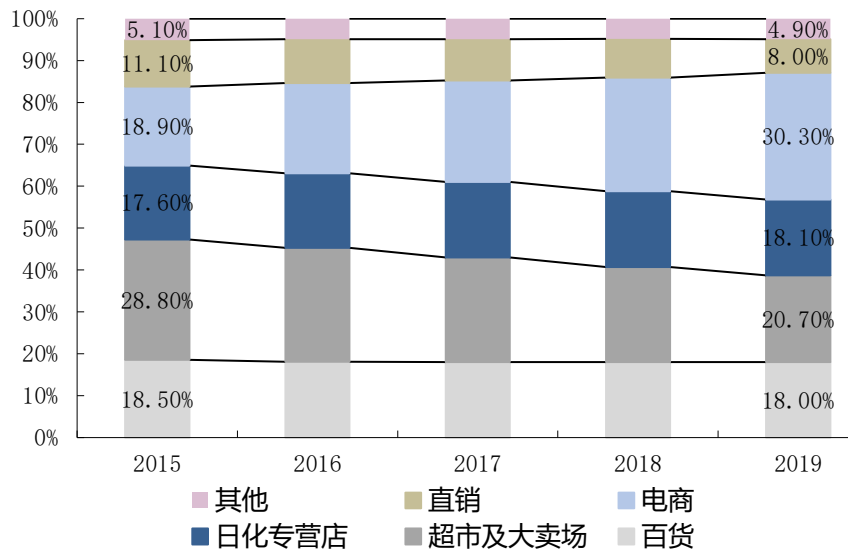
中国主要皮肤学级护肤品牌在皮肤学级护肤品类市占率



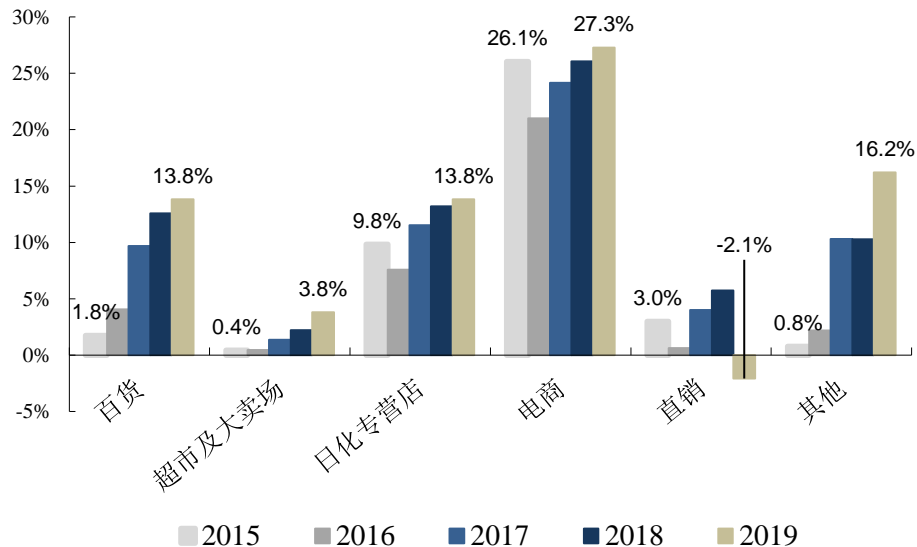
②渠道角度：电商和日化专营店是增速最为强势的渠道

- ❑ **渠道格局：**电商和日化专营店是引领化妆品行业增长的主要渠道，连续5年分别保持20%以上和7%以上的增速。2015-2019年，超市及大卖场占比由28.8%下滑至20.7%；百货渠道占比由18.5%下滑至18%；日化专营店由17.6%上升至18.1%，电商渠道由18.9%上升至30.3%。渠道变化对行业内公司把握新兴渠道布局能力及品牌+渠道相互配合的能力提出更高的要求。
- ❑ **渠道趋势：**电商（化妆品单品具备标准化程度高、使用周期短、体积较小、价格适中、复购率高等，在电商渠道有望进一步扩张），单品牌体验店（扩张中有压力），CS渠道（三四线城市持续）、百货专柜（中高端品牌形象建设的重要渠道）、商超卖场（萎缩态势）。

我国美妆个护各渠道占比趋势演变



我国美妆个护各渠道增速分布



③竞争格局：近十年国产护肤品牌竞争力总体增强

□ **前十大国产护肤品牌市占率总共为20%左右**：前十大国产护肤品牌市占率由2010年的11.9%提升至2019年的19.6%。尤其百雀羚、自然堂、珀莱雅等品牌份额成长较快。近两年，随着国际品牌的快速发展，护肤品竞争日益激烈，前十大国产护肤品市占率略有下降，但同时也有更多新锐国货如薇诺娜、Home Facial Pro等功能性品牌进入大众视野。

2010-2019年我国护肤品类本土前十品牌及占护肤品类市场份额

2010		2011		2012		2013		2014	
完美(芦荟胶)	2.5	完美(芦荟胶)	2.3	完美(芦荟胶)	2.2	完美(芦荟胶)	2.2	百雀羚	2.6
隆力奇	1.8	自然堂	1.7	相宜本草	2.1	相宜本草	2.1	自然堂	2.3
自然堂	1.5	相宜本草	1.7	自然堂	1.9	自然堂	2.0	完美(芦荟胶)	2.3
佰草集	1.1	隆力奇	1.6	佰草集	1.8	佰草集	2.0	佰草集	2.2
相宜本草	1.1	佰草集	1.3	隆力奇	1.5	百雀羚	1.8	相宜本草	2.0
萃雅	1.1	萃雅	1.1	美即	1.3	隆力奇	1.4	韩束	1.6
美即	0.8	美即	1.1	萃雅	1.1	美即	1.3	萃雅	1.5
丁家宜	0.7	丸美	0.9	珀莱雅	1.1	珀莱雅	1.3	珀莱雅	1.4
丸美	0.7	丁家宜	0.7	丸美	1.0	萃雅	1.2	美即	1.3
天狮牌	0.6	珀莱雅	0.7	水密码	0.8	水密码	1.1	隆力奇	1.3
总计	11.9	总计	13.1	总计	14.8	总计	16.4	总计	18.5
2015		2016		2017		2018		2019	
百雀羚	3.4	百雀羚	4.0	百雀羚	4.4	百雀羚	4.5	百雀羚	4.5
自然堂	2.5	自然堂	2.8	自然堂	3.3	自然堂	3.4	自然堂	3.4
韩束	2.4	韩束	2.7	韩束	2.6	韩束	2.3	韩束	2.1
完美(芦荟胶)	2.3	萃雅	2.1	萃雅	2.1	一叶子	2.0	一叶子	1.7
佰草集	2.1	完美(芦荟胶)	2.1	一叶子	2.0	萃雅	2.0	萃雅	1.6
相宜本草	1.9	佰草集	2.0	佰草集	1.9	佰草集	1.7	佰草集	1.6
萃雅	1.7	相宜本草	1.7	完美(芦荟胶)	1.8	完美(芦荟胶)	1.5	珀莱雅	1.3
珀莱雅	1.3	一叶子	1.3	韩后	1.6	韩后	1.4	完美(芦荟胶)	1.2
隆力奇	1.3	韩后	1.3	相宜本草	1.4	相宜本草	1.3	相宜本草	1.1
水密码	1.2	珀莱雅	1.2	水密码	1.1	御泥坊	1.3	韩后	1.1
总计	20.1	总计	21.2	总计	22.2	总计	21.4	总计	19.6

资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所（注：完美大单品为芦荟胶，不同于丸美）

化妆品公司三季报数据汇总

单位: 亿元, %	珀莱雅	丸美股份	上海家化	青松股份	华熙生物	爱美客
2020Q1-3						
收入	22.91	11.37	53.62	27.53	15.96	4.64
yoy	10.1%	-6.1%	-6.5%	43.3%	24.0%	17.4%
归母净利润	2.85	3.38	3.12	3.58	4.38	2.90
yoy	18.7%	-5.9%	-42.2%	6.7%	5.1%	31.8%
毛利率	61.7%	67.4%	61.5%	27.4%	80.9%	91.5%
净利率	12.1%	29.7%	5.8%	13.3%	27.4%	61.5%
销售费用率	35.7%	33.0%	45.2%	3.0%	40.4%	9.0%
管理费用率	6.1%	4.8%	9.5%	4.9%	5.9%	5.7%

单位: 亿元, %	珀莱雅	丸美股份	上海家化	青松股份	华熙生物	爱美客
2020Q3单季						
收入	9.07	3.44	16.78	9.58	6.49	2.23
yoy	20.5%	-13.4%	-7.5%	10.1%	35.7%	43.2%
归母净利润	1.06	0.70	1.29	1.32	1.71	1.43
yoy	59.4%	-32.0%	33.4%	11.6%	12.8%	56.0%
毛利率	64.5%	67.2%	60.8%	27.5%	82.5%	93.0%
净利率	11.3%	20.3%	7.7%	13.7%	26.3%	63.7%
销售费用率	39.8%	39.3%	44.1%	3.3%	41.6%	8.3%
管理费用率	4.5%	7.0%	10.8%	5.1%	5.4%	5.1%

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603605.SH	珀莱雅	347	172.37	1.96	2.39	3.06	88	72	56	增持
688363.SH	华熙生物	659	137.37	1.34	1.39	1.89	103	99	73	买入

珀莱雅

- ❑ **深耕海洋科技护肤的知名化妆品企业：**线下、线上渠道相结合的销售模式，旗下有珀莱雅、优资莱等护肤品牌以及彩棠、INSBAHA等彩妆品牌，珀莱雅单品牌营收占比80%以上。
- ❑ **成功推进“明星单品”战略，持续兑现销售业绩：**19年推出泡泡面膜、insbaha粉底液，20H1推出红宝石精华、双抗精华等新品，持续推进爆品战略。
- ❑ **发布可转债预案，有望进一步提升数字化水平、研发水平及产能空间：**拟募集不超过8.035亿元人民币，用于湖州生产基地扩建、龙坞研发中心建设、信息化系统升级和补充流动资金。

华熙生物

- ❑ **具备全产业链业务体系的透明质酸龙头：**主要有原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品三大业务，其中原料业务为基本盘，医疗终端和功能性护肤品强势增长，带动公司业绩持续大幅增长。
- ❑ **全球领先的HA技术优势，形成差异化竞争：**以“HA+”策略打造多品牌矩阵，润百颜、夸迪呈现爆发式增长，2020年1-11月润百颜/夸迪天猫旗舰店销售额分别同增191%/9609%。
- ❑ **线上营销发力，有望进一步提升品牌力：**20年作为品牌建设元年，通过直播、微博、微信等渠道全方位提升品牌力，未来市场份额有望进一步提升。

风险提示：新产品不及预期，市场竞争加剧，疫情，产品质量及安全问题

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600315.SH	上海家化	233	34.40	0.83	0.56	0.74	41	62	46	买入
A20333.SZ	贝泰妮	-	-	1.14	1.52	2.21	-	-	-	未覆盖

上海家化

- **国内日化龙头企业：**具有120年品牌积淀，旗下拥有10大品牌和8大渠道，覆盖美容护肤、个人护理、家居护理三大品类，线上渠道积极布局，占比迅速提升。
- **多品牌形成公司发展的多引擎，同时拉动销售增长：**中高端护肤品牌佰草集加速推新，功能性护肤品牌玉泽引领医研共创模式，六神、美加净不断推进品牌年轻化，多方发力再起航。
- **换帅+股权激励，为复苏提供良好支撑：**20年5月，上海家化新任董事长潘秋生正式上任，10月出台股权激励计划，未来有望继续优化产品线和渠道结构变革提效。

贝泰妮

- **国内敏感肌护理领导者：**线上销售模式为主，主品牌薇诺娜（营收占比99%以上）自2008年上市以来，始终专注于功能性护肤赛道，2019年以20.5%的市占率，位列皮肤学级护肤品市场份额第一。
- **专业化背书，品牌影响力较高：**产品、营销均深刻学术基因，在用户群体内影响力较高，2018-2019年天猫和京东官方旗舰店复购率均保持在30%以上（行业平均在20%左右）。
- **拟在创业板上市，销售业绩有望持续增长。**

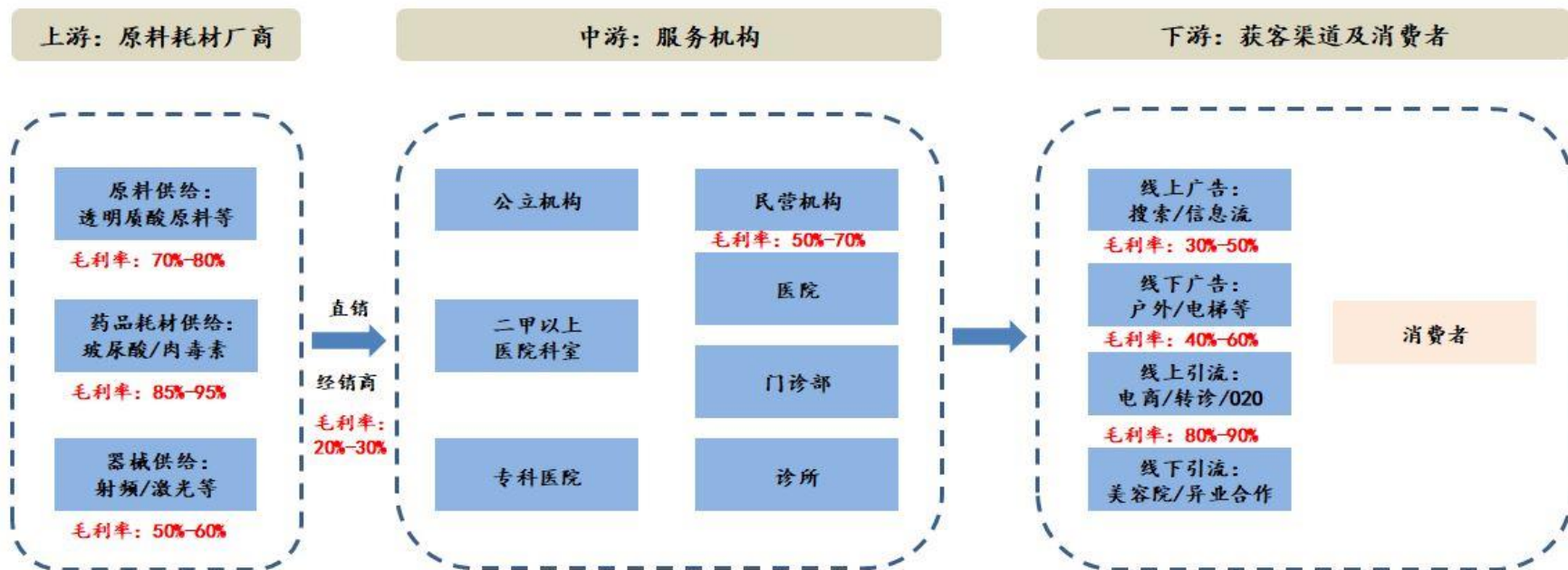
风险提示：疫情，行业竞争加剧，新品不及预期，渠道扩展不及预期，产品质量安全问题等

5. 品类-轻医美：国货登顶红利可期

——关注爱美客、华熙生物等

- ❑ **医美产业链上游盈利能力最强，壁垒较为稳固。** 医美产业链的上游为原料厂商、医美耗材产品厂商以及医美器械厂商，中游为公立及民营的医美服务机构，下游为线上线下获客渠道及消费者，链接上游和中游的还有医美产品及器械经销商。
- ❑ **纵观整个医美产业链，最具投资价值的环节为上游原料、耗材和器械商。**
 - 一方面，上游环节盈利能力最强，尤其是药品耗材厂商的毛利率高达85%-95%；
 - 另一方面，上游环节由于医药的特殊监管政策且研发投入较大，进入门槛相对较高，壁垒较为稳固。

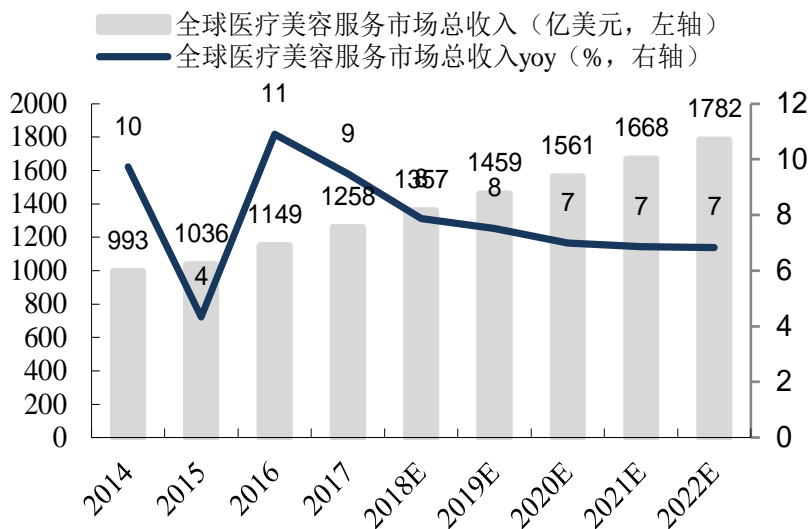
医美产业链上游毛利率最高



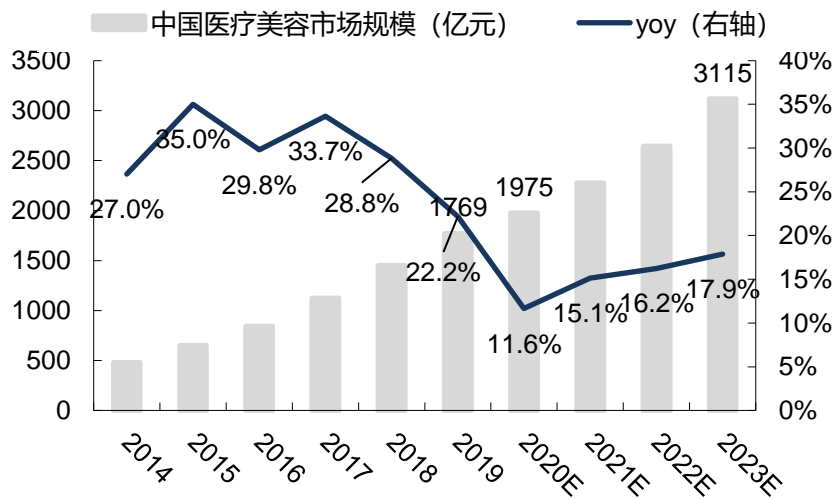
中国医疗美容市场规模增速远高于全球平均水平

- 根据艾瑞咨询预测，2020年中国医疗美容市场规模预计为1975亿元；从增速上看，2014-2019年中国医疗美容市场规模增速CAGR为29.8%，远高于同期全球医疗美容市场规模增速8.0%。受疫情影响，艾瑞咨询下调2020年中国医美市场增速至11.6%，但之后年份将逐步恢复，预计2019-2023年增速CAGR为15.19%，仍高于全球平均水平，预计至2023年中国医疗美容市场规模有望超3000亿元。

预计2019-2022年全球医疗美容服务市场增速 CAGR为6.9%

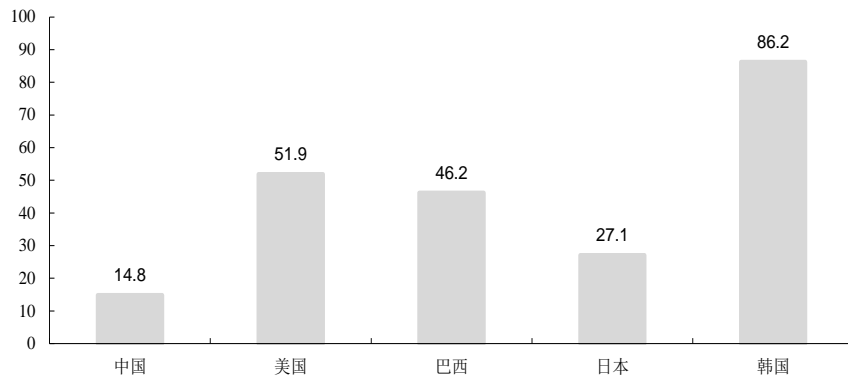


预计2019-2023年中国医疗美容市场增速 CAGR为15.2%

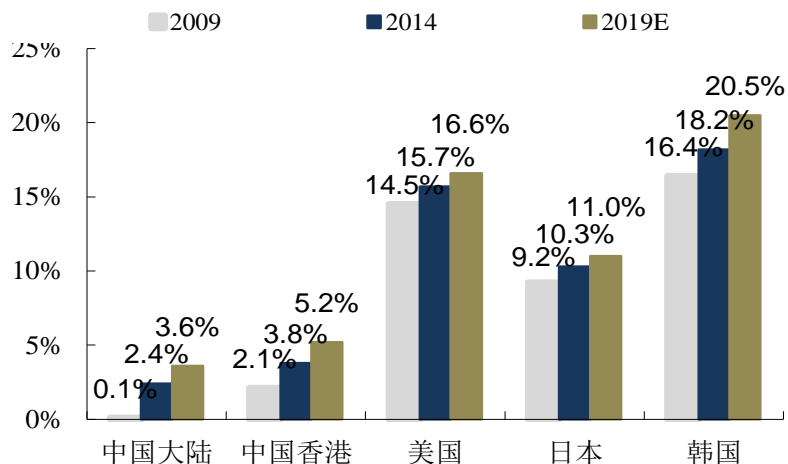


- 2009-2019年我国医美渗透率不断提升，从0.1%提升至3.6%，但仍较世界主要国家有较大差距
- 从诊疗次数看，2018年中国医美每千人诊疗次数为14.8次，较日韩、美国等也有数倍的差距
- 国人对医美的接受度有所改善，据艾瑞咨询的调查，对医美不理解的人群仅占15.9%

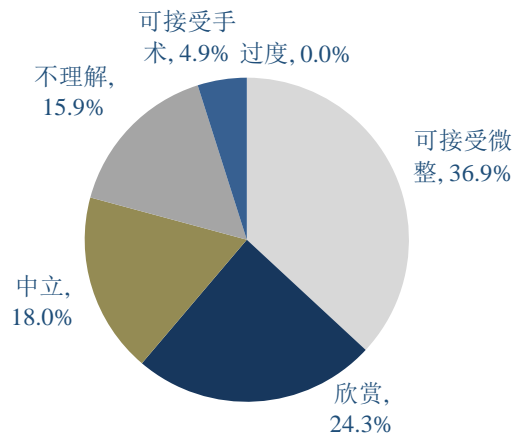
中国每千人诊疗次数与世界主要国家相差较大



2019年我国医美渗透率仅3.6%

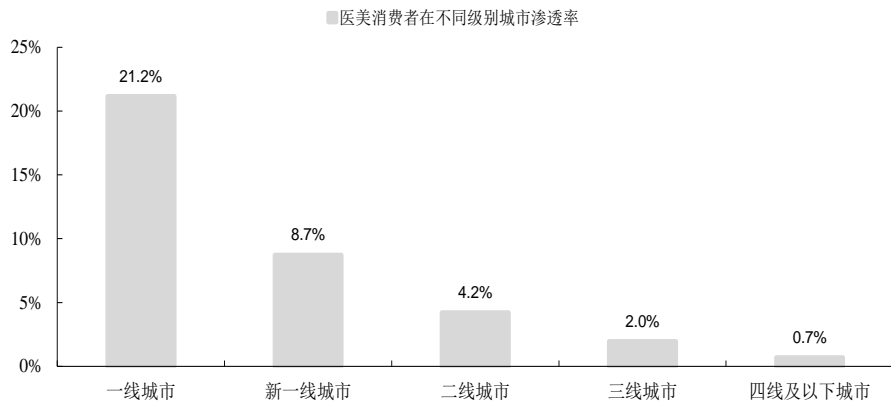


我国对医美不理解的人群占比仅为15.9%

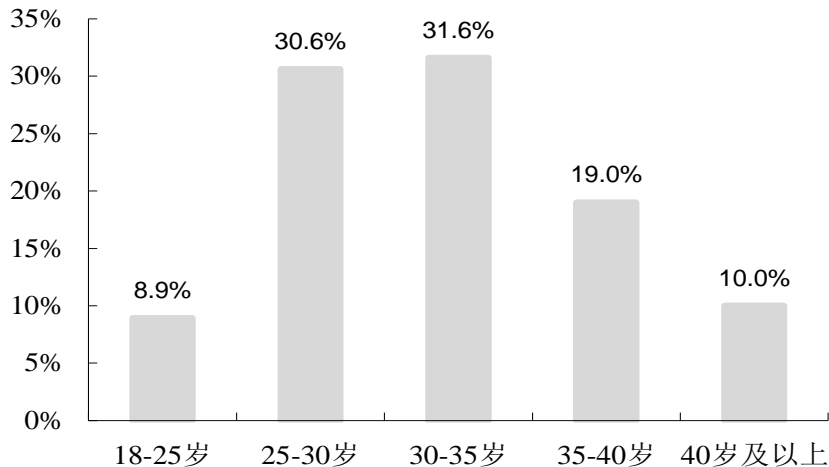


- 从城市分布看：我国医美消费在各线城市渗透率相差较大，在北京、上海等一线城市医美消费渗透率甚至接近韩国、美国等发达地区水平，而在低线城市渗透率相对较低。
- 从人群分布看：我国医疗美容消费仍处于导入期，消费人群总体较为年轻，预计出生于90年及以后的新时代医美消费者，将逐渐为医美消费注入长期驱动力。

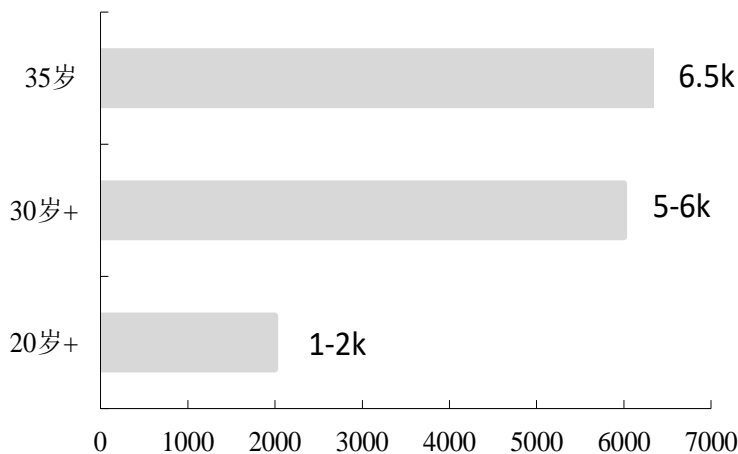
中国医美消费者在低线城市渗透率提升空间大



30岁以下医美消费者占比近40%

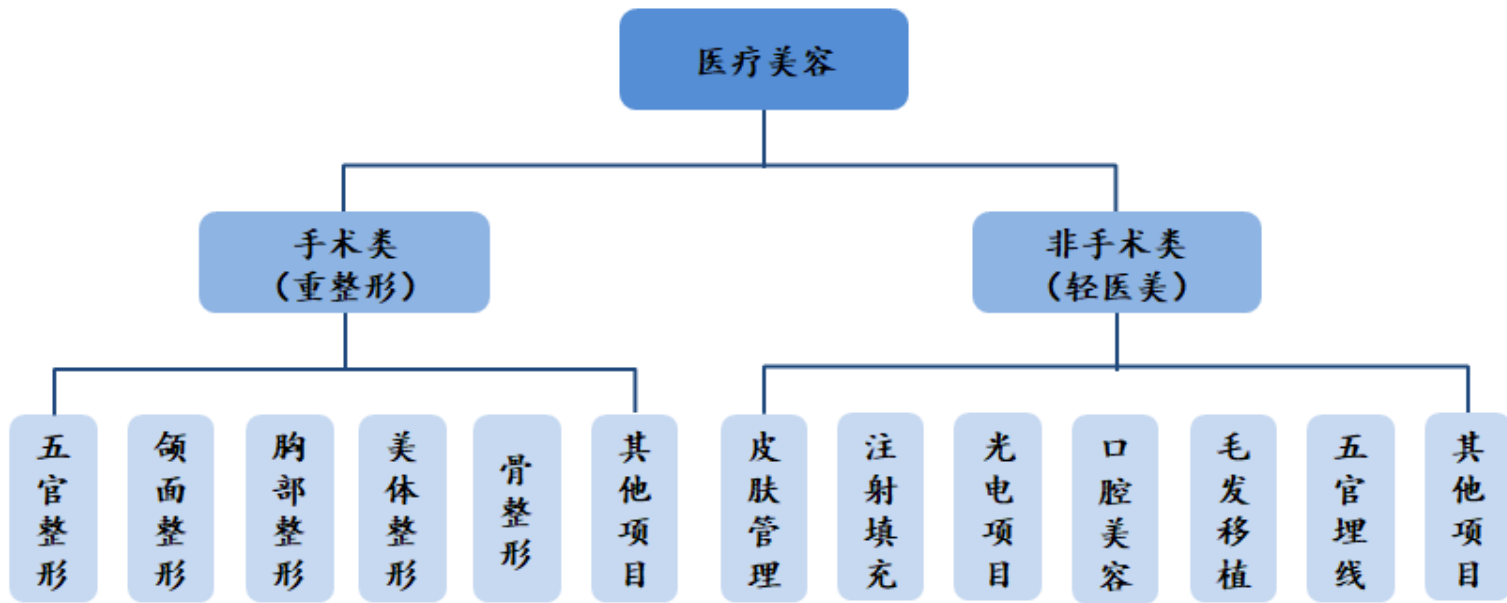


女性在35岁左右达到医美消费峰值6500元左右



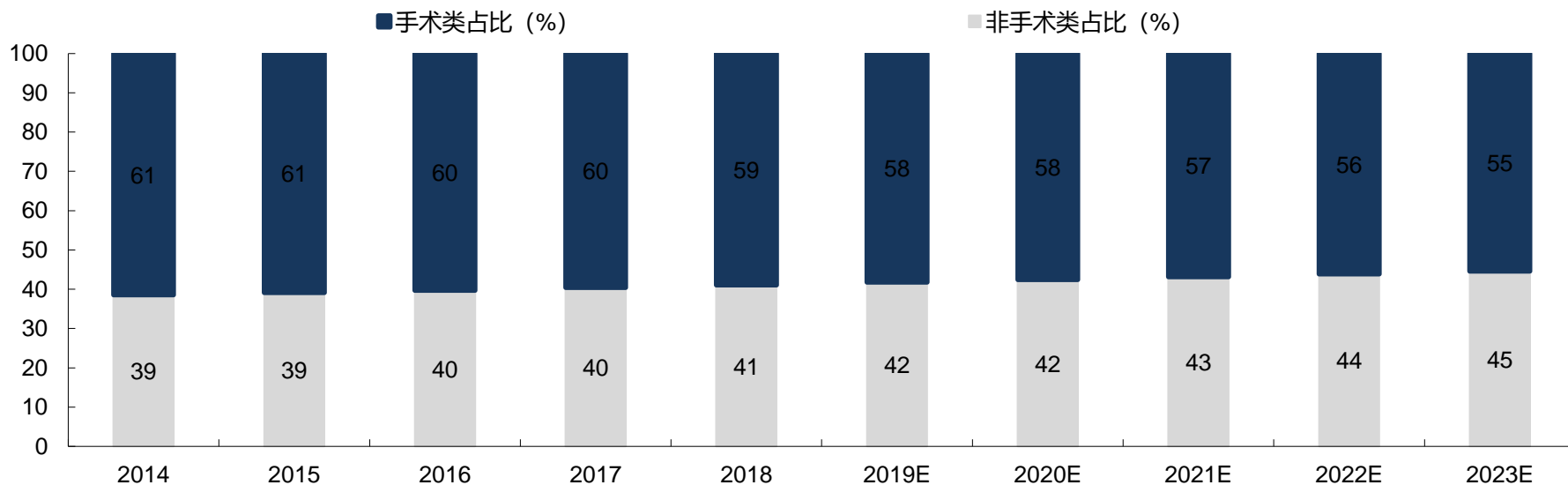
- **医疗美容市场按操作方式，可分为手术类和非手术类。** 手术类又称重整形，是指医美指传统的整形美容项目，主要包括五官整形、颌面整形、胸部整形等；非手术类又称微整形或轻医美，是指利用无创或微创的疗法满足消费者的诉求，主要包括注射填充、光电项目、皮肤管理等。

医疗美容项目分类

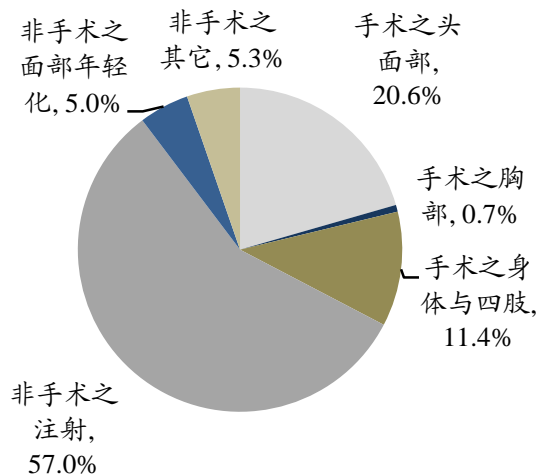


- 近年来，轻医美发展较快，增速均快于手术类项目，2014-2019年增速CAGR预计为25.9%，同时，并且轻医美在医疗美容中的占比也在不断提升。
- 轻医美占比提升主要有以下因素决定：
 - 从消费阶段看，轻医美是传统化妆品的补充升级需求；
 - 从消费体验看，轻医美消费快捷、安全、无创且价位合理；
 - 从消费潜力看，我国非手术类占比仅超40%，未来进一步提升空间较大；
 - 从消费渠道看，出现专业的轻医美诊所，互联网医美平台亦加速布局轻医美。

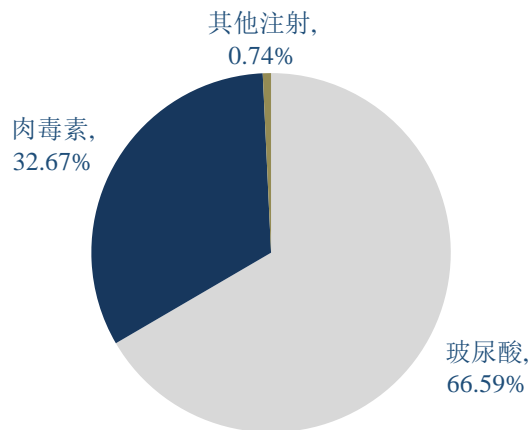
中国医美非手术类规模占比不断提升



2019非手术之注射类疗程分布比例最高



2019玻尿酸在注射类项目中分布超六成



玻尿酸注射位列各年龄层消费金额前三名

品牌	70后	80后	90后	00后
TOP1	玻尿酸填充	玻尿酸填充	面部脂肪填充	肉毒素瘦脸
TOP2	面部提升	面部脂肪填充	玻尿酸填充	玻尿酸填充
TOP3	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	肉毒素瘦脸	鼻综合整形

透明质酸注射产品主要分类

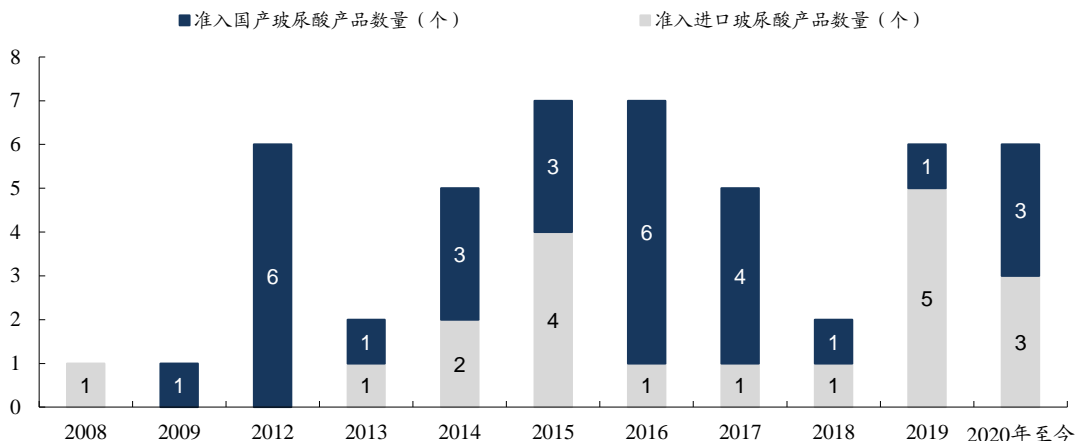


透明质酸注射产品主要差别

交联技术	单相玻尿酸注射产品支撑力好，塑形持久、黏性高，用于塑形、隆鼻和下巴、面部提升、填深层皱纹、法令纹	双相玻尿酸注射产品粘度好、弹性度高，延展性好、较易扩散，适合注射鼻唇沟、泪沟、嘴唇等	
成分配比	单一玻尿酸注射产品玻尿酸纯度较高，产品功效即玻尿酸本身功效	复合玻尿酸注射产品添加其他活性成分或添加剂，国内审批难度更高	
维持时间	短效玻尿酸注射产品一般在半年到一年时间内会被代谢，注射频次更高	长效玻尿酸注射产品可维持1-3年时间	
分子大小	大分子玻尿酸有填充定型作用，填充部位是深层组织	中分子玻尿酸通常用来除皱，填充部位是深层组织	小分子玻尿酸主要用于全脸的真皮层注射

已核准玻尿酸注射产品达48种，各公司不断完善产品品种

已核准国产玻尿酸注射产品数量在六成左右



近五年玻尿酸注射产品年均审批数量在5个左右

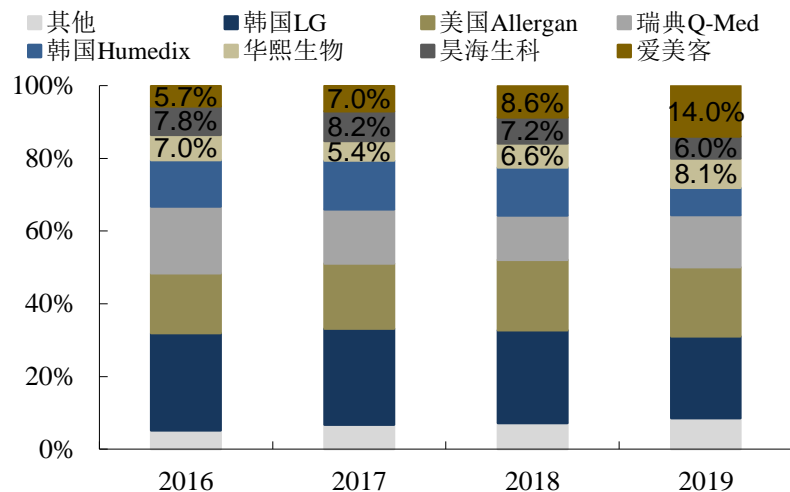
上市年份	审批数	公司
2008	1	Q-Med (1)
2009	1	爱美客 (1)
2012	6	爱美客 (1)、华熙生物 (5)
2013	2	上海其胜 (1)、LG (1)
2014	5	华熙生物 (1)、科妍生物 (1)、蒙博润 (1)、LG (1)、Q-Med (1)
2015	7	爱美客 (1)、杭州协合 (2)、Humedix (1)、LG (1)、艾尔建 (2)
2016	7	爱美客 (2)、华熙生物 (1)、上海其胜 (1)、和康生物 (2)、LG (1)
2017	5	山东凯乐普 (4)、CROMA (1)
2018	2	常州药物研究所 (1)、Q-Med (1)
2019	6	华熙生物 (1)、Humedix (1)、艾尔建 (1)、菲洛嘉 (1)、吉诺斯 (1)、大熊制药 (1)
2020年至今	6	华熙生物 (1)、上海其胜 (1)、杭州协合 (1)、艾尔建 (1)、Q-Med (2)

□ 2008至今，NMPA（国家药品监督管理局）共批准了6个国家、17家厂商的48款Ⅲ级医疗器械玻尿酸注射产品。其中，已批准9家中国厂商的29款产品，批准8家国外厂商的19款产品，近五年年均准入玻尿酸注射产品数量在5个左右。

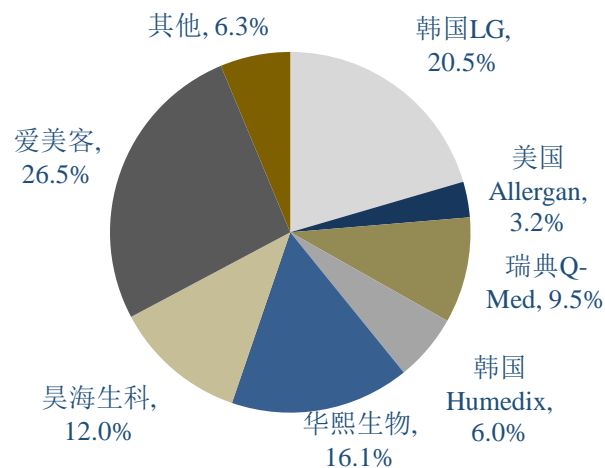
□ 从产品品类看，呈现多样化、丰富化的趋势，近年来国内外知名厂商获批的新品大多寻求与传统产品存在一定差异性，例如交联技术突破、维持时间更长、添加利多卡因舒缓因子、或添加其他功效性的活性成分等。

- 2019年中国医美透明质酸产品中，进口品牌销售额占比在71.9%以上，销量占比分别在54.6%以上，国内品牌大多占据低端市场销量占比更大，而进口品牌占据中高端市场销售额占主导。
- 从趋势上看，近年来国产品牌销售额占比已趋于提升，2016-2019年，国产品牌销售额份额由20.5%提升至28.1%，共提升7.6pct。未来随着国产品牌推出更具差异化和竞争力的产品、以及不断提升品牌力，我们预计国产品牌份额提升的趋势将延续。

近四年中国医美透明质酸产品市场销售额占比



2019年中国医美透明质酸产品市场销量占比



三大重要特性为：**不可逆；“比较焦虑型”消费；价格不敏感。**

- **不可逆**：医美完成后，若发现效果不好，可能无法100%完全复原，因此对品牌的选择和认知特别重要——大家不会往自己的脸上打不靠谱的东西
- **“比较焦虑型”消费**：对美的追求，本质上是一种由比较而产生的焦虑。周围的人通过轻医美变美，会加剧这类焦虑的产生，从而促进医美消费。
- **价格不敏感**：消费者对于医美消费的认知，有一种“投资自己”的心理，认为这不是消费，而是投资，因此对价格不敏感。

因此，我们认为轻医美头部品牌的溢价将越来越强，尤其是注射类产品品牌龙头。看好国内轻医美龙头爱美客。

我国主要获批上市的国产玻尿酸注射产品情况

国家	公司	品牌	商品名	价格(元/ml)	批注年份	作用部位	产品特点	
国产	爱美客	逸美	逸美	3000-4000	2009	额部、鼻唇部	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	
		宝尼达	宝尼达	12800-22000	2012	额部、鼻唇部	国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂	
		爱芙莱、爱美飞	爱芙莱、爱美飞	1000-3000	2015	鼻唇沟	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	
		嗨体	嗨体	2800-3920	2016	颈部	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	
		逸美一加一	逸美一加一	3800-6800	2016	额部、鼻唇沟	针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	
	华熙生物	润百颜	润百颜白紫		500-1000	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹
			润百颜星耀		600-1500	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹
			润百颜月盈		1200-3000	2012	鼻唇部	大分子玻尿酸塑形效果佳, 对隆鼻、下颌、额头效果突出 采用声控负压技术, 拥有高水分保持力, 接近人体HA, 无毒无残留
			润百颜水光		190-690	2012	鼻唇部	首个获批的国产交联玻尿酸填充剂
		润百颜大分子黑金		480-2800	2014	鼻唇部		
		润致	润致(双相)		2500-4000	2016	鼻唇部	含利多卡因, 高黏弹性与支持力能够准确塑形及长效定型
			润致(单相)		1680-3980	2019	鼻唇部	含利多卡因, 5小时长效舒适, 推注精准定位; 效果持久
			润致娃娃针		—	2020	额部	应用HEC高效交联技术, 含利多卡因舒适性强
	上海其胜	奥尼	奥尼	500~1000	2012	鼻唇部	中分子质地柔软, 适合填充皱纹	
		海薇	海薇	300-1500	2013	鼻唇沟	高弹性适合静态轮廓塑形	
		姣兰	姣兰	3000-4000	2016	鼻唇沟	高动力粘度适合动态填充	
		海魅	海魅	8000-10000	2020	鼻唇沟	采用无颗粒化交联技术, 内聚力好, 注射效果持久, 持续效果可长达18个月	
	科妍生物(台湾)	法思丽	法思丽靓致	1800-7800	2014	鼻唇沟	超强的抗酶降解能力, 维持更持久, 塑形不易移位	
	杭州协合	欣菲聆	欣菲聆	880-2800	2015	鼻唇沟	凝胶渗透压与组织渗透压基本一致, 初期水肿发生几率低, 强抗降解性	
		欣德美	欣德美	—	2020	鼻唇部	—	
	和康生物(台湾)	贝丽姿	贝丽姿	1500-3000	2016	鼻唇沟	中分子玻尿酸, 适合除皱和浅表填充	
		肤美登	肤美登	980-3880	2016	鼻唇沟	采用ECHA均衡交联技术, 具有高粘弹性及疗效持续性。	
	山东凯乐普	羽美	羽美	850-980	2017	鼻唇沟	粘度和弹性高、好推注、易塑形、过敏反应率低	
		菲羽	菲羽	1000-2000	2017	鼻唇沟	塑形效果持久, 推注力较强	
		玻菲	玻菲	4000-7000	2017	鼻唇沟	颗粒小, 可直达真皮层	
		馨妍	馨妍	4800-6800	2017	鼻唇沟	自交联, 降低化学交联剂的使用, 减少不良反应的发生	
常州药物研究所	碧萃诗	碧萃诗	600-1500	2018	鼻唇部	独有的蛋白质假阳性去除技术; 独有的粒径分级技术		
蒙博润	舒颜	舒颜	500-2000	2014	鼻唇沟	全双交联透明质酸钠凝胶		

我国主要获批上市的进口玻尿酸注射产品情况

国家	公司	品牌	商品名	价格（元/ml）	批注年份	作用部位	产品特点	
进口	瑞典	Q-Med	瑞蓝	瑞蓝2号	1000-4800	2008	鼻唇沟	中分子柔软适中，效果持久，可维持9-12个月，无异物感较弱 独有的NASHA盈初填充技术保留透明质酸的天然结构，水分子不易流失
				瑞蓝3号/瑞蓝丽瑛	1900-10000	2018	鼻唇沟	
				瑞蓝唯瑛	6800-9800	2020	手背部真皮层	
	韩国	LG	伊婉	伊婉C	650~2800	2013	鼻唇部	维持时间长，临床疗效长达15个月，颗粒小可直达真皮层 交联玻尿酸与非交联玻尿酸比例搭配，拥有适合的弹性与粘性，中分子柔软适中 采用HESH技术，拥有合适的弹性与粘性 含利多卡因增加舒适度，采用HESH技术使用高分子量透明质酸，平衡弹性和稳定性 含利多卡因增加舒适度，采用HESH技术使用高分子量透明质酸，平衡弹性和稳定性。
				伊婉V	1800-3800	2014	鼻唇沟	
				伊婉致美/伊婉VP	3000~6000	2015	鼻唇沟	
				伊婉致柔/伊婉CP	2000~5000	2016	鼻唇沟	
	韩国	Humedix	艾莉薇	Deep Line Plus	3500~6800	2015	鼻唇沟	采用HDRM技术，延长塑形效果的维持时间 采用独特HI技术，形成稳定交联结构形成更持久塑形效果
				艾莉薇风尚款	3500~6800	2019	鼻唇沟	
	美国	艾尔建	乔雅登	乔雅登雅致	5000~17250	2015	鼻唇沟	柔顺平滑不含颗粒，高凝聚力提拉塑形能力强，不易被降解，维持时间长 HYLACROSTM专利技术制造，不含颗粒，不易被降解，注射持效期长达12-18个月 维持时长可达24个月，采用VYCROSS交联技术使产品具有适中的硬度及内聚力，适合动态填充 利多卡因减轻痛感，VYCROSS 交联技术使产品具有适中的硬度及内聚力，适合动态填充
				乔雅登极致	4750-12500	2015	鼻唇沟	
				乔雅登丰颜	12800-14800	2019	中面部	
				乔雅登缇颜	—	2020	鼻唇沟	
	奥地利	CROMA	公主	Princess Volume	6800~9800	2017	鼻唇沟	降低含氧量，能有效增加效果维持时间，塑形效果可维持超过9个月
	法国	菲洛嘉	Art Filler	Artfiller Universal	7334-10677	2019	鼻唇沟	独有的TRI-HYAL三重透明质酸技术，激活使用部位的胶原蛋白、弹性纤维新生
	韩国	吉诺斯	蒙娜丽莎	蒙娜丽莎	2000~3000	2019	鼻唇沟	含有利多卡因的无痛型大分子玻尿酸
韩国	大熊制药	婕尔	婕尔	6000-7800	2019	鼻唇沟	将单相凝胶和双相颗粒相结合，同时达到单相HA自然填充与双相HA塑形支撑的功能	

爱美客两大核心竞争力： 差异化营销“搏出位”+完善的医生教育体系

- 获得审批固然不容易，但一个产品的成功，拿证后的后续推广运营，也很重要。
- 从上诉玻尿酸产品汇总表中，我们可以看到市场上有很多注射玻尿酸产品，而爱美客的产品总是能够做出独特卖点：
 - 爱芙莱——国内首款利多卡因的**无痛**透明质酸注射材料
 - 宝尼达——国内首款含PVA微球的**长效**透明质酸钠注射填充剂
 - 嗨体——国内首款用于**修复颈纹**的复合注射材料
 -

爱美客两大核心竞争力： 差异化营销“搏出位”+完善的医生教育体系

而通过多种产品的组合，又能够满足不同的需求，带来新的增长点

产品使用	功效适应症	商品化名称
嗨体1.5+嗨体2.5	祛颈纹	嗨体天鹅美颈针
嗨体2.5	皮肤屏障修复	嗨体皮脂膜
嗨体熊猫针+紧恋	眶周年轻化	嗨体媚眼精雕
嗨体1.5+嗨体2.5	眶周年轻化综合打造	嗨体眶周小熨斗
嗨体1熊猫针+嗨体2.5+M22眶周	眶周年轻化（皮肤科）	嗨体光雕电眼
嗨体2.5+爱芙莱	手部年轻化	纤纤玉手
宝尼达	额头形态打造	宝尼达富贵额
嗨体熊猫针	眶周结构性黑眼圈	嗨体熊猫针

部位问题	适应症	材料选择	单次用量	疗程设计
眼周肤质	眼周皮脂膜修复	嗨体2.5	1支	3周/次，4次/疗程
眼周细纹	眼周静态细纹	嗨体1.5	1支	1月/次，3次/疗程
上脸容量形态	上脸凹陷	嗨体1.5	1支	1月/次，3次/疗程
下脸容量形态	轻度假性泪沟	嗨体1.5	1支	1月/次，3次/疗程
	中度/中重度泪沟	嗨体熊猫针	2支	建议3月/次，2次/疗程
	重度泪沟/眼袋手术术后	嗨体熊猫针+嗨体2.5	熊猫针1支+嗨体2.5 1支	建议每年一次
	假性眼袋型泪沟	嗨体1.5+紧恋小V脸+嗨体2.5	嗨体1.5 1支+嗨体2.5 1支 +小线10根	嗨体1.5：1-2月/次，3次/疗程 嗨体2.5：1月/次 紧恋：建议埋线间隔6-8个月

爱美客两大核心竞争力： 差异化营销“搏出位”+完善的医生教育体系

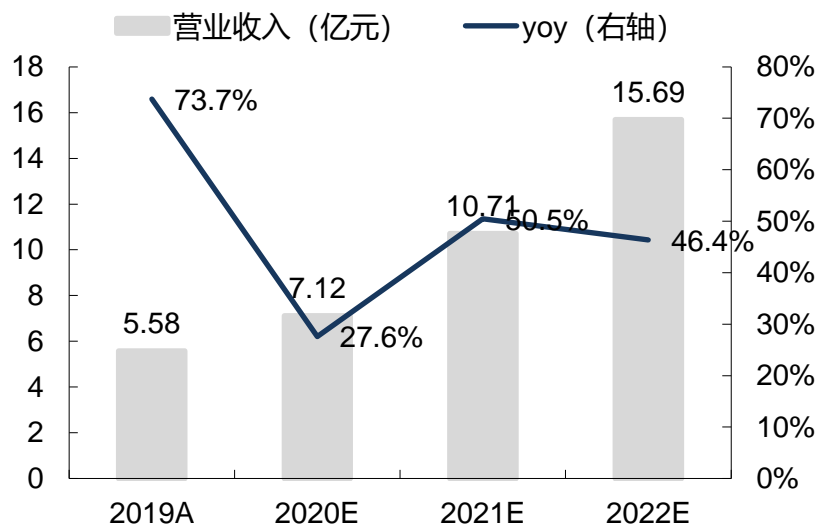
- 医生教育是医美产品运营的一大要点。轻医美主要产品属于III类医疗器械，均需要经医美机构由专业医生完成操作，因此对这些医美机构的医生进行教育，是运营的一大重点。
- 爱美客在医生教育方面领先市场，拥有专用的医生教育平台公众号“全轩课堂”。爱美客在医生教育方面的领先也得益于公司创立初期深耕直销渠道时，与终端机构的深度接触。目前通过“全轩课堂”公众号持续推进医生教育，定期推送先进的整形理念和方法。

爱美客通过旗下“全轩课堂”公众号，定期推送整形理念和方法助力医生教育

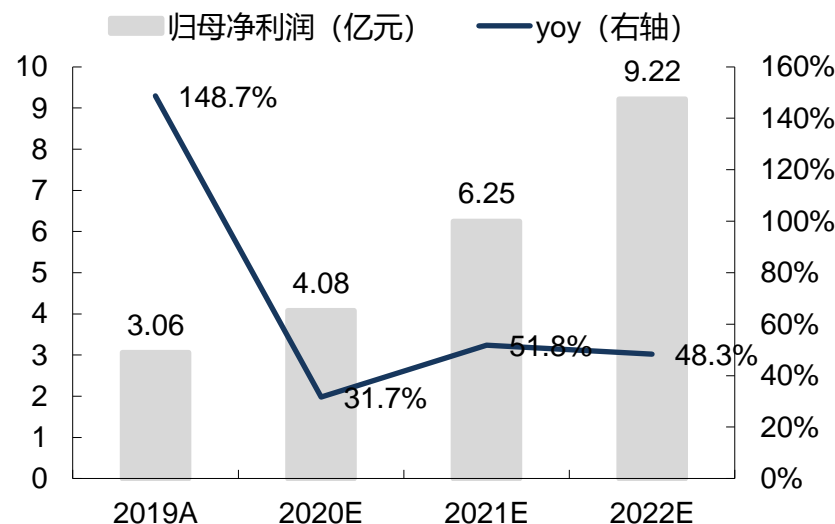


□ 近两年公司依靠现有产品（如嗨体）的持续挖掘就可以实现高增，且在研项目储备丰富，不断拓展新业务，未来有望延续高速增长的趋势。目前在研项目储备丰富，包括利拉鲁肽（减肥），肉毒素（瘦脸除皱），童颜针（瘦脸除皱）等，这些新品也有望复用渠道打开市场。2020年11月16日，公司公告，子公司的利拉鲁肽注射液获得临床试验批准。该产品主要用于治疗糖尿病及肥胖症，并具有改善心血管的效益。在我国成人超重率、肥胖率迅速增长的大背景下，减肥减重药物拥有广阔的市场前景。另外，推出“嗨体”面膜、颈膜等产品，试水功能性护肤品赛道。

爱美客收入预测



爱美客归母净利润预测



代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300896.SZ	爱美客	763	634.75	3.40	3.46	5.20	187	184	122	买入
688363.SH	华熙生物	659	137.37	1.34	1.39	1.89	103	99	73	买入

爱美客

- ❑ **国产玻尿酸第一品牌**：2009年最早进入玻尿酸填充剂市场，聚焦医美终端业务，已拥有6款玻尿酸产品和一款面部埋植线，产品价格、注射部位均覆盖广泛。
- ❑ **差异化营销+直供销售模式**：嗨体、宝尼达分别以“修复颈纹”、“长效”为卖点，定位市场稀缺品种；高达60%的直销比例，更好触达客户，便于管控价格。
- ❑ **利拉鲁肽临床试验获批，有望再添新增长点**：利拉鲁肽具有良好的降糖、减重效果，国内应用前景广阔，有望成为公司新的增长点。

华熙生物

- ❑ **三位一体、产业链贯通的医美大玩家**：主要有原料产品、医疗终端产品、功能性护肤品三大业务，其中原料业务为基本盘，医疗终端和功能性护肤品强势增长，带动公司业绩持续大幅增长。
- ❑ **技术优势铸就专业壁垒，医美终端快速增长**：2014-2018年公司医美终端产品规模增速CAGR为32.2%，2020年8月润致水光针“Aqua小蓝针”正式上市，有望促进医美终端销售进一步提升。
- ❑ **疫情后医美机构复工，医疗终端加速回暖**：随着医美机构的复工，Q2以来逐月回暖，Q3以来增速预计已持平或转正。

风险提示：疫情，研发进度及新产品推广不及预期，产品质量问题造成医疗事故，产品获批进度不及预期等

6. 教育：“内卷”加剧，看好高校和职业培训

——关注中公教育/新东方/希望教育/天立教育/等

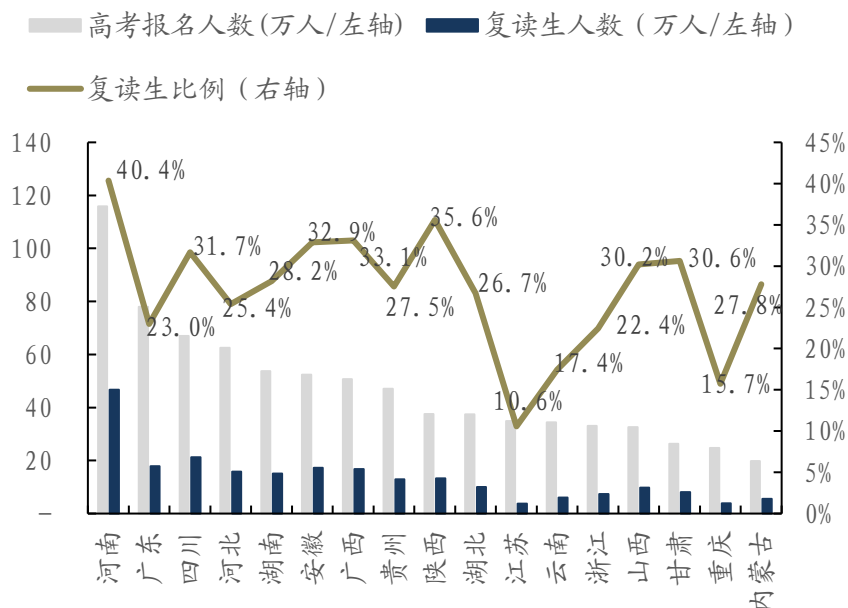
看好高教和职业培训，重点关注中公教育、新东方、希望教育、天立教育等

- **K12培训：高考竞争加剧下补习需求持续增加；2020年中小培训机构出清，利好龙头扩张：**我国985之类优质大学的录取率仍然很低，不足3%，面对仍旧激烈的竞争，我们认为K12补习量的需求将持续增加。2020年受疫情影响，中小培训机构被迫退出行业，行业整合加速，利好龙头企业集中度进一步提高。
- **职业培训：就业焦虑持续加剧，职业培训需求旺盛：**2020年考研人数再创新高达到341万人，同比增速达到18%，我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。侧面反映出工作越来越内卷。**在内循环的大背景下，我们预计招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，大品牌具有强定价权，随着参培率的提升，量价齐升带来头部公司的广阔的业绩增长空间。**
- **高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地：**1) 民办高校行业进入壁垒高，民办高校行业集中度低，行业龙头并购整合机遇大；2) 长期需求内生增长足，地方财政教育经费压力大，供给端社会资本力量贡献比有望提高；3) 新《民促法》并未限制民办高教集团的并购，教育部《答复函》正面确认了关联交易的合法合理性，独立学院转设加速提供更优质的并购资源，未来3-5年目前是高校并购的黄金窗口期。
- **在线教育：线上大班双师为主战场，战况激烈未见盈利苗头：**2020年疫情催化下，在线教育迎来了新的发展风口，线上大班双师为主战场，2020年1-11月在线教育行业融资总额高达近388亿元，较去年同期的109亿元激增257%。2020年暑期前10大在线教育企业营销投放高达100亿元（19年暑假50亿元不到），主要机构的正价班平均获客成本超过3000元/人，而去年同期为2000元/人，获客成本大幅提升，竞争愈发激烈。
- **投资建议：展望2021年，1) 政策加持+内生增动力足+外延并购机会，高校行业发展确定性强，且整体估值水平较低（仅15倍PE），我们重点推荐港股高等教育板块。2) 随着国内就业压力增加，招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，大品牌具有强定价权，利好A股职业教育培训龙头企业。3) 建议关注K12培训等其他细分领域。**
- **推荐标的：中公教育（职教培训，A股），新东方（K12培训，港股），希望教育（民办高校，港股），天立教育（民办K12学校，港股）等。**

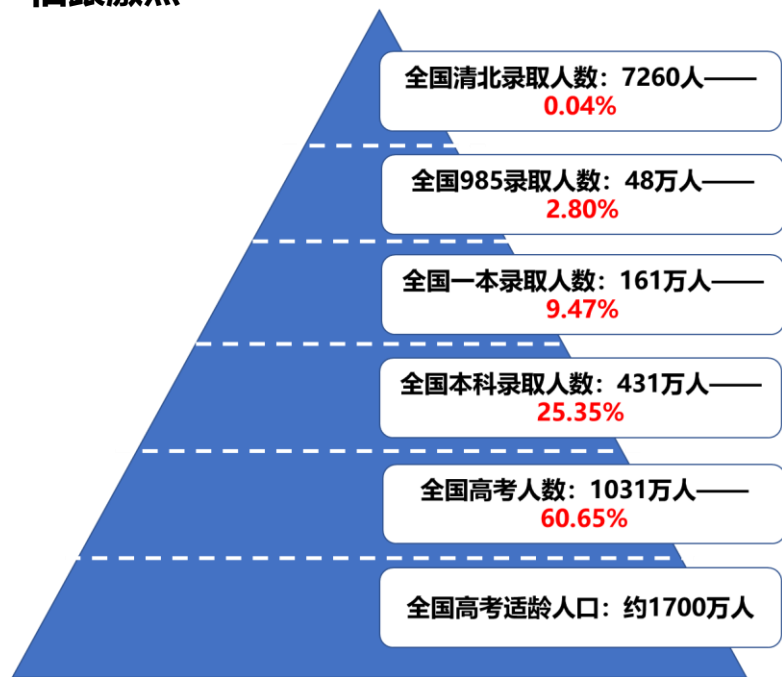
K12培训：高考竞争加剧下补习需求持续增加；2020年中小培训机构出清，利好龙头扩张

- **复读生加剧应届高中生高考竞争：**2020年全国有17个省复读比例生占高考报名人数超过10%，其中教育资源竞争激烈的省份如河南省，陕西省等复读生占比超过35%。越来越多已经被高校录取，但没有达到理想成绩的同学选择复读，进一步加剧了高考的竞争，资源的竞争。
- **优质大学竞争仍旧激烈，K12补习量需求持续增加：**2019年我国虽然高考参考比例已经提升到60%以上，但985之类优质大学的录取率仍然很低，不足3%。面对仍旧激烈的竞争，大部分家庭希望通过加大补习量，换取更高起点。我们认为随着考试竞争的加剧，持续的焦虑感将促使家长为小孩选择更多的K12培训班。

2020年部分省份高考复读人数



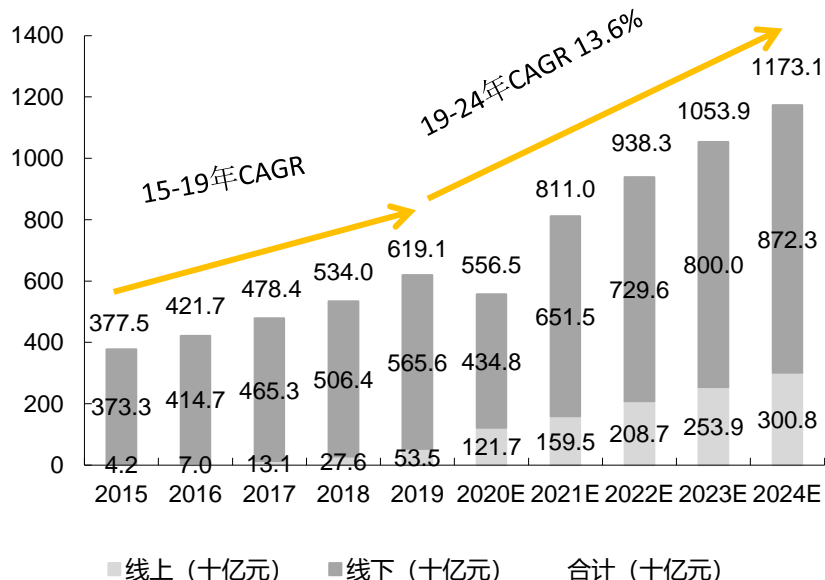
2019年中国不同批次录取人数：好学校竞争依旧跟激烈



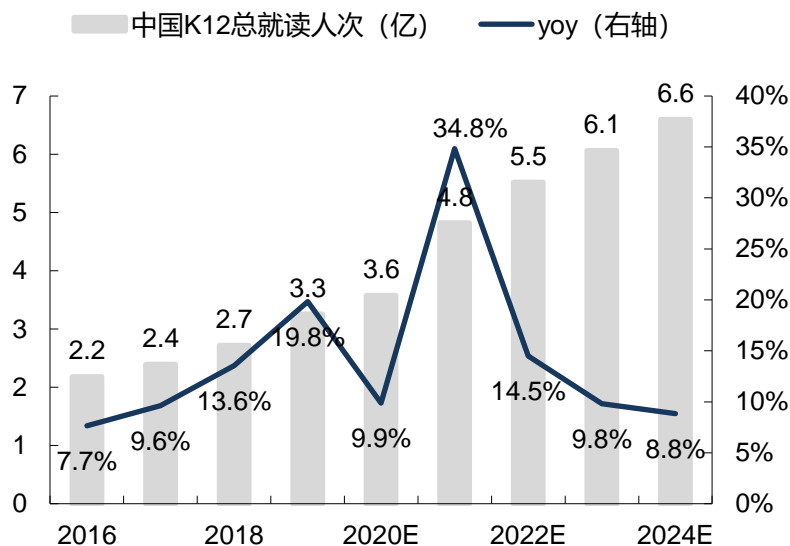
K12培训：高考竞争加剧下补习需求持续增加；2020年中小培训机构出清，利好龙头扩张

- K-12培训市场规模有望持续扩大，核心驱动是校外培训渗透率提升。**弗若斯特沙利文预计，2019年我国K12校外辅导市场的总市场规模达0.62万亿元，2024年有望增至1.17万亿元，CAGR为13.6%；K-12参培人次达3.3亿，2024年有望增至6.6亿人次，CAGR为15.2%。2019年线下渗透率达27.4%，2024年有望增至31.3%；随着K12培训在低线城市和农村地区的渗透率增加、对优质教育的需求不断增加、学校课程的难度增加，K12培训的渗透率将逐年上升。
- 2020年中小培训机构出清，利好龙头扩张：**2020年受疫情影响，线下培训中心被迫停课，中小机构因现金流问题被迫退出行业，行业整合加速，利好龙头企业集中度进一步提高。以新东方为例，截至2020年8月31日，公司网点数达到1472家，同比增速达到16.7%，持续保持着高速扩张。2020年暑期促销学生报名人数达107.9万人，同比增长31%。

K12校外辅导规模有望持续增长



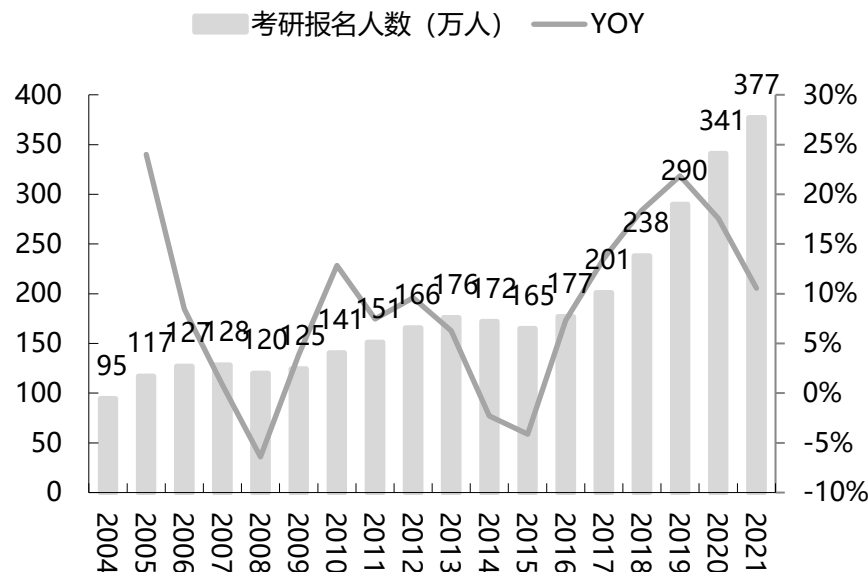
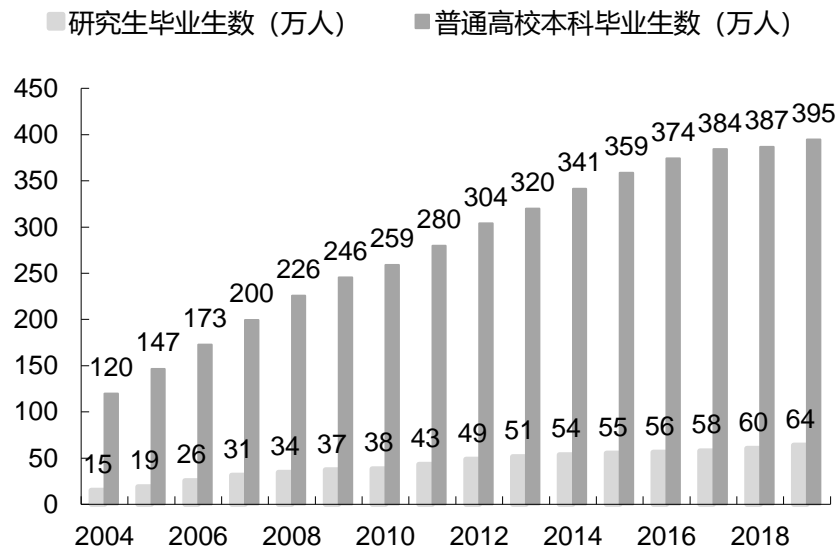
中国K12参培人次持续增长



- ❑ **毕业生持续创新高，就业竞争压力大：**随着近年来高校的持续扩招，每年毕业生人数均呈上升趋势，2019年普通高校毕业生达到834万人，其中本科达到395万人，研究生（包括博士生）毕业人数达到64万人（同比增速达到5%），专科生达到364万人。**2020年毕业生达到874万，预计2021年毕业生将达到909万。毕业生的就业竞争进一步加剧。**
- ❑ 疫情以来我国就业形势较为严峻，尤其在2月城镇调查失业率达到了6.2%，为近2年来最高水平。
- ❑ **就业压力大，考研人数再创新高：**2021届考研人数再创新高达到377万人，同比增速达到11%，在经历了2012-2015年的相对平静期后，近5年考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。侧面反映出工作越来越内卷。

本科生和研究生分别毕业人数和增速

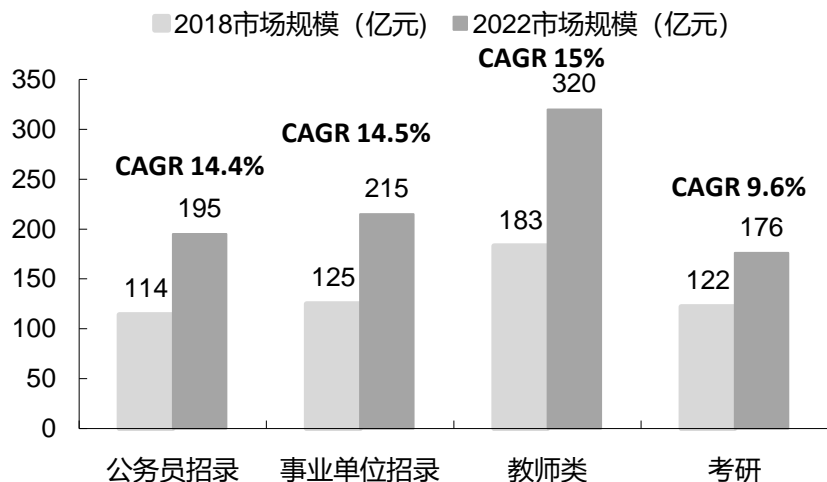
近五年考研报名人数大幅增长，反映就业压力之大



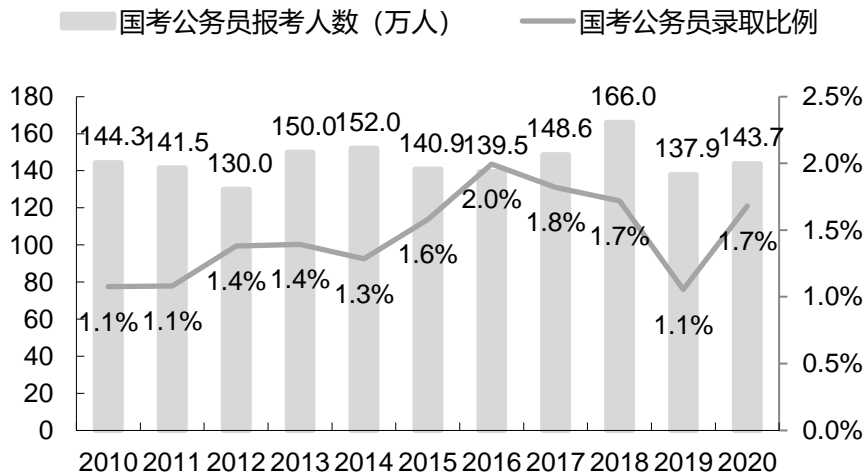
数据来源：教育部，国家统计局，东吴证券研究所。注：考研报名人数横坐标单位为“届”，如2021届考研为2020年底考试，2021年入学。

- 据弗诺斯特沙利文统计，3年未来公务员，事业单位和教师等职业考试培训类市场规模仍将保持15%左右的增速。在内循环的大背景下，我们预计就业压力仍然较大，招录类考试培训需求增加：
 - ① 招录类考试如公务员、事业单位，教师等考试仍将保持较高的需求，2020年因为就业压力报考公务员的人数同比有所增加，达到144万人。为了稳就业，国考公务员招录人数从2019年的1.45万人增至2020年的2.41万人，同比增幅66%。2021年国家公务员预计招录2.57万人，同比增速7%；
 - ② 各地人才抢夺激烈，对于专业持证的人才优惠力度大，资质类证书考试培训需求增加：以CFA为例，成都凭3年以上用工合同直接给予5万安家费；厦门对于CFA领军型人才，5年以上经验、一次性可达50万安家费等，我们预计未来如财经类，法律，管理，医疗卫生等行业的职称同样保持较高的备考培训需求。
- 模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，大品牌具有强定价权，随着参培率的提升，量价齐升带来头部公司的广阔的业绩增长空间。

国内主要职业考试培训市场规模



公务员国考人数及录取情况



高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

民办教育进入门槛高，行业集中度低，龙头整合机会大

- **民办高校数量平稳增长，办学规模扩张明显。**我国民办高校数量在2009-2019年间增加近百所，2019年招生人数达到241.25万人，同比增速达22%（同样受益于专科扩招100万）。与全国高等学历教育招生人数相比，民办高等教育总体维持在13%-15%。
- **中国民办高等教育行业的进入门槛较高，一定程度上阻止了潜在进入者。**主要门槛包括获得办学及其他所需的监管许可，获取可用土地、相关设施，满足高资本需求，打造学校品牌以获得持续稳定的学生来源，经验丰富的学校运营商和优质的教职人员。
- **民办高校行业集中度低、所有权分散，为龙头外延式扩张提供并购整合机会。**2019年的前五大民办高教集团合计市占率为7.17%。五大集团单体市占率均不超过2%。民办教育龙头企业可利用所有权较分散、集中度低的行业格局特点寻找潜在并购整合机会。伴随教育行业资本化进程加快，集中度有望进一步提升。

民办教育门槛较高



18-19年前五大民办高教公司高等教育业务在校人数及市场占有率

集团名称	2018年高等教育在校人数(万)	2018年市占率	2019年高等教育在校人数(万)	2019年市占率
希望教育	8.18	1.21%	13.19	1.76%
宇华教育	6.13	0.90%	11.89	1.59%
新高教集团	9.18	1.35%	10.32	1.38%
中教控股	6.28	0.93%	10.27	1.37%
民生教育	6.19	0.91%	8.02	1.07%
合计	35.96	5.30%	53.69	7.17%

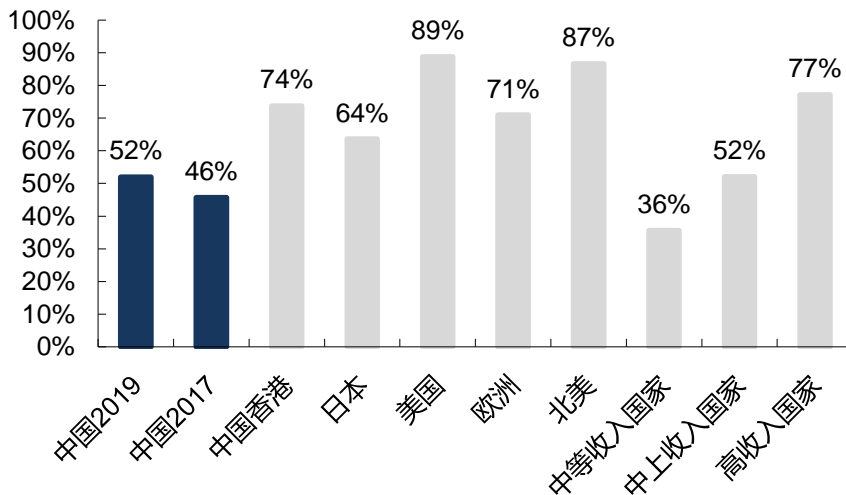
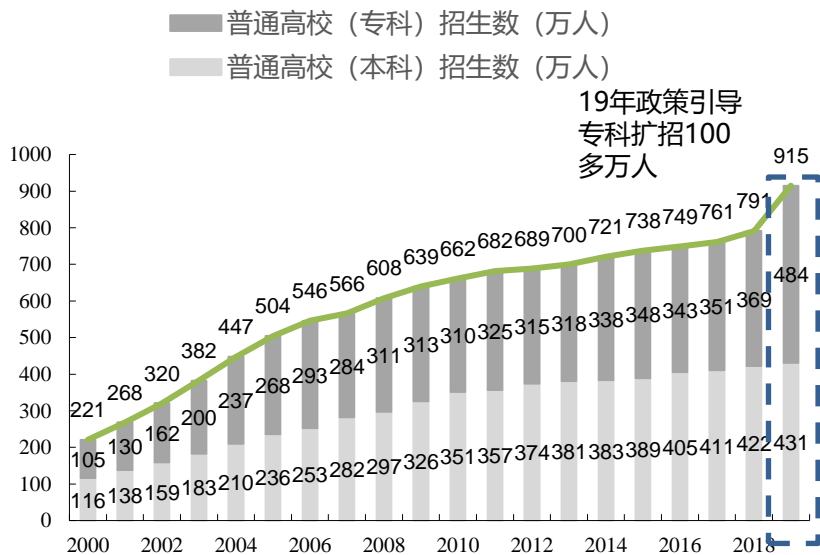
高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

我国高等教育入学率仍有较大提升空间，专科扩招持续加速中，保证了民办学校稳定的生源

- **本科招生稳步增长，政策推动利好专科扩招：**2019年我国普通高校招生915万人，其中本科招生431万人，专科招生484万，同比增速大幅提升到31%。2019年3月政府工作报告中提出高职院校大规模扩招100万人，2020年两会上明确提出今后两年高职继续扩招200万的任务。
- **对标发达地区，我国高等教育入学率还存在着较大的差距，本科录取率相对较低，高等教育市场潜力巨大。**2019年高等教育毛入学率51.6%，比上年提高3.5个百分点，相比于欧洲/北美洲高等教育入学率为71%/87%，我国高等教育入学率相对于发达国家而言相对较低。2019年高考适龄人口中仅有25.4%的学生被本科院校录取，我国高等教育本科录取率相对较低，高等教育资源仍然稀缺，该教育阶段的毛入学率仍有较大提升空间。

普通高校招生总人数情况 (万人)

对比全球范围内高等教育入学率，中国仍有提升空间

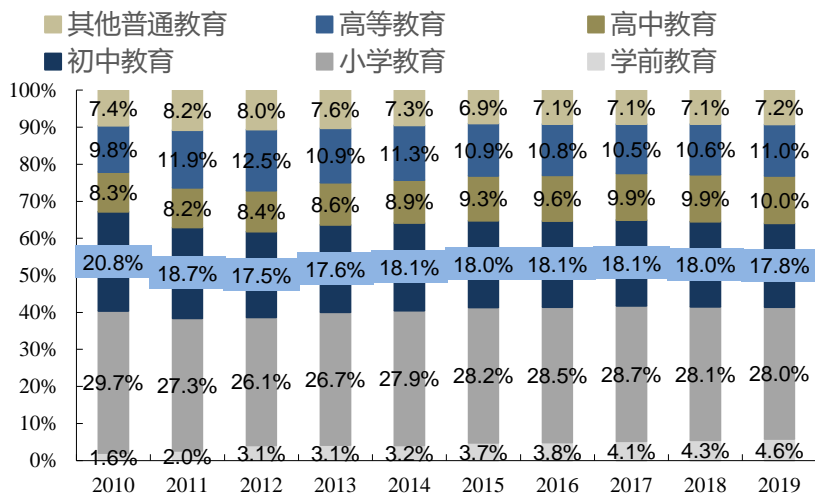


高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

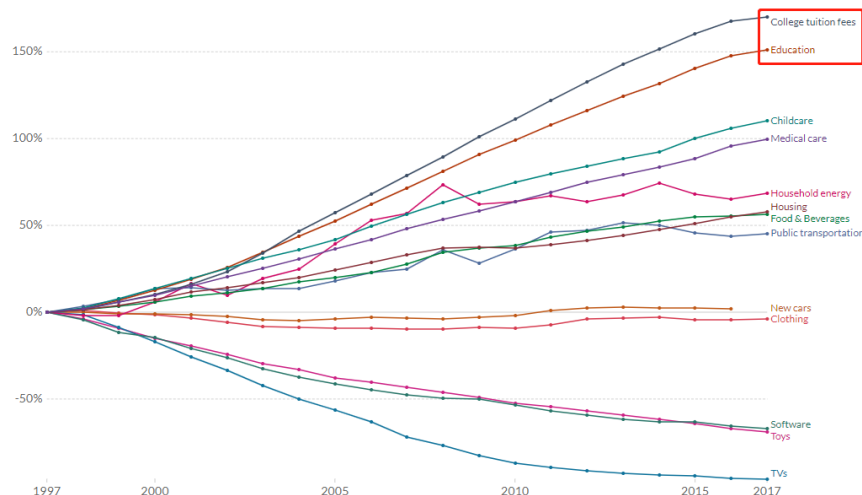
地方财政承担主要教育投入压力，投入到高教的资源相对有限，民办高校的发挥空间更大

- **地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源：**自2012年以来，我国教育经费总投入占GDP比重均在5%以上。教育经费中80%以上来源于国家财政性教育经费，国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超90%，地方公共财政教育支出对地方财政造成一定压力，加大民办教育力量投入需求突出。
- **公办高校资金相对减少，民办高校迎来新机遇。**高等教育阶段2019年占地方公共财政支出比重为11.0%，近年来投入占比略有提升，与其在校生人数占比10.8%基本匹配。伴随未来财政资源更多向低龄阶段（如幼儿园、义务教育）倾斜，高等教育阶段的占比可能会有所调整，而这一趋势为民办高校的发展带来机会。
- **试错成本高，付费意愿强，高教的长期提价空间大：**由于教育行业不可逆的特性，家庭的试错成本较高，在能力可达的范围内，大多数家长普遍愿意给小孩选择更好地教育，在教育行业的支付意愿较高，价格敏感性较低。对比美国过去20年的主要消费品价格走势，教育行业的学费增速远高于其他消费品的价格增速（学费累计增幅为150%，整体物价累计增幅56%），预计中国未来高教学费仍有较大的增长空间。

地方公共财政教育支出中普通教育的分类占比



美国1997-2017主要消费品价格累计涨幅（以1997年价格为基准）



高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

新《民促法》未限制民办高教集团的并购行为，《答复函》正面确认了关联交易的合理合法性，并购迎来黄金发展窗口

- **新《民促法》未限制民办高等教育集团的并购行为**：2018年8月10日中央政府发布了《送审稿》中提到“实施集团化办学的,不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。我们判断,《送审稿》这一条主要是针对年龄更低的学段,尤其是针对幼儿园的,并非针对高年级学段,尤其是民办高校的。新《民促法》意在规范,未限制民办高等教育集团的并购行为。
- **2020年11月教育部《答复函》正面确认了关联交易的合法和合理性**：2020年11月,教育部发布的《答复函》提到：
①做好民办学校过渡期管理,由各地实际制定；②正面提出了“非营利学校关联交易应公开,公平,公允,合理”,正面确认了关联交易的合法和合理性；③公平对待营利性学校和非营利性学校。我们认为,不论是高校公司还是K12学校公司,其主要审批和管理都在地方政府,我国地方财政教育支出是整个社会对于教育投入的主力来源,因此地方政府和学校具相关性和一致性。因此实操过程中,高校公司/K12学校公司在扩张和发展中所受到的政策阻力较小。
- **并购会成为未来3-5年高等教育行业集中度提升整合的主趋势之一,已上市公司具备融资成本,管理能力双优势。**

并购速度更快,未来是扩张黄金时期

周期慢,达到正常招生至少需5-6年时间



周期短,1年内可交割



2年左右可完成



高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

部分高校2019年以来并购情况

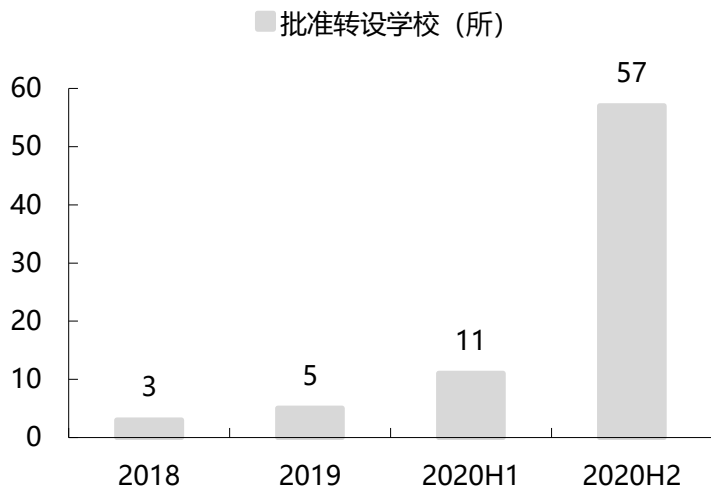
公司	公告时间	收购标的	学校情况	收购代价	支付方式	学生数 (人)
中教控股	2019/1/15	济南大学泉城学院 (100%)	本科独立学院	2.5亿元	现金代价2.3亿元，贷款0.2亿元	8529 (20190115)
宇华教育	2019/2/12	斯坦福国际大学 (100%)	本科	2787万美元	现金	4000 (20190212)
希望教育	2019/3/8	贵州大学科技学院 (70%)	本科独立学院	0.7亿元	现金	9500 (20200229)
中教控股	2019/6/25	四川外国语大学重庆南方翻译学院 (100%)	本科独立学院	10.1亿元	现金	13252 (20190625)
中国新华教育	2019/7/15	昆明医科大学海源学院 (60%)	本科独立学院	9.18亿元 (海源学院+卫生学校合计)	现金代价6.12亿元，配发3.06亿元股份 (海源学院+卫生学校合计)	12000 (18/19 学年)
宇华教育	2019/7/22	山东英才学院 (90%)	本科、专科、职业教育	14.92亿元	现金	31500 (20190719)
希望教育	2019/7/22	贵州大学科技学院 (30%，此前持有70%，合计100%)	本科独立学院	0.78亿元	现金	9500 (20200229)
希望教育	2019/7/29	鹤壁汽车工程职业学院(95%)	专科	1.6亿元	现金	5434 (20200229)
希望教育	2019/8/25	苏州托普信息职业技术学院、昆山技工学校 (100%)	高职、中职	4亿元人民币	现金 (3.76亿元现金+0.24亿元偿债)	5500 (20190825)
希望教育	2019/8/29	银川若干所学校 (能源学院、职业学校、技工学校、培训中心、银大汽修厂、银大驾校) (100%)	本科、中职、技校等	14.5亿人民币	现金	15569 (20200229)
中教控股	2019/10/16	澳大利亚国王学院(100%)	本科	1.28亿澳元	现金	2455 (20190901)
中教控股	2020/1/12	郑州城轨交通中等专业学校 (20%，此前持有80%，合计100%)	中专、中职	2.38亿元	现金	-
中国科培	2020/1/13	哈尔滨石油学院 (100%)	本科	14.5亿元	现金	9366 (20200630)
希望教育	2020/3/2	Inti Education 马来西亚的1所大学和5所学院 (62.11%)	海外私立学校	1.4亿美元	现金	16557 (20200229)
新高教集团	2020/5/8	洛阳科技职业学院 (45%，此前持有55%，合计100%)	专科	3.85亿元	现金	27837 (20/21 学年)
新高教集团	2020/7/29	广西三所学校 (广西英华国际职业学院、广西钦州英华国际职业技术学校及广西英华国际职业学院附属中学之统称) (39%，此前持有51%，合计90%)	专科、中职、高中	1.52亿元	现金	13382 (20/21 学年)
中教控股	2020/8/10	海口经济学院及海口经济学院附属艺术学校	本科、专科	13.56亿元	现金	50600
中汇集团	2020/12/4	四川城市技师学院、四川城市职业学院 (51%)	专科、技校	7.50亿元	现金	2.5万人 (20/21)

高校：长期需求供应足，短期政策红利窗口期，独立学院转设加速，并购项目持续落地

独立学院转设加速，为高教集团提供更丰富的优质潜在并购标的

- **自2018年以来，独立学院转设进展明显加快：**2017年教育部批准转设0所，2018年3所，2019年6所，截止12月25日，2020年全国已有68所独立学院完成转设方案批复工作，其中转民办普通本科高校39所，转地方公办高校19所。光2020年11月11日当日审批通过的独立学院转设便达到21所，12月24日当日审批通过33所独立学院，超过之前所有转设的独立学院的数量之和，政策支持信号明显。
- **上市公司旗下多含有独立学院，转设完成后或将为上市公司带来更大收益：**
 - ① **节约支付给大校的管理费用支出：**独立学院的社会组织或个人举办者需要将收取的学费按约定比例以管理费形式支付给大校。一年的管理费通常为营收的5-20%，转设后，再支付一次性“分手费”即可，“分手费”一般等于2-4年的管理费，之后便不用再每年支付年费。上市公司旗下独立学院转设将节省大笔大校管理费用支出，提升上市公司利润率。
 - ② **转设后学费、学额的增长：**根据2020年5月15日，教育部办公厅发布《关于加快推进独立学院转设工作的实施方案》，国家对按期完成转设的举办高校和转设后独立设置的学校提供招生计划方面的政策支持，并且独立学院转设后会放开学费限制，学费、学额两方面驱动民办高校收入增加。集团旗下的独立学院完成转设后也会带来学额增长。

2020年以来批准转设的独立学院数量明显增多



主要上市公司旗下独立学院转设进展

公司	转设后学校	转设前学校	日期	状态
华夏视听教育	南京传媒学院	传媒大学南广学院	2020年3月	转设完成
中教控股	烟台科技学院 广州应用科技学院	济南大学泉城学院	2020年10月	已获批通过
		广州大学松田学院	2020年7月	已获批通过
		四川外国语大学重庆南方翻译学院	2020年5月	已申请
新高教集团		湖北民族大学科技学院	2020年10月	已申请
		兰州理工大学技术工程学院	2020年9月	已申请
希望教育		山西医科大学晋祠学院		方案制定中
		西南交通大学希望学院		方案制定中
		贵州财经大学商务学院		方案制定中
		贵州大学科技学院		方案制定中

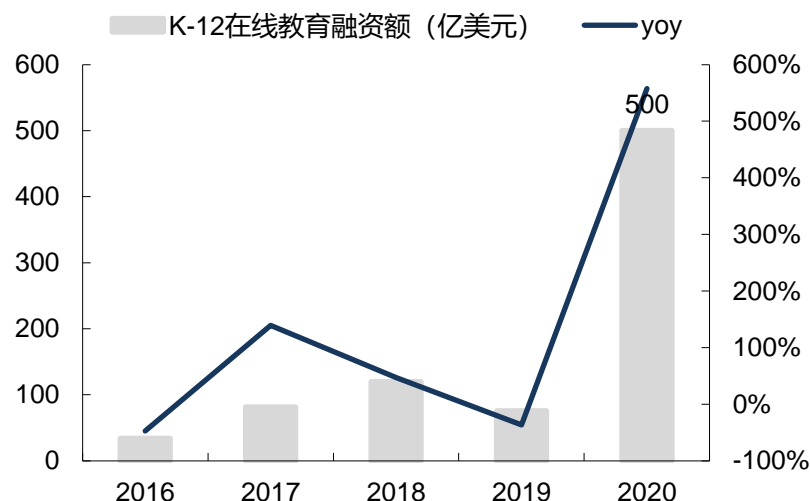
在线教育：线上大班双师为主战场，战况激烈未见盈利苗头

- **在线教育先是互联网公司，其次才是教育公司。** 相对于线下连锁而言，互联网的逻辑是中心化的，马太效应极强且极快，且互联网公司早期，都是靠融资运营的，激烈的厮杀下，最终不可能留下太多玩家。在线教育首先是互联网公司，其次才是教育公司。
- **平台垄断必是血战，烧到最后只剩两三家公司才能停下来。** 平台垄断功能的在线教育公司通过不断烧钱，补贴用户，然后继续融资，直到采取同样方式的企业，资金枯竭而死，最后剩下2-3家活下来，形成寡头垄断的格局后再改善盈利模型。
- **疫情催化下，在线教育获得资本热捧，获客投放竞争加剧：** 2020年疫情催化下，在线教育迎来了新的发展风口线上大班双师为主战场，据IT桔子，2020年1-11月在线教育行业共披露89起融资事件，融资总额较去年同期激增257%。
- **2020年在线K12融资额已超500亿美元。** 据Fastdata统计，算上作业帮12月28日宣布完成的16亿美元E+轮投资，2020年中国K-12在线教育行业融资额已超过500亿美元，超过此前10年行业融资额总和。

19年以来主要头部机构均获得了大量融资

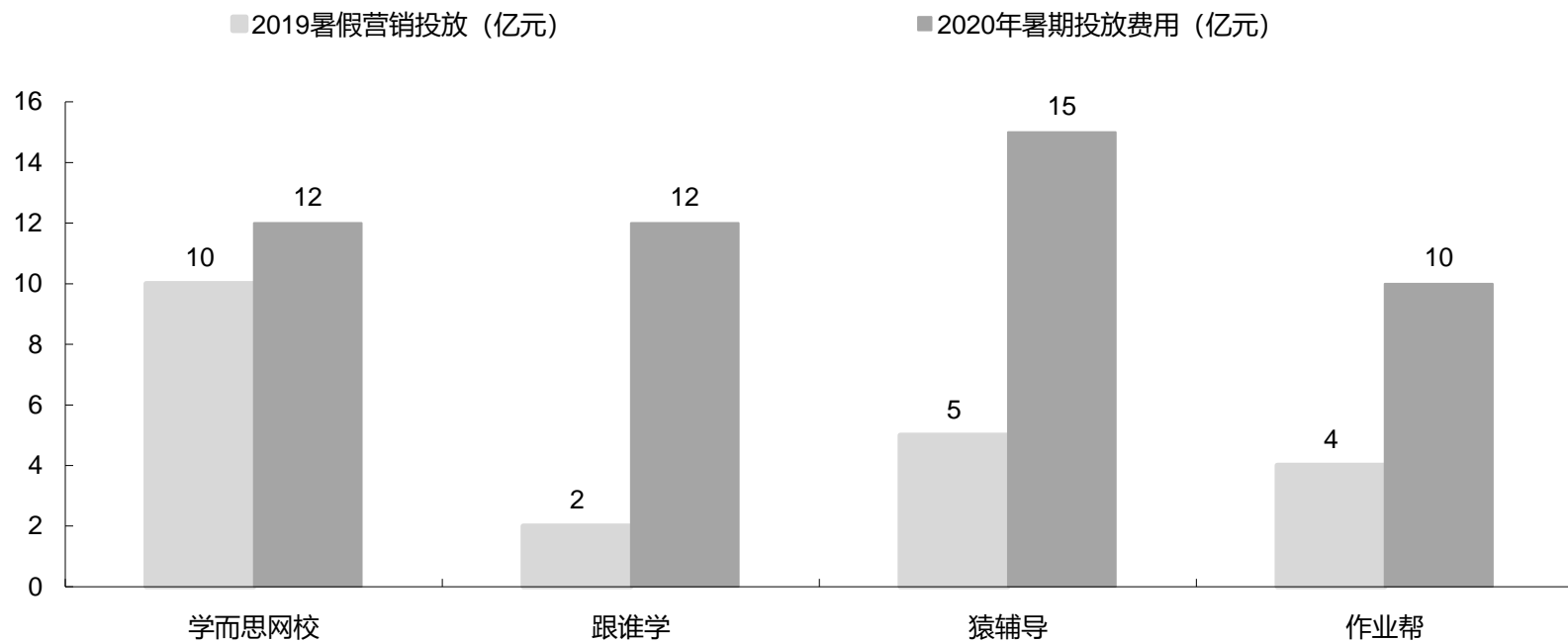
	融资日期	融资规模 (亿美元)	投后估值 (亿美元)	领投资方
猿辅导	2020/10	10	155	DST, 中信产业基金, GIC
	2020/8	12	130	腾讯投资, 高瓴资本, 博裕投资
	2020/3	10	120	腾讯投资, 高瓴资本, 博裕投资
作业帮	2020/6	7.5	110	方源资本, 老虎基金, 卡塔尔投资局
	2018/7	3.5	-	Coatue Management, 高盛集团, 春华资本
VIPKID	2019/9	-	40.7	腾讯投资
	2018/6	5	-	Coatue Management, 腾讯投资, 红杉中国
	2017/8	2	-	红杉中国, 腾讯投资, 真格基金
掌门1对1	2020/9	4	39.5	软银愿景基金、元生资本、CMC资本
	2019/1	3.5	-	中投证券, Sofina SA, 海通国际
	2017/12	1.2	11.9	华平投资, 元生资本
火花思维	2020/10	1	-	腾讯投资, 凯雷亚洲基金, 猿辅导
	2020/8	1.5	15.8	KKR, GGV纪源资本, 金沙江创投
	2020/4	0.3	-	快手

2020年暑假在线教育头部机构营销投放大幅增加



- 面对市场需求的高速增长，各大在线教育机构也加大暑期投放力度。据芥末堆统计，2020年暑期前10大在线教育企业营销投放高达100亿元（19年暑假50亿元不到）。其中增长较快的是跟谁学、猿辅导和作业帮，投放金额分别同比增长500%，200%，150%。
- 在烧钱抢课大战的背景下，机构的获客成本也显著提升。根据芥末堆以上数据估算，主要机构的正价班平均获客成本超过3000元/人，而去年同期为2000元/人，获客成本大幅提升约50%。

2020年暑假在线教育头部机构营销投放大幅增加



建议关注：中公教育，新东方，希望教育，天立教育

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002607.SZ	中公教育	2,117	34.33	0.29	0.41	0.56	118	83	61	买入
9901.HK	新东方-S	2,244	1,319	18.61	19.08	27.41	60	58	40	买入
1765.HK	希望教育*	151	2.09	0.02	0.08	0.14	98	22	12	买入
1773.HK	天立教育	162	7.80	0.13	0.18	0.24	51	37	27	未评级

中公教育

- ❑ **模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，头部效应明显，大品牌具有强定价权：**职业招录类考试属于模糊且重要的考试，考试内容和框架规则存在较大信息不对称性，学生试错成本高，在备考时会更倾向于选择头部大品牌。学生支付意愿强，大品牌拥有强定价权，有提价空间。
- ❑ **“内卷”加剧，就业压力大，渗透率有望持续提升：**受疫情影响，行业内卷加剧，焦虑感提升职业考试参培率，公司多项业务（考研培训、教师招录、军队文职等）潜在需求有望增强

新东方

- ❑ **标准化体系：**两次重大转型后，新东方主力业务转型以中学阶段为主的K-12培训，标准化体系已建立并逐步替代名师模式，规模化管理效益提升。
- ❑ **低线城市下沉带来广阔的拓展空间：**近年来公司奉行下沉战略，网点扩张速度较快；下沉市场K-12培训需求稳固且有较大拓展空间。

希望教育

- ❑ **民办高等教育需求稳定增长，公司并购经验丰富，未来增长可期。**我们认为公司未来增长主要来源于四个方面：①原有学校的内生增长；②外延并购国内高校（直接收购或者买牌照自建）；③寻求海外高校的收购机会，实现国内外布局共振；④自建学校。

天立教育

- ❑ **品牌优势突出，省外扩张高速推进，公司未来业绩规模均保持高速增长：**1) 公司为西南地区K12民办学校龙头企业，出色的升学率和品牌优势保证了稳定增长的生源。2) 2020年以来公司四川省外扩张高速推进中，已有多个项目落地在建中，未来业绩规模均有望保持高速增长。

风险提示：新校区扩展不及预期，市场竞争加剧，疫情，并购落地及整合不及预期，政策风险等

主要零售行业公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
9988.HK	阿里巴巴-SW	50,693	236.20	7.10	6.99	8.70	28	28	23	买入
9618.HK	京东集团-SW	10,572	337.80	4.18	6.88	6.45	68	41	44	买入
PDD.O	拼多多	2,038	166.19	-1.51	-1.48	0.25	-719	-731	4,274	买入
603613.SH	国联股份	304	128.02	1.32	1.14	1.81	97	113	71	买入
300866.SZ	安克创新	702	172.70	1.97	2.15	2.92	88	80	59	买入
002127.SZ	南极电商	335	13.66	0.49	0.63	0.80	28	22	17	买入
MNSO.N	名创优品	81	26.68	-0.26	-0.41	0.87	-670	-429	201	增持
603605.SH	珀莱雅	347	172.37	1.96	2.39	3.06	88	72	56	增持
688363.SH	华熙生物	659	137.37	1.34	1.39	1.89	103	99	73	买入
600315.SH	上海家化	233	34.40	0.83	0.56	0.74	41	62	46	买入
A20333.SZ	贝泰妮	-	-	1.14	1.52	2.21	-	-	-	未覆盖
300896.SZ	爱美客	763	634.75	3.40	3.46	5.20	187	184	122	买入
2331.HK	李宁	1,293	51.95	0.62	0.64	0.83	70	68	52	买入
2020.HK	安踏体育	3,331	123.20	1.99	1.95	2.86	52	53	36	买入
3998.HK	波司登	416	3.86	0.11	0.14	0.17	29	23	19	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (2020-12-29), 注1: 市值、收盘价均为原始货币, EPS均为人民币, EPS预测均为Wind一致预期, 港股PE按0.84人民币/港币的汇率换算
注2: 阿里巴巴、波司登财期为0331, 名创优品财期为0630, 这两家公司的2019A对应FY2020A。

教育行业公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002607.SZ	中公教育	2,117	34.33	0.29	0.41	0.56	118	83	61	买入
300192.SZ	科德教育	42	14.09	0.33	0.59	0.79	43	24	18	买入
000526.SZ	紫光学大	50	52.47	0.14	0.03	0.78	364	1,516	50	未评级
9901.HK	新东方-S	2,244	1,319	18.61	19.08	27.41	60	58	40	买入
TAL.N	好未来	411	68.60	-0.56	1.54	3.23	-123	45	21	未评级
0667.HK	中国东方教育	379	17.30	0.43	0.36	0.54	34	40	27	买入
0839.HK	中教控股*	312	14.50	0.31	0.60	0.74	39	20	16	买入
1765.HK	希望教育*	151	2.09	0.02	0.08	0.14	98	22	12	买入
6169.HK	宇华教育*	223	6.67	0.06	0.38	0.44	93	15	13	未评级
1981.HK	华夏视听教育	123	7.38	0.15	0.17	0.26	41	36	24	买入
1890.HK	中国科培	102	5.04	0.23	0.29	0.37	18	14	11	买入
0382.HK	中汇集团*	87	8.59	0.29	0.38	0.51	25	19	14	未评级
1773.HK	天立教育	162	7.80	0.13	0.18	0.24	51	37	27	未评级
6068.HK	睿见教育*	83	3.79	0.25	0.29	0.33	13	11	10	未评级
1317.HK	枫叶教育*	61	2.05	0.17	0.23	0.26	10	8	7	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 数据截至2020年12月29日。

注1: 港股和美股收盘价分别为港币和美元, EPS除好未来、新东方为美元外, 其他均为人民币, 汇率港币/人民币为0.84元, 美元/人民币为6.7元。

注2: 标*的公司财期为0831, 其2019A的数据为FY2020A。表中EPS预测值均来自Wind一致预期

风险提示

- **疫情反复：**目前全国各地仍有零星的疫情反弹，若反弹无法被控制，线下消费可能会再次暂停，影响整体社零乃至宏观经济形式。
- **消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者的消费能力也可能受到影响。此外，线上渠道在高基数背景下，未来增速可能进一步放缓。
- **市场竞争加剧：**新兴品牌商的成功模式存在被其他竞争对手学习和模仿的可能，市场竞争可能加剧。如果公司不能持续巩固自身竞争优势，未来可能存在被对手赶超的风险。
- **品类扩张的风险：**近年来新兴品牌商在优势品类基础之上，开始拓展新的品类，这要求企业能不断开发出适销对路的新品类和新产品。因此行业内公司面临不能充分了解市场需求信息、提高研发设计能力，引致的不能准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的品类扩张风险。
- **国际形势紧张：**安克创新等跨境电商及名创优品等大型连锁零售品牌在国外具有较多的业务，如若国际形势发生进一步恶化，有可能会影响其正常营业。
- **政策风险：**如阿里巴巴近来涉及的反垄断调查、教育行业涉及的民促法落地不确定性等风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园