

稳扎稳打消费基本盘，维持关注升级下的“专精特新”——2022 年中期策略报告

消费品零售行业

推荐 维持评级

核心观点：

- **政策方向与行业趋势：**促进居民消费升级、培育新消费成为“十四五”时期政策的主题，年内政策旨在引导未来国内消费健康、高质量发展；针对内需市场，深化供给侧改革以满足当下的消费需求，持续扩大优质消费品、中高端产品供给，提升自主品牌影响力和竞争力。后疫情时代消费增速逐步恢复，可选升级类（烟酒、化妆品、珠宝）景气度更高。上半年政策更关注进一步释放消费潜力，促进消费持续恢复，提质的同时兼顾稳住消费基本盘，进一步夯实消费高质量发展基础。
- **市场方向研判：**估值层面，超市和化妆品处于低估值区间；业绩层面，22Q1 超市韧性更强，化妆品、酒类连锁持续发力；资金层面，机构对于免税、化妆品、酒类连锁板块预期一致，电商及代运营、超市行业配置各异。综合来看，随着疫情逐步解封、企业复工复产，预计年内高景气度与业绩改善占上风，22 年看好业绩持续提振与估值提升带来的双击。
- **投资主线与展望：**当前疫情形成冲击，短期社零再次步入负增长区间，超市、线上平台等作为购买居民生活必需品的保供渠道，对于民生稳定的重要程度不容忽视。长期来看，我们维持认为“专精特新”的消费品零售优质标的公司更符合发展的大趋势。专注细分领域更在于对于对市场细分需求的挖掘；精细化运作更在于提供高品质的产品；特色化的研发创新是树立产品力与品牌力的基础；新兴数字化的普及则是不断提升企业的经营效率，迅速补充并拉近与市场需求距离。由此，符合上述条件的公司也有望实现优于行业整体的高成长性，强盈利性，以及自身技术、渠道或是自有品牌受到市场与消费者的认可，从而塑造长期经营的确定性与稳定性。对应，维持推荐包括：1) **酒类连锁：**深耕酒类消费终端市场，以渠道品牌为产品保真背书，满足多元化、中高端需求；2) **化妆品：**行业监管趋严利好规范化头部发展，把握渠道营销利于短期扩张，长期看好研发带来的议价力与品牌力提升；3) **个人护理：**卫生意识提升带来渗透率和使用量增长，长期看好研发以改善性能，搭配功能细化以满足多元需求，成人失禁等专业细分赛道存在国产品牌的机遇。
- **推荐标的盈利预测：**

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
永辉超市	601933.SH	0.09	0.13	0.15	47	34	30
华致酒行	300755.SZ	2.32	3.06	3.75	16	12	10
贝泰妮	300957.SZ	2.87	3.84	4.87	66	50	39
珀莱雅	603605.SH	2.55	3.14	3.78	61	49	41
上海家化	600315.SH	1.18	1.44	1.78	29	24	19
可靠股份	301009.SZ	0.28	0.47	0.64	45	27	20
百亚股份	003006.SZ	0.60	0.70	0.82	18	15	13
稳健医疗	300888.SZ	3.44	3.98	4.53	17	15	13

资料来源：Wind，中国银河证券研究院，截止 2022 年 5 月 31 日收盘价

- **风险提示：**行业内竞争加剧的风险；疫情影响持续的风险。

分析师

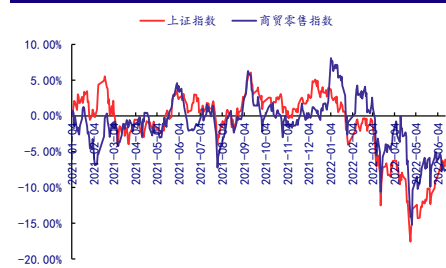
甄唯萱

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050002

行情走势

2022.6.15



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售】2022 年年度策略报告-聚焦中高端消费下的“专精特新”-20211130

【银河零售李昂团队】2021 年中期策略报告-配置方向在可选，alpha 将成为预期收益的重要来源-20210611

【中国银河研究院-李昂团队】2021 年年度策略-零售行业-坚守优质企业，把握数字化变革-20201213

【中国银河研究院-李昂团队】2020 年中期策略报告-零售行业-砥砺前行，雨后彩虹-20200709

目录

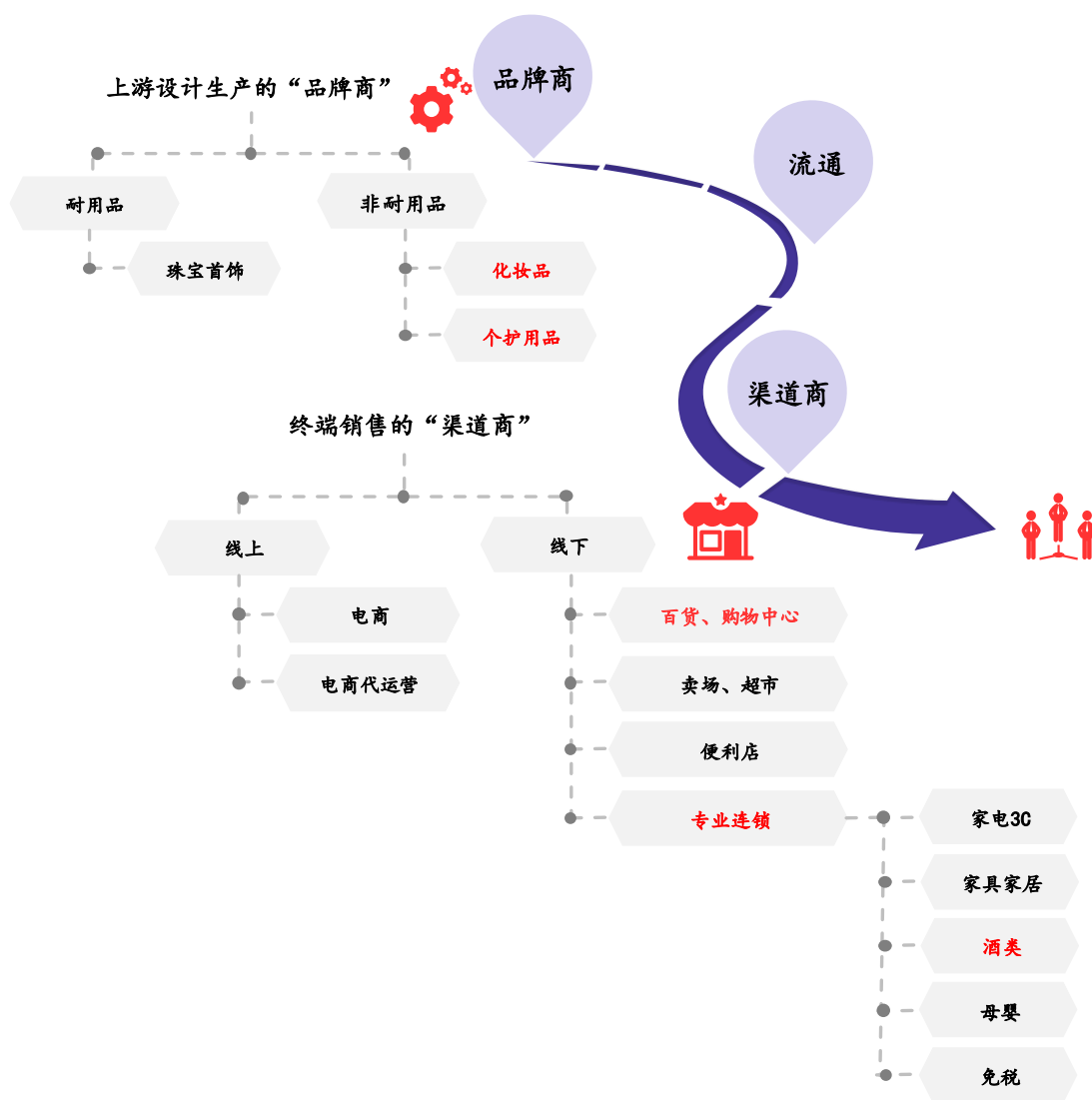
一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑构建投资体系	3
（一）消费品零售行业研究覆盖产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节	3
（二）年内方向型政策梳理：满足居民的美好生活需求，兼顾“稳住消费基本盘”与“促进消费恢复、升级”	4
（三）行业当前状态与趋势：面对疫情反复，生活必需类消费韧性更强，升级类消费弹性波动更大	8
二、市场方向研判：升级背景下的可选消费板块有望享受业绩与估值的双击	15
（一）估值层面：个护用品与母婴连锁两大板块表现持续亮眼，超市与化妆品处于低估值区间	17
（二）业绩层面：21 年可选类消费与政策加持行业表现突出，22 年一季度必选消费相关行业韧性较强	18
（三）资金层面：免税、化妆品、酒类连锁板块机构预期一致，电商及代运营、超市行业配置各异	19
（四）结论：21 年高景气度与业绩改善占上风，22 年全年看好业绩持续提振与估值提升带来的双击	20
三、投资主线：维持聚焦消费升级中的“专精特新”	21
（一）酒类连锁：深耕酒类终端消费市场下游保真，针对升级类消费有效把握上游选品	23
（二）化妆品：把握功能性护肤细分赛道与消费升级红利，看好强营销、精产品、树品牌的优质国牌	29
（三）个人护理：代工企业与品牌商同进步，卫生安全意识与消费水平提升共促产品迭代升级	39
四、投资展望与推荐标的：短期看好高韧性必需消费，中长期建议关注确定性高和稳定性强的优质标的	47
五、风险提示	49
六、附录	49

一、研究框架及分析范围：遵循产业链逻辑构建投资体系

（一）消费品零售行业研究覆盖产业链中上游品牌商和下游渠道商两大环节

为了更加全面地审视与甄别消费品零售行业中的渠道商与品牌商，我们基于产业链上下游逻辑与消费品公司“研产销”的商业模式基础框架对所覆盖的研究范围内的各子板块进行分类，然后根据各个环节中商品属性、渠道属性以及材料属性进行细致拆分，并最终形成以下研究框架：

图 1：消费品零售行业一体化投资框架路径图（其中红色标注为本报告中重点推荐关注的行业）



资料来源：中国银河证券研究院整理

(二) 年内方向型政策梳理：满足居民的美好生活需求，兼顾“稳住消费基本盘”与“促进消费恢复、升级”

2021 年，中央政治局及各部委出台多项相关政策，引导未来国内消费健康、高质量发展。从各项政策中可以看出，促进居民消费升级、培育新消费成为“十四五”时期政策的主题；从总量层面来看，针对内需市场，发展规划中明确强调了深化供给侧结构性改革，适应个性化、差异化、品质化消费需求，持续扩大优质消费品、中高端产品供给，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。与此同时，良好的市场秩序需要配套的制度环境和监管措施，“十四五”时期各项法律法规、质量标准 and 后评价体系也将逐渐完善。

表 1：国家层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
国务院	2022. 5. 24	扎实稳住经济的一揽子政策措施	从财政政策、货币金融政策、稳投资促消费政策、保粮食能源安全政策、保产业链供应链稳定政策、保基本民生政策等六方面部署 33 条细化措施。
国务院办公厅	2022. 5. 17	关于推动外贸保稳提质的意见	提出要加强外贸企业生产经营保障，促进外贸货物运输保通保畅，增强海运物流服务稳外贸功能，推动跨境电商加快发展提质增效等意见。
国务院办公厅	2022. 4. 20	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	1) 应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；2) 全面创新提质，着力稳住消费基本盘；3) 完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力；4) 持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境；5) 强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础。
国务院常务会议	2022. 4. 13		会议指出，消费对经济有持久拉动力，事关保障改善民生。1) 要应对疫情影响，促进消费恢复发展。抓紧落实餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业纾困政策，做好基本消费品保供稳价，保障物流畅通；2) 要促进新型消费。加快线上线下消费融合，培育壮大智慧产品和服务等“智慧+”消费；3) 扩大重点领域消费。促进医疗健康、养老、托育等服务消费，鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标；4) 挖掘县乡消费潜力。引导商贸流通企业、电商平台等向农村延伸，推动品牌品质消费进农村；5) 加强保障。深化改革，破除制约消费的障碍。推进消费平台健康持续发展。
中共中央、国务院	2022. 4. 10	中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见	意见从六个方面明确了加快建设全国统一大市场的重点任务。1) 强化市场基础制度规则统一；2) 推进市场设施高标准联通；3) 打造统一的要素和资源市场；4) 推进商品和服务市场高水平统一；5) 推进市场监管公平统一；6) 进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。
国务院	2022. 3. 5	2022 政府工作报告	政府工作报告提出，今年发展主要预期目标是：国内生产

总值增长 5.5%左右；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5%以内；居民消费价格涨幅 3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口保稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上；生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。

商务部	2022. 2. 28	全国消费促进工作电视电话会议	会议要求，坚持稳字当头、稳中求进，在做好疫情防控的基础上，出台务实管用的促消费政策措施。创新开展系列消费促进活动，打造消费升级平台，提升传统消费能级，加快发展新型消费，促进消费持续恢复和升级，努力实现消费“开门稳”，巩固消费对经济发展的基础性作用，更好服务构建新发展格局。
商务部、中央网信办、发展改革委	2021. 10. 27	“十四五”电子商务发展规划	2025 年，从总规模看电子商务交易额达 45 万亿元，全国网上零售额达 17 万亿元，相关从业人数达 7000 万。2) 分领域看，工业电子商务普及率达 73%，农村电子商务交易额达 2.8 万亿元，跨境电子商务交易额达 2.5 万亿元。
商务部	2021. 6. 30	“十四五”商务发展规划	2025 年商务发展主要预期性指标：1) 国内市场：社会消费品零售总额 50 万亿元，年均增长率 5%。全国网上零售额增长 17 万亿元，年均增长率 7.6%；2) 对外贸易：货物进出口额 5.1 万亿美元，年均增长率 2%。外贸新业态进口占比提升至 10%。知识密集型服务进出口额 4330 亿美元，年均增长率 8%。国际服务外包执行额增长快于服务出口。
中共中央政治局	2021. 3. 13	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	1) 顺应居民消费升级趋势，把扩大消费同改善生活品质结合起来；2) 提升传统消费。培育新型消费；3) 发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入；4) 适当增加公共消费，提高公共服务支出效率；5) 扩大节假日消费；6) 完善城乡融合消费网络，扩大电子商务进农村覆盖面；7) 完善市内免税店政策；8) 采取增加居民收入与减负并举等措施，持续释放消费潜力；9) 强化消费者权益保护，完善质量标准和后评价体系，完善多元化消费维权机制和纠纷解决机制。

资料来源：中国政府网，商务部，中国银河证券研究院整理

依据中央“十四五”规划总纲领，各省市结合自身发展情况，先后出台多项消费、商贸相关政策。从商贸发展看，各省市对消费规模、对外贸易、开放平台和治理体系方面都提出了更高要求，在推动省内商贸消费稳步增长同时严格规范治理，进一步优化区域内营商环境。从消费看，各省市在“十四五”期间，将进一步提升居民消费水平，优化居民消费结构，培育新消费，培养区域内消费经济发展新动能。2022 年年初至今，为应对疫情冲击、发挥消费对经济的持久拉动作用，已有超过 23 个省市合计发放超 70 亿元的消费券，较去年增幅明显，主要针

对汽车、家电、餐饮等行业。据北京大学光华管理学院与蚂蚁金服研究院联合发布的报告显示，政府 1 元的消费补贴能够带动平均 3.5 元以上的新增消费。不少地方和支付平台统计的杠杆效应可达到 5 倍甚至 10 倍的效果。

表 2：地方层面行业政策

部门	时间	名称	主要内容
湖南省发改委、 商务厅	2022. 6. 9	关于进一步促进消 费持续恢复的若干 措施	1) 鼓励汽车消费；2) 升级家电家居及消费电子产品消费； 3) 提振餐饮消费；4) 稳定住房消费；5) 拓展文旅体消费； 6) 提质养老育幼消费；7) 推动展会消费；8) 点亮夜间消 费；9) 营造消费氛围；10) 发放消费券；11) 扩大消费信 贷；12) 开展互联网“有奖发票”活动；13) 支持市场主体 发展；14) 强化促消费考核；15) 强化组织领导。
江苏省发改委 等 6 部门	2022. 6	江苏省促进绿色消 费实施方案	《方案》明确，鼓励发展绿色低碳衣着消费，积极发展绿色 低碳居住消费，大力发展绿色低碳交通消费。推广应用新 能源汽车，支持充换电、新型储能、加氢等配套基础设施建 设。加大对居民购买使用绿色低碳产品的支持。全面提升 绿色电力消纳能力，持续推动智能光伏创新发展。
江苏省商务厅	2022. 5. 26	“苏新消费·夏夜 生活”消费促进主 题系列活动	1) 各地要结合疫情防控形势发展和夏季消费重要节点，因 地制宜，适时有序开展“一市一主题”消费促进活动。2) 要加强“省市县、政银企、线上下、内外贸”联动，结合当 前消费形势和特点，加强地区、行业和渠道的分类指导。 3) 要加强与文化、旅游和体育等部门的合作，进一步推动 商文旅体消费融合。4) 要创新形式，充实内容，针对不同 消费群体，不断丰富新业态、新模式、新场景。5) 要积极 研究出台相关激励政策，有效调动商家和消费者的积极性。
上海市商务委 员会	2022. 5. 21	上海市加快经济恢 复和重振行动方案	1) 为各类市场主体纾困解难；2) 全面有序推进复工复产 复市；3) 多措并举稳外资稳外贸；4) 大力促进消费加快恢 复；5) 全力发挥投资关键性作用；6) 强化各类资源和要素 保障；7) 切实加强民生保障工作。
湖北省人民政 府	2022. 5. 22	关于加快消费恢复 提振的若干措施	1) 鼓励汽车消费，开展“湖北消费·汽车焕新”活动，开 展“湖北消费·汽车下乡”活动，开展新能源汽车推广活 动；2) 促进住房、家居消费，支持刚性和改善性住房需求； 3) 支持住宿、餐饮、零售、文旅、体育消费；4) 点亮夜间 消费，打造夜间消费集聚区，鼓励夜间延时经营；5) 推动 以展助销；6) 拓展新型消费，创新消费业态和模式；7) 增 强消费发展综合能力；8) 助力市场主体纾困解难。
广东省人民政 府	2022. 4. 27	广东省进一步促进 消费若干措施	1) 鼓励汽车消费，继续实施汽车以旧换新专项行动，鼓励 购置新能源汽车，进一步优化汽车购买管理；2) 推动家电 消费；3) 发放消费券，鼓励各地发放消费券、惠民券等， 用于零售、餐饮、文旅、住宿、体育领域消费，省对各地促 消费行动实行奖补政策。
广东省商务厅	2022. 3. 22	2022 年（春季）全	此次活动时间从 3 月 1 日至 4 月底，各市可延续到年底。

		国消费促进月暨广东汽车消费节	以“1+6+N”为主要形式，聚焦汽车消费节为重点，联动家电、家居、餐饮、服装服饰、美妆、文旅行业，融合金融、渠道多维度赋能，七大行业商品发动，八大消费中心城市牵引，百个商圈联动，千个商城响应，举办多场特色鲜明、形式多样的促消费活动，形成叠加与共享效应，营造“全省参与、全产业链赋能、全门店响应、全民狂欢”消费氛围，推动广东省消费全面升级。
河南省商务厅	2022. 4. 25	河南省“十四五”现代商贸流通体系发展规划	2025 年，全省社会消费品零售总额力争达到 3.23 万亿元，年均增长 7.5%左右；培育打造具有国际竞争力的现代商贸流通企业 10 家以上；全省电子商务交易额、网络零售额力争突破 1.98 万亿元、0.55 万亿元，年均分别增长 15%以上；全省限额以上商贸流通企业连锁化率达到 80%左右，连锁企业统一配送率达到 98%左右，农产品冷链流通率提高 5 个百分点；全省货物进出口总额力争迈上 10000 亿元新台阶，年均增长 8%左右；跨境电子商务交易额突破 3000 亿元
四川省商务厅	2022. 4. 20	关于促进跨境电商零售进口健康快速发展的重点举措	1) 加强主体引培，形成企业积聚“新高地”；2) 支持平台创新，打造全球“新零售”中心；3) 推动模式创新，形成多场景的“新业态”；4) 推动通道创新，形成畅联全球的“新网络”；5) 推动服务创新，形成国际一流的“新生态”。
福建省外贸外资（稳价保供）协调机制办公室	2022. 4. 17	福建省促进商务领域消费提质扩容的若干措施	1) 全方位开拓消费市场，健全常态化消费促进机制，继续打响“全国乐购”品牌，积极打造传统节假日消费旺季，鼓励有条件的地方发放消费券；2) 培优扶强商贸企业。支持地方重点商贸企业创新转型、品牌发展，鼓励“新零售”业态、新兴服务业发展壮大；3) 加力稳住重点消费，鼓励汽车消费，提振餐饮消费；4) 扩大“福”字号产品消费。支持福茶、福酒、福装、福鞋等“福”字产品发展；5) 促进平台经济发展；6) 持续推进网络消费；7) 升级城乡消费载体；8) 壮大绿色循环消费。
商务部、中央广播电视总台、北京市人民政府	2022. 3. 1	2022 年（春季）全国消费促进月北京消费季	商务部将统筹疫情防控和消费促进，组织举办老字号嘉年华、中华美食荟、中国国际消费品博览会等重点活动，组织各地结合本地消费特点和节庆特色，突出以节兴商聚势，聚焦冰雪主题消费、汽车嘉年华、家具消费季、进口优品汇、出口转内销、特色美食节等重点商品和服务消费
山东省商务厅	2022. 2. 24	关于促进电子商务高质量发展若干措施的通知	培育电商龙头企业、吸引电商大企业落户、壮大网上店铺规模、强化迁入店铺服务保障、加快直播电商发展、推动国际国内电商融合互促。力争到 2023 年年底，全省网络零售额达到 1 万亿元，实物商品网络零售额占社会消费品零售总额的比重达到全国平均水平，全省网络零售额 10 亿元以上、1 亿元以上的企业数量均实现翻一番。

资料来源：中国政府网，各省市政府官网，中国银河证券研究院整理

表 3 地方消费券发放

部门	时间	名称	主要内容
湖北省商务厅	2022. 6. 7	2022“惠购湖北”消费券发放公告	本次发放的消费券包括商场券、超市券和餐饮券三类。活动期间，消费券需在各指定服务平台符合条件的商场、超市、餐饮等线下实体商户门店和经营场所进行消费并在线支付时方能使用
山东商务厅	2022. 6. 4	“2022 惠享山东消费年”暨家电消费节	本次活动以“至诚山东·乐享消费”为主题，在全省 16 市举办系列促消费活动，省市发放汽车、家电、零售、餐饮专项消费券 9 亿元，活跃消费市场、释放消费潜力。
山东商务厅	2022. 6. 1	关于促进家电消费若干措施的通知	全省开展家电惠民活动，发放 2 亿元消费券。消费券只能用于购买电视、冰箱、洗衣机、空调 4 类家电时，其余商品不得使用。鼓励家电“以旧换新”消费，促进农村家电消费。
福建商务厅	2022. 4. 28	“全闽乐购·福见商旅”促消费活动	活动期间，各设区市将结合当地优势产品，开展特色活动，促进重点产业、福字号系列产品消费，省、市共计将发放 4 亿元商旅消费券，引导鼓励生产企业、商户、平台、金融机构等聚资惠民、减费让利 30 亿元，力争撬动全省新增消费 300 亿元以上。
湖南商务厅	2022. 4. 26	2022 湖南消费促进季暨长沙市四季主题促消费活动	2022 年，湖南省商务厅将在春夏秋冬四季选择四个市州共同举办消费促进季启动活动。启动仪式现场，长沙市正式发布 2022 中国（长沙）首届新消费峰会和“春之约·夏之礼-星城消费券惠民大派送”活动，预计发放近 3000 万元“星城消费券”及消费红包，涵盖百货商超、餐饮、家电等传统领域，美容美发、医疗保健、母婴生活等服务业领域。
北京商务局	2022. 4. 6	关于实施促进绿色节能消费政策的通知	2022 年 4 月至 9 月，于每月 18 日，在参与企业自有的线上平台，发放绿色节能消费券，共发放 6 期。在京消费者每月在同一参与企业的线上平台可领取 1 份礼包，包含 6 张消费券，总金额 900 元。绿色节能消费券适用商品共计 20 类，包含笔记本电脑、平板电脑、显示器、空气净化器、洗碗机、电视机、空调、电冰箱、洗衣机、热水器、微波炉、吸油烟机、燃气灶具、电饭锅、打印机、投影机、电风扇、坐便器、净水机、淋浴器。

资料来源：各省市政府官网，中国银河证券研究院整理

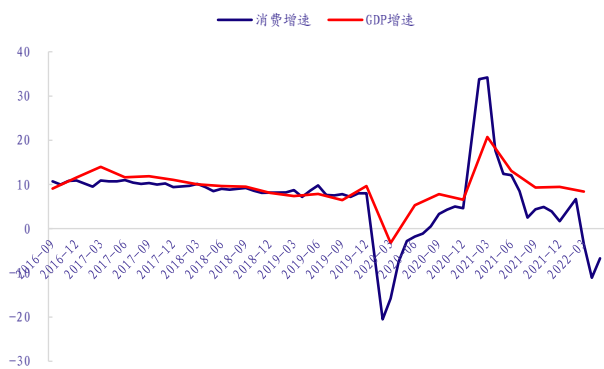
（三）行业当前状态与趋势：面对疫情反复，生活必需类消费韧性更强，升级类消费弹性波动更大

1. 消费对经济发展的基础性作用日益显著，消费与 GDP 保持同周期变化趋势

消费对经济发展的基础性作用日益显著，即使在疫情的影响之下，GDP 与消费增速出现涨跌转折的时间点也基本一致，增减变化大体保持相同的趋势，消费随着 GDP 相关的宏观指标表

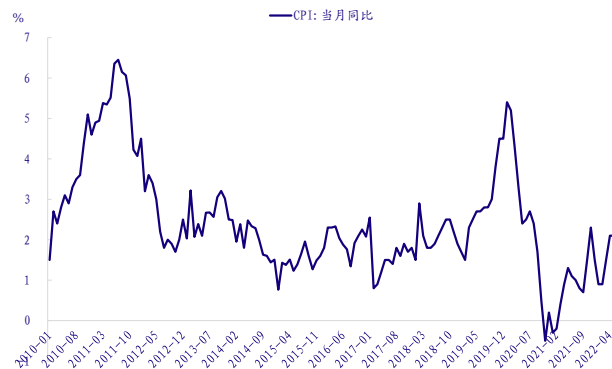
现出同周期的变化趋势。但是，可以看出消费增速高于 GDP 增速，消费增速变动幅度也大于 GDP 增速浮动程度。从 CPI 增速变化趋势来看，2022 年 1-5 月，受国际能源价格、国际粮价上涨影响，CPI 整体呈现上升趋势。

图 2：中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：中国 CPI 增速变化趋势（%）

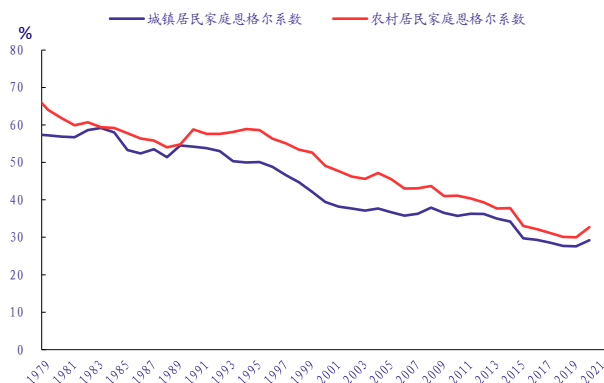


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 人均可支配收入提升、消费者信心增强，消费能力与消费意愿积极乐观

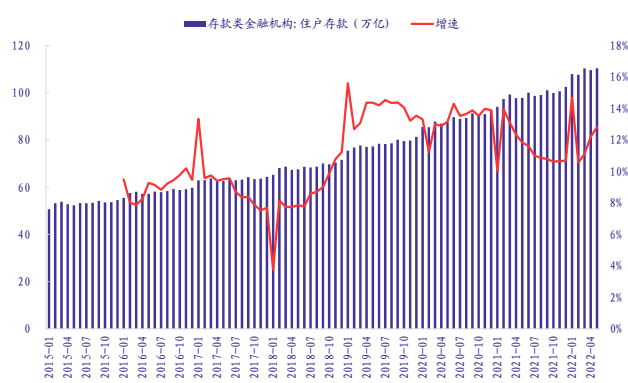
随着国内经济的发展，居民人均可支配收入与存款数额也不断提升，这说明国民已经拥有一定的消费基础和财富积累。尽管近年来国内居民人均消费支出有所回落，消费占支出比重下降，但中国居民恩格尔系数持续走低，这说明，国内居民消费结构改善，食物等保障日常需求支出占比下降，服务消费及等发展及享受型消费占比提升，消费升级趋势明显。

图 4：中国居民恩格尔系数变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：中国居民存款（万亿元）变化趋势

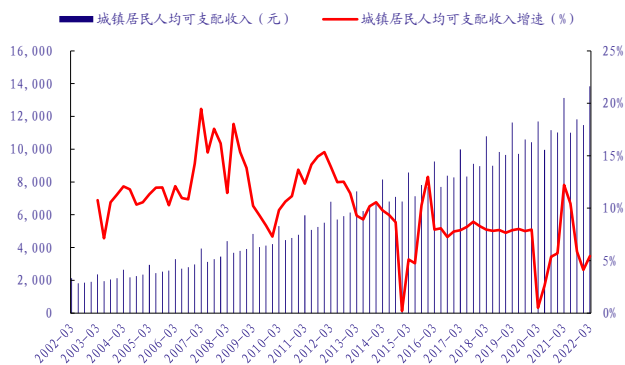


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

在物价水平平稳的环境之下，人均可支配收入的提升对于消费者的信心和购买力存在积极促进作用，因此人均可支配收入与消费者信心指数应该存在相似的变化趋势。2008 年金融危机之后，中国的消费者信心指数自 2011 年开始回升；疫情的影响下，2020 年内消费者信心指数出现 V 字形走势，随着疫情的影响消退，国内管控逐步步入常态化，消费者信心对应出现提升恢复。截至 2022 年 3 月的表现，消费者信心指数在历史的最高值水平（125.20）附近波

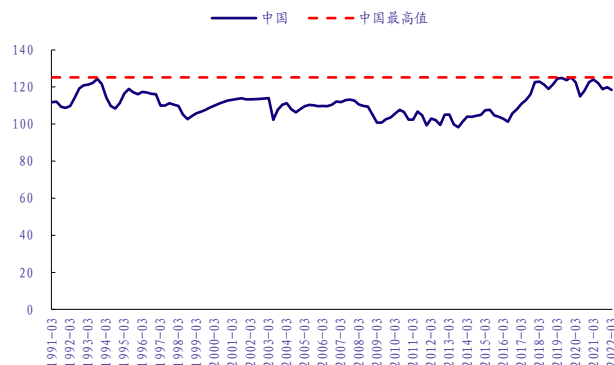
动。由此可见，随着疫苗接种在国内的逐步普及，后疫情时代监管步入常态化，消费者的消费能力和热情都处于健康发展的态势，短期内波动的疫情并没有对整体消费者信心指数的走势形成剧烈影响，依旧利于未来的长期消费恢复发展。

图 6：中国城镇居民人均可支配收入（元）变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：中国消费者信心指数变化趋势

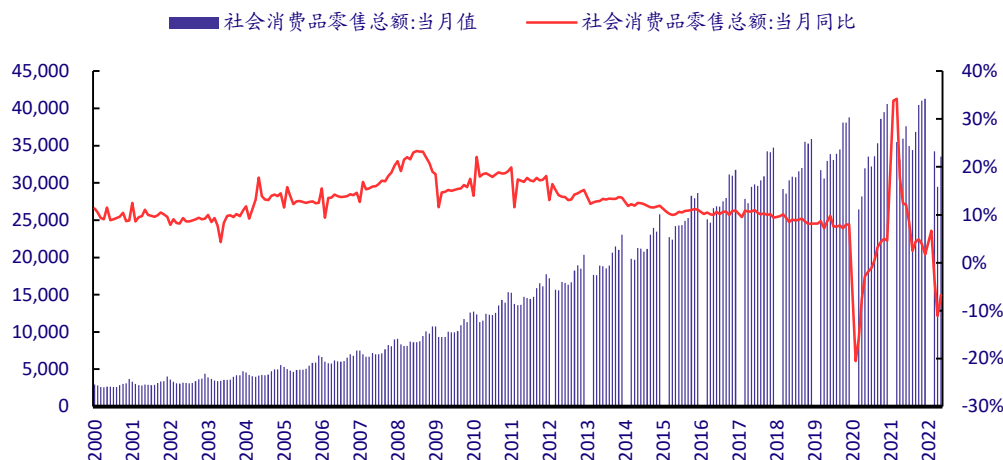


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

3. 疫情反复对社消总额增速的负面影响明显，服装、家具以及汽车、化妆品等升级类消费承压

从社会消费品零售的总规模看，我国社会消费品零售额在 2009 年之后基本呈现出增速放缓趋势；排除 2020 年年初至今疫情带来的异常波动影响，2021 年社消已恢复至前期的增长轨迹，以 2019 年为基数，2021 年全年社消增速达 7.09%；2022 年开年前两个月增速水平与疫情前（2019 年）水平相当，但 3-5 月份多地的疫情反复对整体消费形成拖累。自 2022 年 1 月 1 日至 5 月 31 日，国内新增本土确诊病例 11.43 万例，无症状感染者 66.62 万例。其中受疫情影响较重的上海、北京、天津、深圳、吉林等地区分别累计确诊 5.80 万人、1776 人、1211 人、953 人和 3.97 万人。按 2021 年数据计算，上述地区占据全国 GDP 的 12.5%，社会消费品零售额的 13.7%。

图 8：中国社会消费品零售额（亿元）总体变化趋势

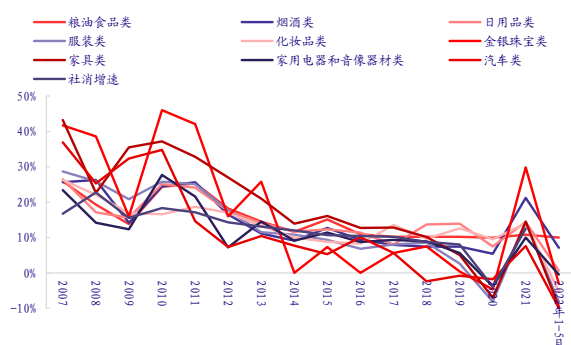


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院整理

从社会消费品零售的品类成分来看，各品类的零售额在 2009 年之后基本都表现为增速放缓趋势。其中，家具类产品大多数时期保持增速高于总体增速水平；粮油、食品、日用品等必选品类表现次之，表现基本优于总体水平；金银珠宝类在 2008 年危机之后表现异军突起，避险优势凸显；烟酒、服装、化妆品、电器等可选品类从 2013 年开始走弱跑输整体增速；汽车类表现最弱，持续跑输整体社零增速。

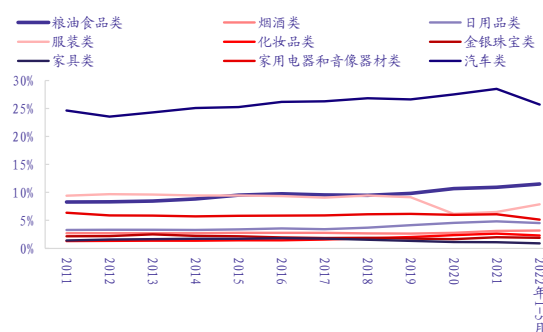
从贡献占比情况来看，自 2011 年以来，汽车类商品由于商品单价相对较高，销售额相对比重贡献较大；粮油食品、烟酒类、日用品、化妆品商品的占比基本呈现上升趋势，服装、黄金珠宝、家具类商品占比基本呈现下降趋势，家用电器类商品占比较为稳定。综合来看，2021 年在上年大多数单品规模萎缩/负增长的基础上，多数单品实现了增速的大幅提振。截至 2022 年 4 月份，受疫情反复影响我国社零总体呈现小幅下降态势，较 2021 年同期下降 0.02 万亿元，较 2020 年同期提升 3.14 万亿元。整体来看，受疫情封控影响，居民消费力度有所减弱。从绝对值规模的角度来看，粮油食品、饮料、烟酒等基本生活消费品类相较 2019 年、2020 年、2021 年同期均出现了规模的增长，消费需求旺盛且稳定。2022 年 1-5 月，面对短期疫情冲击以及宏观经济环境影响，以粮油食品类、饮料类、日用品类为代表的基本生活类消费展现出了较强韧性，而汽车类、与房地产相关的家具类、家电类以及线下零售相关的化妆品类、金银珠宝类、服装类等升级类消费则出现同比下跌，上述可选消费品类长期恢复值得期待，经营弹性更高，消费升级改善的长期大趋势不会发生改变。

图 9：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

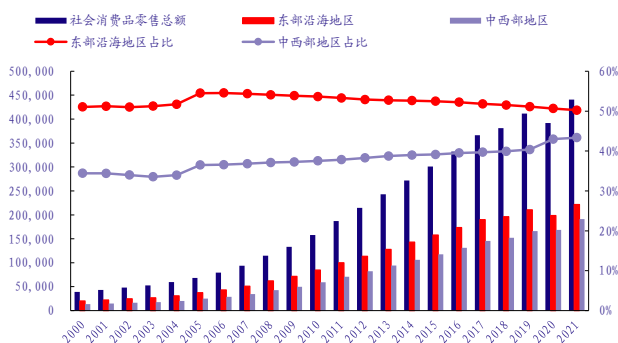
图 10：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分品类）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

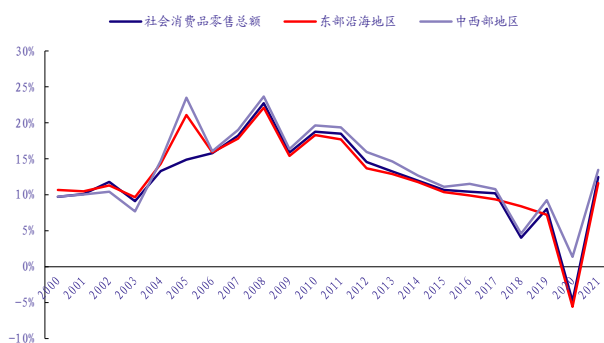
从不同地区的角度来看，我国东部沿海省市是消费的主要贡献区域，尽管占比自 2005 年后有所下滑，但持续稳定在 50% 以上；浙江、福建、广东、江苏等东南沿海地区优势明显，贡献东部沿海地区 60% 左右的消费零售额，且保持增速优于全国水平。中西部地区对于销售额的贡献逐年上升，与东部地区的差距进一步缩小；中西部地区的消费增速自 2004 年开始就超过全国整体增速水平，其中四川、河南、湖北、安徽的表现较为优异，2021 年规模均突破两万亿元。2021 年，东部沿海地区和中西部都迎来了社消的快速复苏，其中东部沿海地区同比增长 11.63%，中西部地区同比增长 13.46%。

图 11：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

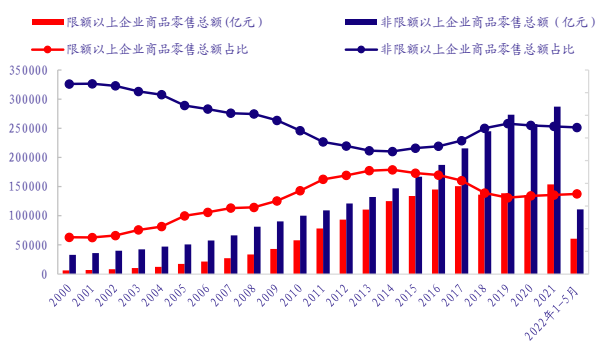
图 12：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分地区）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

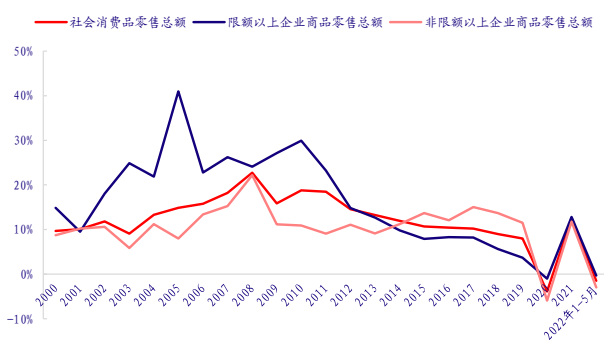
从规模的角度来看，限额以上的单位（年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业、500 万元及以上的零售业企业和 200 万元及以上的住宿餐饮业企业）占比相对较低，且自 2014 年到达峰值 45.96% 后逐年显示出下降趋势，在 2019 年占比下滑至 33.66% 之后缓慢回升，2022 年 5 月时占比上升至 37.63%，剩余的销售零售额贡献来自于规模以下的单位企业。增速方面，2011 年开始限额以上的单位企业销售额增速逐年下滑，并在 2014 年之后失去了超越整体增速水平的优势；与之相反，规模以下的单位企业零售额增速一直保持良好的增长态势，2011 年开始不断攀升。受疫情影响，自 2020 年 5 月开始，规模以上企业的累计社消增速表现已开始逆势跑赢整体水平；截止 2022 年 5 月持续出现差异型走势，限额以上单位消费品零售额累计小幅下降 0.9%，表现较社零整体走势更为优异，这体现规模体量相对较大的公司企业在疫情期间防风险抗压能力更强，维持经营的优势明显。

图 13：中国社会消费品零售额占比变化趋势（分规模）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：中国社会消费品零售额增速变化趋势（分规模）



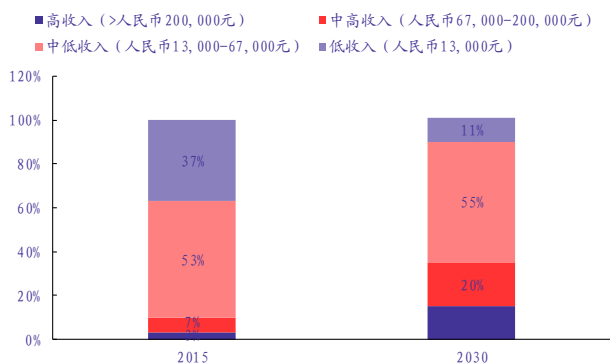
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

4. 品质化的消费升级趋势显著，中高端消费人群占比不断提升

收入分配开始改变，低收入群体悄然缩减，购买力整体增长。2020 年，按照收入等级划分的五大群体中，人均可支配收入的增速出现分化，20% 中间偏下收入组家庭的增速最快，达 12.18%，其次为 20% 中间收入组家庭，为 10.68%，各收入层级增速呈现“倒 U 型”曲线。事实上，这样的增长曲线自 2017 年后便一直保持，促成我国贫富差距改善，收入分配结构发生重

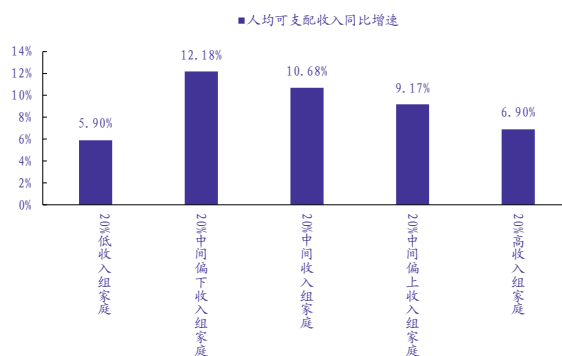
大变化，我们认为低收入群体的规模将不断缩减，而中等收入以上人群将持续增加，各收入群体的变化催生出庞大的消费转型和升级需求，释放庞大消费潜力。据经济学人智库预测，到2030年中国将呈现出很多中产阶级社会的特点，中等收入人群将占人口的约四分之三。

图 15：2015 年及 2030 年预测人均年可支配收入分配比例



资料来源：经济学人智库，中国银河证券研究院整理

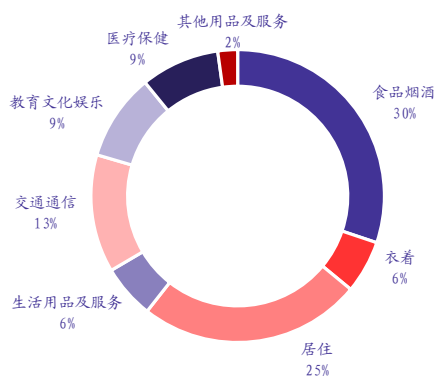
图 16：我国 2021 年按收入五等份分组的人均可支配收入增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

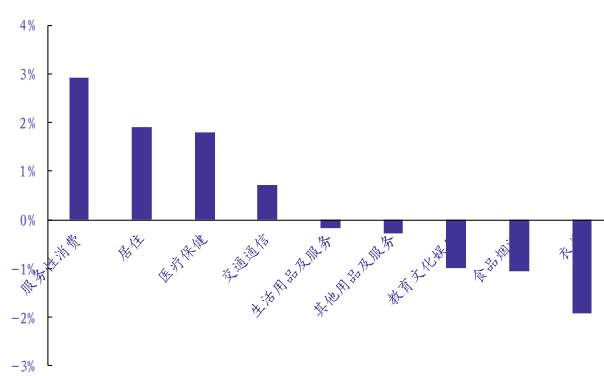
居民消费支出结构不断调整，服务性消费比例增大。近年来我国居民消费结构呈现明显的向服务性消费倾斜趋势，相较2013年，2019年我国居民服务性消费占比提高6.18pct，医疗保健、教育文化娱乐、交通通信和居住领域分别提升1.92pct、1.08pct、0.97pct和0.77pct，2020年受疫情影响，消费结构略微回归日用基本品导向，但消费升级主线不改，服务性消费占比提升2.93pct。服务性消费占比提升的背后，是我国居民消费观念进一步从“占有商品”到“享受服务”的转变，预计未来高端化、细分化、个性化商品和服务的增长弹性将显著大于生存性消费品。

图 17：我国 2020 年全国居民人均消费构成



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

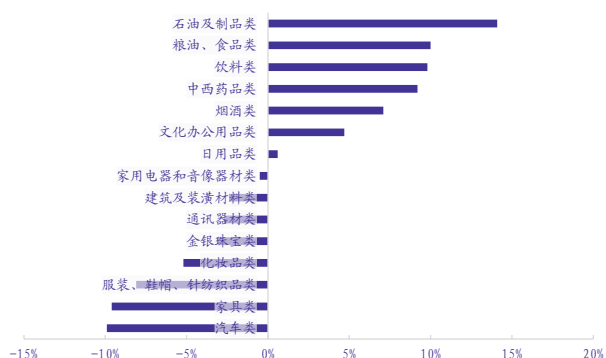
图 18：2020 年与 2013 年相比我国居民人均消费结构变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

生活类消费增长稳定。2022年3-5月份的疫情反复对民众消费意愿和消费结构产生影响，生活类消费增长稳定，可选消费呈现下降态势。2022年1-5月，受成品油价格多次上涨的影响，石油及制品类消费品领衔增长，同比增速达14.1%。饮料类、粮油食品类等具有较强消费刚性的生活类消费实现稳定增长。长期来看，疫情至今也是饮料类、粮油食品类、烟酒类、日用品类等必需消费品零售额增长稳健；家具、服装鞋帽等品类持续承压。

图 19: 2022 年 1-5 月商品零售细分品类的同比增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

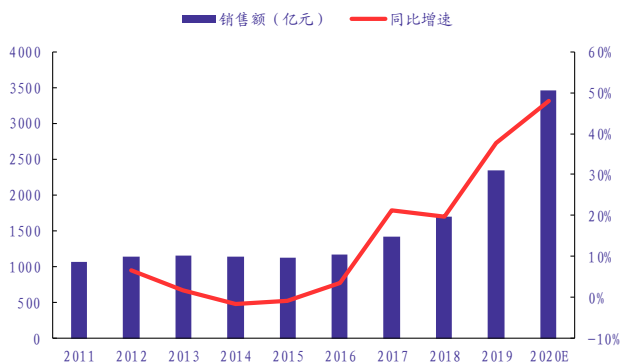
图 20: 2019-2022 年 5 月商品零售细分品类的增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院整理

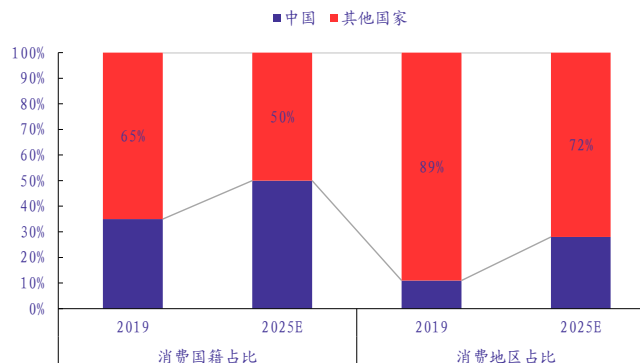
中国奢侈品消费增速放缓, 消费回流趋势明显。贝恩公司数据显示, 中国市场各奢侈品品类在 2021 年上半年增势迅猛, 同比增速在 40%-100% 不等, 而部分品牌下半年受疫情和房地产市场低迷影响, 同比增速预计下跌至 0%-25% 不等。据 LVMH2022 年一季度财报显示, 亚太地区 (除日本) 销售增速仅为 8%, 远低于美国、日本和欧洲地区, 主要源自基期的高增速以及疫情反复的冲击; 公司首席财务官同时表示随着疫情情况回归正常, 对中国市场的中长期需求依旧保持较高预期。短期来看, 贝恩公司认为 2022 年个人奢侈品的整体增速将保持较低的两位数增长。对比 2021 年的情况, 预计 2022 年上半年增速较缓, 发力将集中在下半年。由疫情反复带来的出境限制以及海南免税店的发展使得中国奢侈品消费的回流趋势得到延续, 中国消费者在中国市场的奢侈品消费在其总奢侈品消费中的占比预计将上升至 90% 以上。

图 21: 2011-2020 年中国国内奢侈品销售规模情况



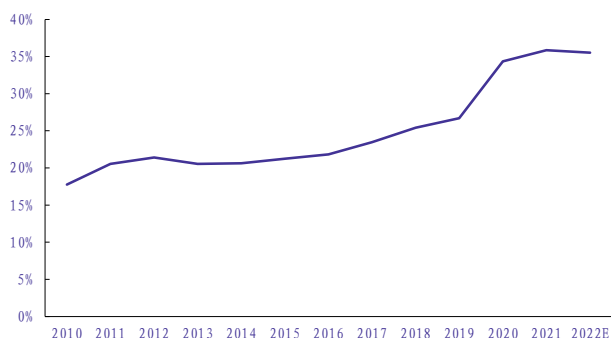
资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2019-2025 年全球个人奢侈品市场占比预测



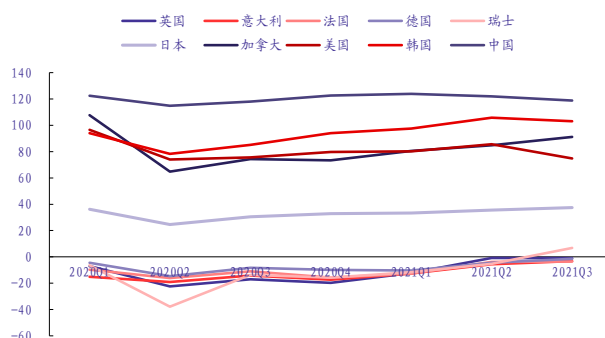
资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2010-2021 年中国在全球奢侈品市场的占比



资料来源: Eurononitor, 中国银河证券研究院整理

图 24: 20Q1-22Q1 奢侈品市场十大主要国家消费者信心指数

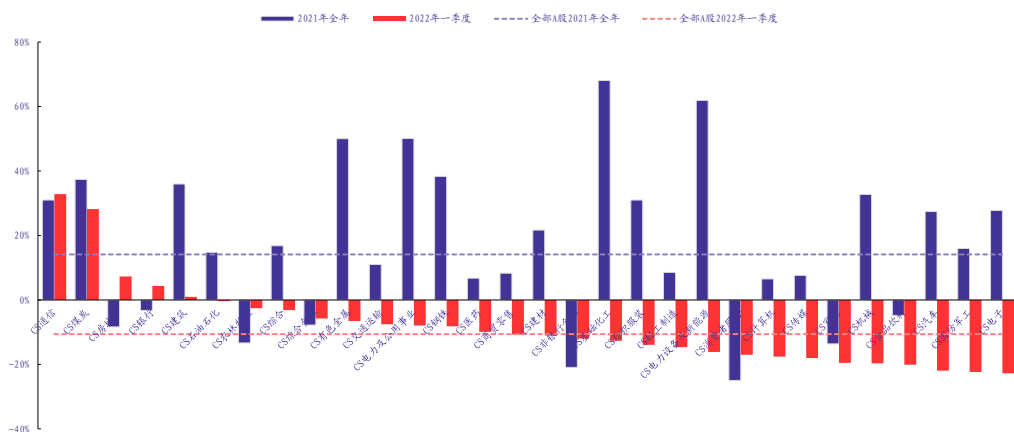


资料来源: Eurononitor, 中国银河证券研究院整理

二、市场方向研判: 升级背景下的可选消费板块有望享受业绩与估值的双击

为了更好地回顾与理解 2021 年至今行业整体及细分子行业的市场表现, 我们选取的指标为总市值及其变化幅度, 并将时间段划分为: 1) 2021 年全年: 2021 年 1 月 1 日-2021 年 12 月 31 日; 2) 2022 年一季度: 2022 年 1 月 1 日-2022 年 3 月 31 日。按行业划分, 30 个行业中 2021 年期间商贸零售行业市值变动 8.28%, 变动幅度排名为 19 名, 2022 年一季度行业市值变动-10.75%, 变动幅度排名为 15 名; 上述两期内均未跑赢全市场的均值水平。

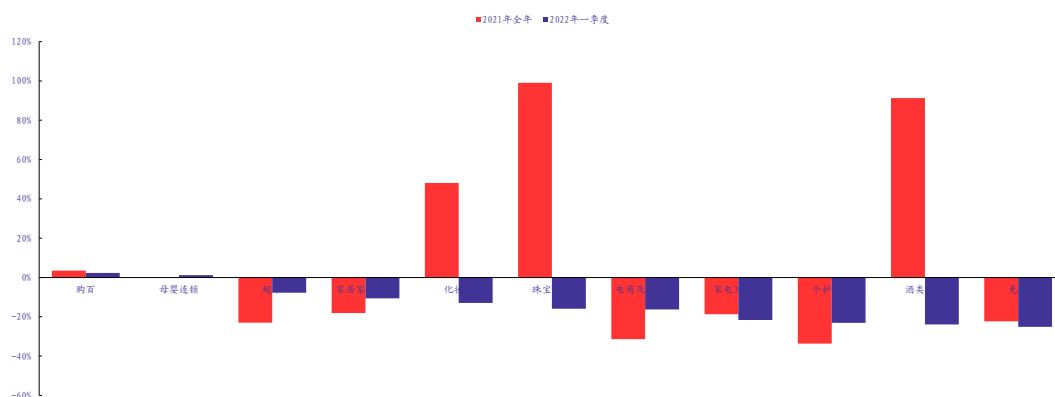
图 25: 2021 年及 2022Q1 全市场市值变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

商贸零售行业市值增幅 2021 年至今始终处于全市场偏后位置主要是由于受益于 2020 年新冠疫情实现加速成长的线上电商渠道以及包括“社区团购”在内的新零售业态对传统零售模式与传统零售企业的冲击。同时, 2022 年至今反复的疫情也对以线下零售渠道为核心的商贸零售类上市企业造成较大的负面影响。

图 26：2021 年及 2022Q1 细分行业市值变动幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（注：已经省略涨跌幅超过 100% 的数据）

按前文中划分的细分子行业拆分，2021 年年初至今市值增幅位居前五的子行业分别为“母婴连锁”、“珠宝首饰”、“酒类连锁”、“化妆品”、与“购百”，分别录得 464.27% / 58.01% / 39.23% / 36.99% / 8.62% 的增幅，位列倒数五位的子行业分别为“个护用品”、“家电 3C 连锁”、“电商及代运营”、“家居家具连锁”以及“免税”，分别录得-54.57% / -51.90% / -49.54% / -39.94% / -37.44% 的市值规模变化，其中有六个细分行业出现市值规模负增长，其余板块均实现市值规模的扩张。增幅显著的子行业中，“珠宝首饰”、“化妆品”、“母婴连锁”子行业内均有公司新增上市，其中“珠宝首饰”、“化妆品”两个行业中分别有 4/2 家公司上市，对应子行业内上市公司数量达到 14/14 家；同时“化妆品”、“珠宝首饰”两个子行业内存在新上市的公司市值水平明显高于行业内原有上市公司水平的情形，因此为子行业市值增幅贡献了部分增长。

图 27：2021 年及 2022Q1 细分行业市值变动幅度详情

行业市值变化	2020 年全年	2021 年全年	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2019Q1-2022Q1 变化趋势
购百	2.09%	3.52%	30.10%	-5.41%	-1.71%	2.31%	
母婴连锁	-23.75%	544.14%	6.24%	-0.78%	0.23%	1.21%	
超市	5.41%	-23.02%	14.99%	23.13%	-0.65%	-7.72%	
家居家具连锁	-12.23%	-18.06%	20.50%	-15.39%	-5.49%	-10.57%	
化妆品	51.25%	48.08%	27.46%	1.52%	47.04%	-12.92%	
消费品零售总计	57.24%	-2.72%	23.72%	-4.12%	8.89%	-15.54%	
珠宝首饰	5.22%	99.10%	18.80%	-10.36%	57.42%	-15.89%	
电商及代运营	55.89%	-31.34%	52.60%	10.83%	-19.40%	-16.30%	
家电 3C 连锁	-20.23%	-18.71%	25.39%	-12.20%	-8.54%	-21.66%	
个护用品	485.42%	-33.67%	16.56%	31.71%	-12.00%	-23.09%	
酒类连锁	15.53%	91.29%	-	-8.69%	-11.76%	-23.86%	
免税	217.54%	-22.32%	16.41%	-24.45%	8.37%	-25.09%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

按时间段拆分，2021 年全年市值增幅前三的子行业分别为“母婴连锁”、“珠宝首饰”与“酒类连锁”，分别是受益于次新股上市后市场热情高涨以及产品的避险属性与经济顺周期背景下可选消费品需求加速复苏，经济顺周期背景下国内商务宴请与疫情管控放宽后婚庆需求释放对白酒行业整体动销的拉动与行业高景气；2022 年一季度市值增幅为正的子行业分别为“购百”、与“母婴连锁”，增幅主要发生在 1 月，受益于春节假期消费增长的预期。

以下，我们根据“总市值 = PE × EPS”的逻辑，对行业整体与各细分子行业的市值增减幅进行简单拆分。

(一)估值层面:个护用品与母婴连锁两大板块表现持续亮眼,超市与化妆品处于低估值区间

2021 年年初至今,行业整体 PE(TTM)下降幅度为 74.18%,远大于同期沪深 300 的-24.23% 的降幅,主要是消费品零售类子行业受疫情冲击景气度受挫以及后疫情阶段市场对于行业内公司的基本面预期没有发生明显改变。从绝对值的角度来看,消费品零售行业较市场整体持续存在估值溢价,且波动弹性更大,2021 年年初至今沪深 300 的 PE(TTM)在 12-16X 范围内,对应消费品零售行业的 PE(TTM)水平在 17-65X 范围内波动。

按细分行业拆分,2022 年年初至今估值扩张幅度位居前三的子行业分别为“个护用品”、“母婴连锁”与“超市”,分别实现高达 1295.89%、106.39%、94.51%的估值扩张,而同期估值大幅缩水的子行业则为“珠宝首饰”、“购百”、与“家电 3C 连锁”,分别实现估值萎缩 99.43%、47.06%和 41.86%。促成“珠宝首饰”估值大幅萎缩的原因主要是疫情反复影响了民众的消费预期,使得升级类消费承压;“购百”、“个护用品”等板块则因为个股业绩表现的拖累,盈利大幅下滑或至临界零点水平,带来估值的异常抬升;“母婴连锁”板块主要系鼓励三胎政策的出台带来的概念炒作。

图 28: 2021 年年初至今行业整体及其细分行业 PE(TTM) 情况(倍)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从绝对值的角度来看,“个护用品”与“母婴连锁”两大行业估值水平最为领先,尽管出现估值水平的波动,但依旧处于 80X-260X 以上的第一梯队,其中个护用品板块内个股业绩波动带来的影响较大;母婴连锁则是由于鼓励三胎政策的出台引起的概念炒作。“超市”与“化妆品”两个行业的估值水平偏低,(截止 2022/5/31 板块估值低于沪深 300 整体水平),主要系疫情中成长起来的社区团购和生鲜电商对于传统超市的冲击以及异常标的的影响(两面针)。

(二) 业绩层面：21 年可选类消费与政策加持行业表现突出，22 年一季度必选消费相关行业韧性较强

按时间段拆分细分子行业，2021 年全年业绩同比增长最快的三个子行业分别为“珠宝首饰”、“酒类连锁”与“免税”，分别实现归母净利润同比增长 115.41%、81.03%、57.23%，分别受益于 2020 年疫情导致的前期低位、疫情后市场需求的复苏性增长与珠宝首饰自带的避险属性、疫情后婚庆、餐饮等白酒消费场景的复现以及 2020 年海南离岛免税政策落地叠加疫情迫使境外消费加速回流促成行业内上市公司业绩高速扩张。

2022 年一季度则是“超市”与“酒类连锁”表现最优，面对疫情反复的冲击唯二实现了同比正增长，主要受益于疫情期间居民居家隔离时间拉长且快递物流运输受阻使得居民对必需消费品的采购高度依赖于线下超市门店，同时叠加各地超市企业纷纷加码线上到家业务使得居民足不出户即可完成日常必需品的采买、白酒板块行情的拉动以及行业内个股的不俗业绩。

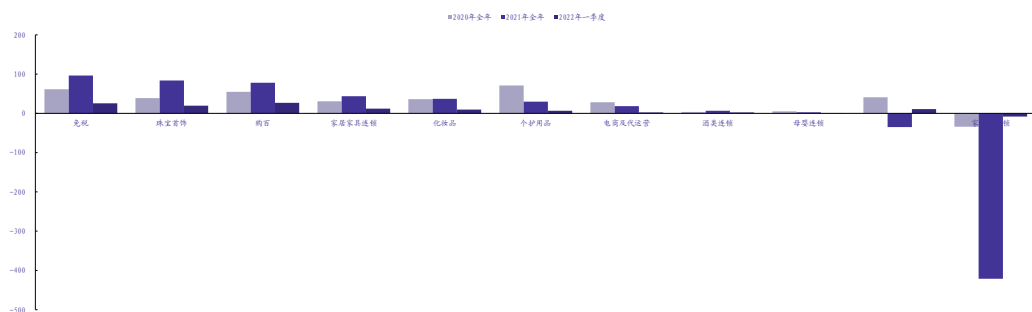
从绝对值与单季归母净利的恢复性增长情况来看，2022 年一季度时“超市”、“化妆品”、“免税”、“酒类连锁”、“珠宝首饰”板块的累计归母净利润规模已经超过了 2019 年即疫情前的同期水平。

图 29：2021 年年初至今行业整体及其细分行业归母净利润合计情况（亿元）与对应增速

行业净利变化	2021年全年	2022Q1对比 2020年同期	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2019Q1-2022Q1 变化趋势
超市	-184.43%	-48.18%	35.21%	0.26%	-60.66%	31.74%	
酒类连锁	81.03%	154.56%	45.16%	10.26%	95.22%	30.39%	
化妆品	2.38%	37.67%	48.33%	-12.60%	48.89%	-7.54%	
购百	42.12%	1138.66%	3.82%	-106.57%	1223.85%	-7.58%	
免税	57.23%	2233.58%	98.80%	-105.21%	2471.06%	-10.02%	
家居家具连锁	41.35%	88.85%	8.73%	-53.19%	110.06%	-10.10%	
珠宝首饰	115.41%	194.42%	15.12%	-49.70%	250.92%	-16.10%	
消费品零售总计	-117.50%	128.00%	26.06%	-62.47%	192.19%	-21.97%	
电商及代运营	-35.20%	-31.14%	72.87%	39.06%	20.43%	-42.82%	
个护用品	-57.92%	-26.80%	45.66%	497.48%	32.23%	-44.64%	
母婴连锁	-45.80%	-606.33%	46.44%	-50.29%	485.74%	-186.44%	
家电3C连锁	-1143.63%	-133.22%	16.34%	-245.57%	277.33%	-231.51%	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（“2019Q1”、“2020Q1”、“2021Q1”“2022Q1”为较上年同期变化值）

图 30：2021 年年初至今行业整体及其细分行业归母净利润合计情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 31：2021Q3-2022Q1 分季度行业整体及其细分行业归母净利润合计情况（亿元）与对应增速

行业归母净利润	当期实际值			较上年同期增量			较前年同期增量		
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
超市	-9.67	-25.05	10.81	-1.25	-10.68	0.32	-1.28	-25.07	-0.48
电商及代运营	13.06	4.65	2.35	-0.24	-0.57	-0.43	0.06	-0.54	-0.31
个护用品	25.38	4.59	6.59	-0.57	-0.64	-0.45	0.93	-0.14	-0.27
购百	65.56	12.42	26.87	0.58	-0.07	-0.08	-0.32	-0.33	11.39
化妆品	31.17	5.80	9.72	0.15	-0.35	-0.08	0.19	0.27	0.38
家电3C连锁	-67.11	-354.25	-8.20	-7.03	-6.87	-2.32	-1.55	-16.69	-1.33
家居家具连锁	40.06	5.89	12.03	0.51	0.31	-0.10	0.02	-0.84	0.89
酒类连锁	5.81	0.95	2.49	0.81	0.79	0.30	1.00	2.33	1.55
免税	84.91	11.63	25.63	1.68	-0.61	-0.10	1.02	1.68	22.34
母婴连锁	2.70	0.05	-0.45	-0.16	-0.97	-1.86	2.10	-0.93	-6.06
珠宝首饰	67.83	15.96	19.64	0.50	3.51	-0.16	0.62	-0.29	1.94

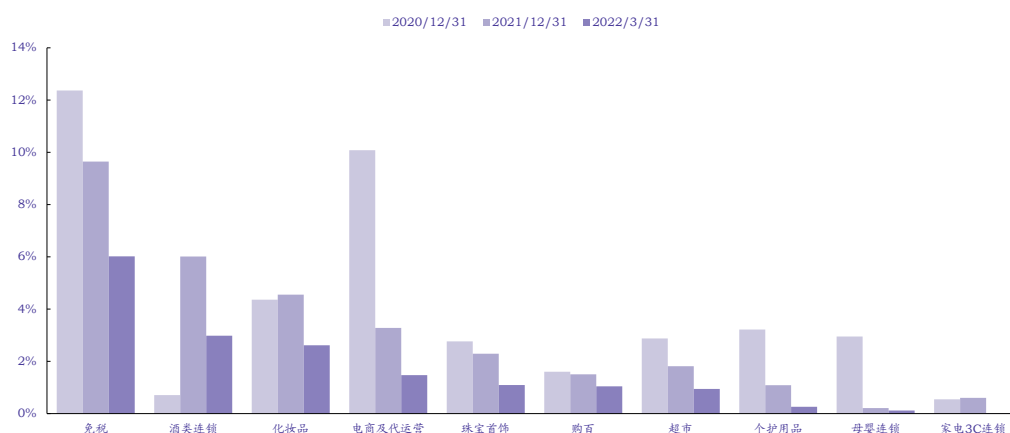
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（三）资金层面：免税、化妆品、酒类连锁板块机构预期一致，电商及代运营、超市行业配置各异

从机构持仓角度出发，公募基金与沪深港通的北上资金作为 A 股市场中的专业机构投资者中对 A 股市场表现具备一定的定价权，故其持仓结构与偏好能够在一定程度上反映出市场主流资金对不同细分行业的预期与未来走势判断。

就公募基金持仓市值而言，按时间点划分，截止 2021 年 12 月 31 日，公募基金对行业内上市公司的总持股市值占行业总市值比重为 4.42%，相较 2020 年末的 6.41% 出现显著下降。截止 2022 年一季度末，公募基金对行业内上市公司的总持仓市值占行业总市值比重降至 2.45%。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止 2021 年 12 月 31 日，公募基金持仓市值占总市值比重位列前三的细分行业为“免税”、“酒类连锁”、“化妆品”，持股市值占比分别为 9.64%、6.01%、4.55%。截止 2022 年 3 月 31 日，公募基金持仓市值占总市值比重位居前三的细分行业依旧为上述三个板块，持仓市值占比分别降至 6.01%、2.98%、2.62%。此外，可以明显看出 2020 年期间内基金对于“电商及代运营”板块关注度较高，但在 2021 年后逐步聚焦在“酒类连锁”、“化妆品”两个板块内。

图 32：2021 年年初至今细分行业基金持仓情况（按持仓金额占比市值的比例变化%）

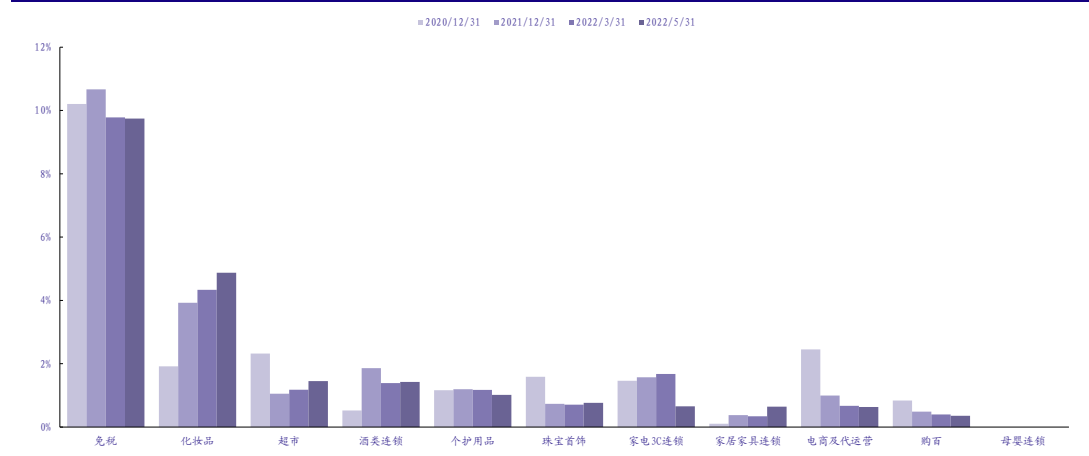


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

其次，对于沪深港通代表的北上资金而言，其持仓市值而言按时间点划分，截止 2021 年

12月31日，沪深港通持有行业内上市公司的总市值占行业总市值比重达到4.26%，相较2020年末的4.51%出现小幅下降。截止2022年6月2日，沪深港通持有行业内上市公司的总市值占行业总市值比重小幅降至4.06%，2021年内持续在相对高位水平。具体到不同时间节点的细分行业持仓情况，截止2021年12月31日，沪深港通持仓市值占总市值比重位列前三的细分行业为“免税”、“化妆品”、“酒类连锁”，持股市值占比分别为10.67%、3.93%、1.86%。截止2022年6月2日，沪深港通持仓市值占总市值比重位列前三的细分行业为“免税”、“化妆品”、“超市”，持仓市值占比分别为9.74%、4.87%、1.45%。横向对比可以发现，北上资金对于“免税”、“化妆品”两个行业的关注度持续较高，但2019-2021年年初更关注“电商及代运营”、“超市”两个板块，随后向“酒类连锁”、“家居家具连锁”板块转移。

图 33：2021 年年初至今细分行业沪深港通情况（按持仓金额占比市值的比例变化%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

综合公募基金持仓与沪深港通持仓情况，二者偏好的行业子版块逐渐趋于相同，并与前文中市场回顾部分梳理得出的表现最佳的行业基本完全吻合，主要包括“免税”、“化妆品”、“酒类连锁”等板块，同时可以看出市场偏好逐渐从疫情前期、中期的“电商及代运营”、“超市”板块向后疫情时代恢复较好的“珠宝首饰”、“家电3C连锁”等可选品类专营连锁渠道商板块转移。但同时也可以看出资金行业配置存在一定的差异性，在当前时点面对疫情反复的冲击，内资主导的公募基金和北上资金为主的沪深港通机构对于零售渠道的偏好有所不同，前者更加看重“电商及代运营”行业，而后者相对更加青睐“超市”行业。

（四）结论：21 年高景气度与业绩改善占上风，22 年全年看好业绩持续提振与估值提升带来的双击

最后，综合估值、业绩以及资金流向三方面因素共同解析 2021 年全年及 2022 年前三季度各细分行业市值变化。按时间段拆分，2021 年全年市值变动幅度位列靠前的行业中“母婴连锁”受益于新股上市，“珠宝首饰”、“酒类连锁”等板块均依靠于业绩显著提升，但上述三个板块估值走势各异，“珠宝首饰”行业估值大幅扩张，“酒类连锁”行业估值稳步提升，因此二者享受双击带来的增长，“化妆品”板块估值虽大幅回调，但整体市值扩张趋势不变；2022 年一季度面对疫情的冲击，仅“购百”“母婴连锁”等与必选消费相关性较强的行业市值小幅

上涨，“超市”行业市值虽小幅下降，但行业估值和业绩表现都有显著提升，可选消费集体承压，市值显著下降，“化妆品”在市值和业绩均处于下跌状态而估值大幅增长，反映出市场对其未来表现的乐观预期。“酒类连锁”尽管业绩保持了增长，但依然在市值和估值方面出现回调。结合资金层面数据来看，内资公募基金与以外资为主的北上资金在“化妆品”、“酒类连锁”两个板块中形成一致共识。

表 4：2021 年年末与 2022Q1 细分行业市值变化按估值与业绩拆分（%）

2021/12/31	市值变化	估值变化	业绩变化	2022/3/31	市值变化	估值变化	业绩变化
母婴连锁	544.1%	236.1%	-45.8%	购百	2.3%	1.1%	-7.6%
珠宝首饰	99.1%	145.4%	115.4%	母婴连锁	1.2%	-0.3%	-186.4%
酒类连锁	91.3%	5.3%	81.0%	超市	-7.7%	100.4%	31.7%
化妆品	48.1%	-135.5%	2.4%	家居家具连锁	-10.6%	-5.0%	-10.1%
购百	3.5%	-81.1%	42.1%	化妆品	-12.9%	165.9%	-7.5%
行业总计	-2.7%	-220.1%	-117.5%	行业总计	-15.5%	122.5%	-22.0%
家居家具连锁	-18.1%	16.7%	41.4%	珠宝首饰	-15.9%	-1.2%	-16.1%
家电 3C 连锁	-18.7%	198.0%	-1143.6%	电商及代运营	-16.3%	-7.8%	-42.8%
免税	-22.3%	-75.6%	57.2%	家电 3C 连锁	-21.7%	-29.5%	-231.5%
超市	-23.0%	-1277.9%	-184.4%	个护用品	-23.1%	-21.5%	-44.6%
电商及代运营	-31.3%	-11.8%	-35.2%	酒类连锁	-23.9%	-28.6%	30.4%
个护用品	-33.7%	-193.4%	-57.9%	免税	-25.1%	-10.4%	-10.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：“2022/3/31”业绩变化为 2022/3/31 相较于上年同期变化值。

三、投资主线：维持聚焦消费升级中的“专精特新”

工信部早于 2013 年 7 月便提出《关于促进中小企业中小企业“专精特新”发展的指导意见》，旨在促进中小企业转型升级，增强自主创新能力，不断提高发展质量和水平，增强其核心竞争力。通过对于相关政策文件的学习，我们认为“专精特新”的发展之路不仅仅适用于中小企业，也可将其概念延伸沿用至消费品零售行业，从而筛选出具有一定核心竞争优势与长期发展潜力的优质企业。

具体来看，将“专精特新”落地于消费品零售行业，相关子版块或是优质标的公司应该符合以下条件：

- 1) 专注于某个特定的细分市场，并专注于自身的主营业务，在行业内享有集中度/市占率优势；
- 2) 品牌商与渠道商的产品或是制造商的工艺具有专业性、独特性，可提供的产品与服务具有性价比或者品质优势，长期可不断强化品牌认可度与影响力；
- 3) 提高信息化应用水平，借助数字化手段在研产销等环节提升经营效率，优化产业链格局或是供应链水平；
- 4) 或可结合传统技艺、地域特色，通过技术创新与专利研发带来产品、服务附加值与经济效益的提升；

5) 对应标的公司享有优于行业整体的高成长性，研发投入效率高，盈利能力强，自身技术或是自有品牌受到市场与消费者的认可。

建立在上述分析判断的基础上，我们结合行业自身所处生命周期、竞争格局与外部环境催化因素等多角度进行拆分与比较，最终汇总得出以下三大投资主线：

- 1) 可选消费渠道品牌商：酒类连锁（专注于酒类流通领域的经营）；
- 2) 可选消费品牌商：化妆品（产品强品牌力，特色研发强化国货实力，部分公司精准把握功效性、中高端等化妆品细分赛道）；
- 3) 必需消费品牌商/制造商：个人护理（专业化生产与专利研发产品完善代工产业链；部分产品强品牌力，把握卫生巾、成人失禁产品、棉柔巾等一次性卫生用品细分赛道）。

图 34：将“专精特新”的概念延伸拓展至消费品零售行业

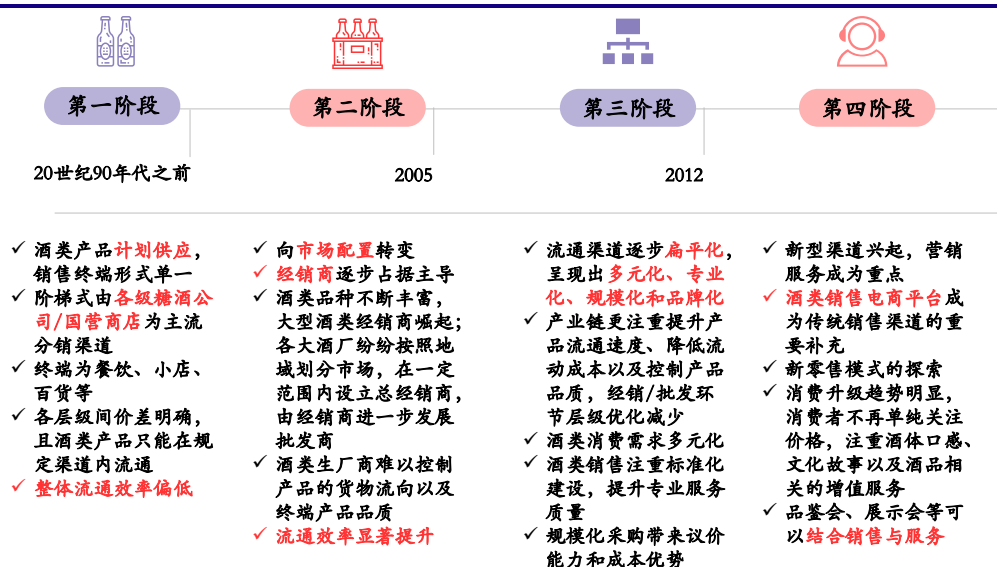


资料来源：中国银河证券研究院整理

（一）酒类连锁：深耕酒类终端消费市场下游保真，针对升级类消费有效把握上游选品

1. **行业概况：**我国的酒类流通行业大致可以分为四个阶段，在上世纪 90 年代，经销商的角色率先为行业带来的阶段性的突破，改变了传统糖烟酒公司/国营商店的传统格局，助力酒类产品实现了从计划供应到市场配置的转变；但随着经销商规模的壮大，其中也暴露出一些问题，包括销售层级的繁琐、产品质量难以控制等，与此同时消费者对于酒类商品的需求不断增长，尤其是个性化、多元化、高端化等各类需求涌现，因此中游流通企业亟待提升自身的运营效率并有效控制成本，通过标准规范的经营为市场供给“保真”产品以及配套的品质服务。

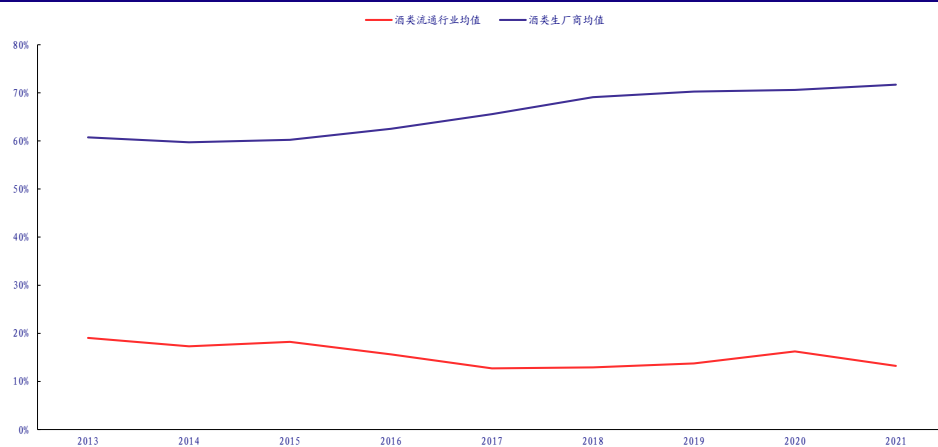
图 35：酒类流通行业发展的四个阶段



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

从产业链的角度来看，酒类产业链中的利润主要集中在上游生产商环节，酒企由于品牌力较强享有与其他环节的议价能力，行业内公司的毛利率水平可达 60%以上，并呈现出上升趋势；中游流通环节层级较多导致利润出现分流，且上游生产商的挑选空间充裕，环节内部彼此同质化程度较高的经销商、批发商、零售商等竞争激烈，行业内多数公司毛利率水平不及 20%。酒类流通企业本质与其他批发/零售类企业相似，核心在于高效的为消费者提供更好的商品与服务；但由于其承载的商品“酒”与其他消费品（食品饮料、日用品、服饰等）相比又具有一定的特殊属性，例如白酒厂商可以指定经销商并决定每个经销商的拿货配额情况，由此上游生产商的供给会直接影响中游流通环节的竞争格局。

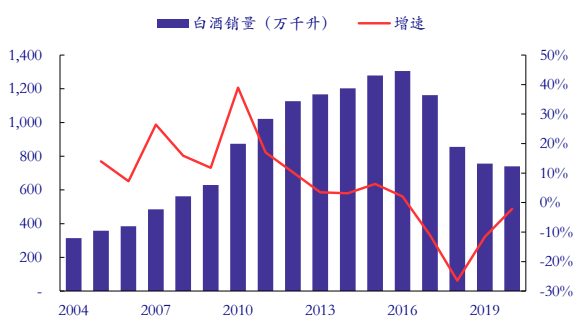
图 36: 上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

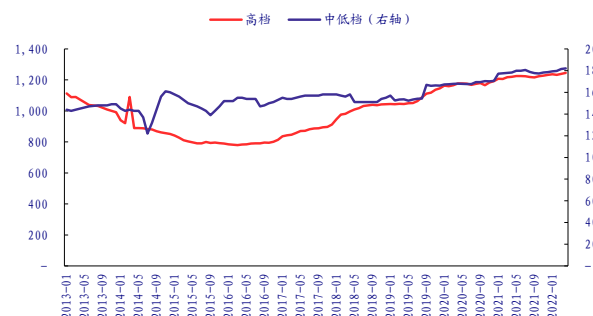
上游供给中,我国白酒行业的产量和销量早于 2010 年开始均呈现出增速下滑趋势,且收到反腐与遏制三公消费等外部因素影响,行业自身从供给端不断优化产品结构,与消费需求的升级变化相匹配,清退落后的低端白酒产能,同时丰富扩产中高端白酒;未来白酒行业的规模驱动主要在于产品结构的优化而并非“堆量”,中高端产品地位稳固;预计在 2025 年白酒行业虽仅贡献 11.4%左右的酿酒产量,但对应约 66%的销售收入以及 77%的利润。我国葡萄酒产量情况与白酒相似,同样受到经济环境的影响,自 2010 年开始步入增速下行区间;其中中低档产品价格平稳,但高档葡萄酒类多为进口,因此受关税政策变动的影响较大。从上游主要供给的两大类产品来看,中高端的“名酒”产品需求与具有“保真”和服务能力的酒类流通企业发展相得益彰。

图 37: 我国白酒销量逐渐滑落至相对平稳区间内 (万千升)



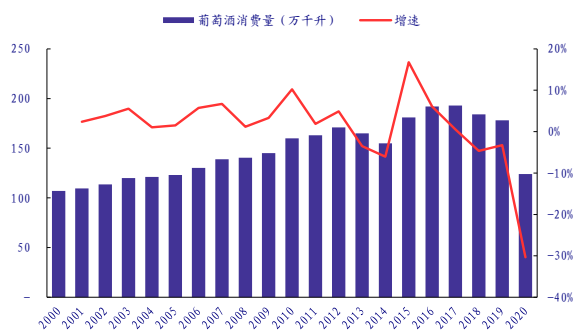
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 高档白酒价格自 2016 年开始逐步提升 (元/瓶)



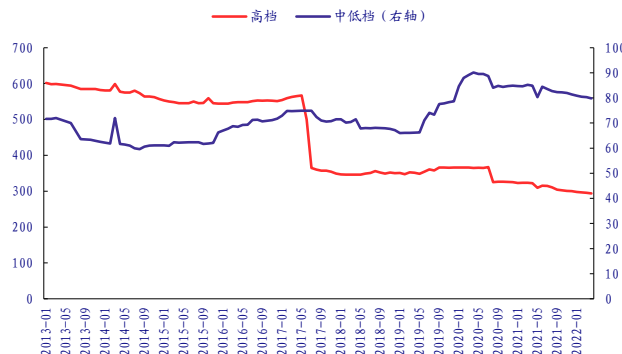
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39：我国葡萄酒消费量有逐步放缓趋势（万千升）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 40：高档葡萄酒价格受关税政策变动的影响较大（元/瓶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 5：“十三五”及“十四五”发展指导建议中对于酒类行业的规模要求

（万千升；亿元）		产量	产量增速	销售收入	收入增速	利润	利润增速
“十三五”规划要求	酒类	8960	21.57%	12938	40.19%	2658	42.04%
	白酒	1580	20.35%	7800	40.32%	1800	40.66%
“十四五”规划要求	酒类	7010	20.7%	12130	41.2%	2600	51.5%
	白酒	800	6.7%	8000	35.6%	2000	37.0%

资料来源：中国酒业协会，中国银河证券研究院整理

表 6：进口葡萄酒相关政策梳理

日期	政策
2005	葡萄酒进口关税从 44.6% 降至 14%
2012	对新西兰葡萄酒等产品的进口关税从 2%-4% 降至 0
2015	根据《中智自贸协定》，智利进口葡萄酒关税降为 0
2017	根据《中澳自由贸易协议》，澳大利亚进口葡萄酒关税从 34.7% 降至 5.6%
2019	澳大利亚葡萄酒关税进一步降至 0
2020	商务部对原产于澳大利亚的进口相关葡萄酒进行反倾销立案调查
2021	商务部决定自 3 月 28 日起对原产于澳大利亚的相关葡萄酒征收反倾销税，各公司反倾销税税率为 116.2%—218.4%

资料来源：艾媒咨询，商务部，中国银河证券研究院整理

表 7：2021 年国内发展葡萄酒相关政策梳理

日期	部门与地区	名称	政策
2021.04	中国酒业协会	《中国酒业“十四五”发展指导意见》	预计到 2025 年我国葡萄酒产量将达 70 万千升，比“十三五”末增长 75.0%，年均递增 11.8%；销售收入达到 200 亿元，比“十三五”末增长 66.7%，年均递增 10.8%。
2021.04	烟台市委办公室、市政府办公室	《关于促进烟台葡萄酒产业高质量发展的实施意见》	发挥名庄引领和示范效应，着力打造蓬莱丘山山谷、张裕葡萄酒小镇、莱山瀑拉谷、滨海葡萄酒庄观光带四大核心产区。结合产区优势和自然条件，引种产区适栽酿酒葡萄品种，实现酿酒葡萄种植基地区域化、特色化、多样化发展。对优质葡萄基地实行严格保护，禁止随意占用优质葡萄园。

		加强对烟台葡萄酒特性的研究,组织科研机构和骨干企业对烟台产区进行细分,根据不同的气象条件、土壤条件、葡萄品种、酿造工艺,开展产区葡萄酒理化指标、香气风味物质、感官特征风格、美酒美食搭配等方面的专业研究,提炼烟台葡萄酒的区域特色、品种特色,完善酿造工艺,形成自己的特性。支持产品差异化创新,鼓励企业深入研究产品特性,针对不同区域、不同市场、不同消费群体,研发差异化创新性产品,实现高档、中档葡萄酒和佐餐酒同步发展,形成多样化、精细化、特色化、个性化发展的产品结构。
2021. 05	农业农村部、工业和信息化部、宁夏回族自治区人民政府 《宁夏国家葡萄及葡萄酒产业开放发展综合试验区建设总体方案》	力争到 2025 年,综试区酿酒葡萄种植面积规模和层次大幅提升,葡萄酒酿造水平和品质明显提高,现代化酒庄建设迈上新台阶,葡萄酒产业对外开放成效显著,国际化产区及品牌建设取得新突破,国内市场份额和出口量进一步扩大,生态平衡进一步优化,自有知名品牌效应进一步增强。产业链条科技贡献率达到 70%,机械化普及率达到 80%,贺兰山东麓酿酒葡萄基地总规模力争达到 100 万亩,年产葡萄酒了亿瓶以上,实现综合产值 1000 亿元左右。建立健全覆盖种植、酿造、销售全过程的质量安全追溯体系。
2021. 07	新疆维吾尔自治区人民政府 《关于加快推进葡萄酒产业发展的指导意见》	到 2025 年,全区酿酒葡萄种植面积达到 100 万亩,力争葡萄酒年产量达到 70 万千升,其中葡萄酒、葡萄蒸馏酒分别达到 60 万千升 10 万千升;葡萄酒加工环节收入 470 亿元左右;种植、加工环节吸纳就业 10 万人以上,带动文化旅游、餐饮娱乐等相关产业收入 300 亿元以上。 到 2030 年,全区酿酒葡萄种植面积力争达到 160 万亩,力争酿酒产量达到 150 万千升,其中葡萄酒、葡萄蒸馏酒分别达到 100 万千升、50 万千升;葡萄酒加工环节收入达到 1000 亿元左右;直接吸纳就业达到 20 万人以上,带动文化旅游、餐饮娱乐等相关产业收入 500 亿元以上。

资料来源: 中国政府网, 商务部, 中国银河证券研究院整理

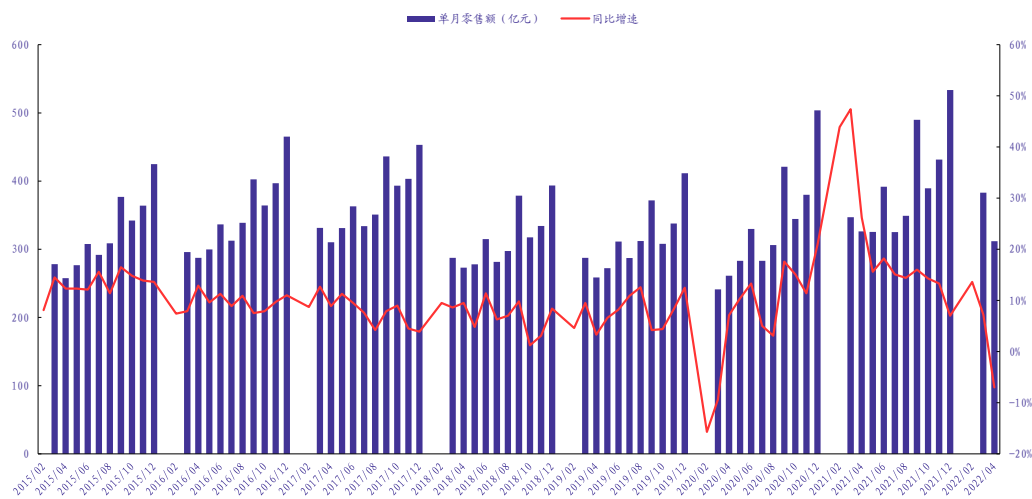
从政策的角度来看,在《中国酒业“十四五”发展指导意见(征求意见稿)》中,中国酒业协会提到匹配产业目标,提供配套的保障措施,对于酒类流通行业对应存在“酒类大商 1510 培育计划”,“十四五”期间产业内计划培育千亿级酒类大商至少 1 家,百亿级 5 家,50 亿级大商 10 家;同时对酒类流通质量安全予以目标,需要系统构建产业质量标准化体系,做好标准体系的顶层设计,促进标准顶层设计更趋科学合理,进而确保酒类质量安全等。上述政策积极利好酒类流通行业的规范化发展,也敦促指明了行业内龙头示范企业的发展方向;由此我们可以看出酒类流通企业的专业性、独特性地位毋庸置疑,在深化产业集群发展和集约化发展的过程中,借助科技手段主力产业升级转型,不断提升酒类产品品质与价值,树立文化形象同样重要。

2. 核心投资逻辑: 对于传统的白酒和葡萄酒、以及新兴的进口烈酒消费而言,高端和次高端产品将成为行业的增长主力;消费者对于判断酒类产品真伪、获取酒类产品相关服务的需

求上升,需要具有一定品牌信誉背书的专业可靠渠道以购买高端酒类产品。酒类流通企业通常通过完备的线下销售网络体系,或是物流支撑的线上电商平台,为消费者提供商品;尤其是品牌自营/加盟的线下门店不仅可以快速挖掘门店周边的消费需求,精准且及时的触达消费者,同时可以通过门店经营与展示树立公司连锁品牌形象,深化公司品牌的认知度与公信力。此外,酒类流通企业作为上游酒企酒厂与下游消费者之间稳定的桥梁,可以及时捕捉并反馈市场需求,在为消费者提供经典茅五等产品的同时,协助酒企酒厂提供更符合市场需求的多元化产品。

3. 近期催化剂:从社消数据的角度来看,疫情对于酒类商品的冲击主要集中在2020年年初,自4月开始烟酒类已经恢复正增长,尽管由于2022年年初受到疫情反复的冲击而有所下降,但随着上海、北京疫情的逐步控制,线下婚宴、商务宴请、朋友家庭聚餐等消费场景需求恢复,对应酒类的消费需求有望进一步恢复提升,社消中烟酒类增速仅在4月短暂出现负增长,5月增速再次回正。此外,酒类流通企业的发展也逐渐受到市场资本层面的关注。

图 41: 2020 年 4 月后烟酒类社消零售额单月持续正增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 8: 酒类流通企业上市情况

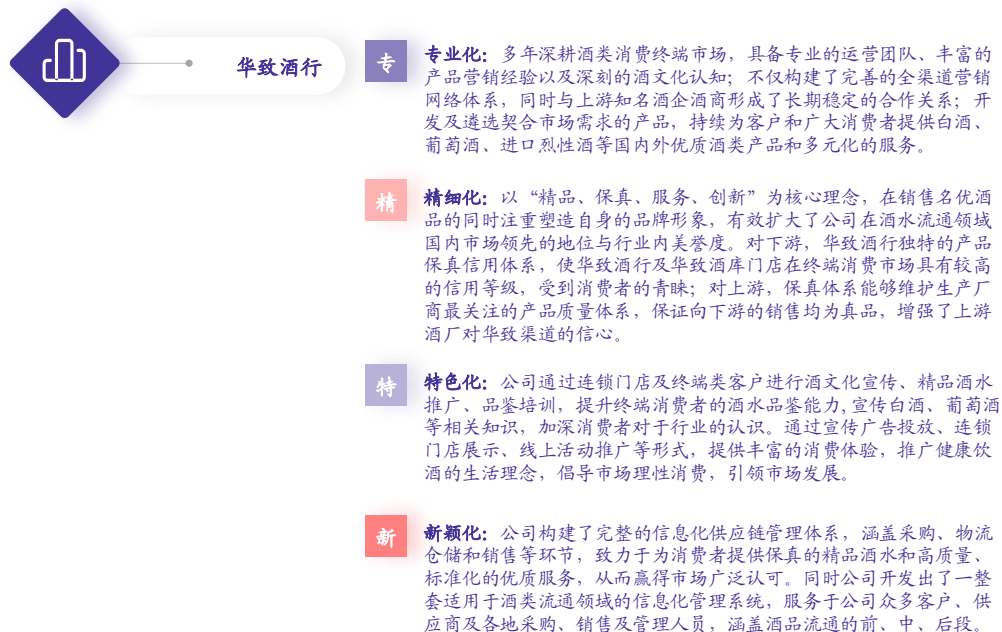
上市情况	公司名称	主营产品	主要渠道	业绩情况
2019 年创业板 300755.SZ	华致酒行	贵州茅台、五粮液、钓鱼台、荷花、汾酒、古井贡、国缘等白酒以及成“阿伦选·葡萄酒”产品系列、奔富、小拉菲等葡萄酒	华致酒行、华致名酒库、零售网点、KA 卖场等线下门店;京东、天猫旗舰店、华致酒库 020 平台及华致酒库微信小程序	2021 年营业收入 74.60 亿元 (YOY50.97%); 归母净利润 6.76 亿元 (YOY81.03%); 2022Q1 营业收入 35.54 亿元 (YOY51.03%); 归母净利润 2.49 亿元 (YOY30.39%)
2021 年提交创业板申报 (2015 年曾三板挂牌) A21035.SZ	酒仙网	茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖、汾酒、洋河、古井贡、酒鬼酒、钓鱼台、国台、人头马、保乐力加、帝亚吉欧等	酒仙网官网、酒仙网移动端 APP、与天猫、京东等第三方电商平台合作的酒水零售店铺,“酒仙网国际名酒城”、“酒快	2020 年营业收入 37.17 亿元 (YOY24.04%); 归母净利润 1.82 亿元 (YOY123.45%)

2014 年三板挂牌	壹玖壹玖	茅台、五粮液、国台、钓鱼台等白酒、国产葡萄酒、进口葡萄酒、洋酒、黄酒、啤酒、酒具等	1919 吃喝 APP、天猫旗舰店、1919 饿了么店、1919 口碑店、1919 官方商城、线下直营店和直供店(加盟店)	2021 年营业收入 46.09 亿元 (YOY14.66%); 归母净利润 0.51 亿元 (YOY118.54%);
2016 年三板挂牌	名品世家	葡萄酒为主, 茅台、五粮液等白酒, 兼顾酒具、茶叶、地方特产等	加盟店、合作店、电商合作平台; “线下店商”、“线上电商”、“跨界营销”、“酒类金融”等	2021 年营业收入 13.41 亿元 (YOY31.49%); 归母净利润 1.22 亿元 (YOY53.67%)
830993.NQ				
835961.NQ, 2021 年计划借壳宝德股份				
(300023.SZ), 11 月重组计划终止				
备案辅导阶段	百川名品	五粮液、茅台、剑南春、法国百特等		
IPO 辅导阶段	京糖酒业	茅台等白酒		
2016 年三板挂牌	酒便利	白酒、葡萄酒、烈酒、啤酒、饮料、黄酒、专业酒具和香烟 8 大品类	“互联网平台+呼叫中心+实体门店+配送”的线上线下一体经营模式	2021 年营业收入 10.76 亿元 (YOY7.80%); 归母净利润 0.62 亿元 (YOY201.39%);
838883.NQ				

资料来源: Wind, 酒业家, 中国银河证券研究院整理

4. 投资标的落地于“专精特新”: 我们认为优质的作为精品酒水营销和服务商, 其核心在于得到上游品牌商和下游客户、终端消费者的认可, 具有一定的品牌优势。对应**推荐标的华致酒行(300755.SZ)**, 公司线下营销网络正在逐步完善, 同时搭配线上电商渠道触达更广的消费者人群, 以公司的品牌形象为背书, 可以在全国范围内全渠道的提供多种类保真商品, 打开终端的增长空间, 有望成为十四五规划中百亿级别的酒流通企业。

图 42：酒类连锁行业投资标的落地于“专精特新”

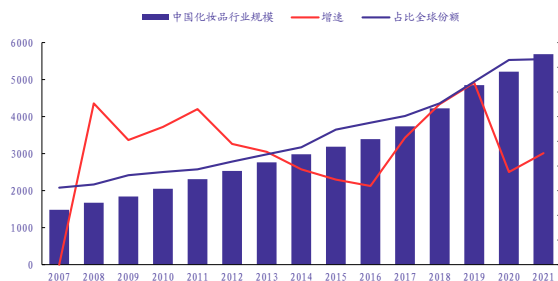


资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）化妆品：把握功能性护肤细分赛道与消费升级红利，看好强营销、精产品、树品牌的优质国牌

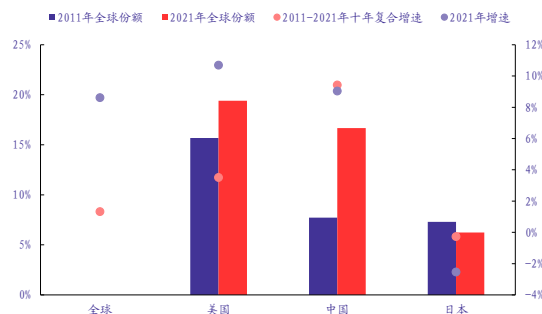
1. 行业概况：截止 2021 年末，根据欧睿咨询的统计数据，我国化妆品行业规模已达到近 5700 亿元人民币，较上年同比增长 9.04%，占全球的份额进一步大幅提升至 16.66%，自 2013 年规模超越日本之后，稳居全球第二，且与第一名美国（2021 年全球市占率 19.40%）的差距逐年缩小。我国化妆品行业 2011-2021 年十年期复合增速高达 9.43%，远超美日及全球整体同期水平；2021 年，我国化妆品的同比增速小幅低于美国，超过同期全球市场同期水平，日本出现了规模的萎缩。一方面是受益于我国化妆品渗透率仍处于提升阶段致使消费客群持续扩张，另一方面是得益于我国居民尚处于消费升级阶段致使存量用户客单价持续提升，二者共同作用下使得我国化妆品行业尚处于高景气的加速扩张阶段。

图 43: 2007-2021 年我国化妆品行业规模持续扩张(亿元, %)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

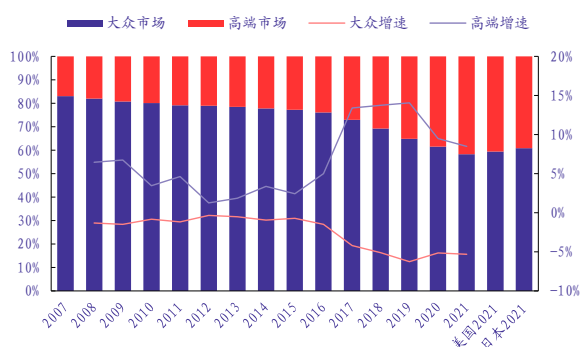
图 44: 我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场(%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

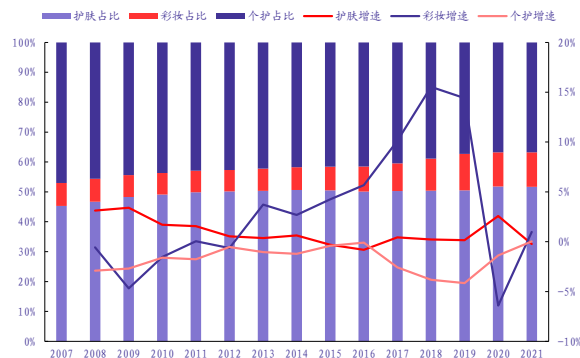
具体来看我国化妆品结构特征，根据欧睿数据统计，按价格定位划分，我国化妆品市场尽管当前仍以大众定位为主（54%），但其份额呈现较为明显的持续下滑，因此支撑我国化妆品市场持续增长的驱动力主要源自于高端市场；按产品类型划分，我国化妆品市场中逐步由 2005 年的个护主导转向由护肤品为主（52%），并且护肤品与近年来增长迅猛的彩妆品类仍在持续挤压个护产品份额；按销售渠道划分，我国化妆品市场截止 2021 年末仍是以线下门店为主（56%）但其份额受到线上电商近年来的高速扩张持续下滑。具体来看，2021 年处于后疫情时期，2021 年行业出现了短期的结构性变化特征：①我国高端产品的份额提升速度延续了 2020 年以来的放缓态势，2021 年较上年提升约 3.27 个百分点，系 2017 年以来的最低幅度，横向对比来看，美日等国家往期大众与高端产品的份额占比接近 1:1，2021 年大众品类份额占比也提升至 60% 左右，我国高端定位产品逆势出现强劲发展；②彩妆产品的复苏幅度明显高于护肤、个护类产品，主要由疫情期间彩妆产品需求大幅下滑所致；③线上渠道销售相对于疫情期间的快速扩张，增速放缓，但其绝对增速仍位居第一。

图 45: 2007-2021 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动(%)



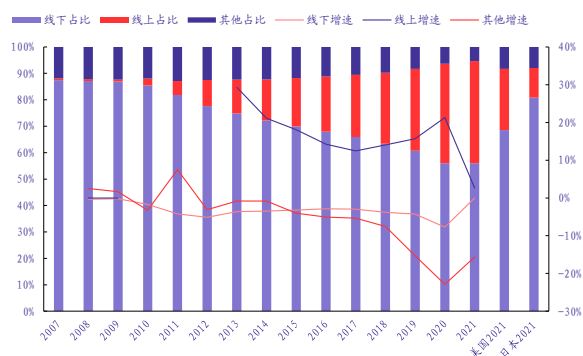
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 46: 2007-2021 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动(%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

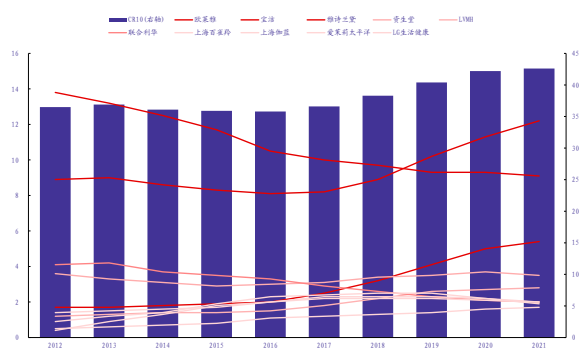
图 47: 2007-2021 年我国化妆品市场线上占比持续提升 (%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

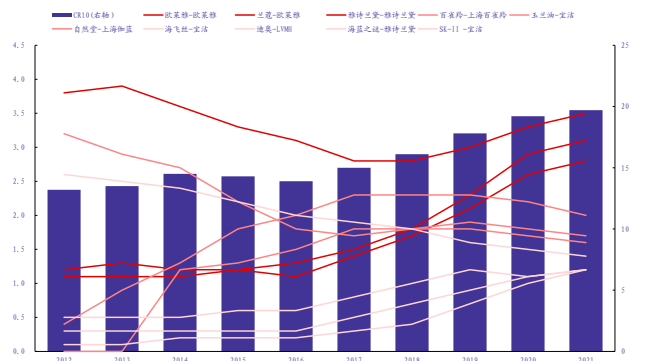
从竞争格局的角度来看，2016 年之前化妆品行业内的竞争更为激烈，头部化妆品集团的市场策略尚不明确，后起之秀较多，市占率出现滑落；随后头部化妆品集团逐渐意识到中国市场的重要性，并针对消费者激增的高端定位、护肤需求推出相应品牌的营销，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂为代表的公司市占率稳步提升，推动行业内 CR10 上升至 42.6%；从品牌的角度来看，欧莱雅、雅诗兰黛主品牌以及兰蔻、海蓝之谜、SKII 等品牌份额提升明显，进一步验证了国际化妆品集团的发展主要系基于高端定位、护肤需求。此外，可以看出百雀羚、自然堂、云南白药、薇诺娜、珀莱雅等国产品牌近年来也实现了相对可观的规模增长，在与国际品牌博弈的过程中获得一席之地。

图 48: 2012-2021 年我国化妆品市场集团市占率 (%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 49: 2012-2021 年我国化妆品市场品牌市占率 (%)



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

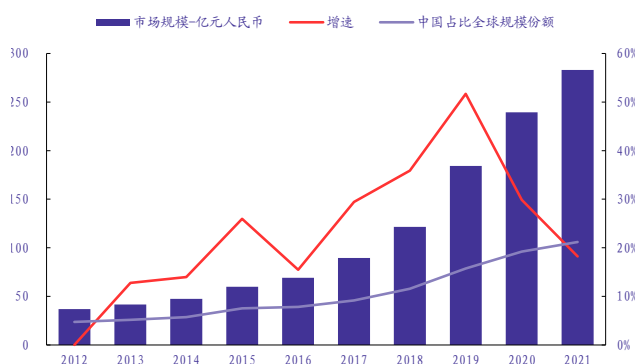
具体来看功能性护肤细分赛道，目前市场普遍认为该赛道内包含皮肤学级护肤品（针对敏感肌的温和修复）、功效性护肤品（主打具体成分与功效）以及医美类“械字号”产品（主要为医用敷料等医疗器械）。具体来看皮肤学级美妆产品与功效性护肤品（由于欧睿数据统计的皮肤学级美妆产品经营公司中包含修复为主的薇诺娜、玉泽等，也包括修丽可等，故认为为广义的统计），2021 年我国细分行业规模达到 283.01 亿元人民币，2012-2021 年的九年期复合增速为 25.38%，表现明显优于同期的美妆行业整体（9.39%）以及护肤品类（9.75%）；我国在全球皮肤学级美妆产品中的份额占比达到 21.19%（低于护肤品的 29.40%），总体规模已经远超日韩等亚洲国家以及市场发达成熟的法国。同时相较于普通的美妆产品，或是护肤品，皮肤学级美妆产品拥有独立的增速变化趋势，自 2013 年开始处于波动加速上行区间，2021 年增速趋缓；

截止 2021 年中国皮肤学级美妆产品在中国美妆产品中的份额占比为 4.98%，较 2012 年 1.46% 的水平提升 3.52 个百分点。

尽管细分赛道发展迅猛，我国皮肤学级美妆产品人均消费额截止 2021 年末仅为 3.1 美元/人，远不及当前位居世界各国前列的法国 29 美元/人的水平，日韩美等国家为 5-15 美元/人，未来仍有普及度与消费量的提升空间。

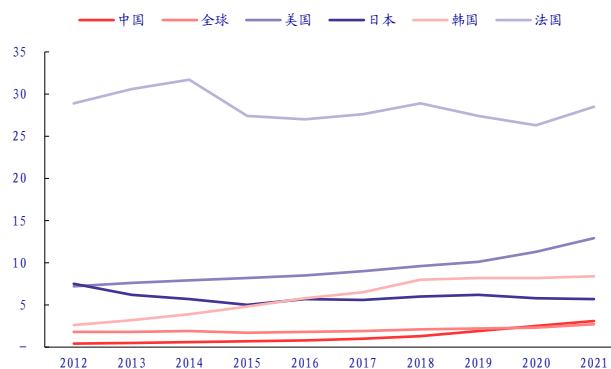
从竞争格局角度来看，全球范围内基本符合皮肤学级美妆产品 CR5 水平优于护肤品和美妆品类（10-20%左右的水平）的大趋势，主要是由于皮肤学级美妆产品目标人群以及产品功效性明确所致，截止 2021 年末我国皮肤学级美妆产品品牌 CR5 达到 62.9%，本土品牌表现卓越。

图 50：2012-2021 年我国皮肤学级美妆产品规模（亿元）



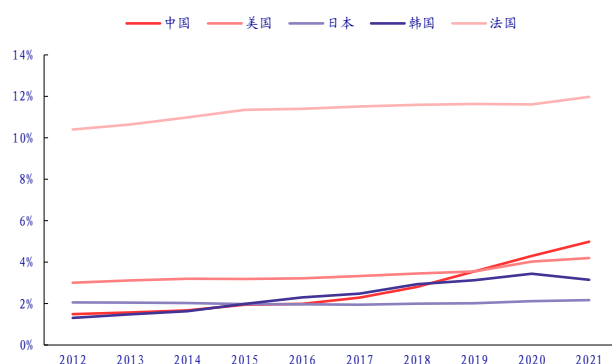
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 52：全球主要市场内皮肤学级美妆产品人均消费（美元）



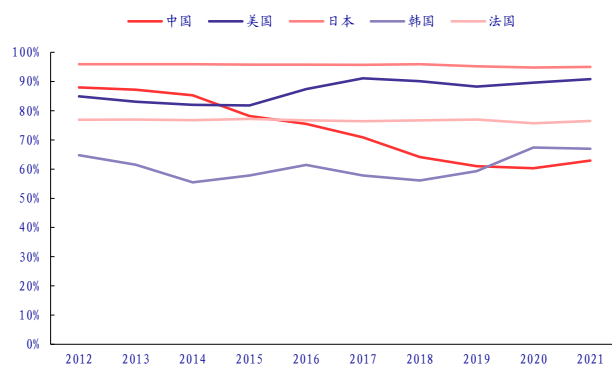
资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 51：全球主要市场内皮肤学级美妆产品占比美妆市场份额



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 53：全球主要市场内皮肤学级美妆产品行业 CR5

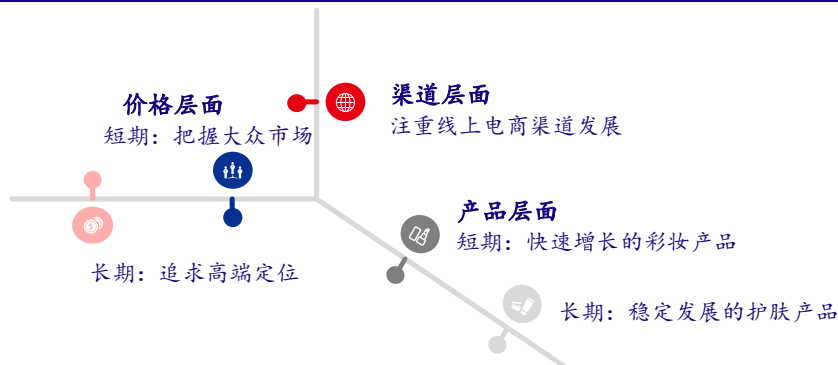


资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑：结合前文对于化妆品行业当前特征的分析，若行业可维持前期的发展趋势与规模增速，我们维持“短期看渠道，中期看产品，长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。我们认为对于我国化妆品行业内的企业而言，短期需要尽快抢占市场份额，通过拳头产品获得消费者认可，此时合适的销售渠道与营销手段尤为重要，新品与爆品利于初期品牌形象的树立；中期化妆品公司需要进一步稳定和提升市占率，此阶段丰富的产品矩阵可以助力公司触达更全面的消费者群体，满足多元化的美妆个护需求，覆盖更广阔的产品价格带，在广度上拉高公司的渗透率；但从长期来看，化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面，具有竞争壁垒

的核心有效成分将提升品牌的议价能力，稳固自身的市场地位，并获得消费者粘性以及其对应品牌的忠诚度。

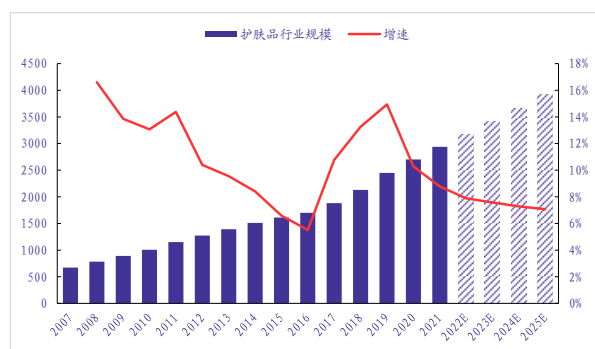
图 54：我国化妆品市场三大长期发展趋势展望



资料来源：中国银河证券研究院整理

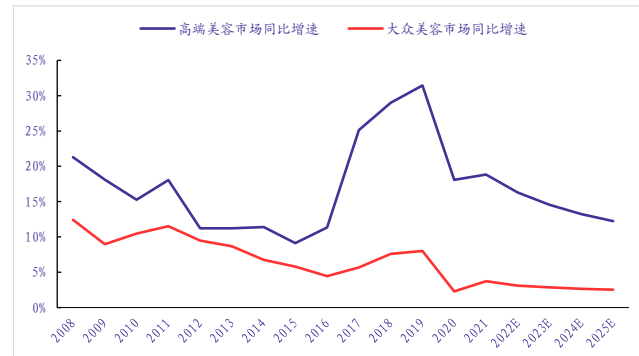
根据欧睿的预测，至 2025 年我国美妆行业规模预期发展近 8000 亿元，年均增速约为 7.7%；其中护肤品作为我们长期看好的核心品类，规模预期发展至 4000 亿元左右，年均增速约为 7.5%，其在整体美妆行业中的份额占比按次预测将维持在 50%左右。从价格带的角度来看，随着消费升级以及悦己经济的发展，中高端护肤品作为传统补水保湿护肤品的升级产品，发展空间巨大，2025 年规模预期发展至近 4000 亿元，年均增速约为 15%左右。

图 55：我国护肤品行业空间预测（亿元）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

图 56：大众及高端市场同比增速预测



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

细分赛道中，根据我们前期的研究，按照全球/其他国家地区的人均水平测算，以日韩等亚洲国家的人均水平为短期目标，以美国水平为中期目标，以法国水平为长期目标，我国皮肤学级美妆行业尚处于发展前期，行业乐观可以保持 20%以上的年均复合增速，未来五年行业规模有望突破 500 亿元。此外，考虑到消费者对于护肤的重视程度提升，更注重产品的安全性，存在普通消费者选择皮肤学级美妆产品的可能性，因此上述细分赛道产品的消费群体不拘泥于敏感肌群体，有进一步扩张的普及空间，但具体取决于行业的教育程度和消费者的接受程度；同时从成因的角度来看，部分因素存在普遍性和趋势性（工作生活的“焦虑感”，熬夜，过度使用化妆品，更广泛的接受激光治疗/医美项目等），因此敏感肌的患病率存在后天提升的可能性，综上，行业规模增长的天花板有望被打开。

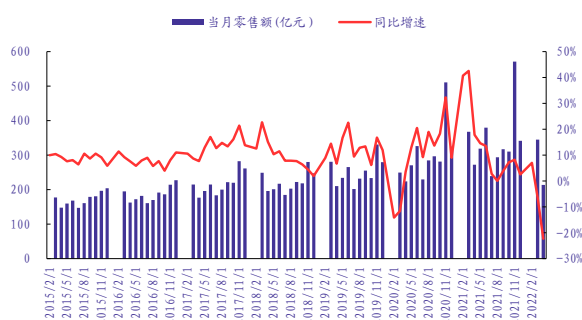
表 9：皮肤学级美妆产品行业规模预测

	人均-元	规模-亿	耗时-年	对应年份	与 2021 年相比倍数
2021 年我国人均水平	20.0	28.3	—	2021	—
达到日韩人均水平	48.02	678.3	5	2026	24
达到美国人均水平	74.06	1046.2	7	2028	37
达到法国人均水平	194.18	2743.0	12	2033	97

资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

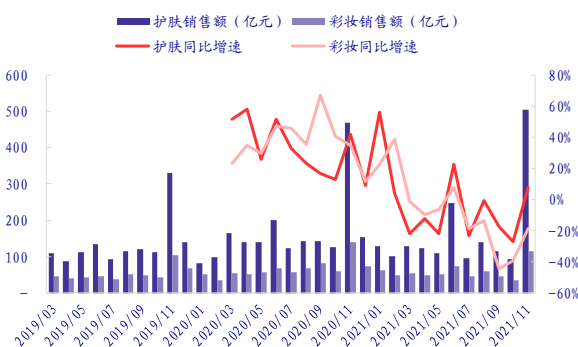
3. 近期催化剂：从社消数据的角度来看，由于化妆品的销售渠道以线下渠道为主，在面临 2022 年 3 月份以来的疫情反复的冲击，零售额同比降幅较大。但伴随着上海、北京等地区疫情封控的渐渐结束，企业逐步复工复产，叠加国家、地方政府出台的促进消费的政策，预计化妆品零售年内将迎来复苏性的大幅增长。由于疫情反复引发的对出境游的抑制以及离岛免税政策限制放开，化妆品作为免税渠道销售额第一大品类势也将从中受益。

图 57：2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 58：2021 年以来护肤与彩妆类产品线上销售相对承压



资料来源：淘数据，中国银河证券研究院整理

2021 年年内，药监局对于化妆品行业的监管趋严，政策频发。其中《化妆品新原料注册备案资料管理规定》的公告（2021 年第 31 号）及《化妆品注册备案资料管理规定》的公告（2021 年第 32 号），旨在规范和指导化妆品注册与备案工作，相关规定自 2021 年 5 月 1 日起实施；全年内条例针对“动物实验”、产品功效宣传、儿童化妆品、“刷酸”、“干细胞”、“药妆”等热点均有涉及。我们认为年内化妆品行业的相关法律法规、规范条例的集中推出从侧面说明行业正处于高速发展期，行业中参与者众多且良莠不齐，有待管理；政策法规的推行实施可以进一步促进现有化妆品行业的监管发展，对行业内的品牌商、渠道商强化约束，利好现有规范化经营、产品品质有保障的优质品牌与企业；消费者的需求不会缩减或是消失，由此监管不仅会带来行业环境的优化，也将肃清违法行为与企业，由此优质品牌企业有望享受行业需求蓬勃发展与行业集中度提升的双重增长红利。

表 10：年内化妆品行业相关政策梳理

部门	时间	名称	内容
国务院	2021.1.1	化妆品监督管理	旨在规范化妆品生产经营活动，加强化妆品监督管理，保证化妆品

办公厅		条例	质量安全，保障消费者健康，促进化妆品产业健康发展。 国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理。化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品。国家对特殊化妆品实行注册管理，对普通化妆品实行备案管理。化妆品原料分为新原料和已使用的原料。国家对风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。 化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。 国家鼓励和支持开展化妆品研究、创新，满足消费者需求，推进化妆品品牌建设，发挥品牌引领作用。国家保护单位和个人开展化妆品研究、创新的合法权益。国家鼓励和支持化妆品生产经营者采用先进技术和先进管理规范，提高化妆品质量安全水平；鼓励和支持运用现代科学技术，结合我国传统优势项目和特色植物资源研究开发化妆品。
药监局	2021.2.26	化妆品注册备案资料管理规定	首次申请特殊化妆品注册或者办理普通化妆品备案时，境内的注册申请人、备案人和境内责任人应当提交以下用户信息相关资料： （一）注册人备案人信息表及质量安全负责人简历； （二）注册人备案人质量管理体系概述； （三）注册人备案人不良反应监测和评价体系概述； （四）境外注册人、备案人应当提交境内责任人信息表； （五）境内责任人授权书原件及其公证书原件； （六）注册人、备案人有自行生产或者委托境外生产企业生产的，应当提交生产企业信息表和质量安全负责人信息，一次性填报已有生产企业及其信息。生产企业为境外的，应当提交境外生产规范证明资料原件。 （1）清理整治未经注册或者未备案的化妆品：对化妆品电子商务经营者销售的化妆品注册备案情况开展重点检查，清理整治利用网络销售的未经注册的特殊化妆品、未备案的普通化妆品、冒用他人化妆品注册证的化妆品以及国家或者省级药品监督管理部门通知暂停或者停止经营的化妆品；（2）清理整治标签违法宣称的化妆品：对电子商务平台内化妆品经营者在其经营活动主页面展示的化妆品产品标签等信息是否全面、真实、准确且与化妆品注册或者备案资料一致开展重点检查，对标签存在虚假或者引人误解的内容，明示或者暗示具有医疗作用，违法宣称药妆、干细胞、刷酸、医学护肤品等的化妆品进行清理整治；（3）清理整治存在质量安全风险的化妆品：对化妆品电子商务经营者销售的化妆品质量安全情况开展重点检查，清理整治利用网络销售的非法添加可能危害人体健康物质的化妆品、使用禁用原料生产的化妆品、超范围或者超限量使用限用组分生产的化妆品等，重点关注儿童化妆品、祛斑美白类化妆品等。
药监局	2021.10.11	关于开展化妆品“线上净网线下清源”专项行动的通知	本规定所称儿童化妆品，是指适用于年龄在12岁以下（含12岁）儿童，具有清洁、保湿、爽身、防晒等功效的化妆品。标识“适用于全人群”“全家使用”等词语或者利用商标、图案、谐音、字母、
药监局	2021.10.9	《儿童化妆品监督管理规定》	

汉语拼音、数字、符号、包装形式等暗示产品使用人群包含儿童的产品按照儿童化妆品管理。

儿童化妆品配方设计应当遵循安全优先原则、功效必需原则、配方极简原则：

（一）应当选用有长期安全使用历史的化妆品原料，不得使用尚处于监测期的新原料，**不允许使用基因技术、纳米技术等新技术制备的原料**，如无替代原料必须使用时，应当说明原因，并针对儿童化妆品使用的安全性进行评价；

（二）不允许使用以祛斑美白、祛痘、脱毛、除臭、去屑、防脱发、染发、烫发等为目的的原料，如因其他目的使用可能具有上述功效的原料时，应当对使用的必要性及针对儿童化妆品使用的安全性进行评价；儿童化妆品应当从原料的安全、稳定、功能、配伍等方面，结合儿童生理特点，评估所用原料的科学性和必要性，特别是香料香精、着色剂、防腐剂及表面活性剂等原料。

旨在规范化妆品生产经营活动，加强化妆品监督管理，保证化妆品质量安全。

化妆品注册人、备案人应当依法建立化妆品生产质量管理体系，履行产品不良反应监测、风险控制、产品召回等义务，**对化妆品的质量安全和功效宣称负责**。化妆品生产经营者应当依照法律、法规、规章、强制性国家标准、技术规范从事生产经营活动，加强管理，诚信自律，保证化妆品质量安全。**国家对化妆品生产实行许可管理**。从事化妆品生产活动，应当依法取得化妆品生产许可证。

化妆品生产经营者应当依法建立进货查验记录、产品销售记录等制度，**确保产品可追溯。鼓励化妆品生产经营者采用信息化手段采集、保存生产经营信息，建立化妆品质量安全追溯体系。**

自 2022 年 7 月 1 日起，化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当按照《规范》要求组织生产化妆品。2022 年 7 月 1 日前已取得化妆品生产许可的企业，其厂房设施与设备等硬件条件须升级改造的，应当自 2023 年 7 月 1 日前完成升级改造，使其厂房设施与设备等符合《规范》要求。

化妆品注册人、备案人应当具备开展化妆品不良反应监测工作的能力，按照化妆品监督管理条例规定履行以下义务：

（一）建立并实施**化妆品不良反应监测和评价体系**，配备与其产品相适应的机构和人员从事化妆品不良反应监测工作；

（二）主动收集并按照本办法的规定向化妆品不良反应监测机构报告化妆品不良反应；

（三）对发现或者获知的化妆品不良反应及时进行分析评价，根据评价结果采取措施控制风险；

（四）配合化妆品不良反应监测机构、负责药品监督管理的部门开展化妆品不良反应调查。

药监局 2021.8.6 《化妆品生产经营监督管理办法》

药监局 2022.1.6 《化妆品生产质量管理规范》

药监局 2022.2.15 《化妆品不良反应监测管理办法》

资料来源：药监局，中国银河证券研究院整理

4. 投资标的落地于“专精特新”：结合化妆品行业的核心投资逻辑与近期催化剂，我们推荐：①重视全渠道建设和全渠道营销的品牌商以及线上渠道运营商，此阶段内可以享受线上渠道规模增长带来的扩张红利；②覆盖全品类产品，尤其覆盖相对必选属性、抗周期更强的护肤和个护类产品，消费者对于此类商品的依赖性与忠诚度更高；③打造品牌力，积极研发符合市场需求的化妆品产品。对应推荐标的包括：贝泰妮（300957.SZ）、珀莱雅（603605.SH）、上海家化（600315.SH）。

图 59：化妆品行业投资标的落地于“专精特新”





珀莱雅

专

专业化: 以主品牌珀莱雅品牌持续升级,以产品体系升级为核心,不断增强品牌的科技感和年轻感,传递品牌的发现精神,从物质到精神都与年轻一代消费者紧密绑定。截至2020年时,珀莱雅主品牌的营收占比持续超过80%;同时公司主营的护肤洁肤类产品占比持续超过85%。根据欧睿数据统计,2020年公司在国内护肤品市场中市场占有率排名为第十一,在全国护肤品市场本土厂商中市场份额排名前三。

精

精细化: 公司坚持多品牌、差异化发展战略,旗下自有品牌产品包括“珀莱雅”“悦芙媞”大众精致护肤品牌,“彩棠”“INSBAHA”彩妆品牌,以及“CORRECTORS”高功效型护肤品牌,提供的化妆品类产品,可覆盖消费者全使用场景。2020年开始,公司推行“大单品”战略,重点打造“红宝石系列”和“双抗系列”,逐步向中高端市场转型,可以满足女性消费者群体对高质量产品及多元化需求。

特

特色化: 公司以自主研发为主、产学研相结合为辅的研发模式。与巴斯夫中国(胺类、二醇、多元醇等原料作为成分添加)、亚什兰中国(有机溶剂,提升产品使用肤感,保证有效成分活性)、西班牙LIPOTRUE S.L.公司(六胜肽作为“红宝石系列”的主要功效成分,确保产品抗皱抗衰的功效)等全球领先的原料供应商保持研发合作关系。

新

新颖化: 利用热门社交平台,积极开展线上营销。从2020年开始,珀莱雅就开始拍摄一系列剧情短片并在各个热门社交平台投放来宣传企业产品和文化。2020年5月,珀莱雅首次发布“趁年轻为爱去冒险”短片用以宣传红宝石精华。在提高产品销量的同时,引起社会中年轻女性的情感共鸣,宣传企业品牌与文化。线上渠道增速较快,优势明显。截至2019年,珀莱雅线上主营业务收入占比首次超过50%,成为营收的主要来源。与行业对比来看,公司线上主营业务收入占比远高于国内护肤品市场电商销售占比。



上海家化

专

专业化: 上海家化是中国美妆日化行业历史最悠久的民族企业之一,至今已有一百二十余年历史。公司十大主要品牌中,既有历史悠久的国民品牌(佰草集、美加净、双妹、六神),又有潜力新锐的成长性品牌(玉泽、汤美星、启初),各大品牌特色鲜明、互相补充,既赋予了公司较强的品牌认知度与品牌情怀,打下扎实的根基。

精

精细化: 公司全新管理层确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针,即以消费者为中心,以品牌创新和渠道进阶为基本点,以流程、文化和数据化为助推器。公司通过“简化”和“聚焦”提升运营效率,降本增效。确定了差异化的品牌发展策略,将护肤品类(佰草集、双妹、玉泽、典萃等)作为快速发展品类,将六神、启初、高夫等列为细分冠军品类,将家安、美加净等列为细分领先品类,并聚焦头部产品,逐步减少现有产品中的长尾产品,梳理在研产品以明晰各品牌需要迭代弥补的产品线。

特

特色化: 功能性护肤品牌玉泽加强医研共创,与上海交通大学医学院附属瑞金医院皮肤科、复旦大学附属华山医院、上海市皮肤病医院进行合作。佰草集树立以“科技 X 中草药”为核心的现代中医学护肤权威地位。与全球领先的化工公司巴斯夫建立了长期创新合作关系,以加快公司在新功效活性物和新剂型、传统中草药现代化、皮肤功效机理研究及可视化和数字智能化设备等多领域的数字化转型和变革。

新

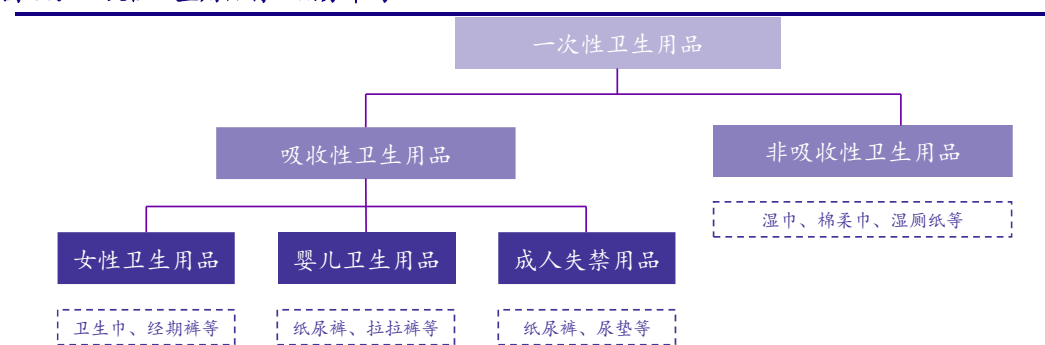
新颖化: 携手天猫新品创新中心,赋能新品孵化和爆品打造;积极推动线上转型进程,搭建私域生态,多渠道用户招募引流私域;拓展抖音渠道,开设抖音旗舰店;线下积极发展新零售、收缩长尾低效门店、聚焦头部门店;还与屈臣氏开展深度合作,利用其领先行业的新零售业务和数字化运营体系赋能上海家化的数字化运营。采用 oCPM 传播解决方案(即优化后的千次曝光成本),通过对抖音、微信等重点媒体平台的全链路(媒体前端+电商后端)实时数据追踪,指导投放策略的迭代和优化。

资料来源: 中国银河证券研究院整理

（三）个人护理：代工企业与品牌商同进步，卫生安全意识与消费水平提升共促产品迭代升级

1. 行业概况：一次性卫生用品包括吸收性卫生用品和非吸收性卫生用品。其中吸收性卫生用品主要包括女性卫生用品、婴儿卫生用品与成人失禁用品；非吸收性卫生用品主要是湿巾和干巾市场。从商品属性与底层的消费逻辑出发，我们认为一次性卫生用品从初次进入居民日常生活到适用人群的全面普及往往伴随着国家经济发展带动人均收入提升和全民受教育程度提高对健康意识与知识水平的逐步抬升。

图 60：一次性卫生用品行业细分市场

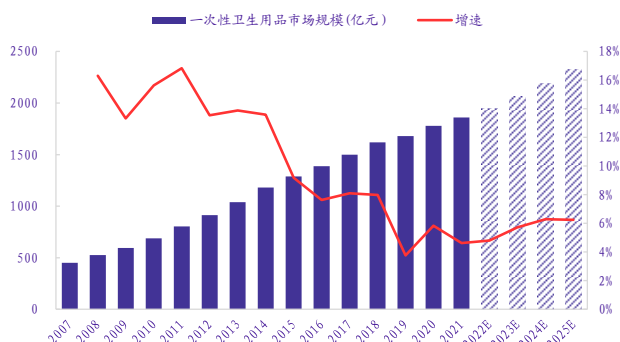


资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

自一次性卫生用品于上世纪 80 年代初进入中国市场，30 多年的快速发展使得行业内产品种类不断丰富，产品功能不断完善，与人民生活密切相关。2021 年我国一次性卫生用品市场规模达到 1860.55 亿元，同比增速为 4.4%，11-21 年十年期复合增速达 8.76%。伴随着我国人均可支配收入增加带来的消费升级以及新兴渠道发展红利，一次性卫生用品行业仍有较大的量价提升空间。一方面，消费者追求更高品质的商品带来价的增长，线上平台等新兴渠道的出现打开市场边界，推动渗透率的快速提升带动销售量的扩张；同时，更多的行业发展机会吸引新锐品牌进入，市场内竞争加剧，新产品的迭代和升级进一步带来价的提升。

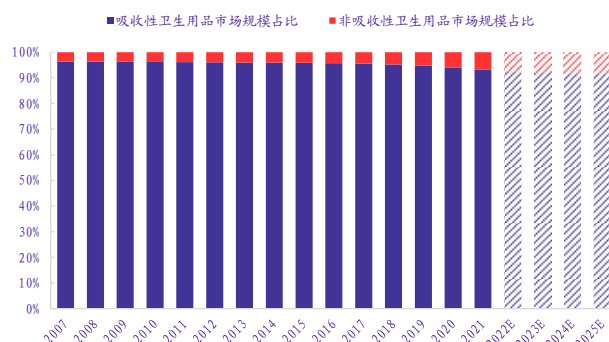
行业内部结构方面，2020 年吸收性卫生用品和非吸收性卫生用品占比分别为 93%、7%，其中吸收性卫生用品占据主要市场份额。06-21 年非吸收性卫生用品市场份额逐年总体呈稳步提升状态。随着消费者卫生健康意识的提高以及消费习惯的改善，我们预计未来非吸收性卫生用品有望进一步提升市场份额。

图 61: 我国一次性卫生用品市场规模 (亿元)



资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

图 62: 我国一次性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)

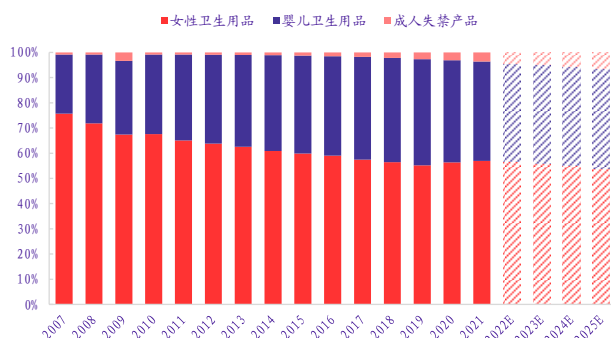


资料来源: 欧睿咨询, 中国银河证券研究院整理

2020 年我国吸收性卫生用品市场规模达到 1733.72 亿元 (YOY3.9%), 10-20 年十年期复合增速达 8.4%。具体来看, 2021 年女性卫生用品、婴儿卫生用品、成人失禁用品占比分别为 56.94%、39.43%、3.64%, 女性、婴儿卫生用品占据主要市场份额。上述三大品类的所处的发展阶段不尽相同: 1) **女性卫生用品**, 由于进入我国时间较早且使用习惯已养成, 对于适龄女性群体而言属于必需消费品, 产品渗透率提升迅速并已于 2017 年实现适用人群渗透率 100%, 但这也使得该市场失去了渗透率提升的行业红利, 逐步步入发展中后期, 预计未来规模增速水平相较发展初期渗透率偏低的成人失禁用品与发展中期渗透率仍有提升空间的婴儿纸尿裤而言将明显放缓, 将主要依靠产品升级带来结构性变化; 2) **婴儿卫生用品**, 自 20 世纪 90 年代首次进入中国市场后, 在过去的 30 余年时间内始终保持渗透率稳步提升, 目前在低线市场内普及度依旧偏低, 并且成熟消费者已经步入到追求更高品质消费的发展阶段, 整体处于发展中期, 未来仍有望伴随渗透率提升与高质量发展实现规模稳步扩张; 3) **成人失禁用品**, 由于我国人均可支配收入较发达国家仍有差距, 且相关消费观念尚未得到社会充分认可, 行业仍处于发展初期, 未来发展空间巨大。

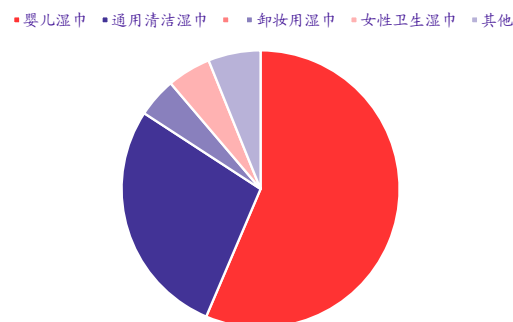
2021 年我国非吸收性卫生用品市场规模达到 126.83 亿元, 10-20 年十年期复合增速达 15.1%, 高于吸收性卫生用品行业平均增速; 2021 年, 受前期疫情影响, 消费者卫生健康意识提升, 当年行业规模增速达到 16.1%。非吸收性卫生用品可以分为湿巾和干巾, 其中, 棉柔巾 (干巾的主要形式)、湿巾等品类受益消费升级增长亮眼 (2014-2018 年棉柔巾市场规模 CAGR 达 101.59%), 预计未来随着消费者卫生健康意识进一步提升, 对于日常清洁、消毒的需求增长, 行业成长潜力巨大。

图 63：我国吸收性卫生用品行业内部结构占比情况（%）



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

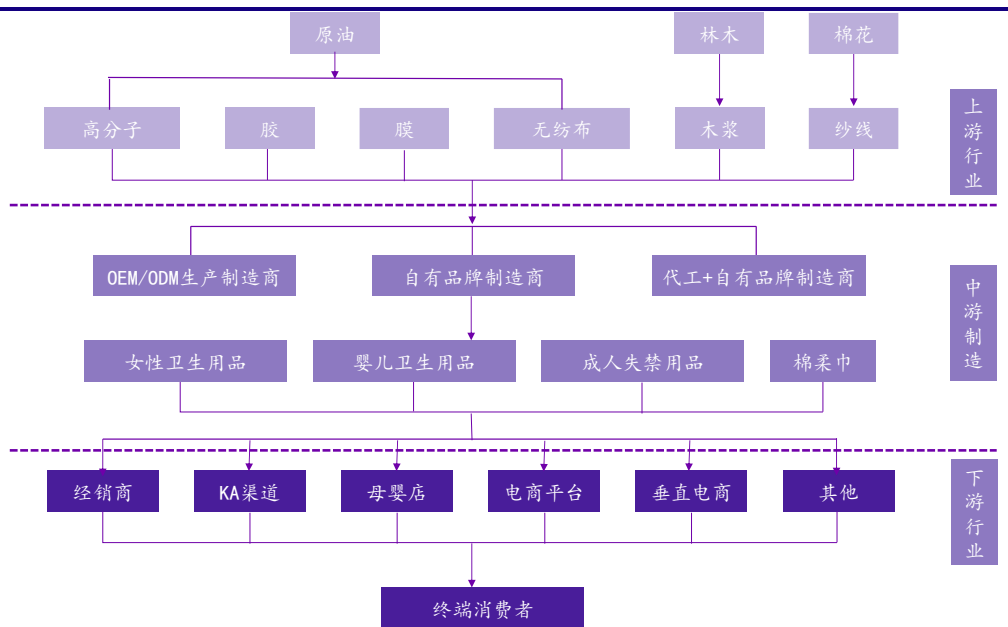
图 64：2017 年我国湿巾卫生用品市场产品结构（%）



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

从产业链的角度来看，我国一次性卫生用品产业链成熟，上游原料供应充足，供求平衡；中游生产制造企业较多，竞争相对激烈，生产设备上多采用日本进口的生产线，在服务国内外中高端品牌（包含 ODM 与 OEM 两种代工模式）的同时不断打造自有品牌；下游消费需求随着经济的快速发展以及居民购买水平的提升持续扩大，终端销售环节内竞争激烈，格局不断调整。在“中国质造”、“新零售业态”等新兴概念的驱动下，一次性卫生用品行业中偏好轻资产运营的品牌商与专注制造的代工企业将长期共存，发挥各自在产业链中的比较优势并共享行业发展红利。

图 65：一次性卫生用品产业链结构



资料来源：蒙悦护理招股书，中国银河证券研究院整理

竞争格局方面，对于吸收性卫生用品，女性卫生用品行业竞争格局稳定，本土企业品牌占比领先；婴儿卫生用品行业市场竞争较为剧烈，外国企业品牌占比领先，但国产新锐品牌层出不穷并已初具规模；成人失禁用品市场格局较为分散，国产品牌占据较大份额；至于非吸收性

卫生用品，尽管国产品牌占据主导且领军企业优势明显，但市场整体竞争格局仍远不及欧美发达国家成熟市场。

表 3：2021 年一次性卫生用品行业内细分赛道头部公司市占率情况

	女性		婴儿		成人		非吸收/ 擦拭
CR5	36.2%	CR5	41.2%	CR5	25.0%	CR5	29.6%
尤妮佳	12.2%	宝洁	15.5%	杭州可靠	8.3%	恒安国际	14.2%
恒安国际	10.3%	金佰利	7.3%	恒安国际	6.5%	爱适瑞	5.5%
宝洁	6.1%	花王	6.8%	爱适瑞	4.7%	金佰利	4.9%
广东景兴	3.8%	大王	6.8%	山东康舜	3.3%	中顺洁柔	2.9%
金佰利	3.8%	尤妮佳	4.8%	河北宏达	2.2%	康贝	2.1%
花王	2.3%	上海夕尔	2.7%	杭州豪悦	1.9%	强生	1.9%
重庆百亚	1.5%	恒安国际	2.1%	金佰利	1.5%	上海夕尔	1.6%
拜尔斯道夫	1.3%	广东茵茵	1.8%	杭州珍琦	1.3%	贝亲	1.5%
桂林洁伶	0.9%	广东昱升	1.7%	杭州舒泰	1.0%	亚洲浆纸业	1.2%
福建恒安	0.7%	浙江比芭	1.7%	尤妮佳	0.7%	稳健医疗	1.1%

资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

表 12：2021 年一次性卫生用品行业内细分赛道头部品牌市占率情况

	女性		婴儿		成人		非吸收/ 擦拭
CR5	36.7%	CR5	39.2%	CR5	24.50%	CR5	27.7%
苏菲	12.7%	帮宝适	15.5%	可靠	8.30%	心相印	14.2%
七度空间	10.8%	好奇	7.3%	安尔康	6.50%	维达	4.7%
护舒宝	6.0%	妙而舒	6.8%	包大人	4.20%	舒洁	3.8%
高洁丝	3.8%	Goo, N	6.8%	周大人	3.30%	洁柔	2.9%
ABC	3.4%	Moony	2.8%	老来福	2.20%	康贝	2.1%
乐而雅	2.4%	Babycare	2.7%	得伴	1.50%	强生婴儿	1.9%
自由点	1.4%	妈咪宝贝	2.0%	珍琦	1.30%	Babycare	1.6%
洁婷	1.3%	茵茵	1.8%	康福瑞	1.20%	贝亲	1.5%
洁伶	0.9%	吉氏	1.7%	千芝雅	1.00%	清风	1.2%
好舒爽	0.7%	碧芭	1.7%	白十字	0.70%	全棉时代	1.1%

资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

2. 核心投资逻辑：我们从市场规模、行业集中度（公司 CR5）和 10-20 年近十年年均复合增速这三个维度对一次性卫生用品行业下属四个细分赛道进行了发展概况的分析。明显可以看出，我国各个子行业的增速均优于美日等成熟市场，但行业集中度亟待提升；具体而言，我们认为：

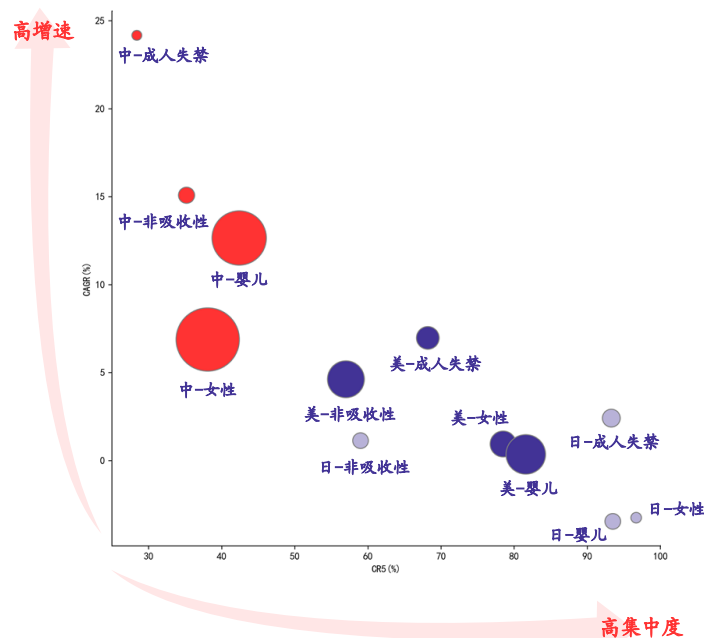
1) 我国女性卫生用品行业由于渗透率饱和，发展最为成熟，未来机会更多集中在竞争结构优化后头部企业市占率的提升；

2) 短期内，婴儿卫生用品与非吸收性卫生用品均具有潜力，婴儿卫生用品借力新兴电商渠道加速渗透，同时三胎政策或可带来消费量规模的短期提升，而非吸收性卫生用品则是受疫情催化消费者卫生安全意识提升，带来的使用普及；

3) 长期来看，非吸收性卫生用品与成人失禁产品增长空间更大，非吸收性卫生用品的使用场景丰富，多元化的需求细分导致消费群体与消费量不存在明显边界；成人失禁用品则是由于处于行业发展初期，消费者市场教育将会有望带来渗透率的大幅提升；

4) 综合来看，各个行业内发展的共性在于，初期靠渗透普及，消费量增长为主导；中期靠量价齐驱，卫生意识提升带来使用频次的增长，产品的基础型迭代出现差异化竞争；长久靠产品的创新变革以改善性能，搭配功能细化以满足多元需求，价格带抬升成为主导。

图 66：中日美一次性卫生用品各细分赛道发展情况



资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

一次性卫生用品行业的市场规模（以零售价）预测如下表所示，乐观预期一次性卫生用品市场的潜在市场规模可以达到近 5000 亿元，保守估计销售市场空间也可达到近 2800 亿元，与当前 1700 亿元的市场规模相比，增长潜力极大。

表 4：一次性卫生用品潜在市场空间预测

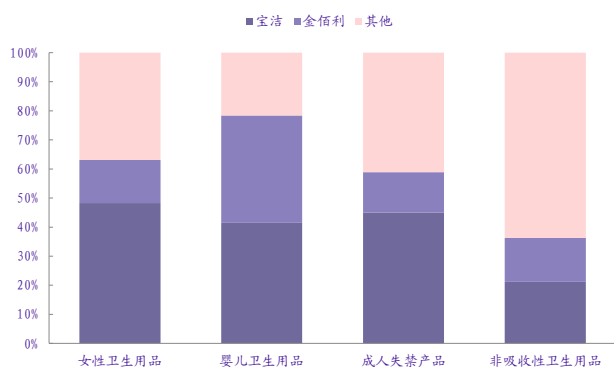
	细分市场	细分市场规模（亿元）	市场规模（亿元）
乐观	女性卫生用品	2,300	4,997
	婴儿卫生用品	2,122	
	成人失禁用品	211	
	非吸收性卫生用品	364	
保守	女性卫生用品	1,360	2,784

婴儿卫生用品	1,116
成人失禁用品	109
非吸收性卫生用品	199

资料来源：欧睿咨询，中国银河证券研究院整理

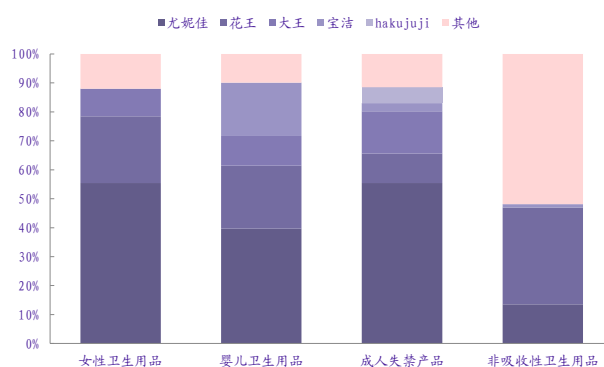
从行业参与者的角度来看，美日等市场内均以成熟的集团化公司形成垄断，凭借各自旗下的丰富品牌矩阵对各个细分赛道形成品类全覆盖。对比中国，未来是否能出现类似的大集团效应值得关注；目前中国一次性卫生用品行业下属细分赛道均尚未形成稳定的市场格局，竞争较为激烈，一方面一次性卫生用品多为舶来品，外资成熟品牌与企业凭借一定的口碑及规模优势销售表现突出，同时本土企业也利用新零售业态的出现和对本土市场的了解获得发展机遇，由此我们期待随着行业的变迁发展，具有产品力与品牌力的头部代工企业与品牌商脱颖而出，实现市占率的突破。

图 67：2021 年美国各赛道头部公司市场份额占比（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

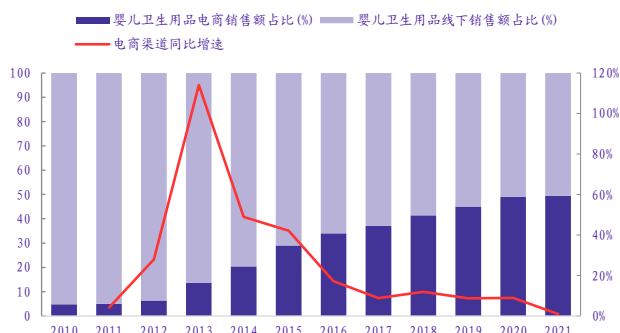
图 68：2021 年日本各赛道头部公司市场份额占比（%）



资料来源：Euromonitor，Wind，中国银河证券研究院整理

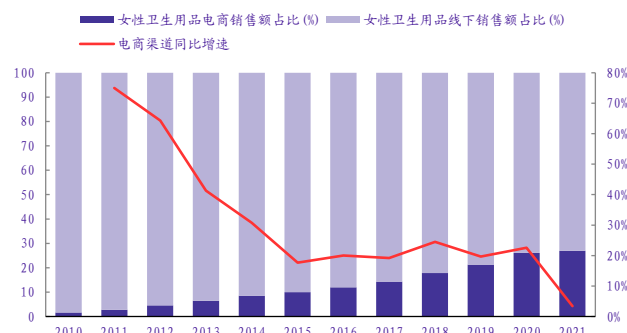
3. 近期催化剂：前期受疫情的催化，行业内标的公司通过调整生产线，提升口罩等防疫物资和卫生用品的产量供给，短期实现了销售额规模和净利业绩的大幅提升；后疫情时代行业内公司逐步回归至主营产品，营收与业绩降至前期稳定的增长轨迹内。同时，行业内产品属于刚性较高的必选消费，面对可能发生的疫情反复具有更强的韧性。在短期产品不发生技术性变更的背景下，销售量提升带来的积极影响远超产品升级的客单价增长。下游销售渠道的变化为一次性卫生用品行业的规模增长提供了更加有效的流通支持。整体而言，我国一次性卫生用品的销售渠道可以划分为两大类：1）传统渠道，包括 KA、便利店、经销商等；2）新兴渠道，包括母婴专营店、专业连锁门店、电商平台等。上述多种渠道中，电商平台充分享受互联网时代流量红利，为一次性卫生用品打开销售市场边界，增长最为明显，并且发展至今已经具备举足轻重的渠道地位。

图 69：婴儿卫生用品电商渠道占比及增速



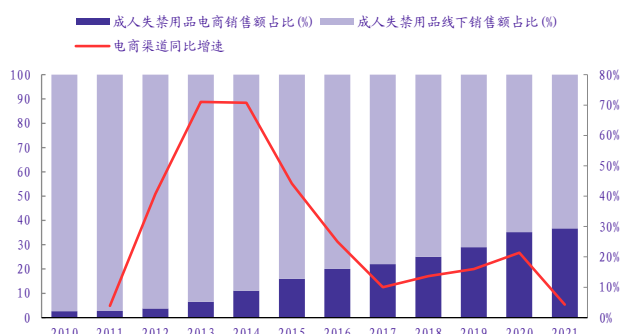
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 70：女性卫生用品电商渠道占比及增速



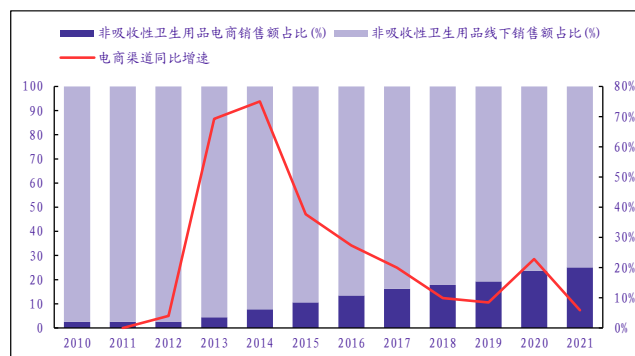
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 71：成人失禁用品电商渠道占比及增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 72：非吸收性卫生用品电商渠道占比



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

一次性卫生用品保质期较长（通常为 1-3 年），一旦养成使用习惯后消费具有必需属性且频次固定（例如婴幼儿每日使用纸尿裤，女性在每月经期使用卫生巾等），因此购买产品的数量可以预知；现行的线上电商大促具有低价囤货的特性，与上述购买行为匹配，故电商渠道的发展将进一步拉动一次性卫生用品的销售，且渠道份额占比也将在现有基础上不断提升。

具体来看，不同的一次性卫生用品由于购买者不同，线上渠道的重要性也不尽相同，婴儿卫生用品表现最为突出。婴儿卫生用品的电商渠道销售占比在 2021 年达到 49.5%，占据将近一半销售额；当前婴儿卫生用品的主要消费群体-新生儿的父母年龄主要集中为 80 后及 90 后群体，报告数据显示，2020 年 30-39 岁群体网购金额占比达到 45.5%，是网上购物的主要消费力。新生代新生儿的父母更加接受微商及网上购物等消费模式，并且随着母婴新媒体的出现以及主打线上渠道销售的国产母婴新锐品牌的出现，婴儿卫生用品受到多重作用因而线上销售额占比快速提升，因此长期来看，随着品牌商对于线上渠道和线上营销的把控增强，婴儿卫生用品的电商销售额占比也将出现进一步提升。

4. 投资标的落地于“专精特新”：结合个护用品行业的核心投资逻辑与近期催化剂，我们推荐：①具有研发创新能力的优质生产商，可以为市场提供产异化产品，满足包括功能形式多变、吸收性更强等多元化、升级化的市场需求；②专注于主业产品的生产与销售，从一个细分赛道出发，不断渗透一次性卫生用品行业各类产品类型，矩阵丰富的制造商与品牌商；③打造

自有品牌品牌力，通过产品升级迭代不断强化自身市场地位。对应推荐标的包括：可靠股份（301009.SZ）、百亚股份（003006.SZ）、稳健医疗（300888.SZ）。

图 73：个人护理行业投资标的落地于“专精特新”





稳健医疗

专

专业化：稳健医疗是国内医用耗材行业的标杆企业，主要产品线覆盖伤口护理、感染防护及消毒清洁，具体产品包括高端伤口敷料产品、传统伤口护理与包扎产品、手术室感染控制产品、防护产品及用于体表清理的消毒清洁产品；随后不断拓宽产业边界，围绕“医疗背景、全棉理念”，发展成为覆盖伤口护理、感染防护、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等多领域的医疗大健康企业。

精

精细化：公司“winner稳健医疗”、“Purcotton全棉时代”及“Pureit2B津梁生活”三大品牌协同发展，相互促进。“winner稳健医疗”是具有三十年医疗用品生产经验，国内市场处于前列且具有全球视野的医用耗材品牌。“Purcotton全棉时代”品牌以全棉制品为标签，在品牌打造方面实行独具特色的差异化策略，持续地向消费者传达“医学贴近生活，全棉呵护健康”的品牌主张和“全棉改变世界”的品牌愿景，将品牌营销拓展为全棉生活方式的消费文化输出，使品牌整体传递的信息更加丰满，培育消费者对品牌的感知度和忠诚度。Pureit2B津梁生活精选全球优质健康美丽好物，“以健康理念影响主流消费观念，以天然产品吸引主流消费人群”为使命，为消费者带来全方位数字化新零售体验。

特

特色化：公司在行业内较早建立起医疗级的质量管理体系并通过ISO13485医疗器械质量管理体系认证，产品质量符合欧洲、美国、日本和中国标准。此外被深圳工业总会评选为“中国医用耗材行业标杆企业”，同时被联合国工业发展组织认定为“国际信誉品牌”。全棉时代作为第一起草人、公司作为主要起草人主导制定了柔巾的国家标准（GB/T 40276-2021）。

新

新颖化：公司制定了“三年流程成熟度提升部署项目”规划方案，争取于2021年完成流程资产化、2022年流程效率显著提升、2023年数据驱动流程管理，通过更高效的管理方法和工具，为客户提供更专业的产品和服务。同时公司落地“商品数字化运营、全渠道数字化运营、消费者数字化运营、智慧物流数字化运营和智能制造数字化运营五大数字化”战略，启动SAP重塑项目，通过Salesforce平台CRM整体解决方案。

资料来源：中国银河证券研究院整理

四、投资展望与推荐标的：短期看好高韧性必需消费，中长期建议关注确定性高和稳定性强的优质标的

展望2022年下半年，我们认为内循环背景下的消费市场仍然充满变数，但中国的“产业升级”与“消费升级”两大趋势不会变，消费者对于“美好生活”的追求与向往不会变，对应着中国迈向“先进制造”与“先进服务”的方向不会变，但在这一过程中，结构性的不对称、不匹配明显，部分领域消费升级节奏明显快于产业升级，传统行业依旧面临集中度低、有效市场供给不足等问题。年内，“十四五”规划和2035年远景目标纲要明确了阶段性政策主题，未来五年内促进居民消费升级、培育新消费的重要使命不容忽视；对于产品与服务的制造商、流通商与品牌商而言，捕捉市场中的个性化、差异化、品质化消费需求，不断扩大优质消费品、中高端产品供给，提升自主品牌影响力和竞争力，义不容辞。

当前阶段，疫情再次对社会消费形成冲击。年初至今各地依旧存在疫情反复的情形，尤其是3月后至今国内本土新增确诊病例数量较前期出现明显增长，据卫健委统计，近期（年初至2022.05.31）共有确诊病例超过11万例，无症状感染者逾66万例，其中上海市、北京市、深圳市等地均阶段性出现疫情波动。截至2022年5月，社会消费品零售总额累计同比下降1.5%，累计零售额较上年同期规模下滑约2629.5亿元，3-5月份多地的疫情反复对整体消费形成短期拖累。考虑到部分城市遵循疫情防控指示，逐步升级对于可能出现聚集的线下门店经营的管控，部分地区出现大面积居家办公、封闭式管理等情形（例如深圳市3月14日-21日进行防

范封闭,上海市3月28日开始逐步实施封控直至5月底逐步解封,北京市自4月底开始逐步加强管控直至5月底等),短期内或将对当地的线下零售、到店餐饮等业态造成冲击,其中超市、线上平台等作为购买居民生活必需品的保供渠道,其对于民生稳定的重要程度不容忽视。相关标的推荐关注永辉超市(601933.SH)、家家悦(603708.SH)、红旗连锁(002697.SZ)。

中长期来看,结合前文的分析,我们认为“专精特新”的消费品零售优质标的公司更符合发展的大趋势。专注细分领域更在于对于对市场细分需求的挖掘;精细化运作更在于提供高品质的产品;特色化的研发创新是树立产品力与品牌力的基础;新兴数字化的普及则是不断提升企业的经营效率,迅速捕捉并拉近与市场需求的距离。由此,符合上述条件的公司也有望实现优于行业整体的高成长性,强盈利性,以及自身技术、渠道或是自有品牌受到市场与消费者的认可。从而塑造长期经营的确定性与稳定性。

综合前文中对各细分行业的2021年至2022Q1市场表现回顾的分析以及对其中基本面正处于或未来较长时间都将保持在景气周期内的子行业的详细拆分,我们认为在当前的国内消费环境之中,2022年仍有望延续自身景气周期的子行业主要包括:1)酒类连锁;2)化妆品;3)个护用品。具体落实到标的,我们基于本次年度策略报告中的核心逻辑,即“专精特新”的消费品零售行业标的值得关注:

- ① 酒类连锁行业,标的包括华致酒行(300755.SZ);
- ② 化妆品行业,标的包括贝泰妮(300957.SZ)、珀莱雅(603605.SH)、上海家化(600315.SH);
- ③ 个护用品行业,标的包括可靠股份(301009.SZ)、百亚股份(003006.SZ)、稳健医疗(300888.SZ)。

表5: 标的公司盈利预测

股票代码	公司名称		营收规模(亿元)及增速(%)				归母净利润规模(亿元)及增速(%)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601933.SH	永辉超市	规模	910.62	944.25	976.21	1007.23	-39.44	8.44	11.60	13.47
		增速	-2.29%	3.69%	3.38%	3.18%	-319.8%	121.4%	37.35%	16.13%
		EPS	-0.43	0.09	0.13	0.15				
		PE	-10	47	34	30				
	家家悦	规模	174.33	186.16	197.75	208.83	-2.93	2.57	4.08	5.51
		增速	4.52%	6.78%	6.23%	5.60%	-168.6%	187.6%	58.72%	35.12%
		EPS	-0.48	0.42	0.67	0.91				
		PE	44	32	20	15				
300755.SZ	华致酒行	规模	74.60	98.96	124.65	148.77	6.76	9.65	12.75	15.65
		增速	50.97%	32.65%	25.97%	19.35%	81.03%	42.88%	32.09%	22.72%
		EPS	1.62	2.32	3.06	3.75				
		PE	31	16	12	10				
300957.SZ	贝泰妮	规模	40.22	56.40	74.40	94.08	8.63	12.17	16.25	20.69
		增速	52.57%	40.22%	31.91%	26.45%	58.77%	41.04%	33.53%	27.31%
		EPS	2.04	2.87	3.84	4.87				

		PE	94	66	50	39				
603605.SH	珀莱雅	规模	46.33	57.34	70.13	83.50	5.76	7.15	8.83	10.62
		增速	23.47%	23.76%	22.30%	19.07%	21.03%	24.08%	23.48%	20.36%
		EPS	2.87	2.55	3.14	3.78				
		PE	73	61	49	41				
600315.SH	上海家化	规模	76.46	90.10	104.38	119.96	6.49	7.99	9.81	12.09
		增速	8.73%	17.84%	15.84%	14.93%	50.92%	23.12%	22.67%	23.32%
		EPS	0.96	1.18	1.44	1.78				
		PE	42	29	24	19				
301009.SZ	可靠股份	规模	11.86	15.42	19.00	23.20	0.40	0.77	1.28	1.74
		增速	-27.44%	29.99%	23.20%	22.12%	-81.43%	94.52%	64.95%	36.81%
		EPS	0.15	0.28	0.47	0.64				
		PE	126	45	27	20				
003006.SZ	百亚股份	规模	14.63	18.22	22.14	25.94	2.28	2.57	3.03	3.54
		增速	16.97%	24.51%	21.52%	17.18%	24.89%	12.68%	18.11%	16.86%
		EPS	0.53	0.60	0.70	0.82				
		PE	34	18	15	13				
300888.SZ	稳健医疗	规模	80.37	92.53	105.59	116.79	12.39	14.66	16.98	19.31
		增速	-35.87%	15.12%	14.12%	10.60%	-67.48%	18.29%	15.82%	13.74%
		EPS	11.61	3.44	3.98	4.53				
		PE	28	17	15	13				

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理, 截止 2022 年 5 月 31 日

五、风险提示

疫情反复的风险; 行业内竞争加剧的风险; 原材料价格波动的风险; 产能与实际需求不匹配 (产能过剩或是产能不足) 的风险; 门店或是渠道扩张铺设效果不及预期的风险; CPI 表现不及预期的风险。

六、附录

表 6: 细分行业所包含的股票标的详情

股票代码	股票简称	行业分类	股票代码	股票简称	行业分类
002264.SZ	新华都	超市	002187.SZ	广百股份	购百
002697.SZ	红旗连锁	超市	000882.SZ	华联股份	购百
603031.SH	安德利	超市	600697.SH	欧亚集团	购百
605188.SH	国光连锁	超市	600859.SH	王府井	购百

603708.SH	家家悦	超市	002561.SZ	徐家汇	购百
601116.SH	三江购物	超市	002277.SZ	友阿股份	购百
600861.SH	北京城乡	超市	600729.SH	重庆百货	购百
600361.SH	华联综超	超市	601366.SH	利群股份	购百
601933.SH	永辉超市	超市	600838.SH	上海九百	购百
000759.SZ	中百集团	超市	601086.SH	国芳集团	购百
600827.SH	百联股份	超市	600682.SH	南京新百	购百
002251.SZ	步步高	超市	601010.SH	文峰股份	购百
300785.SZ	值得买	电商及代运营	600824.SH	益民集团	购百
002803.SZ	吉宏股份	电商及代运营	002637.SZ	赞宇科技	化妆品
605136.SH	丽人丽妆	电商及代运营	300957.SZ	贝泰妮	化妆品
003010.SZ	若羽臣	电商及代运营	300856.SZ	科思股份	化妆品
300792.SZ	壹网壹创	电商及代运营	603605.SH	珀莱雅	化妆品
002127.SZ	南极电商	电商及代运营	600315.SH	上海家化	化妆品
301001.SZ	凯淳股份	电商及代运营	600249.SH	两面针	化妆品
301110.SZ	青木股份	电商及代运营	603630.SH	拉芳家化	化妆品
003006.SZ	百亚股份	个护用品	300132.SZ	青松股份	化妆品
301009.SZ	可靠股份	个护用品	603983.SH	丸美股份	化妆品
300877.SZ	金春股份	个护用品	300955.SZ	嘉亨家化	化妆品
300888.SZ	稳健医疗	个护用品	300740.SZ	水羊股份	化妆品
300658.SZ	延江股份	个护用品	688363.SH	华熙生物	化妆品
001206.SZ	依依股份	个护用品	002919.SZ	名臣健康	化妆品
603238.SH	诺邦股份	个护用品	002094.SZ	青岛金王	化妆品
000955.SZ	欣龙控股	个护用品	000829.SZ	天音控股	家电 3C 连锁
605009.SH	豪悦护理	个护用品	002416.SZ	爱施德	家电 3C 连锁
002511.SZ	中顺洁柔	个护用品	002024.SZ	ST 易购	家电 3C 连锁
301108.SZ	洁雅股份	个护用品	000785.SZ	居然之家	家居家具连锁
600865.SH	百大集团	购百	601828.SH	美凯龙	家居家具连锁
600778.SH	友好集团	购百	300755.SZ	华致酒行	酒类连锁
000417.SZ	合肥百货	购百	601888.SH	中国中免	免税
002419.SZ	天虹股份	购百	603214.SH	爱婴室	母婴连锁
600828.SH	茂业商业	购百	301078.SZ	孩子王	母婴连锁
600814.SH	杭州解百	购百	002345.SZ	潮宏基	珠宝首饰
600785.SH	新华百货	购百	600916.SH	中国黄金	珠宝首饰
000419.SZ	通程控股	购百	000026.SZ	飞亚达	珠宝首饰
600857.SH	宁波中百	购百	600655.SH	豫园股份	珠宝首饰
600694.SH	大商股份	购百	002740.SZ	ST 爱迪尔	珠宝首饰
603101.SH	汇嘉时代	购百	002731.SZ	萃华珠宝	珠宝首饰
600858.SH	银座股份	购百	603900.SH	莱绅通灵	珠宝首饰
000715.SZ	中兴商业	购百	600612.SH	老凤祥	珠宝首饰
600712.SH	南宁百货	购百	300945.SZ	曼卡龙	珠宝首饰

600738.SH	丽尚国潮	购百	002574.SZ	明牌珠宝	珠宝首饰
600628.SH	新世界	购百	002721.SZ	金一文化	珠宝首饰
603123.SH	翠微股份	购百	002867.SZ	周大生	珠宝首饰
000679.SZ	大连友谊	购百	605599.SH	菜百股份	珠宝首饰
600693.SH	东百集团	购百	301177.SZ	迪阿股份	珠宝首饰
000501.SZ	武商集团	购百			

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 消费品零售行业一体化投资框架路径图 (其中红色标注为本报告中重点推荐关注的行业)	3
图 2: 中国名义 GDP 增速与消费增速变化趋势 (%)	9
图 3: 中国 CPI 增速变化趋势 (%)	9
图 4: 中国居民恩格尔系数变化趋势	9
图 5: 中国居民存款 (万亿元) 变化趋势	9
图 6: 中国城镇居民人均可支配收入 (元) 变化趋势	10
图 7: 中国消费者信心指数变化趋势	10
图 8: 中国社会消费品零售额 (亿元) 总体变化趋势	10
图 9: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分品类)	11
图 10: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分品类)	11
图 11: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分地区)	12
图 12: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分地区)	12
图 13: 中国社会消费品零售额占比变化趋势 (分规模)	12
图 14: 中国社会消费品零售额增速变化趋势 (分规模)	12
图 15: 2015 年及 2030 年预测人均年可支配收入分配比例	13
图 16: 我国 2021 年按收入五等份分组的人均可支配收入增速	13
图 17: 我国 2020 年全国居民人均消费构成	13
图 18: 2020 年与 2013 年相比我国居民人均消费结构变化	13
图 19: 2022 年 1-5 月商品零售细分品类的同比增速	14
图 20: 2019-2022 年 5 月商品零售细分品类的增速	14
图 21: 2011-2020 年中国国内奢侈品销售规模情况	14
图 22: 2019-2025 年全球个人奢侈品市场占比预测	14
图 23: 2010-2021 年中国在全球奢侈品市场的占比	15
图 24: 20Q1-22Q1 奢侈品市场十大主要国家消费者信心指数	15
图 25: 2021 年及 2022Q1 全市场市值变动幅度 (%)	15
图 26: 2021 年及 2022Q1 细分行业市值变动幅度 (%)	16
图 27: 2021 年及 2022Q1 细分行业市值变动幅度详情	16
图 28: 2021 年年初至今行业整体及其细分行业 PE (TTM) 情况 (倍)	17
图 29: 2021 年年初至今行业整体及其细分行业归母净利合计情况 (亿元) 与对应增速	18
图 30: 2021 年年初至今行业整体及其细分行业归母净利合计情况 (亿元)	18
图 31: 2021Q3-2022Q1 分季度行业整体及其细分行业归母净利合计情况 (亿元) 与对应增速	19
图 32: 2021 年年初至今细分行业基金持仓情况 (按持仓金额占比市值的比例变化%)	19
图 33: 2021 年年初至今细分行业沪深港通情况 (按持仓金额占比市值的比例变化%)	20
图 34: 将“专精特新”的概念延伸拓展至消费品零售行业	22
图 35: 酒类流通行业发展的四个阶段	23
图 36: 上游酒企酒厂毛利率均值水平远高于酒类流通企业水平	24
图 37: 我国白酒销量逐渐滑落至相对平稳区间内 (万千升)	24
图 38: 高档白酒价格自 2016 年开始逐步提升 (元/瓶)	24
图 39: 我国葡萄酒消费量有逐步放缓趋势 (万千升)	25

图 40: 高档葡萄酒价格受关税政策变动的的影响较大 (元/瓶)	25
图 41: 2020 年 4 月后烟酒类社消零售额单月持续正增长	27
图 42: 酒类连锁行业投资标的落地于“专精特新”	29
图 43: 2007-2021 年我国化妆品行业规模持续扩张 (亿元, %)	30
图 44: 我国系全球仅次于美国的第二大化妆品市场 (%)	30
图 45: 2007-2021 年我国化妆品市场主要由高端市场驱动 (%)	30
图 46: 2007-2021 年我国化妆品市场主要由护肤品与彩妆驱动 (%)	30
图 47: 2007-2021 年我国化妆品市场线上占比持续提升 (%)	31
图 48: 2012-2021 年我国化妆品市场集团市占率 (%)	31
图 49: 2012-2021 年我国化妆品市场品牌市占率 (%)	31
图 50: 2012-2021 年我国皮肤学级美妆产品规模 (亿元)	32
图 51: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品占比美妆市场份额	32
图 52: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品人均消费 (美元)	32
图 53: 全球主要市场内皮肤学级美妆产品行业 CR5	32
图 54: 我国化妆品市场三大长期发展趋势展望	33
图 55: 我国护肤品行业空间预测 (亿元)	33
图 56: 大众及高端市场同比增速预测	33
图 57: 2022 年 3 月以来化妆品类社消零售额承压	34
图 58: 2021 年以来护肤与彩妆类产品线上销售相对承压	34
图 59: 化妆品行业投资标的落地于“专精特新”	37
图 60: 一次性卫生用品行业细分市场	39
图 61: 我国一次性卫生用品市场规模 (亿元)	40
图 62: 我国一次性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)	40
图 63: 我国吸收性卫生用品行业内部结构占比情况 (%)	41
图 64: 2017 年我国湿巾卫生用品市场产品结构 (%)	41
图 65: 一次性卫生用品产业链结构	41
图 66: 中日美一次性卫生用品各细分赛道发展情况	43
图 67: 2021 年美国各赛道头部公司市场份额占比 (%)	44
图 68: 2021 年日本各赛道头部公司市场份额占比 (%)	44
图 69: 婴儿卫生用品电商渠道占比及增速	45
图 70: 女性卫生用品电商渠道占比及增速	45
图 71: 成人失禁用品电商渠道占比及增速	45
图 72: 非吸收性卫生用品电商渠道占比	45
图 73: 个人护理行业投资标的落地于“专精特新”	46

表格目录

表 1: 国家层面行业政策	4
表 2: 地方层面行业政策	6
表 3: 2021 年年末与 2022Q1 细分行业市值变化按估值与业绩拆分 (%)	21
表 4: “十三五”及“十四五”发展指导建议中对于酒类行业的规模要求	25
表 5: 进口葡萄酒相关政策梳理	25

表 6: 2021 年国内发展葡萄酒相关政策梳理	25
表 7: 酒类流通企业上市情况	27
表 8: 皮肤学级美妆产品行业规模预测	34
表 9: 年内化妆品行业相关政策梳理	34
表 10: 2021 年一次性卫生用品行业内细分赛道头部公司市占率情况	42
表 11: 2021 年一次性卫生用品行业内细分赛道头部品牌市占率情况	42
表 12: 一次性卫生用品潜在市场空间预测	43
表 13: 标的公司盈利预测	48
表 14: 细分行业所包含的股票标的详情	49

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn