

证券研究报告—深度报告

商业贸易

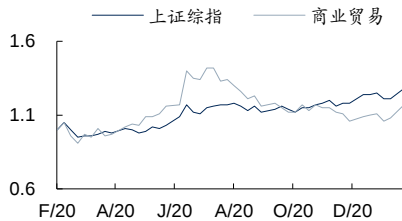
商贸零售 2021 年 4 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《商贸零售 2021 年 2 月投资策略暨 2020 年年报前瞻: 疫情反复影响短期复苏节奏, 关注基本面绩优龙头》——2021-02-01
《化妆品行业系列研究之八: 从完美日记看美妆新锐的数字化革命之路》——2021-01-25
《商贸零售 2021 年 1 月投资策略: 可选消费有望加速复苏, 紧抓优质赛道龙头》——2021-01-14
《生鲜零售系列二之社区团购专题: 下沉市场效率革命开启, 低价竞争后重视供应链价值》——2020-12-21
《商贸零售 2020 年 12 月投资策略: 紧抓优质赛道龙头, 把握可选复苏机遇》——2020-12-17

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001
联系人: 柳旭
电话: 13246725957
E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

行业投资策略

可选消费彰显复苏弹性, 关注财报绩优龙头

● 投资建议: 可选消费彰显复苏弹性, 关注财报绩优龙头

整体来看 21 年消费行业复苏趋势明朗, 1-2 月社零消费数据中可选消费复苏弹性凸显, Q1 有望在去年疫情影响的低基数下实现快速修复, 而龙头企业在前期积累的规模优势下通过渠道转型和产品升级, 疫情期间进一步打磨了自身的经营韧性, 全年具备更高的复苏确定性。具体来看:

1) 中长期继续关注所处赛道成长性优异, 在近期股价调整下有望迎来估值回归后布局机会的优质赛道龙头: 一是重点关注 Q1 基本面扎实, 且产品升级表现优异并持续深耕全渠道布局的国货美妆龙头珀莱雅、上海家化等; 二是建议关注虽然短期估值相对高位, 但行业长期成长性依旧突出, 且相关企业随产品管线逐步布局带动成长确定性的医美龙头爱美客、华熙生物等。2) 短期建议关注估值性价比突出, 且基本面具备一定预期积极变化的细分市场优质标的, 相关公司历经疫情洗礼, 在自身积极变革下有望受益所处行业结构性变革机遇, 并有望全年在低基数上实现确定性反弹。推荐关注黄金珠宝龙头周大生、老凤祥, 化妆品中御家汇、丸美股份及青松股份, 以及百货数字化标杆天虹股份。

● 功效护肤赛道升温, 关注积极布局的本土龙头

功效护肤赛道红利爆发, 资本市场关注度不断提升, 19 年行业规模 135.5 亿元, 五年复合增速 23.2%, 远高于日化行业整体水平。受益消费升级下居民护肤理念不断成熟, 以及社媒营销红利的释放, 行业高景气仍将得到保障。同时, 监管强化以及流量成本提升将加速出清中小品牌推动集中度提升, 19 年 CR5 市占率 63.5%, 其中本土品牌表现突出。

● 行业数据及行情综述: 社零增速超 30%, 整体取得恢复性高增长

21 年 1-2 月社零总额 69737 亿元, 同比 20 年+33.8%, 与 19 年相比亦取得 6.4% 的增速, 整体消费取得恢复性高增长, 其中黄金珠宝等可选消费表现亮眼。行情方面, 2021 年 3 月, SW 商业贸易指数上涨 0.93%, 沪深 300 指数下跌 5.40%, 板块跑赢大盘 6.33pct, 涨跌幅在申万 28 个子行业中排名第 11 位, 整体表现中上游。

● 风险提示:

疫情形势恶化影响行业基本面; 企业展店不及预期; 电商发展不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	160.99	32377.81	2.42	3.27	66.52	49.23
600315	上海家化	买入	46.45	31491.68	0.63	0.83	73.73	55.96
300740	周大生	买入	35.85	26199.74	1.38	1.78	25.86	20.17
300896	爱美客	买入	434.40	93986.78	3.66	5.67	118.74	76.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 其中上海家化、周大生、爱美客 2020 年为实际值

内容目录

投资建议：调整中关注绩优个股布局机会	3
功效护肤赛道升温，关注积极布局的本土龙头	3
行业驱动：消费升级为基础驱动力，新媒体电商爆发是重要催化剂	5
竞争格局：护肤品整体格局相对分散，但功效护肤市场集中度较高	6
近期行业数据跟踪	9
社零数据	9
消费者指数	9
市场行情：整体表现跑赢大盘	10
板块行情及估值	10
个股行情	11
国信证券投资评级	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

图表目录

图 1：中国皮肤科级护肤品市场规模及增速	4
图 2：功能性护肤品的分拆定义	4
图 3：敏感肌主要为皮肤屏障受损导致	5
图 4：我国敏感肌人群比例较高	5
图 5：消费升级下美丽产业的进阶升级	5
图 6：各国皮肤科级护肤品人均销售额对比（美元）	5
图 7：消费者获取化妆品信息的主要渠道占比（%）	6
图 8：专家型 KOL 种草示例	6
图 9：不同美妆细分品类对于营销和技术的重要性要求	8
图 10：各国皮肤学级护肤品市场占比较高的均为本土品牌	8
图 11：美妆和医美在功效性护肤领域实现融合发展	8
图 12：社会消费品零售总额同比变化情况（%）	9
图 13：实物商品网上零售额累计同比及占社零比重（%）	9
图 14：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）	9
图 15：近年来月度消费者信心/满意/预期指数情况	10
图 16：2021 年 3 月板块指数走势变化（%）	10
图 17：2021 年 3 月板块指数走势变化（%）	10
图 18：2021 年 3 月申万一级行业指数区间涨跌幅对比（%）	11
图 19：SW 商业贸易指数 2010 年以来市盈率（TTM）	11
表 1：国信零售策略组合各月及相关指数收益率情况	3
表 2：国内外知名的专业功能性化妆品品牌介绍	4
表 3：皮肤学护肤品市场竞争格局	7
表 4：商贸零售板块 2021 年 3 月个股涨跌幅排行榜（截至 3 月 31 日）	11

投资建议：调整中关注绩优个股布局机会

整体来看 21 年消费行业复苏趋势明朗，1-2 月社零消费数据中可选消费板块复苏弹性凸显，Q1 有望在去年疫情影响的低基数下实现快速修复，而龙头企业在前期积累的规模优势下通过渠道转型和产品升级，疫情期间进一步打磨了自身的经营韧性，全年具备更高的复苏确定性。具体来看：

1) 中长期继续关注所处赛道成长性优异，在近期股价调整下，有望迎来估值回归后布局机会的优质赛道龙头，一是重点关注 Q1 基本面扎实，且产品升级表现优异并持续深耕全渠道布局的国货美妆龙头珀莱雅、上海家化等；二是建议关注虽然短期估值相对高位，但行业长期成长性依旧突出，且相关企业随产品管线逐步布局带动成长确定性的医美龙头爱美客、华熙生物等。2) 短期关注估值性价比突出，且基本面具备一定预期积极变化的细分市场优质标的，相关公司历经疫情洗礼，在自身积极变革下有望受益所处行业结构性变革机遇，并有望全年在低基数上实现确定性反弹。推荐关注黄金珠宝龙头周大生、老凤祥，化妆品中御家汇、丸美股份及青松股份，以及百货数字化标杆天虹股份。

本月投资组合：珀莱雅、上海家化、周大生、爱美客

往期投资组合回顾方面，3 月策略我们推荐的投资组合中，上海家化和周大生分别上涨 4.44%/7.76%，珀莱雅下跌 5.15%。

表 1：国信零售策略组合各月及相关指数收益率情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300	商贸零售	恒生综指
2021 年 1 月 2021/1/15-2021/1/31	珀莱雅	-4.04%	-2.17%	-4.20%	
	上海家化	9.12%			
	御家汇	-2.01%			
	爱美客	7.82%			
2021 年 2 月 2021/2/1-2021/2/28	珀莱雅	-9.68%	-0.28%	3.14%	
	上海家化	16.05%			
	周大生	3.67%			
	爱美客	5.59%			
2021 年 3 月 2021/3/1-2021/3/31	珀莱雅	-5.15%	-5.40%	0.93%	
	上海家化	4.44%			
	周大生	7.76%			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

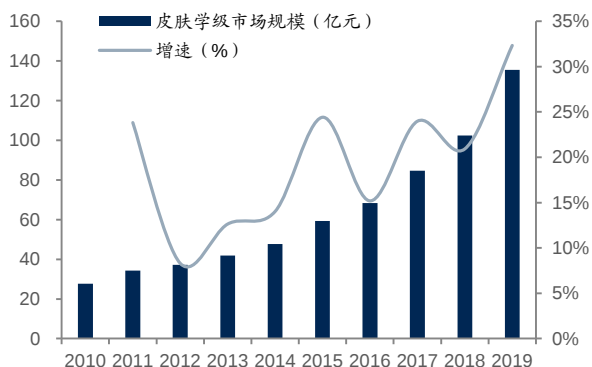
功效护肤赛道升温，关注积极布局的本土龙头

功效性护肤品赛道是美妆行业内近年来增速最为迅猛的细分赛道。随着相关优质龙头的上市，资本市场关注度持续升温。其此前常常以“药妆”概念出现在消费者面前，主要指以医学理论为核心指导思想，突出**专业性、针对性、功效性、安全性**，主要用途是美容护肤和促进皮肤健康，解决轻微肌肤问题。目前这一市场按照产品类型不同，又可以分为两类：

1) 一类是专注于敏感肌皮肤护理的品牌，相对而言这类品牌的产品在成分上强调**天然提取无化学添加物**，在用途上强调“**皮肤屏障的修复**”，同时品类较为齐全，是围绕着敏感肌问题从洁面到水乳膏霜方面的全方位护理；

2) 另一类是主打集中护理的成分党品牌，相对而言，它们主打的成分均以**化学成分**为主，根据想要达到的不同护肤效果，突出**所对应的护肤成分**，进行**密集集中的针对性解决**。包括传统大牌旗下的产品线，如主打针对美白问题的烟酰胺成分的 OLAY 小白瓶系列，和以特色成分为主要卖点的成分党品牌，如华熙生物旗下主打针对保湿补水问题的玻尿酸成分的润百颜等。

图 1：中国皮肤科级护肤品市场规模及增速



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 2：功能性护肤品的分拆定义



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

针对第一种类别，相应市场规模可参考 Euromonitor 统计的皮肤学级护肤品市场规模数据，根据数据显示，2019 年度皮肤学级护肤品市场容量为 135.51 亿元，2014 年-2019 年年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体水平，而受益消费升级大趋势，以及社媒营销红利的释放和专业型销售渠道的完善，皮肤学级护肤品市场未来预计仍将保持高速增长。

具体从目前国内外知名的专业功能性化妆品品牌的品牌背景来看，我们所熟知的针对敏感肌护理的雅漾、丝塔芙、理肤泉、CeraVe 和薇诺娜品牌，以及主打成分的强功效化妆品品牌修丽可、润百颜以及赛缪斯等均有制药的背景，它们多数由药剂师/皮肤学家/生物制药企业创立，后来在发展过程中，也有部分品牌被化妆品巨头和私募基金收购。

表 2：国内外知名的专业功能性化妆品品牌介绍

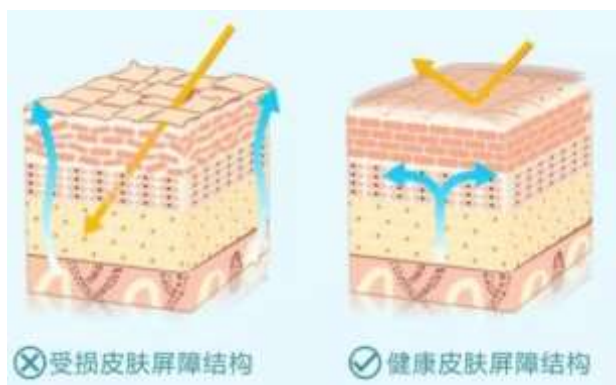
品牌	品牌主打	品牌创立背景	目前所属公司
敏感肌护理化妆品品牌			
雅漾	安全低敏	创始人药剂师皮尔法伯	目前属于法国制药巨头皮尔法伯制药集团
丝塔芙	安全低敏	丝塔芙由雀巢公司和欧莱雅公司合资建立的一家制药公司所创立，该制药公司专门致力于皮肤科药物的研究和生产。	2019 年被瑞士私募股权联合阿布扎比投资局收购
理肤泉	安全低敏	1617 年法国理肤泉成为欧洲第一个皮肤病温泉治疗中心，1975 年，理肤泉实验室成立	1989 年被欧莱雅集团收购
CeraVe	安全低敏	2005 年由美国医学研究员与专业皮肤科医生合作开发的 CeraVe 品牌诞生	2017 年欧莱雅集团从加拿大威朗制药集团收购该品牌
Eucerin	安全低敏	皮肤科专家 Lifschütz 博士	德国拜尔斯道夫集团
薇诺娜	安全低敏	创始人原滇红药业创始人郭振宇教授	云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司
主打成分的强功效性化妆品品牌			
修丽可	高功效原液护肤	创始人杜克大学皮肤学荣誉教授谢尔顿-皮纳尔	2005 年被欧莱雅集团收购
润百颜	主打玻尿酸护肤	国内玻尿酸原料龙头华熙生物创立	华熙生物
赛缪斯	生物科技、细胞护肤	2014 年美国赛诺凡生物科技联合华东医药创立	赛诺凡生物科技有限公司

资料来源: 各公司官网、国信证券经济研究所整理

其中对于近期板块龙头纷纷布局的敏感肌护肤产品，根据《中国敏感性皮肤诊治专家共识》中对敏感肌肤的定义，特指皮肤在生理或者病理条件下发生的一种高反应状态，主要发生于面部，表现为受到物理、化学、精神等因素刺激时，皮肤容易出现灼热、刺痛、瘙痒以及紧绷感等主观症状，有时还伴有红斑、鳞屑、毛细血管扩张等客观体征。

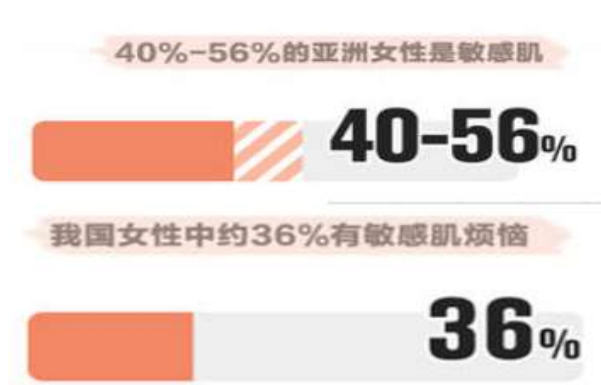
需要注意的是，“敏感肌”不等于“皮肤过敏”，而是一种长期处于“敏感”状态下的问题肤质。通常由于皮肤屏障受损、角质层过薄等因素，导致皮肤对某些外在作用，如酒精、酸性较强化妆品、暴晒、甚至是换季等刺激因素的耐受性降低。因此，敏感肌护肤主要强调的是修复和舒缓受损的皮肤屏障，采用温和科学的配方，凸显产品的安全性和专业性。

图 3：敏感肌主要为皮肤屏障受损导致



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，国信证券经济研究所整理

图 4：我国敏感肌人群比例较高



资料来源：《中国敏感性皮肤诊治专家共识》，国信证券经济研究所整理

由于近年来受空气、环境、压力等多因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，根据《中国皮肤性病杂志》2017 年 1 月所刊布的《中国敏感性皮肤诊治专家共识》描述，敏感性皮肤在世界各国均有较高的发生率，预计欧洲为 25.4~89.9%，澳洲约为 50%，美洲女性为 22.3%~50.9%，亚洲女性为 40%~55.98%，我国女性约为 36.1%。庞大的用户基数支撑了市场的长期发展空间。

行业驱动：消费升级为基础驱动力，新媒体电商爆发是重要催化剂

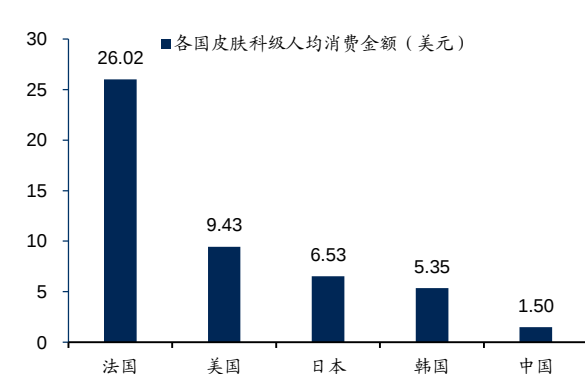
根据 Euromonitor 数据显示，最近 10 年来全世界皮肤学级护肤品销售规模一直稳步上升，整体来看，欧美地区内发达国家的皮肤学级护肤品市场已占护肤品市场较高的水平，如美国/法国 2019 年分别为 14.71%/43.01%，而我国 2019 年仅约 6% 左右，因此从行业渗透率角度，对标欧美市场看我国功能性护肤市场仍有数倍的发展空间。同时，综合考虑客单价提升等因素，预计我国整个功能性化妆品市场相对于欧美仍有 8-10 倍的空间。

图 5：消费升级下美丽产业的进阶升级



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

图 6：各国皮肤科级护肤品人均销售额对比（美元）



资料来源：Euromonitor、ifind、国信证券经济研究所整理
注：人均销售额=欧睿各国皮肤科级规模/2019 年各国总人口
各国货币按 2021 年 2 月 1 日汇率换算成美元

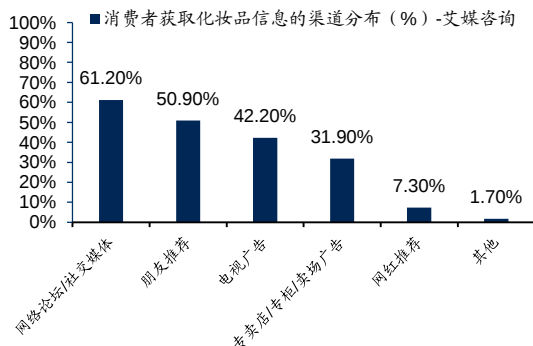
➤ 消费升级带来、对于安全性和功效性的诉求日益增长

我们认为包括敏感肌护肤在内的功能性化妆品崛起的本质在于，在国内消费升级大背景下，消费者正在追求更安全、更健康和更高效的生活方式。这不仅反映在化妆品的消费上，也反映在食品、服装等消费，是我国经济发展从量的增长过渡到质的增长的重要体现之一。而从化妆品行业发展阶段来看，我国护肤品已经经历了高速发展期，护肤品的渗透率已经相对较高，整个护肤品行业正在逐渐迈入成熟期，与此相对的就是消费习惯正在不断地趋于成熟。消费者越来越关注护肤品的具体成分与功效，追本溯源。此外，生活环境的变化加速了功能性化妆品的崛起。随着城镇化进程的推进，各类污染逐渐加重，而皮肤作为人体接触外部环境的主要器官受到影响较大；同时，年轻一代生活和工作压力不断提升，带来一定程度皮肤状态不稳定的同时，衰老现象也在不断提前。

➤ 社媒营销的崛起起到了强大的市场教育作用

当前化妆品品牌方在营销上的思路均已经从传统的营销转化为新兴社交媒体营销，化妆品也已成为了社交电商的重要品类之一。过去，传统媒介本身距离感较强，品牌方很少将这种严谨、枯燥的专业护肤知识传达给消费者。但进入到新媒体时代，品牌多年的科研积淀正不断通过短视频以及小红书文案等生动的方式传递给消费者。同时，2015年网红经济爆发之后，大量的KOL也需要寻求流量变现，而美妆品类由于营销竞争相对激烈，整体产品佣金率也相对较高，使得大量的网红KOL也具备较强的带货动力。根据微博数据中心调查问卷显示，有73%的人选择通过微博、美妆APP等新媒体进行化妆/护肤品信息的获取。这期间，不少国产化妆品品牌植根本土市场，能够更快速地捕捉市场偏好，并结合市场热点利用新兴媒体打造口碑爆款。

图 7：消费者获取化妆品信息的主要渠道占比（%）



资料来源：艾媒咨询，国信证券经济研究所整理

图 8：专家型 KOL 种草示例



资料来源：聚美丽，国信证券经济研究所整理

具体来看，一方面，当下品牌充分利用内容营销新媒介，将医生和学术界人士作为 KOL 来背书，他们运用浅显易懂的话语对化妆品的功效原理进行二次创作与传播。另一方面，很多 KOL 也为了积攒流量，开始进行化妆品功效的讨论和推荐，而基于专业的护肤知识的营销本身就具有较强的社交价值。这些业界专家以及 KOL 们对成分和产品功效的宣传在消费者当中形成裂变，起到了消费者教育的作用，使得越来越多的人普通消费者也开始关注、讨论、并购买功效性化妆品。

竞争格局：护肤品整体格局相对分散，但功效护肤市场集中度较高

随着国内企业研发实力的提升、产品质量的提高，本土化妆品企业依靠对国内用户需求的深度理解以及本地资源优势，逐渐摸索出了适合自身发展的品牌定位，同时借助消费升级以及电商渠道的快速发展，在市场上迅速崛起，行业地

位、品牌影响力不断提高，竞争优势也越来越明显。根据 Euromonitor 的统计，2019 年已经有 4 个本土品牌跻身护肤品市场前十榜单。

➤ 国内皮肤学级护肤细分赛道中，薇诺娜作为国货代表已实现弯道超车

在国内皮肤科级护肤品的细分赛道领域，根据 Euromonitor (LBNBrand Shares) 的统计，2019 年度“薇诺娜”品牌在国内皮肤学级护肤品市场排名第 1，排名前 5 的其他品牌包括雅漾、理肤泉、贝德玛、薇姿等知名国际化妆品品牌。薇诺娜凭借“舒敏保湿特护霜”、“舒敏保湿润肤水”、“舒敏保湿修护精华液”等多款敏感肌肤护理产品在国内皮肤学级护肤品市场占据了 20.5% 的市场份额。

表 3：皮肤学护肤品市场竞争格局

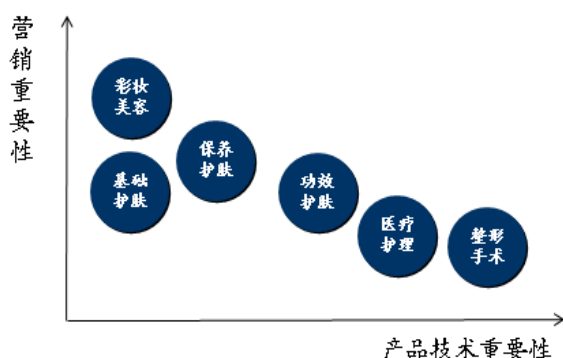
品牌	所属公司	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2018-2019 年市占率变化 (%)
薇诺娜	云南昆明贝泰妮有限公司	3.1	6.8	10.3	13.1	17	20.5	3.5
雅漾	法国雅漾	29.8	27.8	25.3	22.3	18.2	14.5	-3.7
理肤泉	欧莱雅中国有限公司	12.4	13.1	13	12.5	12.2	12.5	0.3
贝德玛	贝德玛实验室有限公司	2	3.6	6.8	9.3	9.4	8.9	-0.5
薇姿	欧莱雅中国有限公司	21.3	16.7	13.3	10.6	9.1	7.1	-2
芙丽芳丝	上海嘉娜宝化妆品有限公司	5.9	5.6	5.3	5.9	6.4	6.3	-0.1
怡思丁	广州怡思丁有限公司	-	1	1.3	1.9	3	5.2	2.2
修丽可	欧莱雅中国有限公司	-	-	1.2	1.4	2.3	4.6	2.3
比度克	湖北比度克生物化学产品有限公司	6.3	7	5.3	5.3	4.9	4	-0.9
艾维诺婴儿	强生控股中国	-	-	0.7	1.5	2.8	3.9	1.1
施巴婴儿	施巴有限公司	8.6	6.7	6.1	5.3	4.7	3.8	-0.9
丝塔芙	高德美有限公司	7.2	8.1	6.5	5.3	4.3	3.1	-1.2
玉泽	上海家化联合有限公司	1.3	1.6	2.2	2.5	2.8	2.8	0
欧缦丽	欧缦丽有限公司	1.6	1.7	2	2.3	2	1.7	-0.3
妙思乐	百润（中国）有限公司	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

我们认为，从基础护肤到功效型护肤再到轻医美，对于产品硬研发技术实力的要求变得越来越高，而对于纯粹的品牌营销能力要求相对没有那么高，或者说营销的出发点越来越基于产品本身。这也是为什么在功效型护肤领域国产品牌相对更加具备弯道超车可能的原因之一。本土品牌在品牌力层面的营销与国际品牌相比差距缩短需要时间的沉淀和文化等外部环境因素加成，而产品硬实力差距的缩短在短期则更有可能性。

其次，我们也看到，国际上皮肤学级护肤市场均是本土的品牌市占率靠前，一方面本土品牌相对更加了解本土居民的肤质特点，能够推出更具针对性的修复产品；另一方面，从我国目前情况来看，年轻消费者越来越聪明，互联网解决了信息不对称性，消费者在消费过程中更加注重产品本身，对于国货也不再存在偏见。

图 9：不同美妆细分品类对于营销和技术的重要性要求



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

图 10：各国皮肤学级护肤品市场占比较高的均为本土品牌

国家	市占率前三品牌	2019 年销售市占率	本土/海外
美国	Proactiv (Nestlé SA)	20.30%	本土
	Aveeno 艾唯诺	17.70%	本土
	Cetaphil 丝塔芙	13.10%	本土
法国	Avène 雅漾	20.10%	本土
	La Roche-Posay 理肤肤	17.70%	本土
	Bioderma 贝德玛	12.30%	本土
日本	Dr.Ci.Labo 城野医生	31.10%	本土
	Curel 珂润	27.10%	本土
	d program	13.90%	本土

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

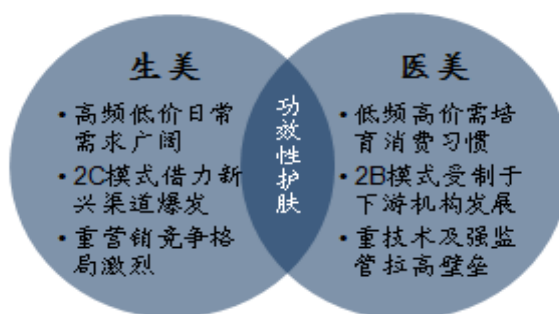
➤ 双美融合加速，有望不断做大蛋糕

近年来看，传统化妆品的生活美容行业 and 不断崛起的医疗美容出现了一定交融，整体来看，两者由于商业模式、产品特征，以及用户画像的差异，展现出较为不同的发展特征：

1) 行业爆发力：生活美容>医疗美容；医美行业虽然空间广阔且壁垒较高，但作为上游产品生产企业由于其 2B 销售模式（受制于下游医美机构渠道发展），以及产品特征（相对低频，单价较高），导致行业销量上的爆发力以及消费者渗透率相对化妆品较低。

2) 行业竞争格局：医美>生美；化妆品行业景气度持续高位，但竞争格局相对较差，单一品牌市占率提升空间有限，且品牌生命周期在激烈的竞争下有不断缩短的趋势，单一品牌很难实现兼具确定性和持续性的高增长。而医美产品生产方一方面本身有着更高的研发生产水平，另一方面合规监管上有着严格的注册审批准入制度，因此已进入市场的相关企业竞争格局相对化妆品较优，相应的经营稳定性也更强。

图 11：美妆和医美在功效性护肤领域实现融合发展



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

目前来看，双方均有向彼此融合的倾向，融合过程中，两者在产品端的交合点就是功效性护肤品：一方面，化妆品企业在竞争加剧下，打造核心产品力是突围关键，而目前功效性护肤不仅是增长最快的品类，并且具备一定研发产品壁垒，有利于企业建立可持续的差异化优势。另一方面，医美产品企业也有诉求依托其较强的产品优势，和前期在专业渠道树立起来的品牌形象，进入需求更加广阔的化妆品业务赛道，获取企业增长的新动能。

从上市公司层面我们看到，上海家化作为传统化妆品龙头也在积极发展专注功

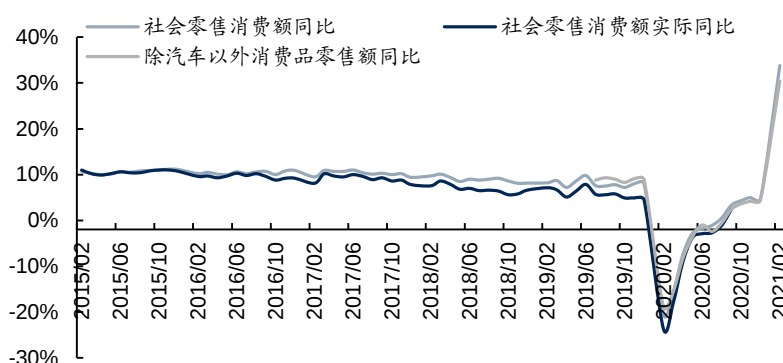
效护肤的“玉泽”品牌业务，珀莱雅以及丸美股份近期也积极通过发展新品牌布局相关赛道；同时华熙生物作为国产玻尿酸医美龙头企业也通过“润百颜”品牌实现了向护肤品业务的切入发展。而在头部玩家不断切入市场的过程中，行业蛋糕也有望被不断做大。

近期行业数据跟踪

社零数据

2021年1-2月社零总额69737亿元，同比+33.8%，剔除汽车影响后同比+304%，扣除价格因素后实际同比+34.3%。与19年相比，社零总额增长6.4%，整体消费取得恢复性高增长。

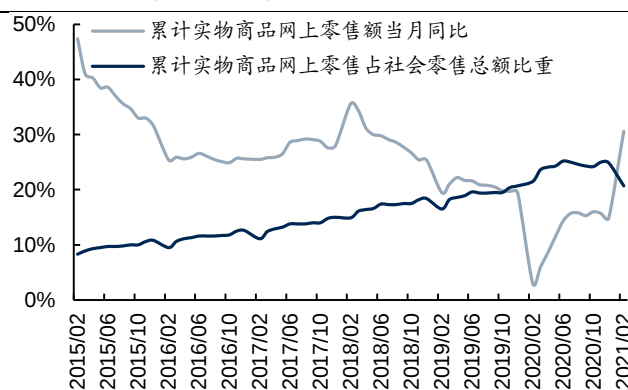
图 12：社会消费品零售总额同比变化情况（%）



资料来源:Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

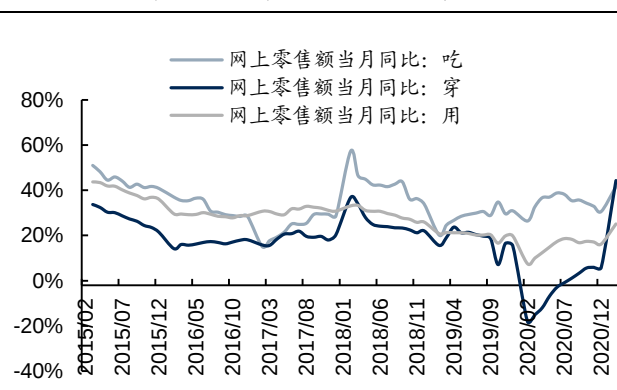
电商方面，2021年1-2月实物商品网上零售额同比+30.6%，渗透率20.7%，较20年12月略降0.8pct，其中吃、穿和用类商品分别同比41.6%/+44.3%和+25.1%。

图 13：实物商品网上零售额累计同比及占社零比重（%）



资料来源:Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 14：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）

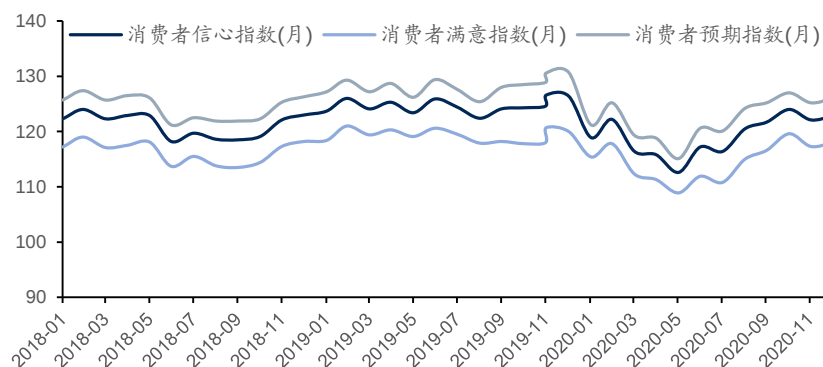


资料来源:Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

消费者指数

2021年1月消费者信心指数122.80，2020年11月/12月消费者信心指数分别为124.00/122.10。此外，2021年1月消费者满意指数/消费者预期指数分别为118.00/126.00，环比2020年12月分别+0.7/+0.8。

图 15: 近年来月度消费者信心/满意/预期指数情况



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

市场行情: 整体表现跑赢大盘

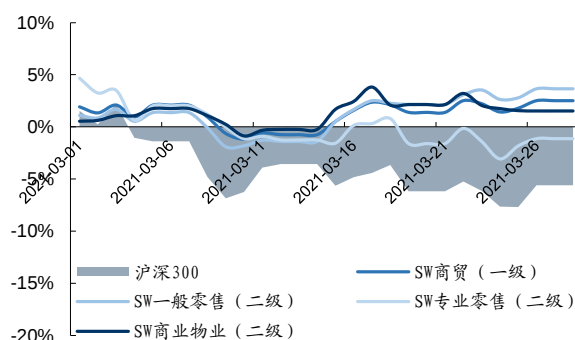
板块行情及估值

2021 年 3 月, SW 商业贸易指数上涨 0.93%, 沪深 300 指数下跌 5.40%, 板块跑赢大盘 6.33pct, 表现较好。分子行业看, 一般零售/专业零售分别 +2.24%/-3.83%, 商业物业下跌 0.30%。三级子版块方面, 超市板块 3 月整体下跌 3.75%, 百货/多业态板块月分别上涨 5.56%/5.00%。

横向对比来看, 2021 年 3 月 SW 商业贸易板块指数涨跌幅在申万 28 个子行业中排名第 11 位, 整体表现中上游。

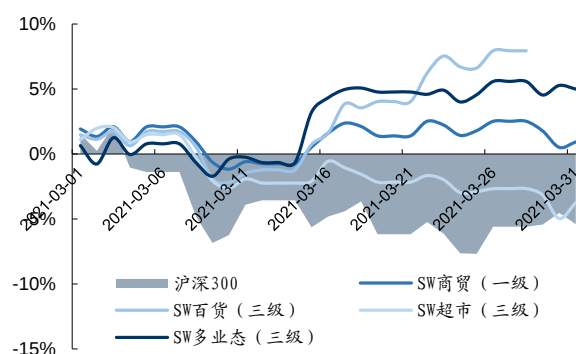
估值方面, 截至 2021 年 3 月 31 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 27.08 倍, 位于 2010 年以来 51.12% 的历史分位。

图 16: 2021 年 3 月板块指数走势变化 (%)



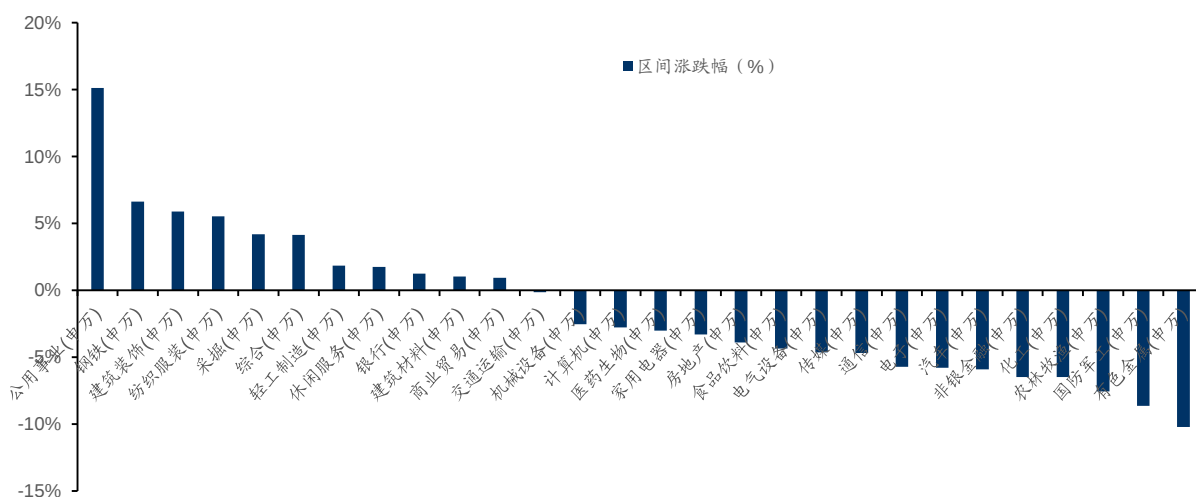
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2021 年 3 月板块指数走势变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2021 年 3 月申万一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: SW 商业贸易指数 2010 年以来市盈率 (TTM)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情

2021 年 3 月, 涨幅排名前五的个股依次为*ST 大集、中成股份、*ST 中商、*ST 商城、*ST 新亿, 涨幅分别 41.05%/29.11%/26.48%/26.32%和 25.41%; 跌幅前五的个股依次为爱美客、壹网壹创、若羽臣、星徽股份和南极电商, 跌幅分别为 50.77%/22.47%/14.83%/14.03%和 13.23 %。

表 4: 商贸零售板块 2021 年 3 月个股涨跌幅排行榜 (截至 3 月 31 日)

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%
000564.SZ	*ST 大集	1.90	2.68	41.05%	300896.SZ	爱美客	836.84	411.99	-50.77%
000151.SZ	中成股份	7.49	9.67	29.11%	300792.SZ	壹网壹创	113.51	88.00	-22.47%
600280.SH	*ST 中商	3.21	4.06	26.48%	003010.SZ	若羽臣	32.03	27.28	-14.83%
600306.SH	*ST 商城	4.94	6.24	26.32%	300464.SZ	星徽股份	14.68	12.62	-14.03%
600145.SH	*ST 新亿	1.22	1.53	25.41%	002127.SZ	南极电商	10.58	9.18	-13.23%
601086.SH	国芳集团	3.87	4.75	22.74%	300209.SZ	天泽信息	8.10	7.05	-12.96%
600608.SH	ST 沪科	3.71	4.37	17.79%	600738.SH	丽尚国潮	7.13	6.22	-12.76%
600710.SH	苏美达	4.97	5.77	16.10%	600861.SH	北京城乡	16.46	14.65	-11.00%
600694.SH	大商股份	19.08	22.00	15.30%	603214.SH	爱婴室	25.29	23.02	-8.98%
600821.SH	*ST 矿业	4.27	4.89	14.52%	600865.SH	百大集团	7.86	7.22	-8.14%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 04-01	总市值（百万元） 04-01	EPS				PE			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603605	珀莱雅	买入	160.99	32377.81	1.95	2.42	3.27	4.11	82.56	66.52	49.23	39.17
300896	爱美客	买入	434.40	93986.78	3.39	3.66	5.67	8.29	127.97	118.74	76.61	52.42
600315	上海家化	买入	46.45	31491.68	0.83	0.63	0.83	1.21	55.96	73.73	55.96	38.39
002867	周大生	买入	35.85	26199.74	1.36	1.38	1.78	2.20	26.36	25.86	20.17	16.33
688363	华熙生物	增持	161.24	77395.20	1.22	1.35	1.77	2.87	119.44	91.10	71.03	56.18
603983	丸美股份	增持	54.25	21798.71	1.28	1.47	1.85	2.21	42.38	36.90	29.32	24.55
300740	御家汇	增持	24.10	9906.56	0.07	0.34	0.53	0.87	344.29	70.88	45.47	27.70
002419	天虹股份	买入	8.50	10202.55	0.72	0.21	0.57	0.66	11.81	40.48	14.91	12.88
300132	青松股份	暂无	20.82	10755.21	0.88	0.99	1.17	1.36	23.66	21.03	17.79	15.31
600612	老凤祥	买入	55.68	21655.87	2.69	--	3.41	3.86	20.70	-	16.33	14.42

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

注：上海家化、爱美客、周大生、华熙生物、天虹股份 2020 年为实际值；青松股份、老凤祥为 wind 一致预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032