

零售行业2022中期策略：新消费浪潮高增，把握格局持续优化

刘文正、辛泽熙

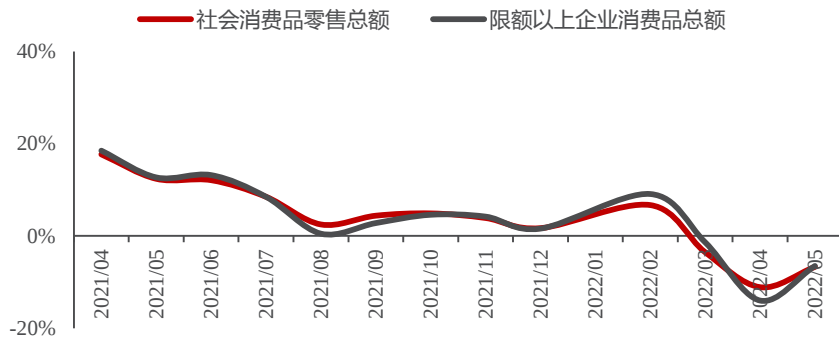


零售行业回顾：疫情影响逐步受控，板块有望稳步复苏

- 5月社零环比改善，社会消费修复趋势显现。
- 2022年上半年，疫情反弹，社会生产生活秩序受到影响，消费者对未来信心不足，社零数据下探明显。2022年3-5月，社零总额同比下滑3.5%/11.1%/6.7%，而疫情防控较为稳定的1-2月，社零总额同比增长6.7%。随着全国疫情防控形势总体向好，稳消费政策逐步落地，消费者对疫情恢复的预期提高，社零总额增速环比提升。5月，社零总额降幅环比收窄4.4pct，社会消费修复趋势逐渐显现。

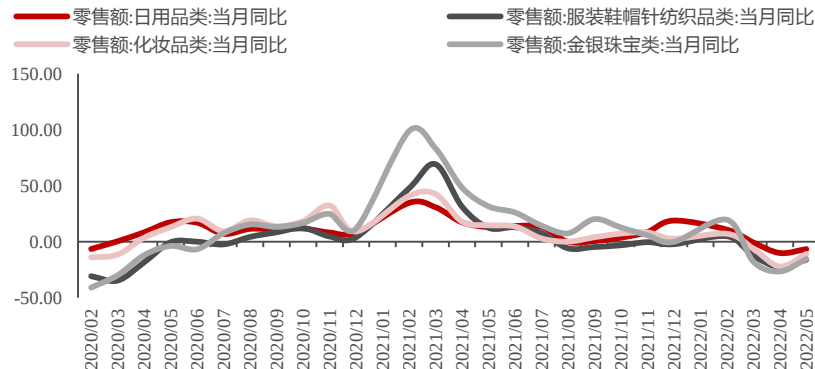
- 必选消费增长强劲，化妆品、珠宝、纺服疫情后有望复苏。
- 2022年上半年，疫情导致多地持续封控，居民大量囤积粮油、食品、饮料等生活必需品，必选消费保持增长。疫情封控下，可选消费受到较大冲击，居民的出行与消费减少，纺服行业、金银珠宝、化妆品板块均有下滑，5月累计零售额同比下滑8.1%/3.1%/5.2%，3-5月疫情较为严重，5月单月分别同比下滑16.2%/15.5%/11.0%。进入5月，疫情防控逐步企稳叠加‘618’线上大促等活动，纺服行业、金银珠宝、化妆品等可选消费品增速环比大幅改善，分别环比提升6.6pct/11.2pct/11.3pct。

图表：2021年至今社零总额同比变化情况（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：社零各品类当月收入同比变化情况（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院



核心观点：

- **医美&化妆品**：医美行业渗透率仍处于较低阶段，高景气度犹存，政策的规范有利于合规产品和龙头医美服务机构。化妆品行业发展十余年，当下行业从整体高增进入增长分化阶段，2022年以来行业的四大变化逐渐明晰，①增长承压，但仍旧韧性；②渠道变革，直播电商崛起；③消费升级趋势凸显，高价品类逆势高增；④品牌增长分化，国货龙头份额持续提升。未来产品力、品牌力或将超越渠道成为化妆品品牌的主要增长来源。
- **培育钻石**：培育钻石行业持续高景气，龙头公司有望充分受益。上游毛坯生产环节竞争格局依旧稳固，中游印度培育钻石进出口额同比高增，下游终端需求有望进一步扩张。我们认为，具备突出规模、技术与渠道优势的上游毛坯生产企业将显著受益，而下游率先推进消费者教育、抢占零售市场的珠宝品牌亦有望受益于这一新消费浪潮。
- **黄金珠宝**：珠宝行业呈现复苏态势，渠道下沉促进长期增长。我们认为，上半年国内疫情扩散叠加金价短期波动造成需求短暂收窄，预计随婚庆需求的刚性回补，黄金珠宝的消费需求有望反弹；全球宏观经济趋于稳定，投资者对金价的预期较为平稳，投资需求有进一步恢复的空间。长期来看，老牌珠宝品牌加速推进古法金，产品结构不断优化；在省代模式的推广下，渠道有望进一步下沉。
- **商超**：竞争格局缓和叠加“囤货”需求高涨，有望出现业绩拐点。一方面，社区团购等新零售业态有所退潮，行业的竞争格局逐渐缓和，加之商超企业布局供应链建设，积极拓展渠道，促进产品融合，盈利能力有望得到改善；另一方面，2022年以来受疫情影响，居民的“囤货”需求有所高涨，对于部分生活必需品、生鲜商品的供应链提出更高要求。
- **母婴**：三胎政策各项配套措施正在不断完善，国家运用“双减”及住房保障等组合拳，从多领域减轻育儿成本，改善适婚人群结婚意愿与生育意愿。考虑到当前出生人口数量的变动趋势，我们认为消费者或将更加重视养育问题，母婴消费的优质化及品牌化进程或将加速，全国性及区域性母婴运营龙头或将受益。
- **风险提示**：消费需求整体疲软；行业竞争加剧；龙头展店不及预期；上市公司营销、创新、展店投入明显增大。



01

美妆：头部国货份额提升，看好美妆消费疫后复苏

02

医美：供需共振，高景气度犹存

03

培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

04

珠宝：疫情影响短期需求，渠道下沉促进长期增长

05

商超：“囤货潮”+竞争缓和，或迎业绩拐点

06

母婴：三胎配套政策完善，行业或迎发展动力

07

专业零售：华致酒行—酒类流通龙头，精准把握渠道战略的“弄潮儿”

08

投资策略：把握格局优化，关注核心标的

09

风险提示

CONTENTS

目录



美妆：头部国货份额提升，看好美妆消费疫后复苏

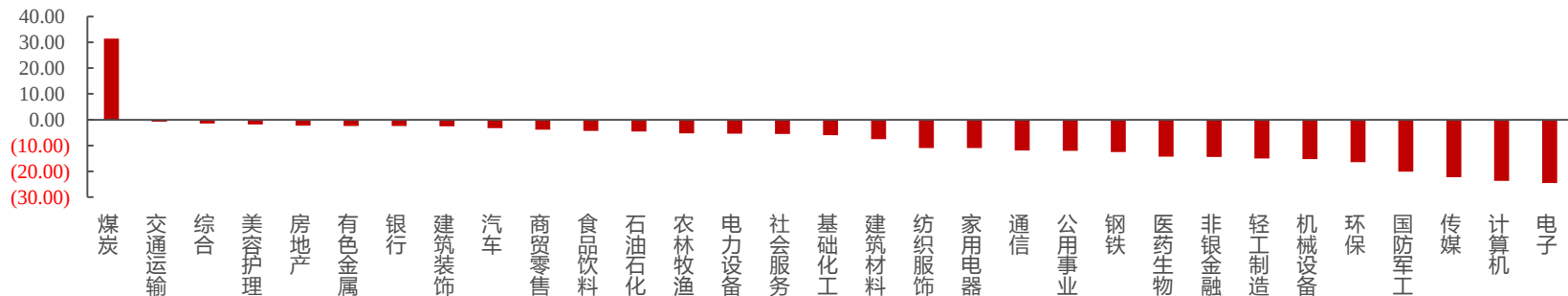
01.

01 美妆：头部国货份额提升，看好美妆消费疫后复苏

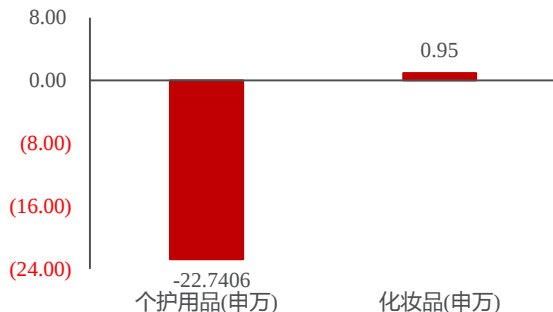
➤ 复盘：美护板块累计涨跌幅表现位列全行业第四

- 美护板块年初至今下跌1.81%，其中二级子版块中化妆品指数上涨0.95%。5月份开始受到“618”大促催化，预期提升。

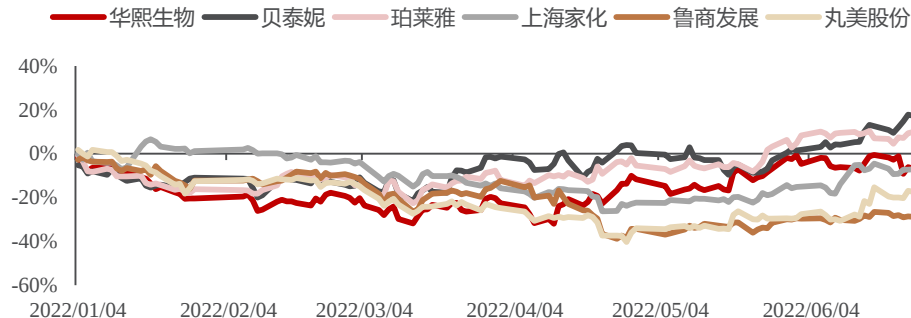
图表：2022年初至今（2022年7月1日）美容护理板块下跌1.81%



图表：美容护理板块二级行业年初至今涨跌幅 (%)



图表：主要美妆标的2022年以来的走势



01 美妆：头部国货份额提升，看好美妆消费疫后复苏

➤ 复盘：2022Q1头部国货标的均实现较高的业绩增长

图表：2021年主要医美美妆公司财务情况

		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				毛利率				净利率			
股票代码	公司名称	2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)
000963.SZ	华东医药	345.63	2.61%	89.33	0.40%	23.02	-18.38%	7.04	-7.12%	30.69%	-2.36	33.78%	-0.97	6.77%	-1.87	7.99%	-0.71
0460.HK	四环医药	32.91	33.56%	-	-	4.17	-12.01%	-	-	74.39%	-3.30	-	-	7.07%	-13.70	-	-
688366.SH	昊海生科	17.67	32.61%	4.74	23.79%	3.52	53.10%	0.61	-37.17%	72.10%	-2.83	67.02%	-7.65	19.64%	2.67	13.29%	-12.56
300896.SZ	爱美客	14.48	104.13%	4.31	66.07%	9.58	117.81%	2.8	64.03%	93.70%	1.89	94.45%	1.79	66.09%	5.02	64.97%	-1.06
		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				毛利率				净利率			
公司		2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)
002612.SZ	朗姿股份	36.65	27.42%	8.94	0.26%	1.87	31.97%	-0.02	-106.37%	57.01%	2.86	58.29%	4.81	6.17%	1.44	-0.27%	-0.95
430335.NQ	华韩整形	9.63	8.50%	-	-	0.94	-13.64%	-	-	46.77%	-3.74	-	-	10.59%	-2.92	-	-
		营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				毛利率				净利率			
公司		2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy	2022Q1	yoy	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)	2021	yoy(pct)	2022Q1	yoy(pct)
688363.SH	华熙生物	49.48	87.93%	12.55	61.57%	7.82	21.13%	2	31.07%	78.07%	-3.34	77.13%	-1.63	15.68%	-8.81	15.78%	-3.79
300957.SZ	贝泰妮	40.22	52.57%	8.09	59.32%	8.63	58.77%	1.46	85.74%	76.01%	-0.24	77.82%	-0.29	21.48%	0.84	17.92%	2.34
603605.SH	珀莱雅	46.33	23.47%	12.54	38.53%	5.76	21.03%	1.58	44.16%	66.46%	2.91	67.57%	3.15	12.02%	-0.02	13.48%	1.65
600315.SH	上海家化	76.46	8.73%	21.17	0.11%	6.49	50.92%	1.99	17.81%	58.73%	-1.22	62.66%	-2.12	8.49%	2.37	9.40%	1.41
600223.SH	鲁商发展	123.63	-9.20%	14.82	-13.08%	3.62	-43.34%	0.66	-22.74%	25.69%	5.36	41.06%	8.45	3.19%	-1.51	4.45%	-1.00
603983.SH	丸美股份	17.87	2.41%	3.83	-5.31%	2.48	-46.61%	0.65	-34.61%	64.02%	-2.18	66.71%	2.85	13.49%	-13.05	16.71%	-7.79

资料来源：wind，民生证券研究院

1.1

变化一：美妆行业面临调整，但仍具增长韧性

➤ 化妆品仍是可选消费中具有韧性的细分行业

- 美妆行业从21年年中开始整体增长承压，从社零数据来看，2021年仍保持稳定的增速。2022年3-5月国内疫情复发，受到物流以及工厂制造端影响，化妆品零售额增速有所下滑，3-5月增速分别为-6.3%、-22.3%和-11.0%，低于限额以上消费品零售额增速-1.4%、-14.0%和-6.5%。
- 对比2021年4月至2022年5月的社零数据同比增速，在可选消费中，化妆品社零数据的单月同比增速处在中等水平，但经过“618”大促等时点的催化，有望在下半年恢复增长。

图表：社零数据当月同比增速

		2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04
总额	社会消费品零售总额	-6.7%	-11.1%	-3.5%	6.7%	1.7%	3.9%	4.9%	4.4%	2.5%	8.5%	12.1%	12.4%	17.7%
	限额以上企业消费品总额	-6.5%	-14.0%	-1.4%	9.1%	1.6%	4.2%	4.6%	2.8%	0.5%	8.5%	13.2%	12.7%	18.5%
高频必选	粮油、食品类	12.3%	10.0%	12.5%	7.9%	11.3%	14.8%	9.9%	9.2%	9.5%	11.3%	15.6%	10.6%	6.5%
	饮料	7.7%	6.0%	12.6%	11.4%	12.6%	15.5%	8.8%	10.1%	11.8%	20.8%	29.1%	19.0%	22.3%
	烟酒	3.8%	-7.0%	7.2%	13.6%	7.0%	13.3%	14.3%	16.0%	14.4%	15.1%	18.2%	15.6%	26.2%
	日用品	-6.7%	-10.2%	-0.8%	10.7%	18.8%	8.6%	3.5%	0.5%	-0.2%	13.1%	14.0%	13.0%	17.2%
高频可选	服装鞋帽针纺织品	-16.2%	-22.8%	-12.7%	4.8%	-2.3%	-0.5%	-3.3%	-4.8%	-6.0%	7.5%	12.8%	12.3%	31.2%
	化妆品	-11.0%	-22.3%	-6.3%	7.0%	2.5%	8.2%	7.2%	3.9%	0.0%	2.8%	13.5%	14.6%	17.8%
低频可选	金银珠宝	-15.5%	-26.7%	-17.9%	19.5%	-0.2%	5.7%	12.6%	20.1%	7.4%	14.3%	26.0%	31.5%	48.3%
	通讯类器材	-7.7%	-21.8%	3.1%	4.8%	0.3%	0.3%	34.8%	22.8%	-14.9%	0.1%	15.9%	8.8%	14.2%
	家用电器和音像器材	-10.6%	-8.1%	-4.3%	12.7%	-6.0%	6.6%	9.5%	6.6%	-5.0%	8.2%	8.9%	3.1%	6.1%
	家具类	-12.2%	-14.0%	-8.8%	-6.0%	-3.1%	6.1%	2.4%	3.4%	6.7%	11.0%	13.4%	12.6%	21.7%
	汽车	-16.0%	-31.6%	-7.5%	3.9%	-7.4%	-9.0%	-11.5%	-11.8%	-7.4%	-1.8%	4.5%	6.3%	16.1%
其它	文化办公用品	-3.3%	-4.8%	9.8%	11.1%	7.4%	18.1%	11.5%	22.6%	20.4%	14.8%	25.9%	13.1%	6.7%
	石油及制品	8.3%	4.7%	10.5%	25.6%	16.6%	25.9%	29.3%	17.3%	13.1%	22.7%	21.9%	20.3%	18.3%
	建筑及装潢材料	-7.8%	-11.7%	0.4%	6.2%	7.5%	14.1%	12.0%	13.3%	13.5%	11.6%	19.1%	20.3%	30.8%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

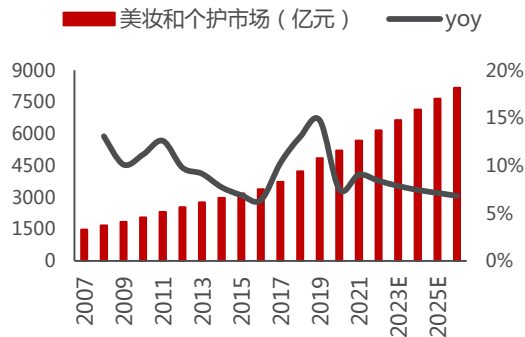
1.1

变化一：美妆行业面临调整，但仍具增长韧性

➤ 功效性护肤品市场规模增速超过整体化妆品市场

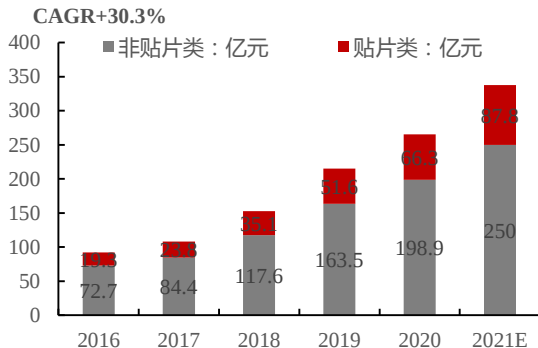
- 根据欧睿数据，2021年中国美妆市场规模达5686亿元，2016-2021年CAGR为10.9%，2021-2026E年预计CAGR为7.5%。其中，功能性护肤市场规模近年来处于高速的增长中，据弗若斯特沙利文分析，2020年功效护肤品市场规模达265.2亿元，2016-2020年CAGR为+30.3%，超过化妆品整体增速。
- 根据Euromonitor数据，2021年中国化妆品人均消费额为63美元，显著低于日韩欧美国，约为日韩消费水平的1/4，美国消费水平的1/5，国内消费价格仍有进一步提升空间。

图表：美妆和个护市场零售额规模（亿元）及趋势



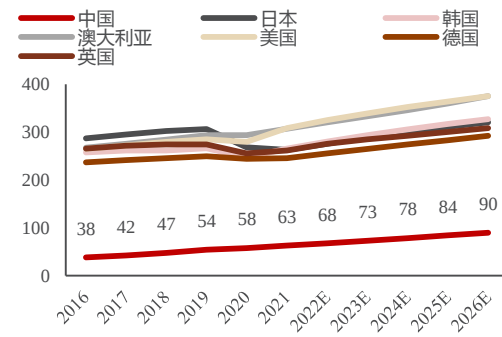
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2020年，功效性护肤品市场规模达265.2亿元，4年CAGR+30.3%



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图表：2021年中国人均化妆品消费金额（美元）低于发达国家



资料来源：欧睿，民生证券研究院

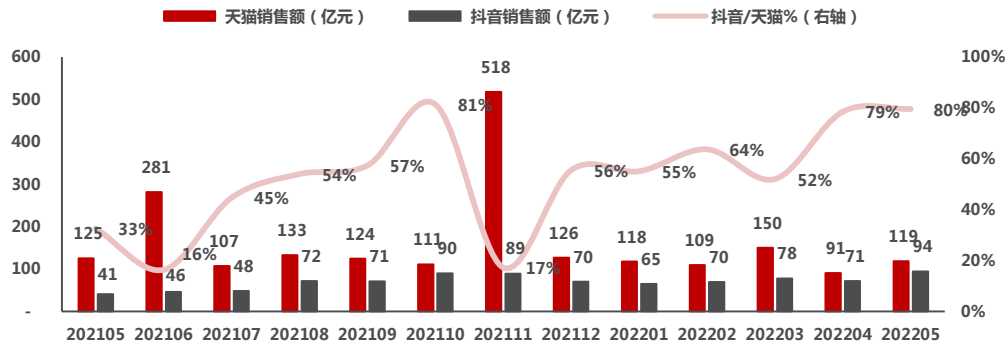
1.2

变化二：渠道格局变化，直播电商崛起

➤ 抖音占比提升，“618”直播电商实现高增

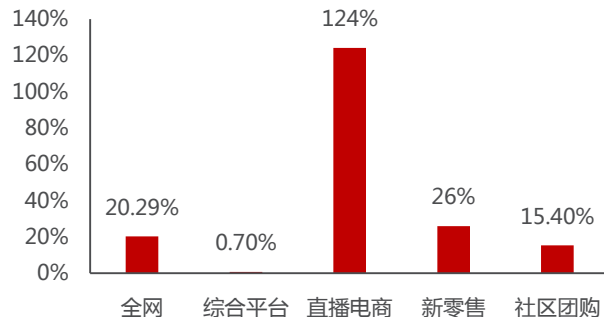
- 2022“618”全网销售额增速来看，直播电商增长124%，大幅超过其他零售电商平台。2022年5月，抖音美妆销售额达94亿元，占天猫美妆销售额79%，而2021年5月该比值为33%，抖音的占比大幅提升。2022年5月，部分品牌的抖音GMV超过天猫GMV。

图表：202105-202205天猫和抖音美妆大盘



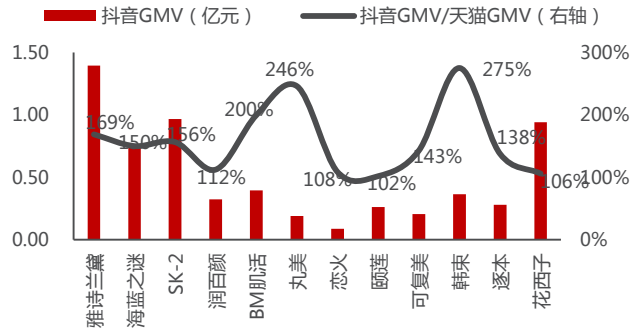
资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

图表：2022“618”各类型平台销售额同比增速



资料来源：星图数据，民生证券研究院

图表：2022年5月部分品牌抖音GMV超过天猫GMV



资料来源：飞瓜数据，魔镜数据，民生证券研究院

1.3

变化三：消费升级趋势凸显，高价品类高增

➤ “618” 高价品类精华、面霜保持高增速

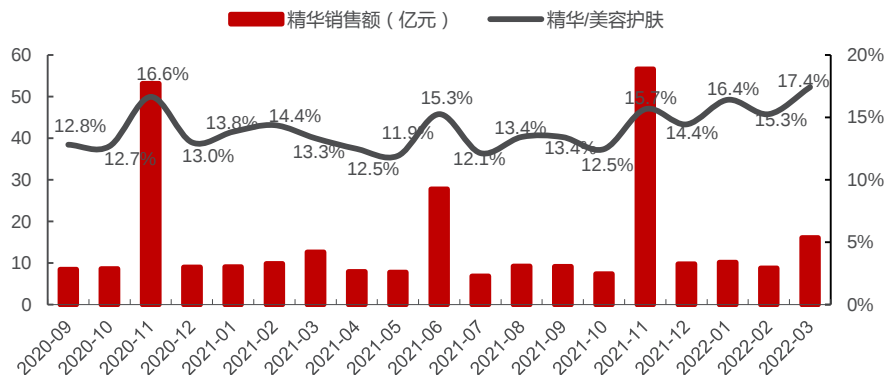
- 从天猫美妆“618”的细分品类情况来看，①美容护肤品类：精华、面霜等品类保持高增速的同时，均价进一步提升，护肤需求向强功效、高品质产品转化，展现消费升级新趋势。从品类趋势来看，销售额占比超过1%的品类中，面部精华、乳液/面霜、洁面品类在护肤大盘增长仅3%的情况下，仍保持了较高的增速，其同比增速分别为+34%/+17%/+13%；从品类均价来看，除旅行装/体验装品类外（占比较小），面部精华和乳液面霜的成交均价分别上升50/30元，贡献了主要的大类均价增长。②彩妆品类：受到疫情下长时间戴口罩等因素的影响，彩妆整体消费需求较为疲软。从品类趋势来看，销售额占比超过5%的品类中仅有香水品类实现正增长，为1%。从品类均价来看，销售额占比超过5%的品类中，面部彩妆（包括粉底、遮瑕、高光、腮红等）、香水为单价较高的单品品类，其均价分别上升了18/8元。

图表：天猫平台618美妆行业TOP15叶子类目销售额及同比增速对比

叶子类目名	销售额（万元）	销售额同比增速
液态精华	424147	53.90%
面部护理套装	403710.3	-17.30%
乳液/面霜	203626.9	22.30%
贴片面膜	200916.8	17.90%
防晒霜	113978.6	-15.20%
洁面	112031.7	16.70%
涂抹面膜	107898.7	142.80%
化妆水/爽肤水	83527	-7.10%
眼霜	77346.8	-11.10%
卸妆	72235.8	0.40%
粉底液/膏	54856.3	-6.30%
唇彩/唇蜜/唇釉	47547.1	-11.60%
蜜粉/散粉	33219.1	-2.40%
身体乳/霜	31646.8	19.10%
香水	30941	4.50%

数据来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

图表：精华销售占比逐渐提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

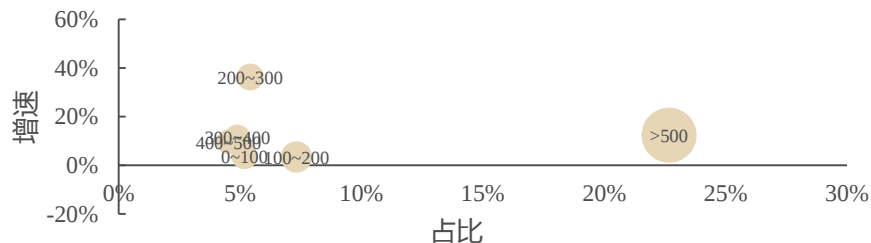
1.3

变化三：消费升级趋势凸显，高价品类高增

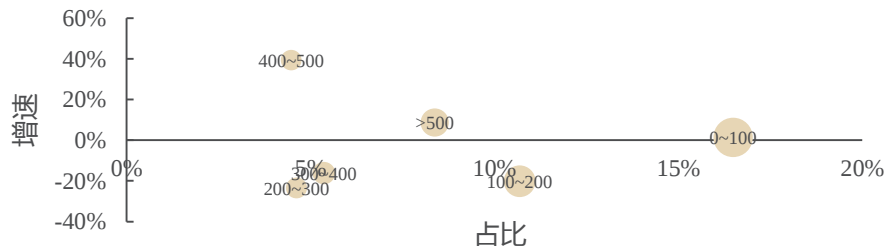
➤ 消费者需求不断细化，高端护肤和彩妆增长显著

- 彩妆受疫情影响恢复较慢，护肤增长较为稳定。护肤类目下卸妆，洁面、防晒为同比增长最快的类目，彩妆类目下定妆喷雾同比上显著。护肤类目下200-300元价格带的销售增长最明显，而这一价格带功能性护肤品较密集，另外大于500元的高端护肤品增长依然强劲；彩妆方面400元以上的高端彩妆增长显著。

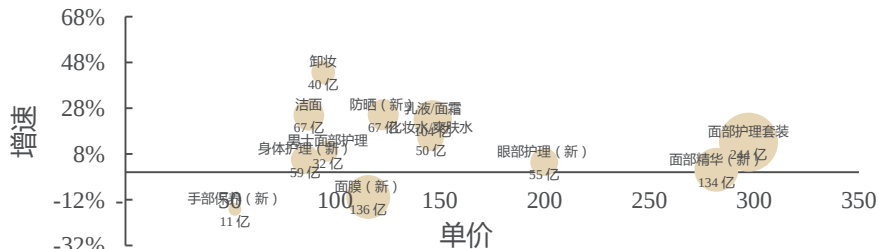
图表：2021年11月护肤各价格带（元）占比及增速（气泡大小代表销售额）



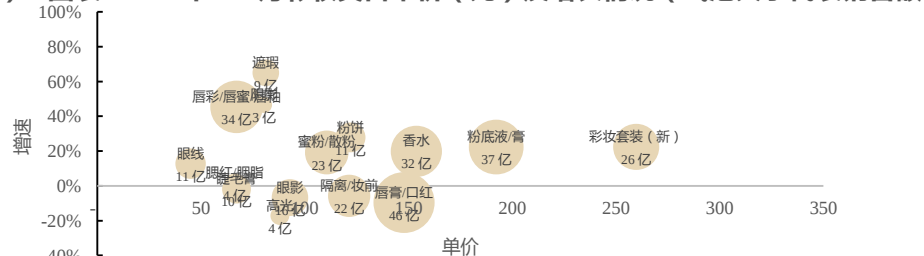
图表：2021年11月彩妆各价格带（元）占比及增速（气泡大小代表销售额）



图表：2021年1-11月护肤类目单价（元）及增长情况（气泡大小代表销售额）



图表：2021年1-11月彩妆类目单价（元）及增长情况（气泡大小代表销售额）



资料来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

资料来源：魔镜市场情报，民生证券研究院

1.4

变化三：消费升级趋势凸显，高价品类高增

➤ “618”美妆品牌复盘：大单品占比提升

- 从大单品占比来看，多数品牌均有提升。2022年“618”薇诺娜、珀莱雅、彩棠、夸迪、米蓓尔、润百颜天猫旗舰店销售额前三的产比占比分别为40%/49%/61%/79%/87%/57%。2021年“618”的占比分别为32%/36%/64%/88%/57%/46%。

图表：2022“618”天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.26-6.20）

品牌	产品名称	销售额（千万元）	占比
薇诺娜	舒缓修护冻干面膜2盒	6.2	15%
	清透防晒乳50gSPF48PA+++	5.1	13%
	保湿特护霜	4.8	12%
珀莱雅	早C晚A组合	11.7	22%
	双抗精华2.0	10.7	20%
	双抗精华面膜2.0	3.9	7%
彩棠	高光修容盘唐毅三色一体盘哑光	2.9	32%
	妆前乳隔离霜	1.5	17%
	三色遮瑕盘	1.1	12%
夸迪	5D玻尿酸焕颜次抛精华液30ml	10.1	36%
	5D玻尿酸熬夜弹嫩盈透涂抹面膜50g	7.0	25%
	5D玻尿酸战痘次抛精华液30ml	4.9	18%
米蓓尔	玻尿酸海茴香白松露乳液面膜	8.4	58%
	蓝绷带面膜涂沫式	3.6	25%
	粉水干皮爽肤水补水保湿修护提亮水乳	0.6	4%
润百颜	屏障次抛精华敏肌修护舒缓玻尿酸	1.8	20%
	HACE次抛抗老精华a醇抗皱淡纹早c晚a玻尿酸	1.8	20%
	玻尿酸水润次抛精华液	1.6	17%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：2021“618”天猫旗舰店大单品销售及占比情况（5.26-6.20）

品牌	产品名称	销售额（千万元）	占比
薇诺娜	清透防晒乳50g*2	6.0	17%
	舒缓修护冻干面膜2盒	2.8	8%
	薇诺娜特护霜50g*2	2.5	7%
珀莱雅	双抗精华液2.0	4.3	14%
	烟酰胺面膜	3.3	11%
	红宝石精华液2.0	3.3	11%
彩棠	大师高光修容盘唐毅三色一体盘哑光鼻影	0.6	24%
	大师妆前乳唐毅打底隔离霜	0.6	23%
	大碗散粉唐毅大师蜜粉	0.4	17%
夸迪	5D玻尿酸焕颜次抛精华原液30ml	6.1	54%
	5D玻尿酸战痘次抛精华原液30ml	3.1	28%
	5D玻尿酸蕴能紧致致龄眼霜18g	0.7	6%
米蓓尔	樱花粉水修护润养精华水100ml*2瓶	1.6	40%
	蓝绷带修护涂沫式睡眠面膜	0.4	9%
	轻龄紧致修护面膜蓝绷带涂沫面膜	0.3	8%
润百颜	玻尿酸屏障调理次抛敏感肌精华原液	2.4	21%
	377小灯管VC精华液	1.4	13%
	玻尿酸原液水润次抛安瓶精华液	1.4	12%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

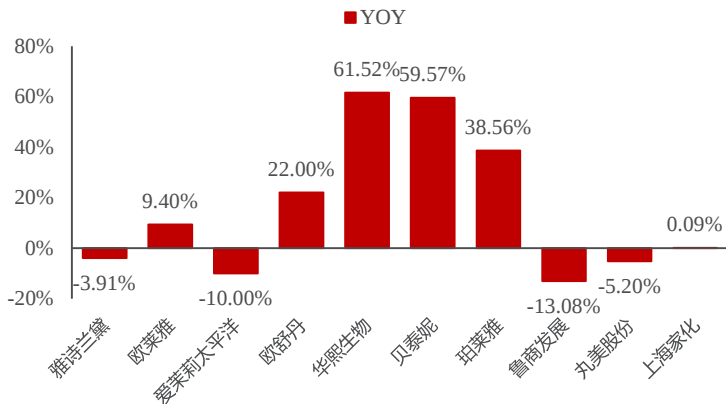
1.4

变化四：品牌格局转变，国货龙头份额提升

➤ 外资大牌增长乏力，国货龙头逆势高增

- 根据公司财报，2022Q1国货头部公司营收增速明显高于外资集团的亚太/中国地区增速。根据魔镜数据，自2021年7月-2022年4月，薇诺娜、瑗尔博士、珀莱雅等品牌的月度天猫旗舰店销售额均保持高增速。
- 一方面，外资品牌的线下门店较多，而国货品牌更依赖线上渠道，2022年以来国内疫情的局部爆发对外资品牌的影响更大；另一方面，国货品牌发力大单品策略，在精华、面霜等功效性产品和高毛利产品的占比逐渐增高。

图表：2022Q1化妆品集团收入增速（美元）



资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：外资集团的增速为亚太或中国地区增速

图表：美妆品牌天猫旗舰店销售额同比增速（202107-202204）

	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	Olay	薇诺娜	夸迪	瑗尔博士	珀莱雅
202107	40.70%	21.50%	24.30%	-28.90%	-4.20%	365.30%	20.50%	68.00%
202108	8.00%	29.20%	3.90%	8.60%	66.00%	88.40%	109.50%	50.60%
202109	0.90%	-0.60%	32.10%	98.80%	9.60%	3.20%	180.50%	123.20%
202110	260.50%	86.50%	239.10%	151.90%	71.10%	-38.10%	126.30%	3.10%
202111	2.50%	11.60%	1.20%	-35.30%	57.30%	494.80%	89.80%	97.90%
202112	-10.70%	-40.10%	-13.90%	29.70%	35.40%	7.80%	97.40%	64.40%
202201	5.90%	-21.40%	11.60%	13.40%	39.60%	-16.70%	63.20%	35.70%
202202	-54.00%	-55.80%	-31.60%	-0.20%	57.30%	-61.30%	77.80%	48.60%
202203	31.10%	-17.10%	24.10%	13.40%	97.50%	-10.40%	23.10%	101.70%
202204	-39.10%	-5.60%	-4.20%	4.50%	15.50%	-13.20%	33.60%	65.20%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院；

1.4

变化四：品牌格局转变，国货龙头份额提升

➤ “618”美妆品牌复盘：头部国货一骑绝尘

- 从头部国货的市场份额来看，头部国货护肤品牌份额提升。在护肤和彩妆的Top50榜单中，2022年“618”国货护肤品牌共实现25.20亿元销售额，占美容护肤大盘13.66%/同比+1.62pct，国货彩妆品牌共实现10.73亿元销售额，占彩妆大盘26.81%/同比-0.93pct，总计同比上升0.68pct至15.96%。

图表：美容护肤品类的头部国货品牌份额上升

年度	品类	Top50中的国货品牌销售额（亿元）	占彩妆/护肤大盘的比例
2022	护肤	25.20	13.66%
	彩妆	10.73	26.81%
	合计	35.93	15.96%
2021	护肤	21.58	12.04%
	彩妆	12.81	27.74%
	合计	34.39	15.28%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院；

图表：2022“618”头部美妆国货同比增速明显超过外资大牌

排名	品牌	2022“618”销售额（亿元）	2021“618”销售额（亿元）	yoy	销售量（万件）	均价（元）
1	欧莱雅	12.8	11.8	8%	454	281
2	Olay	7.7	4.4	75%	234	330
3	雅诗兰黛	7.6	8.0	-5%	99	766
4	兰蔻	7.5	6.8	10%	83	898
5	珀莱雅	5.7	3.1	84%	191	298
6	海蓝之谜	4.5	2.9	55%	23	1982
7	薇诺娜	4.3	3.5	22%	210	203
8	资生堂	3.7	3.9	-4%	64	581
9	修丽可	3.5	2.8	21%	40	865
10	科颜氏	3.4	2.5	32%	82	408
11	HR	3.3	2.3	39%	11	2871
12	SK-II	3.0	3.3	-8%	28	1096
13	夸迪	2.8	1.1	150%	62	455
14	娇韵诗	2.6	1.6	68%	34	771
15	理肤泉	2.5	1.8	44%	137	184
16	美丽芳丝	2.2	2.6	-16%	125	176
17	黛珂	2.0	2.3	-11%	45	446
18	自然堂	2.0	2.0	2%	196	103
19	娇兰	1.8	1.2	48%	14	1318
20	希思黎	1.7	1.1	60%	11	1479

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

1.4

变化四：品牌格局转变，国货龙头份额提升

➤ 功效宣称评价规范落地，监管趋严加速行业集中

- 按照《化妆品监督管理条例》要求，自2022年1月1日起，化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案的，应当依据《化妆品功效宣称评价规范》的要求对化妆品的功效宣称进行评价，并在国家药监局指定的专门网站上传产品功效宣称依据的摘要。化妆品注册或备案的难度提升，使得**2022年一季度新备案的化妆品数量54828条，相比2021年一季度的95057条，同比减少42.32%**。
- 监管趋严一方面出清行业内的尾部企业，另一方面抬高行业门槛，使得中小企业进入难度增加，倒逼头部企业的份额提升。

图表：2022年一季度新规落地后化妆品备案数目同比下降42.32%

2022年一季度备案新品类目与占比汇总						
类目	彩妆/香水	护肤	母婴	身体护理	头发护理	防晒
备案数量（条）	9504	33261	567	6570	4904	22
占比	17.30%	60.54%	1.03%	11.96%	8.92%	0.04%
2021年一季度备案新品类目与占比汇总						
类目	彩妆/香水	护肤	母婴	身体护理	头发护理	防晒
备案数量（条）	14285	59570	1211	11823	7923	245
占比	14.76%	61.54%	1.25%	12.22%	8.19%	0.25%

资料来源：美修大数据，民生证券研究院

1.5

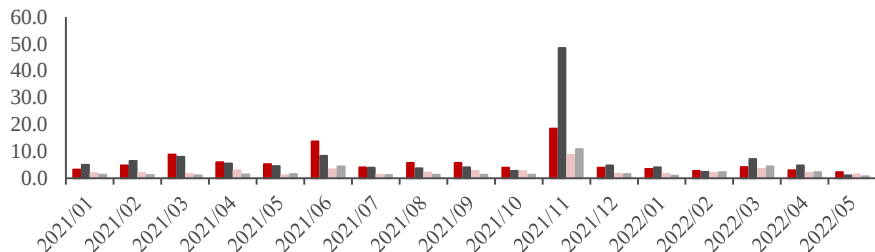
华熙生物：品牌矩阵丰富打开中长期成长空间

化妆品业务增长引擎动力充足

- 1) 化妆品业务2022Q1同比增长95%，总营收占比70%。“618”在淘系、抖音多平台发力，短期看物流修复带来增长弹性，多品牌矩阵打开成长空间。据官方“618战报”：①润百颜全渠道实现GMV 3.56亿元，其中天猫旗舰店1.14亿元，国货排名第8，抖音1.1亿元/yoy+1000%，快手5218万元，京东旗舰店1700万元，抖音快手的明星/达人直播达成销售额1.3亿元；②BM肌活全渠道实现1.2亿元/yoy+187%，抖音自播GMV同比+1649.4%；③夸迪全渠道实现3.63亿元/yoy+156%，国货美妆排名第3，抖音品牌主理人枝樊樊直播总GMV破亿；④米蓓尔全渠道实现1.55亿元/yoy+199%，天猫旗舰店1亿元/yoy+200%，抖音3500万元/yoy+640%。
- 2) 盈利能力改善好于预期，2022Q1净利率环比改善4.30pct至15.75%，出现明显拐点。美妆品牌自播及复购占比提升有效控制品牌费用，费率压力逐渐减缓，中长期净利率提升确定性增加。3) 中长期来看，公司以六大核心技术平台为依托，形成强大的基础研究和应用基础研究能力。公司的研发力、产品力加码搭建合成生物平台，以合成生物科技为驱动和支撑，助力公司成为生命健康领域的龙头企业。

图表：四大品牌天猫旗舰店销售额（千万元）

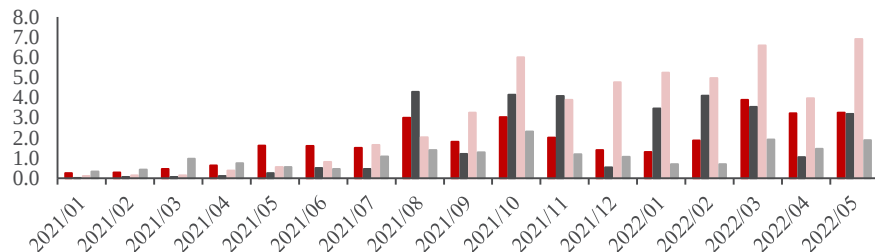
■ 润百颜 ■ 夸迪 ■ 肌活 ■ 米蓓尔



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：四大品牌抖音销售额（千万元）2021下半年以来增长显著

■ 润百颜 ■ 夸迪 ■ 肌活 ■ 米蓓尔



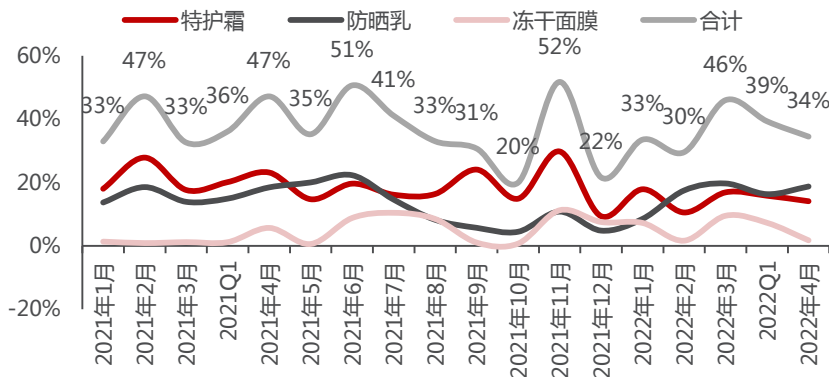
资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

1.6 贝泰妮：功效性护肤赛道龙头，大单品在细分品类突出重围

➤ 大单品打造能力长期在线

- 贝泰妮2022Q1实现营收8.10亿元/+59%，继续实现高速增长。2021年1月-2022年4月，特护霜销售额占比为20%左右，清透防晒乳销售额占比为15%左右，体现公司打造爆品的能力。2022年“618”特护霜进入面霜类销售额Top10。

图表：薇诺娜大单品占比保持在40%左右



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：2022（上）vs2021（下）年“618”面霜类销售额Top10

品牌	产品名称	销售额（千万 元）	销量（万 件）	均价（元）
赫莲娜	黑绷带面霜	9.1	2	3795
希思黎	全能乳液限量版	7.8	4	1,800
雅诗兰黛	胶原霜/白胶原霜	5.4	6	980
薇诺娜	特护霜	4.8	7	654
兰蔻	菁纯面霜	4.4	2	2040
露得清	a醇晚霜	4.0	40	100
娇韵诗	O椰面霜50ml*2	3.9	9	433
Olay	超红瓶面霜	3.8	10	385
夸迪	5D玻尿酸动能支撑轻龄霜50gz	3.7	6	646

品牌	产品名称	销售额（千万 元）	销量（万 件）	均价（元）
雅诗兰黛	胶原霜	4.2	4	950
露得清	a醇晚霜面霜	4.0	29	139
兰蔻	菁纯面霜	3.5	2	2234
希思黎	全能乳液强韧修护	3.4	2	1800
雅诗兰黛	胶原霜	3.4	4	786
赫莲娜	黑绷带面霜	3.3	2	1898
修丽可	修丽可紧致塑颜面霜杜克A.G.E.玻色因	2.3	1	1,760
珀莱雅	红宝石面霜	2.2	7	309
珂润	保湿滋养乳霜40g*2	2.2	6	376
SK-2	大红瓶面部精华面霜	2.2	2	1,310

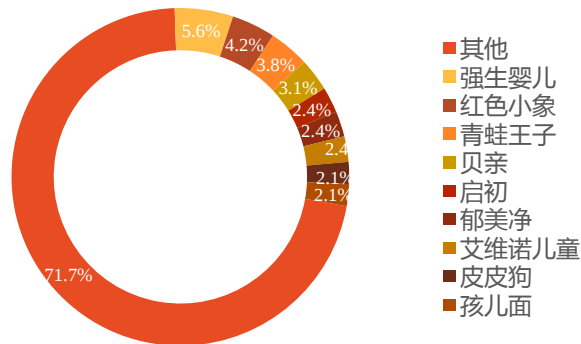
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

1.6 贝泰妮：功效性护肤赛道龙头，大单品在细分品类突出重围

➤ 多点开花，完善品牌矩阵

- 1) Winona baby抢占中高端婴幼儿功效性护肤“赛道”。目前婴儿护肤市场目前市场整体较为分散，根据欧睿数据，2020年市占率最高的强生也仅有5.6%的份额，但同时期的美国和日本，头部品牌份额是中国的3倍左右，且均为本土品牌。此外，Winona Baby有望受益于Winona的强大的品牌力和付费群体高度的重合率，争夺更高市场占有率，沉淀品牌口碑。
- 2) Beauty Answers布局线下医美渠道，孵化集团内高端抗衰品牌。院线修复市场空间较大，低渗透率背景下“Beauty Answers”仍有机会“弯道超车”。

图表：2020中国婴儿洗护市场竞争格局



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：Beauty-Answers 产品

图片			
产品名称	蓝铜胜肽修护精华液	蓝铜胜肽修护喷雾	蓝铜胜肽修护面膜
产品规格	30ml	150ml	25ml*3/25ml*7
适用肌肤	特殊美容后皮肤问题修护及日常肤色修正		
产品介绍	针对特殊美容后的皮肤问题进行精准护理，有效修护同时修正肤色。		针对特殊美容后的皮肤问题进行快速舒护，深层注入修护成分，快速缓解皮肤干燥不适，提升肌肤保水力。
核心成分	蓝铜胜肽：三肽-1铜 GT Restoring Complex：陆地棉提取物，水飞蓟果提取物， 圣罗勒叶提取物		
主要功能	精准修护： 蓝铜胜肽*能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域，进行根源修护。 修正肤色： GT Restoring Complex*专研复合修护植萃，从皮肤问题肌理入手，多维度启动发肤修护系统，有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。 舒缓焕颜： 透明质酸钠协同蓝铜胜肽，共同作用肌肤底层，唤醒肌肤自我修护力，提升肌肤弹性。		精准修护： 蓝铜胜肽能将自身承载的修护成分及微量元素运送至皮肤问题区域，进行根源修护，同时促进胶原蛋白合成，焕活皮肤年轻态。 修正肤色： GT Restoring Complex专研复合修护植萃，从皮肤问题肌理入手，多维度启动发肤修护系统，有效修正肤色同时增强皮肤耐受性。 深层润泽： 泛醇协同果糖碱，深层保湿同时，改善皮肤屏障功能，润泽焕活肌肤。

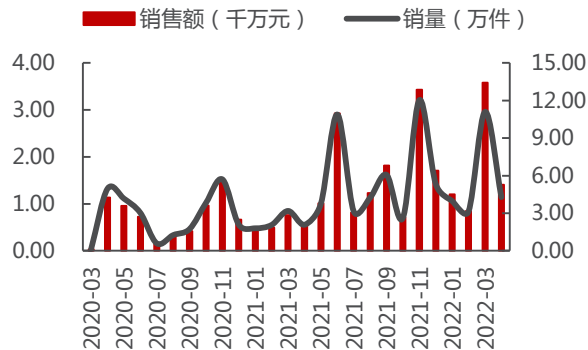
资料来源：Beauty-Answers 公司官网，民生证券研究院

1.7 珀莱雅：大单品策略为基，新产品+新品牌贡献边际增长

➤ 把握大单品策略，极致性价比切入抗衰领域

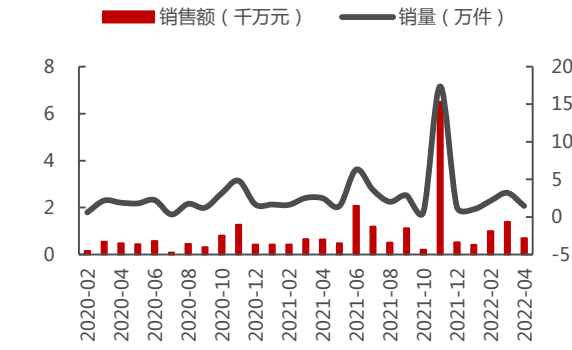
- **跨越周期的大单品“红宝石”+“双抗”精华。**公司2019年上市的泡泡面膜虽然销售额亮眼，但是在市场的猎奇心态消失后，泡泡面膜的火热声量也逐渐平息。在这之后，公司重新思考了消费者的痛点所在，打造了更适合长线发展的抗衰精华。
- **2021年天猫渠道超过60%的收入由大单品贡献，其中红宝石精华超过18%，双抗精华超过16%。**2021年天猫渠道复购率超过30%，客单价上升至205元；抖音渠道客单价162元。

图表：双抗精华自上市至今猫旗销售额及销量



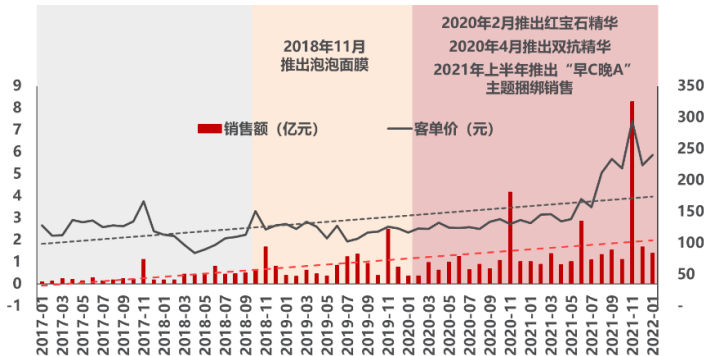
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：红宝石精华自上市至今猫旗销售额及销量



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：珀莱雅猫旗销售额及客单价变化：品牌产品升级带动客单价提升从而销售额增长



资料来源：果集数据，民生证券研究院

1.7

珀莱雅：大单品策略为基，新产品+新品牌贡献边际增长

- **践行大单品策略，主品牌珀莱雅打造了八大大单品矩阵，2022年“618”增长强劲。**源力精华、保龄球蓝瓶为2021年新发布的精华新品，2022年“618”源力精华（30ml+50ml）同比增长393%，在所有单品中增速第一；经典大单品双抗精华（30ml+50ml）增长124%，其中50ml规格的增长476%。
- **彩妆差异化定位，把握稀缺性。**修容产品三色大师修容盘和双拼高光粉膏产品具备差异化定位，区别于市场上的其他修容产品。由于高光品类单价较高，彩棠高光相较国际大牌价格更便宜。凭借过硬的产品质量，彩棠高光销售额在21年实现了61%的同比增长，全年稳居高光类目第一名，天猫旗舰店销售额全年过亿元。

图表：2022“618”珀莱雅大单品销售情况

序号	产品名称	销售额（亿元）	YOY	销量（万件）	YOY	价格（元）	销售额占比	销量占比
	总	5.69	84%	191	4%	298	100%	100%
1	双抗精华2.0(30ml)	0.66	55%	24	49%	280	11.56%	12.33%
2	早c晚a双抗红宝石精华护肤套装	1.21	-	20	-	578-612	21.33%	10.72%
3	双抗精华2.0(50ml)	0.48	476%	12	479%	399	8.50%	6.36%
4	双抗精华面膜2.0	0.51	17751%	16	5822%	398	9.01%	8.17%
5	红宝石面霜2.0	0.33	45%	10	43%	315	5.72%	5.42%
6	源力精华(30ml)	0.25	177%	9	162%	285	4.47%	4.68%
7	源力精华(50ml)	0.20	-	5	-	399	3.49%	2.61%
8	红宝石精华2.0（50+30ml）	0.37	12%	9	-6%	331-479	6.58%	4.97%
9	双抗眼霜	0.14	-29%	5	-27%	262	2.42%	2.76%
10	红宝石眼霜	0.12	-	3	-	352	2.03%	1.72%
11	保龄球蓝瓶	0.09	-	2	-	425	1.66%	1.17%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

表：2022Q1高光修容产品销售额Top10品牌

品牌	销售额（千万元）	销量（万件）	产品均价（元）	市场份额
TIMAGE/彩棠	3.5	18.8	186	26.1%
MAC/魅可	2.4	13.9	174	18.0%
毛戈平	1.5	5.1	288	11.1%
小奥汀	1.4	8.6	165	10.6%
KALEIDOS/万花镜	0.5	4.1	115	3.5%
JudydoLL/橘朵	0.4	11.1	38	3.1%
BOBBI BROWN/芭比波朗	0.4	1.1	316	2.7%
CHIOTURE 稚优泉	0.2	2.8	70	1.5%
Joocyee/酵色	0.2	2.7	68	1.4%
OUT-OF-OFFICE	0.2	2.8	62	1.3%

资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

注：市场份额根据魔镜数据中修容品类的销售额计算

* 请务必阅读最后一页免责声明

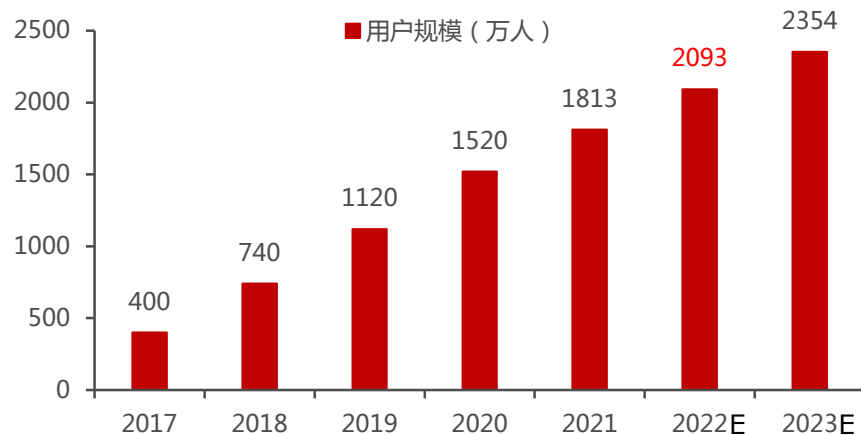
02. 医美：消费升级+人口结构变化+ 技术进步+接受度日益提升驱动行业快速增长底层逻辑不变

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 用户规模将迈入2000万人大关，接受度同步提升

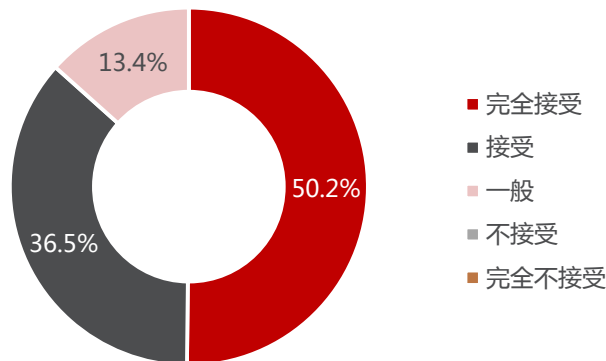
- 根据新氧数据，截至2021年，中国医美产业规模预计将达到1846亿元，同比增长21.6%，医美用户规模达到1,813万人，同比增长+19.27%，相比2017年复合增速为45.91%，预计2022年，医美用户将达到2,093万人。同时，目前有86.7%的人群可以接受医美，可见医美有望从小众消费向大众消费迈进。在渗透率仍较低的前提下，行业高景气度有望保持。

图表：2017-2023年中国医美用户规模（万人）



资料来源：新氧数据颜究院，艾媒咨询，民生证券研究院

图表：超8成大众人群对医美接受度较高



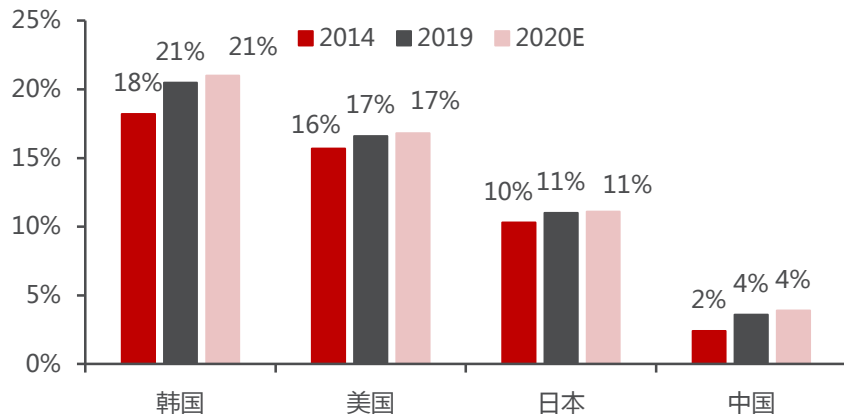
资料来源：新氧数据颜究院，第一财经，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

国内渗透率仍处于较低水平，行业内医师数量缺口巨大

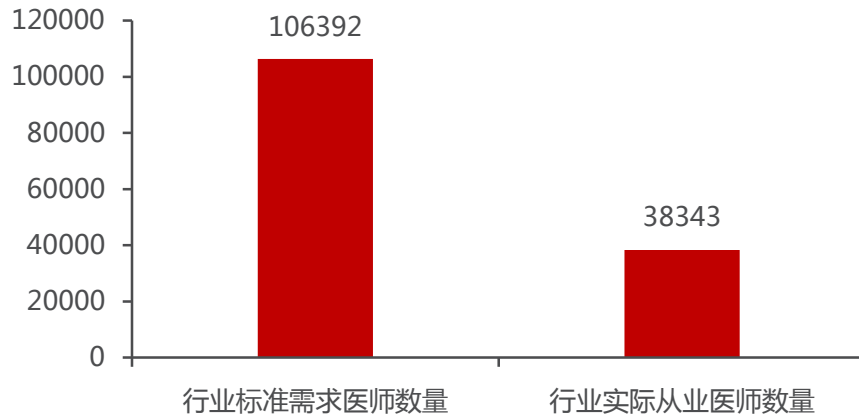
- 2019年，韩国、美国、日本的医美服务渗透率已达到21%、17%、11%，而中国仅为4%，随着医美服务逐步正规化和日常化，渗透率将进一步提高。
- 根据iResearch数据，医美服务所需的能达到行业标准的医师数量达到10.64万人，然而目前行业的实际从业医师有3.83万人，人才缺口巨大。

图表：不同国家医美服务渗透率



资料来源：头豹研究院，前瞻产业研究院，新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：中国医美行业医师数量指标



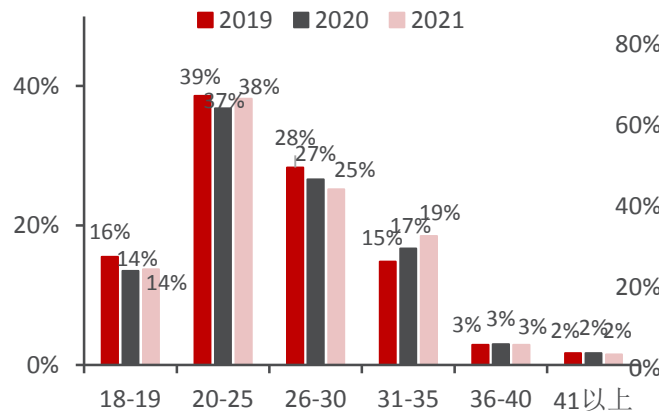
资料来源：iResearch数据，新氧数据颜究院，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 消费主体以年轻群体为主，消费能力更强的中年人复购力更强

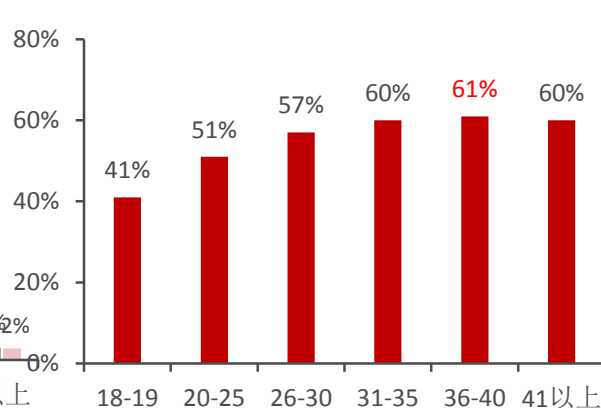
- 从医美人群的年龄分布来看，行业的定位群体主要是20-35岁之间的消费者，其中，20-25岁的消费者占比相对平稳，主要是大学生群体，对于新鲜事物有较强的消费意愿；**31-35岁的消费者占比则呈现上升趋势**，该群体有一定经济能力，消费能力较强，有利于拉动市场的中高端产品规模，在该年龄段群体中，有60%的消费者在2021年进行了至少2次医美消费。

图表：医美消费人群年龄分布



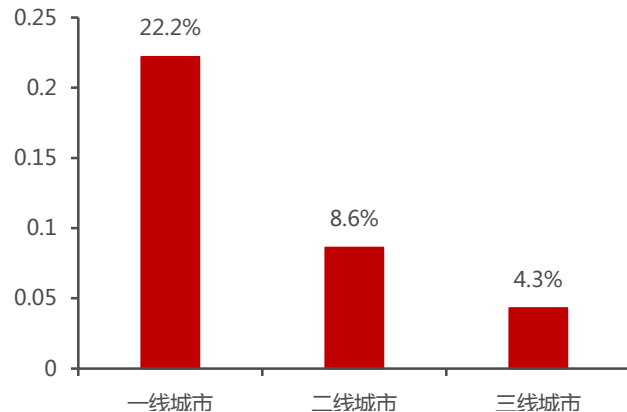
资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：2021年消费2次或以上人群在各年龄段占比



资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：中国按城市等级划分的医疗美容渗透率（2021年）



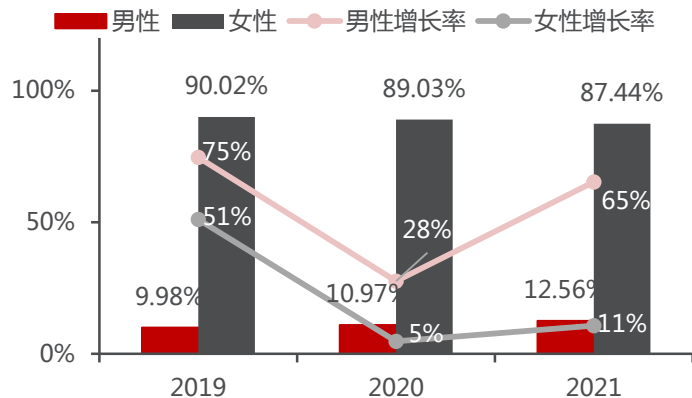
资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 男性医美潜力释放，或是未来增长的重要动力

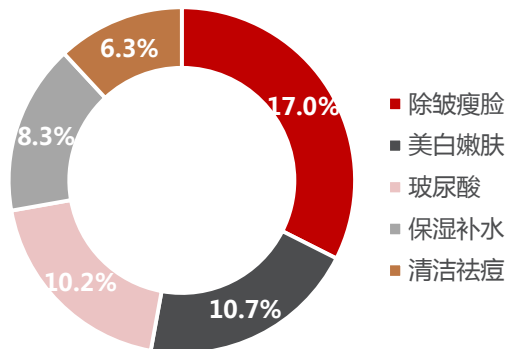
- 根据新氧颜究院数据，医美消费人群中，女性于2020年增速放缓，2021年同比增长11%，在消费人群中占比87.44%；男性用户则一直保持高增长，2021年人群占比为12.56%，相比2019年上升2.58pct，男性群体对于医美的接受度也有了大幅提升，是推动行业扩张的驱动力之一。
- 看类目：**男性喜爱的医美项目和女性群体画像类似，最受欢迎的项目都为除皱瘦脸和美白嫩肤。

图表：医美消费人群男女占比及增速



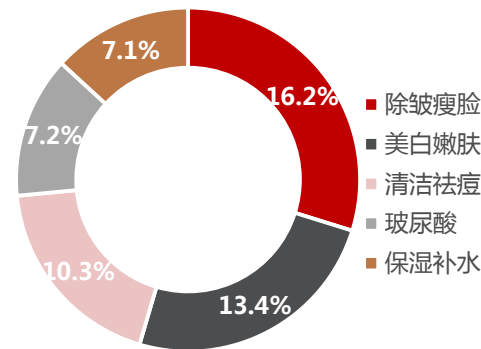
资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：女性最爱医美项目榜单TOP5



资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：男性最爱医美项目榜单TOP5



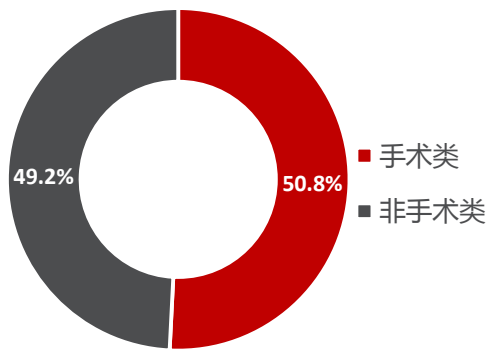
资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 非手术类轻医美持续受到用户青睐，手术类凭借高单价规模仍占半壁江山

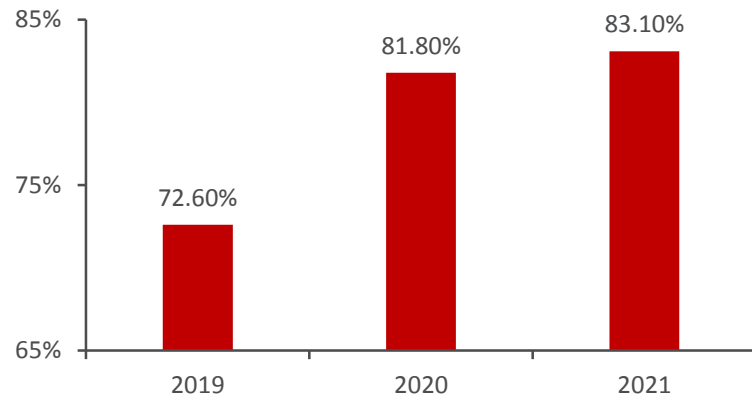
- **看规模：**2021年，非手术类和手术类医美占比分别为50.8%和49.2%；析原因：非手术用户的扩大是非手术类市场快速扩张的核心驱动力，截至2021年，非手术用户占比已从2019年的72.60%上升至83.10%。

图表：2021年各类医美项目市场规模占比



资料来源：艾瑞咨询，新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：非手术用户占比逐年提升



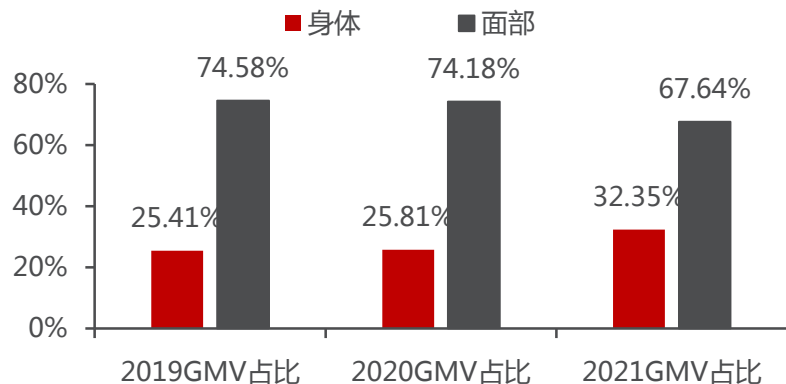
资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 手术类医美：身体消费占比逐年增加，吸脂为最受欢迎的品类

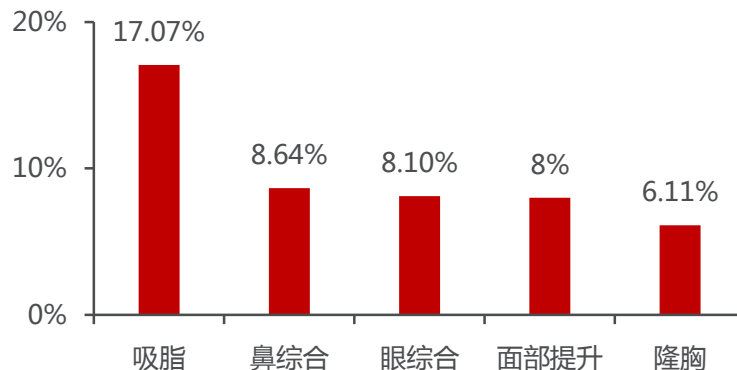
- 手术类医美项目中，面部消费占比较高，2021年为67.64%，但呈现出下降趋势；身体消费2021年的GMV占比为32.35%，相比2019年上升6.94pct。
- 在手术类医美项目中，吸脂为最受欢迎的消费品类，相比鼻综合、眼综合、面部提升等项目展现出较大优势。

图表：手术类医美消费结构



资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：吸脂是最受欢迎的手术类消费品类



资料来源：新氧数据颜究院，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

➤ 主要注射材料市场均处于快速扩张时期，聚左旋乳酸增长尤为亮眼。

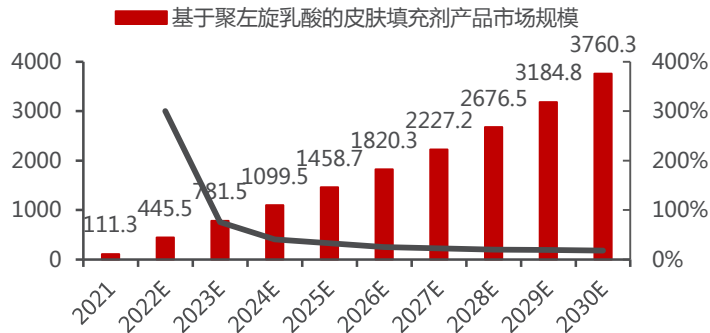
图表：中国基于透明质酸皮肤填充剂产品市场（按销售额）人民币十亿元



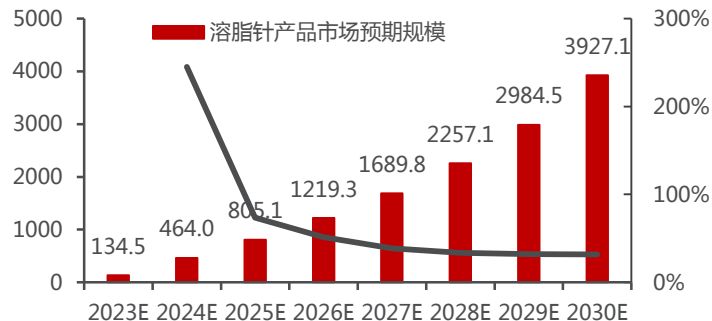
图表：中国肉毒毒素产品市场（按销售额）人民币十亿元



图表：中国聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场（按销售额）人民币百万元



图表：中国溶脂针产品市场预期规模（按销售额）人民币百万元



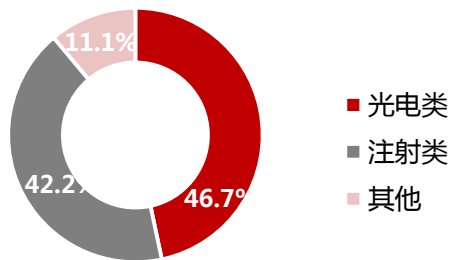
资料来源：沙利文数据，民生证券研究院

资料来源：沙利文数据，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

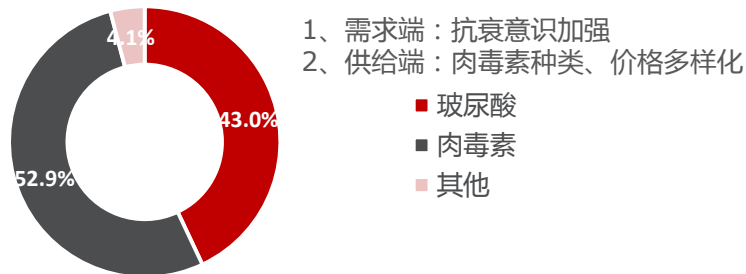
➤ 光电类迎来大年，玻尿酸市场稳步扩张，肉毒素规模首次超过玻尿酸

图表：2021年各类医美项目市场规模占比



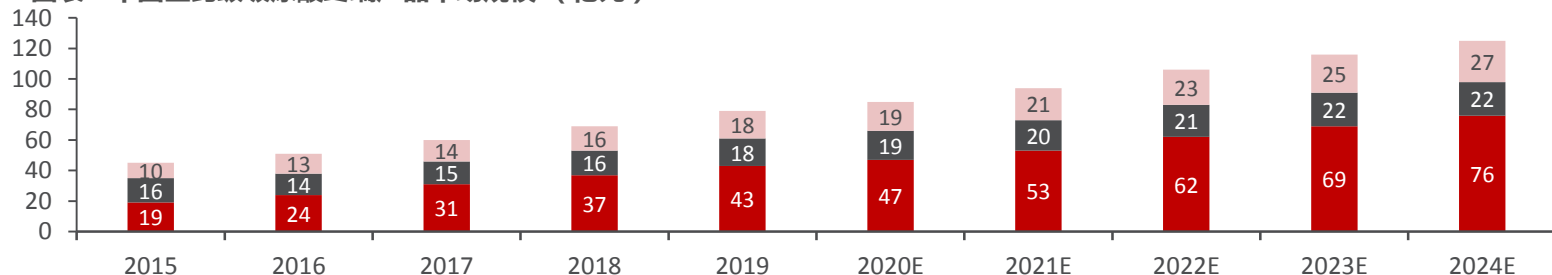
资料来源：艾瑞咨询，新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：2021年注射类医美消费占比



资料来源：艾瑞咨询，新氧数据颜究院，民生证券研究院

图表：中国医药级玻尿酸终端产品市场规模（亿元）

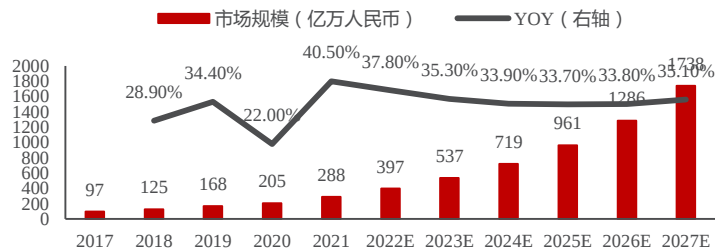


资料来源：艾瑞咨询，新氧数据颜究院，民生证券研究院

2.1 消费升级+人口结构变化+技术进步+接受度日益提升驱动医美快速增长

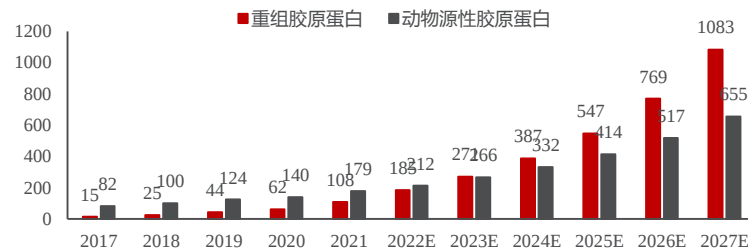
胶原蛋白新蓝海，重组胶原蛋白市场占比有望进一步上升

图表：中国胶原蛋白市场规模



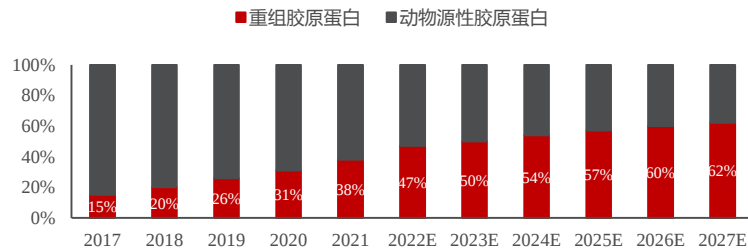
资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

图表：中国重组和动物源性胶原蛋白产品市场规模（亿元）



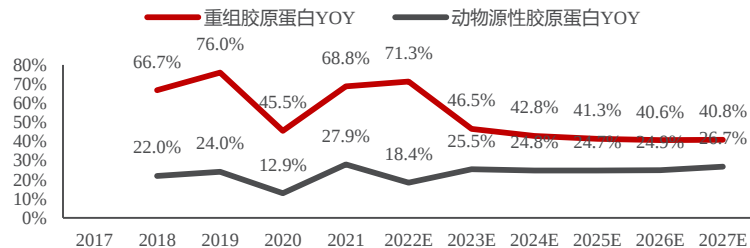
资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

图表：中国重组和动物源性胶原蛋白产品市场规模占比



资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

图表：中国重组和动物源性胶原蛋白产品市场规模（亿元）增速



资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

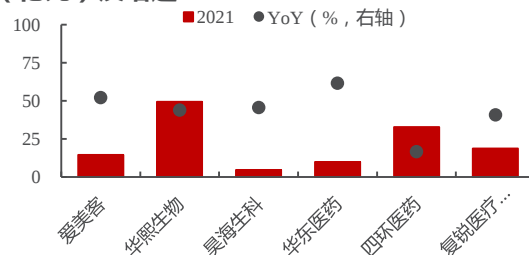
2.2 强监管为合规化产品/经营带来高“红利”

- 2021年下半年以来医美行业监管政策频次、力度超过以往。1) 对上游药械服务商来讲：严监管为合规产品提供替代空间。2) 对中游服务机构来讲，医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

政策分类	发布单位	发布时间	法律法规与政策	主要内容
规范医美金融项目	中国互联网金融协会	2021-6-9	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	倡议：金融机构应当选择证照齐全、依法合规经营的第三方医疗美容机构合作，并建立相关机制对其合规性进行定期评估，如存在违法违规行为，应立即停止合作。
	国家广电总局	2021-9-27	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	“美容贷”广告以低息甚至无息吸引青年，诱导超前消费、超前消费，涉嫌虚假宣传、欺骗和误导消费者，造成不良影响，各广播电视和网络视听机构、平台一律停止播出“美容贷”广告。
规范医美诊疗项目	国务院	2021-6-1	《医疗器械监督管理条例》	对射频、注射用玻尿酸等分类，进行调整，提高药械厂商的市场准入门槛，使医美机构品项设计发生变化
	国家卫健委	2021-7-26	“关于禁止开展“小腿神经离断瘦腿手术”的通知”	该手术缺乏科学依据和循证医学证据，直接导致神经不可逆损伤和下肢运动功能障碍，存在严重安全性问题，有悖于医学伦理原则。
	公安部	2021-11-25	通知要求严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动	进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度，切实保障人民群众身体健康和生命安全
	国家药监局	2022-3-24	《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》 《禁止委托生产医疗器械目录》 《医疗器械委托生产质量协议编制指南》	对分类目录做出了修订，将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房植入物三种器械。
	国家药监局	2022-3-30	《关于调整医疗器械分类目录部分内容的公告》	对27种医疗器械涉及的分目录内容进行了动态调整，包含了部分医疗美容用产品，明确规定射频治疗仪、射频皮肤治疗仪；面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线；注射用透明质酸钠溶液均按照Ⅲ类医疗器械监管。
	国家卫健委	2022-4-20	《国家限制类手术目录（2022年版）》	将同种异体皮肤移植、肿瘤深部热疗和全身热疗、人工智能辅助诊断、颅颌面畸形颅面外科矫治和口腔颌面部肿瘤颅颌联合根治5项技术从目录中删除。新增了体外膜肺氧合（ECMO）和自体器官移植2项国家限制类技术。调整后的国家限制类技术目录由原来的15项变更为12项。
规范医美广告	国家市场监管总局广告监督司	2021-6-30	《关于加强干细胞广告监管的工作提示》	宣扬干细胞疗法抗衰老、抗癌、美容等广告均为虚假违法广告；无论是否医疗机构，采用干细胞疗法从事抗衰老、抗癌、美容等治疗都是违法行为
	市场监督管理总局	2021-11-2	《医疗美容广告执法指南》	涉及医美全行业营销，影响力巨大，将改变医美营销生态
	国家卫健委	2022-2-1	《互联网诊疗监管细则（试行）》	明确了互联网诊疗的医药、医疗、技术等监管要求。
	市场监督管理总局	2021-5-1	《网络交易监督管理办法》	涉及直播、网络交易、广告、营销，医美机构第二波受到影响
规范医美直播	国家卫健委	2022-6-6	《2022年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	“严肃查处医疗机构工作人员利用职务、身份之便直播带货”；
	国家广播电视总局、文化和旅游部	2022-6-8	《网络主播行为规范》	对涉及医疗卫生、财经金融、法律、教育等需要较高专业水平的直播内容，主播应取得相应的执业资质，并向直播平台报备；

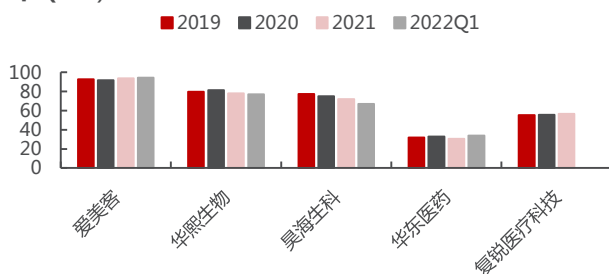
2.2 强监管为合规化产品/经营带来高“红利”

图表：主要药械仪器类上市公司医美相关收入（亿元）及增速



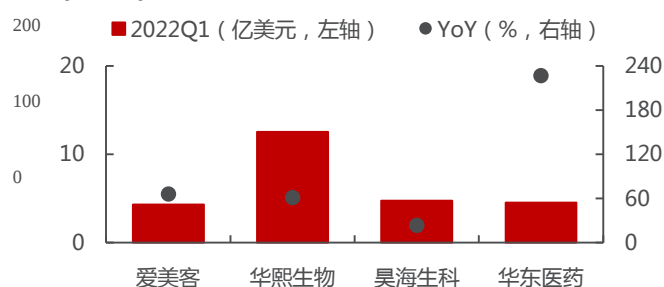
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：主要药械仪器类上市公司医美业务毛利率（%）



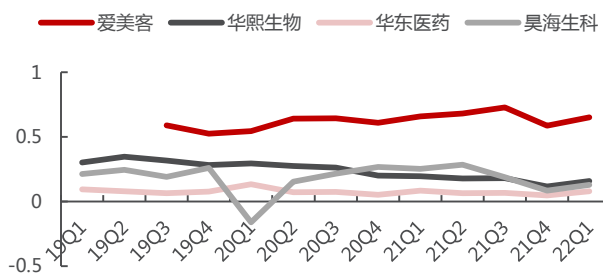
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：主要药械仪器类上市公司一季度医美相关收入（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：主要药械仪器类A股上市公司单季归母净利润率



资料来源：wind，民生证券研究院

➤ 2022开局高收入增长延续，爱美客、华熙生物、华东医药22Q1收入增速均超60%

华东医药医美业务增速达226.80%，表现突出，主要系旗下医美全资子公司欣可丽美学营收远超去年同期华东宁波医美代理业务收入规模所致。同时，旗下伊妍仕产品在国内上市以来持续保持市场较高关注度，市场口碑良好，领跑再生医美市场

2.3 产品研发推新，贡献行业增长点

➤ 截至2021年11月，国内共有11款针剂产品上市/获批

- 截至2021年11月，国内共有11款针剂产品获批或上市，国产产品过审率>进口产品，其中4款为再生类产品，迅速填补空缺的市场；
- 胶原+再生类：再生材料因效果自然、改善肤质、效果持久等优势有望代替部分凝胶类玻尿酸填充市场，且价格定位高，根据爱美客新品发布会及华东医药新品发布会披露，濡白天使出厂价3200元/支，伊妍仕出厂价4000元/支，有望开辟新增量同时提升对应公司盈利能力。

表：2021年获批/上市的11款针剂产品信息，玻尿酸新品仍占大多数

产品	公司	获批时间	上市时间	产品类别
乐提葆	四环医药	2020年10月	2021年2月	肉毒素
伊妍仕Ellans é	华东医药	2021年4月		少女针
艾维岚-Lviselle	长春圣博玛	2021年4月		童颜针
乔雅登质颜	艾尔建	2021年4月		透明质酸填充剂，用于唇部注射
冬活泡泡针	爱美客	2016年12月	2021年5月	水光针
润致“御龄双子针”	华熙生物	2020年3月	2021年5月	透明质酸填充剂，针对静态纹
濡白天使	爱美客	2021年6月	2021年7月	童颜针
重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	锦波生物	2021年6月		胶原蛋白
Belotero	Anteis SA	2021年10月		透明质酸填充剂
一次性使用注射包	康德莱	2021年10月		美容钝针
瑞蓝定采	高德美	2021年11月		透明质酸钠填充剂，用于纠正鼻唇沟皱纹

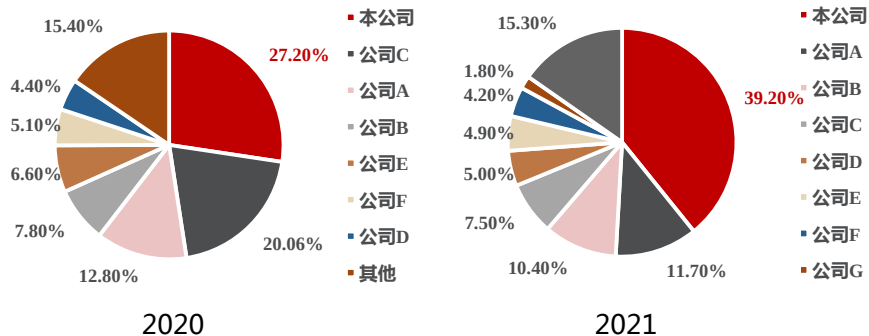
资料来源：NMPA，民生证券研究院

2.4 爱美客：市场份额国内第一坐享玻尿酸注射剂龙头

➢ 基于透明质酸的皮肤填充剂产品的中国制造商竞争力已超过全球参与者，并正在占据更多的市场份额

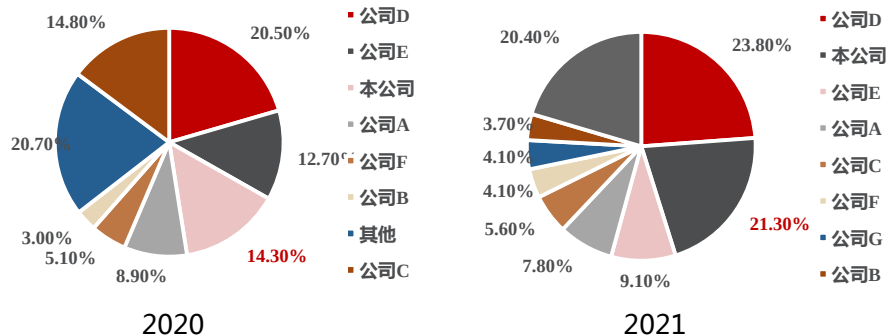
根据弗若斯特沙利文报告，按2020年及2021年透明质酸皮肤填充剂产品的销量计，爱美客2020年及2021年的市场份额分别为27.2%及39.2%，同比提升12pct，市占率第一。按2020年及2021年透明质酸皮肤填充剂产品的销售额计，爱美客2020年及2021年的市场份额分别为14.3%及21.3%，同比提升7pct，较第一名保妥适份额差距缩小。

图表：中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额（按销量）



资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

图表：中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品的市场份额（按销售额）



资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

2.4 爱美客：疫情期加速薄弱区域布局步伐，疫后有望收获更高弹性

不畏浮云（疫情）遮望眼，推荐逻辑再梳理：

尽管疫情对宏观经济增长或有放缓影响，但医美（类似美发）的强社交功能短期或迎来集中性消费，为其带来强韧性+高弹性，长期则取决于产品特性及其布局，当前时点我们仍看好爱美客：

1) 产品本身自带韧性：嗨体系列+濡白天使+宝尼达的放量仍是构筑业绩增长的主力，产品市场各异迭代有序，将在产品渗透率+机构覆盖率两个维度共同驱动，值得注意的是，疫情期求美者亦通过预售/直播等活动购买，产品韧性凸显。

2) 渠道拓展加大弹性预期：虽然因为疫情对5月销售略有压力，但疫情期间公司加大在华南区域的布局，并且通过经销渠道拓展加速对三线及更低线城市（本轮受疫情影响比较小）的布局抵抗疫情的冲击，经销渠道的快速拓展疫后有望收获更高弹性。

3) 合规化利好尚未得到反应：2022年3月30日，水光针被正式纳入三类医疗器械，当时正值上海地区疫情较重时期，公司作为合规化发展的直接受益者，后续有望在此背景下业绩超预期。

对于2022年我们仍然维持此前收入23亿元/净利润15亿元的盈利预测，23年业绩则在以上因素下有望迎来更大弹性，维持“推荐”评级。

图表：爱美客各产品的作用部位



资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

图表：爱美客产品覆盖的机构超4000家



资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

爱美客产品已被超过4,400家医疗机构采用，其中约4,000家通过直销渠道覆盖。截至2021年底约38.5%的直销客户来自华东地区、16.2%来自华南地区、14.5%来自华北地区、11.5%来自华中地区、9.6%来自西南地区、6.7%来自西北地区以及3.0%来自东北地区。

2.4 爱美客：多款产品接力+外延扩张及全球化布局均可期

再生类针剂空间测算：2022年有望达2.9亿元。

图表：濡白天使市场空间测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
人群基数				
医美消费疗程（万次）	3,471.55	4,165.86	4,832.40	5,508.94
人口总数（万人）	140,000	140,000	140,000	140,000
每千人诊疗次数（次）	24.80	29.76	34.52	39.35
yoy	26%	20%	16%	14%
替代“水货”				
“水货”童颜针占比总疗程（%）	2.50%	2.00%	1.50%	1.00%
“水货”童颜针疗程（万次）	86.79	83.32	72.49	55.09
“水货”童颜针平均出厂价（元）	1,200	1,200	1,200	1,200
“水货”童颜针出厂规模（万元）	104,147	99,981	86,983	66,107
童颜针正规针剂替代“水货针”剂比率（%）	30.00%	50.00%	70.00%	90.00%
替代“水货”的正规童颜针出厂规模（万元）	31,244	49,990	60,888	59,497
替代玻尿酸				
非手术之注射类占比总疗程（%）	58.00%	59.00%	60.00%	61.00%
玻尿酸占比注射人次（%）	66.59%	66.59%	66.59%	66.59%
玻尿酸注射人次（万次）	1,340.79	1,636.69	1,930.74	2,237.72
玻尿酸年人均消费次数（次）	1.50	1.50	1.50	1.50
玻尿酸平均出厂价（元）	448	448	448	448
玻尿酸出厂规模（万元）	901,011	1,099,854	1,297,455	1,503,751
童颜针替代玻尿酸比例（%）	3.00%	6.00%	9.00%	11.00%
替代玻尿酸的正规童颜针出厂规模（万元）	27,030	65,991	116,771	165,413
童颜针正规针剂出厂规模				
替代“水货”+替代玻尿酸（万元）	58,274	115,982	177,659	224,909
濡白天使出厂规模				
濡白天使针市占率（%）	50%	60%	65%	65%
濡白天使针出厂规模（万元）	29,137	69,589	115,479	146,191

资料来源：民生证券研究院预测

2.4 爱美客：多款产品接力+外延扩张及全球化布局均可期

1) 去氧胆酸药物：临床前在研；利多卡因丁卡因乳膏：已获临床试验批准。2) 新增医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶：进入临床试验。此前年报中也披露过该产品用于治疗颈部后缩，“含聚乙烯醇凝胶微球”也应用于公司产品宝尼达。3) 公司与韩国 Huons BioPharma Co., Ltd.签订经销协议：约定爱美客以研发注册方式引进肉毒素产品并在约定经销区域进行进口和经销。公司公告于6月28日重新递交港股上市申请，再次彰显了公司坚定外延并购及推进全球化布局的决心。

图表：爱美客主要在研产品

我們的主要在研產品⁽¹⁾

醫療器械	醫用含聚乙稀醇凝膠微球的修飾透明質酸鈉凝膠 ⁽²⁾	臨床試驗				治療頸後縮	自主開發
	第二代理植線產品 ⁽³⁾	臨床前在研				軟組織提拉	通過合營企業東方美客在中國就研註冊及商業化進行合作
生物藥品	注射用A型肉毒毒素 ⁽⁴⁾	III期臨床試驗 ⁽⁵⁾				動態皺紋治療 ⁽⁶⁾	獲Huons BioPharma Co., Ltd.獨家授權在中國註冊及商業化該款在研產品
	利拉魯肽注射液（注射用重組蛋白藥物） ⁽⁶⁾	I期臨床試驗				慢性體重管理	自主開發
	注射用透明質酸酶 ⁽⁷⁾	臨床前在研				溶解透明質酸、可皮下注射	自主開發
化學藥品	去氧膽酸藥物 ⁽⁸⁾	臨床前在研				頰下減脂	自主開發
	利多卡因丁卡因乳膏 ⁽⁹⁾	已獲臨床試驗批准				局部麻醉	獲山東誠創藍海醫藥科技有限公司授予專有技術

资料来源：爱美客H股招股书，民生证券研究院

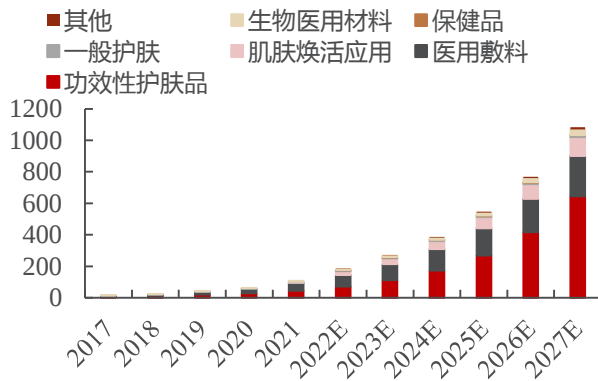
2.5 巨子生物&锦波生物-胶原蛋白领域先行者

- 继肉毒毒素、玻尿酸相继出圈之后，作为抗衰最有效的方式之一，胶原蛋白在医美领域逐步呈现出热点趋势
- 根据弗若斯特沙利文，中国重组胶原蛋白产品市场规模从2017年的15亿元人民币增长到2021年的108亿元人民币，CAGR63.0%，未来预计将进一步以42.4%的复合增长率从2022年的185亿元人民币增长到2027年的1,083亿元人民币。
- 据沙利文数据，2021年中国专业皮肤护理产品市场的整体规模为566亿元，其中重组胶原、动物源胶原、透明质酸、其他成分规模94、41、193、238亿，重组胶原同比+68%，渗透率达17%有望持续提升。

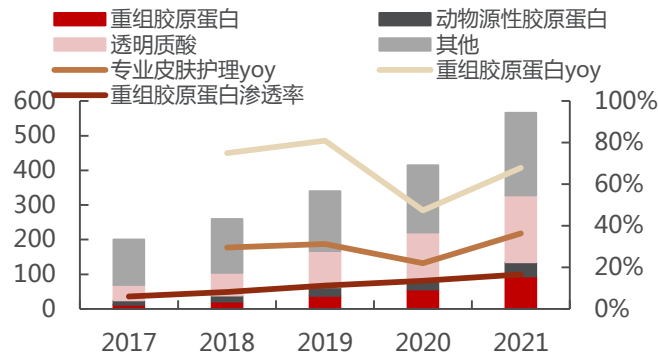
图表：胶原蛋白的应用



图表：中国重组胶原蛋白应用产品市场规模（亿元）



图表：专业皮肤护理产品市场规模（亿元）



资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

2.5 巨子生物&锦波生物-胶原蛋白领域先行者

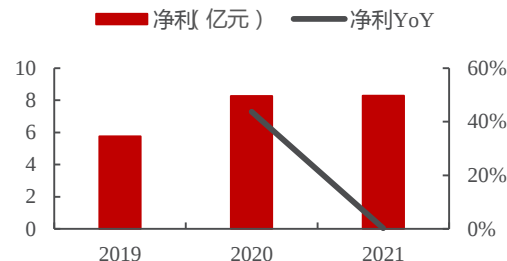
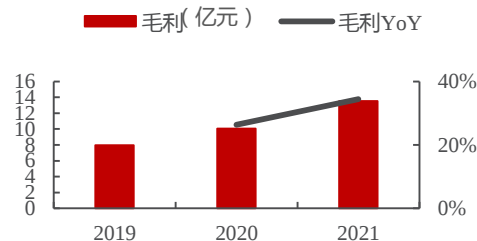
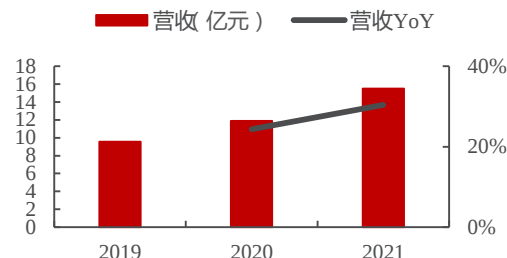
巨子生物：以重组胶原蛋白为核心，以可复美+可丽金两大拳头品牌为支撑的国货之光。 公司(成立于2000年)是中国基于生物活性成分的专业皮肤护理产品行业的先行者和领军者，旗下品牌可丽金和可复美分别是2021年中国专业皮肤护理产品行业第三和第四畅销品牌。2019-2021年分别实现 9.57/11.9/15.52亿元，净利润5.75/8.26/8.28亿元，2020年和2021年收入同比增长 24.35%/30.42%，净利润增长46.65%/0.24%。

图表：公司主要品牌

品牌	推出时间	类目	定位	SKU数量	零售价区间
可复美	2011	功效性护肤品产品/医用敷料(II类)	皮肤科级别重组胶原蛋白品牌	30	人民币99元-人民币459元
可丽金	2009	功效性护肤产品	中高端多元重组胶原蛋白皮肤护理品牌	60	人民币109元-人民币680元
可预	2015	功效性护肤产品/医用敷料(II类)	重组胶原蛋白皮肤护理品牌，适用于抑制和缓解皮肤炎症反应	4	人民币86元-人民币283元
可痕	2016	疤痕修复敷料(I类)医用敷料(II类)	用于疤痕修复的重组胶原蛋白品牌	1	人民币498元
可复平	2016	医用敷料(II类)	用于口腔溃疡的重组胶原蛋白品牌	1	人民币199元
利妍	2019	医用敷料(II类)	用于女性护理的重组胶原蛋白品牌	3	人民币128元-人民币340元
欣苷	2019	功效性护肤产品	稀有人参皂苷皮肤护理品牌	5	人民币247.5元-人民币585元
参苷	2016	功效性食品	人参电苷类功能性食品品牌	1	人民币570元

资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

图表：公司财务数据



资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院

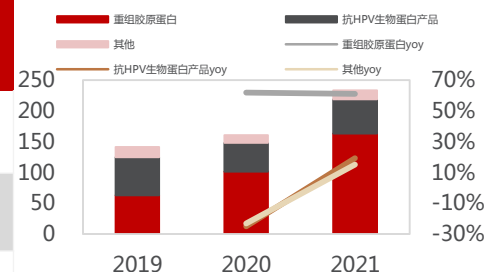
2.5 巨子生物&锦波生物-胶原蛋白领域先行者

- 锦波生物：率先实现两大功能蛋白产业化，公司在国际分别首次实现了重组人源化胶原蛋白和抗HPV-酸酐化牛 β -乳球蛋白产业化。产品覆盖妇科、皮肤科、外科、肛肠、护肤等多种应用场景。公司的重组人源化胶原蛋白“制备的三类医疗器械——薇旖美®重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维也是目前市场上唯一一款获国家药品监督管理局批准的人源化胶原蛋白。

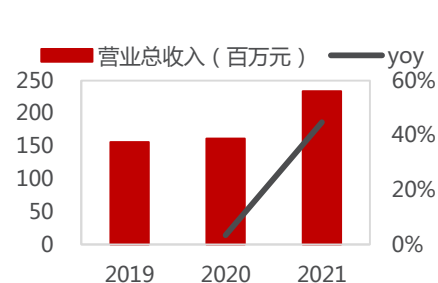
图表：公司主要产品

按核心成分的产品分类	产品	应用领域	终端客户群体	注册/备案类型	产品展示
重组胶原蛋白产品	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科/外科	医疗机构	三类医疗器械	
	重组人源胶原蛋白阴道敷料	妇科I	医疗机构	二类医疗器械	
	医用重组人源胶原蛋白功能敷料（凝胶型）（无菌型）	皮肤科	医疗机构	二类医疗器械	
	胶原蛋白原液	皮肤护理	终端消费者	化妆品	
	胶原蛋白面膜	皮肤护理	终端消费者	化妆品	
抗HPV生物蛋白产品	抗HPV生物蛋白敷料	妇科	医疗机构	二类医疗器械	
	抗HPV生物蛋白隐形膜	妇科	医疗机构	二类医疗器械	

图表：主营业务收入按照产品或服务分类（百万元）



图表：营业总收入（百万元）

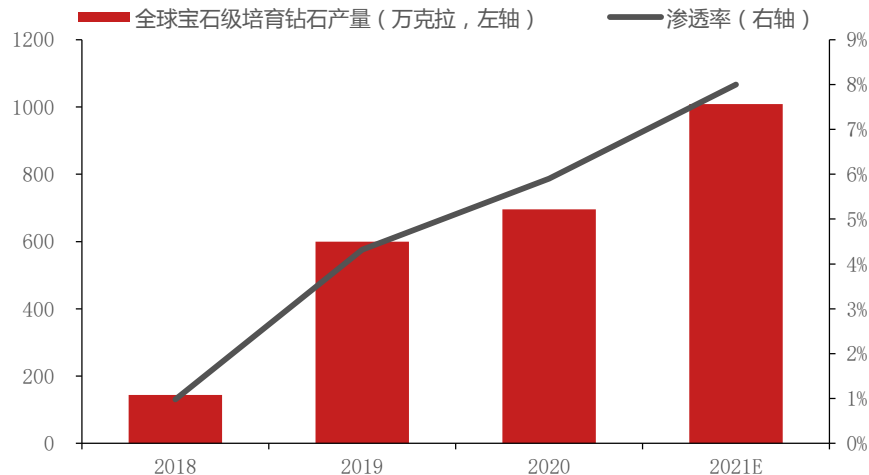


资料来源：锦波生物招股书，民生证券研究院

03. 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

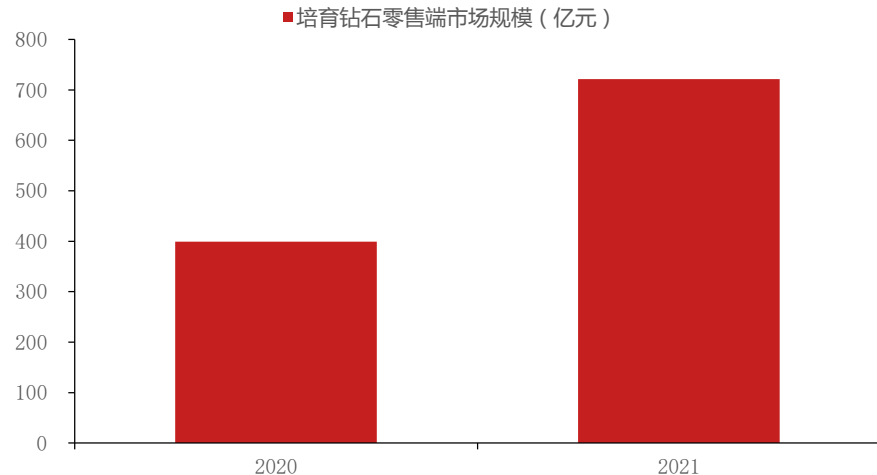
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2021年培育钻石渗透率逐步提升至8%



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图表：2021年全球培育钻石零售端规模实现快速增长

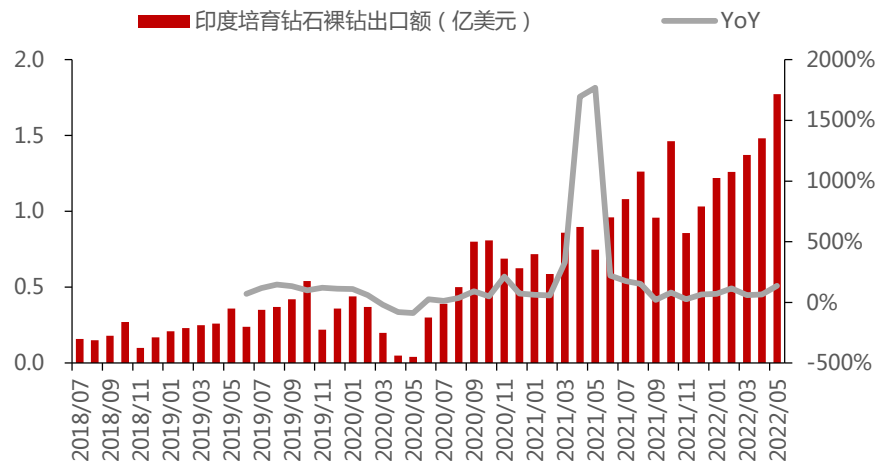


资料来源：产业信息网，民生证券研究院

2021年全球培育钻石产量渗透率提升至8%，零售端规模增长至721亿元。据贝恩咨询，预计2021年全球培育钻石产量达到1000万克拉左右，较2020年同比+45.0%，渗透率提升至8%左右；与此同时，据产业信息网数据，零售端市场规模增长至721亿元，同比+80.7%。

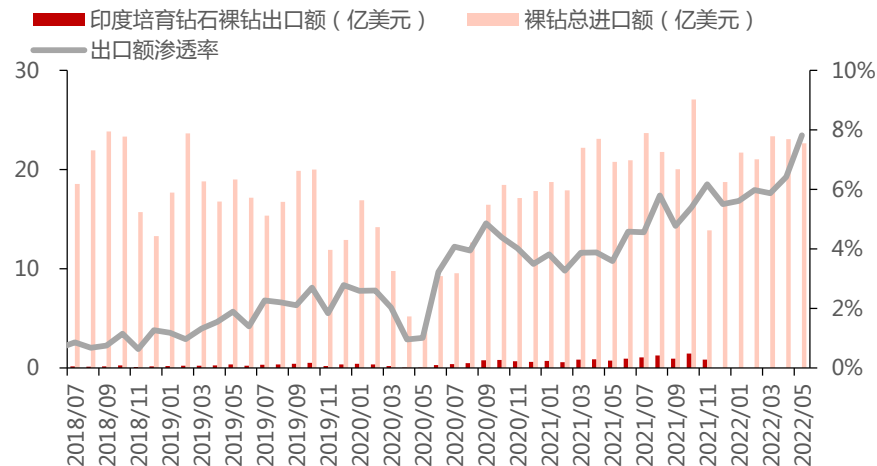
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：印度培育钻石毛坯进口额保持快速增长



资料来源：GJEPC，民生证券研究院

图表：印度培育钻石毛坯进口额渗透率快速增长

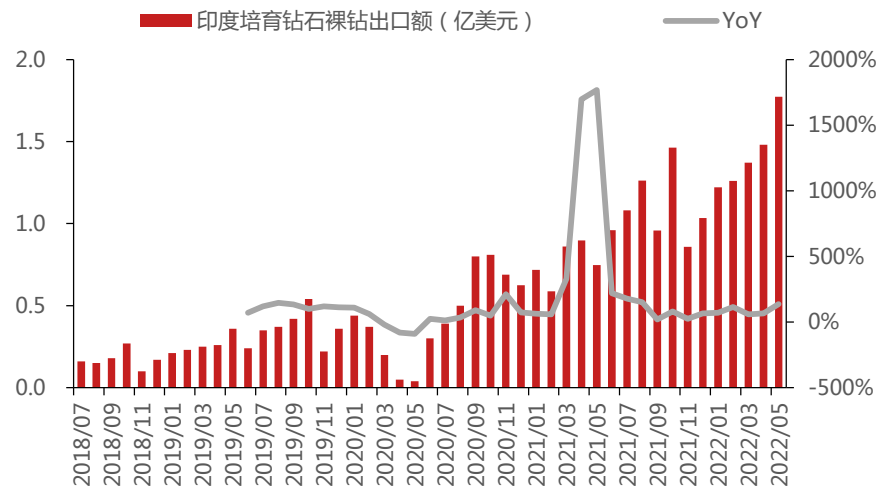


资料来源：GJEPC，民生证券研究院

2021年全年，印度培育钻石毛坯进口额11.3亿美元，同比+157.7%；2022年1-5月培育钻石毛坯进口额继续保持高景气增长，分别同比+77.3%/+84.4%/+157.1%/+25.1%/+46.0%，渗透率中枢提升至7.1%以上。

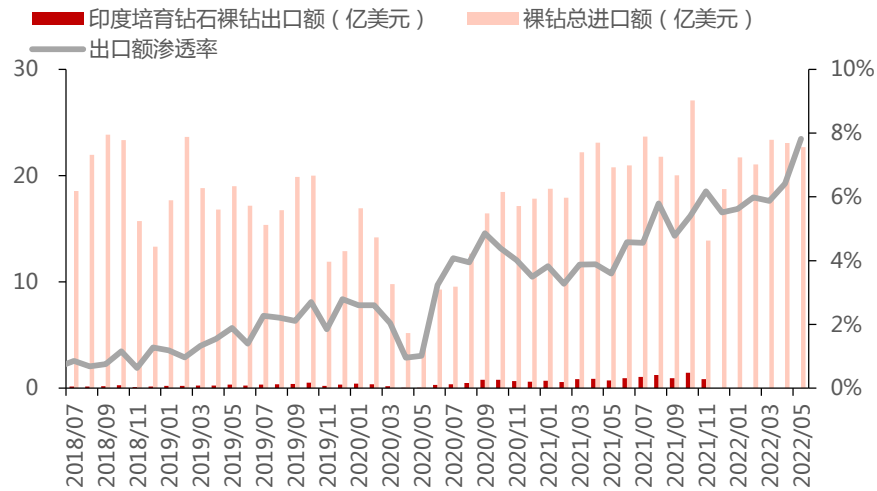
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：印度培育钻石裸钻出口额保持快速增长



资料来源：GJEPC，民生证券研究院

图表：印度培育钻石裸钻出口额渗透率快速增长



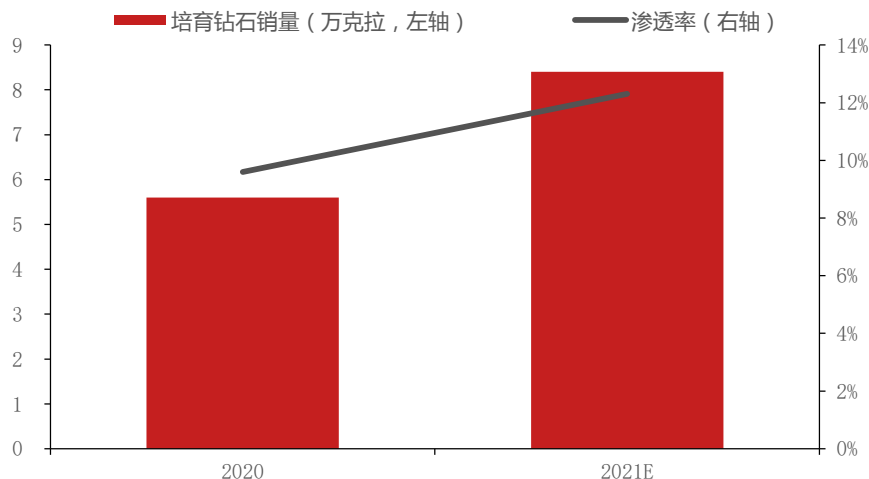
资料来源：GJEPC，民生证券研究院

2021年全年，印度培育钻石裸钻出口额11.4亿美元，同比+119.3%；2022年1-5月培育钻石裸钻出口额继续保持高景气增长，分别同比+69.5%/+114.6%/+59.5%/+65.0%/137.3%，渗透率中枢进一步提升至7.8%左右。

3.1

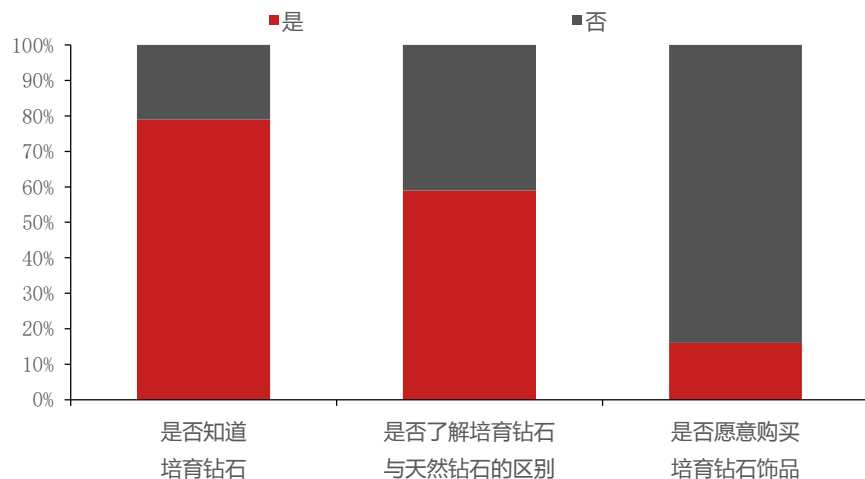
培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：美国培育钻石销量与渗透率保持快速增长



资料来源：产业信息网，民生证券研究院

图表：美国消费者对培育钻石认知度较高，认可度仍有提升空间



资料来源：The Plumb Club，民生证券研究院

2021年美国培育钻石销量快速增长，美国消费者对培育钻石认知度较高，认可度仍有提升空间。据产业信息网数据，预计2021年美国培育钻石销量达到840万克拉，同比+50%；同时，根据The Plumb Club调研结果，80%的美国消费者知道培育钻石，16%的美国消费者愿意购买培育钻石饰品。

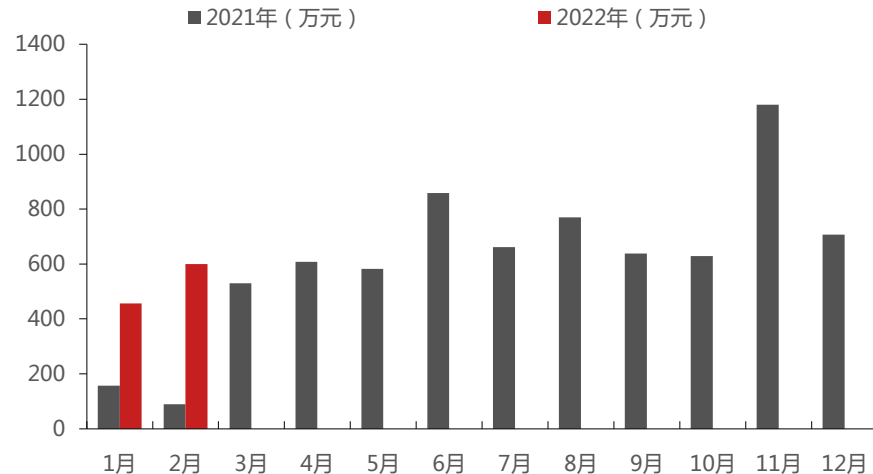
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2021年以来国内品牌陆续开始发力培育钻石

时间	事件
2021.01	以培育钻石为主打产品的可持续国产珠宝项目Light Mark首店开业。
2021.08	沃尔德旗下高端品牌钻石品牌Anndia首店在上海开业。
2021.08	豫园股份推出子品牌露璨（LUSANT）正式进军培育钻石市场。
2021.10	周大福培育钻石子品牌CAMA天猫旗舰店上线。
2022.03	曼卡龙推出子品牌慕璨进入培育钻石行业。
2022.03	周生生在年报中披露成立电子商务公司积极布局培育钻石领域。

资料来源：各公司公告，新浪新闻，民生证券研究院

图表：2022年1-2月淘系平台培育钻石零售额保持快速增长

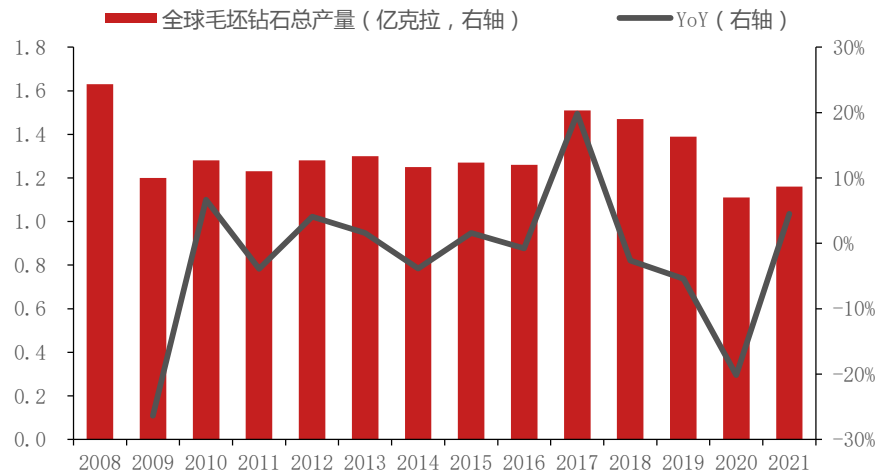


资料来源：The Plumb Club，民生证券研究院

2021年以来，Light Mark小白光、沃尔德Anndia、露璨LUSANT、曼卡龙与周生生等均开始发力布局培育钻石，这也带动国内消费者对培育钻石的认知度与认可度快速提升；2022年1-2月，淘系平台培育钻石零售额快速增长，分别同比+191%与+569%。

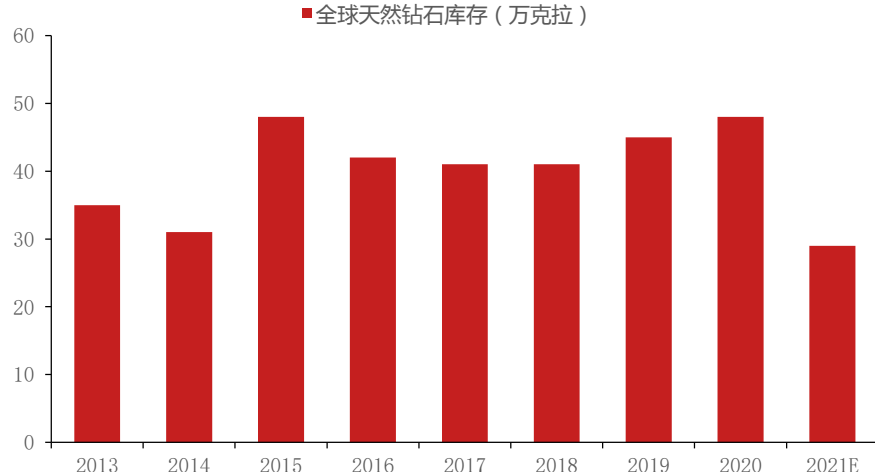
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2021年天然钻石供给温和复苏



资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

图表：2021年全球天然钻石库存快速下降

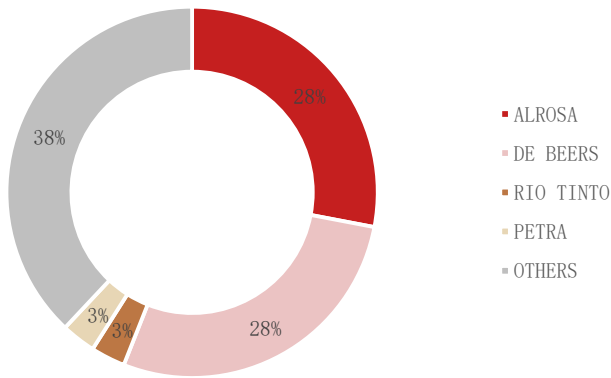


资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

据贝恩咨询，2021年全球天然钻石产量温和复苏，同比+4.5%至1.16亿克拉。但是，新冠疫情影响下消费者外出旅游减少节约经费，叠加经济刺激政策以及品牌商的有效营销，零售端同比+29%，这也带动全球天然钻石库存下降至2900万克拉，接近历史最低水平。

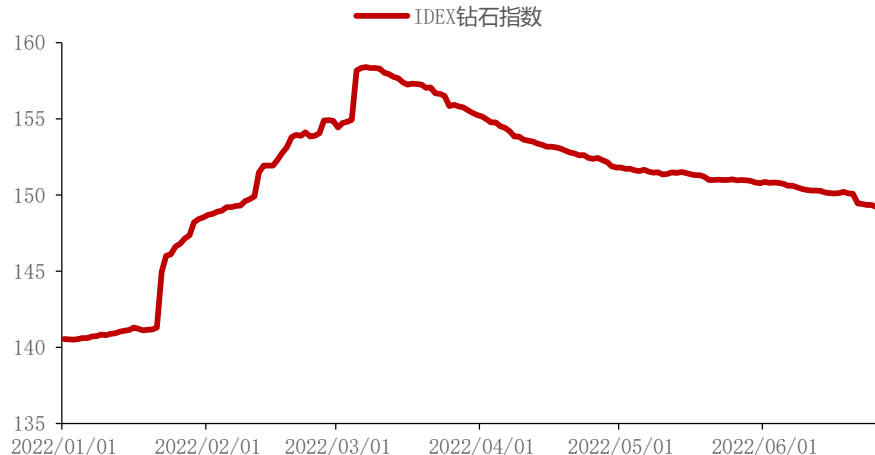
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2021年ALROSA占据全球天然钻石产量的28%



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图表：2022年以来全球天然钻石价格指数整体维持高位



资料来源：IDEX，民生证券研究院

据华经产业研究院数据，2021年俄罗斯ALROSA天然钻石产量占全球28%左右，俄乌冲突以来随美国等国家对其进行制裁，全球钻石价格持续上行。考虑到培育钻石与天然钻石价格存在锚定关系，因此天然钻石价格上涨也将为培育钻石价格提供一定的支撑与托底作用。

3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：培育钻石毛坯及零售市场规模测算

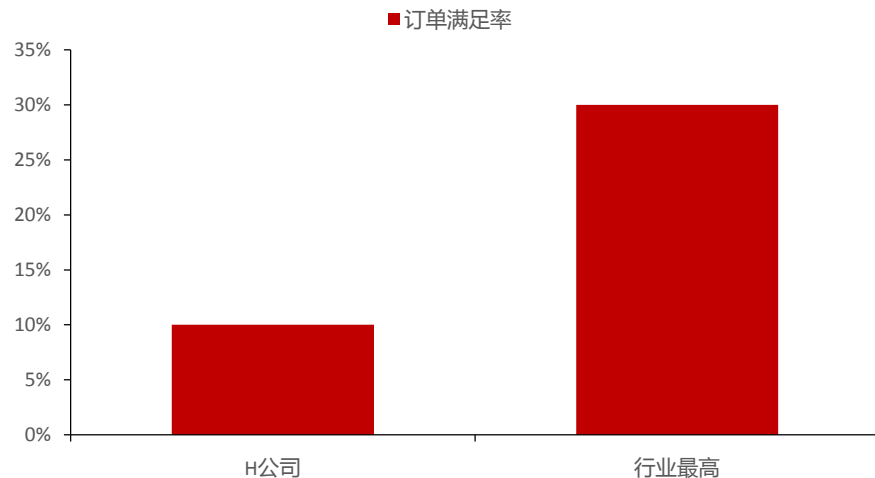
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球天然钻石产量（万克拉）	11100	11600	11600	11600	11600	11600
YoY		4.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
全球培育钻石渗透率	5.9%	8.0%	11.0%	14.0%	17.0%	20.0%
YoY		2.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
全球培育钻石毛坯产量（万克拉）	696	1009	1434	1888	2376	2900
培育钻石毛坯单价（元/克拉）	600	750	800	850	900	900
中国培育钻石毛坯市场份额	50%	52%	54%	56%	58%	60%
中国培育钻石毛坯市场规模（亿元）	21	39	62	90	124	157
全球培育钻石裸钻产量（万克拉）	232	336	478	629	792	967
培育钻石零售单价（元/克拉）	17199	21444	22000	22500	23000	24000
全球培育钻石零售规模（亿元）	399	721	1051	1416	1822	2320

资料来源：华经产业研究院，产业调研，民生证券研究院预测

基于以下假设对培育钻石行业进行测算，预计2021-2025年：1）培育钻石产量渗透率提升至20%；2）培育钻石毛坯单价由750元/克拉提升至900元/克拉；3）中国培育钻石毛坯市场份额由52%提升至60%；4）毛坯与对应裸钻克拉数之比约为3：1；5）培育钻石裸钻单价逐步提升至24000元/克拉。经测算，2025年中国培育钻石毛坯市场规模有望达到157亿元，全球零售规模有望达到2320亿元。

3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2021年底培育钻石行业的订单满足率仍然处于较低水平



资料来源：产业调研，民生证券研究院

图表：国内六面顶压机产能情况

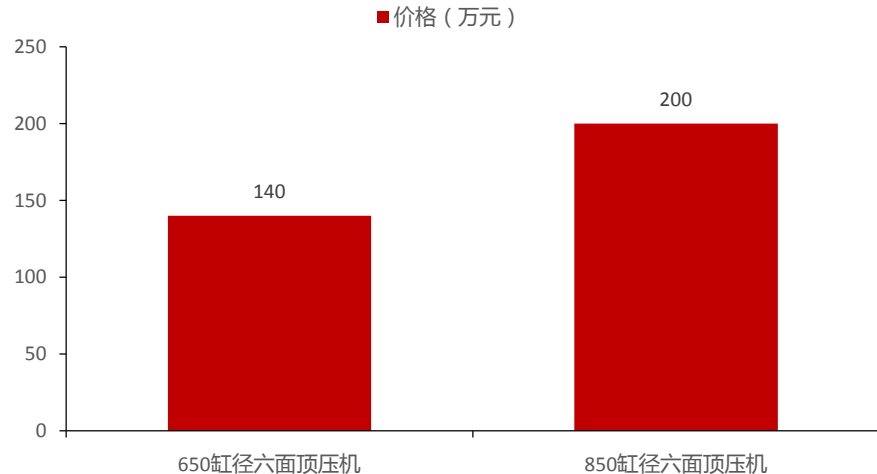
	六面顶压机产能	行业总计
L公司	400-500台	现阶段压机制造商年产能合计1200-1500台左右，行业存量压机中用于培育钻石的存量压机在3500台左右。
J公司	300-400台	
G公司	300台左右	
S公司	200-300台	
其他	其他长尾制造商产能较小	

资料来源：产业调研，民生证券研究院

据产业调研，2021年底培育钻石行业的订单满足率仍然处于较低水平，供需缺口显著；现阶段压机制造商年产能合计1200-1500台左右，行业内用于培育钻石的压机数量在3500台左右，据此计算新增压机占比在30%-40%左右，考虑到培育钻石需求仍将持续增长，因此供给端仍将保持相对紧俏状态。

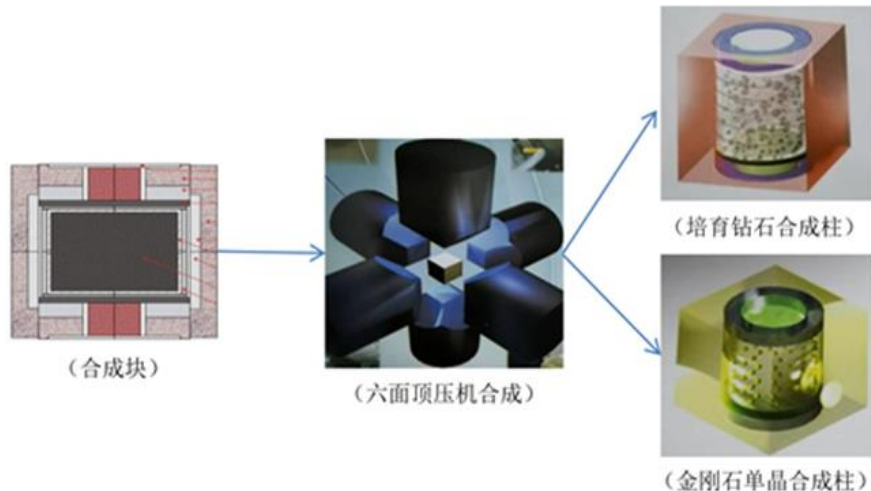
3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：六面顶压机的单价较高



资料来源：产业调研，民生证券研究院

图表：工艺是培育钻石行业的核心壁垒

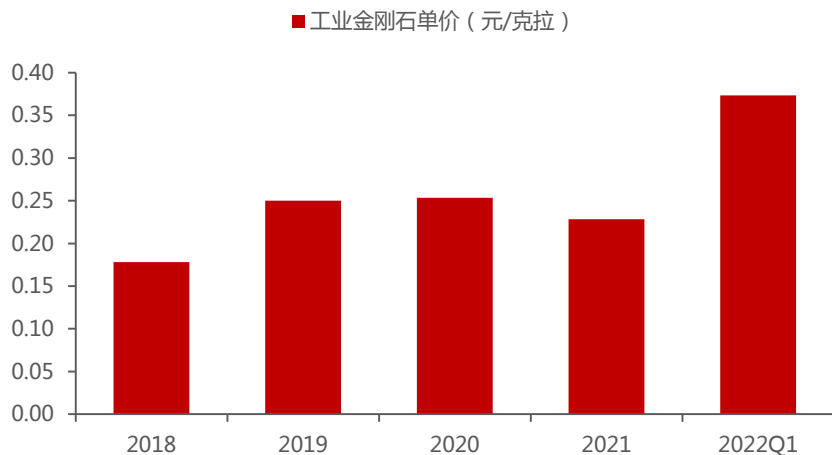


资料来源：力量钻石招股书，民生证券研究院

短期维度上，由于六面顶压机单价较高，因此资金将成为外部“玩家”进入行业的主要限制；中长期维度上，由于龙头企业已经在技术、规模以及渠道等方面建立了全方位优势，因此行业的高集中度有望维持。

3.1 培育钻石：价稳量增，延续高景气增长

图表：2022Q1公司工业金刚石价格显著上涨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：三类金刚石产品之间联系



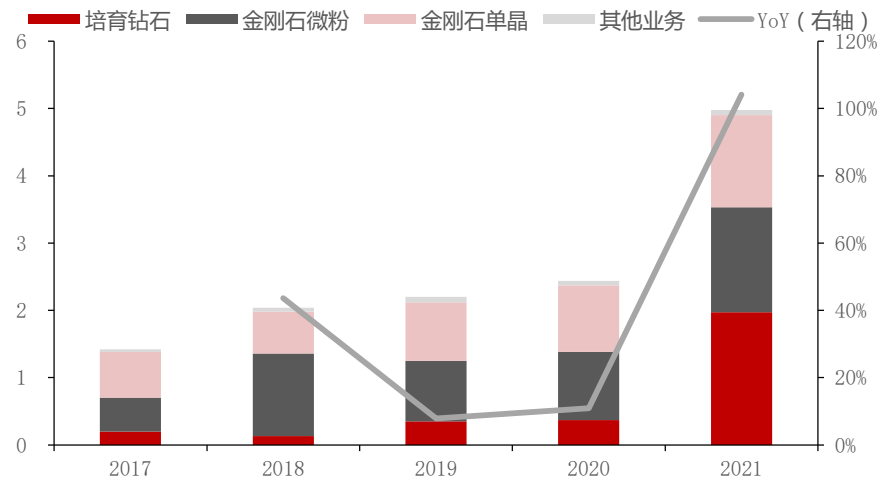
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021年以来，一方面，培育钻石需求高增抢占工业金刚石产能造成行业供给不足；另一方面，工业金刚石传统下游需求较为刚性，同时其作为微粉原材料又受到光伏、消费电子等高景气行业拉动，共同驱动工业金刚石价格显著上涨。由于行业内新增六面顶压机仍主要应用于培育钻石生产，2021年或受产业结构影响，单价略有下滑，2022Q1金刚石价格显著上涨，有望继续维持高位，公司业绩充分受益。

3.2

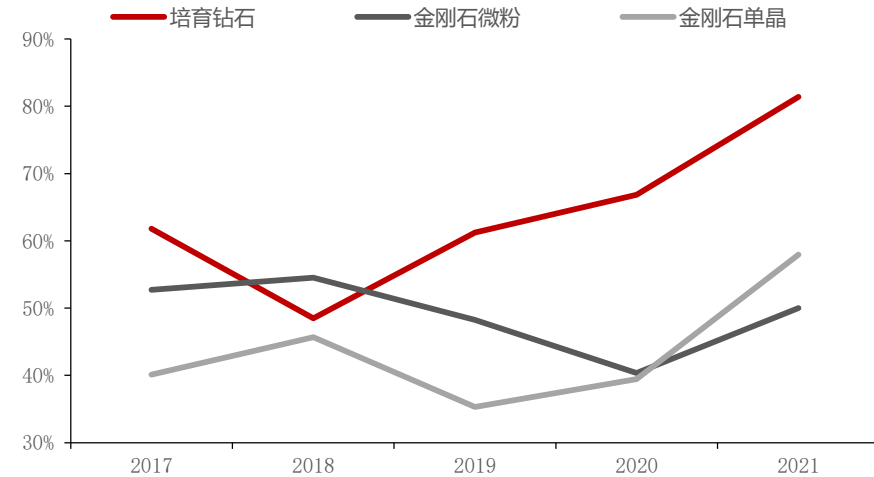
力量钻石：三大主业协同发力，充分受益行业高景气

图表：2021年公司营业收入（亿元）高速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司三类金刚石产品毛利率持续提升



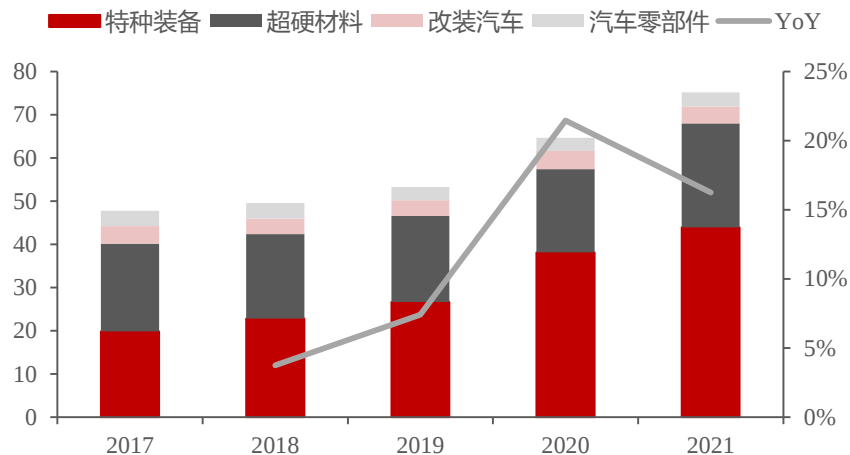
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021年力量钻石的超硬材料产品营业收入增长迅速，培育钻石、金刚石微粉、金刚石单晶分别同比+432.4%、+54.5%、+38.4%至1.97亿元、1.56亿元、1.47亿元，毛利率分别同比+14.6pct、9.7pct、18.5pct至81.4%、50.0%、57.9%。随着公司投产的六面顶压机逐步落地，产能规模将不断扩大，公司将充分受益于行业的高景气度，收入与业绩实现持续增长。

3.3

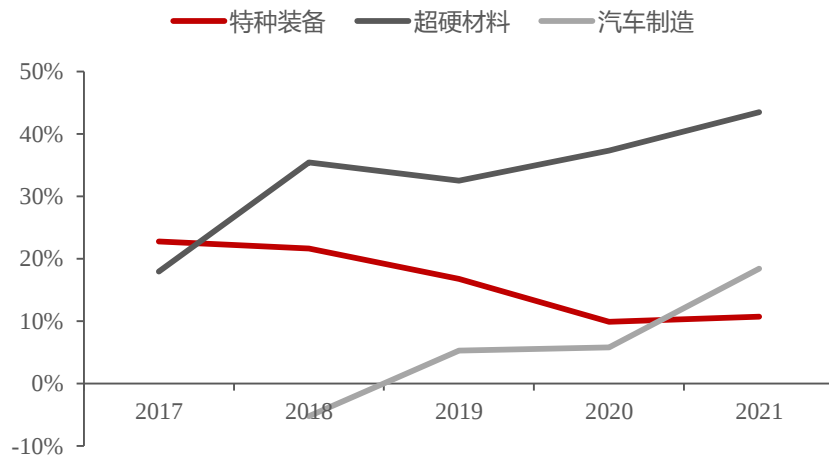
中兵红箭：设备扩张+产能优化，超硬材料贡献增长动能

图表：2021年公司营业收入（亿元）稳定增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：超硬材料毛利率持续提升



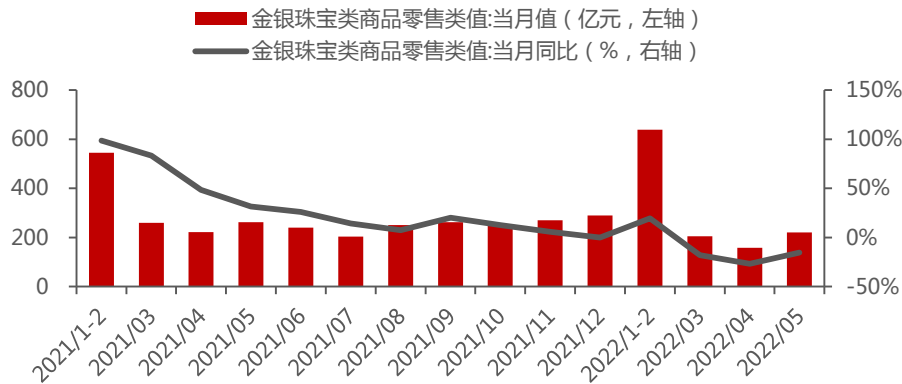
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021年公司的特种装备、超硬材料、汽车制造业务的营业收入分别同比+15.05%、+25.23%、-1.24%至43.88亿元、24.07亿元、3.98亿元，毛利率分别同比+0.83pct、+6.15pct、+12.61pct至10.71%、43.46%、18.38%。子公司中南钻石保持在超硬材料领域的领先优势，一方面不断扩产增加六面顶压机数量，另一方面提高金刚石制备技术水平，产品品质达世界一流水平。

04 珠宝：疫情影响短期需求， 渠道下沉促进长期增长

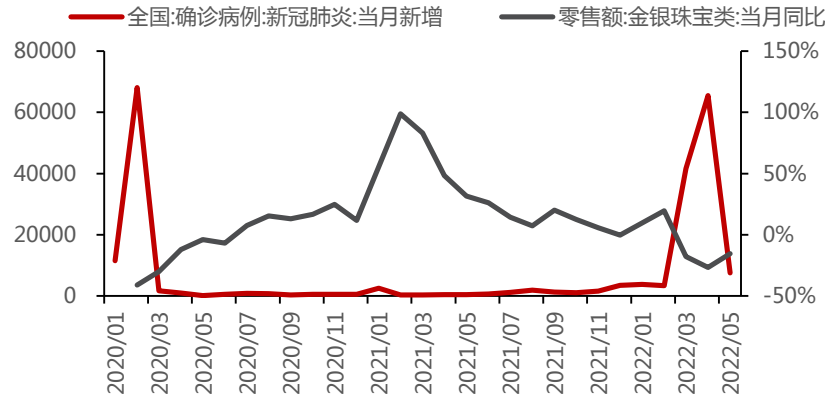
4.1 珠宝行业：金银珠宝零售额萎缩，随疫情好转需求有望反弹

图表：2022年1-5月金银珠宝类商品零售额同比下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：金银珠宝类零售额增速受疫情影响较大（确诊病例单位：人）



资料来源：wind，民生证券研究院

- 黄金珠宝作为典型的可选消费品，具有强线下体验属性，在疫情爆发期间，金银珠宝零售额同比下滑。2022年1-5月，金银珠宝类商品零售额1223.1亿元，同比-3.1%。3月起，全国多地相继爆发新冠疫情且呈现四处发散的趋势，部分疫情严重的城市采用封城管控的方式，控制疫情的外溢。作为可选消费的金银珠宝类商品受到一定影响，2022年3-5月的金银珠宝零售额均有一定程度的萎缩，分别同比-17.90%、-26.70%、-15.50%。
- 今年上半年珠宝需求承压，后续随着疫情得到控制，婚庆需求刚性回补，需求有望快速反弹。根据wind数据，新冠疫情的严重程度与金银珠宝类商品零售额的当月同比反向变动，今年3-4月疫情较为严重，金银珠宝类产品零售额的同比增速下滑较多，而5月开始各地的疫情逐渐好转，预期下半年随着消费复苏，延迟兑现的婚恋需求刚性回补，黄金珠宝的需求将会集中释放。

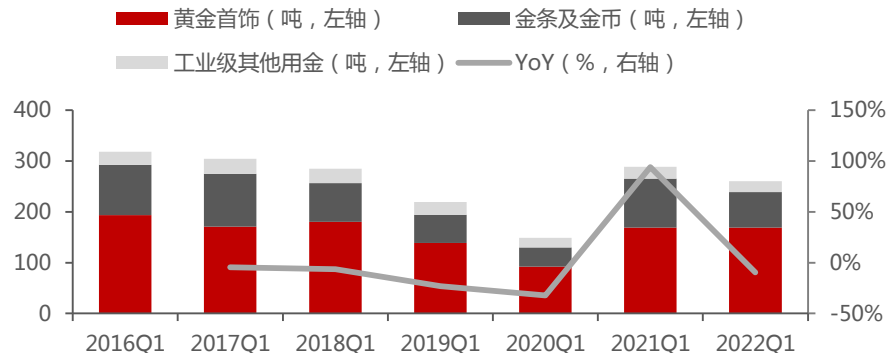
4.1 珠宝行业：金价短期波动影响投资，随经济复苏需求有望恢复

图表：2022年黄金价格短期波动较大



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022Q1金条及金币消费量同比下降27.71%



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

上半年黄金价格的短期波动抑制投资需求。2022年俄乌冲突爆发，国内外宏观环境的不确定性加大，黄金避险保值功能进一步凸显，黄金价格震荡上行，之后陷入反复波动，黄金价格短期内的波动影响投资需求，加重了投资者的观望态度。2022Q1，全国黄金实际消费量260.26吨，同比下降9.69%，其中金条及金币69.62吨，同比下降27.71%。

下半年随经济复苏，黄金需求有望上行。美联储的加息预期已基本被市场消化，各国出台经济政策促进经济复苏，全球宏观经济环境趋稳，黄金价格将趋于稳定，维持在合理的变动区间，消费者对黄金的投资需求有望恢复。

4.1 珠宝行业：老牌珠宝加速推进古法金，线上渠道呈现增长态势

- 头部品牌加快推进古法金产品，推动产业结构优化。
- 2021年以来，周大生推出“非凡金”系列，老凤祥推出“藏宝金”系列，均为古法金产品，头部品牌在新品类上的持续发力进一步推动了古法金渗透率的提升。“国潮”风的盛行为老牌珠宝企业提供了新的营销方向，2022年6月，周大生推出与《国家宝藏》联名的IP项目，汇集故宫、敦煌等国宝级馆藏文物，打造标志性的中国国宝艺术典藏金品，更好地通过主题创新赋予产品更高的文化价值，让更多的年轻人关注到国产品牌珠宝，将传统珠宝观念植入到年轻群体中，挖掘潜在消费群体。
- 京东、抖音、天猫等平台“618”成绩喜人，其中天猫平台珠宝销售额呈增长态势。
- 京东新百货在“618”期间开设珠宝饰品专场，其中包括周生生、六福珠宝、老庙黄金、CRD克徕帝等，带来黄金、珍珠、钻石等多种材质、设计风格的珠宝饰品，全面满足消费者多样化需求。
- 珠宝黄金首饰在“618”迎来销售额的增长，知名品牌排名靠前，“后起之秀”增速明显。天猫“618”期间，周大福、周生生、紫金珠宝的销量在珠宝品牌中排名前三。抖音“618”期间，周大生、中国黄金、HB分列珠宝黄金品牌销售额前三。

图表：珠宝品牌“国潮”系列产品



资料来源：周大生官网，民生证券研究院

图表：“618”天猫珠宝品牌销量排行

天猫			
1	周大福	6	潮宏基
2	周生生	7	老庙
3	紫金珠宝	8	六福珠宝
4	曼卡龙珠宝	9	菜百
5	周大生	10	周六福

资料来源：天猫，民生证券研究院

图表：“618”抖音珠宝黄金品牌销售额排行

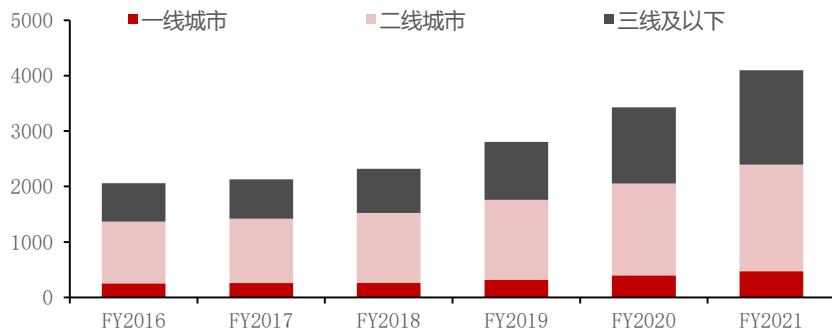
抖音			
1	周大生	6	老庙
2	中国黄金	7	周大福
3	HB	8	潮宏基
4	天使之泪	9	玉掌门
5	暖言	10	老银坊

资料来源：亿邦动力，飞瓜数据，民生证券研究院

4.1 珠宝行业：省代模式推广下，珠宝龙头集中度有望持续提升

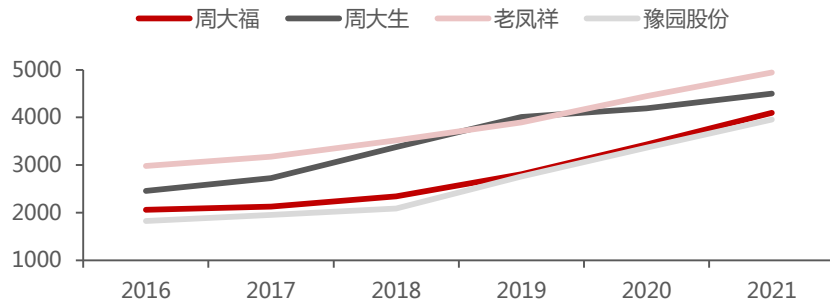
- 行业集中度提升阶段，渠道之争是核心，省代模式加持下龙头近年来拓店进程有所加速。
- 省代模式叠加珠宝龙头既有的品牌优势，近年来拓店进程有所加速，截至2021年，周大福、周大生、老凤祥与豫园股份的内地终端数量分别达到4098/4502/4945/3959个。
- 珠宝龙头基于现有的终端体量，或已在低线城市建成一定护城河，原因在于：1）珠宝龙头利用先发优势实现了资源锁定；2）珠宝龙头品牌力更强，加盟商实现盈利更加容易，品牌“赚钱效应”口碑与渠道拓展互相催化，从而展店有望加速。

图表：周大福三线及以下城市门店数量（个）快速增长



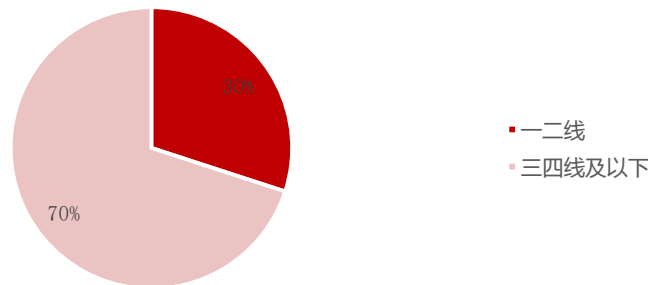
资料来源：周大福公司公告，民生证券研究院

图表：国内珠宝龙头终端数量（个）快速增长



资料来源：各公司官网，民生证券研究院

图表：周大生三四线及以下城市终端数量占比较高



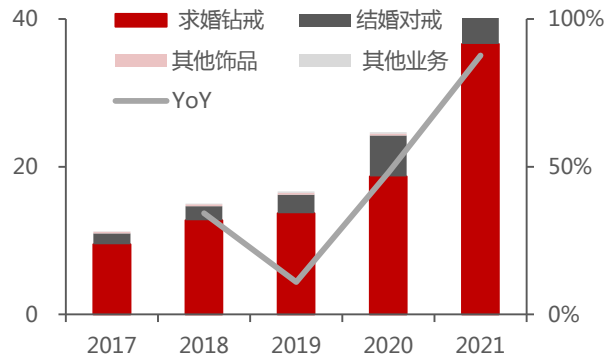
资料来源：周大生公司公告，民生证券研究院

4.2 新兴珠宝：迪阿股份差异化品牌战略打造年轻群体婚戒招牌

➤ **品牌定位：**以“一生仅能定制一枚求婚戒指”品牌内涵传递情感价值，定制化销售方式推动公司业绩持续向好

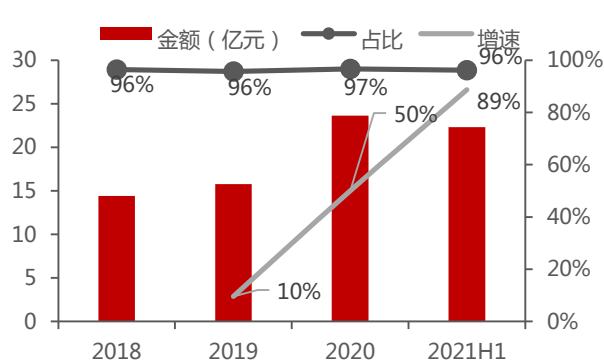
- 创立以来坚守“一生一枚”品牌内涵，另辟蹊径收获亮眼业绩。
- DR通过独特的经营战略向消费者传递“真爱 唯一”的情感观念。在男士定制钻戒之前，门店将查验其身份证信息及购买记录，确保每一位定制DR求婚钻戒的男士均为首次购买，并签订“真爱协议”表示对爱情的忠诚。同时，针对终端门店，自营更利于公司统一对外输出品牌观念，提升消费者对DR的品牌认可度，抬高品牌附加价值。2019-2021年，DR业绩愈加亮眼，营业收入同比增速喜人，其中2021年求婚钻戒的营收同比+96%，贡献业绩的较大增量，表明其坚守的差异化品牌特色已获得较大成功，未来品牌价值将进一步提升。
- 以销定产，定制化销售减轻公司库存压力，确保资金高效运转。
- DR主营业务为婚戒，且竞争核心产品为求婚钻戒。由于婚戒产品具备唯一性及高附加性，定制化的销售方式能够让DR以销定产，极大地降低了资金周转压力及存货周转压力。DR常年保持定制产品共计96%的销售占比。另外，婚戒类产品客单价较高，使DR能够在深耕婚戒领域的同时，收获较同行相比更高的销售收入与盈利水平。

图表：迪阿股份分产品营收及同比（单位：亿元）



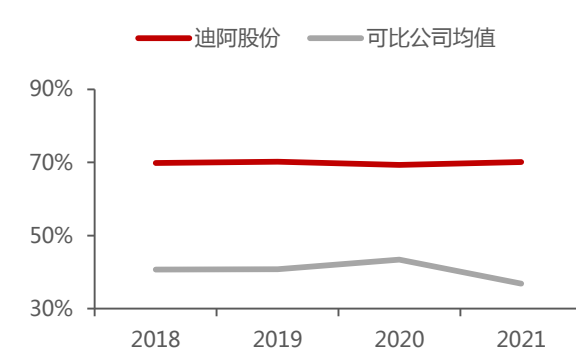
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：迪阿股份定制产品销售情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图表：迪阿股份及可比公司毛利率水



资料来源：公司招股说明书，各公司公告，民生证券研究院

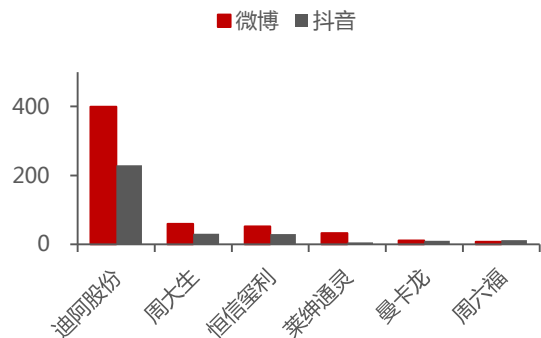
注：可比公司为莱绅通灵、恒信玺利、周大生、周六福、曼卡龙
* 请务必阅读最后一页免责声明

4.2 新兴珠宝：迪阿股份差异化品牌战略打造年轻群体婚戒招牌

➤ 营销策略：加码线上短视频营销力度，品牌粉丝数及话题阅读量超过同行，年轻群体占比极高

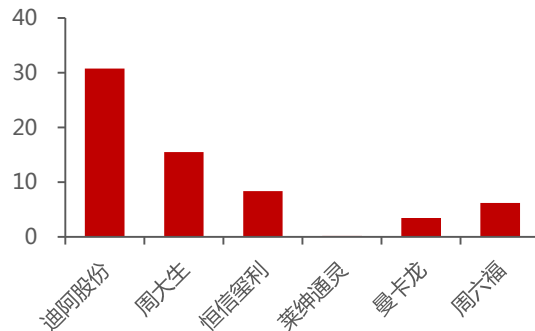
- DR加大线上推广力度，乘着短视频平台兴起之风圈粉无数。
- DR在抖音、快手等短视频平台进行大量投入以提升品牌知名度，在圈粉近千万的同时，得到数以十亿计的话题阅读量，远超行业平均水平。如DR在抖音官方号中上传了大量品宣视频及“不卖”系列情景短剧，在拉近短视频用户与DR婚戒产品之间距离的同时，以品牌故事及线下门店体验更为有效地抓住潜在受众。近三年DR线上推广费用均维持在亿元级别，通过“精准营销+高质量文案输出”使线上营销更为高效，产品转化率有所提升并直接体现在较高的业绩增速中。
- 年轻群体为DR主要受众，线上平台粉丝众多或将刺激潜在需求。
- DR的品牌理念与产品特色对年轻群体吸引力较强，且线上营销也将更为精准地推广到这些受众中。公司目前主要消费者年龄分布为34岁及以下群体，该类群体贡献收入占总收入占比约为87%，体现了年轻消费者对DR的品牌认可度，其中，处在适婚阶段的25-29岁消费者占比最高。而随着95后及00后日益成为消费主力军，该类人群更加偏好定制类产品，而这也与DR的品牌理念不谋而合。在不久的将来，Z世代将逐步踏入婚恋市场，DR业绩也将维持较高增长预期。

图表：部分珠宝品牌微博及抖音粉丝数（单位：万）



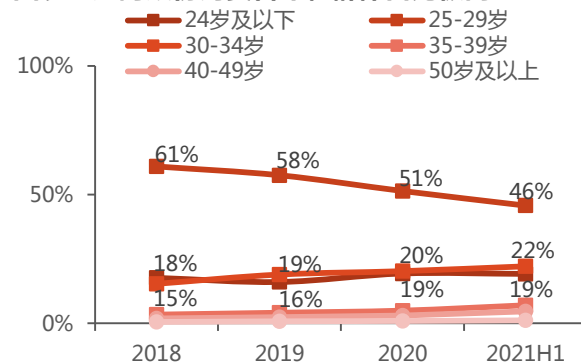
资料来源：微博，抖音，民生证券研究院（2022年6月数据）

图表：部分珠宝品牌抖音话题阅读量（单位：亿）



资料来源：抖音，民生证券研究院（2022年6月数据）

图表：迪阿股份消费者年轻群体占比极高



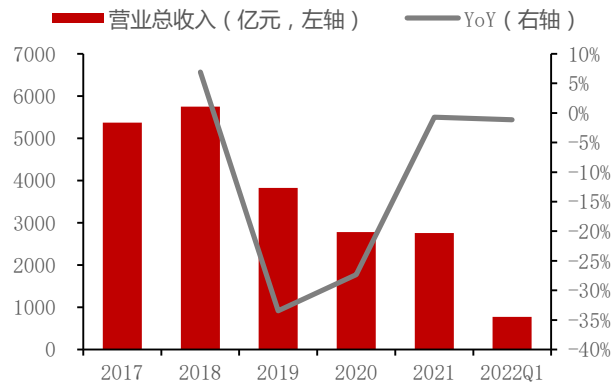
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

05 商超：“囤货潮”+竞争缓和，或迎业绩拐点

5.1 商超：竞争格局缓和叠加供应链建设，盈利能力逐渐改善

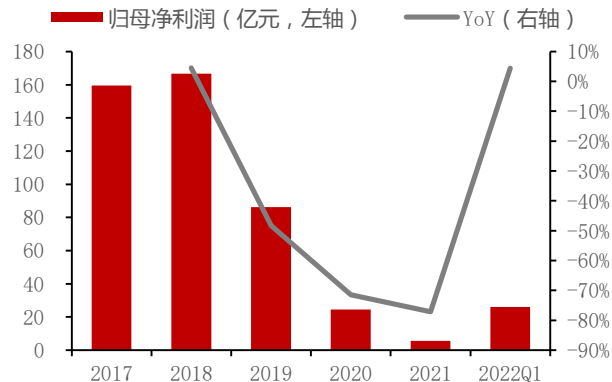
- 受益于竞争格局缓和，叠加多维度破局探索，行业盈利能力有所恢复。
- 据Wind数据，2020年以来受到社区团购等新业态导致的激烈竞争影响，行业销售费用率有所上升，2021年下半年以来随竞争格局缓和，叠加商超板块企业持续探索供应链与数字化建设、试水仓储会员店以及拓展到家业务等初见成效，整体经营效率有所提升，销售毛利率、净利率均较2021年有明显改善。进入2022年，行业实现温和复苏，2022Q1行业实现营业总收入771.10亿元，同比-1.18%；实现归母净利润26.09亿元，同比+4.40%，重回正增长通道。2022Q1销售毛利率、销售净利率分别为28.30%、3.88%。
- 根据《2021超市业态调查快报》，2021年，67.1%的超市企业销售同比下降，29.1%销售同比增长；78.5%的企业线上销售同比高增长，68.39%的超市企业来客数同比下降，两成同比上升；72.2%的超市企业净利润同比2020年下降；90%的超市在2022年的发展战略是稳中求进，选择收缩的企业数量不足10%，超市企业将发展重心放在渠道的拓展与融合、商品优化、提升门店经营效率方面，盈利能力有望逐渐改善。

图表：商超百货板块营业总收入及同比增速



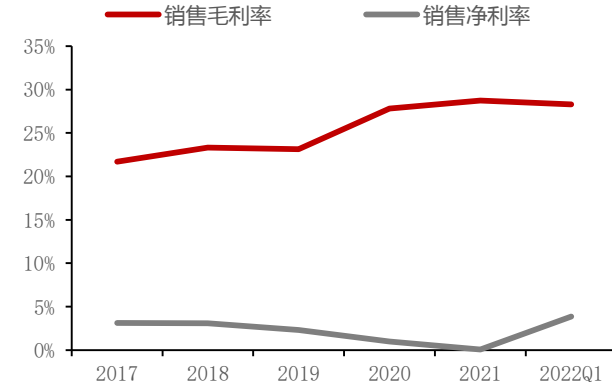
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：商超百货板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：商超百货行业销售毛利率及净利率



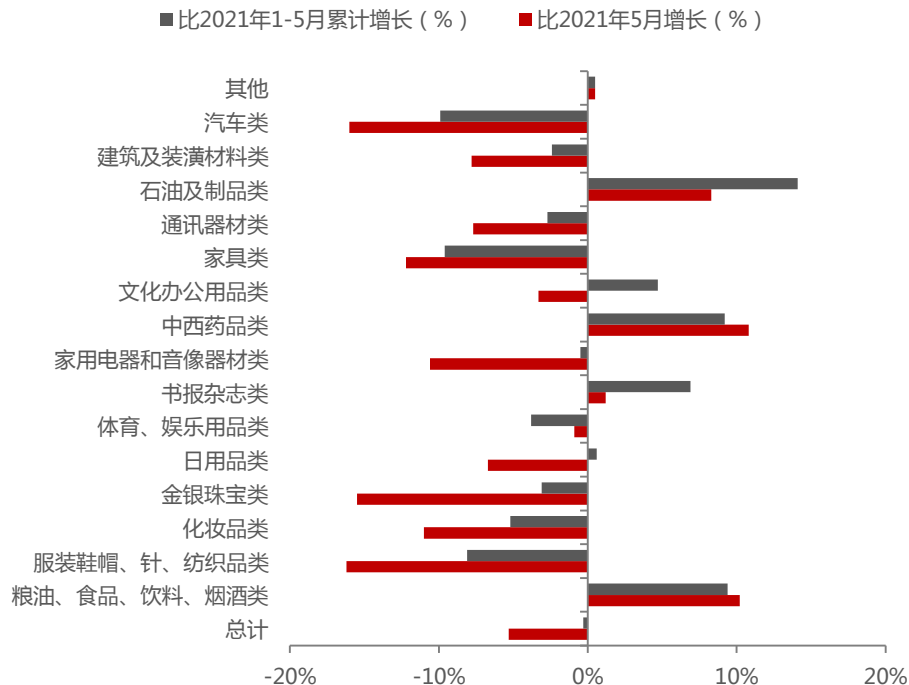
资料来源：wind，民生证券研究院

5.1 商超：“囤货”需求增加，行业有望迎来经营拐点

➤ 进入2022年，商超百货板块有望迎来经营拐点。建议关注永辉超市、家家悦红旗连锁以及王府井。

- 一方面，社区团购等新零售业态自2021年下半年以来有所退潮，平台或企业选择撤出部分省份或城市，缩小其经营的范围和服务的广度，商超市场激烈的竞争格局有所缓和，传统商超零售行业有望重拾市场份额，同时盈利能力也将有所恢复；
- 另一方面，2022年以来全国各地疫情呈散发态势，居民“囤货”需求有所增长，也对部分生活必需品、生鲜商品的供应链提出了更高要求，而以永辉超市等为代表的企业在长期经营中锤炼了成熟高效的供应链体系，并且进一步通过数字化建设提升经营效率，竞争力有望持续提升。

图表：2022年1-5月粮油、食品、饮料、烟酒类零售额同比表现较好

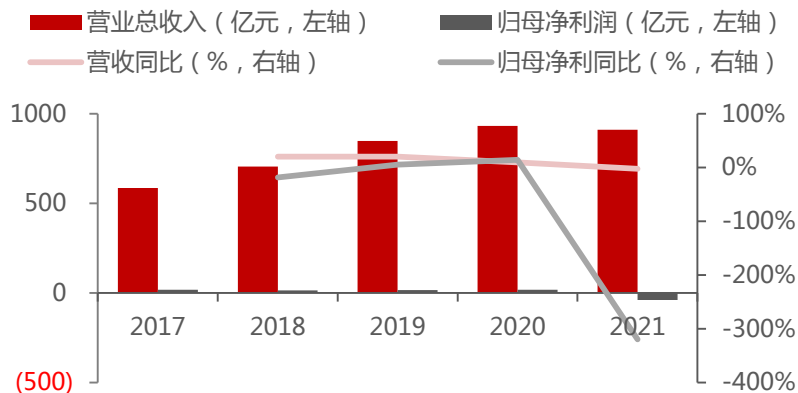


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

5.2 永辉超市：试行仓储会员模式，布局全渠道业务战略转型

- 试行仓储会员店模式，扩大门店通道。
- 永辉超市自2021年5月开始试行仓储会员店模式，截至2021年底共开业53家，通过仓储会员店扩大门店通道，提升消费者的购物舒适度，以物流循环配送为支持，确保生鲜的新鲜品质。线下渠道的用户购物频次明显增加，而且吸引了很多的新用户，提高了门店的覆盖率，部分仓储店年轻用户的占比明显提高。

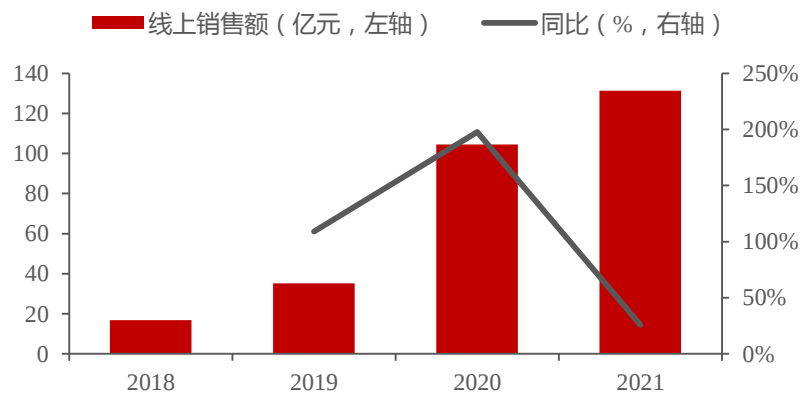
图表：永辉超市近五年营收及归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

- 全渠道业务战略转型，线上业务增速明显。
- 2021年，永辉超市线上实现销售额131.3亿元，日均单量43.7万单，占比14.42%。“永辉生活”自营到家业务实现909家门店的覆盖，实现销售额60.3亿元，日均单量17.3万单。2021年末，“永辉生活”会员数已突破8568.7万户，新增总注册用户数3637.3万户，同比+28.4%。公司通过建立仓端运营及配送管理标准，完成以标准统一、数字化管理及工具赋能为核心的到家仓复。

图表：线上销售额逐年递增



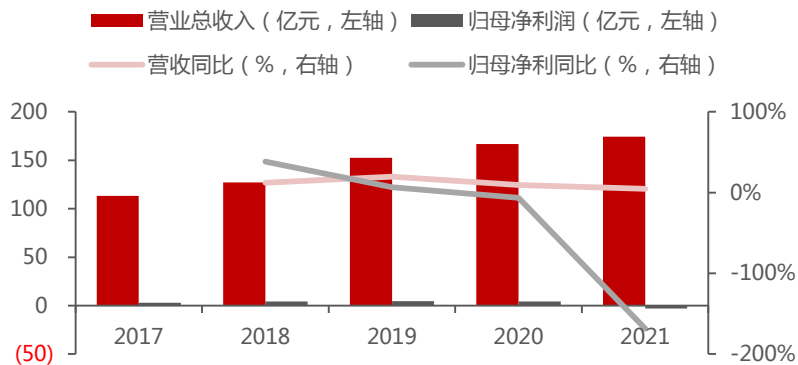
资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.3

家家悦：不断优化公司业态，扩张直营连锁门店数量

- 超市占主营业务收入超九成，公司业态不断优化。
- 公司的业态不断优化，突出生鲜食品经营，分产品来看，2021年食品化洗、生鲜分别占营收的47.17%、40.95%。在全渠道方面，依托区域密集的门店网络构建不同场景，实现线上线下联动引流，建立以“生鲜商品基地直供、杂货商品厂家直采”的总部集采模式，构建了生鲜农产品全产业链的供应链平台。

图表：2017-2021年营收及归母净利



资料来源：wind，民生证券研究院

- 扩张直营连锁门店数量，提升全产业链运营能力。
- 2021年末，家家悦的直营连锁门店数量为 971 家，其中综合超市 253家、社区生鲜食品超市 407 家、乡村超市 234 家、百货店 13 家、宝宝悦等其他业态门店 64 家，同时依托超市开展到家服务、社区团购等线上业务；公司分区域建设了常温、冷链、生鲜加工、中央厨房一体化的供应链体系，具备农产品从基地采购、冷链仓储、生鲜加工、终端零售的全产业链运营能力。

图表：2021年家家悦2年以上门店数达729家

2021年	门店数	营业收入占比	坪效 (元/平米/月)
综合超市	140	50.77%	1232.99
社区生鲜食品超市	307	31.76%	1273.89
乡村超市	220	16.18%	1194.88
百货店	13	0.15%	866.37
其他业态	49	1.14%	553.89
总计	729	100%	1211.92

资料来源：公司公告，民生证券研究院

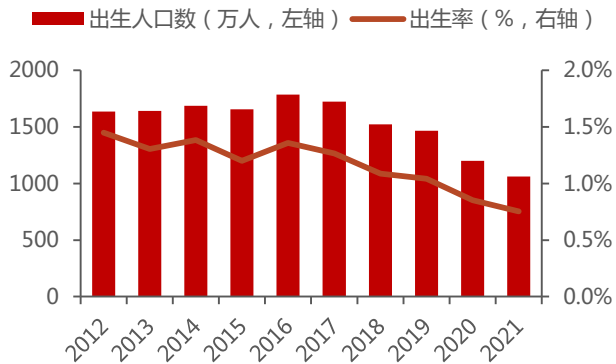
06. 母婴：三胎配套政策完善，行业或迎发展动力

6.1

母婴：出生人口微幅收窄，母婴行业高景气度

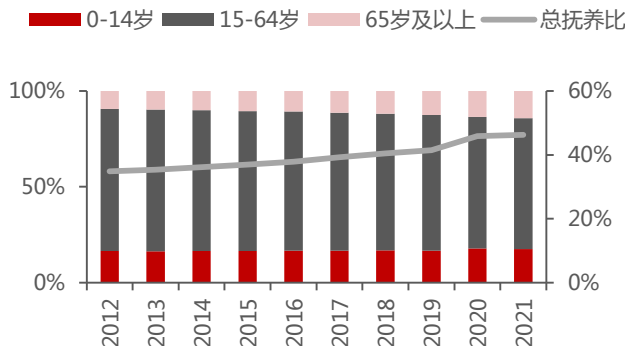
- 出生率虽略有下滑，但新生儿数量仍维持在千万级别。
- 根据国家统计局数据，近年来，我国出生人口数在2016年达到峰值后逐步呈现下降态势，2020年出生率首次跌破1%的大关，为0.85%，2021年继续下行至0.75%。与持续走低的出生率相反，我国65岁及以上人口比例已达14.2%（7%为老龄化社会标准），人口抚养比亦逐年上升至46.3%。由于我国人口基数及适婚人群基数较大，目前我国新生儿体量仍维持在千万级别，母婴行业仍有较大发展潜力。
- 母婴市场规模逆势上扬，居民消费能力推动母婴行业高景气度。
- 尽管我国近年出生率有所下滑，但市场对于优质母婴用品的认可度却在持续走高。目前我国母婴市场规模已经接近3.5万亿，2016-2021年CAGR达10.5%，2021年我国母婴市场规模同比增长10.8%，居民对母婴用品较强的消费需求。随着居民可支配收入的不断增长，未来高端母婴用品仍将迎来更为广阔的市场，行业整体景气度依旧处于高位。

图表：2012年至今出生人口与出生率情况



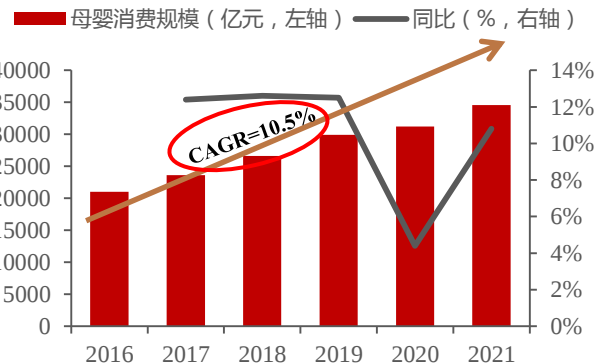
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2012年至今人口抚养比逐年攀升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2012年至今母婴市场规模增长强劲



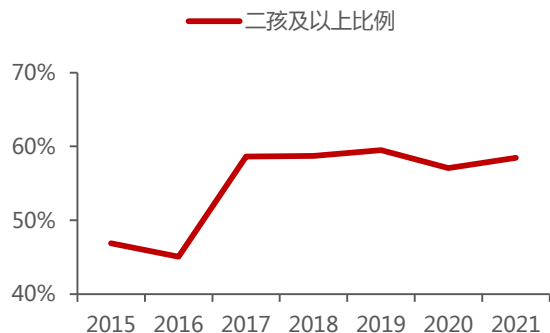
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

6.1 母婴：三胎配套政策或促进出生率提升，母婴行业或迎新动力

➤ “全面二胎”促使新生儿二孩占比有所提升，三胎政策配套措施完善为母婴行业新添增长动力

- 2021年5月，《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》提出实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。三胎政策的出台意味着我国计划生育政策从“双独二孩”、“单独二孩”、“全面二孩”正式迈入“全面三孩”时代。2022年3月5日，国务院总理李克在政府工作报告提出，完善三孩生育政策配套措施，将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，发展普惠托育服务，减轻家庭养育负担。主要原因是面临人口规模和人口结构两方面的挑战，从国家和地方政策上逐步完善“三孩”及配套政策。
- 考虑老龄化的趋势和人口规模的变动，“三孩”政策及配套措施逐步完善，我们认为消费者或将更重视养育问题，母婴消费的优质化及品牌化进程或将加速，全国性及区域性母婴运营龙头或将受益。建议关注孩子王（布局全国的数字化母婴零售商）及爱婴室（区域性母婴产品零售龙头）。

图表：二孩及以上新生儿占比较高



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：当前三胎及配套鼓励政策明细

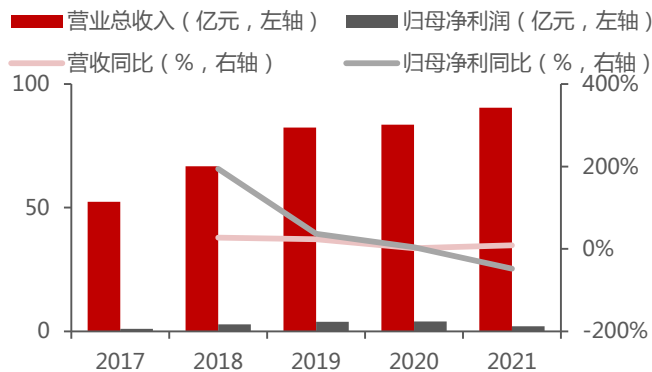
鼓励方向	政策明细
生育	修改人口与计划生育法，提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策。完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，推进教育公平与优质教育资源供给，保障女性就业合法权益。
教育	“双减”政策强调减轻家庭教育支出及家长相应精力，减轻家长负担，严禁给家长布置或变相布置作业，严禁要求家长检查、批改作业。
医疗	提高优生优育服务水平，保障孕产妇和儿童健康，综合防治出生缺陷，规范人类辅助生殖技术应用。
住房	坚持“房住不炒”，加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，明确保障性租赁住房基础制度和支持政策，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。

资料来源：央视新闻，国家医疗保障局，国家卫健委，民生证券研究院

6.2 孩子王：数字化转型推动业务高质量发展，规模效应日渐显著

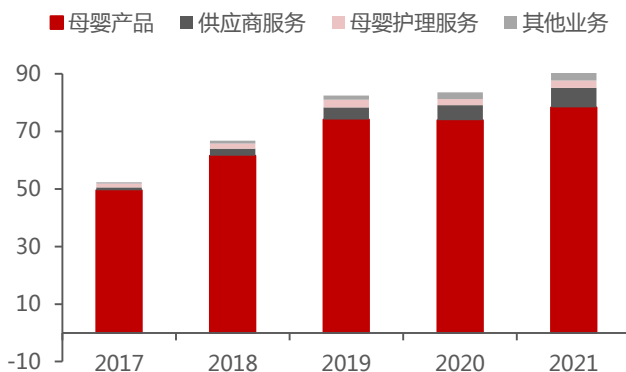
- 线下门店迅速扩张，大店新零售模式推动优异业绩表现。
- 孩子王作为大店新零售模式的倡导者，注重把握线下稀缺资源。公司通过与万达、华润等大型购物中心深度合作，数字化门店不断转型升级，公司加快扩店速度，已经覆盖全国20个省（市）、142个城市。根据公司公告，截至2021年末，孩子王已经开设495家直营门店，门店的店均收入为1636.06万元，坪效收入为6905.77元/平方米。公司已经进行了数字化门店的第九代升级，提升用户的到店购物体验。
- 主营业务多点开花，数字化融合实现线上线下共同发展。
- 作为母婴行业龙头企业，母婴产品是公司营业收入的主要来源，2018及2019年母婴商品营业收入同比增速均超20%，近年来不断发展供应商服务、母婴护理服务等，维持公司极具竞争力的市场地位。
- 在线上平台布局方面，公司构建了包括移动端APP、微信公众号、小程序、微商城等在内的C端产品矩阵，真正实现了会员服务、商品管理、物流配送及运营一体化的全渠道购物体验。

图表：2017-2021年营收及归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：母婴产品贡献主要营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：线下门店及线上平台双渠道融合发展



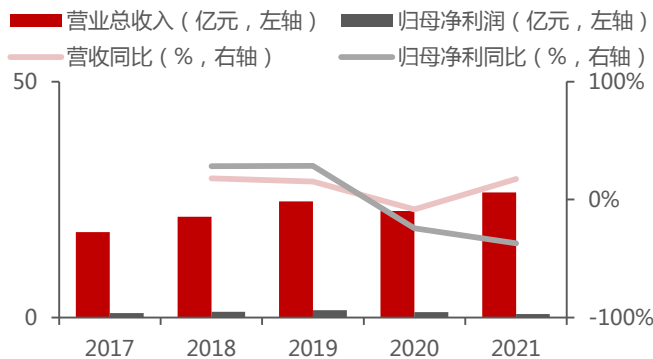
资料来源：孩子王招股说明书，民生证券研究院

6.3

爱婴室：华东地区母婴零售龙头，收购贝贝熊如虎添翼

- 深耕华东地区的母婴零售龙头，加速渗透华南、华中及西南市场。
- 爱婴室作为华东地区母婴零售龙头，已在长三角地区深耕二十余年，形成了较为稳定的客户群体，且所有门店均为直营，有利于统一输出品牌文化，提升品牌附加值。
- 2021年第四季度，爱婴室收购华中地区母婴零售品牌贝贝熊，线下门店增长到500多家，实现了对华东、华南、华中区域的营销网络覆盖并以此为突破点，加速向全国市场发展。
- 全渠道零售平台建设，“自有+第三方”电商平台发展推动业绩增长。
- 爱婴室把握线上新零售契机，积极开展线上运营业务，持续加强爱婴室品牌在天猫、京东、拼多多等官方旗舰店的推广与销售，并在微信、抖音、小红书、微博等社交平台宣传造势，通过入驻美团、饿了么、京东到家等线上平台，借助品牌的智能化与网格化管理，更加高效的满足消费者多样需求。在全渠道平台的基础上，通过自营APP、公众号、小程序等，促进公域流量向私域流量的转化，为线下零售持续赋能。

图表：2017-2021年营收及归母净利润情况



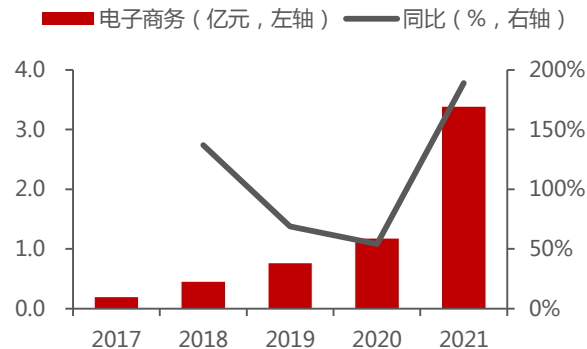
资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

图表：爱婴室门店布局（截至2021年底）

门店分布	门店数量	门店分布	门店数量
上海	92	湖北	77
江苏	113	湖南	83
浙江	67	江西	9
福建	48	四川	13
重庆	19	广东	5
合计	526		

资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

图表：爱婴室电子商务营业收入增速较快



资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

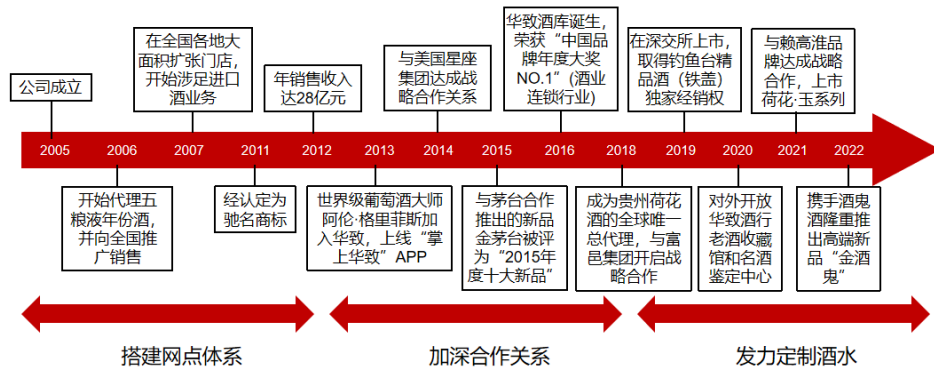
07. 专业零售：华致酒行一酒 类流通龙头，精准把握渠 道战略的“弄潮儿”

7.1 华致酒行：酒类流通龙头，精准把握渠道战略的“弄潮儿”

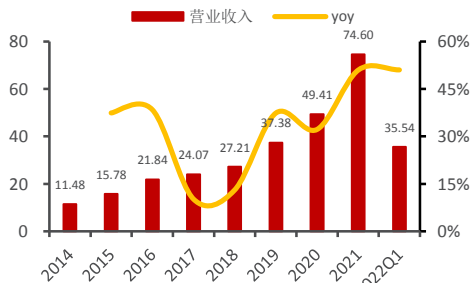
➤ 公司简介：坚持“保真”的精品酒水零售王，渠道优势为定制酒高增赋能

- 华致酒行作为酒类流通第一股，是国内规模领先的酒水经销商。公司主要从事白酒、葡萄酒以及进口烈性酒的流通销售，现有包括茅台、五粮液等精品酒水在内的代理经销权。公司于2005年在湖南成立，于2019年在深交所成功上市。
- 公司发展历程可被概括为三大阶段：
 - （1）搭建网点体系（2005-2012年）**：公司自创立便立足“保真”，在彼时较为混乱的酒类流通市场中脱颖而出，并借助“直营+加盟”模式，大力发展高端团购业务吸引B端客户，从而在全国铺设超500家门店；
 - （2）加深合作关系（2013-2018年）**：在打击“三公”消费导致白酒行业整体下行后，公司主动调整经营战略，引入中档、中高档白酒以及进口葡萄酒，积极丰富产品结构，开始搭建包括连锁酒行、零售网点、KA卖场、团购、电商、终端供应商等在内的全渠道体系，率先走出行业低迷。
 - （3）发力定制酒水（2019年至今）**：公司加强渠道建设，以“保真”精品酒水实现引流，并与荷花酒、赖高淮及酒鬼酒等大型酒厂合作开发定制产品，充分发挥庞大零售渠道优势，并凭借高毛利自有酒水进一步增厚公司业绩。公司2021年/2022Q1营收达74.6/35.5亿元，同增51%/51%。

图表：华致酒行发展历程



图表：公司营业收入变化情况（亿元）



图表：公司归母净利润变化情况（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

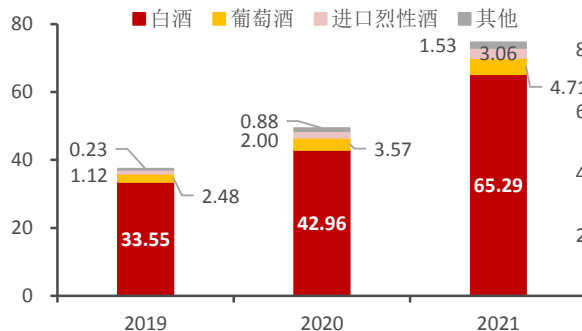
7.1 华致酒行：酒类流通龙头，精准把握渠道战略的“弄潮儿”

➤ 精品酒水：精品“保真”助推品牌建设，深度绑定头部酒企尽显龙头实力

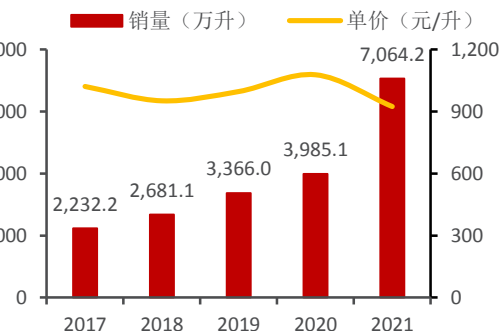
• **精品酒产品矩阵：**白酒是公司经销规模最大的品类，近三年白酒品类占公司营收比例接近90%。在消费升级大背景下，茅台与五粮液等高端年份酒销量高增，而公司作为具备茅台与五粮液等名酒企的长期经销权的龙头企业，名酒系列营收占比超70%，在“酱酒热”大背景下实现业绩腾飞。从进口酒来看，公司自2013年引入世界级葡萄酒大师阿伦·格里菲斯，不断提升选品调性，目前已与柏图斯、拉菲、拉图、人头马等全球知名品牌形成深厚合作关系。

• **全渠道产品保真体系，有效提升上下游粘性。**华致酒行始终坚持“精品、保真、服务、创新”，通过严格遴选合作经营方、挑选纯酿酿造产品，从源头保障公司所经销产品均为“保真酒品”。同时，公司借助信息化管理系统及防伪溯源技术，实现酒水流通全程可追溯，并独创封箱标及瓶标等保真措施，提高终端产品信用溢价。2020年，公司颁布“323新规”，严控门店采购渠道，对不合规门店进行摘牌处理，进一步加强华致品牌建设。

图表：公司分产品品类营收（单位：亿元）



图表：公司近年白酒销量持续增长



图表：公司布局庞大国内外精品酒企合作矩阵



图表：茅台及五粮液等名酒占营收比重超70%



7.1 华致酒行：酒类流通龙头，精准把握渠道战略的“弄潮儿”

➤ 定制酒水：“酒厂合作+渠道优势”双轮驱动，高毛利单品借力腾飞

- 定制酒产品矩阵：**公司凭借长期经销精品酒水积淀的良好品牌信誉、深度酒企合作关系以及庞大零售网络，能够利用“保真”名酒为高毛利定制产品引流。自2015年与茅台合作推出热销单品“金茅台”以来，公司先后推出“国乡荷花”、“虎头汾酒”、“荷花·玉系列”以及“金酒鬼”等酒企合作单品，并成为对应产品的总经销商，充分发挥渠道优势。
- 从毛利率来看，以茅/五为代表的引流单品毛利率通常在20%左右，而定制产品大多能实现40%以上的高毛利。通过发力定制酒水，华致酒行加深了与上游酒企的合作力度，增厚了终端零售的利润空间，提升了打造热销的可能性。
- 持续推广定制酒水，“大单品”建设势不可挡。**公司如今已经成功打造荷花·玉系列以及铁盖钓鱼台系列为“大单品”，在逐步打造高端定制单品的同时，依托自有门店以及品酒会等线下推广渠道，发挥极强的渠道效应实现放量。同时，公司旗下“大单品”质量强劲，荷花·玉系列凭借醇厚口感与回甘爽口的特点，斩获布鲁塞尔国际烈性酒大奖双料金奖。未来，公司有望进一步凭借极强的酒企合作关系，推出更多“出圈”单品。

图表：公司现有金茅台、荷花·玉以及金酒鬼等高端定制产品



图表：旗下荷花·玉系列产品



图表：荷花·玉系列获布鲁塞尔国际烈性酒双料金奖

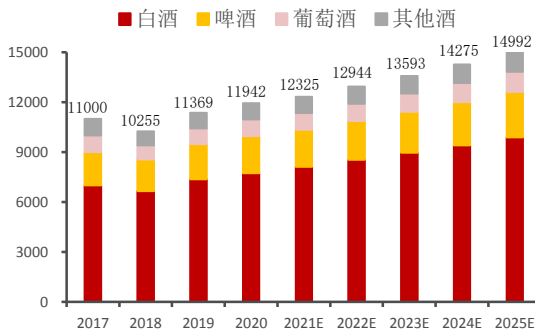


7.1 华致酒行：酒类流通龙头，精准把握渠道战略的“弄潮儿”

➤ 销售渠道：“700战略”实现线下渠道纵深发展，线上发力新零售成效显著

- “700战略”加速深耕线下渠道，集中度提升或将利好龙头。公司2020年推出“700”战略，选择深耕全国700个具备中高端酒水消费能力的区域，进一步加深全国门店布局。公司旗下现有超2000家连锁门店及3万余家直供终端网点，通过建设扁平化产品直供网络，能够有效触达线下消费者。在线下渠道加速整合以及商务部培育规模型流通企业的政策利好下，未来酒类流通行业份额或将持续向华致酒行等头部企业集中。对标美国行业2017年CR5达64.4%，我国酒类流通行业集中度仍有较大提升空间。
- 全渠道布局新零售，业绩有望再创新高。目前公司已经成功打造包括连锁酒行、华致酒库、零售网点、KA渠道、团购、电商及经销商全渠道渠道。其中，线下连锁门店主要分为定位高端、面积庞大的华致酒行以及装修简约、便利亲民的华致酒库。而就微信小程序以及抖音等内容电商等新零售渠道，华致酒行注重拉近与C端消费者的距离，运用直播带货等手段，积极实现华致品牌露出，通过压缩中间环节增厚利润。同时，公司注重培育合作品牌，持续加码“金”系列与荷花·玉系列自有酒水宣传力度，实现精准营销。

图表：我国酒类流通市场规模（单位：亿元）

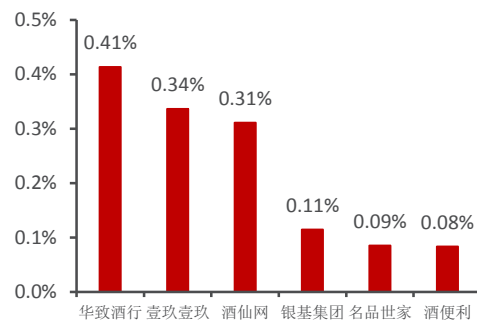


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图表：华致酒行门店装潢



图表：我国酒类流通市场占有率（2020年）



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图表：华致酒行积极布局线上新零售



资料来源：微信小程序，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

08. 投资策略

8.1

投资策略：把握格局优化，关注核心标的

- 医美&化妆品：**医美行业渗透率仍处于较低阶段，高景气度犹存，政策的规范有利于合规产品和龙头医美服务机构。化妆品行业发展十余年，当下行业从整体高增进入增长分化阶段，2022年以来行业的四大变化逐渐明晰，①增长承压，但仍旧韧性；②渠道变革，直播电商崛起；③消费升级趋势凸显，高价品类逆势高增；④品牌增长分化，国货龙头份额持续提升。未来产品力、品牌力或将超越渠道成为化妆品品牌的主要增长来源。我们认为，应关注格局优化中的更具韧性的龙头标的，推荐贝泰妮（具备硬核产品力/精细化运营能力/品牌力）、爱美客（产品迭代有序稳定，有望将产品潜力充分转化）、华熙生物（产品矩阵构建壁垒，盈利模型有望优化）、珀莱雅（大单品策略为基，新产品+新品牌贡献边际增量）。
- 培育钻石：**培育钻石行业持续高景气，龙头公司有望充分受益。上游毛坯生产环节竞争格局依旧稳固，中游印度培育钻石进出口额同比高增，下游终端需求有望进一步扩张。我们认为，具备突出规模、技术与渠道优势的上游毛坯生产企业将显著受益，而下游率先推进消费者教育、抢占零售市场的珠宝品牌亦有望受益于这一新消费浪潮。培育钻石板块继续推荐中兵红箭（超硬材料高增长，特种装备盈利稳健）、力量钻石（盈利能力优秀，扩产弹性突出），建议关注国机精工、四方达、沃尔德及黄河旋风。
- 黄金珠宝：**珠宝行业呈现复苏态势，渠道下沉促进长期增长。我们认为，上半年国内疫情扩散叠加金价短期波动造成需求短暂收窄，预计随婚庆需求的刚性回补，黄金珠宝的消费需求有望反弹；全球宏观经济趋于稳定，投资者对金价的预期较为平稳，投资需求有进一步恢复的空间。长期来看，老牌珠宝品牌加速推进古法金，产品结构不断优化；在省代模式的推广下，渠道有望进一步下沉。建议关注传统珠宝黄金渠道力较强的品牌如周大生、周大福及潮宏基；以及具备差异化竞争优势的新兴珠宝品牌如迪阿股份。
- 商超：**竞争格局缓和叠加“囤货”需求高涨，有望出现业绩拐点。一方面，社区团购等新零售业态有所退潮，行业的竞争格局逐渐缓和，加之商超企业布局供应链建设，积极拓展渠道，促进产品融合，盈利能力有望得到改善；另一方面，2022年以来受疫情影响，居民的“囤货”需求有所高涨，对于部分生活必需品、生鲜商品的供应链提出更高要求。建议关注永辉超市（实行仓储会员模式，布局全渠道业务）、家家悦（优化公司产品业态，扩张直营连锁门店数量）。
- 母婴：**三胎政策各项配套措施正在不断完善，国家运用“双减”及住房保障等组合拳，从多领域减轻育儿成本，改善适婚人群结婚意愿与生育意愿。考虑到当前出生人口数量的变动趋势，我们认为消费者或将更加重视养育问题，母婴消费的优质化及品牌化进程或将加速，全国性及区域性母婴运营龙头或将受益。建议关注孩子王（布局全国的数字化母婴零售商）及爱婴室（区域性母婴产品零售龙头）。

8.1

投资策略：把握格局优化，关注核心标的

表：相关标的盈利预测

代码	重点公司	现价	EPS				PE		评级
		7月6日	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300957.SZ	贝泰妮	209.81	2.04	3.05	3.87	103	69	54	推荐
688363.SH	华熙生物	134.92	1.63	2.04	2.76	83	66	49	推荐
300896.SZ	爱美客	576.05	4.43	6.94	10.06	130	83	57	推荐
603605.SH	珀莱雅	159.82	2.87	3.53	4.37	56	45	37	推荐
600315.SH	上海家化	36.43	0.96	1.30	1.51	38	28	24	推荐
300856.SZ	科思股份	42.16	1.18	1.77	2.37	36	24	18	推荐
300955.SZ	嘉亨家化	24.46	1.03	1.31	1.77	24	19	14	推荐
301071.SZ	力量钻石	160.59	3.97	7.96	12.13	81	40	26	推荐
600172.SH	黄河旋风*	8.80	0.03	0.29	0.46	293	30	19	暂未评级
000519.SZ	中兵红箭	31.98	0.35	0.74	1.01	91	43	32	推荐
002867.SZ	周大生*	14.79	1.12	1.34	1.59	13	11	9	暂未评级
1929.HK	周大福*	14.94	0.67	0.78	0.94	22	19	16	暂未评级
002345.SZ	潮宏基*	4.40	0.39	0.46	0.55	11	10	8	暂未评级
301177.SZ	迪阿股份*	68.49	3.25	4.08	5.24	21	17	13	暂未评级
300866.SZ	安克创新*	78.71	2.42	3.01	3.87	33	26	20	暂未评级
301078.SZ	孩子王*	13.85	0.19	0.28	0.44	73	49	31	暂未评级
603214.SH	爱婴室*	16.40	0.52	0.59	0.76	32	28	22	暂未评级
300755.SZ	华致酒行*	42.12	1.62	2.20	2.84	26	19	15	暂未评级

资料来源：wind，民生证券研究院（标*为暂未覆盖公司，盈利预测来自wind一致预期）

注：现价为2022年7月6日收盘价，周大福股价为港元

09. 风险提示

9.1

风险提示

- **消费需求整体疲软：**
 - 消费需求不足会导致居民收入降低，以及提高居民储蓄率，市场中的资金量随之减少，企业投资减少，从而影响企业的发展；
- **行业竞争加剧：**
 - 化妆品、黄金珠宝、超市、小家电行业有较多的参与者，竞争加剧将产生更多挤出效应，降低企业的收入、提升费用，削弱盈利能力；
- **龙头展店不及预期：**
 - 疫情后线上电商加速发展，线下展店不及预期，一方面影响品牌线下的市场份额，另一方面线上收入承受更大的压力，渠道的单一化将增加企业的风险；
- **上市公司营销、创新、展店投入明显增大：**
 - 新店、新品开发需要较大的营销投入，前期的创收能力有限，若后续新品成长乏力，前期增加的投入将难以回收。

THANKS 致谢

民生证券商社新消费研究团队：



分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

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

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。