

商业贸易

2021年11月19日

聚焦高景气优质赛道，关注龙头公司竞争优势提升

——商贸零售行业 2022 年投资策略

投资评级：看好（维持）

黄泽鹏（分析师）

杨妍（联系人）

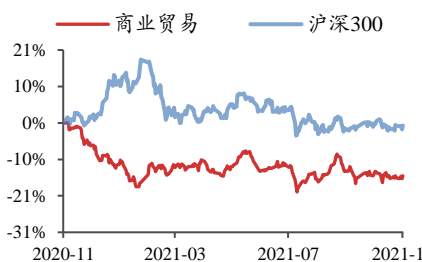
huangzepeng@kysec.cn

yangyan@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790121010071

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-医美化妆品 10 月月报：《医疗美容广告执法指南》发布，双十一国货龙头品牌表现亮眼》
-2021.11.15

《行业点评报告-10 月社零同比 +4.9%，社会消费持续回暖》
-2021.11.15

《行业周报-双十一战报：平台多元化，美妆珠宝龙头表现亮眼》
-2021.11.14

● 社会消费在曲折中逐步复苏，零售行业“人、货、场”演进升级

2021 年社会消费在曲折中逐步复苏，而零售行业“人、货、场”仍在演进升级：Z 世代引领消费潮流，新需求催生细分赛道品牌崛起；下沉市场仍是兵家必争之地，社区团购秋冬旺季可期；兴趣电商出世、品牌自播成为直播电商下半场；DTC 风起，从思维到模式赋能消费品牌全面升级。对零售企业而言，通过全渠道融合+数字化升级，围绕“人、货、场”实现效率提升，仍是核心竞争策略。

● 医美&化妆品：监管趋严引导行业规范发展，关注优质赛道龙头公司

医美：监管趋严，有助于行业规范健康发展，利好合规的龙头产品方和医美机构。医美产品端竞争壁垒深厚，看好玻尿酸、肉毒素、再生和光电类四大细分赛道，关注龙头公司竞争力的边际提升和“童颜针”等高景气细分领域优质新品；医美机构端格局仍相对分散，关注区域龙头的合规资质、医师资源和品牌口碑优势。

化妆品：大单品和多渠道逻辑持续得到检验。（1）大单品重要性凸显：树立优质品牌形象+稳定贡献收入，薇诺娜等国货上市公司品牌方积极布局，成效显著；（2）多渠道成为趋势：化妆品线上渠道中，淘系增速放缓、抖音等新渠道份额提升，因此对品牌方的多渠道运营能力提出更高要求。化妆品板块重点看好皮肤学级护肤品、强功效性护肤品和彩妆等细分赛道，其中，国货龙头公司凭借优质大单品+强运营能力优势，市占率有望持续提升。

● 线下零售关注高景气黄金珠宝龙头品牌；线上关注抖音电商和社区团购

线下零售：疫情反复和互联网业态竞争造成超市、百货、母婴连锁等传统实体零售业态经营持续承压。黄金珠宝终端消费则呈现出较高景气：黄金受益工艺革新拓展消费场景，时尚饰品与直播相得益彰，培育钻石闪耀登场。竞争格局方面，供应链、产品和渠道力是致胜抓手，看好头部公司集中度持续提升，一方面关注省代模式赋能头部品牌下沉扩张，一方面关注新渠道、新产品为行业打开新增量。

线上电商：流量红利见顶，聚焦“个性化+内容化”、深耕下沉市场成为平台共识：

（1）流量端，抖音等短视频平台依托内容和社交优势打造“兴趣电商”，赋能商家实现滚雪球式增长，品牌自播则为国货创造弯道超车机会；（2）用户端，下沉市场仍是争夺焦点，社区团购曲折中迭代发展，关注头部平台秋冬旺季表现。

● 投资建议：沿“颜值经济”、“电商新零售”、“线下零售（黄金珠宝）”布局

2022 年零售行业投资，首选业绩有支撑的高景气度细分赛道，关注行业内龙头公司的竞争优势边际提升。重点三条投资主线：（1）颜值经济：关注医美产品、皮肤学级/功效性护肤品和彩妆赛道，重点推荐爱美客、华熙生物、贝泰妮，受益标的珀莱雅。（2）电商新零售：关注社区团购秋冬旺季发展，受益标的美团、拼多多；跨境电商重点推荐吉宏股份。（3）线下零售：关注高景气黄金珠宝板块，重点推荐周大生（省代模式赋能），受益标的周大福、潮宏基。

● **风险提示：**宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

目录

1、零售行业综述：社会消费稳步复苏，零售企业经营承压.....	6
1.1、零售数据：社会消费稳步复苏，金银珠宝类表现亮眼.....	6
1.2、零售行情：年初至今累计跌幅为 6.34%，表现弱于大盘.....	8
1.3、零售企业经营业绩：一季度恢复较快，二、三季度利润端承压.....	8
2、“人、货、场”演进升级，全渠道+数字化是竞争关键.....	10
2.1、“人、货、场”演进升级，关注新人群、新品牌和新渠道.....	10
2.2、年度零售关键词：国潮、DTC、品牌自播等.....	11
2.3、零售企业竞争策略：全渠道融合+数字化升级.....	13
3、医美：监管趋严利好龙头，关注玻尿酸、肉毒素优质赛道.....	14
3.1、综述：行业监管趋严，利好龙头企业.....	14
3.2、医美产品：行业壁垒高，关注优质细分赛道.....	17
3.3、医美机构：行业集中度低，监管趋严利好优质龙头.....	22
4、化妆品：大单品、多渠道逻辑持续检验，关注细分赛道龙头.....	23
4.1、综述：增速相对放缓，整体监管趋严，关注龙头市占率提升逻辑.....	23
4.2、重点关注皮肤学级护肤品、强功效性护肤品、彩妆细分赛道.....	26
5、黄金珠宝：终端消费高景气，看好头部品牌市占率提升.....	28
5.1、综述：终端消费持续高景气，需求拓展打开增长空间.....	28
5.2、看点：省代模式助力龙头扩张，新渠道新产品打开新空间.....	30
6、传统零售：超市持续承压，母婴连锁关注龙头扩张.....	31
6.1、超市：受新兴业态冲击经营承压，多方向积极探索破局之法.....	31
6.2、百货：客流承压、开业恢复，聚焦数字化建设和私域流量运营.....	33
6.3、母婴连锁：三胎政策有望释放生育潜力，关注龙头公司整合扩张.....	34
7、电商新零售：国货抢占自播新阵地，社区团购旺季可期.....	37
7.1、底层逻辑：流量内卷时代内容为王，下沉市场孕育广阔空间.....	37
7.2、抖音电商：打造“兴趣电商”，赋能品牌实现滚雪球式增长.....	38
7.3、社区团购：寒来暑往又一秋，下沉市场零售革命持续推进.....	40
8、投资建议：沿“颜值经济”、“电商新零售”、“线下零售（黄金珠宝）”三条主线布局.....	44
9、风险提示.....	45

图表目录

图 1：2021 年以来，社会消费稳健复苏.....	6
图 2：2021 年 CPI 温和上涨，呈先升后落趋势.....	6
图 3：必选消费品类表现稳健，金银珠宝等可选消费品类维持较快增长.....	6
图 4：2021 年以来线下渠道复苏步伐放缓.....	7
图 5：2021 年三季度以来餐饮收入恢复放缓.....	7
图 6：2021 年双十一全网成交总额逼近万亿规模.....	7
图 7：2021 年双十一，天猫、京东两大平台增长稳健.....	7
图 8：2021 年年初至今，零售（商业贸易）指数下跌 6.34%.....	8
图 9：2021 年年初至今零售行业（商业贸易指数）表现排在第 20 位.....	8
图 10：前三季度行业收入端整体恢复稳健.....	9
图 11：一季度行业利润端恢复较快，二、三季度承压.....	9

图 12:	除超市外, 2021 年前三季度各板块营收明显恢复.....	9
图 13:	各细分板块三季度扣非归母净利润同比均下滑.....	9
图 14:	低线城市孕育广阔消费潜力.....	10
图 15:	90/95 后已成为电商消费主力(2021 年 1-6 月).....	10
图 16:	天猫细分品牌 TOP1 中新品牌表现亮眼.....	10
图 17:	赛道细分化赋予新品牌突围机会.....	10
图 18:	2016-2020 年短视频 APP 使用时长占比持续提升.....	11
图 19:	预计 2021 年抖音 APP 日活用户数将达 3.4 亿人.....	11
图 20:	国潮赋能珠宝、美妆新老品牌打造爆品, 长期看有望逐步形成品牌积淀.....	11
图 21:	DTC 模式打通“人、货、场”, 以消费者为核心高效创造价值.....	12
图 22:	预计 2021 年品牌自播规模占比将进一步上升.....	12
图 23:	众多国货品牌被评为抖音电商优秀自播商家.....	12
图 24:	线上线下相互加持促进企业实现全渠道融合.....	13
图 25:	围绕“人货场”的数字化升级是零售企业重要发展方向.....	13
图 26:	我国医美行业有望较快发展.....	14
图 27:	非手术类项目有望保持更快增长.....	14
图 28:	我国医美项目渗透率低于美国与日韩.....	14
图 29:	医美消费者年龄分布呈现年轻化趋势.....	14
图 30:	医美产品生产商占据产业链核心环节, 利润率较高.....	15
图 31:	2019 年我国合规医美市场仅占市场总规模半数.....	15
图 32:	市场中仍存在较多非法机构.....	15
图 33:	前期产品研发所需时间较长(以爱美客项目为例).....	17
图 34:	产品放量所需时间较长(以爱美客产品为例).....	17
图 35:	III 类医疗器械资质申请较为严格.....	17
图 36:	非手术类医美项目主要包括透明质酸、肉毒素、光电类项目等.....	18
图 37:	2024 年我国合规医美级玻尿酸有望达 120 亿元.....	19
图 38:	国产玻尿酸产品市场份额持续提高.....	19
图 39:	爱美客嗨体可用于治疗颈纹.....	19
图 40:	华熙生物推出御龄双子针.....	19
图 41:	预计医美肉毒素市场将保持较高增速.....	20
图 42:	肉毒素注射项目受到消费者欢迎.....	20
图 43:	含聚左旋乳酸的填充剂产品有望保持较高增速.....	21
图 44:	爱美客发布新品濡白天使.....	21
图 45:	华东医药发布少女针.....	21
图 46:	医美机构竞争格局较为分散.....	22
图 47:	具备医疗美容资质的合法机构在行业中是少数.....	22
图 48:	机构资质、口碑、医生是消费者重要考虑因素.....	22
图 49:	国家卫健委等八部委联合开展医美专项整治.....	22
图 50:	2020 年广义化妆品规模超 5000 亿元.....	23
图 51:	2021Q3 化妆品社零增速放缓.....	23
图 52:	化妆品线上渠道销售占比持续提升.....	23
图 53:	双十一抖音电商高增长, 化妆品类表现优异.....	23
图 54:	薇诺娜打造了多款经典大单品.....	24
图 55:	珀莱雅推出双抗精华、红宝石精华.....	24
图 56:	强功效性、皮肤学级护肤品处于护肤品细分赛道风口.....	26

图 57: 薇诺娜品牌 2021 年双十一继续表现优异.....	26
图 58: 舒敏保湿特护霜双十一全网销售量超 400 万瓶.....	26
图 59: 珀莱雅大单品主推强功效.....	27
图 60: 夸迪布局强功效型护肤品赛道.....	27
图 61: 预计彩妆赛道未来有望延续高增长.....	27
图 62: 毛戈平定位高端, 布局百货渠道.....	27
图 63: 2019 年我国黄金珠宝行业规模已超七千亿元.....	28
图 64: 黄金珠宝社零增速领跑各可选消费品类.....	28
图 65: 工艺革新驱动精品黄金占比逐年提升.....	28
图 66: 古法黄金外观厚重大气, 审美效果佳.....	28
图 67: 我国钻石消费主要集中于婚恋场景.....	29
图 68: 培育钻石更易产出大钻、彩钻、异形钻.....	29
图 69: 黄金珠宝行业集中度持续提升.....	29
图 70: 品牌力强的公司更容易入驻优势区位.....	29
图 71: 周大福通过“新城镇计划”发力渗透下沉市场.....	30
图 72: 周大生省代同时承担四大角色.....	30
图 73: 抖音电商、小红书等新渠道助力打造爆款.....	30
图 74: 精品黄金、时尚饰品等新产品拓展消费场景.....	30
图 75: 2021 年前三季度超市板块业绩承压.....	31
图 76: 社区团购对传统超市造成明显冲击分流.....	31
图 77: 永辉超市通过数字化提升备货效率.....	31
图 78: 家家悦门店已配备 IBM 为其升级的数字化平台.....	31
图 79: 2021 年新老超市品牌纷纷布局仓储会员店.....	32
图 80: 永辉超市将原本的大卖场改为仓储店.....	32
图 81: 山姆会员店为会员提供多种附加服务.....	32
图 82: 家家悦仓储店将销售与仓储区域结合.....	32
图 83: 2021 年十一假期期间百货客流仍然承压.....	33
图 84: 2021 年前三季度全国购物中心开业数量回升.....	33
图 85: 重庆百货以数字化带动实体经营.....	33
图 86: 百联股份推出云店小程序“i 百联”运营私域流量.....	33
图 87: 母婴连锁店位于产业链中游, 上游为母婴产品品牌商、下游为母婴消费者.....	35
图 88: 爱婴室收购华中母婴零售龙头贝贝熊.....	36
图 89: 母婴连锁零售龙头孩子王在创业板上市.....	36
图 90: 孩子王构建线上线下全渠道经营网络.....	36
图 91: 爱婴室战略投资国际早教品牌想象乐.....	36
图 92: 淘宝 APP 首页新增直播一级入口.....	37
图 93: 京东 APP 首页“发现频道”升级为“逛”.....	37
图 94: “乡村振兴”战略推动乡村物流基础设施建设.....	37
图 95: 淘宝、京东纷纷加码布局下沉市场.....	37
图 96: 抖音通过“流量池-营销平台-商品池”三位一体打造生态闭环.....	38
图 97: 抖音电商的雪球式滚动增长逻辑助力商家快速成长.....	38
图 98: 薇诺娜、周大生等品牌纷纷在抖音开启品牌自播.....	39
图 99: 品牌自播承接高质量短视频带来的流量.....	39
图 100: 高频常态化直播已成为国产品牌标配.....	39
图 101: 10 月抖音美妆旗舰店销售 TOP3 均为国货品牌.....	39

图 102: 社区团购有望发展为下沉市场零售基础设施, 同时兼具流量入口与获客价值	40
图 103: 春节前多多买菜开城上海	41
图 104: 春节前后, 美团优选等头部平台发力冲单	41
图 105: 由于缺乏冷链车, 运输环节只能以保温箱弥补	41
图 106: 夏季高温下, 冷链不足导致生鲜损耗居高不下	41
图 107: 多多买菜在供应源头设立“百亿农研专项”	43
图 108: 生鲜加工成为社区团购供应链条的重要一环	43
图 109: 多家平台入秋后再次开启主站强引流模式	43
图 110: 阿里淘菜菜依托阿里巴巴集团资源奋起直追	43
表 1: 零售细分板块 2021 年前三季度财务指标: 超市承压明显, 黄金珠宝、医美化妆品增长较好	9
表 2: 国家多次颁布政策法规, 引导医美行业规范发展	16
表 3: 多款肉毒产品处于审批阶段	20
表 4: 2021 年以来化妆品国货品牌在抖音渠道表现优异	24
表 5: 化妆品功效宣称需要完成人体功效测评试验等	25
表 6: 中央和地方各级政府持续出台的一系列“三孩”配套支持政策有望释放生育潜力	34
表 7: 母婴连锁赛道呈现明显区域性特征, 头部企业均有各自优势区域, 孩子王率先实现全国性布局	35
表 8: 2021 年社区团购平台表现分化, 美团、拼多多领跑, 二线平台收缩, 阿里系奋起直追	42
表 9: 投资建议: 关注优质零售细分赛道公司	44

1、零售行业综述：社会消费稳步复苏，零售企业经营承压

1.1、零售数据：社会消费稳步复苏，金银珠宝类表现亮眼

2021年前三季度，社会消费整体稳步复苏，但也受到疫情反复等因素影响。2021年前三季度，我国社零总额 31.8 万亿元（同比+16.4%），其中一、二、三季度单季同比分别+33.9%/+13.9%/+5.1%，总体来看社会消费整体延续复苏态势，但三季度受到局部地区疫情反复等因素影响增速放缓。物价方面，随着 2020 年高基数效应减弱，2021 年上半年 CPI 温和上涨，但 6 月份后受猪肉价格下降等影响涨幅有所回落，2021 年 10 月整体/食品类 CPI 同比增速分别为+1.5%/-2.4%。

图1：2021年以来，社会消费稳健复苏

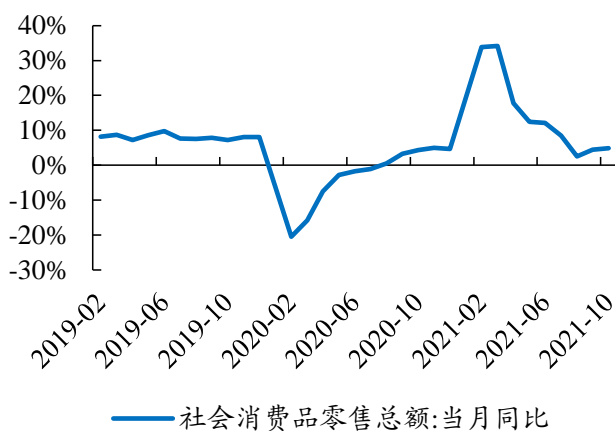
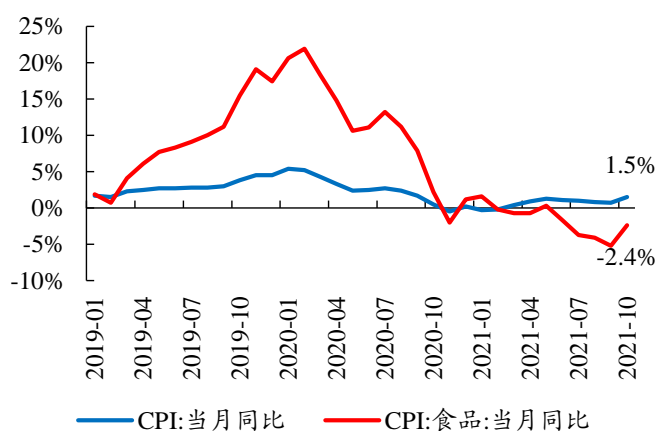


图2：2021年CPI温和上涨，呈先升后落趋势

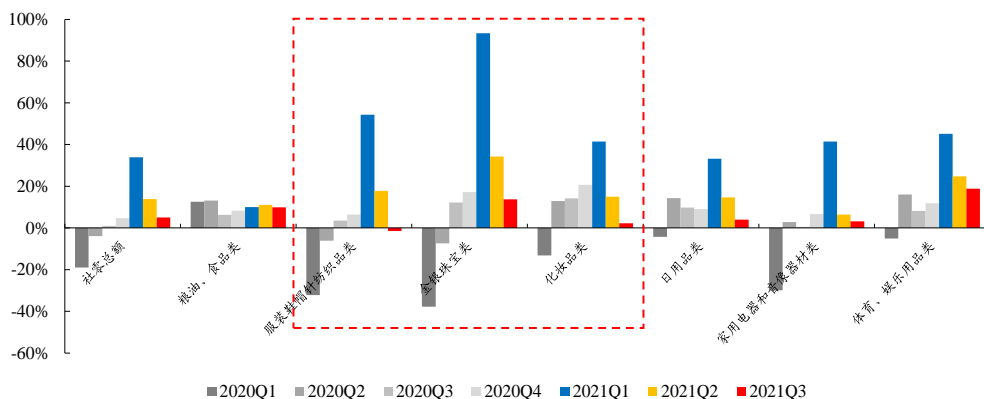


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

分品类看，粮油食品等必选消费表现稳健，金银珠宝等可选消费品亮眼。必选消费品方面：2021年前三季度居民基本生活商品需求稳定释放，粮油、食品类等必选消费品平稳增长。可选消费品方面：受益于疫情后婚庆需求释放，2021年前三季度金银珠宝增长 41.6%（2021Q1-Q3 单季同比分别+93.3%/+34.3%/+13.8%）；化妆品 2021 年上半年增长较快，三季度增速有所回落（2021Q1-Q3 单季同比分别+41.4%/+15.0%/+2.2%）。整体看，消费升级品类维持较快增长。

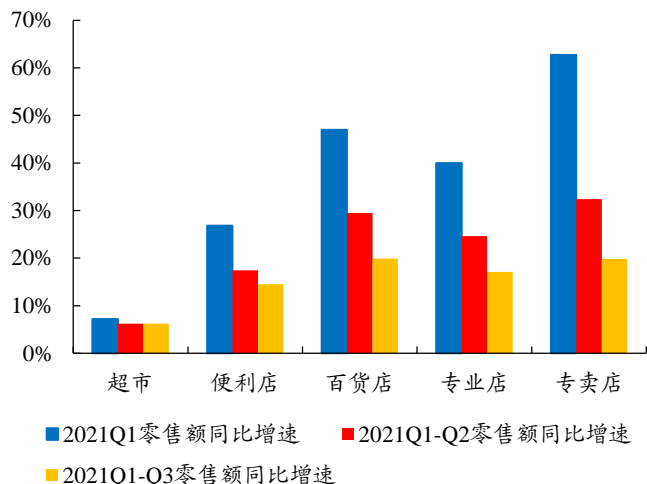
图3：必选消费品类表现稳健，金银珠宝等可选消费品类维持较快增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

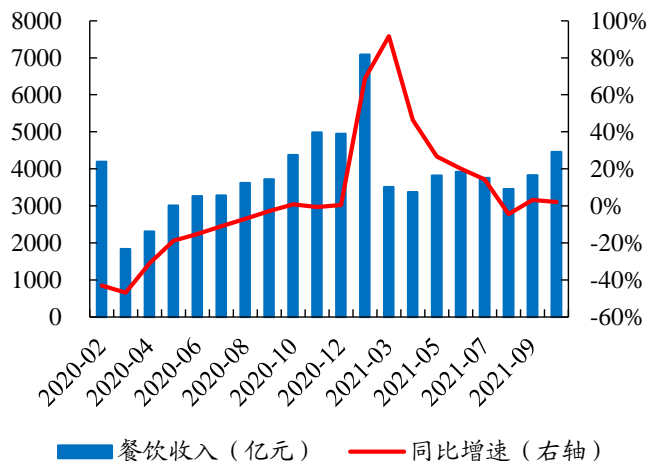
线下渠道受疫情反复影响，复苏步伐放缓。根据国家统计局数据，按零售业态分，2021年前三季度限额以上超市/便利店/百货店/专业店/专卖店零售额同比分别增长6.2%/14.5%/19.9%/17.1%/19.8%，较2021年一季度和上半年增速均有不同程度放缓；餐饮消费方面，2021年上半年线下餐饮恢复速度较快，已恢复至疫情前水平，进入三季度后受部分地区疫情、涝情影响，线下餐饮恢复放缓。

图4：2021年以来线下渠道复苏步伐放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

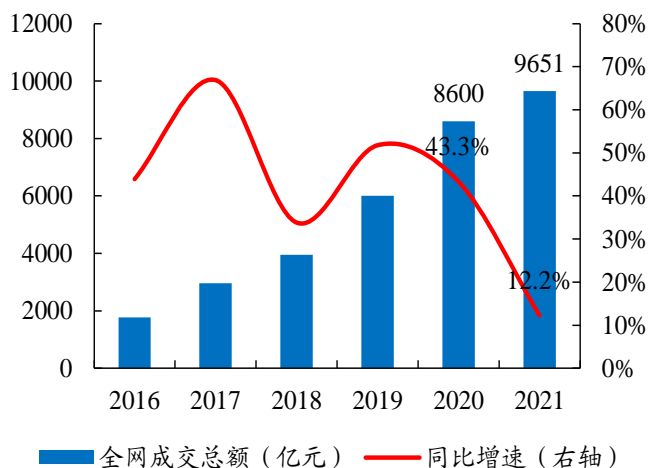
图5：2021年三季度以来餐饮收入恢复放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

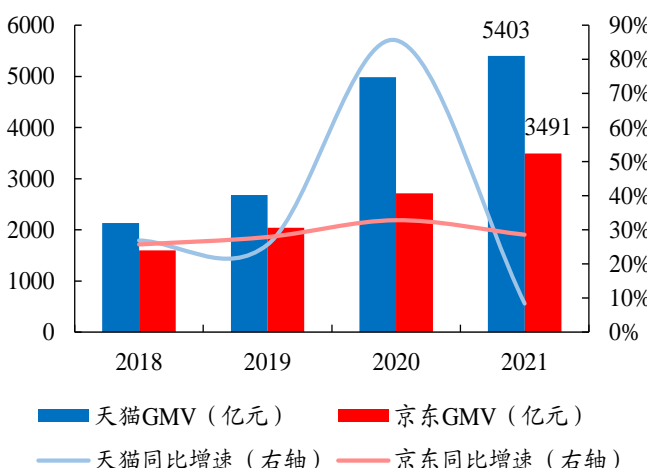
线上渠道延续较高景气，电商购物节销售火爆。回顾2021年618、双十一等几大购物节，新老各大电商平台多样化参与，商品交易总额实现稳健增长。618方面：根据星图数据，2021年大促期间全网商品交易总额达5784.8亿元（同比+26.5%）；双十一方面，据网经社统计，10月20日-11月11日双十一全网成交总额达9651亿元，较2020年增长12.2%，规模已逼近万亿；天猫、京东两大平台分别实现GMV5403亿元（同比+8.5%）/3491亿元（同比+28.6%），增长稳健。总体来看，2021年的618和双十一电商大促销售火爆依然展现了消费活力，线上消费需求持续释放。

图6：2021年双十一全网成交总额逼近万亿规模



数据来源：网经社、开源证券研究所

图7：2021年双十一，天猫、京东两大平台增长稳健

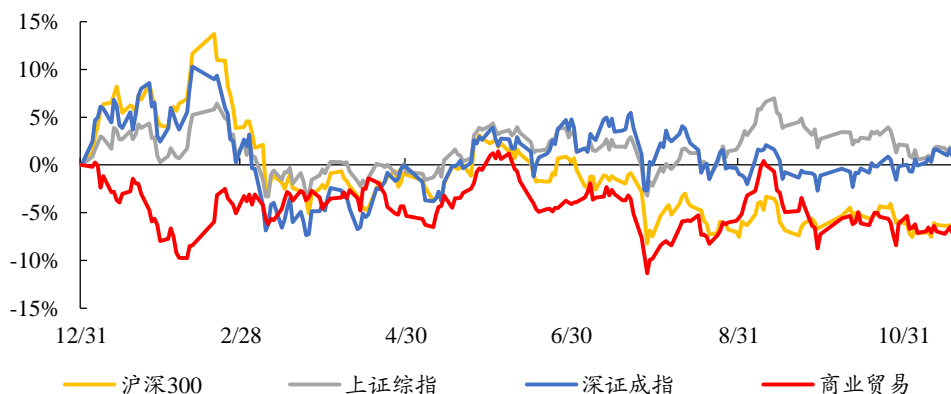


数据来源：天猫发言人官微、京东官微、开源证券研究所

1.2、零售行情：年初至今累计跌幅为 6.34%，表现弱于大盘

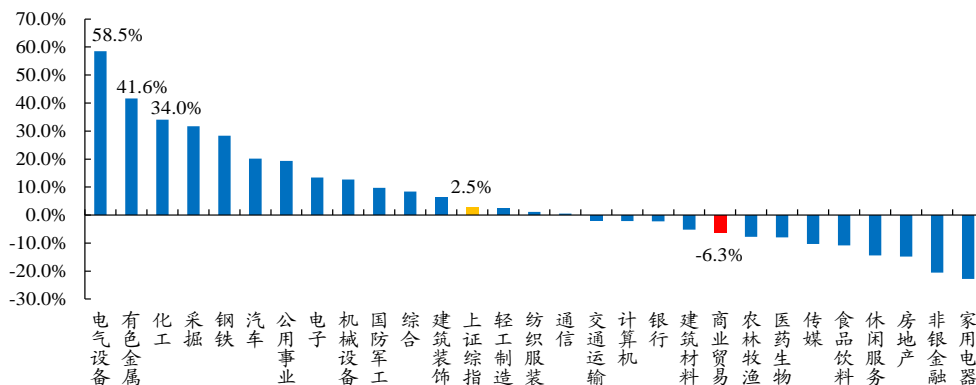
2021 年年初至今零售（商业贸易）指数下跌 6.34%，在所有一级行业中位列第 20 位。2021 年以来，一方面受疫情反复影响社会消费整体恢复不及预期，另一方面超市板块大幅回调拖累行业指数下行，商业贸易指数整体表现较为低迷。截至 2021 年 11 月 19 日，零售指数报收 3028.88 点，从年初至今累计跌幅为 6.34%，表现弱于大盘（上证综指同期涨幅为 2.51%）。所有行业横向对比看，零售行业（商业贸易指数）表现在 28 个行业中位居第 20 位。

图8：2021 年年初至今，零售（商业贸易）指数下跌 6.34%



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021 年 11 月 19 日）

图9：2021 年年初至今零售行业（商业贸易指数）表现排在第 20 位

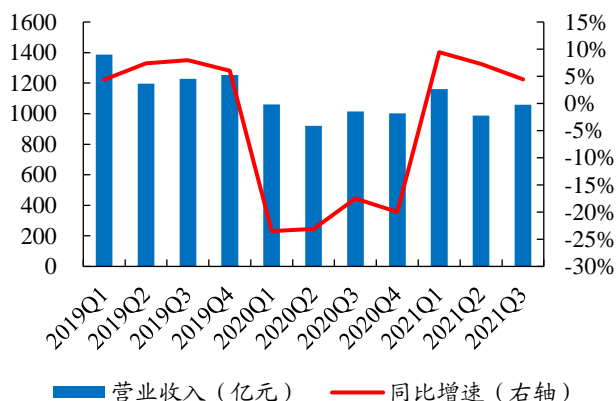


数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021 年 11 月 19 日）

1.3、零售企业经营业绩：一季度恢复较快，二、三季度利润端承压

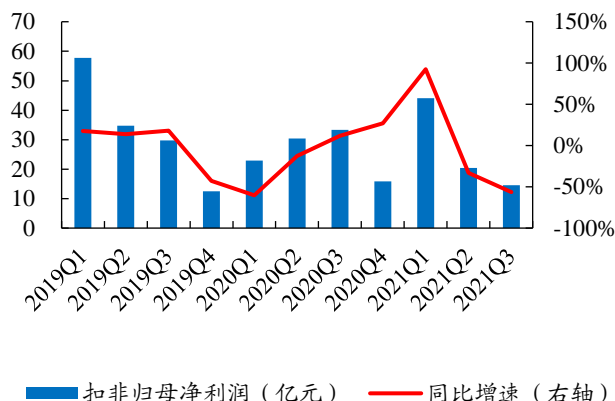
零售企业 2021 年前三季度收入端整体恢复稳健，疫情等影响下二、三季度利润承压。我们选取 8 家超市、15 家百货、8 家化妆品、5 家黄金珠宝、2 家专业连锁合计 38 家代表性上市公司作为样本，对零售行业业绩进行梳理分析。收入端看，2021 年一季度单季行业整体收入端同比+9.5%，恢复较快；二、三季度零售行业整体营业收入同比分别+7.3%、+4.4%，恢复稳健。利润端看，一季度单季行业整体利润端同比+92.5%，同期低基数下实现较快增长；二、三季度行业扣非归母净利润同比分别-33.0%/-56.3%，受疫情反复及外部竞争等因素影响，业绩端承压明显。

图10: 前三季度行业收入端整体恢复稳健



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 一季度行业利润端恢复较快, 二、三季度承压

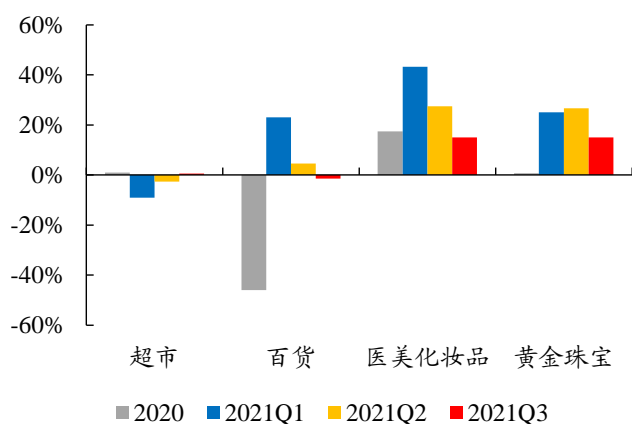


数据来源: Wind、开源证券研究所

细分板块中, 2021 年前三季度超市承压明显, 黄金珠宝、医美化妆品龙头增长较好。

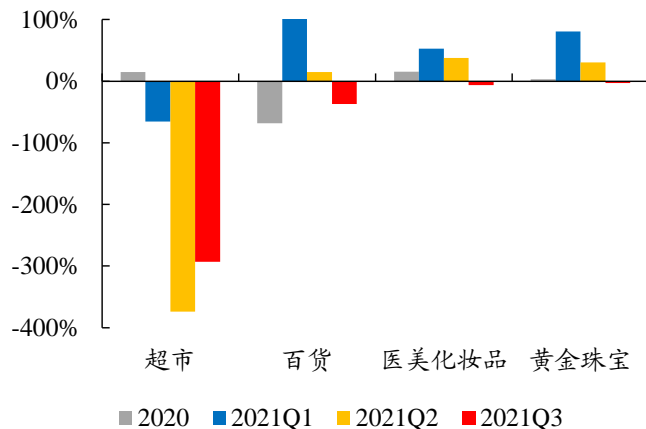
(1) 超市板块前三季度收入端基本持平, 但受同期高基数、疫情反复和互联网新业态冲击影响, 扣非归母净利润显著承压; (2) 百货板块上半年恢复较好, 但三季度营收、扣非归母净利润增速转负; (3) 医美化妆品板块整体呈现高景气, 前三季度营收端、利润端均维持较快增长; (4) 黄金珠宝板块受益疫情缓和叠加婚庆需求释放带来的行业回暖, 前三季度营收端、利润端均实现高增长。

图12: 除超市外, 2021 年前三季度各板块营收明显恢复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 各细分板块三季度扣非归母净利润同比均下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 零售细分板块 2021 年前三季度财务指标: 超市承压明显, 黄金珠宝、医美化妆品增长较好

细分板块	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润 (亿元)	营业收入 增速	归母净利润 增速	扣非归母净利润 增速	毛利率	期间费用率
超市	1231.0	-15.3	-16.5	-4.2%	-144.7%	-161.4%	22.4%	23.7%
百货	1040.7	47.6	37.3	8.7%	50.1%	54.4%	32.0%	25.7%
黄金珠宝	636.6	30.2	26.1	21.5%	40.6%	26.2%	12.1%	5.0%
医美化妆品	221.1	28.1	26.4	27.2%	21.8%	26.0%	61.1%	47.0%

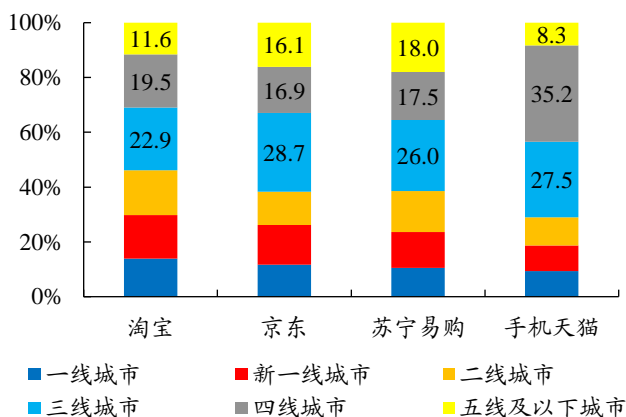
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 以上为 2021Q1-Q3 累计数据)

2、“人、货、场”演进升级，全渠道+数字化是竞争关键

2.1、“人、货、场”演进升级，关注新人群、新品牌和新渠道

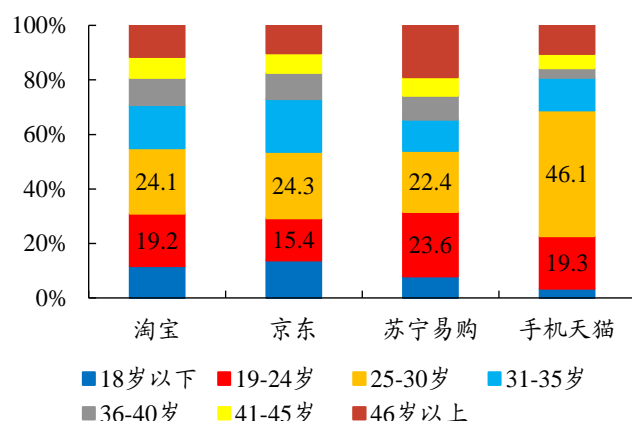
“人”：低线城市孕育消费潜力，年轻一代引领消费潮流。从地域分布看：受益于居民消费意愿觉醒和消费能力提升，低线城市消费品质升级，孕育着广阔消费潜力。根据 QuestMobile 数据，三四五线城市在各大电商平台占比均已超过 50%，其中在手机天猫平台占比已高达 71%。从年龄分层看：90/95 后等新生代群体逐渐成为消费主力，带动懒宅经济、颜值经济等新消费蓬勃发展，而年轻一代对短视频、社交、直播等社媒的高接受度，也催生出抖音电商、直播带货等持续火爆。

图14：低线城市孕育广阔消费潜力



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

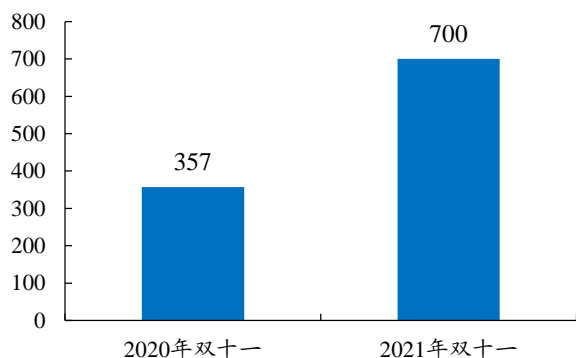
图15：90/95后已成为电商消费主力（2021年1-6月）



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

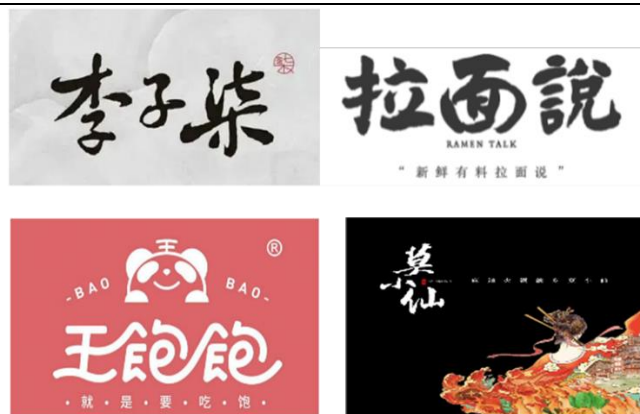
“货”：新人群、新需求催生新品牌，赛道细分化赋予突围机会。对于新品牌，消费者身份认同与个性表达，催生新品牌发展机会，而赛道的细分化，加速新品牌突围崛起。越来越多的品牌从小众品类或带货者单品类入手，打造尖刀产品，抢占小众市场，典型代表如掀起“泡面革命”的拉面说、匠心制造的鲜炖燕窝品牌小仙炖及健康食品领域的“麦片届黑马”王饱饱等。根据《2021 中国新消费品牌增长力白皮书》数据，天猫平台细分品牌 TOP1 中新品牌在 2020 年双十一上榜 357 个，2021 年双十一进一步上升至 700 多个。相较于品牌与价格，新生代消费者更倾向于寻找“共鸣感”，从而满足社交及情感需求，也为新品牌带来发展机会。

图16：天猫细分品牌 TOP1 中新品牌表现亮眼



数据来源：CBNDData、开源证券研究所

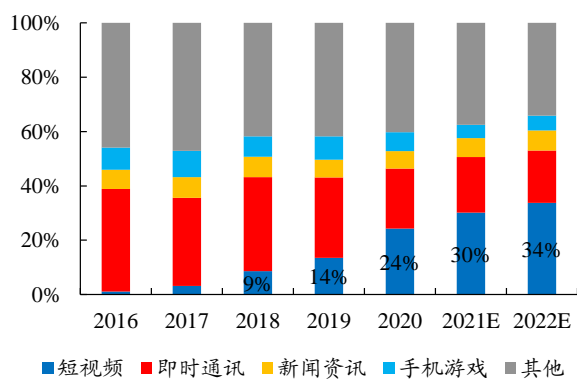
图17：赛道细分化赋予新品牌突围机会



资料来源：李子柒等品牌官网

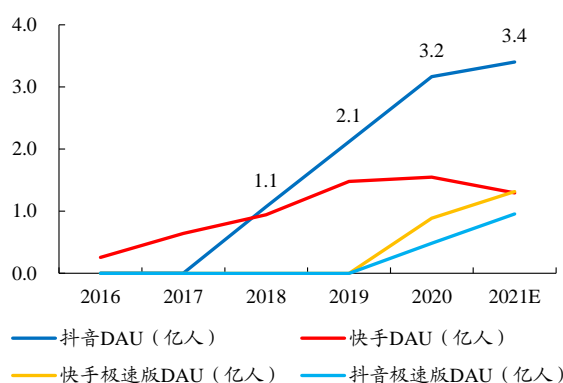
“场”：短视频业态高速发展，新兴平台吸纳流量。随着用户获取信息习惯从图文向视频转变，短视频业态高速发展，根据极光数据，2016-2020 年间短视频 APP 使用时长占比持续增加，预计 2021 年将提升至 30%。随着用户流量持续倾斜，短视频平台已成为重要流量入口，预计 2021 年抖音 APP 日活用户数将达到 3.4 亿人。2021 年抖音、快手分别推出“兴趣电商”、“信任电商”发力电商业务，2021 年双十一抖音、快手 GMV 分别同比增长 224%/433%，已对传统电商平台造成明显分流。

图18: 2016-2020 年短视频 APP 使用时长占比持续提升



数据来源：极光数据、开源证券研究所

图19: 预计 2021 年抖音 APP 日活用户数将达 3.4 亿人



数据来源：极光数据、开源证券研究所

2.2、年度零售关键词：国潮、DTC、品牌自播等

国潮：年轻一代民族自信力提升，国潮兴起，赋能新老品牌打造爆款形成品牌积淀。随着 90 后及 00 后人群逐渐成为消费主力军，年轻一代的突出特质是民族自信，因此对国货接受程度较高。根据国潮骄傲搜索大数据报告统计，消费者对国货关注度已由 2016 年的 45% 提升至 2021 年的 75%。未来“国潮”有望持续成为风口，国产品牌借助创新营销优势打造国潮爆款产品，在抢占年轻消费市场同时，也将逐步形成品牌沉淀。例如，2018 年花西子推出故宫口红系列引起国潮热，之后完美日记、李子柒、李宁、波司登、老凤祥等品牌接力，持续引领了美妆、服饰、珠宝、食品等品类的消费热潮。

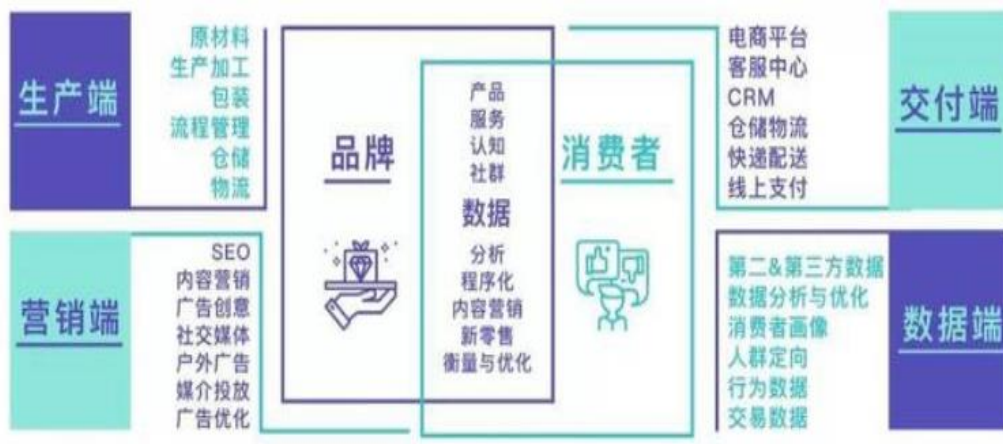
图20: 国潮赋能珠宝、美妆新老品牌打造爆品，长期看有望逐步形成品牌积淀



资料来源：周大福、花西子等公司官网、开源证券研究所

DTC: 直面消费者、打通“人、货、场”，帮助品牌企业实现变革、转型、提升。 DTC 模式以用户为核心，直接面向消费者出售商品或服务，从而高效地创造价值。我们认为，DTC 是全链条层面的系统重构，通过形成“产品研发—营销传播—交付体验—反馈收集”的生产营销闭环，真正打通“人、货、场”。与传统模式进行对比，DTC 模式优势在于：（1）更接近终端消费者，更关注消费行为研究及消费者生活形态把握；（2）具有成本和效率优势，让利消费者以此提升竞争力。目前，美妆领域完美日记、花西子，服饰领域安踏、优衣库等 DTC 品牌，通过 DTC 改革实现“以产品为中心”向“以消费者为中心”的运营模式转变，均已取得显著成效。

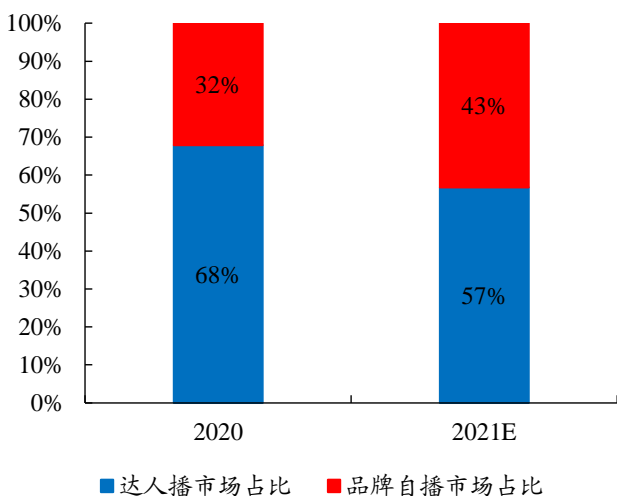
图21: DTC 模式打通“人、货、场”，以消费者为核心高效创造价值



资料来源：交大海外华南中心

品牌自播: 已成为电商直播下半场，国货品牌纷纷入局。 品牌自播是指有品牌资质的商家使用店铺官方账号开播的经营方式，由于具备高曝光、高转化、高收益等优势，已成为品牌营销的重要场景。目前，众多国货品牌均已纷纷入局品牌自播，在服饰鞋包、美妆、珠宝文玩等领域诞生了一批优秀自播商家。据 QuestMobile 数据，2020 年品牌自播/达人直播市场规模占比分别为 32%/68%，预计 2021 年品牌自播占比将进一步提升至 43%。另外，根据淘宝直播数据，2021 年双十一预售第一周，成交额破千万的直播间共有 165 个，其中品牌直播间的占比近 9 成。

图22: 预计 2021 年品牌自播规模占比将进一步上升



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图23: 众多国货品牌被评为抖音电商优秀自播商家

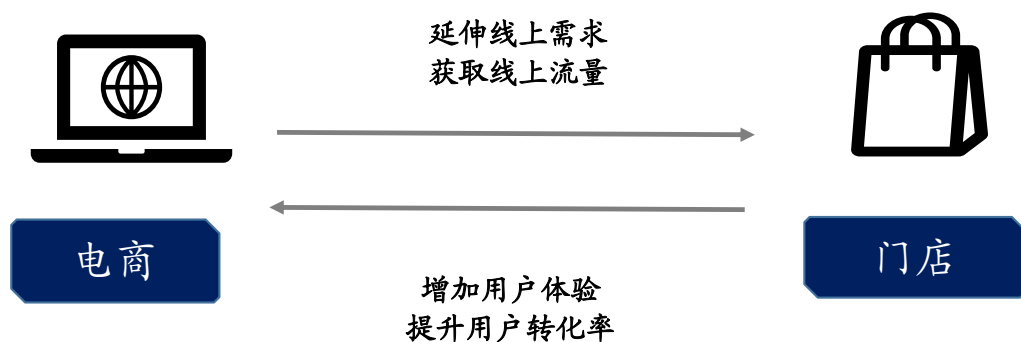


资料来源：《2021 抖音电商商家自播白皮书》

2.3、零售企业竞争策略：全渠道融合+数字化升级

线上线下载全渠道融合成大趋势。随着消费场景多元化，越来越多企业开启线上线下全渠道融合的经营模式。一方面将线上需求引导延伸到线下门店从而获得更多流量，另一方面通过线下门店增加消费者体验，从而提升转化率，再吸引消费者返回线上购买，形成相互加持的全渠道模式。

图24：线上线下相互加持促进企业实现全渠道融合

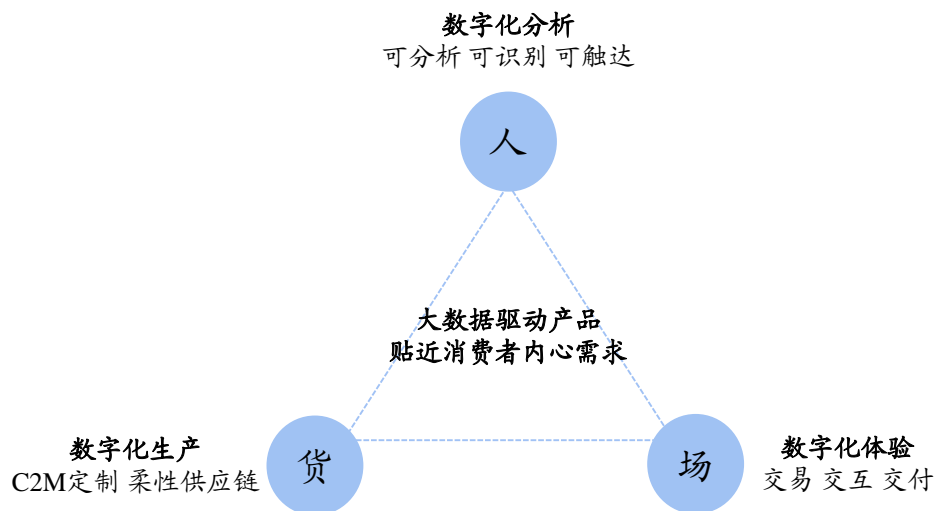


资料来源：开源证券研究所

围绕“人货场”的数字化升级，仍为各企业重要发展方向。零售企业通过“人货场”全链路的数据化、可视化，实现智能精准的消费者、商品与场景运营，让品牌不断贴近消费者的内心需求。

- 数字化人群分析：根据用户状态与偏好变化，通过数字化实现可分析、可识别、可触达的精准营销。
- 数字化产品生产：在消费者需求数据赋能下实现 C2M 定制及生产全流程互联，搭建实时满足消费者需求的柔性供应链。
- 数字化场景体验：企业通过“交易+交互+交付”全面提升消费者体验，实现线上线下全场景拓展。

图25：围绕“人货场”的数字化升级是零售企业重要发展方向



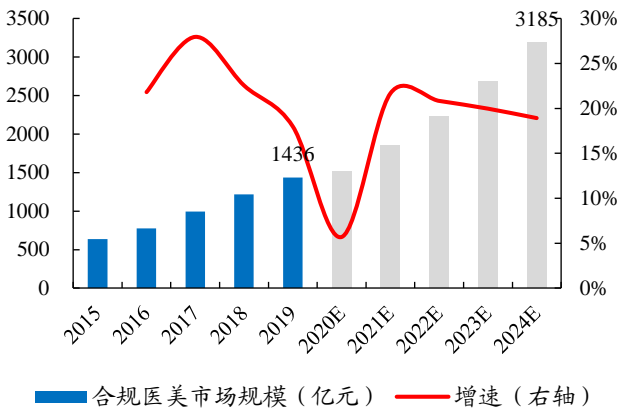
资料来源：开源证券研究所

3、医美：监管趋严利好龙头，关注玻尿酸、肉毒素优质赛道

3.1、综述：行业监管趋严，利好龙头企业

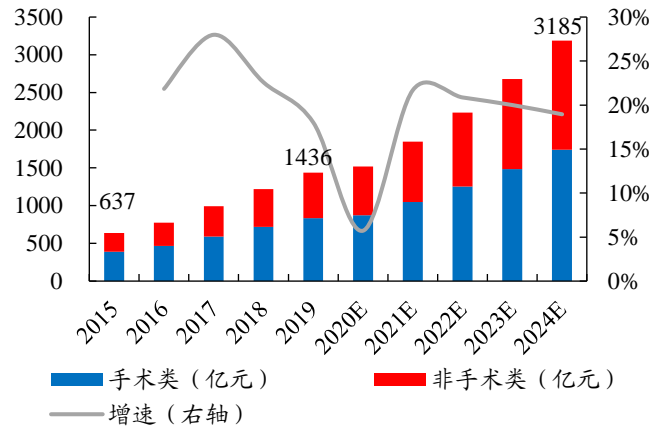
我国医美行业较快发展，轻医美趋势明显。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年我国监管医美市场规模为 1436 亿元，2015-2019 年 CAGR=22.5%，2024 年市场规模有望达到 3185 亿元。相较传统手术类医美项目而言，非手术类（即“轻医美”）项目呈现出更高景气：二者 2015-2019 年 CAGR 分别为 24.6%/21.2%，轻医美增速更高。截至 2019 年，非手术类/手术类医美项目市场规模分别为 600 亿元/836 亿元，占比分别为 42%/58%；展望未来，Frost & Sullivan 预计 2024 年非手术类/手术类市场规模分别为 1443 亿元/1742 亿元，CAGR 分别为 19.2%/17.3%，轻医美有望保持更快增长。

图26：我国医美行业有望较快发展



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

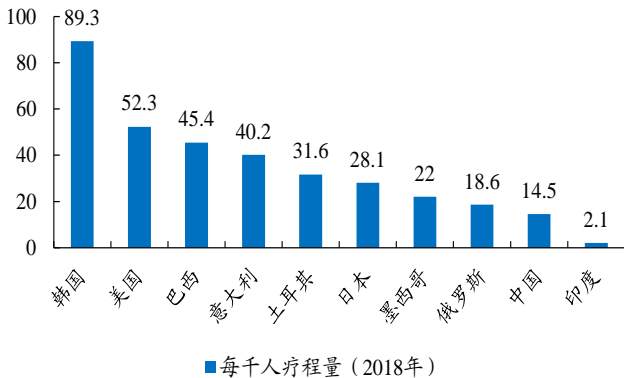
图27：非手术类项目有望保持更快增长



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

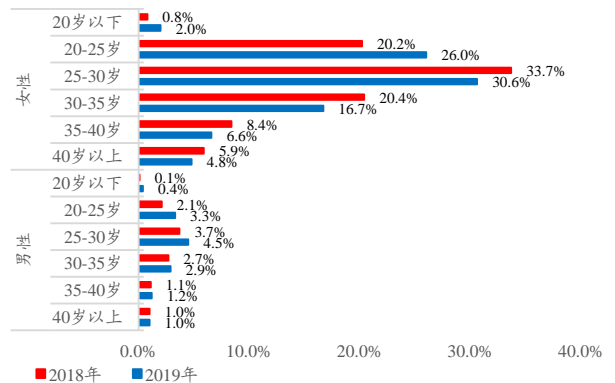
低渗透率&消费观念改变&年轻化趋势有望促进医美行业持续增长。从医美项目渗透率（每千人医疗美容疗程量）来看，根据 Frost & Sullivan 数据，我国与其他医美行业发展成熟国家相比仍处于较低水平：2018 年我国每千人诊疗量为 14.5 人，相比韩国（89.3 人）、美国（52.3 人）、日本（28.1 人）的水平仍有提升空间。此外，随着消费者观念逐步转变，医美消费行为的接受度在明显提高，艾媒咨询数据显示，目前近六成消费者对于医美消费行为持正面态度。从年龄代际上看，医美用户呈现出年轻化趋势，随着年轻消费者步入市场，行业有望持续扩容。

图28：我国医美项目渗透率低于美国与日韩



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

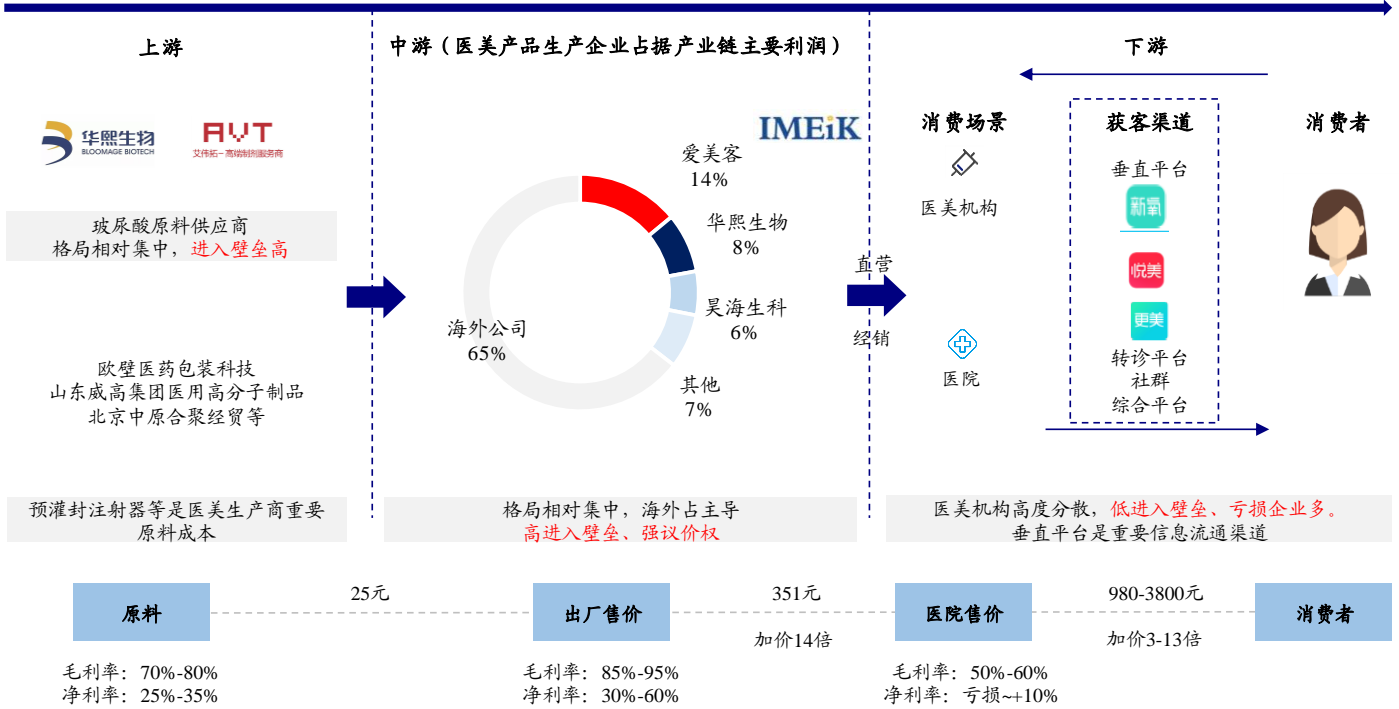
图29：医美消费者年龄分布呈现年轻化趋势



数据来源：《中国医美市场趋势洞察》、开源证券研究所

医美产业链中，医美产品生产厂商占据产业链核心环节，利润率较高。医美产业链主要由上游原料供应商、中游产品器械生产制造商、下游医美机构和消费者构成。相较而言，中游产品厂商的技术、资质壁垒高，掌握产业链议价权，因此也具有较高的利润率，部分头部公司毛利率可达85%以上，净利率30%-60%。下游机构方面，目前行业整体相对分散，区域龙头机构具备一定竞争优势。

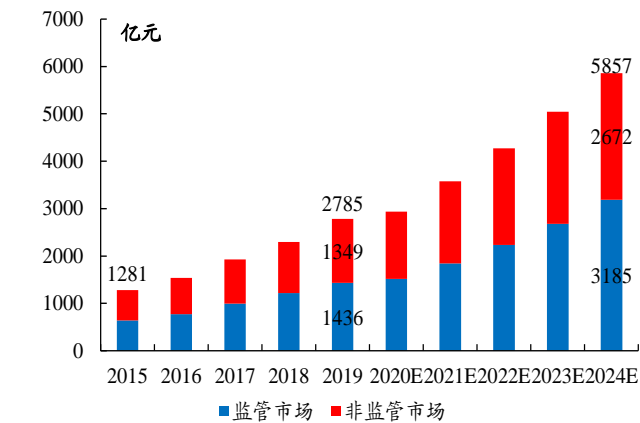
图30: 医美产品生产厂商占据产业链核心环节，利润率较高



资料来源：爱美客、华熙生物等公司公告、新氧APP、艾瑞咨询、开源证券研究所

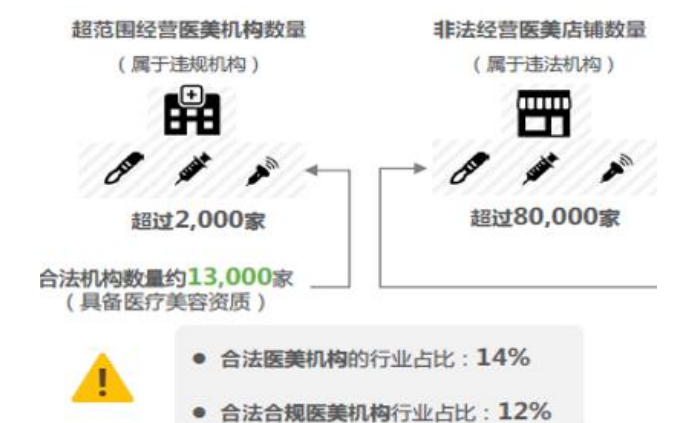
合规医美市场未来发展空间大。根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年监管医美市场/非监管医美市场规模分别为 1436 亿元/1349 亿元，占总市场规模的比例分别为 52%/48%，行业仍有近一半规模为非监管市场，未来合规医美服务市场具备较大发展空间。医美机构方面，根据艾瑞咨询统计，2019 年我国具备医疗美容资质（合法）的机构仅约 1.3 万家，不合规机构仍较多。

图31: 2019 年我国合规医美市场仅占市场总规模半数



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图32: 市场中仍存在较多非法机构



数据来源：艾瑞咨询

监管趋严引导行业规范发展，利好具备合规Ⅲ类医疗器械资质的产品方和合规龙头医美机构。由于行业不合规现象较多，国家多次颁布政策法规对医美行业进行监管。2021年6月，八部委联合开展打击非法医美服务专项整治，包括严厉打击非法开展医美相关活动、严格规范医美行为、严厉打击非法售治药品医疗器械、查处违法广告和互联网信息四方面内容；2021年11月，国家市场监督管理总局发布《医疗美容广告执法指南》，对医美广告进行监督。我们认为，行业整体监管趋严有利于医美行业整体健康、规范发展，对于合规产品方和医美机构也可以起到积极作用。

表2: 国家多次颁布政策法规，引导医美行业规范发展

颁布时间	政策名称	颁布单位	政策内容
2021.11	医疗美容广告执法指南	国家市场监督管理总局	明确医疗美容广告相关概念：医疗美容广告属于医疗广告，广告主必须依法取得医疗机构执业许可证才能发布或者委托发布医疗美容广告； 明确医疗美容广告监管重点：将制造“容貌焦虑”等九种情形列为打击重点； 加强行刑衔接：各级市场监管部门发现相关违法行为涉嫌犯罪的，要依照有关规定移送公安机关。
2021.6	打击非法医疗美容服务专项整治工作方案	国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局	打击非法开展医疗美容相关活动的行为：医疗美容活动必须依法取得医疗机构执业许可证才能开展执业活动； 查处违法广告和互联网信息：非医疗机构不得发布医疗广告，美容医疗机构发布医疗广告应依法取得《医疗广告审查证明》并按规定发布医疗广告； 多部门联合开展专项整治：市场监督管理部门要对在日常监管中发现生活美容机构涉嫌未取得合法资质开展医疗美容服务的，及时通报卫生健康行政部门； 邮政管理部门要配合相关部门加大对药品、医疗器械类物品查验力度，严防相关禁寄物品流入寄递渠道。
2020.4	关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知	卫健委、药监委等部门	规范药品和医疗器械生产经营使用：在我国境内上市的药品和第二、三类医疗器械实行产品注册管理，未取得注册批准的产品不得上市；未依法取得药品、医疗器械生产、经营合法资质的，不得从事药品、医疗器械生产、经营活动； 多部门联合加强药品监督检查：公安机关要加强与相关部门的协作配合，依法严厉打击生产销售假药、劣药；商务部门要督促电商平台严格落实主体责任；海关要加大药品和医疗器械进口监管力度；药品监管部门要依职责加强药品、医疗器械生产经营企业和医疗机构的监督检查。
2017.5	卫健委、药监局关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知	卫健委、药监局等部门	严厉打击非法制售药品医疗器械：加强对药品医疗器械生产经营企业的监督检查，依法查处违法违规生产经营注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品、医疗器械行为。严厉打击走私注射用透明质酸钠、胶原蛋白、肉毒毒素等药品、医疗器械行为。
2016.7	总局办公厅关于加强注射用A型肉毒毒素管理的通知	药监局	加大对行政区域内药品生产经营企业的监督力度：督促其严格按照《医疗用毒性药品管理办法》和《关于将A型肉毒毒素列入毒性药品管理的通知》相关要求，自觉依法依规生产经营加强注射用； A型肉毒毒素购销管理：注射用A型肉毒毒素生产（进口）企业和指定经营企业必须严格审核采购单位资质，建立客户档案，健全各项管理制度，加强购、销、存管理，保证来源清楚，流向可核查、可追溯。
2015.1	关于印发开展打击非法制售和使用注射用透明质酸钠行为专项行动工作方案的通知	药监局、卫健委、公安部等	遏制非法制售透明质酸钠行为：依法查处未经许可生产经营注射用透明质酸钠产品和生产经营使用未取得医疗器械注册证的透明质酸钠产品等违法行为。

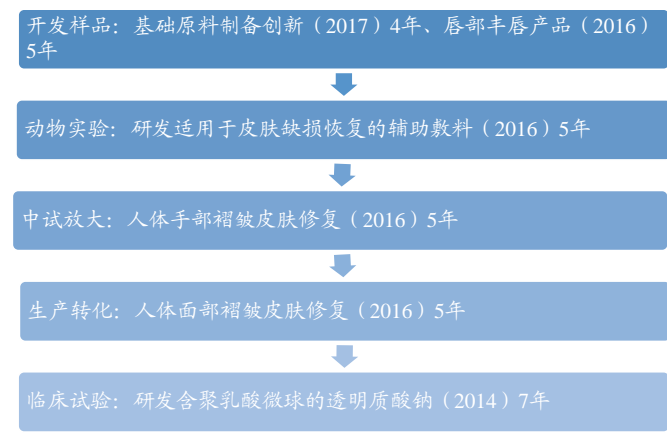
资料来源：Frost & Sullivan、国家卫生健康委、国家市场监督管理总局、开源证券研究所

3.2、医美产品：行业壁垒高，关注优质细分赛道

前期市场洞察&研发构筑医美产品方竞争壁垒，严资质审批流程利好合规龙头企业。

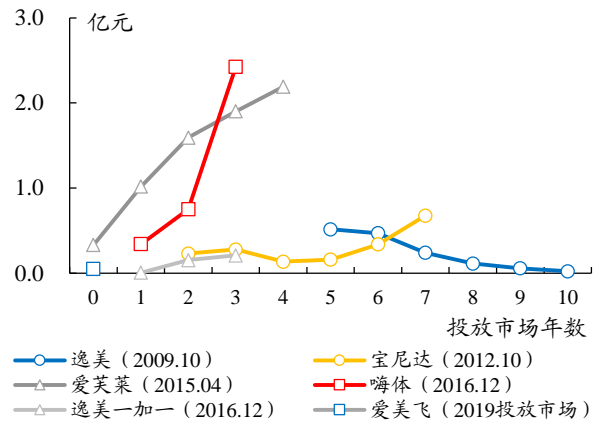
- **前期市场洞察&研发：所需时长较长。**以医疗器械为例，研发项目需要经过开发样品、动物实验、中试放大、生产转化、第三方型式检验、临床检验等程序，从市场洞察到产品开发临床检验完成所需时间较长(整体时长通常在6年左右)。
- **资质审批：完成临床试验后注册申报需要 6-9 个月。**临床通过后，提交注册申请还需技术审批、行政审批等流程，不确定性因素多，仍需一年左右时间。
- **产品推广：新产品 2-3 年开始放量。**在产品获批后，市场教育所需时间也较长（产品可以满足消费者新需求——机构医生认可并推广——消费者认知提升）。

图33：前期产品研发所需时间较长(以爱美客项目为例)



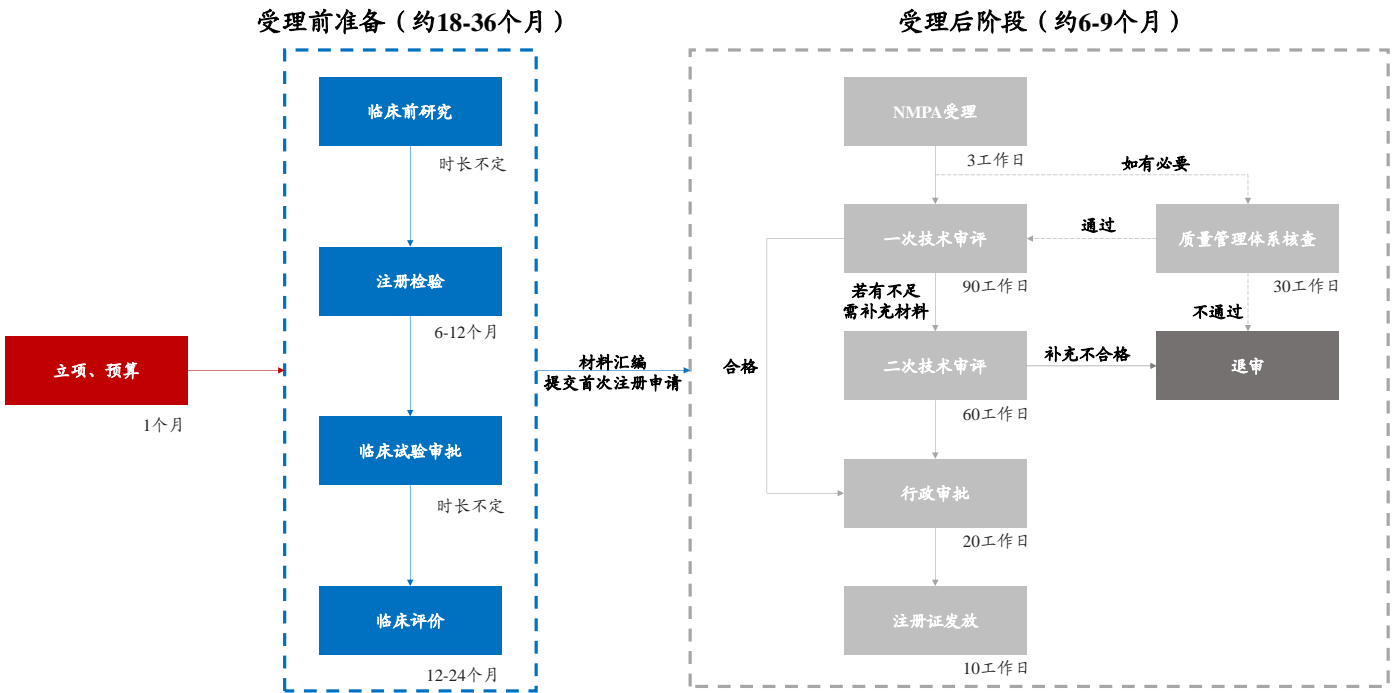
资料来源：爱美客招股说明书、开源证券研究所

图34：产品放量所需时间较长(以爱美客产品为例)



数据来源：爱美客招股说明书、开源证券研究所

图35：III类医疗器械资质申请较为严格

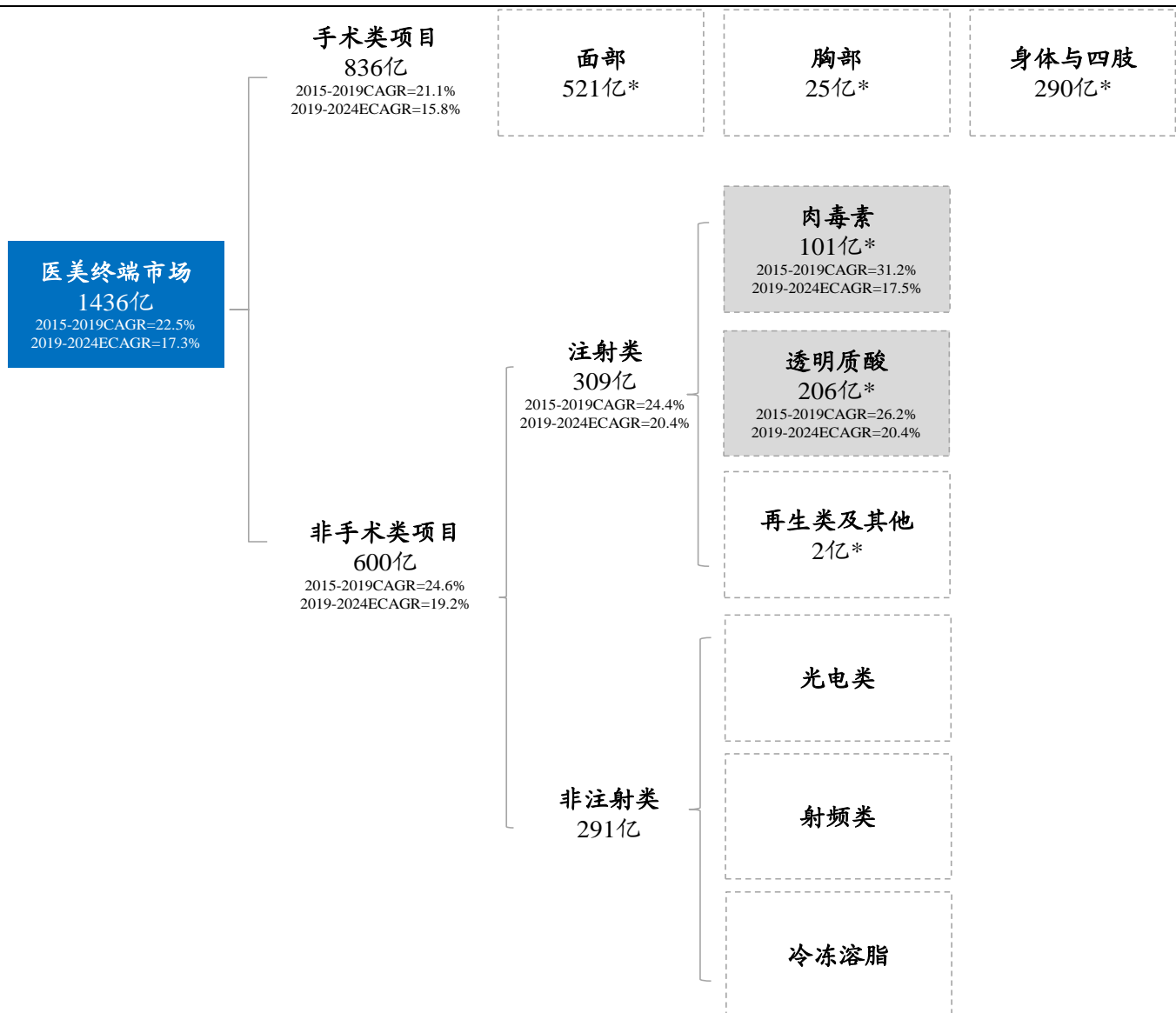


资料来源：国家食品药品监督管理局《医疗器械注册管理办法》、开源证券研究所

我们看好透明质酸、肉毒素、再生胶原类和光电类细分赛道。医美产品中，现阶段非手术类项目主要包括透明质酸、肉毒素和光电类等。根据我们测算，2019年透明质酸、肉毒素产品终端合规市场规模分别为206亿元、101亿元，是目前非手术类医美项目的主力。具体来看：

- **透明质酸：**终端需求旺盛，目前我国透明质酸合规III类医疗器械已多达40款；看好优质细分蓝海领域。
- **肉毒素：**高频、应用场景广，终端需求旺盛。目前我国仅4款产品获批，且短期内预计合规产品仍将以该4款为主。
- **再生类产品：**受益于终端消费升级，消费者需求从短效向长效过渡；目前市场合规产品较少，看好少女针、童颜针等产品，再生类是我们重点看好的赛道。
- **光电射频类产品：**医美日常化项目代表，明星项目热玛吉等受到受消费者欢迎。

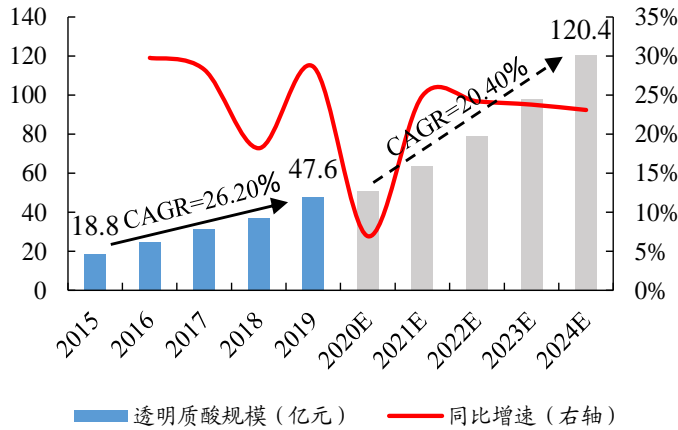
图36：非手术类医美项目主要包括透明质酸、肉毒素、光电类项目等



资料来源：Frost & Sullivan、艾媒咨询、新氧大数据、开源证券研究所（图中市场规模数据为终端价口径，复合增速数据为入院价口径，标*为测算数据）

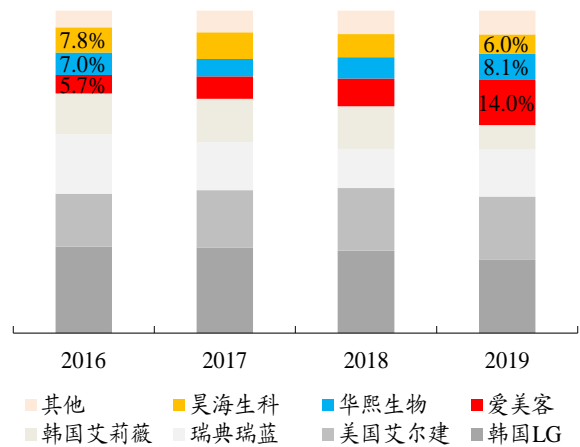
透明质酸：主打抗初老、填充，行业快速发展，国产品牌市占率提升。根据Frost&Sullivan数据，2019年我国合规医疗美容级玻尿酸市场规模达47.6亿元（入院价口径），2015-2019年CAGR达26.2%，行业持续高增长，预计2024年终端产品市场规模有望达到120亿元。竞争格局方面，国产透明质酸品牌市占率持续提升，前三名本土企业透明质酸市场份额已从2016年20.5%提升至2019年的28.1%，提升明显。其中，爱美客2016-2019年市占率分别为5.7%/7.0%/8.6%/14.0%，在国产品牌中排名第一。

图37：2024年我国合规医美级玻尿酸有望达120亿元



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图38：国产玻尿酸产品市场份额持续提高



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

关注透明质酸赛道部分国货品牌优质产品。从功效角度看，透明质酸产品主要可以分为用于填充除皱、轮廓塑形的中大分子玻尿酸和主打补水保湿抗初老的小分子非交联产品。截至2020年我国已经有40种合规医疗美容领域透明质酸获批，主要集中在填充除皱、轮廓塑形功效，抗初老类产品目前合规产品少。我们建议关注透明质酸优质细分赛道中，国货龙头品牌凭借技术优势、合规性有望脱颖而出，如爱美客的嗨体产品（用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹），切入颈纹细分赛道，持续高增长；华熙生物推出御龄双子针，主打抗初老功效。

图39：爱美客嗨体可用于治疗颈纹

注册证编号	国械注准20163131804
注册人名称	爱美客技术发展股份有限公司
注册人住所	北京市昌平区科技园区白浮泉路10号北控科技园4层416座
生产地址	北京市平谷区中关村科技园平谷园马坊工业园区马坊镇平西公路20号院
产品名称	注射用透明质酸钠复合溶液
管理类别	第三类
型号规格	0.5mL/支、1.0mL/支、1.5mL/支、2.0mL/支、2.5mL/支，以上规格可搭配组合为总容量5.0mL和10.0mL的包装。
结构及组成/主要组成成分	该产品由预灌装注射器、不锈钢注射针（规格为30G）和封装在预灌装注射器中的复合溶液组成。复合溶液主要由透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2和注射用水组成，其中透明质酸钠由微生物发酵法制备，标示浓度为5mg/mL。复合溶液采用过滤除菌，经无菌灌装封装在预灌装注射器内。注射时无需状态提供。该产品一次性使用。产品有效期2年。
适用范围/预期用途	该产品用于皮内真皮层注射填充，以纠正颈部中重度皱纹。
产品储存条件及有效期	
附件	产品技术要求
其他内容	该产品仅限于国家正式批准的医疗机构中具有相关专业资质的人员，经生产厂家或其授权/指定机构的专业培训并获得培训合格证书后，严格按照产品使用说明书的要求使用。
备注	原注册证编号：国械注准20163451804
审批部门	国家药品监督管理局
批准日期	2021-03-19
有效期至	2026-03-18
变更情况	
数据标注/来源	

资料来源：国家药品监督管理局

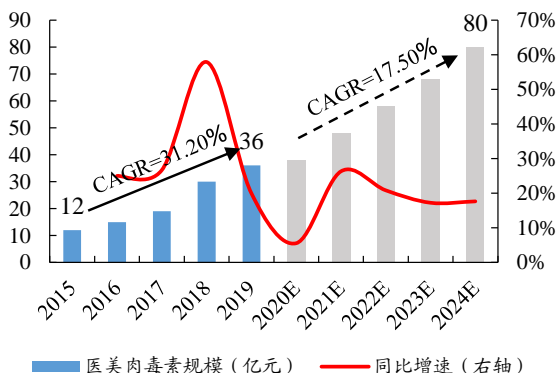
图40：华熙生物推出御龄双子针



资料来源：Aqualuna 润致官方微信

肉毒素：应用于除皱、瘦身领域，市场空间广阔。根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年我国合规医美肉毒素市场规模为 36 亿元，2015-2019 年 CAGR 达 31.2%，预计 2024 年将达到 80 亿元（CAGR 为 17.5%），行业有望保持高增长。根据艾瑞咨询数据，在我国医美市场上肉毒素美容位于不同年龄段（从 70 后-00 后）医美需求项目前三；更美 APP 也显示，2019、2020 年肉毒素为更美平台轻医美订单量前十的产品。考虑到目前医美市场中除皱需求较高，且肉毒素与其他轻医美项目配合使用也有较好效果，我们认为未来肉毒素市场有望保持较高增长。

图41：预计医美肉毒素市场将保持较高增速



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图42：肉毒素注射项目受到消费者欢迎



资料来源：更美 APP

我国肉毒素监管审批严格，目前市场上合规产品仅 4 家。截至目前为止，国内仅批准四种注射用 A 型肉毒素，其中保妥适/衡力在 2019 年销售额占比分别为 56%/44%。目前众多企业纷纷加速布局肉毒领域，但鉴于肉毒素资质审核时间较长，我们认为未来 1-3 年时间内，合规市场肉毒素品牌仍将以上述四款为主。

表3：多款肉毒产品处于审批阶段

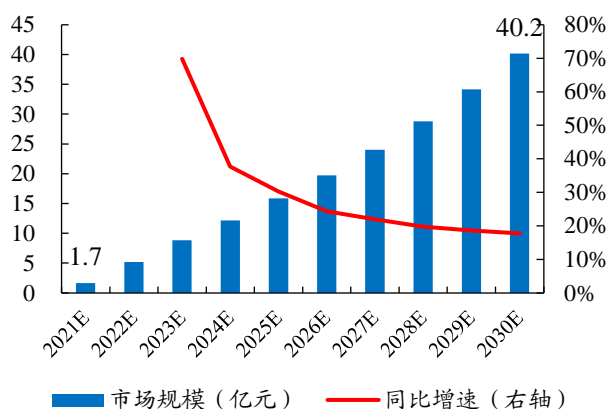
产品	企业	代理公司	获批时间/进度	价格	分子量	规格	赋形剂蛋白质	理论弥散面积	适用部位	
保妥适	艾尔建 (Allergan)	葛兰素史克	2009 年	2000-3000 元 /50unit	900kDa	50/100U	人血红蛋白	0.5cm	面、眼部	
已获批	衡力	兰州生物	-	1000-1500 元 /50unit	300/500/900 kDa	50/100U	医用明胶	1cm	腿/肩、脸部	
	吉适	益普生 (Ipsen)	高德美	1200-2000 元 /50unit	500/900 kDa	500U	人血红蛋白	>0.5cm	腿/肩、脸部	
	乐提葆	Hugel	四环医药	1500-2000 元 /50unit	900kDa	20/100U	人血红蛋白	<0.5cm	面/眼部	
Bocouture/Xeomin 西马肉毒	Merz	精鼎医药	完成 III 期临床	2000 元 /50unit	150kDa	50/100U	不含辅助蛋白	<0.5cm	眉间纹	
审批中	Nabota/Neurotoxin 绿毒	大熊制药	-	1000-2000 元 /50unit	900kDa	100U	人血红蛋白	<0.5cm		
	Hutox 橙毒	Huons	爱美客	获批临床	未知	900kDa	100U	人血红蛋白	<0.5cm	中至重度眉纹
	RT002 蓝毒	Revance	复星医药	获批临床	未知	150kDa	未知	人血红蛋白	未知	
		Jetema	华东医药	签署协议	未知	900kDa	100U	人血红蛋白	未知	未知

资料来源：小红书、新浪、新氧、开源证券研究所

再生胶原类产品：实现从填充到再生的功效，满足消费者进阶需求。再生胶原类产品终端需求旺盛，而合规产品仅三款，包括童颜针、少女针等。

童颜针通过刺激胶原蛋白再生达到较自然的长期填充效果。“童颜针”泛指一系列含聚左旋乳酸（PLLA）微球的注射填充剂。普通玻尿酸产品通过填充起到支撑提拉等作用，而童颜针注射后会有有效成分 PLLA 微球会在人体内缓慢水解并释放乳酸，在一个较长周期内持续刺激人体免疫系统，吸引免疫细胞聚集于填充区域。爱美客新品——“含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶”于 2021 年 6 月正式获批，7 月“濡白天使”产品上市。Frost & Sullivan 数据显示，未来含聚左旋乳酸的填充剂类未来有望保持较高增速。

图43：含聚左旋乳酸的填充剂产品有望保持较高增速



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图44：爱美客发布新品濡白天使



资料来源：濡白天使发布会

少女针伊妍仕发布，也可起到胶原再生类作用。华东医药旗下伊妍仕少女针于 8 月 29 日正式发布，成分含聚己内酯（PCL）微球和羟甲基纤维素（CMC）。PCL 微球与“童颜针”的 PLLA 作用原理类似，通过在人体内缓慢降解刺激免疫反应，促进成纤维细胞分泌胶原蛋白；而另一主要成分 CMC 则具有一定黏度和弹性，注射后可以快速填充凹陷。

图45：华东医药发布少女针

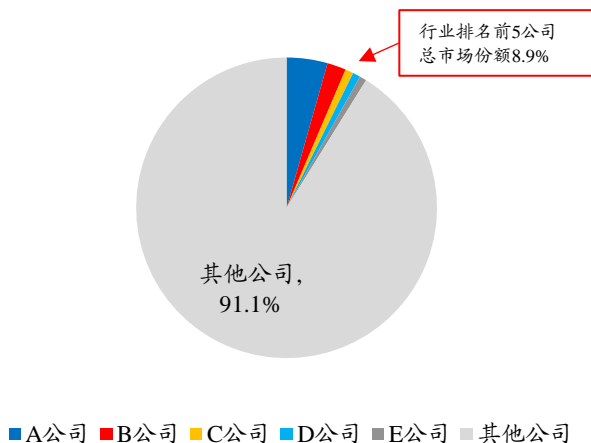


资料来源：华东医药官网

3.3、医美机构：行业集中度低，监管趋严利好优质龙头

我国医美机构市场竞争格局分散，行业集中度低。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年我国民营医美机构市场前五大参与者的市占率分别为 4.4%/2.0%/0.9%/0.8%/0.8%，CR5 仅 8.9%，总体来看行业集中度较低、竞争格局分散。除此之外，不合规医美机构仍然较多，艾瑞咨询数据显示，2019 年我国约有 9.3 万家机构提供医疗美容服务，但具备医疗美容资质（合法）的机构仅约 1.3 万家，不合规机构仍然较多。未来行业仍存在较多整合空间。

图46：医美机构竞争格局较为分散



数据来源：Frost & Sullivan、开源证券研究所

图47：具备医疗美容资质的合法机构在行业中是少数

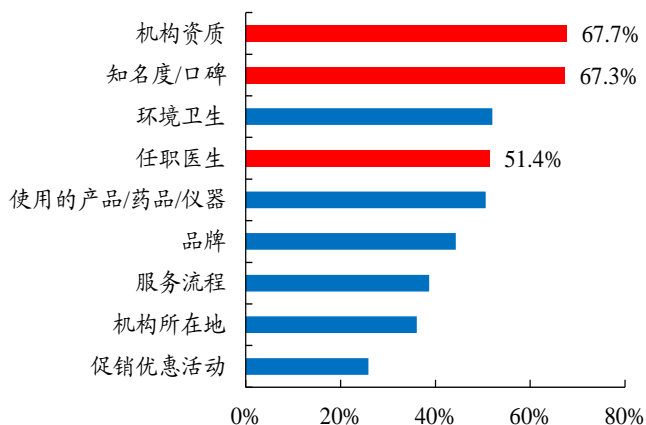


资料来源：杭州连天美医院官网

资质、医师是医美机构稀缺资源，行业监管趋严，合规龙头机构市占率有望提升。

(1) 资质：医疗美容活动涉及人民群众身体健康和生命安全，必须依法取得医疗机构执业许可证才能开展执业活动；2021 年 6 月八部委联合开展医美专项整治，没有资质的非法机构开展医美相关活动将被严厉打击。(2) 优质医师：根据艾瑞咨询，50%以上消费者在医美消费时考虑医生因素，而我国合规整形外科医院医师仅 3000 余人（其中合法医师占比仅有 28%），而正规医师培养年限又普遍较长，因此优质医师成为行业稀缺资源。目前，监管趋严引导行业向规范化和健康化方向发展，龙头医美机构合规性强，区域内具备品牌、口碑，未来市占率有望提升。

图48：机构资质、口碑、医生是消费者重要考虑因素



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图49：国家卫健委等八部委联合开展医美专项整治



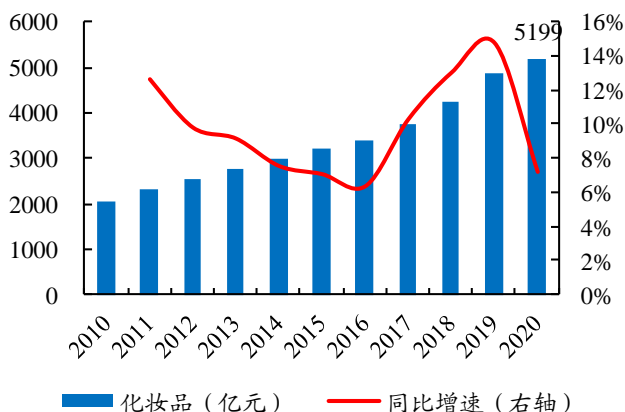
资料来源：国家卫生健康委员会

4、化妆品：大单品、多渠道逻辑持续检验，关注细分赛道龙头

4.1、综述：增速相对放缓，整体监管趋严，关注龙头市占率提升逻辑

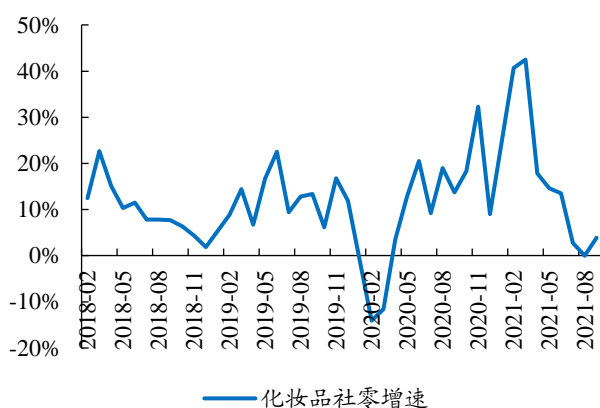
疫情后，化妆品行业整体保持较高景气，三季度以来社零增速相对放缓。根据 Euromonitor 数据，2020 年我国化妆品行业市场规模已超过 5000 亿元。从增速上看，2020 年行业同比增长 7.2%，虽也受到疫情一定程度影响，但总体仍保持较高景气度（2015-2020 年 CAGR=10.3%）。从社零数据看，2021Q1-Q3，化妆品类同比增速为 17.9%，保持较高景气。分季度看，三季度行业处于淡季，整体增速有所放缓。

图50：2020年广义化妆品规模超5000亿元



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

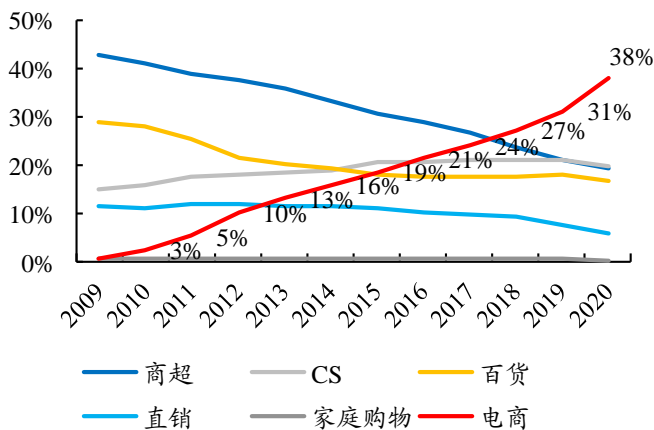
图51：2021Q3化妆品社零增速放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

线上渠道保持高增长，占比进一步提升。根据 Euromonitor 数据，2020 年线上电商渠道在化妆品销售额中占比已达到 38%。我们预计 2021 年化妆品线上占比继续提升，除原有主流阿里渠道外，抖音等新兴渠道也成为重要流量入口。根据飞瓜数据，2021 年双十一抖音电商 GMV 同比增速为 224%，其中美妆品类为热卖 TOP2，在这些新兴渠道上，国货品牌积极加码布局。

图52：化妆品线上渠道销售占比持续提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图53：双十一抖音电商高增长，化妆品类表现优异



资料来源：飞瓜数据

国货龙头品牌的多渠道、大单品逻辑在持续检验。

国货龙头品牌运营能力强，积极布局淘外渠道。2021年，直播保持风口，除通过直播等方式加码天猫自营渠道外，化妆品国货龙头品牌方在抖音等新渠道表现优异：根据知瓜数据，珀莱雅、欧诗漫、薇诺娜等国货品牌已经连续多月位居抖音小店销售额前十名。可以看到，抖音等淘外渠道已为品牌方贡献重要增量，根据珀莱雅公司数据，2021H1 抖音及鲁班渠道在公司线上收入占比中已经达到 17%。我们认为，在化妆品淘系渠道整体增速放缓背景下，未来淘外渠道重要性将愈加凸显，具备强运营能力的龙头品牌方竞争优势将更加突出。

表4：2021年以来化妆品国货品牌在抖音渠道表现优异

单位：万元		2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021	2021
		01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
珀莱雅	珀莱雅	3,101	4,198	4,029	5,128	6,197	6,177	9,764	7,846	6,596	11,202
	彩棠		100	179	297	186	246	325	421	256	1,024
丸美	丸美		34	258	1,154	250	1,713	247	1,396	921	1,519
贝泰妮	薇诺娜		260	1,916	987	1,150	1,695	1,427	4,670	4,818	9,304
水羊股份	御泥坊		641	1,467	1,420	1,429	1,126	3,224	2,197	1,813	3,853
	润百颜		66	265	198	652	738	841	1,942	1,114	1,902
华熙生物	夸迪				5	210	491	399	4,214	1,140	3,954
	米蓓尔		136	785	343	341	295	646	874	499	1,212
逸仙电商	完美日记		838	958	1,289	318	2,351	1,574	2,210	2,560	3,623

数据来源：知瓜数据、开源证券研究所

上市公司品牌方积极布局大单品，助力品牌成长。从海外行业发展经验来看，经典大单品一方面有助于树立优质品牌形象，另一方面也可以为企业稳定贡献收入。我们对部分国际品牌的经典大单品（2020年线上天猫旗舰店数据）进行统计：雅诗兰黛小棕瓶精华+眼霜合计销售额在品牌中占比约 20%，芙丽芳丝洗面奶单品销售额占比超过 20%。国货上市公司品牌方也在积极布局，如敏感肌龙头薇诺娜打造了经典大单品舒敏保湿特护霜、清透防晒喷雾，珀莱雅也积极布局双抗精华等大单品。

图54：薇诺娜打造了多款经典大单品



资料来源：薇诺娜官方旗舰店

图55：珀莱雅推出双抗精华、红宝石精华



资料来源：珀莱雅官方旗舰店

行业层面：政策监管趋严，对于头部品牌方、代工厂具有利好作用。

化妆品新规实施。2021年1月1日《化妆品监督管理条例》施行，在新规背景下，进行特定功效宣称的化妆品，应当通过人体功效评价试验或消费者使用测试，在这一背景下，产品上市前需要采用与第三方检测机构联合或建立功效测评实验室的方式完成特定功效宣称。

在化妆品新规整体监管趋严背景下，长期看利好行业龙头。

- 短期看，随着行业整体监管趋严，新原料、新产品备案速度有所放缓；检测成本也相对上升。
- 长期看，在行业监管趋严的背景下，对于不合规、无法完成特定功效宣称测评的企业将逐渐被淘汰，有利于行业出清。

表5：化妆品功效宣称需要完成人体功效测评试验等

序号	功效宣称	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
1	祛斑美白	✓			
2	防晒	✓			
3	防脱发	✓			
4	祛痘	✓			
5	滋养	✓			
6	修护	✓			
7	抗皱	*	*	*	△
8	紧致	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防断发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△
14	保湿	*	*	*	*
15	护发	*	*	*	*
16	特定宣称（宣称适用敏感皮肤、无泪配方）	*	*		
17	特定宣称（原料功效）	*	*	*	*
18	宣称温和（无刺激）	*	*	*	△
19	宣称量化指标的（时间、统计数据等）	*	*	*	△
20	宣称新供销	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。			

资料来源：国家食品药品监督管理局、开源证券研究所（1. 选项栏中画✓的为必做项目；2. 选项栏中画*的为可选项目，但必须从中选择至少一项3. 选项栏中画△的为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。）

4.2、重点关注皮肤学级护肤品、强功效性护肤品、彩妆细分赛道

皮肤学级护肤品和强功效性护肤品呈现较高景气。从供给端看，护肤品行业可分为传统经典护肤品和皮肤学级护肤品（Euromonitor 将皮肤学级护肤定义为适用于敏感皮肤、能缓解治疗特定皮肤相关问题并有医疗人士或皮肤科医生认可的产品）；从功效角度讲，护肤品行业可分为（1）具有保湿、维稳等基础功效，无明显针对性效果的**普通护肤品**和（2）具有舒敏、美白、抗衰功能的**强功效性护肤品**。随着美容知识科普率的提高和美妆消费教育的普及，消费者护肤开始向着规范化与理性化发展，细分优质赛道呈现出较高景气。

图56：强功效性、皮肤学级护肤品处于护肤品细分赛道风口

生产方	传统大众	皮肤学级 与实验室、医院等专业机构联合研发 更适用于敏感肌肤
功效		
普通	保湿、维稳等基础功效的护肤品，无明显针对性效果。	
强功效	<p>舒敏</p> <p>美白</p> <p>抗衰</p> <p>清痘</p> <p>OLAY</p> <p>MARUBI 丸美</p> <p>PROYA 珀莱雅</p> <p>CHANDO 自然堂</p> <p>HERBORIST 百草集</p> <p>LANCÔME</p> <p>HomeFacial Pro</p> <p>Olay ProX淡斑精华</p> <p>夸迪 极光匀净亮肤次抛</p> <p>雅诗兰黛小棕瓶</p> <p>珀莱雅双抗精华</p> <p>HFP祛痘修复</p>	<p>VICHY 薇姿</p> <p>芙丽芳丝洗面奶</p> <p>薇姿乳液</p> <p>WINONA 薇诺娜</p> <p>薇诺娜 舒敏保湿特护霜</p> <p>玉泽 屏障修护精华乳</p> <p>LA ROCHE-POSAY 理肤泉</p> <p>修丽可色修</p> <p>理肤泉C10修护精华</p> <p>SKINCEUTICALS</p> <p>修丽可紫米精华</p> <p>EAUTHERMALE 雅漾</p> <p>雅漾 控油抗痘修护精华露</p> <p>理肤泉 k乳清痘精华</p>

资料来源：Euromonitor、开源证券研究所

皮肤学级护肤品：增速高、渗透低、空间大、黏性强，国货品牌具备差异化优势。根据 Euromonitor 数据，我国皮肤学级护肤品 2019 年市场规模达到 136 亿元，2014 年-2019 年复合增速为 23.2%，在化妆品各细分赛道中领跑。在皮肤学级护肤品赛道，国货品牌凭借“医研赋能”，打造差异化于外资品牌的竞争优势。2020 年薇诺娜品牌已占据赛道市占率第一名（21.6%），2021 年双十一薇诺娜品牌继续表现优异，获得天猫美容护肤类目第六名；明星大单品舒敏保湿特护霜全网销售量超 400 万瓶。

图57：薇诺娜品牌 2021 年双十一继续表现优异



资料来源：薇诺娜官微

图58：舒敏保湿特护霜双十一全网销售量超 400 万瓶



资料来源：薇诺娜官微

强功效性护肤品：乘“成分党”东风，持续较快增长。消费者关注功效，国货品牌可以通过专攻细分领域或主推优势成分，解决消费者痛点，实现差异化竞争弯道超车。以珀莱雅、润百颜、夸迪为代表的上市公司品牌方在2021年也继续重点布局强功效性护肤品赛道。珀莱雅推出早C晚A抗老CP，主打紧致淡纹抗初老功效，销售额在2021年双十一期间位居天猫旗舰店第一名（数据来源：淘数据）。华熙生物旗下润百颜、夸迪、肌活、米蓓尔切入功能性护肤品差异化细分赛道，2021年全年高速增长，双十一期间亦表现亮眼。

图59：珀莱雅大单品主推强功效

图60：夸迪布局强功效型护肤品赛道



资料来源：珀莱雅官方旗舰店

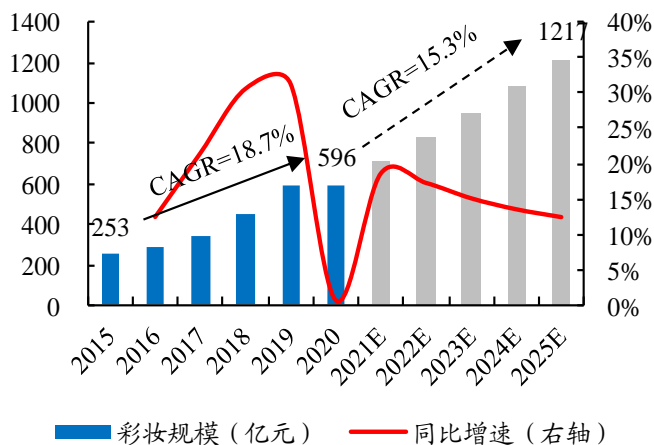
资料来源：夸迪官方旗舰店

彩妆：品类高景气，关注国货新锐大众品牌完美日记、花西子和中高端品牌毛戈平。

(1) 行业：根据 Euromonitor 数据，2020 年我国彩妆规模达到 596 亿元，2015-2020CAGR 达 18.7%，未来有望保持高增长。**(2) 品牌：**新锐大众品牌完美日记、花西子线上紧抓新流量入口，与头部主播李佳琦、薇娅广泛展开合作，2020 年销售规模排名分别位居彩妆品类第二、五位；Colorkey 通过切入 Z 世代消费群体，在直播种草、社媒营销带动下，2021 年多月跻身彩妆品牌淘系销售额前五。中高端品牌方面，毛戈平以线下百货专柜直营为主，品牌形象深入人心，公司已于 2021 年 10 月过会。

图61：预计彩妆赛道未来有望延续高增长

图62：毛戈平定位高端，布局百货渠道



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

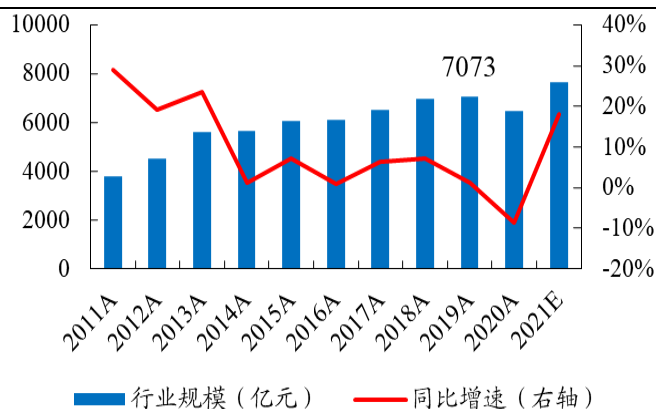
资料来源：毛戈平官网

5、黄金珠宝：终端消费高景气，看好头部品牌市占率提升

5.1、综述：终端消费持续高景气，需求拓展打开增长空间

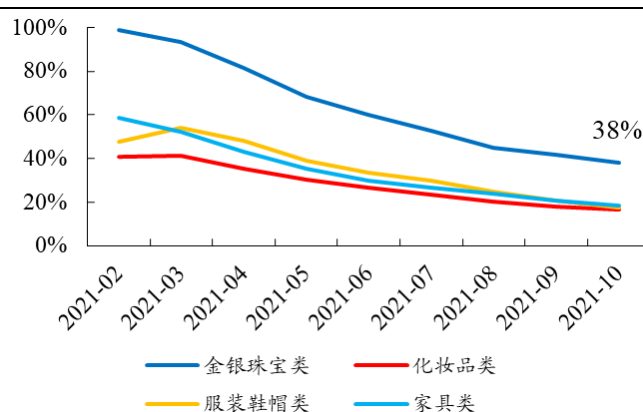
我国黄金珠宝行业规模超过 7000 亿元，2021 年以来持续呈现高景气。根据欧睿数据，我国珠宝市场规模 2019 年已达到 7073 亿元，近年来稳定增长。从社零数据来看，2021 年 1-10 月金银珠宝类零售额累计同比增长达 38.1%，且单月同比均实现正增长，在消费品类中景气度亮眼。我们认为，2021 年的高景气主要得益于以下因素：（1）婚庆需求释放：前期受疫情影响，2021 年以来需求逐步释放；（2）金价维持高位：2019 年以来国际金价持续上涨并维持高位，拉动黄金的投资需求；（3）工艺革新升级：3D/5G/古法金等精品黄金更具美感，大幅拓展了黄金的日常消费场景。

图63：2019 年我国黄金珠宝行业规模已超七千亿元



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

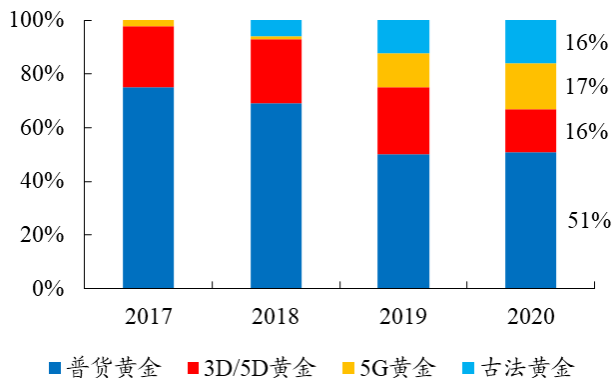
图64：黄金珠宝社零增速领跑各可选消费品类



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄金产品：短期看金价驱动，长期看工艺革新拓展消费场景。黄金产品需求存在投资与消费双重属性：短期看，2019 年以来国际金价持续上涨并维持高位，带动投资需求增长。长期看，婚庆需求根植于传统习俗具备较强刚性，构成黄金消费基本盘，而工艺革新有效拓展日常消费场景，构成重要增量。结构上看，近年来精品黄金在黄金产品中占比持续提升，以古法金为例，它主打中华传统文化与工艺，迎合消费者对内涵与审美的诉求，问世以来受到消费者欢迎。除古法金外，3D/5D/5G 黄金等精品黄金，同样有效解决了以往黄金产品外观缺乏吸引力的痛点。值得注意的是，多数精品黄金采用“一口价”（按件计价）模式，创造了更高的利润空间。

图65：工艺革新驱动精品黄金占比逐年提升



数据来源：中国黄金协会、开源证券研究所

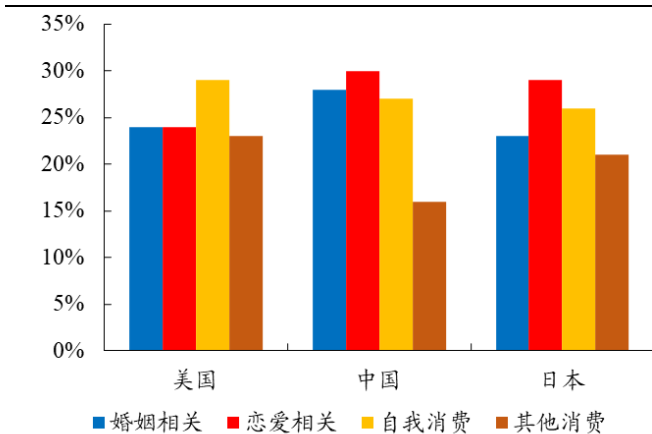
图66：古法黄金外观厚重大气，审美效果佳



资料来源：周大福公司官网

镶嵌产品：天然钻石主导婚庆市场，培育钻石兴起，有望错位突破。根据 De Beers 报告，我国钻石消费主要集中于婚恋场景，但整体渗透率距发达国家尚有较大差距，随着钻石与爱情的绑定宣传不断深化，未来将天然钻石首饰越来越多地被纳为婚恋必备单品，带动渗透率提升；另一方面，2020 年美国/日本人均消费额分别是我国的 21.4/8.0 倍，因此人均消费额也存在提升空间。综合来看，天然钻石首饰市场基于渗透率与人均消费额的量价齐升逻辑，未来空间广阔。此外，在镶嵌产品中，培育钻石也在快速兴起。相较而言，培育钻石更容易产出大钻、彩钻、异形钻，且由于其成本可控，零售价仅为天然钻石的 35%，低价、高颜值特点符合消费者审美需求，未来有望避开奢侈与情感属性的限制，通过时尚路线实现错位突破。

图67：我国钻石消费主要集中于婚恋场景



数据来源：De Beers、开源证券研究所

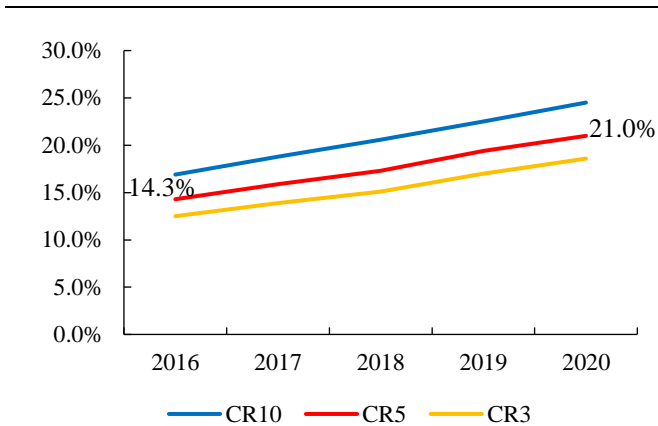
图68：培育钻石更易产出大钻、彩钻、异形钻



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会

行业头部集中度持续提升，供应链与渠道建设为竞争致胜抓手。2016 年我国珠宝行业 CR5 仅有 14.3%，但 2020 年已提升至 21.0%，集中度提升明显；展望未来，我们认为趋势将持续，原因在于：（1）龙头公司依托品牌优势，加速扩张布局：我国广袤的下沉市场具备较大开店空间，龙头公司借助省代等模式，针对低渗透率下沉市场持续扩张渗透，效果显著；（2）供应链与渠道能力将持续巩固龙头品牌力优势：供应链/产品能力方面，行业过去更重材质，但未来增长驱动是产品设计与工艺升级，因此研产环节重要性提升；渠道能力方面，黄金珠宝强调用户体验，线下门店仍为品牌树立的核心窗口，线上电商直播等新渠道布局则将锦上添花。

图69：黄金珠宝行业集中度持续提升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

图70：品牌力强的公司更容易入驻优势区位



资料来源：大众点评 APP

5.2、看点：省代模式助力龙头扩张，新渠道新产品打开新空间

看点一：省代模式旧瓶装新酒，助力龙头公司布局低渗透率市场。省代模式是各大黄金珠宝头部公司进行区域扩张与渗透的普遍做法，其中老凤祥推行时间最早，已构建自营银楼、合资公司、区域总代理（省代）、专卖店、经销商专柜“五位一体”营销体系；周大福 2019 年推出“新城镇计划”，在各省设置省代发力渗透下沉市场，有效提升了加盟门店的扩张速度；2021 年三季度开始，周大生也正式推出省代模式，有别于其他公司，周大生的省代将同时承担担保方、批发商、服务方和加盟商四大角色，任务目标涉及开店、黄金销售、金融支持等多个方面。综合来看，头部品牌的品牌力是省代投资回报的有效保障，而省代的多方面资源也将有力赋能加持品牌方，二者相互赋能，未来有望进一步加强龙头品牌的竞争力。

图71：周大福通过“新城镇计划”发力渗透下沉市场



资料来源：周大福官网

图72：周大生省代同时承担四大角色



资料来源：周大生公司公告

看点二：新渠道叠加新产品，打开增长新空间。（1）新渠道：一为以抖音电商为代表的兼具销售与推广功能的综合性线上渠道，主打短视频与店铺直播等方式；二为以小红书为代表的线上兴趣平台，专注推广种草。（2）新产品：龙头公司依托供应链能力革新工艺推出新产品，包括古法/3D/5G 黄金等精品黄金和以低单价、高颜值为特色的时尚饰品等。其中，后者迎合消费者“悦己”需求，且由于其不强调材质价值，淡化了实地验货/体验的需求，因此与直播电商等渠道天然具备较高适配性，2021 年以来实现蓬勃发展。

图73：抖音电商、小红书等新渠道助力打造爆款



资料来源：抖音 APP、小红书 APP

图74：精品黄金、时尚饰品等新产品拓展消费场景



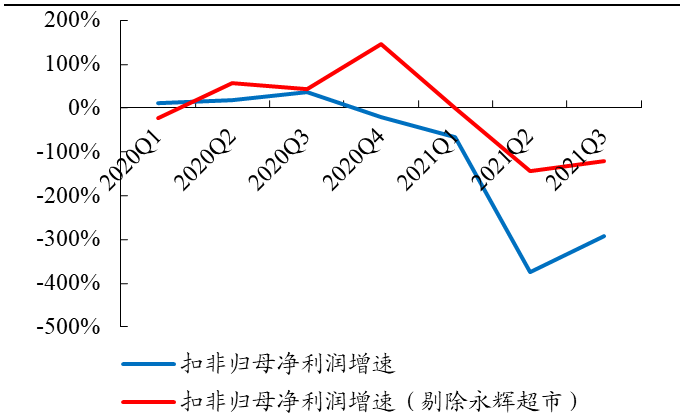
资料来源：淘宝 APP

6、传统零售：超市持续承压，母婴连锁关注龙头扩张

6.1、超市：受新兴业态冲击经营承压，多方向积极探索破局之法

2021年超市行业经营普遍承压，新兴业态冲击是主要原因。2021年前三季度超市行业经营普遍承压。从我们测算数据来看，2021Q1/Q2/Q3超市板块整体收入分别同比-9.1%/-2.6%/+0.5%，扣非归母净利润分别同比-65.5%/-374.0%/-293.1%，收入端基本稳定，但利润端明显承压，部分头部公司业绩出现亏损或下滑。究其原因，2021年以来，受生鲜电商、社区团购等各类互联网新业态冲击影响，传统超市客流被分流，造成收入端影响；而面对新业态价格竞争，为保证客流所采取的营销策略调整，又导致毛利率和利润端承压。展望2022年，虽然高基数效应消退，但外部市场竞争环境并未明显改善，超市业态经营仍然面对一定压力。

图75：2021年前三季度超市板块业绩承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：社区团购对传统超市造成明显冲击分流



资料来源：未来消费 APP

加码数字化建设，潜修供应链能力内功。2021年以来，面对外部激烈竞争，超市企业需要降本提效，而其中一个重要举措就是建设数字化体系、提升供应链能力。以永辉超市为例，2021年8月，永辉超市发布公告聘任李松峰为CEO，全面推进数字化转型，在源头直采、预测订货、计算商品生命周期等模块进行数字化重组，把复杂的上游环节串联起来。新塑造的供应链模式推翻了以往的经验式订货，用大数据作为依据，提升订货精准性、补货及时性，最终降低流通环节成本、提高门店周转效率。业内另一家头部公司家家悦亦在2021年聘请IBM为其引入SAP系统，升级数字化平台，意在简化供应链、赋能门店。

图77：永辉超市通过数字化提升备货效率



资料来源：永辉超市公司官网

图78：家家悦门店已配备IBM为其升级的数字化平台



资料来源：亿邦动力网

仓储会员店风起，新老品牌纷纷布局新业态。近年来，仓储会员店业态热度快速提升，山姆会员店、Costco 等海外经典品牌竞相加码布局中国市场，山姆在上海开出中国首家旗舰店（也是全球最大的山姆会员店）。2021 年以来，国内传统超市企业为寻求新的增长点，也纷纷借鉴海外零售经验，尝试仓储店、仓储会员店等新业态。以永辉超市为例，公司基于已有的传统大卖场革新门店格局与业务模式，已经对数十家门店成功完成改造，家家悦、家乐福等超市龙头也相继开出首家仓储会员店。此外，新零售代表盒马也在加码仓储会员店，计划 2021 年开出 10 家盒马 X 会员店，并将其作为多元业态中的大店模板。

图79：2021 年新老超市品牌纷纷布局仓储会员店

超市品牌	事件
	21年3月布局广州，6月布局宁波、杭州、南京、成都，北京新店已提上日程。
	上海旗舰店、武汉二店已开业，杭州三店在计划中，预计22年底全国将有40-45家开业或在建。
	20年9月开出首家盒马X会员店，计划在21年新开10家X会员店。
	21年5月开出首店，今年年内还将再新开两家会员店，并计划在3年内开设20家门店。
	继20年在中国全面推进PLUS付费会员后，21年6月麦德龙PLUS会员店在北京、成都同步开业。
	21年5月于福州开出首家永辉仓储超市，截至7月底在全国已有30+永辉仓储店。
	21年6月下旬于兰州杉杉奥特莱斯广场开出首家仓储会员店。
	21年10月15日首个家家悦折扣店于潍坊寿光正式开业。
	21年10月22日首个家乐福会员商店于上海开业，并且未来3年会有100家大卖场升级为会员店。

资料来源：Costco、永辉超市等公司官网、开源证券研究所

图80：永辉超市将原本的大卖场改为仓储店



资料来源：第三只眼看零售

仓储会员店模式特点鲜明，海外品牌与本土超市风格各异。仓储会员店主要涉及仓储制和会员消费制两个独立元素的组合。其中，会员制本质是甄选客群，提供特定的商品和服务，进行有别于大众零售的错位竞争；而仓储制本质是对门店的重塑，将店仓合二为一，提升运营效率。对比看，海外经典品牌更多以会员制为核心，通过 200 元以上的年费筛选出目标客群，强调对会员偏好及购物习惯的把握，提供丰富附加服务优化购物场景、提升购物体验；而我国传统超市的尝试仍以仓储制为主：（1）革新门店格局，将销售与仓储区域结合；（2）精简 SKU，将一般大卖场中 1 万+的 SKU 精简至 4000-6000 种；（3）部分产品推出量贩装，主打带有本土特色的民生流量型商品；（4）加大自有品牌商品占比；（5）将部分商品价格降至普通大卖场以下，做到“天天平价，始终如一”。综合来看，降本增效、实现商品高性价比是国内传统超市品牌布局仓储店的重要目的，但具体效果仍有待进一步观察。

图81：山姆会员店为会员提供多种附加服务



资料来源：职业零售网

图82：家家悦仓储店将销售与仓储区域结合

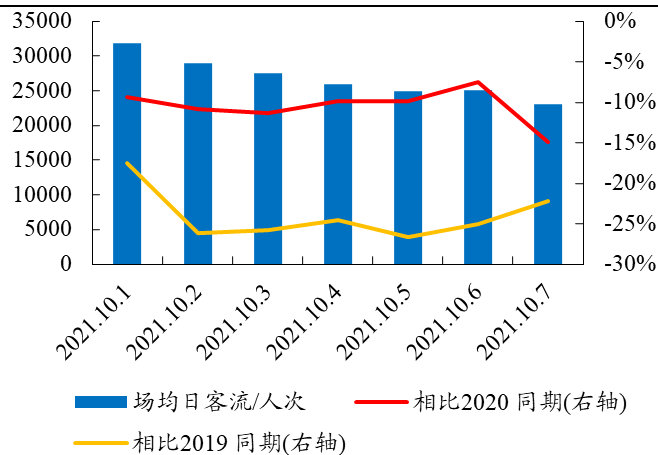


资料来源：家家悦公司官网

6.2、百货：客流承压、开业恢复，聚焦数字化建设和私域流量运营

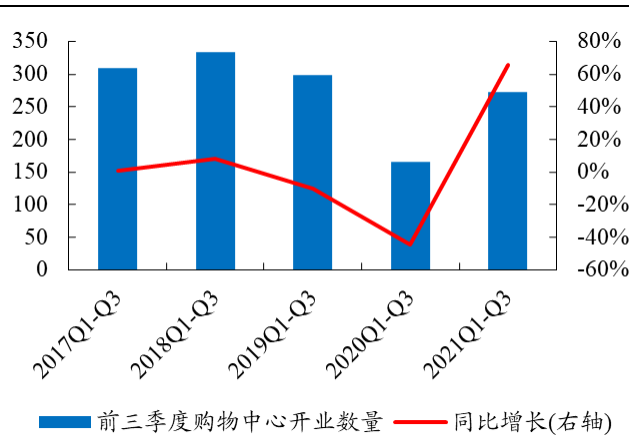
百货客流较疫情前仍有差距，购物中心开业情况逐渐恢复。从汇客云统计的2021年各阶段数据来看，2021H1全国购物中心客流量达146.5亿次(+40.19%)，相比2019年下降18%；中秋期间场均日客流为24349人次(-14.4%)，相比2019年下降19%；国庆期间场均日客流26766人次(-8%)，相比2019年下降24%，可以看出，百货业态客流大体呈现恢复趋势，但与疫情前相比仍有差距。而从购物中心新开业数量看，根据赢商大数据，2021年前三季度全国新开购物中心273个，同比增长65%，扩店在恢复，但仍未恢复至疫情前水平。

图83：2021年十一假期期间百货客流仍然承压



数据来源：汇客云、开源证券研究所

图84：2021年前三季度全国购物中心开业数量回升



数据来源：联商网零售研究中心、开源证券研究所

百货企业投入数字化建设优化实体经营，加码线上渠道运营私域流量。面对2021年以来相对低迷的市场环境，百货企业在实体经营与线上运营方面均加快了优化步伐。首先，投入数字化体系建设，让企业通过客群与实时经营状况分析实现精细化运营。如重庆百货，其数字化变革利用大数据与人工智能技术打造一体化全链条服务，并成立数字化财务共享中心。此外，亦有公司加码新零售运营私域流量，打造丰富营销场景。如百联股份重构“人、货、场”布局，门店第一八佰伴借助“百联云店”，打造“数字孪生柜台”，完善线上消费场景。长期来看，数字化建设和私域流量运营，有望助力百货企业实现线上线下一体化，提升经营效率。

图85：重庆百货以数字化带动实体经营



资料来源：重庆晨报

图86：百联股份推出云店小程序“i百联”运营私域流量



资料来源：第一八佰伴公众号

6.3、母婴连锁：三胎政策有望释放生育潜力，关注龙头公司整合扩张

“产品+服务”构筑母婴行业万亿市场，三胎政策有望释放生育潜力。母婴行业可分为产品（奶粉、纸尿裤、玩具、车床、童装等）和服务（托育早教、儿童休闲娱乐等）两大板块，根据尼尔森数据，2020年我国母婴行业市场规模已达3.9万亿元（2014-2020年CAGR为15.5%）。2021年5月，中共中央决定推行一对夫妻可以生育三个子女的政策及配套支持措施，随后全国各地陆续出台一系列“三孩”配套政策，如四川攀枝花推出“育儿补贴”等，凸显了我国政府在提振生育率方面的决心。未来，随着各类政策持续推出、落地，有望逐步释放生育潜力。

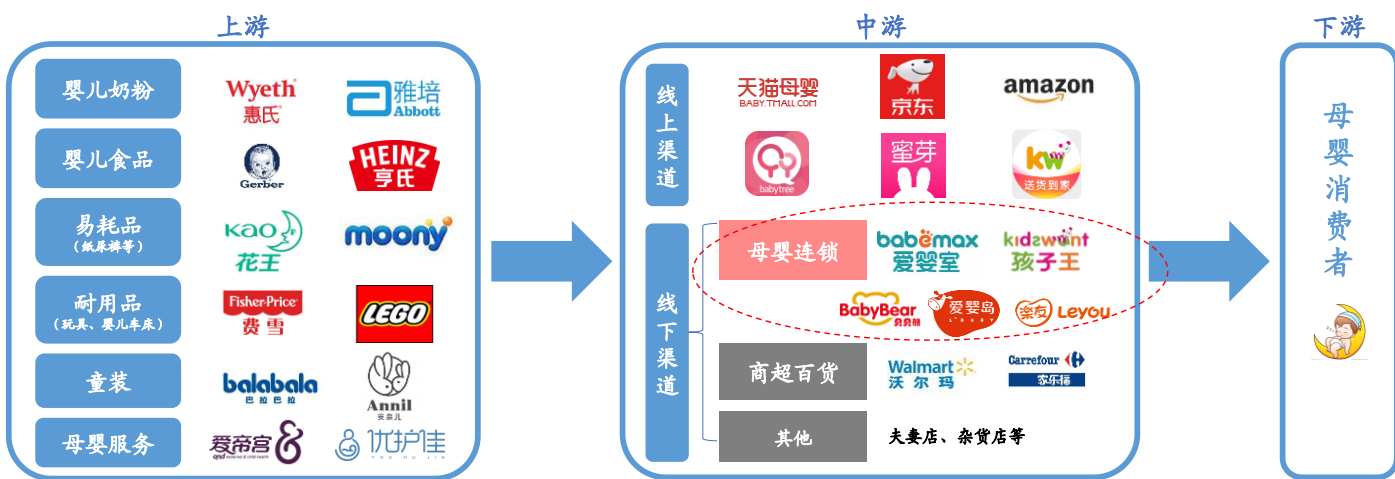
表6：中央和地方各级政府持续出台的一系列“三孩”配套支持政策有望释放生育潜力

相关地区/部门	时间	事件	
中共中央、国务院	7月20日	发布《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，明确开放三孩生育政策，并提出发展普惠托育服务体系、降低生育/养育/教育成本等配套支持措施。	
国家医疗保障局	7月21日	发布《关于做好支持三孩政策生育保险工作的通知》，将女职工生育三孩的费用纳入生育保险待遇支付范围。	
中央	中共中央、国务院	7月27日	举行全国优化生育政策电视电话会议，会议指出实施三孩生育政策及配套支持措施的重要性。
全国人大常委会	8月21日	全国人大常委会会议同意修改《人口与计划生育法》，三孩生育政策正式入法。	
国务院	9月27日	发布《中国儿童发展纲要（2021-2030）》，从儿童健康、安全、教育、福利、家庭等方面提出了儿童事业的主要目标和具体的策略措施。	
福建省厦门市	7月20日	厦门市成立家庭发展事务中心，拟在2021年新建10家普惠托育试点，进一步发展普惠托育服务体系。	
四川省攀枝花市	7月28日	发布《关于促进人力资源聚集的十六条政策措施》，提出针对生育二三孩的家庭，每月每孩发500元补贴。	
山东省烟台市	8月12日	发布《关于明确生育三孩待遇政策有关问题的通知》，明确了参保女职工生育三孩的有关待遇。	
江西省	8月13日	发布《关于实行三孩生育登记的通知》，在江西省范围内开放三孩生育登记。	
甘肃省临泽县	9月14日	发布《临泽县优化生育政策促进人口长期均衡发展的实施意见》，提出落实基本妇幼健康服务项目、发放育儿补贴、开展婴幼儿照护服务等三孩配套支持措施。	
北京市朝阳区	10月8日	发布《面向“未成年子女数量较多”轮候家庭组织选房的公告》，在公租房分配上落实国家三胎政策。	
地方			

资料来源：中国政府网、国家医疗保障局官网、开源证券研究所

母婴连锁赛道位于产业链中游，对上游品牌方和下游消费者均具备突出渠道价值。母婴连锁位于产业链中游，与电商、商超百货一起，构成了连接上游产品与下游消费者的桥梁。目前，母婴连锁是母婴产品最主要销售渠道，据尼尔森IQ2021年统计，母婴产品市场中，母婴店渠道连续两年维持55%市场份额，电商渠道增长较快（占比38%，同比+2pct），传统渠道则持续受到挤压分流（占比7%，同比-2pct）。对下游消费者而言，母婴连锁店可提供专业知识交流解答，提供源自品牌、渠道双重背书的产品品质保障，还可以一站式满足各类购物和服务需求；对上游品牌方而言，行业竞争日趋激烈背景下，新客获取重要性凸显，线下门店提供了重要的展示宣传渠道，在推新、拉新方面的渠道价值不可替代。

图87: 母婴连锁店位于产业链中游, 上游为母婴产品品牌商、下游为母婴消费者



资料来源: 孩子王、爱婴室等公司官网、开源证券研究所

母婴连锁行业发展早期, 市场分散、区域割据的特征较为明显。目前, 母婴零售企业仍以中小规模连锁为主, 门店少、面积小、市场格局分散。根据 CBME 调研数据, 数量上看, 门店数量在 5 家以下的母婴零售企业占比为 49.41%, 门店数量超过 100 家的占比仅为 4.12%; 面积上看, 门店面积在 200 平方米以下的占比为 63.53%, 门店面积超过 500 平方米的占比仅 6.47%。原因在于, 我国幅员辽阔, 不同地区的消费者偏好存在差异, 而母婴店业态跨区域运作时在供应链、管理等方面均存在限制, 行业早期企业在未确立品牌优势时异地扩张, 很容易出现“水土不服”问题, 因此行业呈现出显著区域性分布特征。目前来看, 孩子王率先基本实现全国布局, 爱婴室、贝贝熊、爱婴岛、乐友等分别为华东、华中、华南、华北的母婴连锁区域龙头品牌。

表7: 母婴连锁赛道呈现明显区域性特征, 头部企业均有各自优势区域, 孩子王率先实现全国性布局

公司	模式	主要区域	经营概况
孩子王 301078.SZ	直营	全国	孩子王创立于 2009 年, 总部位于江苏省南京市, 是一家以数据驱动、基于用户关系经营创新型新家庭服务平台。 2020 年公司实现营业收入 83.55 亿元 (+1.37%)、归母净利润 3.91 亿元 (+3.61%)。截至 2021 年 10 月 14 日, 公司旗下共有 500 家门店。
爱婴室 603214.SH	直营	华东	爱婴室创立于 1997 年, 总部位于上海市, 是一家为孕前至 6 岁婴幼儿家庭提供母婴用品和相关服务的企业。 2020 年公司实现营业收入 22.56 亿元 (-8.3%)、归母净利润 1.17 亿元 (-24.4%)。截至 2021 年 9 月 30 日, 公司旗下共有 298 家门店。
贝贝熊	直营+联营	华中	贝贝熊创立于 2003 年, 总部位于湖南省长沙市, 是一家专注 0-3 岁、满足 3-6 岁的用户, 提供中高端产品和服务的专业孕婴童连锁零售企业。 2020 年公司实现营业收入 8.86 亿元、净利润-0.18 亿元。截至 2020 年, 公司旗下共有 240 余家门店。(2021 年 10 月已被爱婴室收购)
爱婴岛	直营+联营	华南	爱婴岛创立于 1998 年, 总部位于广东省珠海市。 截至 2020 年, 公司旗下共有 1600 余家门店。
乐友	直营+联营	华北	乐友成创立于 1999 年, 总部位于北京市。 截至 2019 年, 公司旗下共有 700 余家门店。

资料来源: Wind、孩子王、爱婴室等各公司官网、开源证券研究所

存量市场激烈竞争推动行业出清，头部公司扩张整合加速，有望改变分散格局。近年来，我国新生人口数量持续下滑，母婴人口红利消退，行业进入激烈存量竞争；2020年以来新冠疫情抑制线下消费并加速母婴消费线上化，进一步推动了行业整合出清，2021年以来先后多家区域性中小型母婴连锁品牌倒闭。上市公司方面，从爱婴室公告收购华中母婴连锁零售龙头贝贝熊，再到孩子王登陆创业板借力资本市场积极扩张——我们看到，行业头部公司在品牌优势和资本加持下，积极推进对外整合并购扩张，有望逐步改变行业原有的分散割据格局。

图88：爱婴室收购华中母婴零售龙头贝贝熊

**上海爱婴室商务服务股份有限公司
关于收购贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司
100%股权完成工商变更登记的公告**

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

一、基本情况

上海爱婴室商务服务股份有限公司（简称“公司”）将收购盈峰消费产业控股有限公司、伍学刚先生持有的贝贝熊孕婴童连锁商业有限公司100%股权（以下简称“本次交易”）。本次交易相关议案已经公司第四届董事会第八次会议审议通过，具体内容详见公司于2021年8月10日在《中国证券报》、《上海证券报》及上海证券交易所网站（www.sse.com.cn）刊登的公告（公告编号：2021-057）。2021年9月29日，公司已收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》（反垄断审查决定[2021]555号）。

资料来源：爱婴室公告

图89：母婴连锁零售龙头孩子王在创业板上市



资料来源：孩子王公众号

母婴连锁企业积极思变，探索“全渠道经营+母婴生态圈横向拓展”。面对激烈市场竞争，母婴连锁企业也积极思变、创新探索。（1）全渠道经营：以孩子王为例，在线上构建“自有+第三方”渠道矩阵网络，在线下则打造数字化智慧门店实现线上线下全渠道融合。（2）母婴生态圈横向拓展：以爱婴室为例，公司先后通过投资想象乐布局托育早教业务、战略入股母婴MCN机构蛙酷文化等，横向拓展母婴生态，以此提高自身在母婴消费领域的品牌价值和竞争力。

图90：孩子王构建线上线下全渠道经营网络



资料来源：孩子王招股书、开源证券研究所

图91：爱婴室战略投资国际早教品牌想象乐



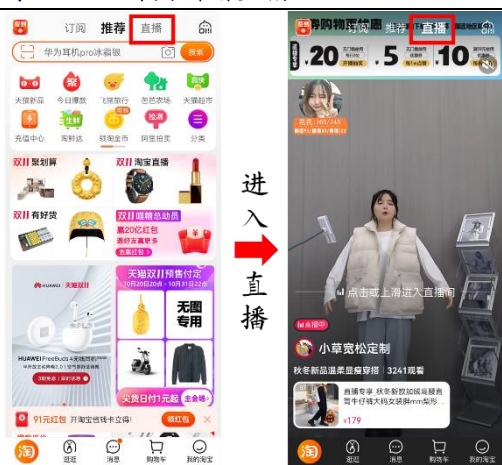
资料来源：中国日报

7、电商新零售：国货抢占自播新阵地，社区团购旺季可期

7.1、底层逻辑：流量内卷时代内容为王，下沉市场孕育广阔空间

“流量内卷”推动传统电商平台改革，短视频平台电商受益“内容为王”。流量内卷、红利见顶大背景下，传统电商平台整体增长放缓，延长存量用户购物时长与挖掘潜在购买力成为破局关键。聚焦“个性化+内容化”成为传统电商平台的共同选择：淘宝 APP 首页新增直播一级入口，京东首页“发现频道”升级为“逛”，都旨在通过内容留住消费者。另一方面，内容为王时代，抖音“兴趣电商”、快手“信任电商”依托短视频平台自身先天内容优势和社交优势取得较快发展：2021 年双十一大促期间，抖音、快手 GMV 分别同比增长 224%/433%，增速亮眼。

图92：淘宝 APP 首页新增直播一级入口



资料来源：淘宝 APP

图93：京东 APP 首页“发现频道”升级为“逛”



资料来源：京东 APP

下沉市场孕育广阔空间，乡村振兴助力潜力释放，巨头纷纷加码布局。下沉市场指三线以下城市、县镇与农村地区，包括约 10 亿人口和 228 个城市。“乡村振兴”战略推动移动互联网普及率和乡镇快递网点覆盖率提升，原先在农村及低线城市用户分散带来的服务成本高痛点逐渐改善，未来下沉市场用户的线上消费能力有望充分释放。除最早入局的拼多多外，淘宝、京东等各大电商巨头，也通过淘特、京喜等加码布局；另一方面，美团优选、多多买菜和阿里淘菜菜等社区团购平台，更是掀起了下沉市场的零售革命。

图94：“乡村振兴”战略推动乡村物流基础设施建设



资料来源：《阿里巴巴 2021 “十一”假期消费出行趋势报告》

图95：淘宝、京东纷纷加码布局下沉市场

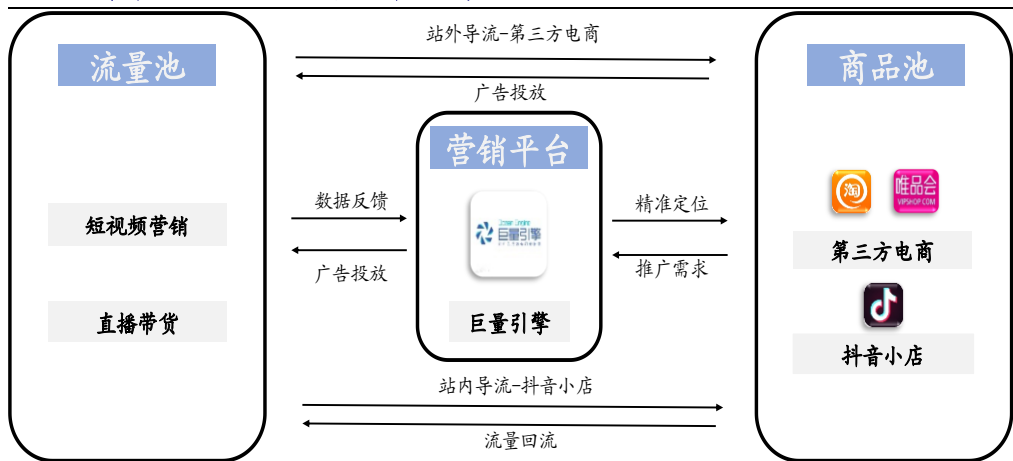


资料来源：淘特 APP、京喜 APP

7.2、抖音电商：打造“兴趣电商”，赋能品牌实现滚雪球式增长

抖音打造“兴趣电商”，三位一体构筑生态闭环。2021年4月，抖音首提“兴趣电商”，其核心是激发用户兴趣，挖掘用户潜在需求。抖音利用自身强内容、强运营和算法精准分发的平台属性，以短视频营销和直播带货为媒介，为商家提供常态化内容营销和直播去库存组合服务，再通过信息流服务平台巨量引擎，帮助流量池和商品池互相引流，三位一体构建生态闭环。相较于传统电商，“兴趣电商”优势体现在：（1）通过沉浸式观看体验激发用户需求，而非只是满足需求；（2）通过兴趣内容精准推送，而非根据搜索关键词简单匹配；（3）直播带货等形式对用户的引导力更强。

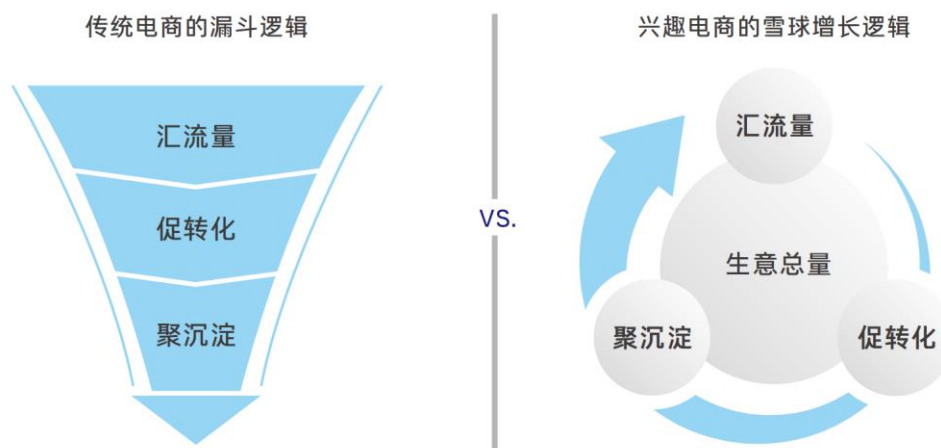
图96：抖音通过“流量池-营销平台-商品池”三位一体打造生态闭环



资料来源：抖音等公司官网、艾瑞咨询、开源证券研究所

雪球式的滚动增长逻辑助力抖音商家快速成长。“流量、转化、沉淀”是电商经营基本要素，在传统电商模型中，三者呈单向漏斗逻辑，生意增长主要源于流量的外生增长。而在抖音电商模型中，三者呈现不同构造：（1）**汇流量**：内容经营、流量运营双管齐下，快速汇聚流量；（2）**促转化**：针对潜在消费者，优化相关内容和组货策略，促进下单完成转化；（3）**聚沉淀**：短期意味着“涨粉”、“复购”，长期来看意味着积累人群资产，做好用户长期价值沉淀；（4）**滚雪球增长**：随着用户规模和交易数据积累，抖音又将商品转化、用户沉淀等数据加入推荐模型，进而对流量获取进行校准并撬动更多流量分发，最终赋能品牌商家实现内生的滚雪球式快速增长。

图97：抖音电商的雪球式滚动增长逻辑助力商家快速成长



资料来源：《2021 抖音电商商家经营方法论白皮书》

品牌自播已成为抖音平台上的直播带货下半场，具备高曝光、高转化和高收益优势。品牌自播是抖音“FACT”四大经营阵地之一，也是抖音电商日销经营的基本盘。相较于传统达人带货，品牌自播具备三大优势：（1）**高曝光**：品牌店铺自播可与短视频联动，高质量短视频提升用户认知，高频次自播则承接流量；（2）**高转化**：旗舰店直播有品牌信誉作为隐性担保，用户信赖度高、转化率高，且有助于与用户建立长期关系，实现人群资产持续积累；（3）**高收益**：自播中商家对于品牌形象、货品选择、优惠力度、直播话术等关键运营节点具备强把控力，无需缴纳KOL坑位费和佣金，运营成本可控。基于上述原因，品牌自播逐渐成为品牌营销的重要场景。

图98：薇诺娜、周大生等品牌纷纷在抖音开启品牌自播



资料来源：抖音 APP

图99：品牌自播承接高质量短视频带来的流量



资料来源：抖音 APP

国货品牌通过自播构筑差异化竞争优势，有望在与进口品牌的竞争中实现弯道超车。随着越来越多国货品牌入驻抖音平台，高频常态化直播已成为国货品牌账号标配。相较于进口品牌，国货品牌更熟悉国内互联网文化及电商运营规则，有望构筑差异化竞争优势。现阶段抖音的每月销售额榜单前列被国货品牌牢牢占据，优秀代表包括化妆品板块的薇诺娜、珀莱雅，黄金珠宝板块的周大生等，未来店铺自播有望助力国货品牌实现弯道超车。

图100：高频常态化直播已成为国产品牌标配

● 10月31日-11月01日	19:01-06:32 薇诺娜双十一预售一天，凌晨抢先付...
● 10月31日	07:02-18:55 薇诺娜双十一预售一天，凌晨抢先付...
● 10月30日-10月31日	20:00-00:02 薇诺娜双十一预售倒计时，进直播间...
● 10月30日	07:30-19:32 薇诺娜双十一预售倒计时，进直播间...
● 10月29日-10月30日	20:03-00:03 薇诺娜双十一预售倒计时，进直播间...

资料来源：抖音 APP

图101：10月抖音美妆旗舰店销售 TOP3 均为国货品牌

排行	小店	预估销售额 ↓	预估销量 ↓
01	花西子官方旗舰店	12481.4w	81.7w
02	珀莱雅美妆旗舰店	11201.6w	53.2w
03	自然堂美妆旗舰店	9949.4w	32.3w
04	欧诗漫护肤旗舰店	9859.1w	66.4w
05	茂业百货旗舰店	9715.5w	10.8w

资料来源：飞瓜数据

7.3、社区团购：寒来暑往又一秋，下沉市场零售革命持续推进

2021年，社区团购经历春季快速发展起量、夏季政策和高温限制下的低迷后，行业模式在多方面更迭创新、竞争格局也出现明显变化。随着秋冬旺季到来，我们简单复盘，同时更新对行业的认知与理解，并对未来的变化趋势做出展望。

社区团购“预售+次日达+自提”模式，降本增效，实现“更省、更便捷”购物体验。

(1) 预售：商品端通过预售，提升了对终端消费需求的感知把握，解决生鲜零售高损耗痛点。(2) 次日达：对下沉市场（乡镇、村级）消费者提供更丰富商品选择（较小卖部）和更快履约时效（较传统电商）。(3) 自提：终端用户自提模式，大幅降低履约成本（社区团购全链路履约成本仅约1元/件）。从零售商业的本质来看，社区团购通过模式创新，为消费者提供了“更省、更便捷”购物体验。

社区团购有望发展为下沉市场的零售基础设施，同时兼具流量入口与获客价值。长期来看，社区团购有望发展为下沉市场的重要零售基础设施，为海量商品建立触达乡村一级市场的分销网络。相较而言，传统B2C电商通过快递履约，但受下沉市场订单密度限制，履约时效性难以保障，而社区团购已全面实现次日达；另一方面，传统流通渠道下，品牌商商品需要层层经销，中间环节冗繁、终端加价倍率较高，社区团购缩短中间环节，直接触达C端消费者，提供品类丰富、品质保障的商品。此外，社区团购所具备的下沉市场流量入口和海量电商新用户获客价值，也受到各大互联网巨头高度重视，2020年秋季以来持续加码布局。

图102：社区团购有望发展为下沉市场零售基础设施，同时兼具流量入口与获客价值



资料来源：美团优选等公司官网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

社区团购复盘：春节冲单-盛夏洗牌-金秋回暖。

(1) **春节冲单，迎来小高峰。**春节为社区团购主要品类销售旺季，各大平台相继扩充团队、加大推广、进驻新市场，在消费者端也给予大量补贴。从结果看，受益于不断扩大的区域覆盖与头部平台高补贴力度带动，行业在春节前后迎来销售小高峰，各平台单量纷纷创下新高。但另一方面，高强度补贴也导致平台大幅亏损。3月开始，社区团购补贴大战受到国家关注，先后有多家平台因不正当价格竞争而被处罚。

图103: 春节前多多买菜开城上海



资料来源：拼多多官网

图104: 春节前后，美团优选等头部平台发力冲单



资料来源：美团 APP

(2) **夏季高温限制，行业低迷洗牌。**5月底，商务部等12部门联合发布文件着手整治社区团购乱局，行业内补贴强度骤减；随后盛夏到来，高温对生鲜、冻品等商品的运输、储藏带来严峻挑战，而各平台冷链环节建设与应对经验不足，导致商品损耗和售后率大幅提升，倒逼平台将部分品类阶段性下架。从结果看，受补贴减少和季节因素SKU受限双重影响，6、7月行业单量普遍下滑；而在平台端，先后多家中小平台/二线平台宣布倒闭转型或战略收缩调整。但我们也注意到，在行业低迷期，多多买菜、美团优选等头部企业虽暂时放缓扩张步伐，但将重心转向供应链优化等内功修炼，稳步积蓄力量；阿里系则以淘菜菜为核心加码布局，悄然崛起。

图105: 由于缺乏冷链车，运输环节只能以保温箱弥补



资料来源：亿邦动力网

图106: 夏季高温下，冷链不足导致生鲜损耗居高不下



资料来源：职业零售网

(3) **秋季回暖，平台重整旗鼓再出发。**入秋之后，夏季高温影响逐渐消除，旺季商品需求回升，行业止跌回暖。头部平台经历夏季调整与各环节自我优化后重新出发，同时吸纳原竞争对手退出后的市场流量，整体状况在稳步复苏。

社区团购竞争格局：分化明显，下一阶段看三足鼎立。

(1) **中小平台出清/二线平台收缩。**7月初开始，多个创业平台相继调整出清：同程生活破产清算、食享会整体关停社区团购业务。部分互联网巨头平台也开始战略收缩：7月底橙心优选业务区域大幅收缩，宣布将全国市场划分为五大战区，各战区则自负盈亏；8月京喜拼拼业务区域收缩，接连关停福建、甘肃、贵州等省区业务。

(2) **两大巨头稳中求进。**多多买菜、美团优选在夏季放缓开城步伐，将注意力更多投向优化供应链、终端运营、商品打法等方面，运营内功修炼与基础设施建设齐头并进，随着秋季到来，夏季高温的不利影响消弭，叠加供应链等各环节优化逐渐体现成效，头部平台经营恢复良好，持续领跑。

(3) **阿里系奋起直追。**2021年3月，阿里巴巴成立MMC事业群，8月组织架构调整并与十荟团进行区域整合，9月宣布整合“盒马集市”和“淘宝买菜”推出其社区电商核心品牌“淘菜菜”，10月以来的扩张期，以领先行业的待遇水平招贤纳士加速发展。借助阿里巴巴集团在新零售领域的丰富资源赋能，有望成为行业第三极。

表8：2021年社区团购平台表现分化，美团、拼多多领跑，二线平台收缩，阿里系奋起直追

名称	平台定位	2021年以来的主要动态
同程生活	创业独角兽	7月6日，更名为“蜜橙生活”，将社区业务由ToC转向ToB端；7月7日，发布声明申请破产。
食享会	创业独角兽	4月，江苏地区业务被并入十荟团；7月27日，正式关停社区团购业务。
十荟团	创业独角兽	3月，完成7.5亿美元D轮融资，进入上海市场；5月27日，接到市监总局150万元顶格罚款并停业整顿；8月，收缩经营区域，宣布与阿里MMC进行区域整合；9月中旬，开始探索团批业务。
橙心优选	互联网巨头	1月18日，进入北京市场；2月底，进入上海市场；3月3日，因不正当价格被处以150万元罚款；6月，被滴滴拆出集团；8月，将全国市场划分为五大战区、各战区自负盈亏，同时取消员工战时补贴；9月，将九大区合并为三大区。
京喜拼拼	互联网巨头	1月1日，正式上线；3月，进入上海市场；5月，接连关停福建、甘肃、贵州、吉林、宁夏和青海六省；8月，退出山西市场。
兴盛优选	创业独角兽	1-2月，获得红杉资本领投的30亿美元D轮融资，加入补贴大战；3月，提高员工业绩提成水平；4月，开城浙江加快拓展步伐；7月，开城江西主打补贴+大件货；9月，开始砍掉低效团点、调整团长薪酬；逐渐停止拉新、单量奖和超低价位的产品销售活动；开城放缓，下半年原计划拓展的东北、山西、上海等地区部分工作被叫停；大范围合并服务站为网格仓；重置BD考核体系。
美团优选	互联网巨头	1月进入北京、3月进入上海；6月，宣布降低团长佣金、砍掉低效团、提高存量团效；7月，大范围铺开生鲜加工业务；8月，推进大仓合并，改进履约流程，发力“统采”管控腐败；9月，进行组织架构优化改革，收缩决策权限至总部，削弱地区业务权力并缩短汇报线，推行仓配5.0模式；10月，美团零售事业组织架构调整：美团优选、快驴与美团买菜等业务系统整合；在京津冀地区针对部分标品，向供应商收取固定的TR服务费，替代产品进销差价。
多多买菜	互联网巨头	1月进入上海、5月进入北京；5月，在广东等地主推大件货推高GMV；7-8月，改变商品打法，控制大件货比重，加大冻品上货量；分拆网格仓，发力渗透下沉市场；在苏州等地建设PC生鲜仓提升生鲜处理能力；10月以来推进爆品打法，主站再次开启强引流模式。
阿里淘菜菜	互联网巨头	3月成立MMC事业群；6月，事业群高管调整；8月底，组织架构调整，与十荟团进行部分区域整合；9月整合“盒马集市”和“淘宝买菜”推出社区电商核心品牌“淘菜菜”，加速开城布局；9月数据，淘菜菜7日留存率为35.76%，高于美团优选和多多买菜；在多个新开拓地区给出较高的综合佣金（可达7%-10%，竞对在3%-5%）；要求大商12点完成绝大部分履约；10月，依托直连菠菜种植基地增加100万斤平价菠菜供给，成立在山东的首个苹果直采基地。

资料来源：开曼4000、联商网、亿邦动力网、开源证券研究所

社区团购行业多环节业务模式创新变革，基础设施持续优化。(1)上游商品供应端：品牌标品方面，社区团购平台与头部品牌商通过指定托盘商/一批经销商对接，上架专供款商品以维护价盘稳定；生鲜商品方面，各平台探索“产地直采”、“总部统采”等模式，意在降低成本、管控贪腐等。(2)中游仓储物流端：推进大仓合并，整合供应链能力控制成本；建设生鲜PC加工仓，增强生鲜处理能力；此外，在网格仓环节，各家打法不同，多多买菜通过拆小网格仓加强下沉市场渗透，而美团优选则通过整合做大网格仓提升仓配效率。(3)下游销售终端：商品打法上，各家均开始控制大件货占比，重新关注C端需求，优化商品结构，提升SKU数量；在团长端则继续推进佣金下调和人员精简，旨在提升团效；此外陆续开始尝试团批业务，为大件货开发新销路，挖掘小B端客户潜力。

图107: 多多买菜在供应源头设立“百亿农研专项”



资料来源：未来消费 APP

图108: 生鲜加工成为社区团购供应链条的重要一环



资料来源：联商网

秋冬旺季到来，行业单量有望再上新台阶，头部平台竞争优势显著，看好旺季表现。短期看，四季度行业整体单量预计较上半年将有明显提升：一方面夏季高温等不利影响消弭，另一方面，秋冬季社区团购主要商品需求也将陆续进入旺季；但UE模型亏损，仍将是各大平台长期持续面对的问题。竞争格局方面，经历一年的竞争发展，目前美团优选、多多买菜两大头部平台，已在流量、运营效率、仓配供应链等多个环节构建明显竞争优势，我们认为，近期二者在精细化运营与供应链建设等方面的工作，效果将在旺季逐渐体现。同时，行业内中小平台与二线平台的收缩出清，也将带来竞争格局的优化。而阿里淘菜菜作为行业新晋“第三极”，依托阿里巴巴集团多年深耕零售行业积淀的资源，在社区电商领域形成合力，也不可小觑。

图109: 多家平台入秋后再次开启主站强引流模式



资料来源：淘宝 APP、美团 APP、拼多多 APP、开源证券研究所

图110: 阿里淘菜菜依托阿里巴巴集团资源奋起直追



资料来源：阿里巴巴等公司官网、开源证券研究所

8、投资建议：沿“颜值经济”、“电商新零售”、“线下零售（黄金珠宝）”三条主线布局

沿“颜值经济”、“电商新零售”、“线下零售（黄金珠宝）”三条主线布局。2021年，零售企业经营在曲折中逐渐恢复，但也受到疫情反复和互联网新业态竞争等影响；各细分板块中，医美、化妆品和黄金珠宝等保持相对更高景气。我们也注意到，零售行业“人、货、场”仍在多维度演进升级：代际层面，年轻人群引领“颜值经济”等新消费潮流，身份认同与个性化需求催生细分赛道新品牌崛起；区域层面，下沉市场仍是巨头兵家必争之地，社区团购等新模式掀起零售效率革命；兴趣电商出世，品牌自播成为直播电商下半场，为国货创造弯道超车机会；DTC模式发展，引领零售品牌围绕“人货场”实现数字化升级。2022年零售行业投资，首要优选业绩有支撑的高景气度细分赛道，同时关注行业内龙头公司的竞争优势边际提升，具体建议重点关注“颜值经济”、“电商新零售”和“线下零售（黄金珠宝）”三条主线。

颜值经济：重点关注竞争优势突出的医美产品和化妆品优质赛道龙头。（1）医美：轻医美需求高增长，医美产品龙头竞争优势突出，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客和全产业链布局的华熙生物；关注医美机构赛道，受益标的华韩整形等；（2）皮肤学级和功效性护肤品：重点推荐凭借“医研赋能”构筑差异化竞争优势的敏感肌龙头贝泰妮、受益标的珀莱雅；（3）彩妆：“国潮风+快迭代”为国货品牌创造弯道超车机会，受益标的国潮彩妆龙头毛戈平（已过会）。

电商新零售：重点关注抖音电商与社区电商等新兴业态。（1）社区电商：关注社区团购秋冬旺季发展，受益标的美团、拼多多。（2）跨境电商：重点推荐吉宏股份。

线下零售：重点关注高景气黄金珠宝板块龙头。黄金珠宝终端消费持续高景气，行业内龙头公司借助通过品牌、渠道和供应链优势，持续推进下沉扩张，行业头部集中度提升是未来趋势。重点推荐受益“省代”模式赋能、积极布局新渠道新产品的周大生，受益标的周大福、潮宏基。

表9：投资建议：关注优质零售细分赛道公司

证券代码	股票简称	评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300896.SZ	爱美客	买入	1,224	565.9	4.42	7.15	10.15	128	79	56
300957.SZ	贝泰妮	买入	887	209.4	1.97	2.7	3.66	106	78	57
688363.SH	华熙生物	买入	790	164.7	1.73	2.43	3.27	95	68	50
603605.SH	珀莱雅	未评级	399	198.4	2.94	3.65	4.50	67	54	44
002803.SZ	吉宏股份	买入	64	16.6	0.99	1.42	1.85	17	12	9
002867.SZ	周大生	买入	204	18.6	1.23	1.52	1.85	15	12	10
600612.SH	老凤祥	买入	191	46.2	3.41	3.91	4.48	14	12	10
002345.SZ	潮宏基	未评级	45	5.0	0.39	0.46	0.55	13	11	9
603214.SH	爱婴室	买入	28	19.9	0.62	0.81	1.02	32	25	20
301078.SZ	孩子王	未评级	180	16.5	0.40	0.50	0.65	41	33	26

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2021/11/19，其中珀莱雅、潮宏基、孩子王采用Wind一致预期预测数据，其他采用开源证券预测数据）

9、风险提示

- (1) **宏观经济风险**: 社会消费与宏观经济密切相关, 若经济增长放缓, 消费者信心下滑、消费需求受到抑制, 零售行业经营也将承压;
- (2) **疫情反复**: 若疫情出现反复, 会对线下客流和门店销售造成较大影响, 也会影响新店扩张、培育;
- (3) **竞争加剧**: 若行业竞争加剧, 销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利。
- (4) **政策风险**: 反垄断等政策出台, 监管趋严影响企业部分经营活动等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn