

商贸零售

行业动态/业绩综述

“618”对 Q3 虹吸效应明显，珠宝延续高景气

—商贸零售板块 2021Q3 业绩综述

商贸零售板块业绩综述

2021 年 11 月 08 日

报告摘要：

● **板块业绩综述：收入增速因去年同期低基数上升幅度较大，费用管控向好**
我们以申万商贸零售成分股为基础，加上可选消费标的（贝泰妮、上海家化、老凤祥、周大生等），对 2021Q3 行业整体盈利能力加以分析。2021Q3 收入同比上升 37.2%，增速同比上升 31.3pct，增速环比 Q2 上升 2.8pct。2021Q3 毛利率为 10.6%，同比-2.7pct，我们认为，主因三季度原材料价格上升，净利率水平有所下降，2021Q3 行业扣非归母净利润率为 0.4%，同比-1.2pct。

● **医美美妆板块：618 购物节对 Q3 虹吸效应明显，利润端增速好于收入端**
营收同比有所下降，归母净利正增长，盈利能力有所提升。Q3 医美美妆板块实现营收 79.5 亿元，同比-13.6%，归母净利润 12.2 亿元，同比+22.6%，Q3 毛利率为 56.5%，同比+10.5pct。费率方面，单 Q3 整体期间费用率同比下降 0.3pct 至 40.3%，销售费用率同比上升 5.3pct 至 31.4%，管理费用率同比上升 1.5pct 至 9.7%。三季度美妆公司的淡季，相关公司在三季度普遍加大投放，为 Q4 的“双十一”铺路，销售费用率有所上升。产品端龙头收入明显增长，爱美客、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅 Q3 单季度营收分别同比增长 75.1%/65.7%/47.3%/20.7%。

● **黄金珠宝板块：行业景气度不减，整体业绩欣欣向荣**
Q3 实现营收 465.27 亿元，同比+17.29%，扣非归母净利润 12.62 亿元，同比-10.61%，毛利率同比-3.27pcts 至 10.44%，销售费用率同比+0.04pct 至 3.52%，管理费用率同比+0.08pct 至 2.39%。去年疫情后行业逐渐复苏，得益于人均可支配收入增长、消费者“报复性消费”需求、婚庆市场需求逐步打开，自 2020 年 7 月以来，金银珠宝社零总额连续 14 个月录得正增长，2021 年各月金银珠宝零售总额均高于 2019 年同期，且 2021 年 5 月、9 月受益于劳动节、中秋节带来的节日红利，金银珠宝零售总额分别录得 262.3/262.5 亿元的突破性成绩，相较 19 年同期分别增长 19.2%/28.2%。

投资建议

医美美妆和黄金珠宝高景气度延续。1) 国货医美美妆品牌在渠道运营力、消费者心理影响力优势凸显，同时产品力也存在差异化优势。继续推荐华熙生物、贝泰妮、爱美客。看好传统国货化妆品产品创新，推荐珀莱雅、上海家化等，关注丸美股份、壹网壹创、鲁商发展等；2) 黄金珠宝从需求端有望实现回补反弹，行业供给出清，集中度提升，龙头展店提速。

● **风险提示：**消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期。

盈利预测与财务指标

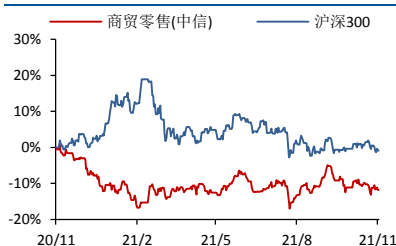
代码	重点公司	现价 11月5日	EPS			PE			评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
688363.SH	华熙生物	168.22	1.35	1.61	2.38	124.61	104.00	70.3	推荐
300957.SZ	贝泰妮	223.71	1.51	1.91	2.61	148.15	128.00	84.1	推荐
603605.SH	珀莱雅	205.49	2.37	2.92	3.63	86.70	65.50	52.8	推荐
600315.SH	上海家化	44.88	0.64	0.73	1.19	70.13	58.30	35.6	推荐
300896.SZ	爱美客	564.00	4.51	4.13	5.94	125.06	135.90	94.6	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：021-80508866

邮箱：xinzexi@mszq

相关研究

- 1.【民生社服&交运】社服商贸&交通运输行业周报 20210322：行业疫后如期恢复，关注一季报高增品种
- 2.低基数推动社零高增，金银珠宝彰显可选弹性

目录

1 商贸零售行业 2021 年三季报业绩与持仓分析	3
1.1 三季报综述：收入增速因去年同期低基数上升幅度较大，费用管控向好	3
1.2 持仓分析：必选小幅增持，医美美妆、珠宝电商有所减持	4
2 细分子板块：医美美妆龙头持续领涨，黄金珠宝业绩向好	6
2.1. 医美美妆：618 购物节对 Q3 虹吸效应明显，利润端增速好于收入端	6
2.2 黄金珠宝：行业景气度不减，整体业绩欣欣向荣	9
3 投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 商贸零售行业 2021 年三季报业绩与持仓分析

1.1 三季报综述：收入增速因去年同期低基数上升幅度较大，费用管控向好

我们以申万商贸零售成分股为基础，加上可选消费标的（贝泰妮、上海家化、老凤祥、周大生等），对 2021Q3 行业整体盈利能力加以分析。考虑到永辉超市主要盈利指标波动较大，比如毛利率、各项费用率等，且在零售板块中权重较大，因而在毛利率、费用率及扣非归母净利润端分析中，对包含永辉超市、剔除永辉超市的情况分别加以阐述。

收入端同比环比均增，收入相比 2019 年均有增长，创收能力逐渐恢复至疫情前 2019 年的水平。2021Q1-3 商贸零售板块上市公司合计收入同比上升 26.4%，增速同比上升 40.4pct，主因去年同期受疫情影响较大，增速的基数较低；2021Q3 收入同比上升 37.2%，增速同比上升 31.3pct，增速环比 Q2 上升 2.8pct。

毛利率有所下滑，费用管控向好。2021Q1-3 商贸零售板块公司合计毛利率为 11.1%，同比下滑 2.7pct；2021Q3 为 10.6%，同比下滑 2.7pct，我们认为主因三季度原材料价格上升；费用率端，2021Q1-3 商贸零售板块合计销售费用率为 5.7%，同比-1.5pct；2021Q3 为 5.7%，同比-1.1pct；2021Q1-3 合计管理费用率为 2.2%，同比-0.5 pct；2021Q2 为 2.3%，同比-0.3pct。

归母净利率略有下降。2021Q1-3 行业扣非归母净利率为 1.0%，同比下降 0.4pct；2021Q3 行业扣非归母净利率为 0.4%，同比-1.2pct。

表1: 2020Q1-2021Q3 收入、利润逐渐从疫情影响下恢复

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
营业收入（亿元）	4425	9050	13722	18767	3727	8314	13207	18918	5148	11098	16469
yoy	6.4%	5.6%	4.8%	4.5%	-13.1%	-2.9%	5.9%	15.6%	38.3%	34.4%	37.2%
毛利率	15.3%	14.1%	13.9%	14.5%	14.5%	13.5%	13.3%	9.5%	12.9%	10.1%	10.6%
同比变化（pct）	0.5	0.1	0.0	-0.5	-0.8	-0.6	-1.3	-5.0	-1.6	-3.4	-2.7
毛利率（剔除永辉）	14.9%	13.9%	13.5%	14.2%	13.8%	13.1%	12.9%	9.1%	12.5%	9.8%	10.2%
同比变化（pct）	0.5	0.1	-0.1	-0.4	13.8%	13.1%	12.9%	9.1%	12.5%	9.8%	10.2%
销售费用率	7.5%	7.1%	7.3%	7.5%	8.1%	7.0%	6.8%	5.4%	6.1%	5.3%	5.7%
同比变化（pct）	0.3	0.2	0.3	0.1	0.6	-0.5	-0.7	-2.2	-1.9	-1.7	-1.1
销售费用率（剔除永辉）	7.1%	6.7%	6.8%	7.1%	7.5%	6.5%	6.3%	4.9%	5.6%	4.8%	5.1%
同比变化（pct）	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4	-0.6	-0.7	-2.2	-1.9	-1.7	-1.1
管理费用率	2.9%	2.7%	2.8%	2.7%	3.0%	2.5%	2.6%	2.1%	2.4%	2.0%	2.3%
同比变化（pct）	-0.2	0.0	0.1	-0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3
管理费用率（剔除永辉）	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	2.5%	2.6%	2.1%	2.4%	2.0%	2.3%
同比变化（pct）	-0.2	0.0	0.2	-0.2	0.1	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	-0.5	-0.3
扣非归母净利率	2.2%	1.4%	1.3%	-0.8%	0.6%	1.9%	1.6%	-1.8%	1.8%	0.9%	0.4%
同比变化（pct）	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-1.6	0.3	0.3	-1.0	1.2	-1.0	-1.2
归母净利率（剔除永辉）	2.1%	1.4%	1.3%	-0.8%	0.6%	1.9%	1.6%	-1.8%	1.8%	0.9%	0.4%
同比变化（pct）	-0.1	0.1	-0.1	-0.6	-1.6	0.3	0.3	-1.0	1.2	-1.0	-1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 持仓分析：必选小幅增持，医美美妆、珠宝电商有所减持

基于申万商贸零售行业分类，2021Q3 共 23 家上市公司获得了机构重仓，重仓基金达 118 家/环比+63 家，总仓持股总市值达 17.15 亿元/环比+11.02%，商业贸易行业基金重仓持股市值占基金总重仓持股市值比重为 0.04%/环比-0.14pct。

从具体的核心标的来看，根据基金持仓的市值，相比 2021Q1，增幅前三标的为周大生（8.9 亿元增至 13.2 亿元）、家家悦（3.3 亿元增至 6.0 亿元）、江苏国泰（93 万元增至 2.3 亿元）；降幅前三分别为华熙生物（21.3 亿元降至 7.3 亿元）、爱美客（38.5 亿元降至 30.2 亿元）、贝泰妮（32.1 亿元降至 29.2 亿元）。截止 2021Q3，基金持有市值排名前三的零售板块标的分别为爱美客、贝泰妮、上海家化。

1) 必选消费：家家悦大幅增持，百联股份遭遇减持。2021Q3，家家悦大幅增持，持有基金数增加 1 支至 3 支，持股总量增加 2050.5 万股至 3960.7 万股；基金重仓持股占流通股比重环比+3.4pct 至 6.5%，持仓市值增加 2.6 亿元至 5.9 亿元。2021Q3，百联股份遭遇减持，持有基金数减少 3 支至 3 支，持股总量减少 351.4 万股至 72.7 万股；基金重仓持股占流通股比重环比-0.2 pct 至 0.05%；持仓市值减少 7496.9 万元至 1048.6 万元。

2) 可选消费：整体 Q3 持股比例环比下降，其中①黄金珠宝：周大生、周大福有所增持，老凤祥、潮宏基、周生生遭遇减持。周大生、周大福的基金重仓股占流通比重环比+1.97pct/+0.056pct 至 6.17%/0.06%，老凤祥、潮宏基的基金重仓股占流通比重环比-0.02pct/-0.19pct 至 5.09%/1.45%，②医美美妆：贝泰妮、珀莱雅、上海家化、鲁商发展、壹网壹创有所增持，华熙生物、爱美客、水羊股份、奥园美谷等遭遇减持。

表2：零售板块重点标的 21Q3 基金重仓持有变化

			重仓持有基金数	重仓持有基金数变动	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股比 (%)	持股占流通股比 环比变动 (pct)
超市	601933.SH	永辉超市						
	603708.SH	家家悦	3	1	3960.7	2050.5	6.51%	3.37
	002697.SZ	红旗连锁						
百货	000501.SZ	鄂武商 A	3	0	1240.1	453.0	1.61%	0.59
	600859.SH	王府井	6	-1	653.3	(782.7)	0.84%	-1.01
	002419.SZ	天虹股份	1	1	18.1	18.1	0.02%	0.02
	600729.SH	重庆百货	5	-2	170.1	(80.6)	0.42%	-0.20
电商	002024.SZ	苏宁易购	3	1	68.2	66.6	0.01%	0.01
	002127.SZ	南极电商	2	-3	367.0	(1208.4)	0.19%	-0.62
珠宝	600612.SH	老凤祥	12	1	1614.1	(5.3)	5.09%	-0.02
	603900.SH	莱绅通灵						
	002867.SZ	周大生	56	26	6624.4	2116.2	6.17%	1.97
	0116.HK	周生生	1	0	5.1	(2.7)	0.01%	0.00
	1929.HK	周大福	2	-3	622.3	562.3	0.06%	0.06
	002345.SZ	潮宏基	7	4	1284.5	-169.2	1.45%	-0.19
	688363.SH	华熙生物	28	-38	396.8	(371.1)	4.25%	-3.98
	300957.SZ	贝泰妮	50	4	1429.5	247.7	24.97%	2.98
	603605.SH	珀莱雅	18	-6	399.7	41.0	1.99%	0.20
	600315.SH	上海家化	18	-4	3138.2	433.6	4.68%	0.65

医美美妆	002676.SZ	丸美股份						
	600223.SH	水羊股份	5	-2	159.4	(14.2)	0.42%	-0.04
	300740.SZ	鲁商发展	6	6	107.3	107.3	0.11%	0.11
	300896.SZ	爱美客	69	-43	509.4	21.9	4.89%	-4.98
	000615.SZ	奥园美谷	1	-2	5.0	(229.0)	0.01%	-0.30
	300792.SZ	壹网壹创	7	2	855.4	21.9	9.30%	0.24

资料来源: Wind, 民生证券研究院

图1: 2021Q3 各零售子板块和公司基金持仓分析

【民生新消费】2021Q3各零售子板块和公司基金持仓分析											
行业	证券代码	证券简称	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	环比变化	趋势
超市	601933.SH	永辉超市	8.60	7.21	4.43	0.08	0.07	0.00	-		
	603708.SH	家家悦	5.60	6.17	4.43	3.48	3.01	3.14	6.51		
	002697.SZ	红旗连锁	3.86	3.00	2.85	0.11	0.08	0.42	-		
百货	000501.SZ	鄂武商A	4.96	0.66	-	0.13	0.35	1.03	1.61		
	600859.SH	王府井	0.36	0.68	0.60	0.12	0.68	1.85	0.84		
	002419.SZ	天虹股份	1.37	0.32	0.33	0.12	0.24	-	0.02		
	600729.SH	重庆百货	1.92	0.91	0.89	0.64	0.87	0.62	0.42		
电商	002024.SZ	苏宁易购	0.01	0.00	0.01	-	-	0.00	0.01		
	002640.SZ	跨境通	-	0.00	0.25	-	-	-	-		
	002127.SZ	南极电商	22.93	23.48	17.42	7.63	0.91	0.80	0.19		
珠宝	600612.SH	老凤祥	3.94	5.22	5.56	5.33	5.07	5.00	5.09		
	603900.SH	莱绅通灵	-	-	-	-	-	-	-		
	002867.SZ	周大生	6.45	3.03	3.10	4.95	5.67	4.20	6.17		
	0116.HK	周生生	-	-	-	-	-	0.01	0.01		
	1929.HK	周大福	-	0.00	0.00	-	0.00	0.01	0.06		
医美美妆	688363.SH	华熙生物	3.21	3.19	3.92	2.44	3.21	8.23	4.25		
	300957.SZ	贝泰妮	-	-	-	-	1.83	21.99	24.97		
	603605.SH	珀莱雅	10.66	14.74	2.36	3.83	1.47	1.79	1.99		
	600315.SH	上海家化	3.22	2.36	0.83	0.68	1.12	4.03	4.68		
	603983.SH	九美股份	4.48	2.07	1.22	0.06	0.72	0.59	-		
	600223.SH	鲁商发展	-	0.00	0.61	-	-	-	0.11		
	300740.SZ	水羊股份	-	6.43	2.36	0.40	0.86	0.46	0.42		
	300896.SZ	爱美客	-	-	3.03	7.69	3.60	9.87	4.89		
	000615.SZ	奥园美谷	0.03	-	-	-	0.06	0.30	0.01		
	300792.SZ	壹网壹创	35.64	19.63	10.96	11.80	9.04	9.06	9.30		

备注: 图中比例为持股占流通股比重

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 细分子板块：医美美妆龙头持续领涨，黄金珠宝业绩向好

2.1. 医美美妆：618 购物节对 Q3 虹吸效应明显，利润端增速好于收入端

行业整体跟踪：2021Q1-Q3 实现营收 246.5 亿元/+14.2%，归母净利润 34.6 亿元/+46.9%，其中 2021 年 Q3 实现营收 79.5 亿元/-13.6%，归母净利润 12.2 亿元/+22.6%，总体营收同比下降的情况下，归母净利正增长，盈利能力有所提升。2021Q1-Q3 实现毛利率 56.8%，同比上升 6.4pct，单 Q3 毛利率 56.5%，同比上升 10.5pct。费率方面，Q1-Q3 整体期间费用率上升 6.4pct 至 41.2%，其中销售费用率同比上升 5.3pct 至 31.4%，管理费用率同比上升 1.5pct 至 9.7%。单 Q3 整体期间费用率下降 0.3pct 至 40.3%，销售费用率上升 5.3pct 至 31.4%，管理费用率上升 1.5pct 至 9.7%。

单 Q3 整体收入同比下降。三季度为美妆行业的淡季，归母净利在全年收入占比基本在 10-20%之间，同时，公司在三季度普遍加大广告投放，为 Q4 的“双十一”铺路，销售费用率有所上升。但是爱美客、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅均实现高速增长，单 Q3 营收分别同比增长 75.1%/65.7%/47.3%/20.7%。

由于医美美妆上市公司数量较少，我们直接对龙头企业进行分析：

华熙生物：三大核心业务均有恢复及突破，功能性护肤品引领增长。Q1-Q3 实现扣非归母净利润 4.47 亿元/+19%，单 Q3 扣非归母净利润 1.41 亿元/+1%；1) 原料业务：从疫情中逐渐恢复，化妆品原料 Q3 营收增速超过 60%。2) 医疗终端业务：产品更新迭代，销售资源切换短期有一定影响，组织及产品线梳理基本完成，预计 Q4 及明年会有明显爆发。双子针签约金额已达 9000 万。3) 功能性护肤品：Q1-Q3 核心四大品牌营收均保持 120%左右及以上高速增长(润百颜 Q1-Q3 营收同比+163%)，产品方面不断更新迭代，润百颜于 Q3 推出第三代次抛原液。

贝泰妮：“品牌+品类+渠道”三条曲线同驱动，产、学、研深度转化。Q1-Q3 扣非归母净利润 3.3 亿元/+70.2%。扣非归母净利润 0.8 亿元/+75.8%；1) 多元化营销打根基：Q3 公司加大在微博/微信/小红书/抖音/知乎等平台 KOL 营销和推广的力度，以辐射更多消费者。2) 线上+线下同拓展：线上除了淘系平台外，公司在快手和抖音平台上采用日播+自播高频模式实现带货转化双丰收。线下公司在上海优质商业区域首开线下体验中心，以提供产品+服务+场景空间三位一体的深度体验。

珀莱雅：天猫抖音渠道核心产品高复购，大单品助力客单提升。扣非归母净利润 3.56 亿元/+24%，扣非归母净利润 1.36 亿元/+29%；1) 核心品牌：Q1-Q3 主品牌珀莱雅营收占比 81%，大单品占珀莱雅营收约 21%。彩棠 Q1-Q3 累计营收 1.64 亿元/+185%，目前主力单品是修容盘，妆前乳表现可圈可点。2) 天猫旗舰店：大单品占比提升至 55%，客单价提升至 176 元，复购率提升至 29%，品牌力进一步加强。3) 抖音旗舰店：Q1-Q3 累计销售超过 5.5 亿，复购率 14%，Q3 通过调整产品结构，逐渐提高抖音定位，客单价有所提升达到 144 元。

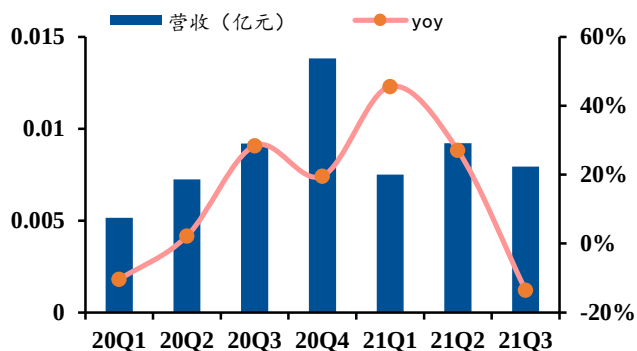
上海家化：Q3 单季度营收下降，海外业务、特渠及特殊气候因素系主要原因。Q1-Q3 扣非归母净利 4.7 亿元/+71.85%，Q3 扣非归母净利 1.42 亿元/+26.28%；1) 护肤品：Q1-Q3 同比增长 25.8%，单 Q3 增长 18%左右。根据公司数据，Q3 玉泽/佰草集/美加净/高夫分别增长 50+%/15+%/接近 15%/20+%，2) 个护家清：Q1-Q3 实现低个位数增长，单 Q3 则有两位数的下降，Q3 六神/家安分别下降 1+%/30+%；3) 母婴：整体情况与个护家清相同，但启初实现了高个位数的增长。

奥园美谷：医美中游新品牌、新模式待出发，上游矩阵丰富、技术领先。2021 年 Q1-Q3 归母净利 2.1 亿元，去年同期为-9,620.7 万元，单 Q3 归母净利润 1.6 亿元/+66.2%。业务结构优化、经营质量提升，资金实力进一步夯实。根据公告，公司已收到地产股权转让款交易总款的 60%部分已转化为投资收益，同时修订了经营范围，将更加聚焦于以医疗美容为主的业务布局。Q3 在地产业务置出和医美业务增长的背景下，公司收入有所波动，现金流质量显著改善，资产负债率大幅下降至 45.47%，同比-27.09pct。业务拆分：2020 年 H 地产/医美/化纤收入分别为 6.07/3.03/1.56 亿元。1-9 月连天美实现净利约 7570.12 万元，Q1/Q2/Q3 单季净利分别约 2,952 万/2,398 万（归母 1,319.38 万）/2,219.12 万（归母 1,220.52 万），预计相较去年全年盈利能力将再次提升。我们认为，随着公司地产业务的剥离，其持续经营能力以及公司价值均会有所提升。

爱美客：新品放量优化收入结构，业绩持续高速增长。2021Q1-Q3 公司收入 10.2 亿元/+120%，归母净利润 7.1 亿元/+144%，毛利率 93.5%/+2.0pct，经营活动现金流净额 6.7 亿元/+160%。其中，公司 Q3 收入 3.9 亿元/+75.1%，归母净利润 2.8 亿元/+98.0%，毛利率 94.0%/+1.1pct。公司高单价、高毛利产品占比持续提升，其中“嗨体”系列产品仍在放量增长，叠加新品“濡白天使”Q3 已经开始贡献一定收益，收入结构进一步优化。由于规模效应，2021Q1-Q3 期间费用率同比下降 5.6pcts 至 16.1%，其中销售费率同比增长 0.8pct 至 9.8%，基本持平，管理费用率同比下降 1.6pct 至 4.1%，研发费用率同比下降 1pct 至 6.0%；其中 Q3 销售费率同比提高 1.7pct，或由交活泡泡针、濡白天使等新品投放导致；管理/研发费率同比各降 1.1/1.0pct。

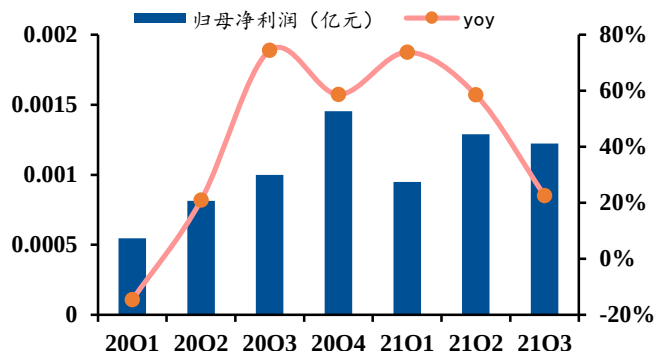
鲁商发展：2021 年 Q1-3 公司实现营业收入 63.49 亿元/-9.75%，实现归母净利 5.03 亿元/+21.90%，扣非归母净利 5.07 亿元/+28.16%。其中，Q3 单季实现收入约 22.82 亿元/-34.60%，实现归母净利 1.92 亿元/+11.00%，扣非归母净利 1.98 亿元/+19.10%。2018-19 年，公司陆续通过收购焦点生物（60.11%）、山东福瑞达医药集团（100%），转型布局生物医药、化妆品业务。其中，主营化妆品、药品业务的福瑞达医药集团实现营收 14.79 亿/同比+91%，归母净利 1.33 亿/同比+169%，归母净利占比约 26%。公司旗下现拥有颐莲、瑗尔博士等 11 个品牌，主要依托于福瑞达生物股份运营发展。21 年前三季度实现营业收入 9.9 亿元，同比增长 175%，毛利率达 63.2%。其中“瑗尔博士”贡献收入 4.9 亿元、“颐莲”贡献收入 4.3 亿元。化妆品 Q3 单季度收入 3.7 亿元，同比增长超 130%，表现出色。为进一步推动化妆品业务发展，公司公告拟按投前估值 36 亿元，增资扩股 17.58%，引入战略投资人（不高于 16.9%）+员工认购（不高于 0.68%），对应募资不低于 7.38 亿元。此次增资扩股后，公司化妆品板块有望获得更多产业资源支持，进一步激发增长潜力。

图2: 医美美妆标的单季度营收及增长率



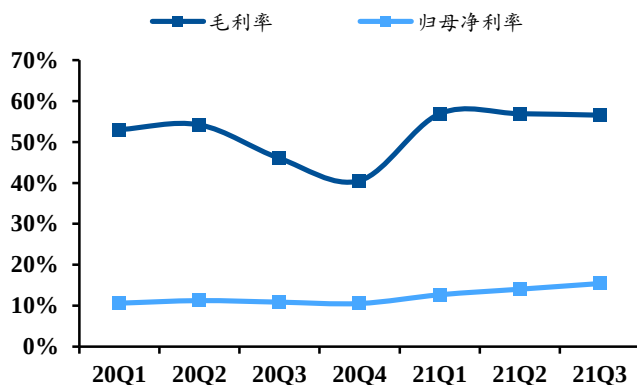
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图3: 医美美妆标的单季度归母净利润及增长率



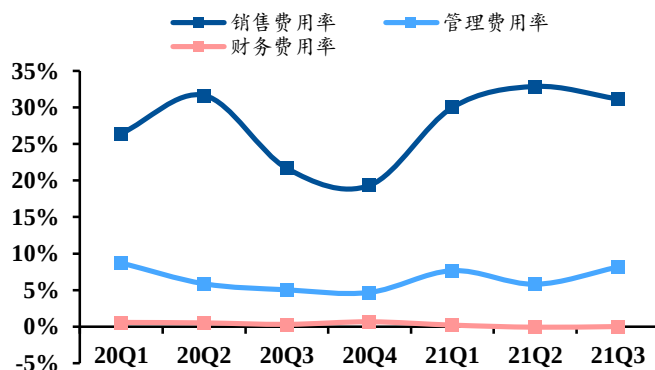
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图4: 医美美妆标的单季度毛利率及归母净利润率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5: 医美美妆标的三费率情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表3: 医美美妆行业上市公司 2021Q1-Q3 业绩指标

	2021 Q1-Q3 营 收 (亿元)	yoy	增速同 比变化 (pct)	2021Q1- Q3 归母净 利 (亿元)	yoy	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 毛利率	同比变 化(pct)	2021Q3 期间费 用率	同比变 化(pct)	2021Q3 净利率	同比变 化(pct)
华熙生物	30.1	88.7%	64.7	5.6	26.9%	21.8	77.8%	-3.1	59.5%	7.9	18.4%	-9.0
贝泰妮	21.1	49.1%	49.1	3.6	65.0%	65.0	76.9%	0.1	55.9%	-2.6	16.8%	1.6
珀莱雅	30.1	31.5%	21.3	3.6	27.8%	9.1	64.6%	2.9	49.0%	5.2	12.1%	-0.3
上海家化	58.3	8.7%	15.2	4.2	34.7%	77.0	62.8%	1.3	56.5%	-0.9	7.2%	1.4
丸美股份	11.4	0.0%	6.2	1.4	-58.0%	-52.1	62.5%	-5.0	48.8%	11.8	12.5%	-17.2
奥园美谷	14.4	-1.3%	14.4	2.1	不适用	不适用	25.2%	-3.5	31.2%	8.7	14.6%	21.2
壹网壹创	7.3	-11.6%	-15.9	2.0	24.2%	-46.1	48.4%	4.6	14.4%	-2.5	27.9%	8.0
鲁商发展	63.5	-9.8%	-10.1	5.0	21.9%	-101.2	32.1%	6.2	17.9%	6.7	7.9%	2.1
爱美客	10.2	120.3%	102.9	7.09	144.1%	112.3	93.5%	2.0	16.1%	-5.6	69.3%	6.8
总计	246.5	14.2%	7.5	34.6	46.9%	29.8	56.8%	6.4	41.2%	6.4	14.1%	3.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表4：医美美妆行业上市公司 2021Q3 业绩指标

	2021 Q3 营收 (亿元)	yoy	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 归母净利 (亿元)	yoy	增速同 比变化 (pct)	2021Q3 毛利率	同比变 化 (pct)	2021Q3 期间费 用率	同比变 化 (pct)	2021Q3 净利率	同比 变化 (pct)
华熙生物	10.8	65.7%	30.0	1.9	14.2%	1.4	77.6%	-5.0	61.3%	13.3	18.1%	-8.2
贝泰妮	7.0	47.3%	47.3	0.9	64.3%	64.3	76.3%	9.6	60.5%	-6.0	12.9%	1.3
珀莱雅	10.9	20.7%	0.2	1.4	30.1%	-29.3	66.1%	1.6	47.9%	8.5	12.6%	0.9
上海家化	16.2	-3.4%	4.0	1.3	4.6%	-28.8	58.9%	-1.9	53.2%	-4.5	8.3%	0.6
丸美股份	2.6	-23.2%	-9.8)	-0.5	-167.5%	-135.5	57.3%	-9.9	14.7%	-10.0	-17.9%	-38.2
奥园美谷	2.8	-76.3%	-313.5	1.6	66.2%	376.6	15.1%	-17.1	67.3%	-23.8	58.4%	50.1
壹网壹创	2.4	-8.9%	-24.5)	0.8	39.1%	-68.8	47.1%	3.0	13.9%	-2.4	31.7%	11.0
鲁商发展	22.8	-34.6%	-51.3	1.9	11.0%	-97.4	33.8%	9.7	18.2%	3.0	8.4%	3.5
爱美客	3.9	75.1%	31.9	2.8	98.0%	42.1	94.0%	1.1	15.2%	-11.9	72.7%	8.4
总计	79.5	-13.6%	-142.5	12.2	22.6%	-51.8	56.5%	10.5	40.3%	-0.3	15.4%	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 黄金珠宝：行业景气度不减，整体业绩欣欣向荣

行业整体跟踪：2021 年 Q1-3 实现营收 1393.78 亿元/+26.21%，扣非归母净利润 51.83 亿元/+38.68%；2021Q3 实现营收 465.27 亿元/+17.29%，扣非归母净利润 12.62 亿元/-10.61%，毛利率-3.27pcts 至 10.44%，销售费用率+0.04pct 至 3.52%，管理费用率+0.08pct 至 2.39%。

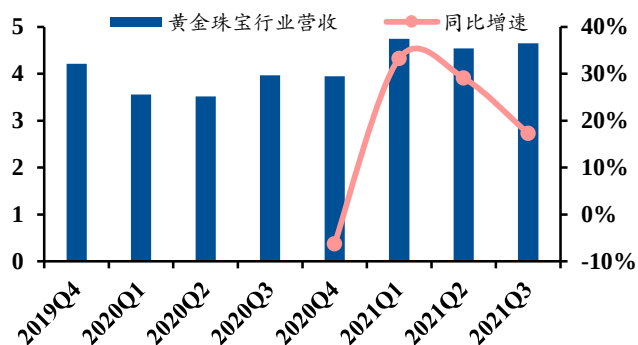
去年疫情后行业逐渐复苏，得益于人均可支配收入增长、消费者“报复性消费”需求、婚庆市场需求逐步打开，自 2020 年 7 月以来，金银珠宝社零总额连续 14 个月录得正增长，2021 年各月金银珠宝零售总额均高于 2019 年同期，且 2021 年 5 月、9 月受益于劳动节、中秋节带来的节日红利，金银珠宝零售总额分别录得 262.3/262.5 亿元的突破性成绩，相较 19 年同期分别增长 19.2%/28.2%。

周大生：省代模式开始发力，黄金收入增长毛利率下跌。2021 前三季度实现营收 64.73 亿元，同比增长 93.29%，归母净利润 10.06 亿元/+41.20%，扣非归母净利 9.64 亿元/+45.45%，经营净现金流-8.70 亿元（20 年同期为 12.07 亿元），经营净现金流的负值源于公司省代模式下为吸引下游加盟商而采取的短期赊款政策，公司搭有配套风控措施保证该政策不会对经营产生影响。净增门店 64 家（其中新开 148 家，关闭 84 家，在扩张同时开始注重门店质量与盈利）；2021Q3 实现营收 36.84 亿元/+119.90%，归母净利润 3.96 亿元/+3.68%，扣非归母净利 3.83 亿元/+6.79%；公司营收利润增速不匹配源于黄金营收增长占比增高。公司短期受益于省代模式与黄金增量销售带来的市场红利，中长期看，门店扩张、产品结构优化、线上时尚珠宝布局有望持续驱动高增长。

老凤祥：三季度业绩步伐稳健，国企改革持续深化。2021 前三季度营收 497.86 亿元/+13.50%，归母净利 14.98 亿元/+21.55%，扣非归母净利 12.66 亿元/+2.55%。经营性现金流净额 0.57 亿元（20 年同期 11.83 亿元）；2021Q3 实现营收 181.96 亿元/+4.70%，归母净利润 4.56 亿元/-7.20%，扣非归母净利 4.52 亿元/-7.16%。公司将继续加大内部改革，全面推进产品、渠

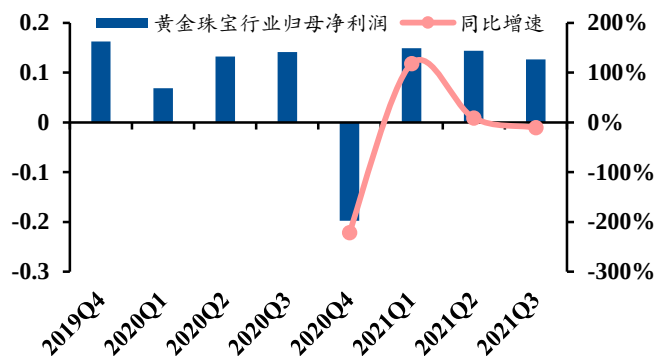
道、营销力建设。

图6: 黄金珠宝标的单季度营收(百亿元)及增长率



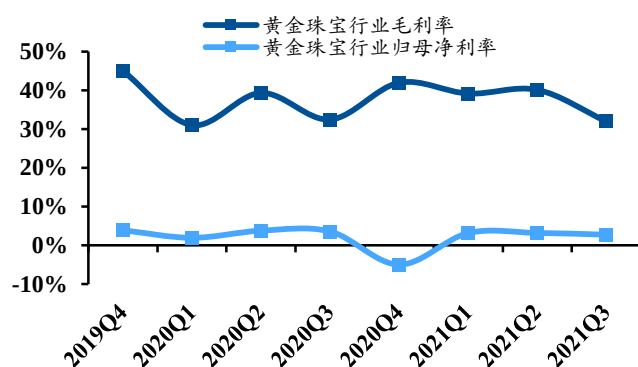
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 黄金珠宝标的单季度归母净利润(百亿元)及增长率



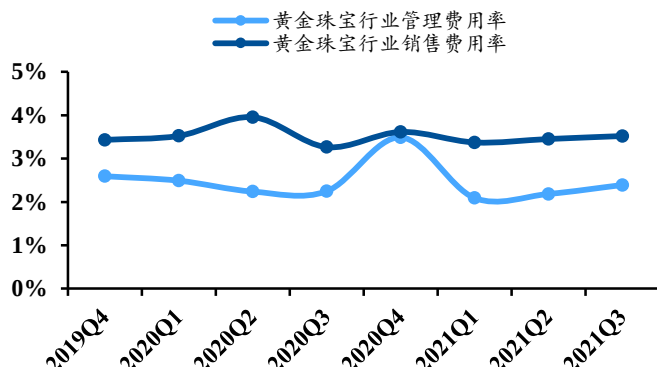
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 黄金珠宝标的单季度毛利率及归母净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图9: 黄金珠宝标的费率情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表5：黄金珠宝行业上市公司 2021Q3 业绩指标

公司	2021Q3 营业收入 (亿元)	同比增 速	增速同 比变动 (pct)	2021Q3 扣非归 母净利 润 (亿 元)	扣非归母 净利润同 比增速	增速同 比变动 (pct)	单季度 毛利率	毛利 率同 比变 动 (pct)	期间费 用率	期间费 用率同 比变动 (pct)	扣非净 利率	扣非净 利率同 比变动 (pct)
中国黄金	103.19	31.07%	47.05	1.82	1.48%	-0.83	3.06%	-2.67	1.57%	-0.15	1.48%	-0.83
周大生	36.84	119.90%	101.96	3.58	10.39%	-11.00	21.04%	-21.86	6.25%	-6.55	10.39%	-11.00
老凤祥	181.96	4.70%	-19.23	4.87	2.49%	-0.32	6.49%	-0.68	1.85%	-0.17	2.49%	-0.32
曼卡龙	2.46	18.97%	27.72	0.19	6.84%	-2.39	24.70%	-5.27	15.58%	-1.14	6.84%	-2.39
莱绅通灵	2.97	-13.32%	-34.46	0.24	-1.98%	-9.09	54.67%	-3.04	55.87%	10.67	-1.98%	-9.09
萃华珠宝	12.60	165.76%	194.63	0.04	0.33%	-0.44	5.03%	-11.25	4.32%	-7.74	0.33%	-0.44
豫园股份	95.06	5.46%	-15.87	4.36	2.96%	-1.88	18.19%	-5.07	18.92%	4.80	2.96%	-1.88
潮宏基	11.53	27.19%	26.89	0.64	6.94%	-0.08	33.36%	-2.76	21.60%	-5.13	6.94%	-0.08
爱迪尔	1.46	-63.75%	-18.08	0.27	4.05%	-2.65	21.61%	-6.13	21.29%	4.35	4.05%	-2.65
明牌珠宝	8.50	18.58%	30.36	0.11	0.55%	-1.01	11.77%	-0.59	8.22%	-1.53	0.55%	-1.01
金一文化	8.69	28.52%	95.65	-2.00	-13.01%	16.64	6.29%	-3.10	23.45%	-10.48	-13.01%	16.64

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 投资建议

华熙生物：生物活性物平台型企业构建初步成型，除核心物质透明质酸全产业链优势进一步巩固外， γ -氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因等其他生物活性物实现量产并初步实现规模化销售；医美大众化及行业规范化驱动正规轻医美市场高速发展，以新品润致娃娃针、熨纹针拓展水光市场正规市场；功能性护肤品赛道仍处于较快增速阶段，公司抓住机会大力营销铺路未来盈利提升。此外，股权激励绑定管理层利益释放积极信号，天津项目 300 吨产能 2021 年 6 月开始投产。继续推荐。

爱美客：国际化战略布局能力彰显，行业领先地位巩固。通过投资相关领域全球领先企业、引进海外前沿的先进技术和成果来推动公司的发展，爱美客巩固和保持公司的行业领先地位。公司拟使用超募资金约 8.86 亿元人民币对 Huons BioPharma Co.,Ltd.进行增资并收购该公司部分股权。同时为推进公司资本战略，爱美客适时启动了 H 股股票发行事项，公司拟发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主板上市，截止 21H1，公司完成了相关内部决策程序。

贝泰妮：公司顺势化妆品线上渠道崛起，营销玩法多样有望实现持续增长；医学背景下助力品牌于医院渠道树立强大背书，私域流量转化能力较强，线下渠道尚有较大拓展空间。除主品牌薇诺娜有持续高增动力，公司仍有“WINONA Baby”、“Beauty Answers”等差异化定位品牌储备，蓄力未来增长引擎。

珀莱雅：品牌矩阵构建臻臻完善，新渠道投放加码有望高增，组织变革持续推进适应市场变化。①2020 年大单品策略成效显著，红宝石、双抗系列初试成功，彩妆品牌突飞猛进，并将推出高端品牌拓展用户群体；②加码投放抖音等直播平台，直营渠道重点精细化运营，抖音小店等新兴渠道快速增长；③网格化组织架构搭建完成，数字化中台团队建设继续推进，组织架构持续演进有望更好地适应市场变化。

上海家化：公司主力品牌市占率稳居前列且持续提升，培育期品牌高速增长；线上渠道调整后成效显著，线下渠道稳步，扩张。7 月 22 日发布的拟向董事长潘秋生授予股票期权 123 万份的计划，进一步绑定高管强化激励。公司立体品牌布局完成，多维渠道调整通顺，期待效率进一步优化，未来有望依托龙头规模优势，实现持续稳定增长。

4 风险提示

消费需求整体疲软：消费需求不足会导致居民收入降低，以及提高居民储蓄率，市场中的资金量随之减少，企业投资减少，从而影响企业的发展；

行业竞争加剧：化妆品、黄金珠宝、超市、百货行业有较多的参与者，竞争加剧将产生更多挤出效应，降低企业的收入、提升费用，削弱盈利能力；

龙头展店不及预期：疫情后线上电商加速发展，线下展店不及预期，一方面影响品牌线下的市场份额，另一方面线上收入承受更大的压力，渠道的单一化将增加企业的风险；

上市公司营销、创新、展店投入明显增大：新店、新品开发需要较大的营销投入，前期的创收能力有限，若后续新品成长乏力，前期增加的投入将难以回收。

插图目录

图 1:	2021Q3 各零售子板块和公司基金持仓分析.....	5
图 2:	医美美妆标的单季度营收及增长率	8
图 3:	医美美妆标的单季度归母净利及增长率	8
图 4:	医美美妆标的单季度毛利率及归母净利率	8
图 5:	医美美妆标的三费率情况	8
图 6:	黄金珠宝标的单季度营收（百亿元）及增长率	10
图 7:	黄金珠宝标的单季度归母净利（百亿元）及增长率	10
图 8:	黄金珠宝标的单季度毛利率及归母净利率	10
图 9:	黄金珠宝标的费率情况	10

表格目录

表 1:	2020Q1-2021Q3 收入、利润逐渐从疫情影响下恢复	3
表 2:	零售板块重点标的 21Q3 基金重仓持有变化	4
表 3:	医美美妆行业上市公司 2021Q1-Q3 业绩指标	8
表 4:	医美美妆行业上市公司 2021Q3 业绩指标	8
表 5:	黄金珠宝行业上市公司 2021Q3 业绩指标	11

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

辛泽熙，审计学硕士，三年卖方及实业工作经验，2021年加入民生证券，覆盖社服零售板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。