

消费预期向好，布局高景气和改善板块

推荐|维持

——商贸零售及社会服务行业 2022 年策略报告

报告要点：

● 21 年消费整体疲软，22 年预期向好

回顾 2021 年，消费市场月度间受疫情零星多点反复及自然灾害的影响，整体疲软。其中商品零售好于餐饮消费，可选消费好于必选消费，黄金珠宝、饮料烟酒、化妆品等可选消费板块景气度较高。展望明年，疫情的有效控制有望推动线下消费场景的恢复，PPI 向 CPI 的传导必选消费有望率先获益，“共同富裕”、货币宽松环境则有望带动消费的持续增长。投资策略上，我们认为应积极布局景气度高的细分消费板块，包括美容护理及黄金珠宝板块，同时关注线下消费场景恢复下带来的投资机会。

● 化妆品：行业进入“品牌时代”，本土美妆集团崛起

今年下半年化妆品行业短期增速有所调整，我们认为主要受到去年前低后高的基数、化妆品新规、疫情反复下彩妆增速下滑、渠道分散化等多重因素影响，但整体品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑未变，长期景气无忧。展望 2022，新锐品牌加速进入“品牌时代”，高度依赖流量与营销、缺乏产品力与复购的新锐品牌或将面临淘汰；本土规模化美妆集团明显加大研发投入并积极调整产品结构，资本助力下多品牌布局趋势逐渐明朗，本土美妆集团崛起。

● 黄金珠宝：渠道为矛，品牌为盾，关注龙头及新兴培育钻石赛道

今年以来黄金珠宝消费景气度回升明显，黄金饰品消费受到婚庆需求后置、黄金工艺进步、金价回落以及投资需求共振影响，迎来结构性增长。钻石饰品方面，前三季度中国成品钻进口强劲反弹，全年进口额有望创新高。我国珠宝行业集中度较低，近年来头部珠宝品牌通过渠道下沉实现快速扩张，省代模式加持下，渠道拓展速度加快。此外，培育钻石赛道兴起，技术进步+头部企业消费者教育+配套鉴定服务逐步完善，推动培育钻石下游市场逐渐崛起，新兴品牌及老牌珠宝零售商纷纷入局。我们认为培育钻石有望打开价格敏感人群以及钻石饰品化需求，以不同价格带+不同价值观加强钻石品类渗透，成长前景佳。

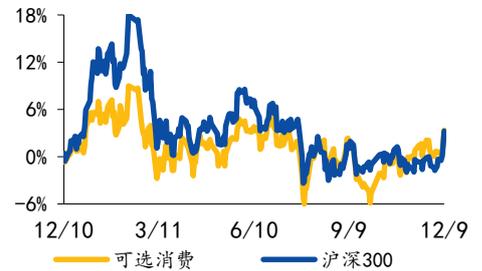
投资建议

化妆品板块：(1) 品牌商：重点关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物；(2) 中游加工厂：成本压力有望伴随新品推出得到缓解，利润端有望修复，重点关注青松股份、嘉亨家化；(3) 美妆代运营：分散化的线上格局为代运营提供新的渠道机遇，重点关注丽人丽妆、壹网壹创；**珠宝板块：**积极关注渠道、规模、资金优势较强的头部珠宝品牌商以及细分赛道品牌，重点关注周大生、迪阿股份。**社会服务：**随疫情恢复，餐饮、线下管理教育等板块有望在明年受益，关注龙头宴会连锁龙头同庆楼、管理教育培训龙头行动教育。

风险提示

疫情反复，品牌竞争加剧，渠道转型不及预期，新品牌、新项目孵化不及预期

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-颜值经济之化妆品行业深度之七：从流量时代到品牌时代，寻找中国的头部美妆集团》2021.12.10

《国元证券行业研究-化妆品行业 2021 年 11 月数据跟踪：淘系受多渠道分流影响承压，抖音国货持续占优》2021.12.10

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯
邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300957.SZ	贝泰妮	买入	210.81	89299	1.28	1.89	2.63	164.7	111.54	80.16
603605.SH	珀莱雅	买入	208.17	41844	2.37	2.93	3.62	87.84	71.05	57.51
600315.SH	上海家化	买入	44.25	30074	0.63	0.75	1.23	70.24	59.00	35.98
300740.SZ	水羊股份	买入	17.07	7017	0.34	0.54	0.9	50.21	31.61	18.97
605136.SH	丽人丽妆	买入	23.86	9592	0.85	1.08	1.22	28.07	22.09	19.56
300955.SZ	嘉亨家化	买入	32.22	3248	0.93	0.89	1.43	34.65	36.20	22.53
002867.SZ	周大生	买入	18.40	20171	0.92	1.22	1.54	20.00	15.08	11.95
605098.SH	行动教育	买入	52.75	4449	1.27	2.02	2.64	41.54	26.11	19.98
605108.SH	同庆楼	买入	17.51	4553	0.71	0.64	0.96	24.66	27.36	18.24
603983.SH	丸美股份	增持	32.90	13220	1.16	0.64	0.78	28.36	51.41	42.18
300132.SZ	青松股份	增持	11.26	5817	0.89	0.24	0.78	12.65	46.92	14.44
300792.SZ	壹网壹创	增持	50.29	12003	1.30	1.70	2.18	38.68	29.58	23.07
301078.SZ	孩子王	增持	18.53	20161	0.36	0.40	0.50	51.47	46.33	37.06
2150.HK	奈雪的茶	增持	9.03	15488	-	1.23	1.71	-	7.34	5.28

资料来源：Wind，国元证券研究所；注：奈雪的茶单位为港元，其余均为人民币

目录

1.行情及业绩回顾：疫情反复下，整体表现承压	6
2.化妆品：行业进入“品牌时代”，本土美妆集团崛起	12
2.1 行业：短期景气略有调整，长期渗透提升+人均消费增长逻辑未变	12
2.2 品牌：新锐加速洗牌，寻找本土大型美妆集团	13
2.3 渠道：线上分散化，线下承压积极求变	17
3.黄金珠宝：渠道为矛，品牌为盾，关注龙头及新兴赛道	23
3.1 行业：景气度回升明显，黄金消费迎来结构性增长	23
3.2 格局：行业集中度低，省代模式助力头部品牌加速渠道拓展	27
3.3 新兴赛道：培育钻石产量持续扩容，新品牌加速涌入	31
4.投资建议及重点推荐个股	40
5.风险提示	40

图表目录

图 1：商业贸易、休闲服务行业（申万）与沪深 300 涨跌幅对比	6
图 2：商业贸易、休闲服务行业指数和主要指数 2021 年涨跌幅对比	6
图 3：2021 申万一级行业涨跌幅对比	6
图 4：申万（2021 分类）三级子行业 2021 年涨跌幅对比	7
图 5：2020 年以来社会消费品零售总额月度同比增速（%）	8
图 6：2020 年以来社会消费品零售总额商品零售及餐饮收入月度同比增速（%）	8
图 7：实物商品网上零售额累计增速及占社零比重	9
图 8：实物商品网上零售额中吃、穿、用类累计增速	9
图 9：2021Q1-3 商贸零售及社会服务二级子版块营收（亿元）及同比增速 ..	10
图 10：2021Q1-3 商贸零售及社会服务二级子版块归母净利润（亿元）及同比增速	11
图 11：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速 ..	12
图 12：2020 年美妆个护细分赛道市场规模（亿）及同比增速（%）	13
图 13：2020 年主要化妆品国家护肤品、彩妆人均消费额（美元）	13
图 14：天猫大促登顶细分类目 TOP1 的新锐品牌数量	13
图 15：2021 年 1-9 月部分美妆品牌大额融资	13
图 16：2015 年以来代表红利社媒渠道及美妆个护品牌	14
图 17：2020 年 9 月-2021 年 9 月中国淘系彩妆一级类目及二级类目分析 ..	14
图 18：2020 年化妆品零售终端各渠道同比增速（%）	18
图 19：2020 年度及 2021 前三季度部分上市公司分渠道增速	18
图 20：2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆产品 GMV（亿元）及同比增速（%）	18
图 21：2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆销售份额（%） ..	18
图 22：2021 年 M1-M10 抖音电商 GMV（亿元）	19

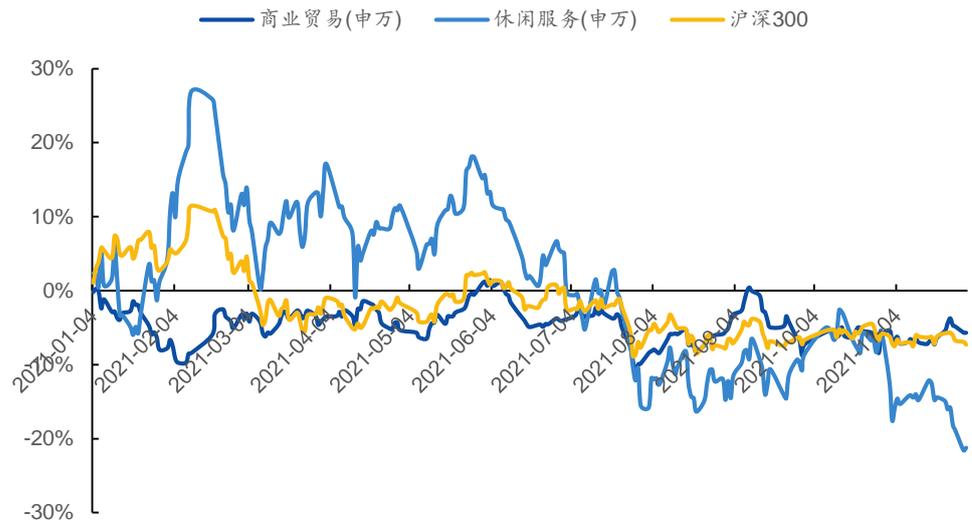
图 23: 抖音电商 2021M1-M10 护肤+美妆大盘	19
图 24: 2019-2021 年 51 个城市百货渠道护肤和彩妆销售额月度同比增长率	20
图 25: 专业皮肤护理产品市场规模	22
图 26: 中国珠宝市场规模 (亿元) 及增速	23
图 27: 2020 年以来我国限额以上企业商品零售总额及各类消费品月度增速情况	24
图 28: 2012-2020 年国内珠宝细分品类占比	24
图 29: 2021Q3 中国金饰消费总量与疫情前水平持平 (吨)	24
图 30: 2017-2020 年我国黄金饰品销售结构 (按工艺)	25
图 31: 2020 年以来国内金价变动趋势	25
图 32: 上海钻石交易所成品钻进口交易额 (亿美元)	25
图 33: 中国/美国/日本新娘收到钻石的比率 (%)	26
图 34: 2020 年非婚恋与婚恋类钻石饰品消费金额占比	26
图 35: 2020 年国内黄金珠宝产品消费目的	26
图 36: 2020 年影响消费者购买珠宝的主要因素	26
图 37: 潘多拉 2016-2021H1 中国区收入、增速及占比	27
图 38: APM 2018-2020 中国内地收入、增速及占比	27
图 39: 中国珠宝行业各渠道占比情况	27
图 40: 抖音电商 2021 年 8-10 月分品类销售额占比	27
图 41: 2015-2021Q3 国内主要珠宝企业门店数量	29
图 42: 2015-2021Q3 国内主要珠宝企业门店增量	29
图 43: 钻石及常见相似宝石	32
图 44: 钻石与莫桑钻、锆钻化学、物理及光学特性对比	32
图 45: 2020 年全球培育钻石产量分布	36
图 46: 2018.4-2021.10 印度培育钻毛钻进口额 (亿美元) 保持高增	36
图 47: 2018.4-2021.10 印度培育钻毛钻进口渗透率快速提升	36
图 48: 2020 年全球培育钻石零售市场分布	37
图 49: 2020 年全球主要国家钻石首饰消费规模 (万美元)	37
图 50: 培育钻石相对天然钻石的价格差异 (以 1 克拉、G 色、VS1&VS2 抛光钻石为标准)	38
图 51: 2021 年 12 月 3 日国际钻石报价表 (圆形钻石, 单位: 百美元)	38
图 52: 1 克拉同品质天然蓝宝石&培育蓝宝石价格差异与培育钻石&天然钻石价差类似	38
图 53: 2020 年天然蓝宝石与培育蓝宝石占比 (按重量)	38
表 1: 2021 年限额以上企业商品零售总额及各消费品月度同比增速情况	9
表 2: 本土头部美妆集团	15
表 3: 本土美妆集团近期研发布局	16
表 4: 本土美妆集团最新多品牌布局	17
表 5: 部分 CS 渠道门店数量变化、近期动态	19
表 6: 传统与新型美妆集合店商业模式对比	21

表 7: 新型美妆集合店品牌介绍.....	21
表 8: 我国主要珠宝品牌类型及特点	28
表 9: 我国主要珠宝品牌核心指标对比 (门店数为各家最新, 其余均为 2020 年数据)	28
表 10: 2017 年以来头部珠宝品牌收入与利润增长较快, 中小品牌增长承压	30
表 11: 国内主要黄金珠宝品牌省代模式解析.....	31
表 12: 培育钻石全球发展历程	33
表 13: 高温高压法 (HTHP) 和化学气相沉积法 (CVD) 对比.....	34
表 14: 培育钻石产业链概览	35
表 15: 国内外培育珠宝品牌情况.....	39
附表: 相关标的盈利预测	40

1.行情及业绩回顾：疫情反复下，整体表现承压

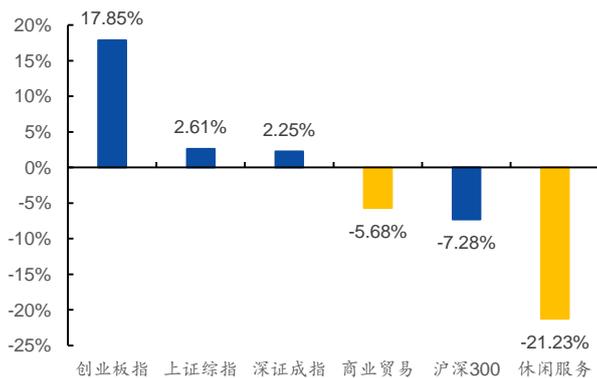
年初至2021年11月30日，商业贸易、休闲服务行业跌幅分别为5.68%和21.23%。年初至11月底，商业贸易行业（申万）跌幅5.68%，在30个行业中排名第19位，跑赢沪深300指数1.6pct，跑输创业板指、上证综指、深证成指；休闲服务行业上半年表现较好，下半年转跌，年初至11月底跌幅为21.23%，在30个行业中排名第26位，跑输四大主要指数。

图1：商业贸易、休闲服务行业（申万）与沪深300涨跌幅对比



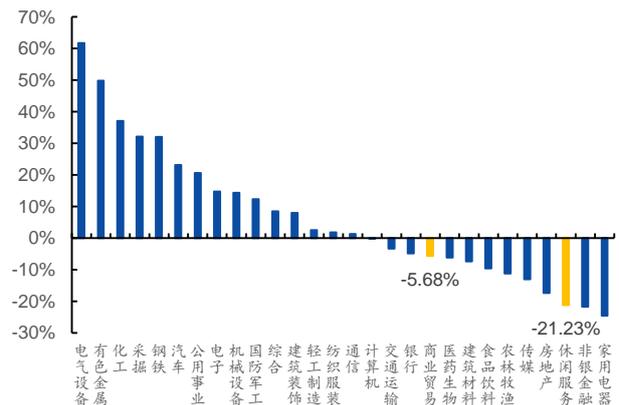
资料来源：wind，国元证券研究所

图2：商业贸易、休闲服务行业指数和主要指数2021年涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所

图3：2021申万一级行业涨跌幅对比

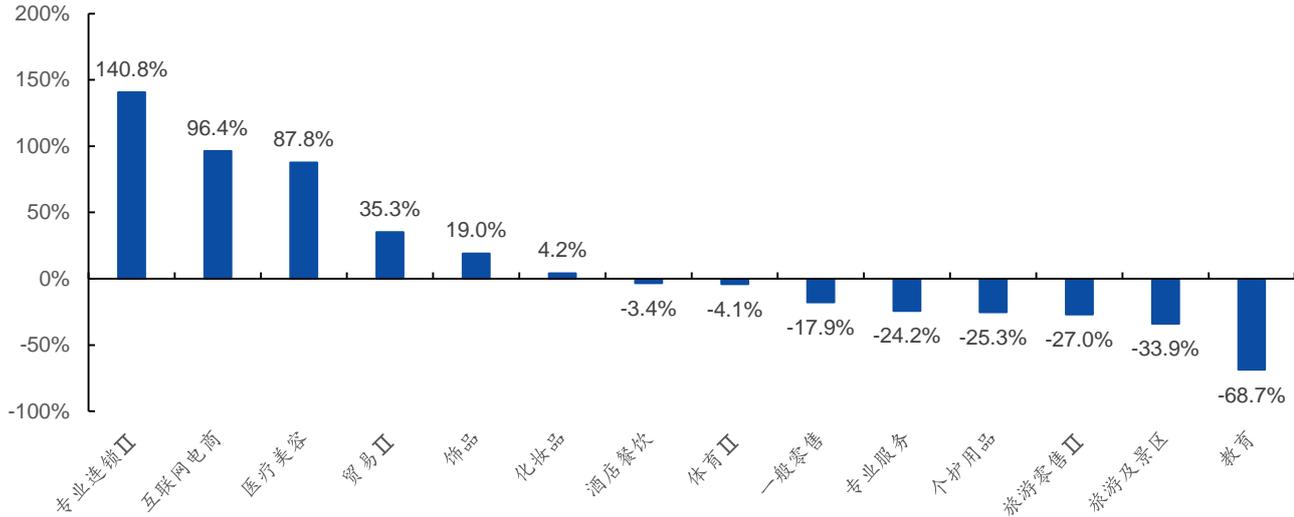


资料来源：wind，国元证券研究所

细分板块看，医美、黄金珠宝、品牌化妆品表现较好，电商服务、旅游零售回调幅度较大，社服相关板块受到疫情反复影响，整体下跌，教育相关板块受政策等因素影响跌幅较大。1) 黄金珠宝板块年内上涨19.0%，一方面受到中国黄金新股上市后涨幅较大拉动，另一方面今年我国黄金珠宝消费强劲复苏，板块业绩增长较好，

推动股价上涨；2) 美容护理板块中，医美板块表现强劲，年内上涨 87.8%；化妆品略微上涨，涨幅 4.2%，其中品牌化妆品表现较为强劲，上涨 15.0%，化妆品制造下跌 10.8%；3) 商贸零售板块中，专业连锁 II、互联网电商、贸易 II 上涨，涨幅分别为 140.8%、96.4%、35.3%，一般零售、旅游零售 II 下跌，跌幅分别为 17.9%、27.0%。4) 社会服务板块中，各个子板块均在下跌，酒店餐饮、体育 II 跌幅较小，跌幅分别为 3.4%、4.1%，专业服务、旅游及景区、教育板块跌幅较大。

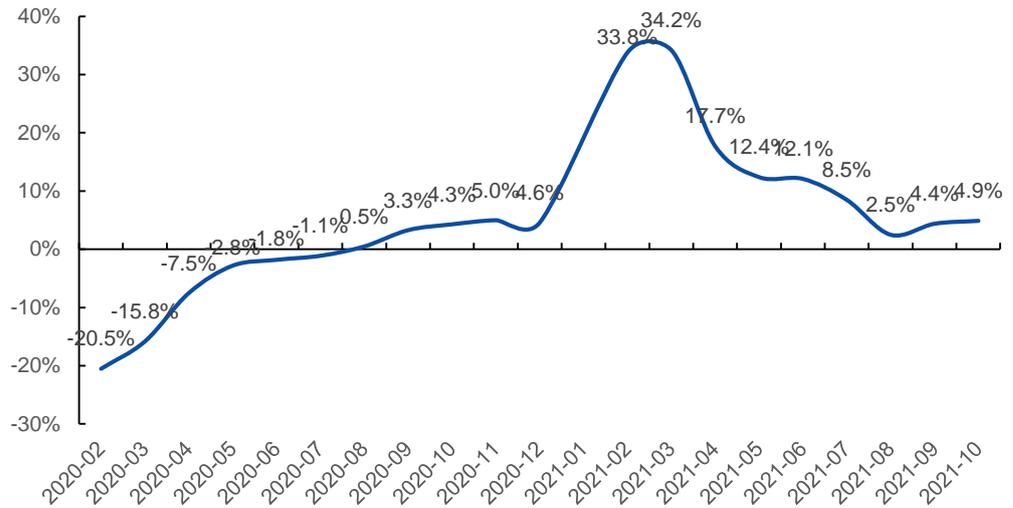
图 4：申万（2021 分类）三级子行业 2021 年涨跌幅对比



资料来源：wind，国元证券研究所。注：这里根据申万 2021 年新版行业分类，在剔除了 ST 股票后，按照流通市值加权计算板块指数涨跌幅

宏观层面，2021 年 1-10 月社会消费品零售总额累计同比增长 14.9%，两年平均增长 4.0%，整体表现疲软。2021 年 1-10 月，国内社会消费品零售总额 35.85 万亿，较上年同期增长 14.9%，两年平均增长 4.0%，持续恢复。逐月来看，1-2 月、3 月受上年疫情低基数影响，月度同比增速达到 30%+，此后增速逐月回落；8 月份国内疫情多源多点发生，居民出行和消费减少，消费市场增速回落至 2.5%；9 月份全国疫情防控形势向好，在促消费政策以及中秋假期消费等因素带动下，增速略有回暖。

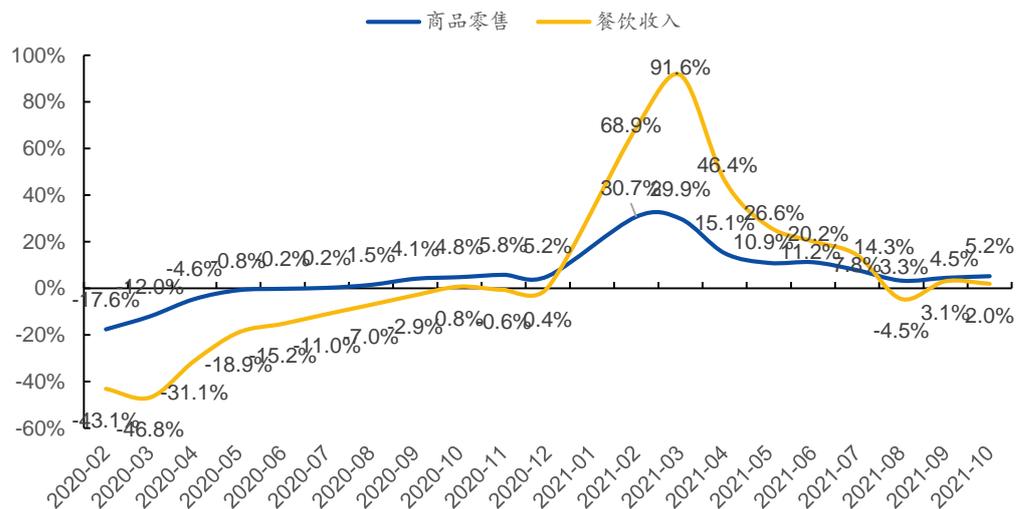
图 5：2020 年以来社会消费品零售总额月度同比增速（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

商品零售好于餐饮消费。2021 年 1-10 月商品零售 32.13 万亿元，同比增长 13.8%；餐饮收入 3.72 万亿元，同比增长 25.7%。商品零售整体增势良好，10 月份，商品零售额同比增长 5.2%，增速环比加快，与 2019 年同期相比增长 10.3%。餐饮消费方面，今年年初，餐饮收入在低基数下开启反弹，1-2 月份餐饮收入同比增长 68.9%，但两年平均来看仍然有 2.0% 的下降。此后，在疫情的良好防控下，餐饮消费逐月恢复，今年上半年餐饮消费同比增长 48.6%，规模与 2019 年上半年基本持平。8 月份受零星疫情反复影响，餐饮住宿等聚集型消费受疫情冲击明显，餐饮收入同比下降 4.5%，9 月份餐饮增速加快，10 月份再度放缓，整体受疫情影响有所波动。

图 6：2020 年以来社会消费品零售总额商品零售及餐饮收入月度同比增速（%）



资料来源：wind，国元证券研究所

可选消费好于必选消费。细分行业来看，必选消费平稳增长，日用品类 1-10 月累计同比增长 14.6%，粮油食品类、中西药品类 1-10 月累计增速亦超过 10%。可选消费强劲复苏，金银珠宝类增幅第一，1-10 月同比增速达到 38.1%，同时烟酒类、饮

料类、文化办公用品类亦有较高景气度，1-10月累计值同比增速分别为24.5%、21.8%、20.5%。单月来看，10月份部分升级类商品销售增速加快，化妆品类、通讯器材类同比增长7.2%、34.8%，两年平均增长12.6%、20.7%，比上月加快3.9、12.5个百分点。

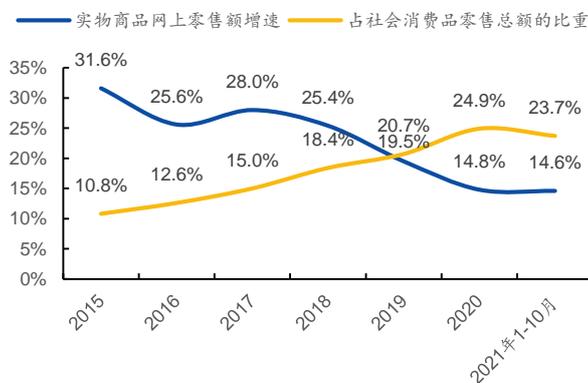
表 1：2021 年限额以上企业商品零售总额及各消费品月度同比增速情况

指标		1-10月单月同比增速 (%)									1-10月累计	
类型	消费品类	1-2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	绝对量 (亿元)	增速 (%)
限额以上企业商品零售总额		42.9%	35.6%	16.4%	11.1%	12.3%	7.7%	0.8%	2.7%	4.7%	122745	15.5%
必选消费	粮油、食品类	10.9%	8.3%	6.5%	10.6%	15.6%	11.3%	9.5%	9.2%	9.9%	13498	10.3%
	日用品类	34.6%	30.7%	17.2%	13.0%	14.0%	13.1%	-0.2%	0.5%	3.5%	5838	14.6%
	中西药品类	16.9%	11.5%	8.0%	7.3%	8.5%	8.6%	10.2%	8.6%	5.6%	4679	10.0%
可选消费	饮料类	36.9%	33.3%	22.3%	19.0%	29.1%	20.8%	11.8%	10.1%	8.8%	2301	21.8%
	烟酒类	43.9%	47.4%	26.2%	15.6%	18.2%	15.1%	14.4%	16.0%	14.3%	3817	24.5%
	服装鞋帽针纺织品类	47.6%	69.1%	31.2%	12.3%	12.8%	7.5%	-6.0%	-4.8%	-3.3%	10861	17.4%
	化妆品类	40.7%	42.5%	17.8%	14.6%	13.5%	2.8%	0.0%	3.9%	7.2%	3097	16.7%
	金银珠宝类	98.7%	83.2%	48.3%	31.5%	26.0%	14.3%	7.4%	20.1%	12.6%	2475	38.1%
	文化办公用品类	38.3%	22.2%	6.7%	13.1%	25.9%	14.8%	20.4%	22.6%	11.5%	3211	20.5%
	通讯器材类	53.1%	23.5%	14.2%	8.8%	15.9%	0.1%	-14.9%	22.8%	34.8%	4952	19.5%
地产相关	家用电器和音像器材类	43.2%	38.9%	6.1%	3.1%	8.9%	8.2%	-5.0%	6.6%	9.5%	7304	13.1%
	家具类	58.7%	42.8%	21.7%	12.6%	13.4%	11.0%	6.7%	3.4%	2.4%	1338	18.4%
	建筑及装潢材料类	52.8%	43.9%	30.8%	20.3%	19.1%	11.6%	13.5%	13.3%	12.0%	1546	23.3%
其它	石油及制品类	21.9%	26.4%	18.3%	20.3%	21.9%	22.7%	13.1%	17.3%	29.3%	16898	21.3%
	汽车类	77.6%	48.7%	16.1%	6.3%	4.5%	-1.8%	-7.4%	-11.8%	-11.5%	35383	12.2%

资料来源：国家统计局，国元证券研究所；1-10月各消费品类累计增速中，高于限额以上企业商品零售总额增速的底色标红，低于限额以上零售总额增速的底色标绿

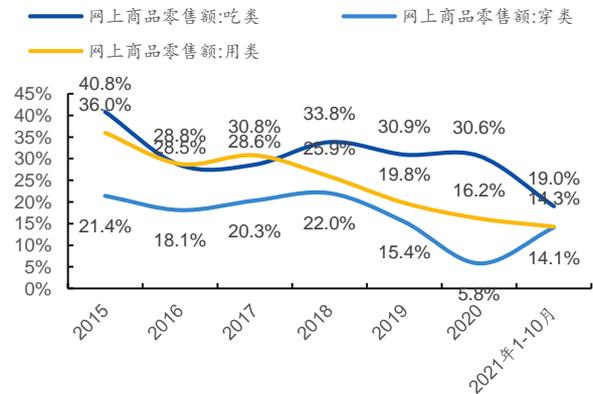
网上零售额持续增长，1-10月实物商品网上零售额占社零总额比重为23.7%。2021年1-10月实物商品网上零售额累计同比增长14.6%，两年平均增长15.3%，其中穿类和用类商品两年平均分别增长9.7%和15.8%。2021年1-10月网上实物商品零售额占社零总额比重为23.7%，较上年回落0.5pct，但较2019年大幅上升4.2pct，线上渗透有较大提升。

图 7：实物商品网上零售额累计增速及占社零比重



资料来源：wind，国元证券研究所

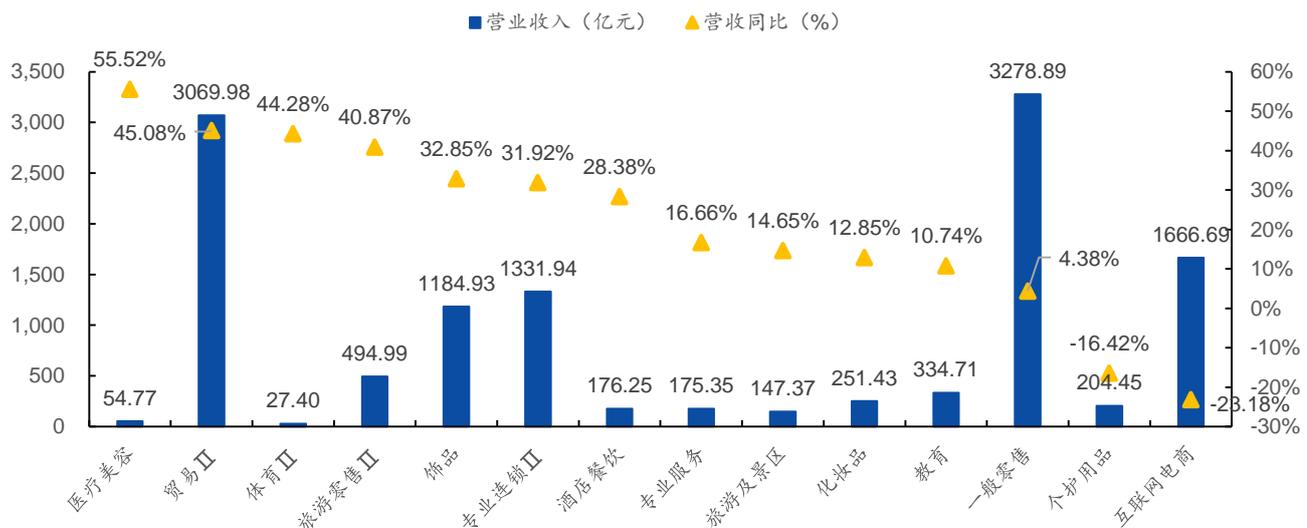
图 8：实物商品网上零售额中吃、穿、用类累计增速



资料来源：wind，国元证券研究所

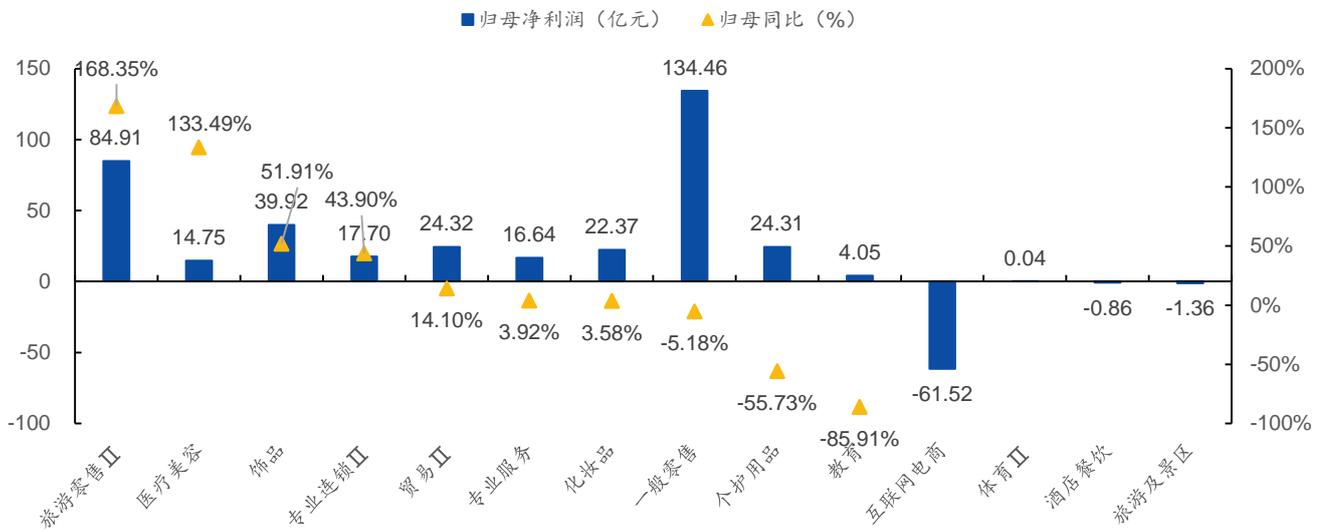
板块业绩方面，2021Q1-3 商贸零售与社会服务板块整体营收有所恢复，利润承压。营收、归母净利润分别同比增长 14%、下滑 10%。细分来看，1) 黄金珠宝：板块整体业绩亮眼，珠宝消费强劲复苏，整体营收、归母净利润同比增速分别为 33%、52%，排名各板块第一。2) 美容护理：板块营收、归母净利润同比增速分别为 2%、-26%，其中，医疗美容板块收入、利润整体高增，主要由医美耗材子版块带动，上游景气度维持高位，医美服务子版块扭亏为盈，疫情缓解后业绩恢复。化妆品板块利润端低位数增长，主要受到化妆品制造子版块拖累，品牌化妆品整体实现较快增长。个护用品板块收入与利润双双下滑，主要由于上年防疫用品增长导致生活用纸子版块整体收入与利润高基数。3) 商贸零售：板块整体营收、归母净利润同比增速分别为 12%、-14%，收入恢复情况良好，但利润端承压。其中，旅游零售子版块增长亮眼，主要系中免在政策推动、国内疫情好转之下实现较快增长。一般零售板块内分化较大，其中百货、多业态零售、商业物业经营板块恢复性增长，超市板块利润下滑幅度较大。互联网电商板块收入整体承压，利润下滑较大，其中综合电商下滑幅度最大，主要受到苏宁易购影响；电商服务、跨境电商板块利润也出现下滑。贸易、专业连锁板块恢复性增长。4) 社会服务：板块整体营收、归母净利润同比增长 17%、23%，随着疫情好转，业绩得到恢复。其中，酒店餐饮板块营收同比增长 28%，利润端亏损大幅收窄，其中餐饮子版块收入增速达到 51%，净亏损由上年的-2 亿大幅收窄至-9413 万元，酒店板块收入增速达到 25%，利润端实现扭亏为盈，前三季度盈利 786 万元。旅游及景区板块整体营收同比增长 15%，归母净利润同比大幅收窄近 8.6 亿，子版块中，人工景区实现扭亏为盈，旅游综合、自然景区亏损大幅收窄。教育板块受政策打击较大，整体利润承压，子版块中培训教育由盈转亏，亏损幅度达到 9 亿+，中公教育对板块的影响较大；学历教育扭亏为盈；教育运营及其他板块利润端下滑 11%。体育板块收入同增 44%，利润端扭亏为盈。专业服务板块收入同增 17%，利润微增 4%，子版块中会展服务收入利润下滑较大，人力资源服务、其他专业服务板块收入与利润增长较快，检测服务业绩平稳增长。

图 9：2021Q1-3 商贸零售及社会服务二级子版块营收（亿元）及同比增速



资料来源：wind，国元证券研究所

图 10: 2021Q1-3 商贸零售及服务二级子版块归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源: wind, 国元证券研究所; 注: 亏损/扭亏为盈/由盈转亏的板块未标注增速

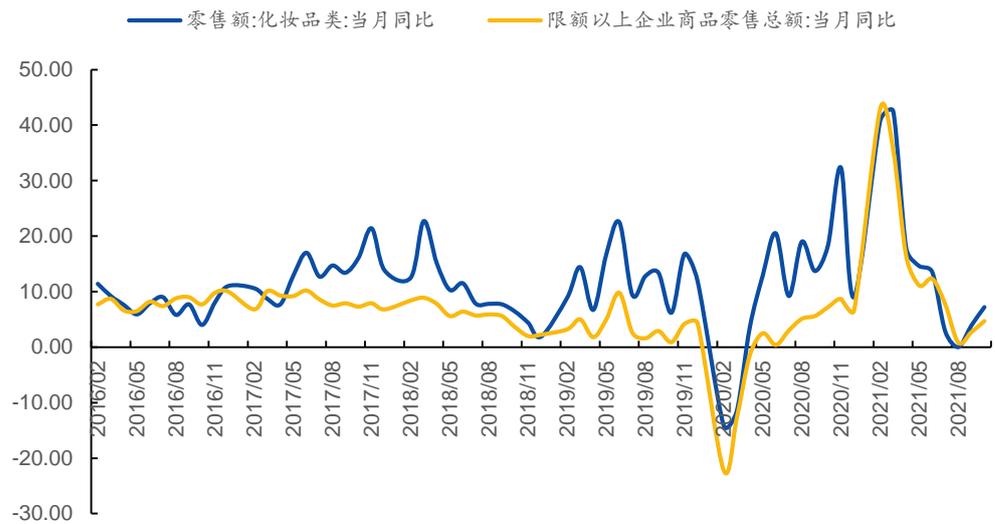
展望明年，疫情的有效控制有望推动线下消费场景的恢复，PPI 向 CPI 的传导必选消费有望率先获益，“共同富裕”、货币宽松环境则有望带动消费的持续增长。投资策略上，我们认为应积极布局景气度高的细分消费板块，包括美容护理及黄金珠宝板块，同时关注线下消费场景恢复下带来的投资机会。

2.化妆品：行业进入“品牌时代”，本土美妆集团崛起

2.1 行业：短期景气略有调整，长期渗透提升+人均消费增长逻辑未变

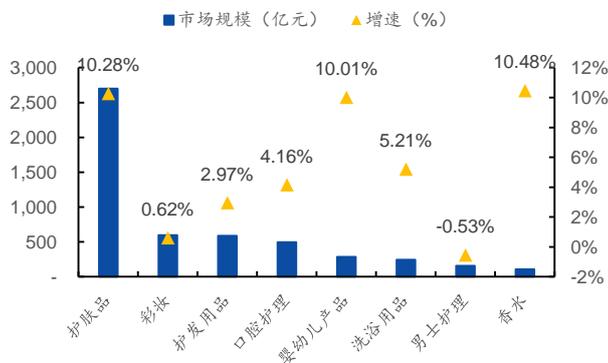
化妆品行业下半年短期增速有所调整，但品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，长期景气无忧。2021年1-10月，限额以上单位商品零售同比增长15.1%，其中化妆品类同比增长16.7%，跑赢整体大盘。但从7月开始化妆品类增速由两位数迅速滑落，我们认为有以下原因导致：第一，由于2020年化妆品销售受到疫情影响呈现前低后高的局面，不少企业上半年受到疫情冲击下半年加大折扣力度来保证全年业绩，因而整体去年下半年基数较大。第二，今年5月1日起，《化妆品分类规则和分类目录》、《化妆品功效宣称评价规范》等法规正式实施，同时化妆品新注册备案平台也同步启用，化妆品行业正式进入功效时代。新规之下，整体新品速度在年中及三季度受到一定程度影响。第三，今年核心化妆品渠道天猫流量势能加速转弱，对部分品牌产生影响。第四，彩妆品类社交场景属性较重，受到疫情以及去年高基数影响，短期增速回落较为明显。长期来看，化妆品行业景气无忧，品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变。

图 11：限额以上企业商品零售总额当月同比增速及化妆品类当月同比增速



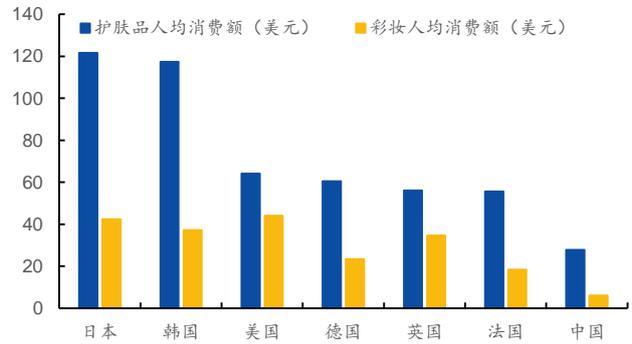
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 12：2020 年美妆个护细分赛道市场规模（亿）及同比增速（%）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 13：2020 年主要化妆品国家护肤品、彩妆人均消费额（美元）

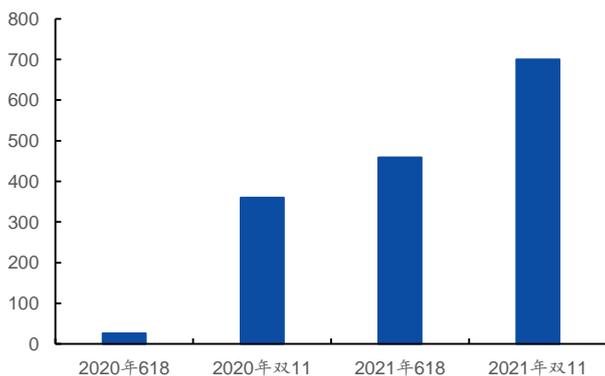


资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

2.2 品牌：新锐加速洗牌，寻找本土大型美妆集团

2015-2021 年新锐品牌现象级爆发，呈现出多、快、细、资本涌入的特点。（1）多：新品牌极速涌现，21 年双十一，700 多个新品牌成为细分赛道第一，2021 年 618 共有 459 个新品牌登顶天猫细分类目 TOP1，2020 年 618 仅有 26 个，而在 2019 年双十一仅 11 个。今年双十一天猫美妆赛道共有 6 个破亿新品牌，分别是 Colorkey、逐本、至本、HBN、溪木源、瑗尔博士。（2）快：大量新品牌在成立后极短的时间内即完成了 1 亿销售额的突破，并实现快速放量。例如 Colorkey18 年成立，当年破 3 亿，19 年破 10 亿。根据 CBNDATA 2020 年新锐美妆增速高达 78%，远超整体美妆 23% 的增速。（3）细：聚焦细小品类、人群及场景，以细分爆品为切入点。（4）资本快速涌入。根据化妆品观察不完全统计，近三年来国内化妆品投融资事件从 2019 年的 15 起增长到 2020 年的 46 起，截止 2021 年上半年化妆品行业投资超 49 起，三年实现超 3 倍增速。

图 14：天猫大促登顶细分类目 TOP1 的新锐品牌数量



资料来源：天猫，国元证券研究所；注：天猫对新品牌的定义为入驻天猫不到三年，并且店铺类型为品牌旗舰店的品牌

图 15：2021 年 1-9 月部分美妆品牌大额融资

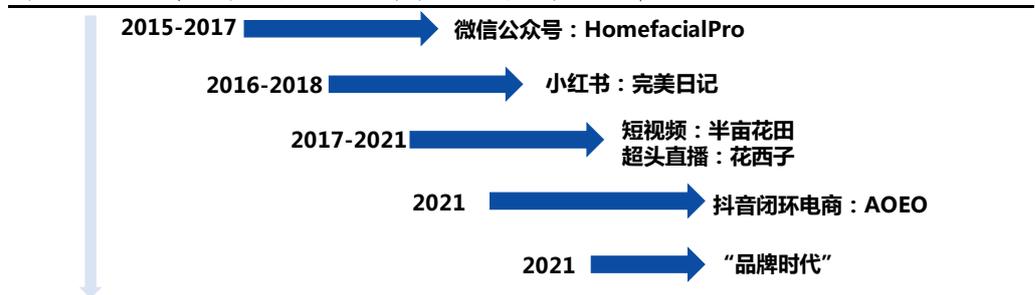
品牌商	品牌类型	融资轮次	融资金额	投资方
溪木源	敏感肌肤护理	C 轮	3 亿人民币	Coatue Management, H Capital, 高鹁资本
AOEO	植物系护肤	A 轮	数亿人民币	红杉资本中国, Tiger 老虎基金
理然	男士化妆护肤	B+ 轮	3 亿人民币	Tiger Global 领投, 五源资本等跟投
蘭LAN	纯净护肤	A 轮	2 亿人民币	源码资本, 天图投资, 内向基金
雪玲妃	自然植物护肤	A 轮	数亿人民币	凯欣亚洲投资 Crescent Point
逐本	疗愈洁颜	B 轮	5000 万美元	元生资本领投, 元璟资本等跟投
花知晓	少女彩妆	A 轮	1 亿人民币	坤言资本
美尚股份	千禧一代潮酷彩妆、科研护肤	B 轮	4 亿人民币	金锚资本领投, 高盛等跟投

资料来源：艾瑞咨询，IT 桔子，国元证券研究所

爆品机会=品类红利 x 流量红利，新锐品牌多采用“一带多”的爆品策略，集中优势选择一个 SKU “打爆”再带动整个品牌增长。赛道的选择上，过去的五年，整个

化妆品赛道有许多细分品类渗透率非常低，具备巨大潜能，例如彩妆、次抛精华品类、身体护理、香氛等，同时各个品类下蕴藏了不同价格带之间结构机会，例如成熟品类众多所谓“大牌平替”的产品及品牌跑出来。流量及渠道方面，此轮的新锐品牌兴起，流量的红利分别经过微商、微信公众号、小红书、短视频、超头直播、抖音闭环电商，线下渠道方面医美机构、医院药店等带来新的化妆品场景需求，这些都为新品牌的成长提供了机会。以AOEO为例，该品牌成立于2019年，2020年5月开始集中推广，2020年公司天猫旗舰店破亿，成立一年整体规模突破3亿。21年目前单天猫旗舰店销量已突破3亿。AOEO以百元下的山茶花洁面乳作为首先突破的品类，虽然洁面是成熟品类但再细分“高性价比氨基酸洁面”属于需求高的蓝海品类且洁面品类消费者选择门槛不高。渠道方面，AOEO抓住抖音直播流量红利，并借助与KOL阿纯的深度绑定实现销售的快速增长。

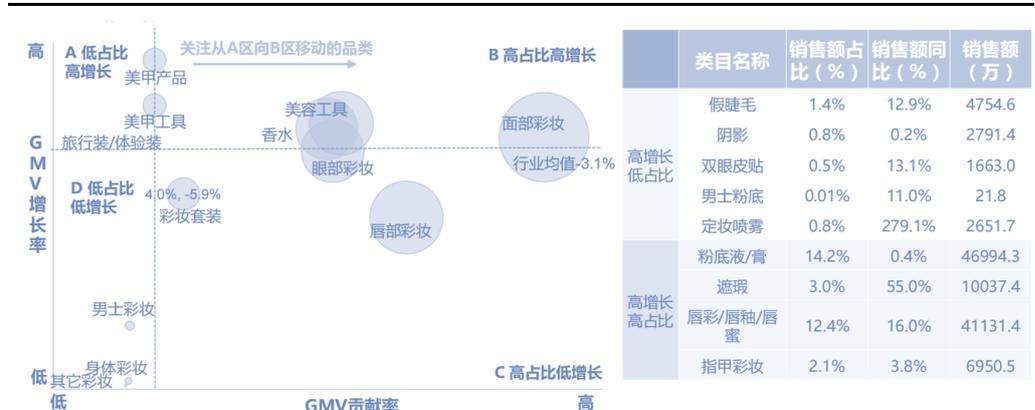
图 16：2015 年以来代表红利社媒渠道及美妆个护品牌



资料来源：国元证券研究所整理

值得警惕的是现阶段大品类红利减少，流量红利有所转弱。进入 2021 年底，我们看到品类的红利转弱。以彩妆为例，根据艾瑞咨询的数据 2020 年 9 月至 2021 年 9 月，彩妆护肤一级类目行业增长均值为-3.1%，其五大品类中底妆、唇部彩妆、香水、美妆工具、眼部彩妆中，除了美容工具表现相对较好外，其他大品类都出现了一定程度的下滑或增速回落。在经过前几年浩浩荡荡的彩妆创业潮后，彩妆赛道头部品牌格局基本稳定，花西子、完美日记、Colorkey 作为前三领跑国货彩妆赛道与其他国品牌拉开差距，彩妆品牌大规模跑马圈地时期已过。流量方面，在经历过微博、微信公众号、小红书、抖音短视频等流量平台红利之后，目前抖音与快手直播电商存在一定的流量机会，但全域社媒的运营已成为大多数品牌标配，时间差红利越来越少。

图 17：2020 年 9 月-2021 年 9 月中国淘系彩妆一级类目及二级类目分析



资料来源：艾瑞咨询，生意参谋，国元证券研究所

2022 年新锐或将逐渐进入品牌时代，过去几年浩浩荡荡的化妆品创业潮或将逐渐降温特别是彩妆板块，新锐面临洗牌，带来并购机会。品牌的长期增长和价值由两块共同决定，分别为基本盘和增量，过去的几年新锐品牌的增长往往聚焦于做增量，而品类红利和流量的红利恰巧契合了新锐做增量的特点，当前时点品类红利减弱、流量红利的逐渐消退以及化妆品新监管时代的共同作用将推动新锐品牌加速过渡到“品牌时代”，新锐品牌面临洗牌。过去过度依赖于渠道和营销，靠不断拉新做大销量缺乏复购，缺乏产品力的新锐品牌将面临淘汰。而众多小而美的品牌也为行业整合并购提供基础，2022 年整个化妆品行业的资本化将持续加速。

传统本土美妆集团面临渠道线上化、品牌年轻化、集团多品牌化的三重考验，疫情影响下线下渠道承压，转型窗口期缩短，头部品牌表现分化。根据欧睿数据，2020 年前五的本土化妆品（护肤+彩妆）集团分别为百雀羚集团、伽蓝集团、上海家化、上海上美及珀莱雅，而逸仙电商、贝泰妮作为新势力凭借彩妆和功能性护肤品两大细分赛道强势崛起进入前十。近年来传统本土强势品牌均面临共同的三大问题，即品牌年轻化、渠道线上化以及集团多品牌化。从集团增长角度来看，2020 年及 2021 年，整体国货头部集团表现分化，百雀羚、伽蓝集团欧睿口径下集团分别增长 1.52% 及 1.91%，未能跑赢化妆品（护肤+彩妆）大盘 8.40% 的增速。上海家化 21 年前三季度营业收入相较于 2019 年增长 1.66%，品牌及渠道持续调整中。上美整体在 18 及 19 年面临增长压力，公司从 2019 年 9 月 1 日开始改革调整，全面发力线上。而珀莱雅近年来年轻化和线上化转型表现不俗，线上的快速增长弥补了线下的下滑，21 年前三季度珀莱雅线上增速高达 74.25%。贝泰妮作为新进的美妆头部集团则开拓了一条截然不同的崛起之路，由医院药店渠道起家并依托于天猫放量，进入本土品牌前十，随后开始拓展屈臣氏、连锁药店等新渠道，2020 年营业收入增长 35.64%，2021 年前三季度增长 49.05%，晋升为本土大型美妆集团。逸仙电商则通过完美日记品牌快速做大 GMV，今年陆续收购 Galenic、EVELOM、Dr.WU，跨越式布局多品牌矩阵。

表 2：本土头部美妆集团

头部本土美妆集团	代表护肤及彩妆品牌	核心渠道	2020 年集团 护肤+彩妆零售额（亿）	增速
百雀羚集团	百雀羚草本、三生花、气韵、海之秘、小雀幸、百雀羚男士	商超、屈臣氏	113	2%
伽蓝集团	自然堂、美素、植物智慧、春夏、珀芙研、COMO	百货、CS 渠道	106	2%
上海家化	玉泽、佰草集、美加净、高夫、典翠、双妹	百货、线上	46	-15%
上美集团	韩束、一叶子、红色小象、BiO-G	CS 渠道、线上	43	6%
珀莱雅	珀莱雅、彩棠、悦芙媞、INSBAHA、CORRECTORS	线上、CS 渠道	40	14%
逸仙电商（新进）	完美日记、小奥汀、完子心选、EVELOM、GALENIC、Pink Bear、Dr Wu	线上	38	38%
贝泰妮（新进）	薇诺娜、薇诺娜宝贝、Beauty Answers、痘痘康	线上、药店	37	40%

资料来源：Euromonitor，各集团官网，国元证券研究所

研发实力+本土需求的精准把握将构建本土美妆集团核心护城河，“功效时代”本土企业对于研发重视程度明显提升，规模企业在研发投入上具备优势。过去中国化妆品集团被认为“重营销而轻研发”、“重应用研究轻基础研究”，今年以来我们看到本土美妆集团对于研发重视程度明显提升，特别是在 5 月 1 日新化妆品分类规则及功效宣称规范等法规生效后整个化妆品行业进入高功效时代的大背景下。上市公司

中珀莱雅与全球原料头部厂商帝斯曼（中国）有限公司、德国巴斯夫（BASF SE）、亚什兰（Ashland）签署战略合作协议，同时引入前上海家化首席科学家魏少敏负责基础研究。逸仙电商搭建 Open Lab 开放型研发体系，以逸仙电商为主导，将原料端、研发端、生产端等全球顶尖合作伙伴纳入其中，目前深度合作中科院化学研究所、华中科大国家纳米药物工程技术研究中心、森馨科技集团、法国里昂大学医学院 3D 皮肤研究所、法国植物干细胞培养机构 Naolys 等机构，同时今年与上海瑞金医院共同组建医学护肤联合实验室，双方将以医学护肤临床研究和产学研领域为主开展转化和研究合作。贝泰妮方面，长期坚持医研共创的模式，与皮肤科头部医院开展合作，并依托于植物王国云南开发高功效的天然成分，今年公司在昆明投资设立全资子公司云南特色植物科技有限公司聚焦云南特色植物深入研究开发功效性产品，注册资本为 1 亿元。相比于海外大牌，国产品牌有望凭借对于本土需求的精准把握叠加研发实力提升，构建自身核心护城河。

表 3：本土美妆集团近期研发布局

公司	布局
贝泰妮	拟于昆明斥资 1 亿元设子公司开展试验技术研究等相关业务
珀莱雅	1) 与全球原料头部厂商帝斯曼（中国）有限公司、德国巴斯夫（BASF SE）、亚什兰（Ashland）签署战略合作协议； 2) 与两家尖端海洋生物技术研究院——法国海洋生物技术专家 CODIF、法国国家海藻研究机构 CEVA 形成了战略合作关系，并挂牌成立了海洋护肤研究中心； 2) 引入前上海家化首席科学家魏少敏负责基础研究
丸美股份	1) 推进与路博润、CRODA 禾大、DSM 帝斯曼等国际知名原料商的战略合作，从皮肤微生态、绿色护肤和抗敏抗衰等领域展开研究； 2) 联合中山大学光华口腔医院、广东省农科院、哈尔滨工业大学等高校、科研院所，分别在口腔护理、生物材料和超分子等领域展开合作研究； 3) 与暨南大学基因工程药物国家工程研究中心校企共创重组人源化胶原蛋白，成功应用于新生物科技抗衰品牌“美丽法则”并推向市场。
上海家化	与全球领先的化工公司巴斯夫确立科技创新合作关系，将获取符合市场需求的全球尖端创新技术、独家订制的先进原料和解决方案
诺德溯源	正式与基因工程药物国家工程研究中心达成战略合作，双方共同建设的功能性护肤联合实验室揭牌成立。
浙江宜格	1) 与科丝美诗联合成立子公司； 2) 全新综合研发中心正式投入使用
逸仙电商	1) 与华中科技大学国家纳米药物工程技术研究中心共建联合实验室； 2) 与上海瑞金医院共同组建医学护肤联合实验室

资料来源：品观 APP，聚美丽，国元证券研究所

孵化与并购并举，资本加速集团化，上市公司具备优势。从海外美妆的发展历程来看，多品牌策略是美妆集团做大做强的必由之路，欧莱雅集团超 30 个品牌绝大多数靠并购纳入，资生堂则侧重于本土自有孵化，雅诗兰黛集团则品牌孵化+并购并举。当前对于头部本土美妆企业多品牌的发展成为核心课题，从目前品牌表现来看，拥有两个和两个以上 30 亿+品牌的本土美妆集团空缺，而拥有两个及两个以上 10 亿+品牌的规模企业仅上美及广州环亚，大多数的美妆集团依然以单品牌为主。近两年来，整体美妆集团上市进程加快带来为自有孵化及并购提供资本支持，同时新锐品牌逐渐成熟也为未来国内市场的并购整合带来更多可选标的，上市美妆集团有望加快多品牌布局。

表 4：本土美妆集团最新多品牌布局

	护肤品牌						彩妆品牌			个护品牌	其他品牌	
	高档高端 (1000元以上)	高档中端 (500元以上)	大众高端 (250-500元)	大众中端 (100-250元)	大众低端 (100元以下)	功效性护肤品牌	婴童品牌	高档 (300元以上)	中档 (100-300元)			大众 (100元以下)
珀莱雅		科瑞肤	珀莱雅	悦芙媞					彩棠	insbaha		
贝泰妮						薇诺娜 痘痘康、 Beauty Answers、 资润	薇诺娜宝贝					
华熙生物		夸迪	润百颜	肌活		米蓓尔						
上海家化		双妹	佰草集 典萃	高夫	美加净	玉泽	启初				六神	汤美星 家安
丸美股份			丸美	春纪						恋火		
鲁商发展			善颜	途润		颐莲 瑗尔博士			UMT		伊帕尔汗	
上海上美				韩束	一叶子	高肌能	红色小象					
伽蓝集团		美素		自然堂 植物智慧	春夏	珀芙研				COMO		
广州环亚			即肤	美肤宝 MOINA	法兰琳卡 幽雅、肌 肤未来						滋源 MOR、妙芙 谜、KEEPY	
百雀羚				百雀羚	三生花						三生花	
相宜本草				相宜本草								

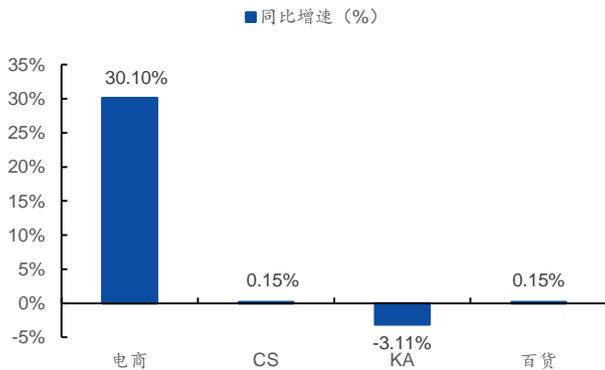
资料来源：各公司官网，公司公告，Euromonitor，国元证券研究所
注：其中

- 代表 20 年品牌零售额 60-100 亿
- 代表 20 年品牌零售额 30-60 亿
- 代表 20 年品牌零售额 10-30 亿
- 代表 20 年品牌零售额
- 代表 20 年品牌零售额 1-5 亿
- 代表 20 年品牌零售额不到 1 亿

2.3 渠道：线上分散化，线下承压积极求变

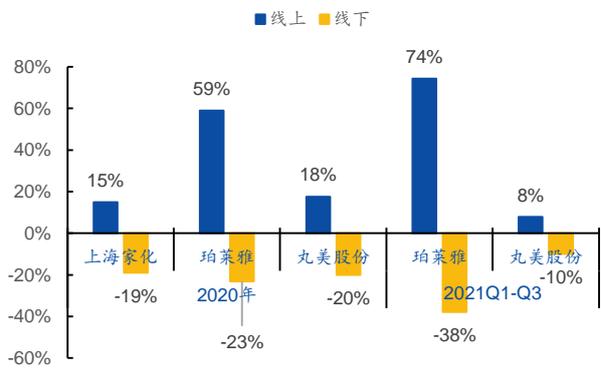
疫情后，线上增长可观，但线上平台分散化趋势愈发显著，线下渠道整体萎缩，而新锐美妆集合店、医美渠道等逐渐兴起。根据欧睿数据，2020 年电商渠道增长 30.10%，线下美妆专营店+0.15%、商超渠道下滑 3.11%、百货渠道增长 0.15%，整体线上增长可观，而线下有所萎缩。2021 年以来，电商红利见顶，线上逐渐进入存量竞争，同时整体线上渠道分散化趋势愈发显著，抖音以直播电商的方式切分淘系美妆份额，京东疫情之后整体 GMV 增长良好。线下方面，疫情冲击下，传统 CS 渠道尾部出清，而大型连锁 CS 店屈臣氏、丝芙兰等展现较强抗风险能力，同时积极推进新零售变革；百货专柜也在积极寻求形象升级、服务升级，提供与线上差异化的产品和服务；新型美妆集合店伴随消费群体迭代兴起，医美、医院药店等渠道已成规模，线下渠道集体求变。

图 18: 2020 年化妆品零售终端各渠道同比增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 国元证券研究所

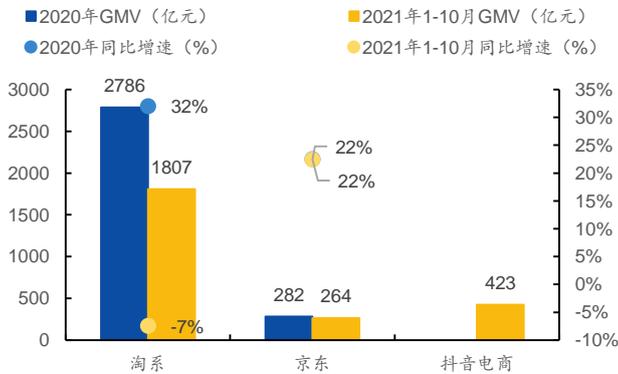
图 19: 2020 年度及 2021 前三季度部分上市公司分渠道增速



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

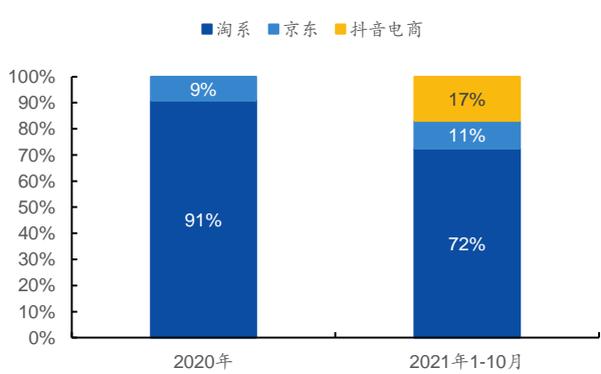
线上美妆大盘持续增长, 淘系占比下降, 京东份额提升, 抖音电商异军突起。我们结合多方数据测算, 2021 年 1-10 月淘系+京东+抖音美妆大盘合计约为 2494 亿元, 同比增长 15%, 持续增长, 但相较 2020 年同期增速 32% 有所放缓。分平台看, 2021 年 1-10 月淘系美妆成交额 1807 亿元, 同比下降 7%, 占比从上年的 90%+ 下降至 72%, 京东 264 亿元, 同比增长 22%, 占比由上年的 9% 提升至 11%, 抖音电商异军突起, 1-10 月成交额达到 423 亿元, 占比达到 17%。

图 20: 2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆产品 GMV (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 淘数据, 飞瓜数据, 京东商智, 国元证券研究所

图 21: 2020 年及 2021 年 1-10 月国内主要电商平台美妆销售份额 (%)

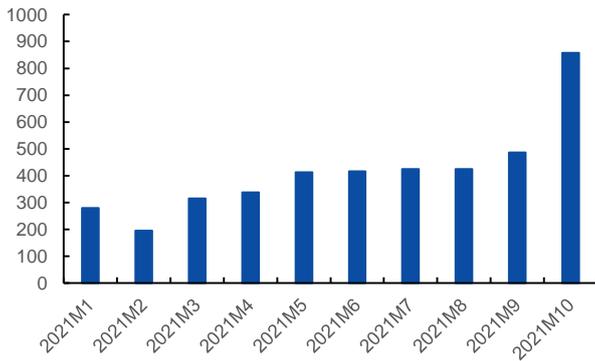


资料来源: 淘数据, 飞瓜数据, 京东商智, 国元证券研究所

二选一政策打破后, 各平台加速品牌及商家引入, 对淘系造成分流。2021 年以来淘系整体增速放缓, 二选一政策打破后, 众多品牌开始在淘外积极开设官方旗舰店, 对淘系造成分流, 但由于淘系基础设施及生态建设最为完善, 多数品牌依然倾向以天猫作为主阵地。Q2 开始, 京东美妆加速品牌引入, 国际大牌娇兰、纪梵希、雅诗兰黛等积极入场。抖音电商 2020 年 6 月从扶持达人转向引入品牌号, 招募 100 个大快消行业头部品牌率先入驻, 国货品牌入驻较为积极, 其中较早进入抖音的品牌如花西子、珀莱雅、欧诗漫长居美妆销售榜单前三, 新锐品牌 PMPM 等也获得较快增长。2021 年下半年, 少量国际品牌正式入驻抖音, 包括欧莱雅、雪花秀、兰芝等。快手美妆在 2020 年大力扶持快手原生品牌, 代表案例有春之唤、韩熙贞等, 2021 年 7 月战略转向引入知名品牌, 目前整体生态以国货品牌为主。

抖音直播电商起量迅速，2021年GMV有望超过6000亿，其中美妆稳居前三大品类，占比10%左右。抖音电商自去年10月起发力电商闭环，今年4月明确兴趣电商定位，基于内容连接商品与兴趣用户。直播电商从今年开始起量，3月突破300亿左右，全年预计GMV将超过6000亿。目前抖音直播电商的信息流填充在5%-6%左右，后续随抖音直播电商填充率上行有望带动明年直播电商破万亿。美妆大盘方面，整体美妆品类维持在大盘10%上下，十月抖音美妆破80亿。美妆类成交金额占抖音大盘比重近半年来稳定在10%上下，稳居平台前三大品类（第一大品类为服饰内衣，占比40%左右，另有珠宝文玩占比10%左右）。

图 22：2021 年 M1-M10 抖音电商 GMV (亿元)



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

图 23：抖音电商 2021M1-M10 护肤+美妆大盘



资料来源：飞瓜数据，国元证券研究所

线下方面，2020年CS渠道受到疫情冲击严重，疫情后渠道缓慢恢复，大型连锁抗风险能力较强，长尾店铺受较大影响，加速出清，分层加剧。根据《化妆品报》调研，2020年其调研样本150家CS门店中，2020年有68%的门店2020年业绩下滑，17%业绩持平，而在下滑门店中，13%的门店下滑比例超过50%，42%的门店下滑比例在10%-30%不等。平均来看，150家门店业绩平均下滑12.3%，其中可比门店平均下滑比例超过20%。从上市公司的CS渠道表现来看，2020年珀莱雅CS渠道下滑-19.28%，丸美下滑超20%，上海家化下滑约10%。从2021年的恢复情况来看，丸美及珀莱雅由于主要依靠中小型CS门店，出现了加速下滑的情况，前三季度丸美CS渠道下滑27%，珀莱雅下滑36%。大型连锁CS情况好于中小规模CS店，整体抗风险能力也更强，其中丝芙兰、屈臣氏等头部连锁品牌还保持了一定的扩张，而长尾店铺生存困难，不少单体门店关闭，尾部加速出清，整体分化。

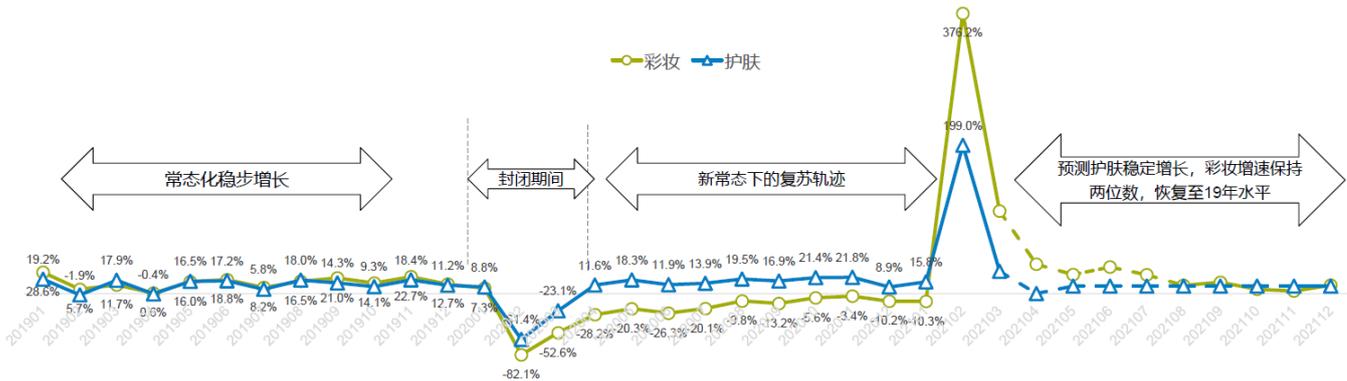
表 5：部分 CS 渠道门店数量变化、近期动态

CS 渠道名称	区域	2019 年门店数	疫情后门店数	近期动态
丝芙兰	一二线城市	235	300 (2021.08)	重组团队，加速拓店，布局在线渠道
屈臣氏	全国	3947	4134 (2021.06)	拓店速度放缓，单店收益持续下滑，探索转型
娇兰佳人	全国	2300+	2000+ (2020.12)	精简机构、优化组织、加快创新
唐三彩	江浙	1184	943 (2021.11)	关店较多，排名下滑明显，探索转型
金甲虫	西南	261	223 (2021.11)	聚焦中低端消费者
妍丽	一二线城市，以深圳为中心	82	162 (2021.11)	较早布局全渠道策略，积极转型，线上增长良好
亿莎	辽宁	165	35 (2021.11)	门店升级、店铺数量锐减、布局线上
千色店	广东	135	70 (2020.05)	店铺数量锐减、分公司注销，下滑明显

资料来源：公司官网，化妆品报，CBO，国元证券研究所

百货渠道逐渐复苏，护肤好于彩妆。据中国百货业协会与 GfK 联合数据，2020 年重点监控的 51 个城市百货渠道化妆品销售规模约为 513 亿，同比基本持平，其中护肤类同比增长 5.8%，彩妆同比下滑 21.9%。月度来看，2020 年疫情封闭期间百货渠道降幅较大，4 月开始逐步复苏，护肤增速逐月上升，下半年增长中枢约在 20%，彩妆增速回暖，但仍处负增长。中国百货业协会预计，2021 年化妆品百货渠道销售增速有望达到 17.9%，较 2019 年同比上升 16.8%，其中护肤有望继续稳健增长，彩妆有望恢复至 19 年水平。

图 24：2019-2021 年 51 个城市百货渠道护肤和彩妆销售额月度同比增长率



资料来源：中国百货业协会，GfK，国元证券研究所；注：此处统计口径为 GfK 重点监控的 51 个城市百货渠道化妆品专柜及门店销售情况

新型美妆集合店兴起，目标客户主要为年轻群体，尤其为新锐品牌提供线下露出机会。从需求端来看，消费者对美妆线下购物的需求持续存在，但消费者的结构以及喜好逐渐转变；从供给端来看，近几年的渠道红利、细分赛道红利孕育出了一大批新锐品牌，这些品牌大多兴起于线上，但随着其规模增长，品牌亦需要线下露出的机会，美妆集合店很好地弥补了百货、KA、单品牌店等渠道进入难、成本高的痛点。新型美妆集合店与传统美妆集合店的核心差异有：1) 在门店服务上，新型店以自助购物为主，而传统店以贴身导购模式为主；2) 在选品上，新型店囊括国际大牌、日韩潮牌、新锐国货、小众品牌，同时还有国际大牌的小样售卖，而传统店一般仅有国际大牌、老牌国货和自营品牌；3) 在合作模式上，新型店进入门槛较低，同时以买断模式为主，对新锐品牌更友好，但新型店对品牌方的话语权整体较弱，难以获得国际大牌的直接供货；4) 在场景布置上，新型店注重场景的设计感，通过门店装修和货品摆放打造具备打卡和社交属性的高颜值网红场景。

表 6：传统与新型美妆集合店商业模式对比

		传统美妆集合店	新型美妆集合店
人	代表品牌	中高端：丝芙兰 大众：屈臣氏、娇兰佳人	中高端：HARMAY 话梅、HAYDON 黑洞 大众：COLORIST 调色师、WOW COLOUR
	客群定位	中青年群体	Z 世代年轻群体
	门店服务	贴身导购模式，BA 向顾客介绍推荐商品并引导消费	自主购物模式，BA 不跟随、不打扰，仅在客户有需要时提供帮助
货	选品策略	以国际大牌、老牌国货及自营品牌产品为主 较强。	包括国际大牌及小众品牌、国货及日韩潮牌、大牌小样，对新锐品牌更加开放友好 较弱。
	对品牌方的话语权	<ul style="list-style-type: none"> 国际大牌和传统国货品牌：均由品牌直接供货 新兴品牌：传统美妆集合店通常会要求品牌方提供市场战略并签订保底价 	<ul style="list-style-type: none"> 国际大牌：难以获得国际大牌直接供货 国货潮牌、海外小众品牌等：由品牌直接供货，并与部分品牌达成战略合作，包括独家代理、新品首发等
	代销&买断模式	代销模式为主	买断模式为主
	数字化运营	供应链能力较强，在仓库库存控制、货架及时补货等方面把控能力强	注重存量用户复购、新用户引流及大数据选品，数字化能力多处于搭建阶段
场	场景布置	场景布局较为传统，设计感弱	注重设计感和个性化，通过门店装修和货品摆放打造具备打卡和社交属性的网红场景
	货品陈列	美妆产品主要按品牌陈列，货架摆放整齐密集	以品类为主、品牌为辅的方式对店内美妆区域进行划分，定期更新产品陈列方式

资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

最早布局新锐美妆集合店的品牌已经形成自己的特色并且初具规模。1) 大众定位的新型美妆集合店以 WOW COLOUR、调色师、喜燃为代表，其门店面积一般小于 300 m²，扩张速度快、门店数量多；大众集合店的设计风格以时尚简约为主，同时每个品牌均有其特色打卡背景，如调色师的美妆蛋墙、喜燃的炽热橙墙。2) 中高端定位的集合店品牌以话梅、黑洞为代表，以街边大店为主，基本上一城一店，扩张速度相对较慢；中高端集合店在门店设计上风格更为鲜明，如话梅主打仓储风，黑洞则强调科技感，给消费者带来更新奇的购物体验。

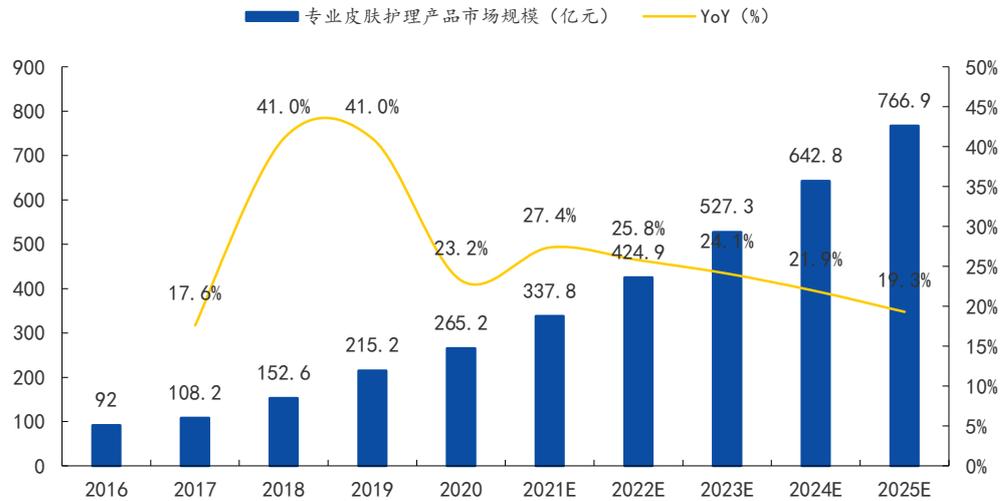
表 7：新型美妆集合店品牌介绍

品牌	品牌定位	成立时间	门店数量	门店面积 (m ²)	设计风格/特点
WOW COLOUR	高性价比	2020 年 1 月	近 300 家 (2020 年底)	100-300	潮流设计、设置个性创意区 (小仙女面膜区、创意自拍区、特色品牌墙、男朋友寄放区等)
调色师	高性价比	2019 年	240 (2021/6/30)	1.0 纯彩妆集合店：小于 300 2.0 美妆集合店：小于 500 3.0 大师店：约 1500	时尚简约风，金属科技感混搭品牌色少女心粉。
喜燃	高性价比	2020 年	15 (2021/11/15)	150-250	炽烈的美感 (炽热橙墙)
话梅	高端小众	2008 年成立，2018 年开始线下首店	7 (2021/11/15)	600-800	以仓储文化为核心，打造城市符号与美学新地标
黑洞	高端小众	2020 年	8 (2021/11/15)	1000+	以“艺术+科技+体验”的前卫零售思维打造独特的线下体验空间，

资料来源：各公司官网，各公司官方公众号，艾瑞咨询，国元证券研究所

另一方面，医美院线、医院药店等专业渠道作为重要的新消费场景已成规模，推动一批品牌成长。2020 年专业皮肤护理产品的市场规模 265 亿，主要由医美院线以及医院药店渠道转化叠加线上渠道购买，预计到 2025 年专业皮肤护理消费规模有望达到 767 亿，未来五年复合增速 23.7%。国产品牌在医美院线、医院药店渠道中与海外品牌形成错位竞争，占据优势。代表品牌包括薇诺娜、敷尔佳、可复美、伊肤泉等。封闭化的打法和强专业化背书使得该渠道内品牌构建起更高的护城河，并通过社媒的口碑传播在其它渠道实现放量。我们认为专业渠道的红利不容忽视。

图 25：专业皮肤护理产品市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

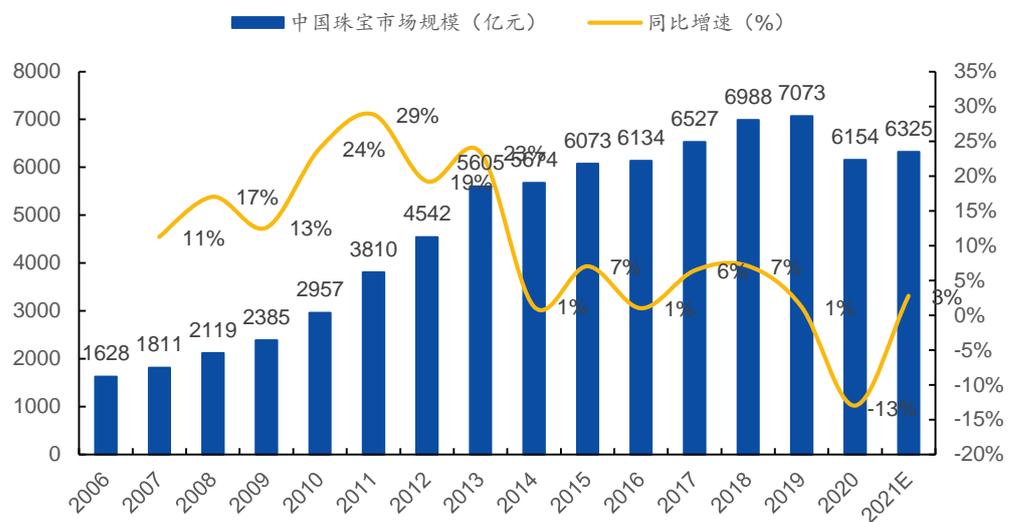
我们认为化妆品行业短期景气度随渠道变动及基数影响短期有所调整，长期看品类渗透率提升、人均消费额增长的双重逻辑依旧未变，长期景气无忧。同时品牌格局上，近两年资本推动新锐品牌加速崛起，并逐渐向真正的品牌时代过渡。本土的美妆集团上市进程也有加速的趋势，行业的并购整合或将加快，同时本土大型美妆集团的多品牌的布局趋势逐渐明朗，未来 3-5 年中国市场将会迎来多个突破百亿的化妆品集团。当前时点，我们认为应积极把握本土美妆大集团的崛起机会，布局多渠道多品牌能力强的美妆集团。渠道方面，我们认为线上平台将更加分散化，淘系作为核心平台势能转弱。线下传统渠道后疫情时代缓慢恢复同时集体求变，而线上新锐美妆集合店、医美医院等专业渠道逐渐兴起已成规模，成为新的线下红利渠道，值得品牌积极把握。

3.黄金珠宝：渠道为矛，品牌为盾，关注龙头及新兴赛道

3.1 行业：景气度回升明显，黄金消费迎来结构性增长

我国黄金珠宝市场规模接近 7000 亿元，2020 年受疫情影响增长承压，2014-2019 年复合增速约为 4.5%。据欧睿，2019 年我国黄金珠宝市场规模达到 7073 亿元，2020 年受疫情影响同比下滑 13%至 6154 亿元。珠宝是典型的高端可选消费品，呈现明显顺经济周期特征，历史上除了 2013 年金价大幅下跌引发抢金潮及对后一年的透支，整体市场增速与国家名义 GDP 增长相关性较高，2014-2019 年保持 4.5% 的复合增长率，欧睿预计未来五年我国珠宝市场复合增长率约在 4.3%。

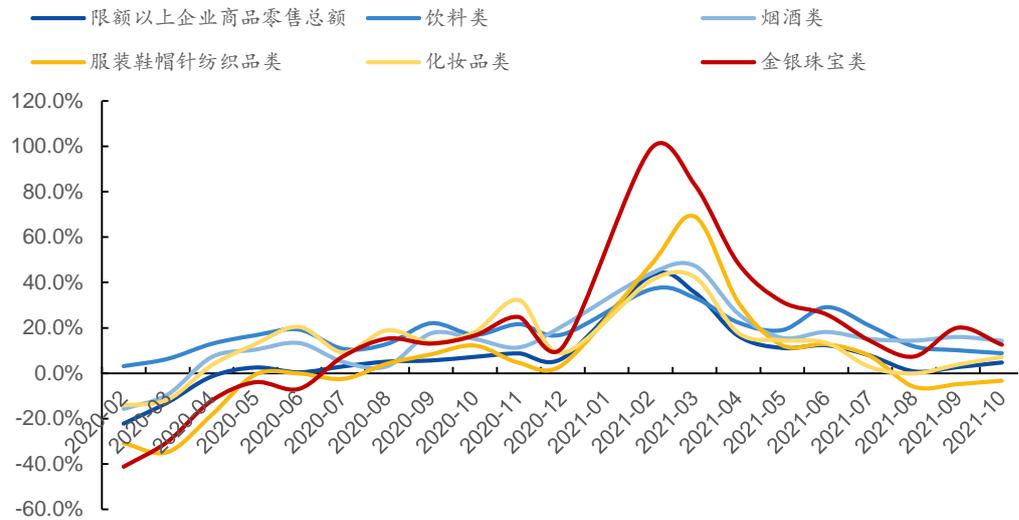
图 26：中国珠宝市场规模（亿元）及增速



资料来源：欧睿，国元证券研究所

2021 年黄金珠宝景气度回升，可选消费中领先。2021 年黄金珠宝消费景气度大幅回升，1-10 月黄金珠宝限额以上零售总额为 2475 亿元，同比增长 38.1%，增速位列各类消费品之首。今年国庆期间，国内黄金珠宝消费保持火热，据中华全国商业信息中心，2021 年十一黄金周期间（10.1-7）以百货商场为主的全国百家重点大型零售企业零售额相比 2020 年同期下降 9.2%，而黄金珠宝类商品零售额较 2020 年同期增长 36.2%，景气度维持高位。

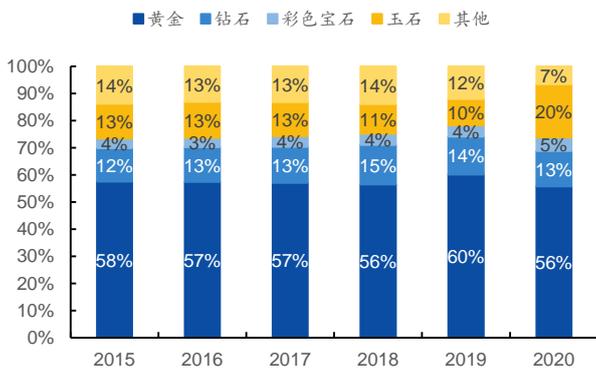
图 27：2020 年以来我国限额以上企业商品零售总额及各类消费品月度增速情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

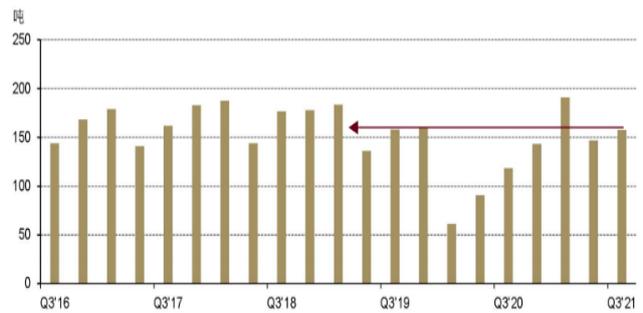
本轮强势反弹主要以黄金产品为核心。我国黄金珠宝行业以黄金消费为主，据中宝协，2015 年来黄金产品占比维持在 55%以上，今年以来的珠宝消费反弹也主要由黄金品类增长带动。据世界黄金协会数据，2021 年 Q1 中国金饰消费总量达到 191.1 吨，同比增长 212%，单季绝对量为 2015 年来最高水平，截止上半年我国金饰消费量基本恢复疫情前水平，前三季度金饰消费总量 495 吨，同比增长 83%，较 2019 年同期上升 4%。

图 28：2012-2020 年国内珠宝细分品类占比



资料来源：中国珠宝协会，国元证券研究所

图 29：2021Q3 中国金饰消费总量与疫情前水平持平 (吨)



资料来源：金属聚焦，世界黄金协会，国元证券研究所

婚庆需求后置、工艺进步、金价回落以及投资需求共振，推动黄金产品消费结构性增长。我国金饰消费兼具消费品和投资属性，今年以来强势反弹一方面受到上年疫情低基数、婚庆需求后置、今年以来政府及商家促销以及金价相对上年回调影响，外加以古法金、3D 硬金和 5G 黄金为代表的黄金新工艺增强了黄金饰品装扮性，尤其迎合了年轻人对时尚感、设计感的需求；另一方面，国内消费者视金饰为投资资产，对冲通货膨胀，前期金价上涨往往利好后续金饰需求（买涨不买跌），2020 年

下半年国内金价创历史新高，后续金价回调，投资需求上涨。中长期来看，黄金工艺进步以及婚庆以外需求增长有望驱动基于消费属性的金饰消费增长，同时，宏观经济的不确定性有望增强金饰投资需求。

图 30：2017-2020 年我国黄金饰品销售结构（按工艺）

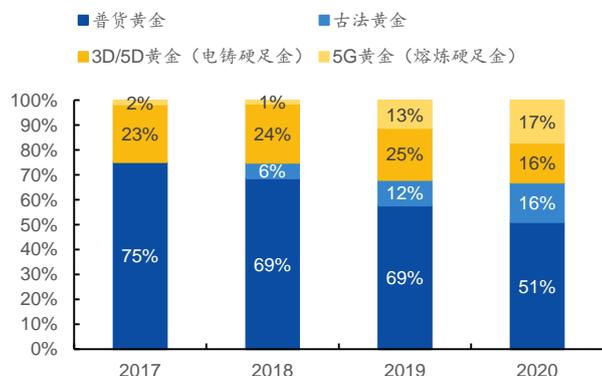
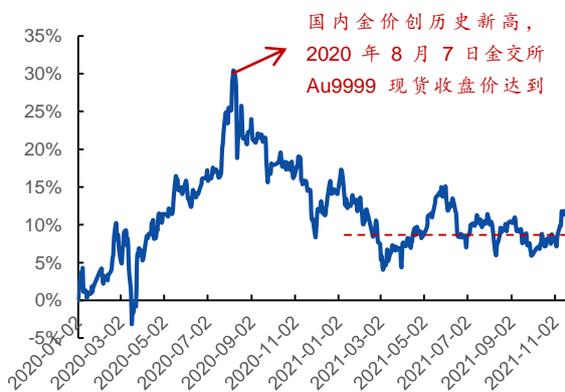


图 31：2020 年以来国内金价变动趋势



资料来源：中国珠宝协会，国元证券研究所；注：以销售额为口径

资料来源：上海金交所，国元证券研究所

钻石饰品方面，2021 年前三季度中国钻石进口持续增长，钻交所预计全年成品钻进口额有望创历史新高。2019-2020 上半年中国钻石进口受到国际市场不景气 and 新冠疫情影响下滑，2020 年下半年进入恢复阶段，2021 年呈现强劲反弹。据上海钻石交易所数据，2021 年 1-9 月我国钻石进口交易总额达到 57.18 亿美元，相比 2019 年同期增长 81.2%，接近 2018 年 57.84 亿美元的历史高点，其中成品钻进口额达到 23.16 亿美元，相比 2019 年同期增长 59.3%，在疫情的良好控制下，受到压抑的消费能力逐步释放，外加境外珠宝消费回流推动国内钻石需求上升，钻交所预计全年成品钻进口额有望达到 30 亿美元，有望再创历史新高。

图 32：上海钻石交易所成品钻进口交易额（亿美元）

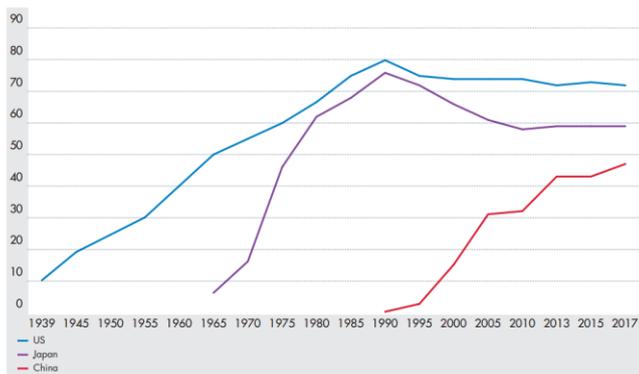


资料来源：上海钻石交易所，国元证券研究所

2020 年受疫情影响，我国钻石消费有所下滑，未来消费场景多元化、产品供给多样化有望加速渗透率提升，国内钻石市场有望持续扩容。据中宝协，钻石市场约占我国黄金珠宝市场 13% 的份额，去年疫情影响下同比下滑 6% 至约 800 亿元。目前钻石消费以婚恋需求为主，据中宝协调研，2020 年婚恋钻石消费占比约为 75%。

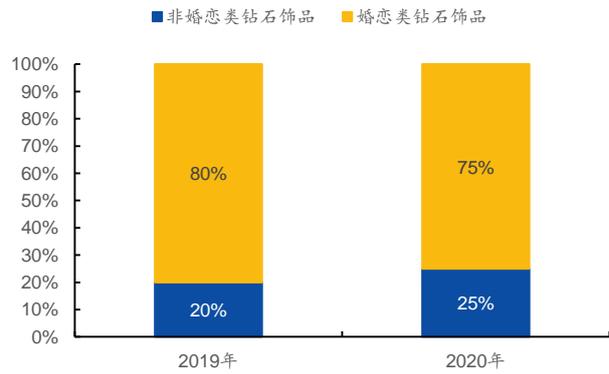
我们认为未来钻石市场有望在消费场景多元化、产品供给多样化的推动下加速人群渗透。场景上，悦己需求快速增长，非婚恋场景需求扩大，据中宝协，2020年我国非婚恋钻石消费占比同比提升 5Pct.至 25%，同时，我国钻石饰品在婚恋场景渗透率低于美国、日本等发达国家，据 De Beers，我国新娘收到钻戒的比例不到 50%，低于日本的 60%、美国的 70%+。产品上，培育钻石兴起有望以高性价比+绿色环保为特色，加强钻石饰品消费渗透。中长期来看，根据 De Beers 市场数据测算，中国人均钻石消费不足 7 美元，低于全球平均的 9.92 美元、美国的 111.8 美元、日本的 39.37 美元，成长空间较大。

图 33：中国/美国/日本新娘收到钻石的比率（%）



资料来源：De Beers，国元证券研究所

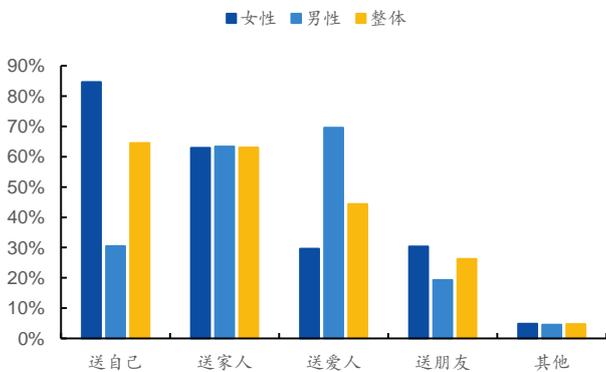
图 34：2020 年非婚恋与婚恋类钻石饰品消费金额占比



资料来源：中国珠宝协会，国元证券研究所

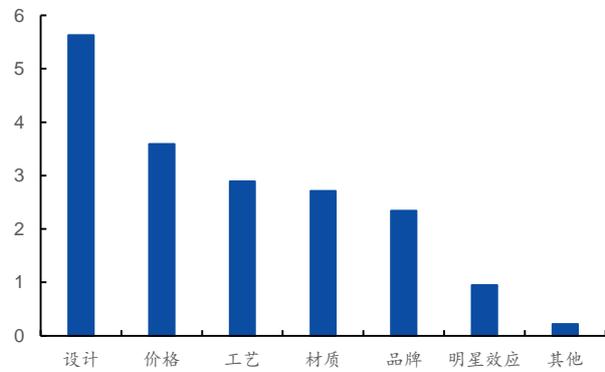
“悦己消费”推动下，饰品赛道红利明确，匹配日常化的消费场景。随着年轻消费群体的崛起以及新营销及渠道的发展，饰品化趋势明显。年轻人对设计感强、日常化的饰品偏好度提升。据中国黄金珠宝杂志调研，2020年女性购买珠宝的最大驱动是“送自己”（84.65%），其次送家人（62.90%），悦己消费成为主流。此外，在设计、价格、工艺、材质、品牌、代言人等影响购买因素上，设计超过价格、工艺、材质成为消费者最为看重的因素，25岁以下年轻群体对设计的需求高于平均。饰品常以 925 银、合金、铜镀金、铜镀银等非贵金属材质为主，整体客单对较低，消费频率高，自购率高，代表品牌包括施华洛世奇、APM、潘多拉、阿吉豆等，近年来规模增长较快。

图 35：2020 年国内黄金珠宝产品消费目的



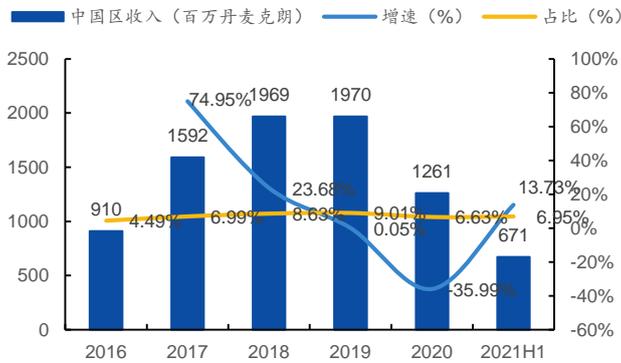
资料来源：《中国黄金珠宝杂志》，国元证券研究所

图 36：2020 年影响消费者购买珠宝的主要因素



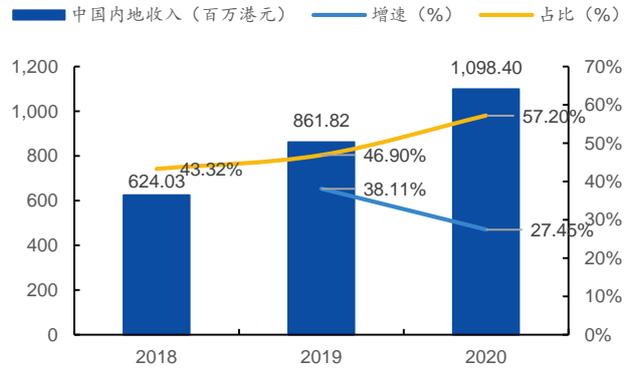
资料来源：《中国黄金珠宝杂志》，国元证券研究所；注：调查问卷中该题为排序题，根据排名与频数计算该选项的综合得分。

图 37: 潘多拉 2016-2021H1 中国区收入、增速及占比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 38: APM 2018-2020 中国内地收入、增速及占比



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

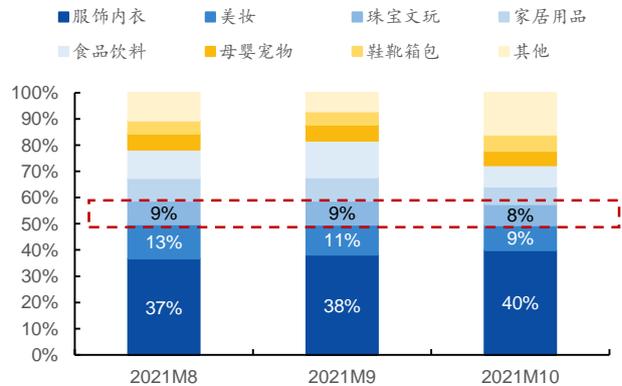
疫情催化+直播电商推动珠宝首饰线上化。 珠宝零售的主要渠道有百货、专业零售店和电商。2020 年受疫情影响, 线下客流大幅下降, 催化珠宝零售商向线上转型, 外加直播电商兴起为珠宝线上销售提供更好的商品展示方式, 推动电商渠道快速壮大。据欧睿, 2020 年珠宝零售电商渠道规模同比增长近 34% 至 646 亿, 份额提升近 3.7Pct. 至 10.5%。线下方面, 百货一直以来是珠宝零售最大的渠道, 珠宝专业零售店第二, 2020 年不同程度下滑, 占比分别降至 53.6% 和 35.6%。

图 39: 中国珠宝行业各渠道占比情况



资料来源: 欧睿数据, 国元证券研究所

图 40: 抖音电商 2021 年 8-10 月分品类销售额占比



资料来源: 飞瓜数据, 国元证券研究所

3.2 格局: 行业集中度低, 省代模式助力头部品牌加速渠道拓展

我国珠宝品牌主要分为海外品牌、港资品牌与内地品牌三类, 国际品牌在高端市场优势大, 中高端市场港资与内地品牌竞争激烈。高端市场目前主要被国际品牌垄断, 主要有蒂芙尼、卡地亚、宝格丽、梵克雅宝等。该类品牌定位奢华、高端, 品牌文化历史悠久, 满足部分人对奢侈品的需求, 但渠道覆盖相对有限, 以一二线城市为主。中高端市场竞争较为激烈, 港资品牌与内地品牌均参与其中。港资品牌有周大福、六福珠宝、周生生、谢瑞麟等, 产品设计时尚, 过去主要集中在一二线城市, 近年来也开始在低线城市发力。内地品牌主要有全国性品牌及区域性品牌两类, 全国性品牌如老凤祥、周大生、明牌珠宝、潮宏基等, 区域性品牌包括北京菜百、沈

阳萃华珠宝、杭州曼卡龙等，在特定区域有明显的渠道优势和品牌沉淀。

表 8：我国主要珠宝品牌类型及特点

品牌类型	代表品牌	品牌特点	销售模式	渠道网络
国际珠宝品牌	蒂凡尼、卡地亚、宝格丽、梵克雅宝等	品牌文化悠久，产品设计时尚，满足少部分人对奢侈品的需求	大区总经销或者自营	主要覆盖一二线城市
传统港资品牌	周大福、周生生、六福珠宝、谢瑞麟等	香港珠宝自 80 年代登上国际舞台，并在 90 年代进入大陆市场，利用内地租金、用工成本较低的优势，在广东设立工厂，并打开内地市场知名度和覆盖率，主要定位中高端市场	模式分化，自营占比来看：周生生（100%）>谢瑞麟（39%）>周大福（30%）>六福珠宝（不到 10%）	一二线城市为主，逐步拓展下沉市场
内地知名品牌	全国性品牌：周大生、老凤祥、中国黄金、老庙黄金等 区域性品牌：北京菜百、沈阳萃华珠宝、深圳爱迪尔、杭州曼卡龙等	定位中高端，适合大众 在特定区域有明显渠道资源优势和品牌沉淀，分流近半购买力	加盟模式为主，加盟店占比 90%+；其中周大生以及周六福黄金销售采用指定供应商模式，中国黄金 K 金彩宝采用指定供应商模式	渠道覆盖全国 主要覆盖区域市场

资料来源：各公司公告，梦金园、周六福、中国黄金招股书，国元证券研究所

我国珠宝行业集中度较低，行业整合空间大，综合门店数量及品牌价值来看，老凤祥、周大福、周大生为全国前三大珠宝品牌。据各家最新数据，周大福、周大生截止 2021 年 9 月在中国大陆门店数量分别达到 4722 个、4357 个，老凤祥 2020 年底门店数量为 4431 个，均超过 4000 家。同时，据世界品牌实验室，2020 年周大福、周大生、老凤祥品牌价值排名前三，分别为 761 亿、572 亿和 349 亿。中国黄金、老庙黄金以及周六福（IPO 终止）终端规模其次，门店数量在 3000 家以上。其他全国性品牌中，六福珠宝、梦金园（IPO 终止）规模较大，门店数量在 2000 家以上，明牌珠宝、潮宏基等门店数量在千家左右，主要分布在华东地区。整体看，据中宝协调研，2020 年全国黄金珠宝零售门店数量一共 8.1 万家，测算前三大品牌门店占有率合计 15.7%，前六大品牌门店占有率约为 28.1%，行业整合空间较大。

表 9：我国主要珠宝品牌核心指标对比（门店数为各家最新，其余均为 2020 年数据）

品牌	成立时间	2020 年珠宝营收	优势品类	内地门店数	主要渠道模式	优势区域	2020 年零售规模
老凤祥	1848	517 亿	黄金（70%）	4431	自营 162+加盟 4269（截至 2020 年底）	华东	470 亿
周大生	1999	51 亿	素金 33%+镶嵌 43%	4357	自营 238+加盟 4119	华北，三四线	400 亿
老庙黄金	1982	222 亿	黄金（90%）	3769	自营 209+加盟 3560（老庙+亚一）	华东	215 亿
中国黄金	2006	338 亿	黄金（98%）	3635	自营 80 多家+加盟 3500 多家	华东华北	414 亿
周六福*	2004	8 亿（2020H1）	素金 33%+镶嵌 44%	3453	自营 28+加盟 3425（截至 2020.06.30）	华南华中	
内资 梦金园*	2004	118 亿	黄金饰品 97%	2571	自营 28+加盟 2543（截至 2020 年底）	华北华东，三四线	
潮宏基	1996	29 亿	时尚珠宝 70%+传统黄金 20%	1001	自营 379+加盟 622	华东	19 亿
明牌珠宝	1987	25 亿	黄金（90%）	900+	自营 9+加盟 900+	华东	40 亿
莱绅通灵	1855	12 亿	镶嵌	567	自营 300+加盟 267	江苏，鲁皖豫	
萃华珠宝	1895	21 亿	黄金（90%）	509	自营 26+加盟 483（截至 2021.06.30）	东北华北	
爱迪尔	2001	15 亿	镶嵌 59%+素金 20%+成品钻 17%	328	自营 2，加盟 326（截至 2021.06.30）	华东西南	

（接下页）

(续上页)

	品牌	成立时间	2020年珠宝营收	优势品类	内地门店数	主要渠道模式	优势区域	2020年零售规模
内资 (续)	曼卡龙	1994	8亿	素金 63%+镶嵌 37%	181	自营 93, 加盟 88(截至 2021.06.30)	浙江地区	
	北京菜百	1956	71亿	黄金	48	自营 48, 无加盟	京津冀	
	周大福	1929	595亿	黄金 (68%)	4722	自营 1439+加盟 3283	一二线, 拓展三四线	508亿
港资	周生生	1934	128亿	黄金 (62%)	594	自营 594(截至 2021.06.30)	一二线	94亿
	六福珠宝	1991	75亿	黄金及铂金 47%+定价首饰 53%	2443	自营 78+加盟 2365	华北华南	56亿
	谢瑞麟	1971	23亿	铂金	454	自营 178+加盟 276	一二线	19亿
	卡地亚	1847	未单独披露	镶嵌	精品店全球 275, 内地 41		一二线	357亿
外资	蒂芙尼	1837	289亿	镶嵌	精品店全球 320, 内地 36		一二线	301亿
	潘多拉	1982	176亿	镶嵌	全球 6721, 内地估计 560+	全球自营 1682+加盟 5039, 内地自营概念店 203, 估计加盟 360+	一二线	263亿
	施华洛世奇	1895	161亿	宝石/仿水晶	全球约 3000, 内地 400+		一二线	94亿
	APM	1982	16亿	银饰, 镶嵌	全球 344, 专卖店 246, 其中内地 144	自营 144, 少许旅游零售和特许经营店	一二线	约 17亿

资料来源: wind, 欧睿, 各公司财报, 公开资料整理, 国元证券研究所; 注: 港币兑人民币取历史汇率; 除了周六福为 2020 年上半年数据以外, 其他收入为 2020 年全年数据, 老庙黄金取豫园股份珠宝时尚业务收入, 潮宏基取珠宝业务收入; 优势品类以品类收入占珠宝业务收入比重衡量; 老庙黄金门店数未单独披露, 此处为亚一+老庙, 主要为老庙 (占比 90%); 门店优势区域以门店数占比衡量; 零售额数据来自欧睿, 列示品牌全球总零售额; 周六福、梦金园 IPO 终止

资金实力强、供应链完善的头部企业纷纷通过渠道下沉实现快速扩张, 区域性中小品牌增长面临压力。近年来低线城市基础设施逐步完善, 地方经济快速发展, 居民消费能力提升, 品牌意识逐步增强, 而下沉市场仍然存在大量杂牌或白牌, 这为具备资金实力和完善的供应链的头部公司提供了下沉空间。2017 年来头部企业扩张速度明显加快, 多以延伸低单价产品线的方式, 使得区域及地方珠宝品牌在所控制的价位段失去优势。据各家公告, 2018-2020 年, 周大福、老凤祥、周大生、中国黄金和豫园股份年平均净增门店数分别达到 660、423、488、489 和 471 家, 2021 年前三季度, 周大福净增 624 家门店 (较 2021 年 3 月底), 中国黄金、豫园股份相对上年末净增门店数也超过 400 家, 保持高速扩张态势。财报端看, 头部品牌收入与利润在 2017-2019 年 (高速扩张期) 以及疫情后均保持两位数增长, 而中小区域性品牌增长压力较大, 部分面临收入与利润双下滑。

图 41: 2015-2021Q3 国内主要珠宝企业门店数量



资料来源: 各公司财报, 国元证券研究所; 注: 周大福年度数据为次年 3 月数据, 豫园股份为老庙+亚一门店数, 以老庙为主

图 42: 2015-2021Q3 国内主要珠宝企业门店增量



资料来源: 各公司财报, 国元证券研究所; 注: 周大福年度数据为次年 3 月数据, 豫园股份为老庙+亚一门店数, 以老庙为主

表 10：2017 年以来头部珠宝品牌收入与利润增长较快，中小品牌增长承压

公司	收入增速		归母净利润增速	
	2017-2019 年 CAGR	2019-2021 年前三季度 CAGR	2017-2019 年 CAGR	2019-2021 年前三季度 CAGR
老凤祥	12%	9%	11%	13%
周大福	-2%	22%	-16%	53%
周大生	20%	30%	29%	18%
中国黄金	16%	17%	23%	51%
豫园股份	55%	10%	114%	21%
六福集团	-12%	-6%	-20%	15%
周生生	3%	6%	-14%	-7%
潮宏基	7%	14%	-47%	20%
明牌珠宝	-4%	-1%	-19%	20%
萃华珠宝	-9%	22%	-23%	42%
爱迪尔	3%	-40%	-609%	-48%
莱绅通灵	-18%	3%	-31%	-16%
曼卡龙	4%	15%	22%	10%
金一文化	-16%	-44%	-42%	-392%
迪阿股份	12%	127%	-3%	218%
APM MONACO	28%		51%	

资料来源：wind，国元证券研究所；注：港股周大福、六福集团、周生生取 2019-2021 年半年度财务数据；迪阿股份取 2018-2019 年增速和 2020-2021 年前三季度增速；APM 取 2018-2019 年增速；爱迪尔 2016-2019 年归母净利润由正转负，以算数平均数计算；金一文化 2019-2021 年前三季度归母净利润由正转负，以算数平均数计算，其余增速均为几何平均数

省代模式助力头部品牌下沉，整合区域资源。全国性珠宝品牌多引入省代进行渠道拓展及管理，省代的优势在于对本地市场具有深度认识、拥有本地客户及渠道资源。对比各头部珠宝品牌，**老凤祥**是同业中最早引入省代的品牌，在经销为主+区域总代为核心的模式下，省代话语权相对较高。在河南、山东等地区，老凤祥与当地总代形成股权合作，开设合资公司（老凤祥持股 50%以上），以提高经销商积极性、加强绑定。**周大福** 2018 年开始推行新城镇计划，以加盟模式拓展低线市场，2019 年进一步实行省代政策，省代需要在指定省份的部分地区按照统一的管理制度和流程标准发展加盟店，享受销售额提成等激励。加盟店主要以买断批发模式运营（公司对于高线城市零售点采用寄售模式），并且配货、装修、柜面等需要严格按照公司标准进行，品牌方话语权更大。目前周大福在全国设立了约 23 个省代。**周大生**从 2021 年 9 月开始全面推行省代模式，目标加快渠道拓展及做大黄金入网量。渠道拓展方面，公司要求省代自身+发动身边资源开店。提升黄金入网量方面，公司一方面要求省代在本地设立并运营区域黄金展销配货服务中心，提升黄金产品本地配货效率，另一方面，要求省代筛选优质加盟商，通过该展销平台，公司对优质加盟商的黄金产品采购提供金融支持，省代需要对加盟商的信用做出担保，借助金融支持减轻加盟商日常资金周转压力，释放黄金产品拿货潜力，扩大黄金入网量。

表 11：国内主要黄金珠宝品牌省代模式解析

品牌方	加盟渠道销售模式	省代任务	省代激励机制	省代话语权
老凤祥	买断经销	经销体系分为区域总经销和下属经销商，区域总经销对区域内加盟店进行管理，拥有自主开店权力； 主要任务在黄金产品拿货上	部分区域总代与公司设立合资公司 （老凤祥持股 50%+），目前河南、山东合资公司 2020 年营收均在 30 亿以上，占老凤祥总收入的 15%左右，两者利润总额均在 5000 万以上	较高
周大福	经销，高线城市寄售，偏远地区买断	目前全国约 23 个省代，省代经品牌授权，在指定省份的部分地区按照统一的管理制度和流程标准发展加盟店（配货、装修、柜面陈列等严格限制）， 主要任务为开店 ，省代自己开需要开 45% 的店；2018 年实行新城镇计扣；2019 年以来，下沉市场新开店数量超过千家	1) 享受运营服务费用减免等优惠政策 ，包括装修费、陈列台费用，以及品牌加盟费折	较低
周大生	镶嵌产品买断经销；黄金产品收取品牌使用费	目前全国约 16 个省代，目标全国设 20+ 个省代，省代 核心任务：1) 产品展销服务及金融担保 ：运营区域展销中心，提供物流服务，并筛选优质加盟商，公司对黄金产品采购提供金融授信，省代负责金融兜底； 2) 渠道拓展 ：自己开店+发动其他加盟商开店； 3) 产品销售任务 ：镶嵌及黄金产品销售月任务	1) 省代以平台服务费的方式享受所覆盖省区的一部分加盟利润 （品牌服务费中抽取 2 元/店）； 2) 省代开设自营店享受开店优惠及支持政策 ，如补贴租金、装修费等； 3) 省代垄断区域二级展销配货服务职能 ，享受黄金配货差价的利润	中等
中国黄金	黄金产品买断经销；K 金珠宝产品收取品牌使用费	全国共 30 个省代，主要采用“省级加盟商-终端加盟商”的销售模式，公司仅与省级加盟商直接开展业务， 主要任务：1) 渠道开拓和渠道管理；2) 区域内品牌展示、宣传、产品推广等活动	1) 深度股权绑定 ：2017 年通过增资扩股，将省代作为产业投资人引入公司股权中，通过彩凤金鑫平台持有公司股份，目前除西藏、成都省级加盟商未加入外，其余省代均持有公司股份； 2) 产品及展销支持	中等

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

3.3 新兴赛道：培育钻石产量持续扩容，新品牌加速涌入

培育钻石与天然钻石具有相同的物理、化学和光学特性，不同于莫桑钻、锆钻等合成钻，培育钻石是真钻。天然钻石形成于极端高温高压下的地壳深处，火山活动将其带至地表，藏在金伯利岩管的火山岩中，仅有大约 5% 的金伯利岩管含有足够的钻石来确保开采具有经济效益。钻石的晶体结构为碳元素单质晶体，莫氏硬度为最高级 10。培育钻石是实验室模拟钻石生长环境（传统高温高压法）或化学蒸汽沉积的方式生长制造出与天然钻石物理、化学及光学特征完全相同的碳元素单质晶体。莫桑钻（合成碳化硅）、锆钻（合成立方氧化锆 CZ）是与钻石最相近的两种宝石，与培育钻石不同，莫桑钻、锆钻在化学、物理和性质上与天然钻石有明显区别。莫桑钻化学成分为碳化硅，硬度为 9.25，和钻石的区别主要在于莫桑石的强火彩（色散是钻石的 2.5 倍），并且由于莫桑石的双折射，自身通透度较差，视觉上带有朦胧感。锆钻化学成分为氧化锆，硬度 8.5-9，火彩、净度高于钻石，但折射率稍低。

图 43：钻石及常见相似宝石



资料来源：知乎，国元证券研究所

图 44：钻石与莫桑钻、锆钻化学、物理及光学特性对比

属性	天然钻石	培育钻石	莫桑石	立方氧化锆
类别	真钻	真钻	仿钻	仿钻
化学成分	C	C	SiC	ZrO2
折射率	2.42	2.42	2.65-2.69	2.18
莫氏硬度	10	10	9.25	8.5
比重	3.52	3.52	3.22	5.6-6.0
色散	0.044	0.044	0.104	0.055
导热性	2000 W/M/K	2000 W/M/K		
热胀性	0.8×10^{-6}	0.8×10^{-6}		
透光度	DEEP UV TO FAR TR	DEEP UV TO FAR TR		
电阻率	1016 OHM-CM	1016 OHM-CM		
可压缩性	8.3×10^{-13} M ² /N	8.3×10^{-13} M ² /N		
消耗水资源	480L/carat	70L/carat		
开采碳排放	5700g/carat	0.028g/carat		
耗能	538.6mJ/cara t	250.8mJ/cara t		

资料来源：知乎，国元证券研究所

1950 年代，适合工业用的人造钻石问世，1971 年宝石级品质钻石面世，伴随技术进步，2000 年起培育钻石大量进入珠宝市场。1952 年，美国联邦碳化硅公司科学家威廉·艾弗索首次用化学气相沉积法（简称 CVD）培育出钻石原石，1954 年美国通用电气公司模拟天然钻石生成环境，以高温高压法（简称 HPHT）成功培育出钻石原石，但钻石太小，不适用于珠宝。1970 年通用公司通过改良技术，成功培育出大颗粒宝石级钻石，标志着宝石级应用起点。此后 40 年，全球培育钻石生产技术快速进步，在大小、色调、净度及生产效率上均有飞跃。2015 年香港 IGI 实验室鉴定了当时世界上最大的无色 HPHT 钻石，重达 10.02 克拉，以 32.36 克拉培育钻石原石打磨而成。2020 年 IGI 国际宝石学院鉴定了一颗 12.75 克拉的 CVD 成品培育钻石，标志着 CVD 法培育高品质、大克拉钻石技术的日益成熟。

中国 2016 年左右已实现高温高压法量产小颗粒无色培育钻石，2019、2020 年我国在大颗粒、高品质培育钻合成上再迎突破，为宝石级应用爆发创造必要条件。中国在 1963 年成功培育出第一颗细粒人造钻石。1965 年，由郑州磨料磨具磨削研究所自主研发的第一台人造金刚石合成设备“六面顶压机”投产使用，其生产效率是国外两面顶压机的 20 多倍。2016 年前后，我国采用高温高压法生产的小颗粒无色培育钻石开始进入量产阶段，培育钻石的粒度和品质随着合成技术不断进步而提升。2019 年我国中南钻石公司已经掌握了 20 克拉以内大尺寸 HPHT 发培育钻石单晶合成技术，掌握了黄色、蓝色、绿色、紫色、红色等彩色培育钻石生产技术，2020 年河南力量钻石突破掌握 5 克拉白色培育钻石生长技术，首饰用培育钻供给能力大幅提升。

表 12：培育钻石全球发展历程

年份	事件
1952 年	美国联邦碳化硅公司成功培育出世界上第一颗培育钻石，科学家威廉·艾弗索运用化学气相沉积法（简称 CVD）让含碳的气体不断沉积在钻石籽晶上，逐渐积聚和硬化形成钻石
1954 年	美国通用电气霍尔博士带队“超级压力项目”，模拟天然钻石生成环境，以高温高压法成功培育出钻石原石，在培育钻石技术领域取得突破
1963 年	中国的第一颗人造细粒钻石诞生，由中科院地球化学研究所、中科院物理研究所、郑州三磨研究所和地质科学院等单位研制而出
1965 年	中国郑州磨料磨具磨削研究所自主研发的我国第一台人造金刚石合成设备——六面顶压机投产使用，其生产效率较原来国外研发的两面顶压机提高近 20 倍，获得全球人造金刚石企业青睐，国际知名人造金刚石生产企业陆续购买中国设备替代原有的两面顶压机
1970 年	美国通用电气公司通过改良技术，成功培育出大颗粒宝石级钻石，但由于成本远高于传统开采钻石，并没有进行商业化推广
1985 年	日本住友电气工业公司首次用 HPHT 技术培育了黄色宝石级钻石，代表着人类开始正式步入培育彩钻的领域
2005 年	中国吉林大学超硬材料国家重点实验室运用 HPHT 技术合成出 4 毫米 IIa 型钻石，虽钻石颗粒较大，但纯度不是极高
2015 年	俄罗斯公布了世界上最大的无色 HPHT 培育钻石，该培育钻石重达 10.02 克拉，E 色，VS1 净度，由一颗创纪录的 32.26 克拉培育钻石原石打磨而成，制造时间不超过 300 小时
2016 年前后	我国采用高温高压法生产的小颗粒无色培育钻石开始进入量产阶段
2016 年	国际培育钻石协会 (IGDA) 成立，总部设在美国，是世界上第一个实验室培育钻石行业的国际性非盈利组织
2016 年 3 月	巴塞尔 New Diamond Technology (NDT) 展示了一颗 5.03 克拉，VS1 净度，祖母绿切工的 IIb 型高温高压培育蓝钻
2018 年 5 月	戴比尔斯集团 (De Beers Group) 宣布成立培育钻石珠宝品牌 Lightbox Jewelry
2018 年 7 月	美国联邦贸易委员会 (FTC) 修订了钻石的定义，将实验室培育钻石纳入钻石大类，并建议使用“lab-grown (实验室培育)”、“cultured (人工培育)”等词描述培育钻石
2018 年 12 月	苹果公司以及旧金山钻石制造公司 Diamond Foundry 联手设计了世界上第一枚 45 克拉的实心钻石戒指——一枚完全由培育钻石制成的实心钻戒
2019 年	中南钻石公司已经掌握了 20 克拉以内大尺寸 HPHT 发培育钻石单晶合成技术，掌握了黄色、蓝色、绿色、紫色、红色等彩色培育钻石生产技术
2019 年 7 月	印度推出毛坯培育钻石 HS 编码，中宝协成立培育钻石分会
2020 年 1 月	GIA 正式推出培育钻石分级证书，LGDR by GIA，其中包含 CVD 钻石与 HPHT 钻石的区分
2020 年	IGI 国际宝石学院鉴定了一颗 12.75 克拉的 CVD 培育钻石，标志着高品质、大克拉 CVD 培育钻石技术的日益成熟
2020 年	河南力量钻石突破掌握 5 克拉白色培育钻石生长技术

资料来源：知乎，力量钻石招股书，中国珠宝业协会，国元证券研究所；注：宝石学家将钻石分为 Ia、Ib、IIa、IIb，所有 I 型钻石均含氮，Ia 型钻石内含氮量相当丰富，氮原子成对或成群出现，约有 95% 的可切磨天然钻石为接近无色到黄色的 Ia 型钻石，Ib 型的钻石非常稀少（占因氮致色的 1%），所含氮原子独立分散分布，黄色通常色度较高；II 型钻石含氮极少或不含氮，世界著名无色钻石大多都是 IIa 型，IIb 型钻石含硼，呈现蓝色

CVD 法 v.s. HPHT 法：HPHT 法合成周期短，纯净度稍差，但综合效益高，在培育 1-5 克拉钻石时有明显优势；CVD 法纯净度高，但培育周期长、颜色不易控制，适合 5 克拉以上培育钻石。高温高压法自 1950 年代起开始工业化应用，合成原理是石墨粉在超高温、高压条件及金属触媒粉催化作用下发生相变生长出金刚石晶体，主要为颗粒状单晶，合成速度快、单次产量高、具备较好的经济性，但受限于高压设备的结构设计，合成出的单晶尺寸相对较小，目前国际上已经有合成单粒 100 克拉以上的研究成果。化学气相沉积法自 1980 年代开始工业化应用，合成原理是含碳气体 (CH₄) 和氢气混合物在超高温、低压条件下被激发解除活性碳原子，通过控制沉积生长条件促使活性碳原子在基体上沉积交互生长成金刚石晶体，主要为片状金刚石膜。宝石级应用而言，高温高压法合成培育钻石生长速度快、成本低，纯净度稍差，但综合效益具有优势，尤其在培育 1-5 克拉钻石方面具有明显优势。化学气相沉积法合成培育钻石呈板状，颜色不易控制、培育周期长、成本较高，但纯净度较高，适合 5 克拉以上的培育钻石合成，未来高温高压法和化学气相沉积法预计保持共同发展态势。

表 13：高温高压法（HTHP）和化学气相沉积法（CVD）对比

	高温高压法（HTHP）	化学气相沉积法（CVD）
主要材料	石墨粉、金属触媒粉	含碳气体（CH ₄ ）、氢气
生产设备	六面顶压机	CVD 沉积设备
合成环境	高温高压环境	高温低压环境
产品形态	颗粒状单晶体	片状金刚石膜
产品性能	超硬、耐磨、抗腐蚀等力学性能	光、电、磁、声、热等性能
产品纯净度	纯净度低（VS-SI）	纯净度高（VVS-SI）
产品颜色	高达 DEF	主要在 G-H
原坯产出率	约 33.33%	约 42.5%
适用范围	1-5ct 培育钻石合成方面具有明显优势	较适宜 5ct 以上培育钻石合成
培育成本	培育周期短（1ct 仅需数天），前期设备成本高	培育周期长（三到四周），前期设备成本低，但需要改色
应用领域	作为加工工具核心耗材，以及用于钻石饰品	主要作为光、电、声等功能性材料，少量用于工具和钻石饰品
技术成熟度	技术成熟，国内应用广泛且在全球具备明显优势	国外技术相对成熟，国内尚处研究阶段，应用成果较少

资料来源：GIA，力量钻石招股书，国元证券研究所

产业链来看，2020 年全球培育钻石产量约为 600-700 克拉，对天然钻石产量的渗透率为 5.45%；中游加工规模约为 4.63 亿美元，95%在印度完成；下游零售市场 80%在美国。据贝恩，2020 年全球培育钻石产量在 600-700 万克拉，对天然钻石产量渗透率为 5.45%。中游层面，全球钻石加工主要在印度进行，据贝恩，2020 年印度的毛坯钻石进口量全球占比达到 95%，GJEPC 数据显示，2020 年印度培育钻石毛钻进口额 4.40 亿美元，据此推算全球培育钻石加工规模约为 4.63 亿美元。零售端，据贝恩，2020 年美国占据 80%的培育钻石市场，美国市场处于快速增长阶段，中国是第二大消费国，但占比仅约 10%，规模也在持续增长。此外，全球培育钻石鉴定服务也基本成型，主要的鉴定机构有美国宝石研究院、国际宝石学院、中国国家珠宝玉石质量监督检验中心等。

利润率来看，目前培育钻石各环节利润率均高于天然钻石：生产环节，培育钻石生产商毛利率可达 60%以上（参考力量钻石），而天然钻石生产商毛利率约 50%（参考 ALROSA）；加工环节毛利率在 10%-15%，略高于天然钻石的 10%；批发零售环节毛利率 60%-70%，略高于天然钻石。

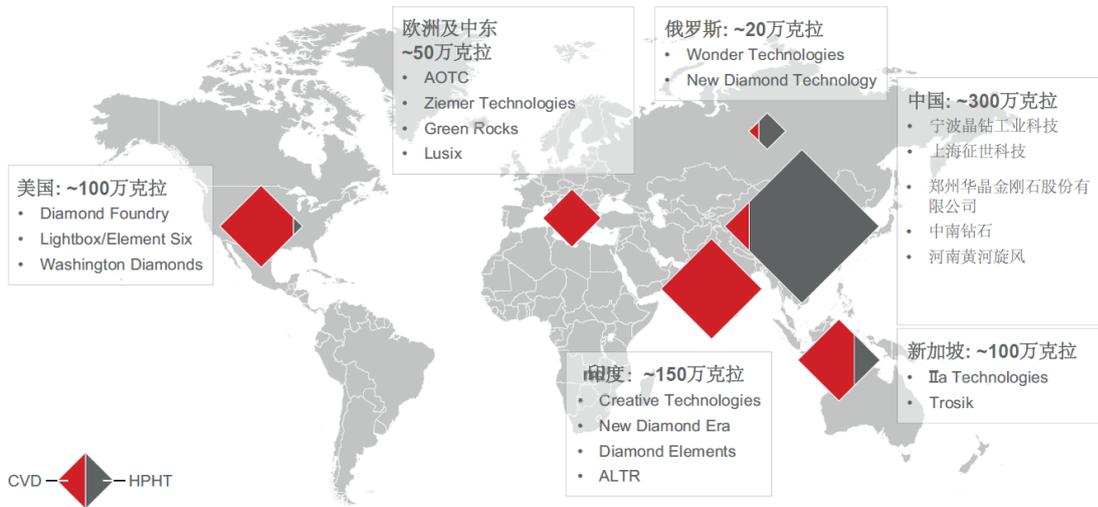
表 14：培育钻石产业链概览

产业链环节	2020 年规模	全球价值分布	主要公司	毛利率	净利率
上游：培育钻石生产环节 包括生产设备、原材料的供应，以及培育钻石毛坯的生产制造	600-700 万克拉 (cf. 天然钻石约 1.1 亿克拉)	中国：50-60% 印度：15-20% 美国：10-15% 其他：10-20%	HPHT 法生产商：集中于中国河南地区，代表公司有黄河旋风、中南钻石、力量钻石等； CVD 法生产商：美国 Element Six 和 Diamond Foundry，新加坡 Ila，印度 ALTR，欧洲 Green Rocks，俄罗斯 Wonder Technologies，中国上海征世、宁波晶钻、杭州超然等	60%+	20-30%
中游：培育钻石加工环节 包括设计、划线、锯石、打边、抛光等	印度培育钻石毛钻进口额为 4.4 亿美元	印度：95% 中国：3% 其他：2%	集中于印度西部，苏拉特、孟买等地，形成家庭作坊集群；印度钻石加工制造商代表： 	10%-15%	3%-5%
下游：培育钻石零售环节 包括钻石设计、品牌构建、渠道开拓、营销推广、终端零售以及客户服务等		美国：80% 中国：10% 其他：10%	目前美国，施华洛世奇旗下 DIAMA，De Beers 旗下 Lightbox，BrilliantEarth，国内小白光、豫园珠宝等	60%-70%	
配套服务商：鉴定机构 培育钻石的识别、鉴定、评级及专业知识的教育与研究			美国 GIA 比利时 IGI 比利时 HRD 中国 NGTC 		

资料来源：贝恩，力量钻石招股书，GJEPC，公司公告及官网，国元证券研究所

近年来全球培育钻石产量快速攀升，2020 年中国产量占比 50-60%。据贝恩，2018、2019 年，培育钻石产量增速在 15%至 20%，其中大部分增长来自中国，2020 年全球产量预估增长至 600-700 万克拉。其中，中国产量约为 300 万克拉，占比 50-60%；印度产量第二，约为 150 万克拉；美国、新加坡产量其次，均为 100 万克拉左右。按技术划分，HPHT 法与 CVD 法约各一半。HPHT 法主要在中国，中国具有高度成本优势。CVD 法约 50%在印度，25%在美国，其余在新加坡、欧洲及中东、俄罗斯，各地技术水平有一定差异，其中美国拥有 CVD 法生产专利（持有人：美国卡耐基实验室（Washington Diamond）），产品品质领先，新加坡 CVD 培育钻石品质也较好，同样能够做到无色；印度 CVD 品质稍低，大部分带有色调，与欧美国家仍有差距。

图 45：2020 年全球培育钻石产量分布

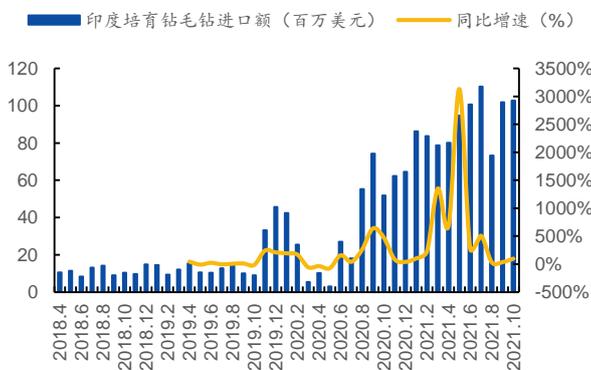


资料来源：贝恩，国元证券研究所

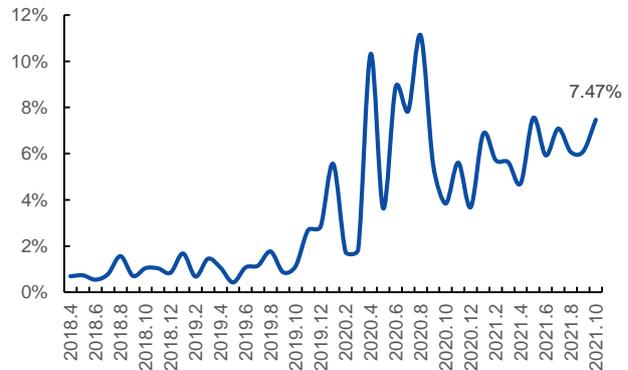
中游层面，全球 90%+ 的毛坯钻石被运送至印度加工，2021 年 1-10 月印度培育钻石毛钻进口额达到 9.12 亿美元，同比增长近 2 倍，对毛钻进口的渗透率提升至 6.26%。钻石加工是劳动密集型产业，依赖手艺与经验，一般大概 3 克拉的毛钻加工成 1 克拉的裸钻。印度得益于劳动力价格较低、港口交通便利以及国家政策支持，形成较强的成本优势（据 Statista 数据，2013 年印度钻石加工成本仅为 30 美元/克拉，约为美国的十分之一），成为世界主要的钻石加工地。比利时、以色列、美国也是全球重要的钻石加工地，多加工大颗粒、高品质钻石。近年来印度在钻石切割市场份额持续上升，据贝恩，2020 年印度钻石加工份额已经达到 95%。从印度宝石与珠宝出口促进委员会（GJEPC）数据看，2020 年印度进口培育钻毛钻总额为 4.40 亿美元，2018-2020 年复合增速超过 80%，2020 年对毛钻进口渗透率为 4.74%。今年 1-10 月，印度培育钻毛钻进口总额达到 9.12 亿美元，同比增长 191.37%，较 2019 年同期增长超过 6 倍，2020 年印度培育钻进口渗透率提升至 6.26%，景气度向好。

图 46：2018.4-2021.10 印度培育钻毛钻进口额（亿美元）保持高增

图 47：2018.4-2021.10 印度培育钻毛钻进口渗透率快速提升



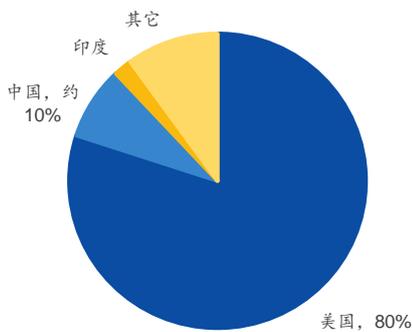
资料来源：GJEPC，国元证券研究所



资料来源：GJEPC，国元证券研究所

得益于市场教育提升+配套服务完善，培育钻石消费端快速崛起，目前美国是全球第一大培育钻石消费国，占比 80%+，增速较快，中国以 10% 的占比排名第二，增长潜力大。培育钻石早在 2015 年前就已经出现在饰品市场，但早期主要是因为冒充天然钻石而受到消费者和珠宝从业者的广泛关注。2018 年是全球培育钻石兴起之元年，主要得益于市场教育提升+配套服务基本完善，2018 年 5 月天然钻石巨头戴比尔斯宣布推出培育钻石饰品品牌 Lightbox，打开培育钻石市场知名度，7 月美国联邦贸易委员会修改了此前钻石定义中“天然”属性的限定，将培育钻石纳入钻石大类，逆转培育钻石“仿冒品”形象。2019 年全球多地众多钻石检测机构支持培育钻石检测，包括中国在内的培育钻石相关行业标准、配套服务逐步完善。据贝恩，2020 年美国培育钻石消费规模快速增长，占据全球 80% 的零售份额；中国培育钻石市场增速第二，也是全球第二大培育钻石消费市场，但占比仅为 10%；印度为第三大市场。品牌端，据中国珠宝杂志报道，目前全球共有 50 多个培育钻石品牌，其中美国超过 25 个，中国 19 个，欧洲 9 个，发展潜力巨大。

图 48：2020 年全球培育钻石零售市场分布



资料来源：贝恩，国元证券研究所

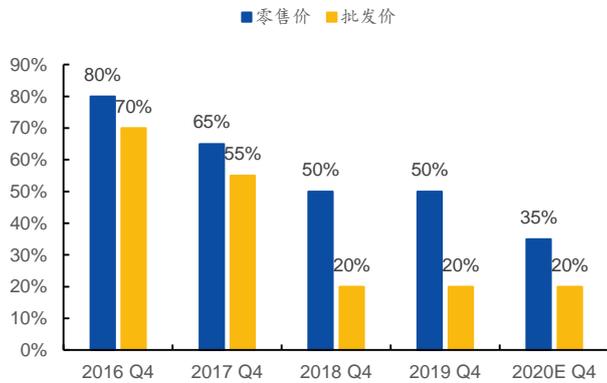
图 49：2020 年全球主要国家钻石首饰消费规模（万美元）



资料来源：De beers，国元证券研究所

2020 年培育钻零售价格降至天然钻的 35%，批发价格稳定在天然钻的 20%，培育钻下游利润空间开始收缩，但仍具备较大吸引力。据贝恩，批发端看，以 1 克拉、G 色、VS1 和 VS2 净度的抛光钻石为基准，2016 年培育钻石批发价约为天然钻石的 70%，2018 年经历大幅下降至 20% 后企稳，技术进步+产量提升促使批发价格快速下降。零售端看，2016 年培育钻石零售价约为天然钻石的 80%，2018 年降至 50%，2020 年进一步降至 35%，定价逐步从挂钩天然钻石转向成本加成。培育钻石相对天然钻石在下游环节的超额利润在 2016-2019 年间从 10% 扩大到 30%，吸引众多珠宝商加入，2020 年略有收缩至 15%，仍具备较大吸引力。根据国际广泛参考的《RAPAPORT 国际钻石报价表》，2021 年 12 月 3 日 1 克拉、G 色、VS1 净度、切工为 GOOD 的裸钻批发均价为 9900 美元，约合人民币 6.32 万元，若按 20% 的折价计算，同等规格的培育钻石批发均价约为人民币 1.26 万元。

图 50: 培育钻石相对天然钻石的价格差异 (以 1 克拉、G 色、VS1&VS2 抛光钻石为标准)



资料来源: 贝恩, 国元证券研究所
注: 百分比表示培育钻石价格相对天然钻石的平均折扣率

图 51: 2021 年 12 月 3 日国际钻石报价表 (圆形钻石, 单位: 百美元)

1CT., G 色, VS1 净度圆钻报价为 9900 美元

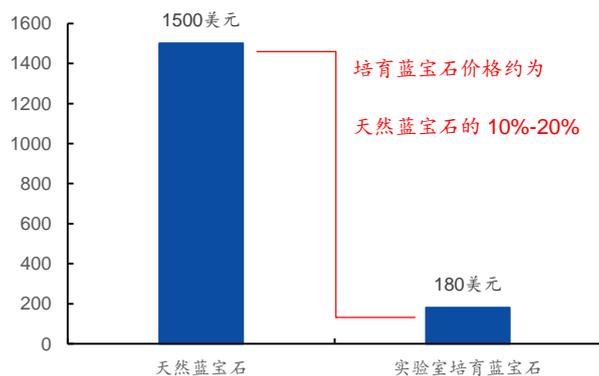
UNDS RAPAPORT : (1.00 - 1.49 CT.) : 12/03/21												
	IF	VVS1	VVS2	VS1	VS2	S11	S12	S13	I1	I2	I3	
D	196	156	134	120	107	84	69	55	46	25	16	D
E	148	136	124	112	100	80	66	53	44	24	15	E
F	133	126	114	108	95	76	63	51	42	23	14	F
G	113	108	103	99	90	72	59	49	40	22	13	G
H	97	93	89	85	80	67	56	47	38	21	13	H
I	77	74	71	68	65	60	51	44	34	20	12	I
J	64	61	58	55	53	49	45	39	31	19	12	J
K	53	50	48	45	43	40	36	33	29	17	11	K
L	47	44	42	40	38	35	33	31	27	16	10	L
M	41	39	37	35	34	32	28	26	24	15	10	M

W: 114.64 = 0.00% T: 57.82 = 0.00%

资料来源: RAPAPORT, 国元证券研究所
注: 国际钻石价格表显示的是批发价, 按照 GIA 标准列示, 默认切工为 GOOD, 圆形钻石是各种形状中最贵的, 钻石克拉重量遵循八舍九入

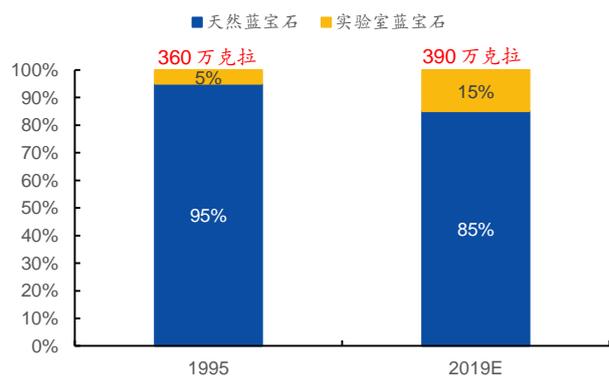
培育钻石增长前景可期, 一方面或将对天然钻石造成一定替代, 另一方面, 培育钻石有望以不同的价格带和价值观增强钻石品类渗透。培育钻石与天然钻石的物理化学性质相同, 但两者市场定位并非完全重叠, 天然钻石更强调稀缺、罕有、情感表达更强, 培育钻石对环境友好、更易买得起、选择性更多、时尚饰品属性更强。据央视财经 2021 年 5 月网络调查, 超过一半网民愿意购买培育钻石, 认为与天然钻石“看起来一样就行”。长远来看, 未来培育钻石或将在一部分价格敏感人群中天然钻石产生替代, 同时有望以不同的价格带和价值观加强钻石品类人群渗透, 发展前景可期。规模上看, 据贝恩, 参考天然和培育蓝宝石的发展规律, 20 多年来, 培育蓝宝石与天然蓝宝石一直保持独立的市场, 2019 年培育蓝宝石占蓝宝石市场总量的 15% (按重量), 推测到 2030 年培育钻石或将占到钻石品类的 5% 至 15%。

图 52: 1 克拉同品质天然蓝宝石&培育蓝宝石价格差异与培育钻石&天然钻石价差类似



资料来源: 贝恩, 国元证券研究所

图 53: 2020 年天然蓝宝石与培育蓝宝石占比 (按重量)



资料来源: 贝恩, 国元证券研究所

从海外到国内, 培育钻石品牌百花齐放, 新兴品牌与老牌珠宝零售商纷纷入局。美国在培育钻石领域是先行者, 据 China Daily, 2015 年培育钻石技术在美国发展蓬勃, 市场上有超过 70 个零售商的 300 多家门店销售培育钻石, 当年全球最大的 CVD 培育钻石生产商之一 Diamond Foundry 推出自己的培育钻石品牌 VRAI, 此后,

施华洛世奇 Diama、戴比尔斯 Lightbox 新培育钻石品牌陆续面市。2019 年美国最大的珠宝零售商开始在线上线下全面销售培育钻石产品。国内来看，首个培育钻石品牌凯丽希 CARAXY 成立于 2015 年，2019 年 Diamond Foundry 通过天猫和京东平台进入中国。2020 年开始，国内培育钻新品牌日益增多，资本加速入局，2020 年底国产培育钻石品牌 LightMark 小白光问世，以“克拉自由”为口号，1 克拉钻戒定价 19999 元。上市公司中，2021 年 8 月豫园珠宝推出露璨 LUSANT，沃尔德推出高端培育钻石品牌 Anndia，在上海南京路开设线下体验店；10 月周大福推出培育钻石品牌 CAMA，首站上线天猫；曼卡龙在杭州 2 家柜台以及婚博会上试销培育钻石。

表 15：国内外培育珠宝品牌情况

时间	事件	国家	时间	事件
	海外			国内
2012	Diamond Foundry 在美国旧金山成立，采用 CVD 技术生产培育钻石	美国	2015	国内培育钻石品牌凯丽希 CARAXY 成立，是首个将高科技培育钻石引入中国市场的公司
2015	Diamond Foundry 推出自己的培育钻石品牌 VRAI	美国	2017.1	豫金刚石旗下品牌 MULTICOLOUR 慕蒂卡珠宝体验中心在郑州盛大开幕
2015	在线零售商 Brilliant Earth 开始销售培育钻石	美国	2019.4	豫金刚石旗下品牌 Brisa & Relucir 波琳克琳亮相大河国际珠宝展
2016.5	施华洛世奇旗下培育钻石品牌 Diama 成立	奥地利	2019	Diamond Foundry 开设天猫旗舰店和京东旗舰店
2018.5	国际天然钻石龙头 Debeers 宣布推出培育钻石品牌 Lightbox	英国	2020.12	香港珠宝公司康泰盛世的国产培育钻石品牌 Lightmark 小白光成立
2018	俄罗斯 Alrosa 前主席宣布自创培育钻石品牌	俄罗斯	2021.7	成都首家培育钻石品牌 DOFESTORY 超钻开业，打响培育钻石进军中国西南市场的第一枪
2019.11	美国首个在线培育钻石交易平台 LGDEX 在纽约成立	美国	2021.8	豫园珠宝推出培育钻石品牌露璨（LUSANT）
2019.11	Rosy Blue 宣布开辟独立的培育钻石业务线	美国	2021.8	沃尔德（688028.SH）旗下高端培育钻石品牌“Anndia”在上海开设首家线下门店
2019.12	戴比尔斯向客户发布引导手册明确区分天然钻石和培育钻石	英国	2021.10	老牌珠宝商周大福旗下培育钻石品牌 CAMA 上线天猫
2019	美国最大珠宝零售商 Signet 开始在线上 and 线下门店销售培育钻石	美国		
2020.9	全球最知名莫桑石珠宝商 Charles & Colvard 推出 Caydia 扩展到培育钻石市场	美国		
2020	施华洛世奇在 2020 年巴黎高级时装周上推出了 16 种全新的培育钻石颜色	奥地利		
2021.5	潘多拉宣布全面弃用天然钻石，改用培育钻石，并于明年投放市场	丹麦		
2021.6	WD 培育钻石公司推出新的培育钻石品牌 Latitude	美国		
2021.8	新兴珠宝品牌 Charlie Dolly 转投培育钻石	美国		
2021.9	“道德珠宝商” Brilliant Earth 纳斯达克上市，提供“符合道德标准”的天然钻石，培育钻石和回收的钻石	美国		

资料来源：国元证券研究所整理

4. 投资建议及重点推荐个股

我们认为应积极布局景气度高的细分消费板块，包括美容护理及黄金珠宝板块，同时关注线下消费场景恢复下带来的投资机会。

美护板块：(1) 品牌商：重点关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物；(2) 中游加工厂：成本压力有望伴随新品推出得到缓解，利润端有望修复，重点关注青松股份、嘉亨家化；(3) 美妆代运营：分散化的线上格局为代运营提供新的渠道机遇，重点关注丽人丽妆、壹网壹创；**珠宝板块：**积极关注渠道、规模、资金优势较强的头部珠宝品牌商以及细分赛道品牌，重点关注周大生、迪阿股份。**社会服务：**随疫情恢复，餐饮、线下管理教育等板块有望在明年受益，关注龙头宴会连锁龙头同庆楼、管理教育培训龙头行动教育。

附表：相关标的盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
300957.SZ	贝泰妮	买入	210.81	89299	1.28	1.89	2.63	164.7	111.54	80.16
603605.SH	珀莱雅	买入	208.17	41844	2.37	2.93	3.62	87.84	71.05	57.51
600315.SH	上海家化	买入	44.25	30074	0.63	0.75	1.23	70.24	59.00	35.98
300740.SZ	水羊股份	买入	17.07	7017	0.34	0.54	0.90	50.21	31.61	18.97
605136.SH	丽人丽妆	买入	23.86	9592	0.85	1.08	1.22	28.07	22.09	19.56
300955.SZ	嘉亨家化	买入	32.22	3248	0.93	0.89	1.43	34.65	36.20	22.53
002867.SZ	周大生	买入	18.40	20171	0.92	1.22	1.54	20.00	15.08	11.95
605098.SH	行动教育	买入	52.75	4449	1.27	2.02	2.64	41.54	26.11	19.98
605108.SH	同庆楼	买入	17.51	4553	0.71	0.64	0.96	24.66	27.36	18.24
603983.SH	丸美股份	增持	32.90	13220	1.16	0.64	0.78	28.36	51.41	42.18
300132.SZ	青松股份	增持	11.26	5817	0.89	0.24	0.78	12.65	46.92	14.44
300792.SZ	壹网壹创	增持	50.29	12003	1.30	1.70	2.18	38.68	29.58	23.07
301078.SZ	孩子王	增持	18.53	20161	0.36	0.40	0.50	51.47	46.33	37.06
2150.HK	奈雪的茶	增持	9.03	15488	-	1.23	1.71	-	7.34	5.28

资料来源：wind，国元证券研究所

5. 风险提示

疫情反复，品牌竞争加剧，渠道转型不及预期，新品牌、新项目孵化不及预期

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188