

商贸零售行业中期投资策略

紧扣疫后复苏主线，把握龙头扩张机遇

行业研究 · 行业投资策略

商贸零售

证券分析师：张峻豪
021-60933168
zhangjh@guosen.com.cn
S0980517070001

联系人：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn

- 疫情反弹扰动消费复苏节奏，下半年有望逐步好转。**22年以来社零增速受到疫情反复影响，整体1-5月社会消费品零售总额同比下滑1.5%。但着眼下半年，一方面，参考国内20年下半年情况以及美国疫情稳定后，线下消费业态均有较为明显的复苏态势；另一方面，当前国内保增长信心明确，在持续的政策利好刺激下，有望激活居民的消费意愿。
- 化妆品行业：龙头坚韧，强者恒强。**今年以来化妆品行业延续分化走势，行业整体化妆品社零1-5月下滑5.2%，但头部企业收入端依旧实现稳健高增长。随着行业逐步从渠道驱动进入以产品驱动时代，未来马太效应下强者恒强趋势将延续：1) 头部品牌企业凭借研发、渠道、营销积累基础，通过强化功效赛道布局有望突出重围。2) 原料创新正当时，龙头品牌通过内外结合强化创新原料布局，同时国内头部原料企业也有望迎来快速发展；3) 平台加速去中心化趋势下，具备多平台布局能力的品牌公司，以及代运营企业有望通过赋能行业渠道转型迎来发展机遇。重点推荐贝泰妮、珀莱雅、华熙生物及上海家化，积极关注鲁商发展、科思股份、水羊股份等。
- 医美行业：高景气赛道，龙头加速扩容。**医美行业Q2预计受各地疫情的反弹消费客流有所抑制。但整体医美消费粘性强，且高端消费属性具备一定抗周期韧性，未来随疫情好转复苏趋势也将较为明确。1) 头部生产商与下游机构强强合作下加速推动新品销售布局，同时积极推进资本运作，进一步丰富产品矩阵，为长期持续发展打下基础。重点推荐爱美客、华东医药等；2) 下游头部医美机构在疫情洗礼下，进一步优化自身运营管理能力，并随着市场合规监管推进实现长期健康发展，主要推荐朗姿股份、医思健康、雍禾医疗等。
- 黄金珠宝行业：疫后加速复苏，看好行业集中度机遇。**行业今年在疫情反弹前的1-2月表现优异，3月开始较明显受到疫情带来的经营压力，整体1-5月下滑3.1%。未来随着疫情好转在珠宝婚庆刚需及黄金保值需求下行业有望迎来较为确定的反弹。长期来看，产品端，在设计感和时尚度提升的黄金及钻石新品推广下，有望为相关企业拓展新兴客群需求。渠道端，龙头企业在疫情后有望加速下沉开店，从而受益行业集中度提升趋势。重点推荐周大福、迪阿股份、周大生，并建议积极关注中国黄金、潮宏基、曼卡龙等。
- 风险提示：疫情反复影响终端需求，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。**

表：重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 07-07	总市值（百万元） 07-07	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
300957	贝泰妮	买入	206.55	87,494.58	2.81	3.80	73.51	54.36
603605	珀莱雅	买入	158.84	44,700.14	2.61	3.21	61.09	49.64
688363	华熙生物	增持	135.10	64,994.62	2.22	2.97	60.86	45.49
300896	爱美客	买入	571.57	123,664.89	6.85	9.58	83.44	59.66
600315	周大福	买入	14.94	149,400.00	0.85	1.01	17.58	14.79

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测 注：周大福货币单位为港元

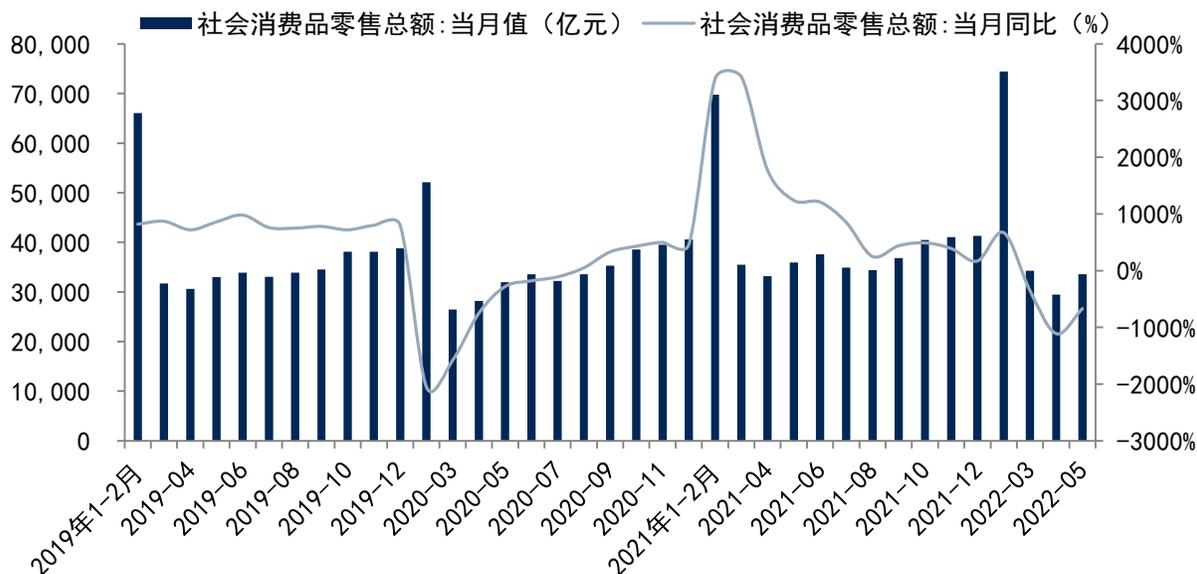
- [01] 消费数据复盘：疫情等多因素扰动，下半年期待反转
- [02] 化妆品行业：龙头坚韧，强者恒强
- [03] 医美行业：监管持续加码，龙头有望受益
- [04] 黄金珠宝：黄金需求旺盛，头部集中度提升

一、整体消费数据复盘：疫情拖累 复苏进程，必选品类相对稳健

1. 消费数据回顾：疫情反弹导致社零增速有所放缓

- 2022年以来社零增速受到疫情反复影响，呈现前高后低的走势，在春节及出行增加情况下，1-2月整体消费有所回暖，社零增速6.7%，较12月份加快5pct；但3月起受多地疫情散发影响，社零增速出现负增长，1-5月社会消费品零售总额实现17.17万亿元，同比下滑1.5%。
- 疫情多点散发是社零消费增速下行的首要原因，同时去年以来经济下行压力也相对较大，居民收入水平以及消费意愿也在降低，多方面因素影响下，整体消费水平上半年承压明显。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）

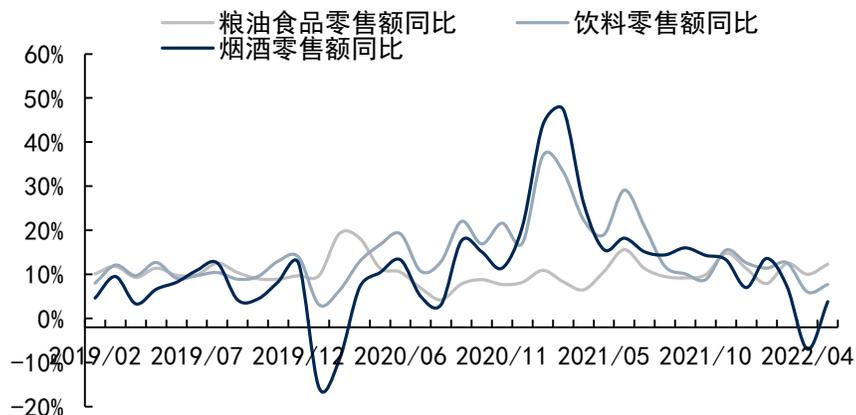


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1-1. 分品类：必选品类相对稳健，可选品类在疫情反复下承压

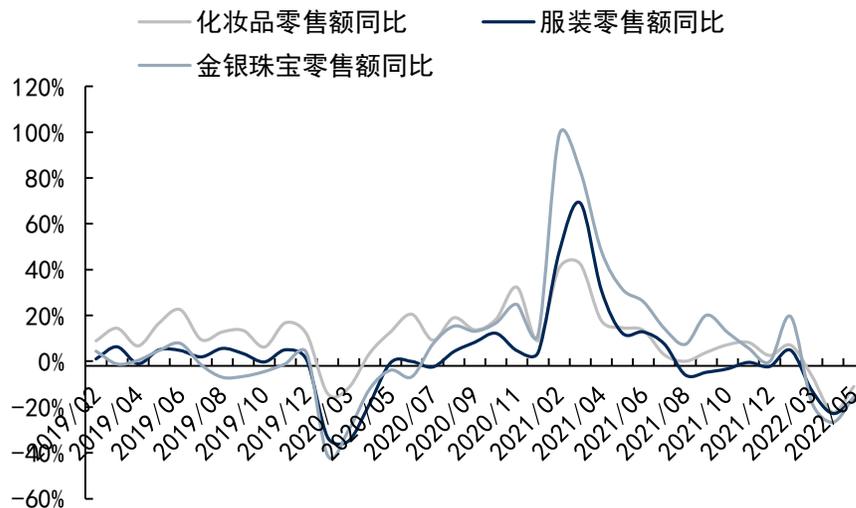
- 从主要商品的零售数据看，粮油食品等必选品类表现坚挺，可选品类有所承压。具体来看，必选品类方面，粮油、食品类2022年1-5月实现10%的增速；饮料/烟酒类分别实现9.8%/7.1%的增速，日用品实现0.6%的增速。
- 可选品类方面，在疫情抑制消费情况下均出现不同程度下滑，2022年1-5月纺织服装/金银珠宝/化妆品的社零消费分别同比下降8.1%/3.1%/5.2%，但随着疫情防控的成效显现，5月降幅呈现收窄趋势。

图2：限额以上单位商品零售的增速情况（必选品类、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图3：限额以上单位商品零售的增速情况（可选品类、%）

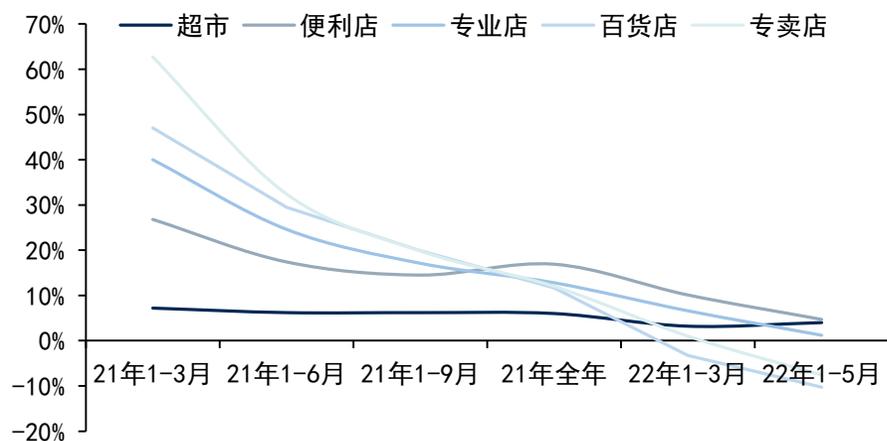


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1-2. 分业态：线上超市/便利店业态稳健，线上消费持续增长

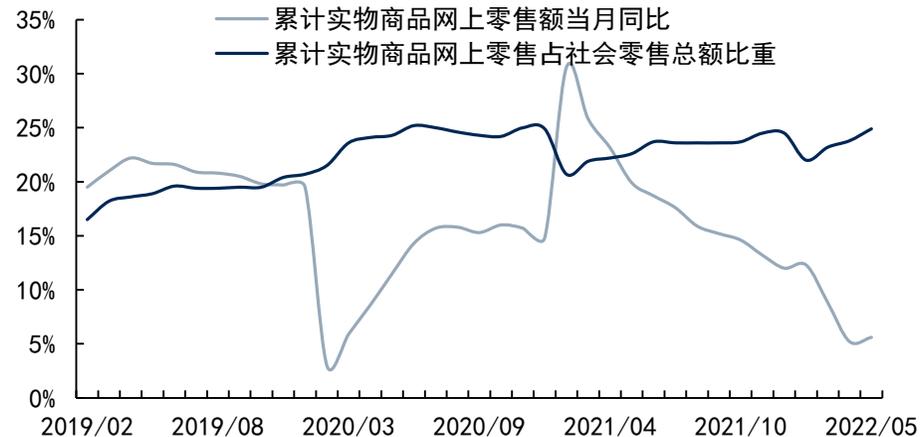
- 分业态看，以必选消费品为主的超市及便利店表现稳健，电商消费增速在高基数情况下有所放缓，但仍领先整体社零增速，2022年1-5月电商渗透率达到24.9%，具体来看：
- 超市/便利店业态等线下业态受益疫情下囤货需求及就近消费需求增加，2022年1-5月的零售额同比分别增长4%/4.7%；百货业态受疫情冲击影响，2022年1-5月的零售额同比下降10.3%。
- 线上业态方面，2022年1-5月全国网上零售额比上年增长2.9%，其中实物商品网上零售额42718亿元，增长5.6%，占社会消费品零售总额的比重为24.9%，较2021年上升2.3pct，反映疫情下消费者的线上消费习惯持续得到培养。分类目看，实物商品网上零售额中吃类/用类商品分别增长16.0%/6.3%，偏可选消费性质的穿类同比下降1.6%。

图4：线下业态零售额同比增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5：实物商品网上零售额增速及占社零比重（%）

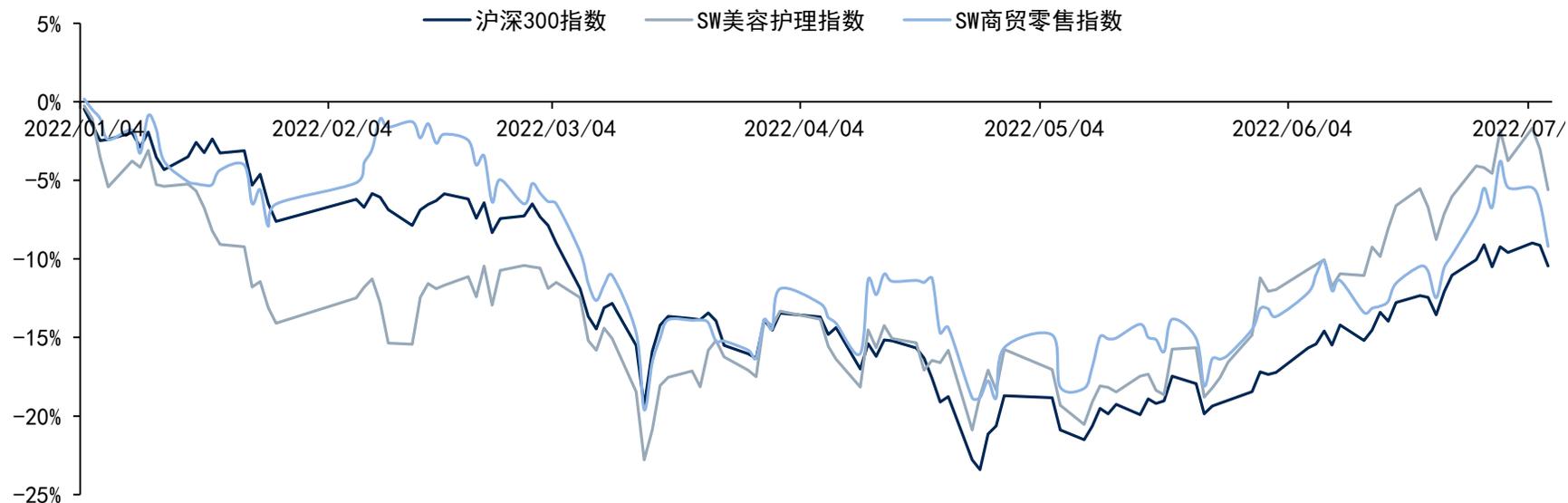


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2. 展望：Q2基本面筑底，看好后续消费复苏

- 整体来看，在Q2因为疫情反弹而带来严格防控措施，预计板块内上市公司的业绩受到一定影响，板块前期的股价走势也已经较为充分的反映了这一预期。但展望下半年，我们认为基本面最差的时期有望过去，Q2基本面筑底后，未来有望在疫情防控优化以及刺激消费政策的持续加码下逐步重回正轨，其中优质消费企业价值底部正在逐渐形成。
- 1) 疫情防控逐步优化，对消费行业公司冲击有望逐步弱化：最新的《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》优化调整了防疫方案，其中风险人员管理期限的缩短、科学划定中高风险区域等，有望通过科学精准防控有效促进消费客流恢复。
- 2) 政府刺激经济决心强化，通过发放消费券、补贴、减轻贷款压力、金融支持等多方面刺激消费恢复和升级。

图6：商贸零售及美容护理板块今年以来股价变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2-1. 疫后复盘：2020年后疫情时期客流恢复及可选品类表现

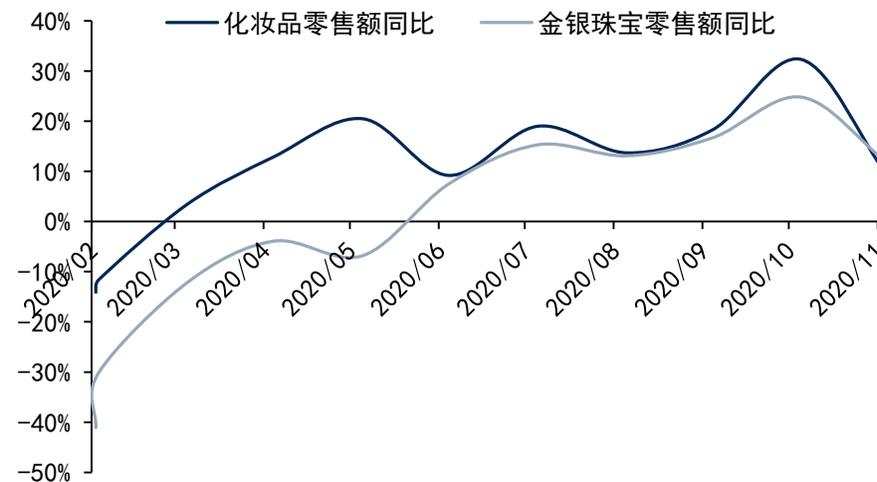
- 回顾2020年的消费市场，总体上可以看到疫情缓和后消费复苏较为强劲：一是从宏观层面的客流恢复情况看，据据汇客云统计数据，2020年Q1-Q4，购物中心客流经历了下行、反弹、恢复、提升四个阶段，其中1月底2月初，国内疫情爆发，客流回暖率跌至10%，但是4月以来客流回暖率提高至40%，6月以来客流回暖率稳定在60%以上，9月以来客流回暖率基本稳定在80%以上。
- 二从具体消费品类看，以化妆品、金银珠宝为代表的可选消费品均在疫情后实现了强劲的复苏表现：如化妆品社零消费数据经历了20年1-3月的下滑后，4月便恢复至3.5%的正增长，5月/6月增速进一步提升至12.9%/20.5%；金银珠宝消费在后疫情时期快速释放，20年8月开始连续取得双位数增速，其中10-12月同比增速分别达到16.7%/24.8%/11.6%。

图7：2020年全国购物中心客流回暖率（%）



资料来源：汇客云、国信证券经济研究所整理

图8：2020年化妆品、金银珠宝社零增速（%）

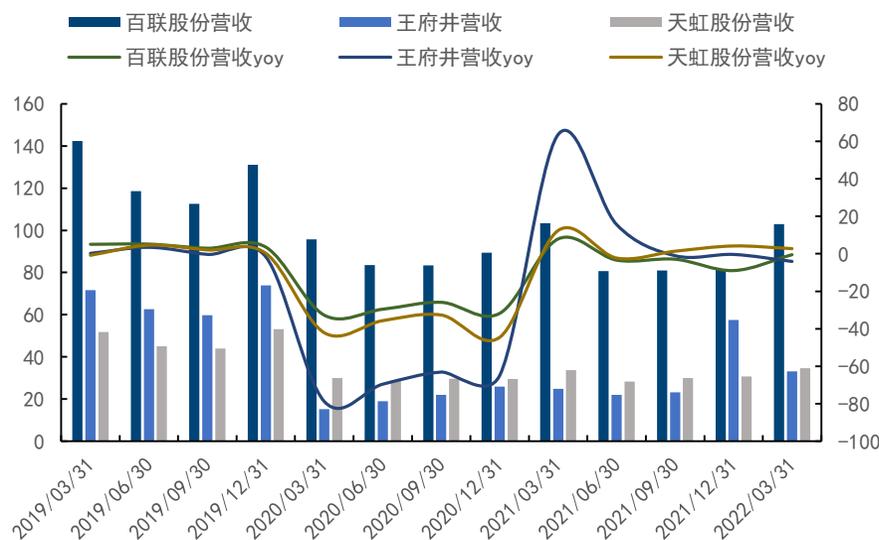


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2-2. 疫后复盘：国内2020年后疫情时期可选百货渠道表现

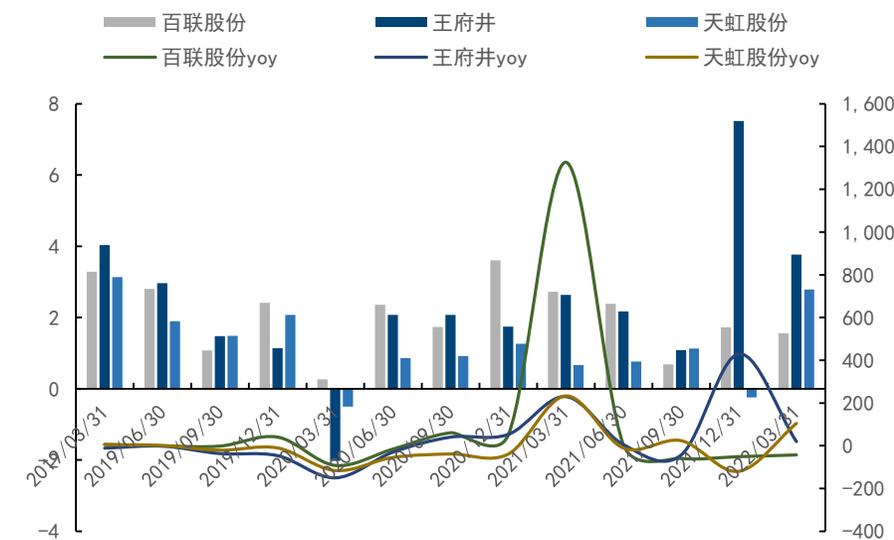
- 我们参考20年后国内企业的疫情后表现情况：百货及购物中心是承接终端可选消费的重要场所，在线下门店关闭出行受限叠加对服饰、美妆类可选消费需求减少，百货企业的业绩有所承压。如王府井2020年营收同口径下同比-5.87%，归母净利润同比-59.77%，但是20年Q4业绩实现修复性好转，归母净利润/扣非净利润分别同比+52.95%/+8.32%。
- 而进入2021年Q1看，疫情缓和及受益同期低基数，百货企业实现了较强的复苏表现：王府井营业收入同比+63.6%，利润总额同比增加5.5亿元；天虹股份同口径下营业收入/归母净利润分别同比+12.42%/+486.29%。

图9：百货板块营收及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：百货板块归母净利润及同比增速（亿元、%）

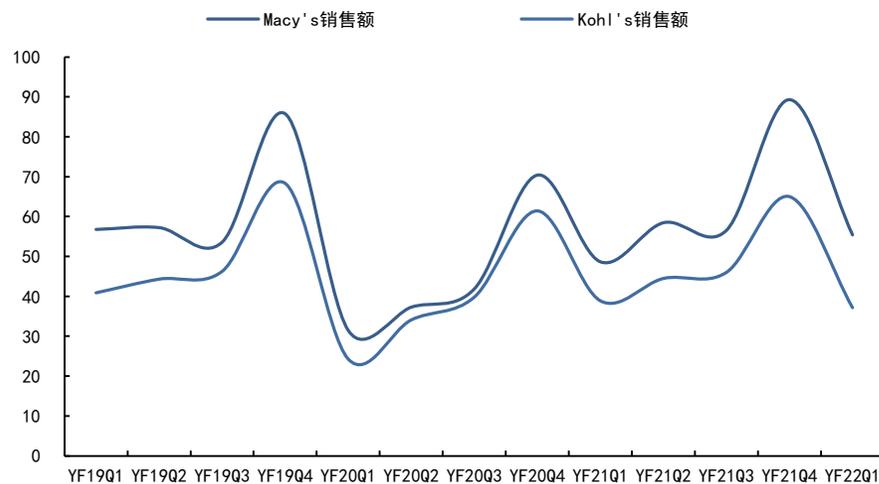


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-2. 疫后复盘：美国市场疫情后的可选百货渠道走势

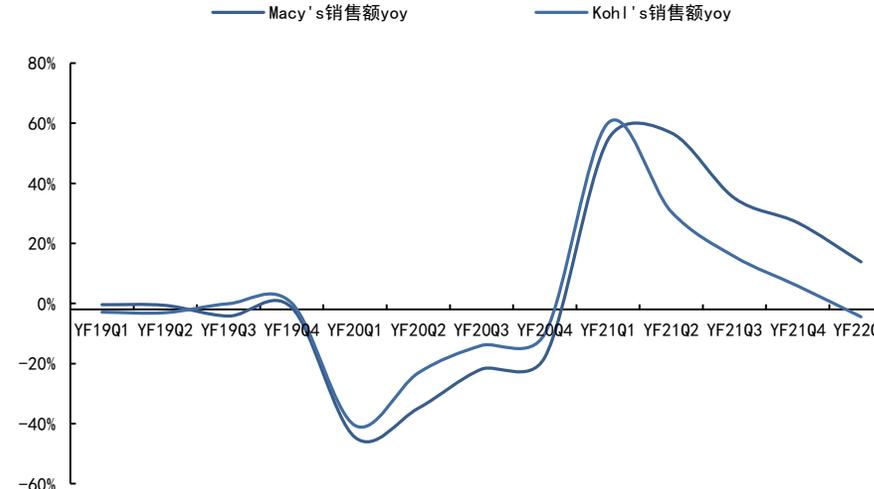
- 从美国市场的疫情后百货公司复盘表现来看，相关公司在疫情初期同样受到较大的影响，尤其以美妆服装等可选消费为主要销售商品的企业如Macy's和Kohl's等，FY2020Q1销售额同比分别下滑44.5%/40.6%。但随着美国当地疫情防控政策后续的逐步放开，居民消费需求也逐渐上升，叠加低基数效应，FY2021Q1 Macy's和Kohl's的销售增速分别高达54.5%/60.1%，之后稳定不断恢复，目前已基本恢复至疫情前水平。

图11：美国百货企业销售额（亿美元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：美国百货企业销售同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-3. 政策刺激：促销费政策不断出台，推动消费复苏

- 从政策端看，从中央到地方政府均出台了促销费政策：一方面，国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出稳定增加汽车等大宗消费、挖掘县乡消费潜力以及通过补贴、金融支持等多方面刺激消费持续复苏。
- 另一方面，各地方政府通过发放消费券、数字人民币红包等方式刺激消费，如5月30日起，深圳市商务局联合中行、农行等8家银行通过美团平台发放“乐购深圳”3000万元数字人民币红包；5-8月开展消费电子促销专场，对符合条件的商品按照销售价格的15%给予补贴。青岛5月27日印发《青岛市激发市场活力稳定经济增长若干政策措施》，提出统筹各类资金发放餐饮、零售消费券，零售满1200减200、满500减100，餐饮满800减200、满300减100等。从最终拉动消费力的效果看，宁波、海南、绍兴等地最终核销率超80%，6月20日24时结束用券的首轮首批“惠购湖北”消费券核销率为54.23%，直接拉动销售额13.1亿元，杠杆率为4.03。

表1：各地消费券发放情况及核销率（不完全统计）

时间	城市	消费券发放情况
2022/2/28	宁波市	首期4400万元消费券最终核销率达85.79%，撬动比为7.1。其中，通用券的总核销率最高，达到95.51%；文旅券达到90.99%，家电券和体育券的核销率分别为74.73%、74.29%。
2022/4/28	海南省	第一轮消费券总值2000万元，截至5月14日，全省第一轮2000万元消费券已核销1240.5万元。其中，零售业核销率98.5%；餐饮业核销率46.1%；酒店景区核销率4.9%。
2022/5/1	绍兴市	至5月15日，共发放消费券1亿元，实际核销8863.87万元，核销率为88.64%，拉动消费约2.16亿元。
2022/5/28	三亚市	截至5月28日24时，共投放消费券60余万张，投放金额达3398万元，市民游客领取2423万元，核销金额1679万元，带动消费11864万元，综合杠杆率达到706.6%。
2022/6/13	湖北省	截至16日24点，“惠购湖北”已核销257万张消费券，总金额为1.3亿元，拉动消费5.3亿元，商场券已核销110万张，核销率达到27%；超市券，已核销90万张，核销率达到19%；餐饮类已核销56万张，核销率是接近15%。
2022/6/17	杭州市	本次发放1000万张数字消费券，截至6月19日，已核销消费券307.32万张，核销金额3158.78万元，核销率达31.6%，数字消费券直接带动消费达5.04亿元。

资料来源：政府公告、国信证券经济研究所整理

2-3. 政策刺激：促销费政策不断出台，推动消费复苏

表2：2022年政府提振消费政策梳理

日期	消费提振政策
2022/3/5	政府工作报告提出，推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。提高产品和服务质量，强化消费者权益保护，着力适应群众需求、增强消费意愿。
2022/4/13	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议指出，应对疫情影响，促进消费恢复发展；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；扩大重点领域消费。促进医疗健康、养老、托育等消费，支持社会力量补服务供给短板；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；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。
2022/4/18	央行、外汇局出台23条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务，加强对重点消费领域和新市民群体的金融服务。引导金融机构规范发展消费信贷产品和服务，加大对医疗健康、养老托育、文化旅游、新型消费、绿色消费、县域农村消费等领域的支持力度。鼓励金融机构丰富汽车等大宗消费金融产品，满足合理消费资金需求。
2022/3/5	李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。因城施策支持刚性和改善性住房需求。新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。
2022/5/23	国资委发布《关于中央企业助力中小企业纾困解难促进协同发展有关事项的通知》提出，中央企业要加大对商用货车消费贷款的支持力度，有效缓解物流企业和个体货车司机贷款偿还压力。中央汽车企业所属金融子企业要发挥引领示范作用，对2022年6月30日前发放的商用货车消费贷款给予6个月延期还本付息政策支持。
2022/5/25	国家机关事务管理局中央国家机关住房资金管理中心印发了《关于落实阶段性支持政策加强中央国家机关住房公积金服务保障工作的通知》，《通知》指出，阶段性提高无房职工租房提取限额。
2022/5/25	工业和信息化部召开提振工业经济电视电话会议要求，组织新一轮新能源汽车下乡活动，推出一批信息消费示范城市和示范项目，促进汽车、家电等大宗商品消费。
2022/5/27	全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议提出，有效扩大投资和消费，释放内需潜力。一方面，积极扩大有效投资。财政部将加强与相关部门的沟通协作，进一步加快下达预算。另一方面，促进居民消费持续恢复。阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，进一步提振汽车消费。
2022/5/30	工信部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司发布关于开展2022新能源汽车下乡活动的通知，鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动，通过网上促销等方式吸引更多消费者购买。
2022/5/31	人民银行副行长、外汇局局长潘功胜在新闻发布会上表示，从2022年二季度起人民银行通过普惠小微贷款支持工具提供的激励资金比例由1%提高到2%。按照普惠小微贷款余额增量的2%给金融机构提供激励资金。对中小微企业和个体工商户贷款、货车车贷、暂时遇到困难的个人房贷消费贷，支持银行年内延期还本付息。

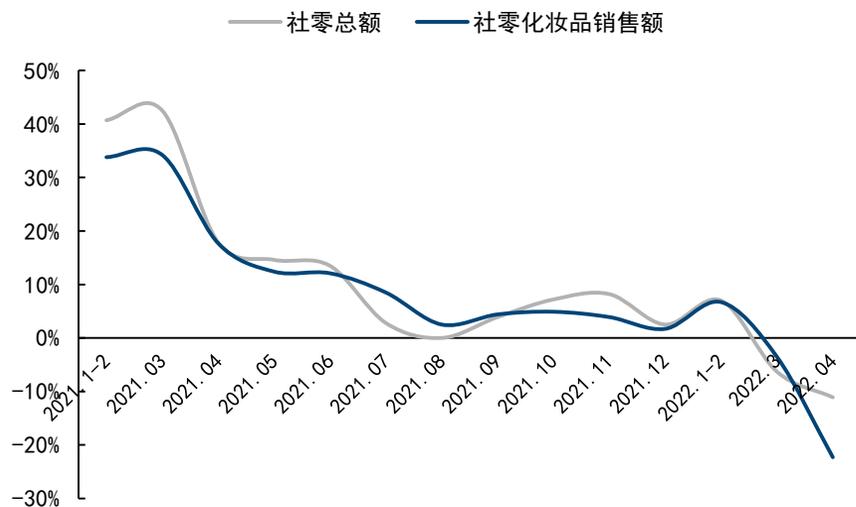
资料来源：政府公告、国信证券经济研究所整理

一、化妆品行业：龙头坚韧，强者恒强

1-1. 行业数据回顾：行业增速放缓，龙头表现依旧靓丽

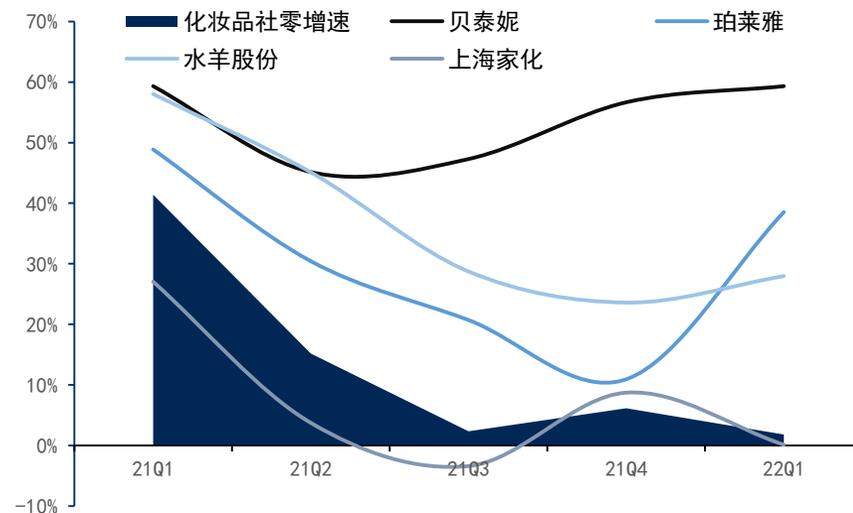
- 化妆品行业自2017年以来持续处于景气度高位，在居民消费升级，以及社交电商红利驱动下，整体行业渗透率以及客单价水平持续提升。但进入2021年后迎来行业震荡，从社零数据表现来看21年全年化妆品类零售额4026亿元，同比+14.0%，但是从逐季趋势来看，虽然21年上半年化妆品零售额在去年较低基数背景下迎来快速恢复，但进入下半年消费大环境的承压，叠加政策监管影响和流量趋势变化，行业增速开始出现持续下行，而进入22年，在多地疫情散发影响下，1-5月化妆品社零同比-5.2%。
- 另一方面，头部化妆品企业多重外部因素影响下依然取得收入高增长；如国际品牌的欧莱雅Q1在中国市场仍取得了双位数增长，国内龙头如贝泰妮、珀莱雅以及华熙生物的化妆品业务，均取得了远超市场平均水平的增长。

图13：21年至今化妆品月度社零增长震荡下行



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图14：化妆品头部企业增速与社零整体增速对比 (%)

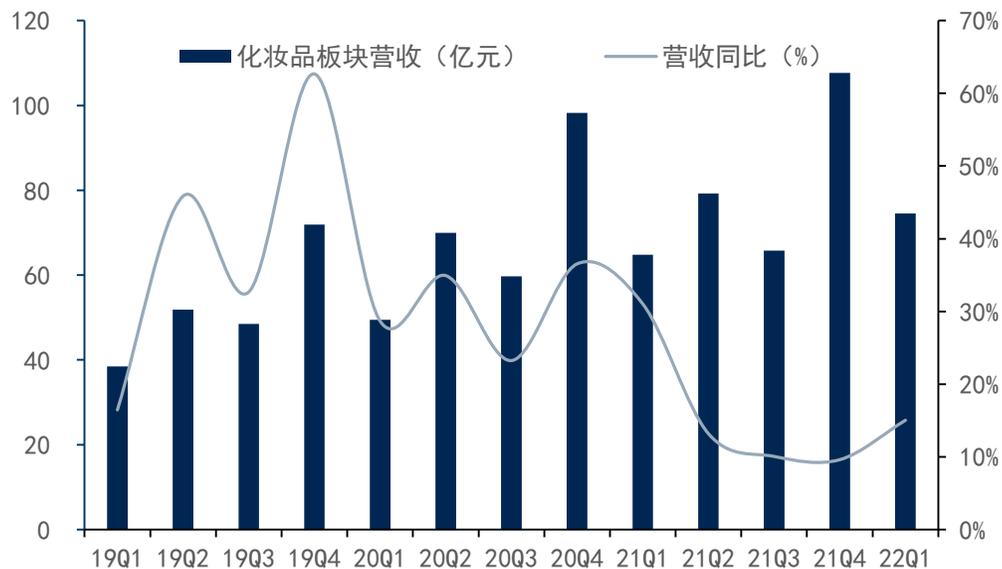


资料来源：公司公告、国家统计局、国信证券经济研究所整理

1-2. 业绩回顾：板块龙头公司业绩表现突出，分化趋势下马太效应显现

- 从上市公司的业绩情况来看，分季度来看，化妆品板块22年Q1营收/利润分别同比+15.03%/+11.32%，增速高于一季度化妆品社零增速，也进一步说明行业内头部公司经营韧性加速显现。
- 具体来看，贝泰妮、珀莱雅、水羊股份、华熙（功能性护肤品）、鲁商发展（化妆品业务）22Q1营收增速分别为+59.32%、38.53%、27.96%、94.0%、95.31%，表现相对更优；上述化妆品品牌公司近年来通过前瞻性的产业布局，产品端具备差异化明显的研发特色，并建立了大单品矩阵；同时渠道端线上通过精细化和多元化布局，在原料涨价、流量成本升高背景下，仍实现了利润端的稳健表现。

图15：化妆品板块分季度营收增长情况（亿元、%）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图16：化妆品板块分季度净利润增长情况（亿元、%）

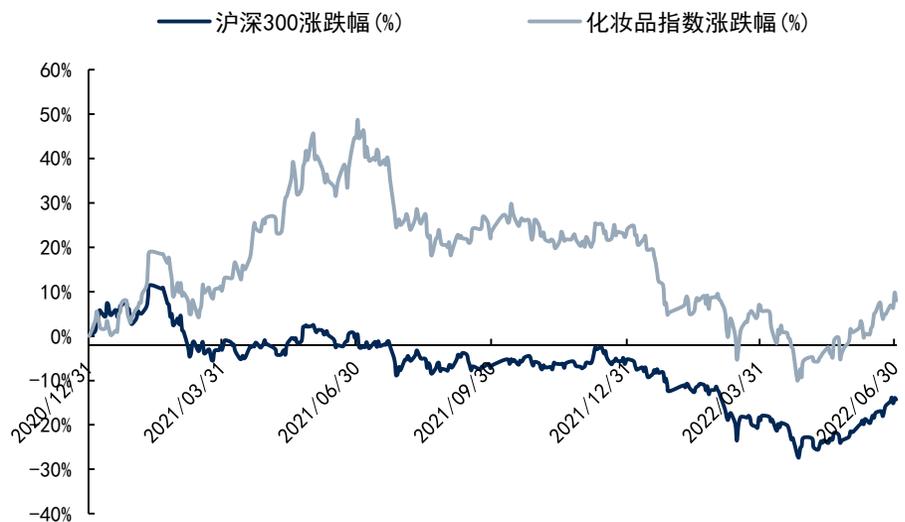


资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

1-3. 行情回顾：龙头企业的相对收益优势显著

- **从板块行情表现来看：**整体上，SW化妆品行业指数持续跑赢沪深300，但进入21年下半年，随着行业本身基本面走势的下行，以及大盘板块间的轮动变化，行情逐步走弱。而进入22年在疫情扰动以及大盘整体调整背景下，板块出现了进一步的回调，但随着龙头品牌Q1的靓丽业绩披露，以及618期间的优异表现，带动板块走出了一定的相对收益。
- **个股行情表现来看：**进入2022年，受到消费大环境承压等因素影响，市场出现普跌行情，但龙头公司贝泰妮、珀莱雅等凭借较强的业绩表现，股价相对收益优势明显。

图17：2021年以来SW化妆品指数行情走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：重点美妆个股2022年的行情走势

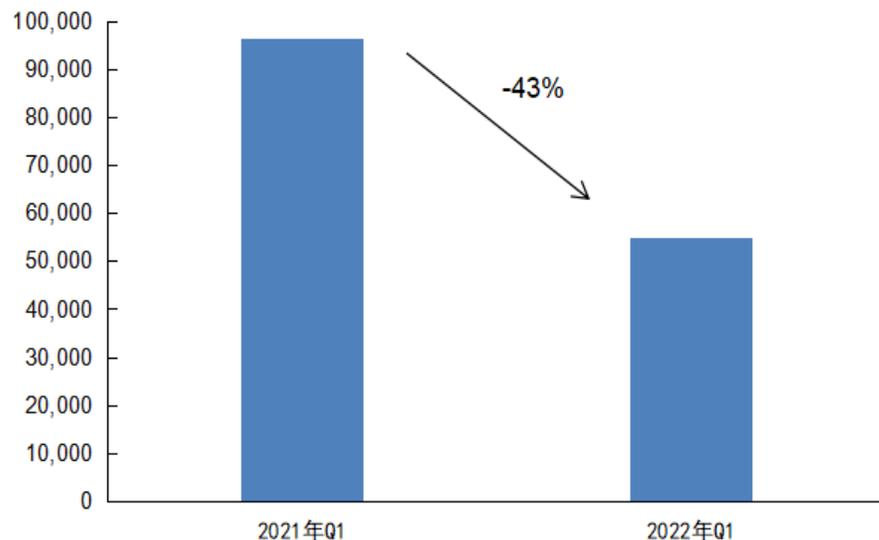
证券代码	公司	2022年至今涨跌幅 (%)
300957.SZ	贝泰妮	9.60%
603605.SH	珀莱雅	7.04%
600315.SH	上海家化	2.52%
300740.SZ	水羊股份	-15.23%
600223.SH	鲁商发展	-23.47%
603983.SH	丸美股份	-17.76%
603630.SH	拉芳家化	-29.73%
688363.SH	华熙生物	-9.87%
300792.SZ	壹网壹创	-34.64%
605136.SH	丽人丽妆	-35.31%
003010.SZ	若羽臣	-26.44%
300132.SZ	青松股份	-38.09%
300955.SZ	嘉亨家化	-25.56%
YSG.N	逸仙电商	-14.88%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：时间截止22.06.30

2. 竞争格局：行业加速分化，龙头优势凸显

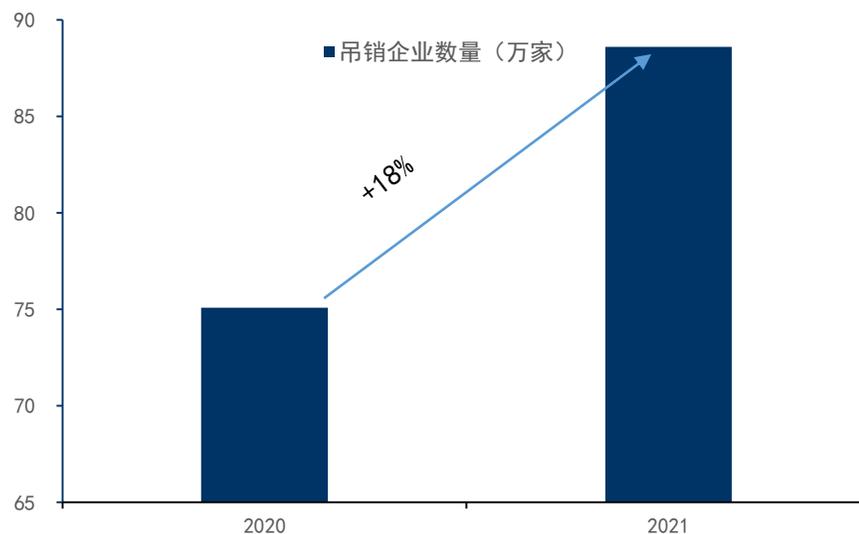
- **新品备案数量锐减**：伴随化妆品备案资料提交门槛变高、难度加大，新品备案数量减少明显。据美丽修行数据，2022年Q1我国共新增54939条化妆品新品备案信息，较去年同期跌幅达43%。其中注册备案要求相对较高的特证产品新增数量下滑更为明显：据大麦星球数据，今年1-5月新注册了国产特殊化妆品同比下降了70.66%。
- 而更高经营门槛的设立，也将推动行业从野蛮生长时代步入健康稳健增长期，不具备相应运营能力的中小企业被逐渐出清，而龙头企业则获得了更为优良的经营土壤：据企查查最新数据，2021年美妆相关企业共吊注销88.6万余家，同比增长18%。其中，多项新规细则正式开始实施的5、6月份相关企业吊注销量出现高峰，突破10万家。

图19：2022年Q1新品备案数量锐减



资料来源：美丽修行大数据、国信证券经济研究所整理

图20：2021年美妆企业吊注销数量同比+18%



资料来源：启信宝、国信证券经济研究所整理

2-1. 流量红利退却，行业中小品牌加速出清

- **流量红利消减倒逼企业回归产品力本身：**当前流量投放效率呈现行业下降趋势，竞争不断加剧，相应的投放成本也水涨船高。1) 传统平台流量被分流严重，今年618大促期间，根据星图数据，综合电商平台（天猫、京东、拼多多等）销售总额达5826亿元，仅增长0.7%，但直播电商平台（抖音、快手、点淘等）正在加速发力，销额达1445亿元，增长124.1%。另一方面，超头的缺失对今年618美妆整体销售有一定的影响。未来在直播电商加速去超头化下，品牌通过绑定某个主播取得爆发增长将难以为继。
- **一级投融资遇冷，新锐品牌投放资源缺失明显：**从化妆品投融资数据方面，去年以来美妆行业的早期投融资也有所遇冷，少数的融资项目主要也以中后期项目为主，新锐品牌融资热潮降温。因此，短期不具备平台全链路的运营能力，又没有资本帮助实现大规模投放的新锐品牌来说，运营压力陡然上升。

图21：去年以来头部主播逐步退场



资料来源：亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

图22：一级市场美妆品牌融资有所降温

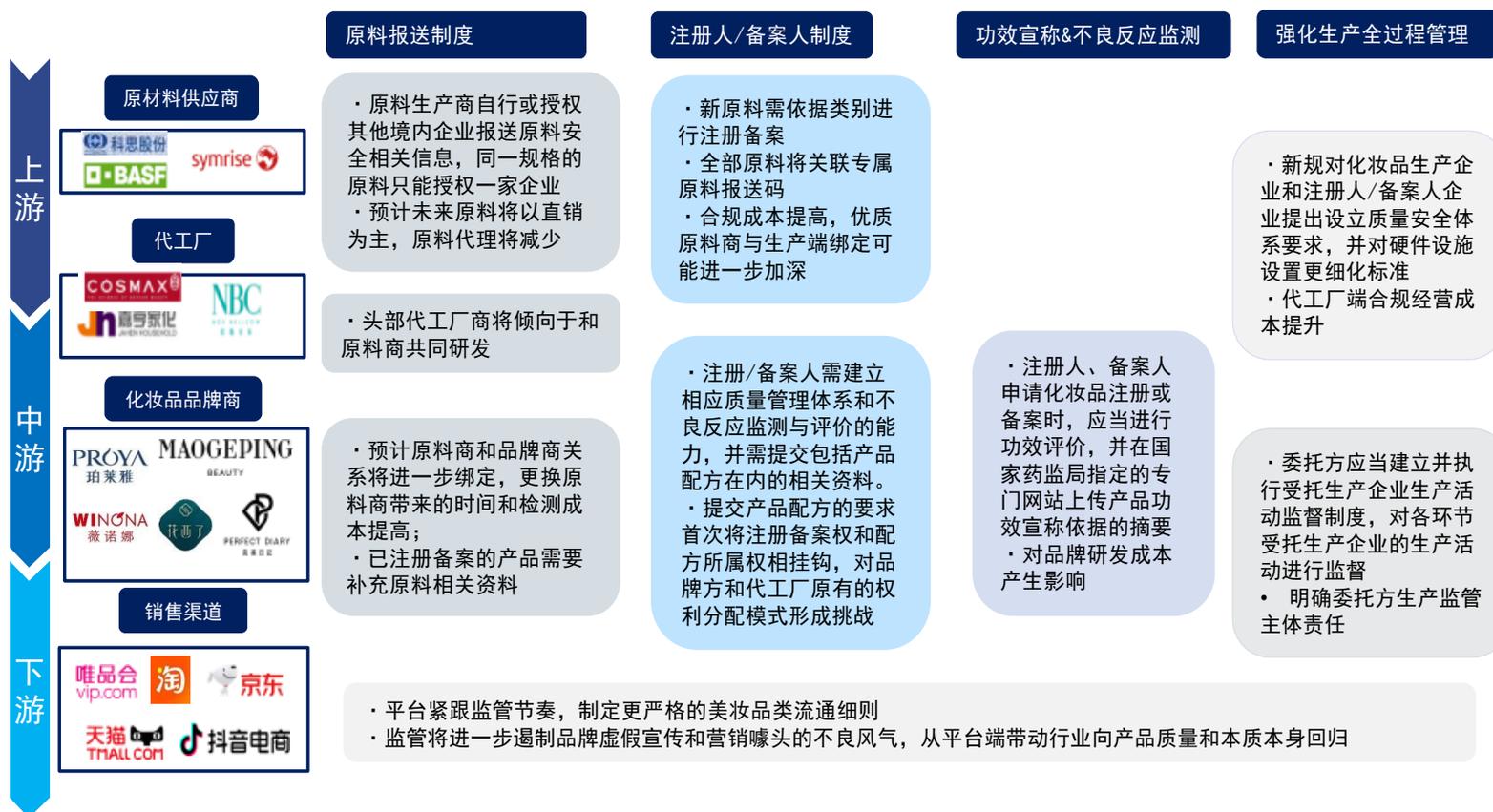


资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

2-2. 政策变化：监管趋严提升行业门槛

■ 政策监管加码，引导市场良性竞争，企业产品力成关键要务。自2021年1月1日起，《化妆品监督管理条例》正式实施，之后多部重要配套法规相继发布，我国化妆品监管法规新体系已初步成型，这是自1989年之后首次对化妆品相关行业监管规章制度进行的改革；2022年，伴随多部法规的过渡期行将结束，行业将进入科学、严谨、高效的监管新时代。行业门槛的建立出清了一批以重营销轻产品的打产品擦边球的中小品牌，这也为头部品牌提供良性发展的环境。

图23：化妆品新规对产业链各环节的影响



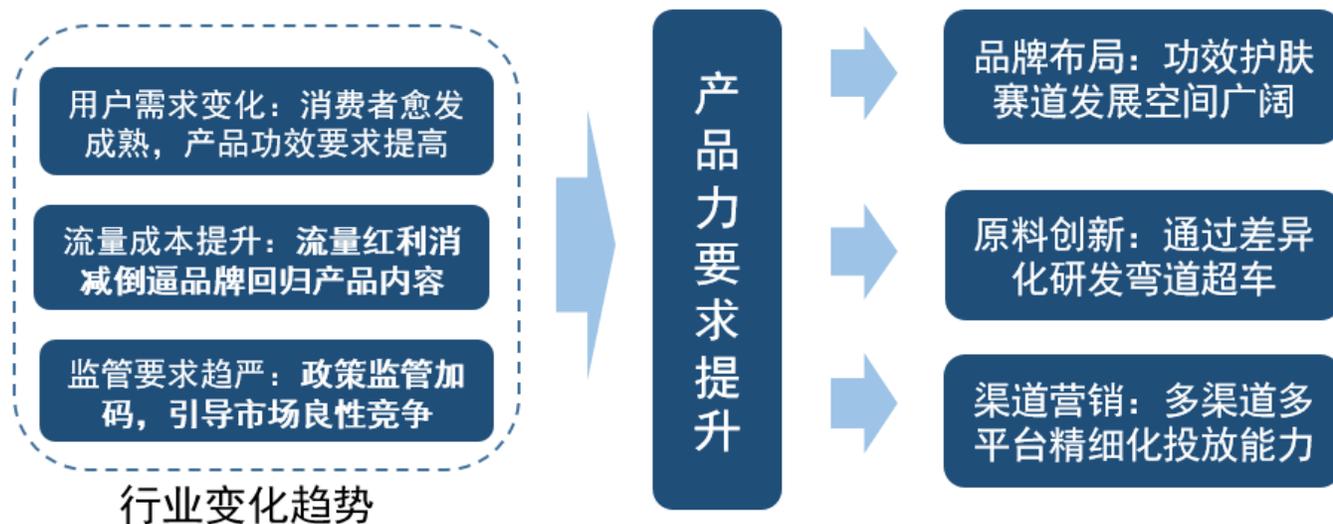
资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3. 展望下半年：疫后行业有望回暖，关注头部企业优势强化

- 我们认为，下半年随着疫情防控优化及各项刺激消费政策出台，美妆行业整体有望逐步重回增长轨道。而长期来看，化妆品行业相对海外成熟市场仍较大的人均消费提升空间。但影响行业的分化因素如监管强化、流量红利退却等短期不会发生改变。因此，新品牌的突围难度加大下，头部品牌竞争格局将持续向好，具备较强产品力，已经拥有多品牌孵化能力的企业有望实现持续亮眼表现。
- 具体来看，我们认为化妆品未来的机会点主要由三个方向：1) 研发层面拥有核心技术壁垒，以确保产品具有差异化的竞争优势基础；2) 营销层面需要围绕目标用户特征，灵活应用多元化推广方式，以深入建立产品消费者心智；3) 渠道端则需直营等强渠道把控能力的搭建，实现对产品价格体系和形象的更好维护。

图24：美妆行业投资思路



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

3-1. 行业发展脉络一：功效护肤赛道红利仍在，头部品牌加码布局

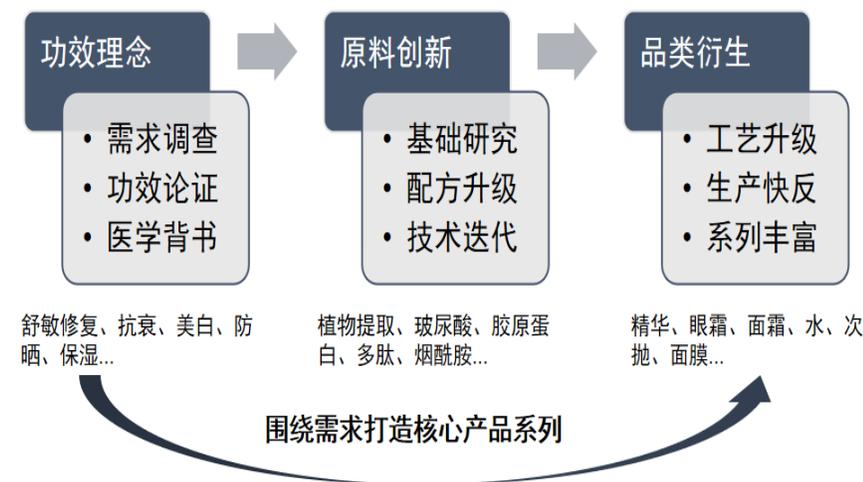
- 从品牌布局方向来看，功效护理已经为主流趋势，也成为了行业成长的主要驱动细分赛道。根据Euromonitor数据显示，2021年我国皮肤学级护肤品市场容量约为250.60亿元，2016年至2021年皮肤学级护肤品市场的年均复合增长率约32.50%，远高于化妆品行业整体水平。
- 从品牌的角度来说，“功效”已经成为去年以来行业内的一大关键词。这其中的底层原因是消费者需求的变化，当前新一代消费者的消费理念已经极为成熟，对于产品真实作用的溯源诉求在提升。因此从品牌的角度来说，当前时点树立功效的大旗，具有两方面意义：1) 确保产品本身满足提升后的监管硬性标准和用户体验的软性标准；2) 为了自身产品在品宣投放上提供一个建立消费信任度的有力抓手。
- 但同时品牌的功效理念搭建也不是那么容易。首先，需要企业在研发层面搭建完善成熟的技术储备。其次在营销层面需要具备医学专业背书，此外渠道端也需要具备一定掌控力，从而能够维护和深耕产品口碑。关注如贝泰妮、华熙生物及鲁商发展等功效赛道布局。

图25：中国皮肤学级护肤品市场规模（亿元、%）



资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图26：产品创新升级的路径



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

3-2. 行业发展脉络二：原料成分创新，打造产品壁垒

- 国内消费者的美妆消费习惯正在不断地趋于成熟与专业，消费者正在追求更安全、更健康和更高效的生活方式。反映在产品端，就是越来越关注产品的具体原料成分的有效性，追本溯源。
- 一方面，高质量原料成分的创新是保障产品有效性的基础，确保企业产品能够满足消费者越发挑剔的功效要求；另一方面，创新的原料成分技术也是当下在消费者心中树立差异化产品心智的核心卖点，也是国货品牌告别同质化竞争，实现弯道超车的重要手段。
- 1) 关注头部品牌通过先进、差异化的研发技术实现自身专利成分的积累，如贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、鲁商发展等均通过自身的相关技术开发，保证产品核心技术的稀缺性和持续迭代能力，并进而持续塑造品牌壁垒。2) 国内上游原料商有望实借势快速发展。对于多数品牌商也需要积极与上游原料商战略合作实现产品功效保障，国内的头部原料厂商如科思股份等，也有望借此机遇实现发展。

图27：国内头部品牌通过专研技术实现产品突围



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

表3：科思股份掌握的核心技术情况

序号	核心技术名称	技术来源	主要应用产品	是否有专利技术
1	高选择性加氢技术	自主研发	铃兰醛、异佛尔醇（中间品）	有相关专利技术
2	绿色氧化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲醛、对叔丁基苯甲酸、对甲氧基苯甲醛	有相关专利技术
3	Friedel-Crafts烷基化反应技术	自主研发	对叔丁基甲苯	有相关专利技术
4	Friedel-Crafts酰基化反应技术	自主研发	2-萘乙酮、对甲氧基苯乙酮、合成茴脑、对甲基苯乙酮、对异丙基苯乙酮	非专利技术
5	亚甲基缩合反应技术	自主研发	阿伏苯宗、铃兰醛、对甲氧基肉桂酸异辛酯、对甲基苯丙烯酸樟脑、依托立林	有相关专利技术
6	醚化反应技术	自主研发	双-乙基己氧苯酚甲氧基三嗪、对甲氧基苯乙酮、对甲氧基苯甲醛	非专利技术
7	酯化反应技术	自主研发	对叔丁基苯甲酸甲酯	有相关专利技术
8	MPV化学还原技术	自主研发	合成茴脑	非专利技术
9	纳米研磨技术	合作研发	P-M	非专利技术

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

3-3. 行业发展脉络三：渠道加速转型去中心化布局

- 美妆行业的渠道营销投放始终仍是重要的经营基础，但现阶段投放策略需要较大的调整。一方面，新兴平台崛起之势明确，对传统平台分流明显；另一方面，超头主播的调整，也在推动品牌重新审视自身的投放策略，从抗风险以及优化成本等角度进行电商渠道布局优化，强化店铺自播及特色化中腰部主播的布局。但相对应的，上述变化下对于品牌的运营能力和投放经验也提出了更高的要求。
- 1) 品牌方：需要搭建和完善专业的成熟新媒体平台运营团队，适应现在碎片化的全链路投放和内容；并需要积累多平台合作的经验并具备不同平台和KOL精准认知定位，才能实现产品推广的精准化。
- 2) 代运营方：暂不具备跨平台运营能力的品牌需要借助代运营商实现快速转型，因此具备多平台运营能力，以及一定内容创作能力，和较强数据化处理能力的代运营商，有望在协助品牌方更好的进行渠道转型过程中实现自身的快速发展。

图28：全链路的运营模式对品牌运营团队经验要求较高

效果内容策略	核心指标	关键举措
step-1 停留 宣告关联，留驻观看	吸引力 ATTRACT	流失率 ● 四种吸引力动机 有关系/有好处/有意思/有期待
step-2 相信 破除戒备，铺垫信赖	信任力 TRUST	点赞率 新增关注数 ● 两种信任来源 理性的信任：专家身份/科学证据/权威鉴证 感性的信任：真实故事/素人证言/原生调性
step-3 动心 承诺利益，激发欲望	诱惑力 TEMPT	点击数 评论分享数 ● 四种诱惑类型 低价折扣/额外赠礼/权益保障/限量稀缺
step-4 尝试 明示路径，引导转化	行动力 ACT	点击数 ● 三种推动方式 清晰讲解/明确演示/直接提醒

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：渠道开拓+内柔营销+数据能力，助力代运营商更好赋能品牌发展

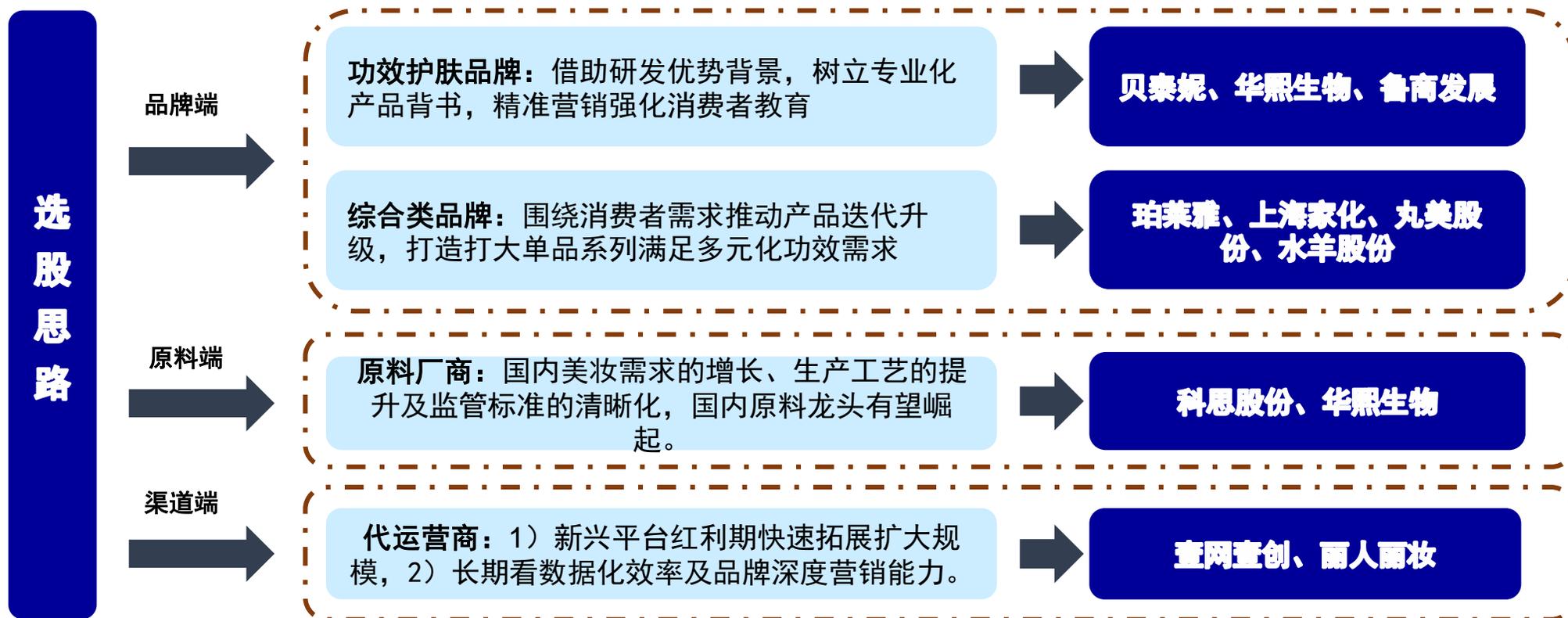


资料来源：丽人丽妆招股说明书、国信证券经济研究所整理

4. 投资建议：马太效应突显，龙头优势集聚

■ 整体来看，随着行业步入产品驱动时代，对企业运营提出了更高的要求，一方面，需求端用户消费理念的成熟提升了对产品品质和有效性的要求，另一方面，政策监管的趋严也将直接出清大量不符合要求的中小厂商。这一过程中，头部企业凭借深厚的研发实力，扎实的品牌影响力，精细化的营销推广能力，有望受益于行业整体的集中度提升下格局优化，实现马太效应下的强者恒强。

图30：投资建议



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

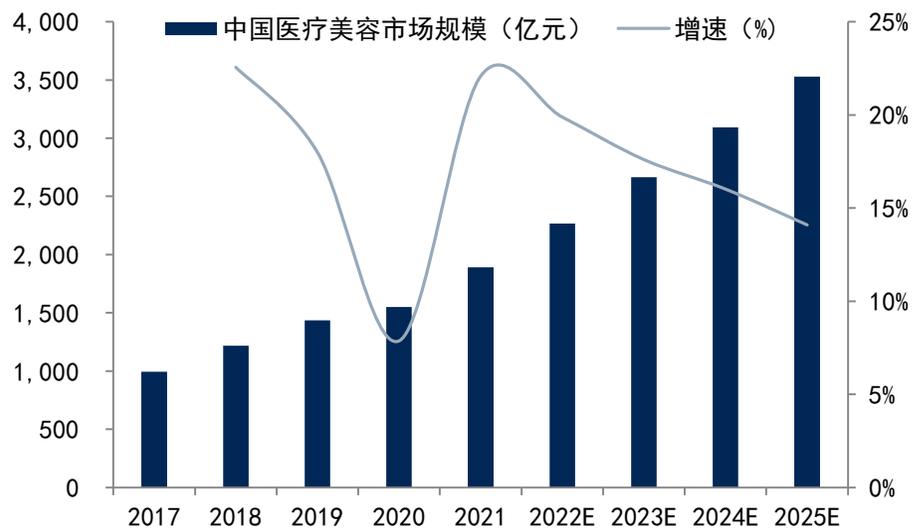
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

二、医美行业：疫情反弹明显，龙头加速扩张

1-1. 医美行业数据回顾：市场规模广阔，非手术类占比高

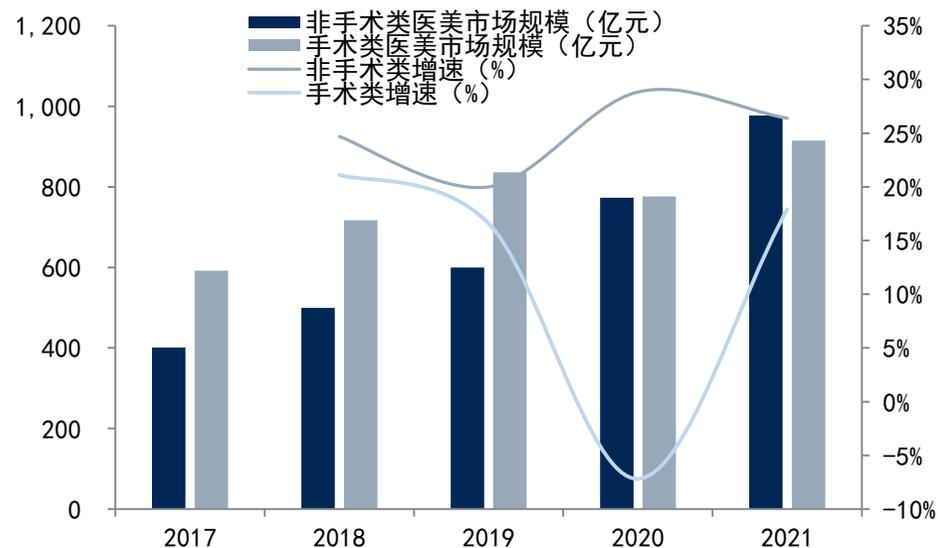
- 医美行业整体上兼具高成长性和广阔发展空间。据Frost & Sullivan数据（引自爱美客招股书），2021年中国医美行业市场规模达到1891亿元，同比增速达到22%，2017-2021年复合增速达到17.5%，预计至2025年市场规模达到3529亿元。不过对标美国、巴西及韩国等成熟医美市场，中国医美市场渗透率仍有较大提升空间，2020年中国每千人医美治疗次数约为韩国的1/4、不及美国和巴西的1/2。
- 其中非手术类医美恢复时间短，并发风险较低及治疗成果更可逆等特点，日益受到爱美人士的追捧。Frost & Sullivan数据显示，2021年中国非手术类医美市场规模977亿元，占比51.64%，较2017年提升11.26pct。

图31：中国医美行业市场规模级增速（亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

图32：中国医美行业手术类/非手术类市场规模及增速（亿元、%）

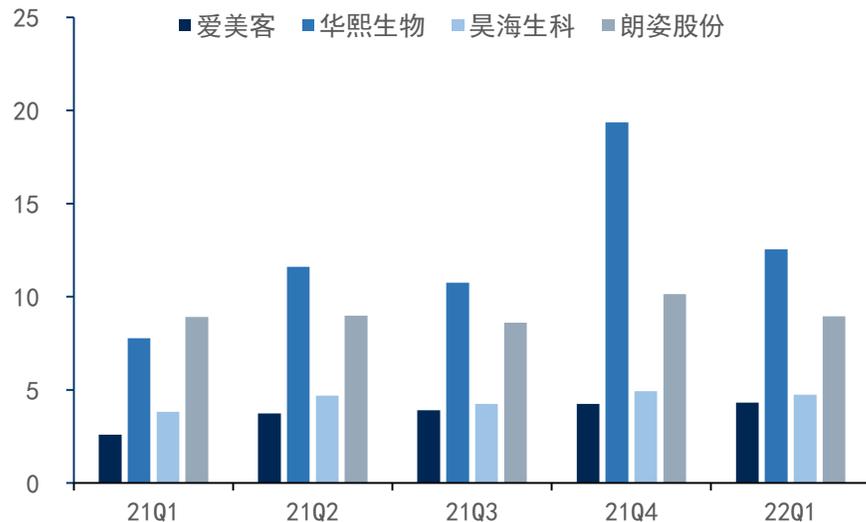


资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

1-2. 医美板块业绩回顾：Q1上游业绩表现整体稳健，下游受疫情反复影响

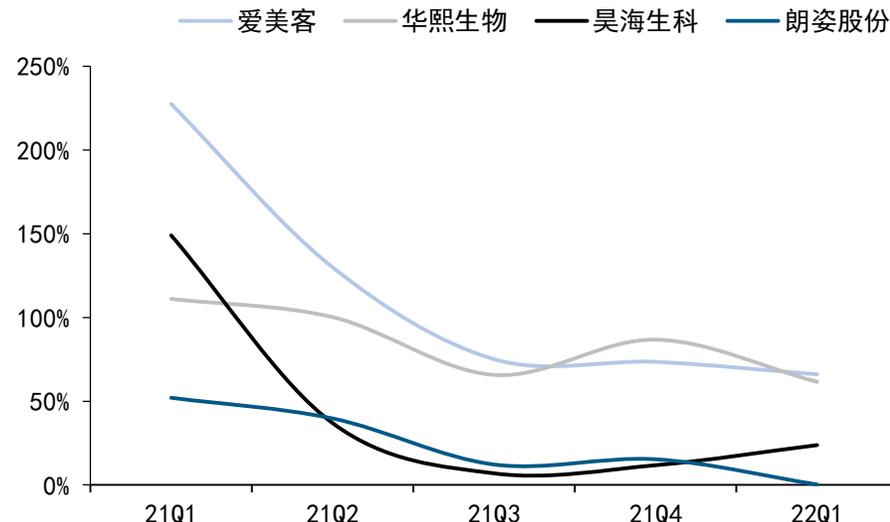
- **分季度：**从整体营收体量来看，华熙生物由于业务多元营收体量较大，其次为兼营女装业务的朗姿股份，爱美客、昊海生科分季度营收稳健增长；从增速来看，各公司经历去年上半年低基数、高成长的爆发期后，下半年增速有所回落，但整体来看，主营医美上游产品的爱美客、华熙生物营收增速较高，22Q1分别取得66.07%、61.57%的增速，昊海生科22Q1收入增速在23.79%。
- **从利润体量来看：**爱美客由于其高净利率实现较高利润总额；在利润增速方面，爱美客、华熙生物、昊海生科22Q1利润增速分别为64.03%、31.07%、-37.17%，龙头企业如爱美客等仍展现出优异的业绩成长性。
- 此外，医美下游机构看，以朗姿股份为例，21年公司医美业务收入、利润分别为11.2、0.37 亿元，由于新开扩店带来推广费用提升导致净利润有所下滑；22Q1公司整体营收8.94亿元，同比+0.26%，归母净利润-0.02亿元，同比-106.37%，利润端受到疫情反弹影响承压较大。

图33：医美板块个股分季度营收情况（亿元）



资料来源：WIND、公司公告、国信证券经济研究所整理

图34：医美板块个股分季度营收增速情况（%）



资料来源：WIND、公司公告、国信证券经济研究所整理

1-3. 行情数据回顾：整体行情承压，个股表现分化

- **从板块行情表现来看：**医美板块 21 年年初股价表现较为突出，整体板块大幅跑赢大盘，而在下半年随着市场风格切换，受到医美相关政策密集出台带来的市场情绪影响，而进入22年至今，在大盘调整以及经营端收到疫情反弹影响下，板块整体仍在消化前期高估值压力。
- **从个股行情表现来看：**21年医美个股多呈现上涨，但是22年初至今，主流医美个股均呈现不同程度下跌，一方面受到大盘整体普跌压力，另一方面医美端估值在进一步消化，但进入四月，伴随业绩披露，上游产品端具备强业绩支撑，同时随着近期疫情防控逐步好转，客流加速复苏预期强化下，爱美客等具备业绩高增长基础的标的近期股价有所反弹。

图35：2021年以来医美指数行情走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：重点医美个股行情走势

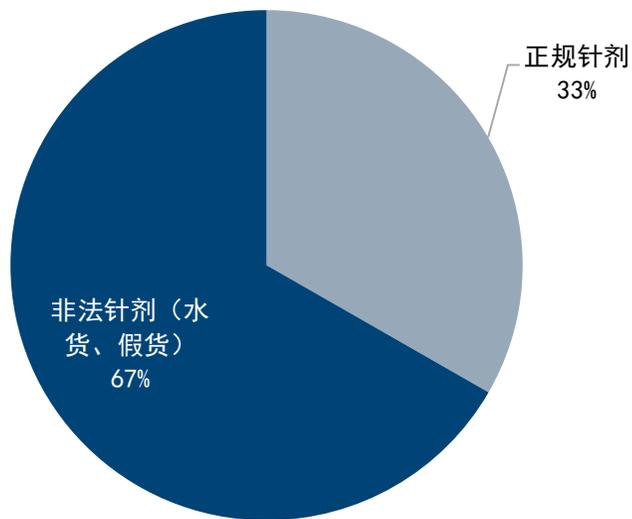
证券代码	公司	2021年累计涨跌幅	22年初至今涨跌幅
000615. SZ	奥园美谷	42.78%	-28.41%
688366. SH	昊海生科	45.16%	-16.04%
300896. SZ	爱美客	52.74%	10.97%
002612. SZ	朗姿股份	16.59%	-10.88%
000963. SZ	华东医药	54.15%	11.55%
688363. SH	华熙生物	13.20%	-8.54%
1696. HK	复锐医疗科技	185.26%	43.74%
0460. HK	四环医药	79.23%	-0.43%
AIH. O	医美国际	-27.95%	-38.97%
2135. HK	瑞丽医美	-24.36%	-32.28%
2138. HK	医思健康	89.64%	-26.39%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2022年6月30日

1-4. 政策监管回顾：监管持续加码，市场环境趋良

- 医美监管政策持续加码，去年以来市场监管部门针对医美下游机构运营环节展开了多项治理措施，主要打击了“黑医美”等违法经营的医疗美容机构。而进入22年，国家药监局也在对上游产品端进行了更为详细的梳理，包括对《医疗器械分类目录》进行调整，“水光针”、“射频美容类器械”、“整形用植入线材”按 III 类医疗器械监管，通过明确产品监管规则，进一步明确相关产品的定位和规范，有助于更多的合规产品在推出并在市场上顺利销售，从而为行业持续发展夯实规范化的基础。
- 行业整体来看，受消费升级驱动，以及新媒体营销传播下市场教育进一步渗透，医美需求不断爆发；同时伴随市场监管趋严，市场中的不合规企业有望出清，也将加速产业链龙头集中度提升，长期来看合规医美市场发展空间依旧广阔。

图37：我国医美行业针剂合法比例



资料来源：《2020年中国医疗美容行业洞察白皮书》、国信证券经济研究所整理

表4：《医疗器械分类目录》调整，将“水光针”等按 III 类医疗器械监管

子目录	一级类别	二级类别	预期用途	类别
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形美容用注射材料	用于注射到真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态。	III
物理治疗器械	高频治疗设备	射频治疗（非消融）设备	用于治疗皮肤松弛，减轻皮肤皱纹，收缩毛孔，紧致、提升皮肤组织，或者治疗痤疮、腋痕，或者减少脂肪（脂肪软化或分解）等。	III
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形用植入线材	用于植入面部组织，以提升松弛下垂组织，纠正皱纹。	III

资料来源：国家药监局、国信证券经济研究所整理

2-1. 行业发展脉络一：新产品上市放量丰富合规市场供给，刺激终端需求

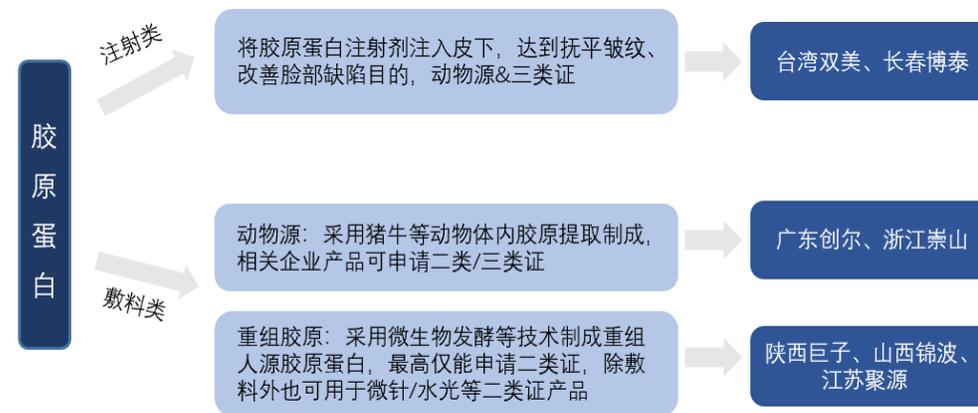
- 近年来医美行业产品端也在不断扩容，满足并刺激消费需求。除了传统玻尿酸产品外，近一年来再生材料和胶原蛋白相关产品上市推广放量，一定程度上进一步完善了医美合规市场的产品供应，也将对终端销售带来一定的刺激效果。
- 再生材料：2021年三款再生材料类产品获批，分别是伊妍仕少女针（华东医药）、艾维岚童颜针（圣博玛）以及濡白天使童颜针（爱美客）。22Q1华东医药医美板块合计实现营业收入4.53亿元，同比增长226.8%，22年爱美客旗下的濡白天使预计实现销售收入3亿元左右。整体来看，相关产品均有助于拓展企业产品条线，推动业绩的持续成长。
- 胶原蛋白：目前胶原蛋白在医美行业的应用主要集中于注射类和敷料类产品，由于胶原蛋白本身具有优异的补水、修复和填充的效果，广受消费者喜爱。在注射市场中，去年锦波生物重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维于21年取得三类证，而在敷料市场中，崇山生物和珂瑞康生物也分别于2020/2021年获批III类证书，极大的市场需求以及丰富的产品供给将推动胶原蛋白市场走向新高度。

表5：21年以来再生材料注射品陆续获批上市

产品	所属生产/代理公司	获批时间	上市销售时间
伊妍仕™	华东医药	2021年4月	2021年8月
聚乳酸面部填充剂	长春圣博玛	2021年4月	2021年8月
含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	爱美客	2021年6月	2021年下半年

资料来源：公司公告、国家药监局、国信证券经济研究所整理

图38：胶原蛋白应用情况介绍

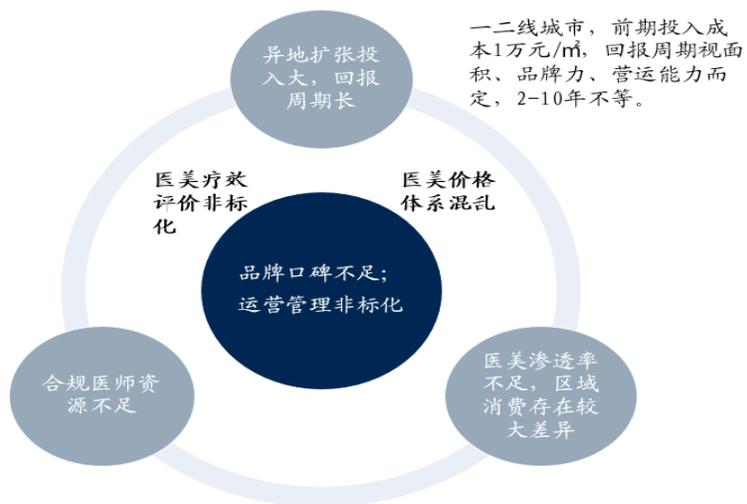


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-2. 行业发展脉络二：医美机构端将回归机构生态布局打造能力

- 2021年在资本驱动下，相关上市公司加码收购布局具备优质点位和专业资质的医美机构，实现业绩增量贡献；但长期来看，医美机构在扩张过程中仍然存在诸如前期投入高、合规医生不足、跨区运营标准化难度高等问题。我们预计，未来相关企业对医美机构的运营将回归到对整体生态布局的打造，实现业务的产期稳定健康发展。
- 如朗姿股份首先通过建立以朗姿医美为中心，链接客户、上下游伙伴和内部组织的价值云平台，搭建出了以交互服务层、调度控制层、以及能力提供层三位一体的公司信息化体系。在此基础上，公司的终端布局采取多品牌布局差异化覆盖全人群的策略，拥有“米兰柏羽”、“晶肤医美”和“高一生”三大品牌，并从2020年起设立了6只医美并购基金用于投资相关产业标的，从而快速抢占市场份额。

图39：医美机构的运营痛点



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6：朗姿医美机构布局情况

机构	门店数	布局情况
米兰柏羽	4	陕西(1)、四川(2)、广东(1)
晶肤医美	22	四川(14)、陕西(4)、湖南(2)、重庆(2)
高一生	2	陕西(2)

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-3. 脉络三：关注医美企业资本运作，通过丰富产品管线实现跨越式发展

- 未来来看，1) 终端医美需求多元，各细分赛道均有可获取的市场空间，企业拥有丰富的产品管线，首先意味着可经营的赛道更为丰富，有利于做大体量规模；2) 目前医美消费往往是以产品组合的形式出现，若医美企业拥有较为丰富的产品线，联合使用的情况下有利于进一步强化品牌认知；3) 往后看，医美赛道的竞争将日趋激烈，丰富的管线则在一定程度上可抵御市场竞争风险，提升企业的综合竞争力。
- 从国际经验看，除内生研发外，外延并购也是企业打开长期成长空间的关键，尤其是打开多元产品矩阵。回顾海外医美龙头艾尔建发展历程，其以肉毒产品保妥适（BOTOX）起家，逐步建立了从手术外科、填充注射到光电皮肤类完善的医美产品矩阵。而在国内，近期我们也看到不同医美企业正在积极通过资本运作实现产品线的扩张，或是积极推动上市融资，为未来的外延收购储备“弹药”，如今年以来巨子生物、锦波生物开始分别港股和北交所上市计划，爱美客重启港股上市计划等。

表7：近期拟推进资本运作的医美企业介绍

时间	公司	事件
2022. 2. 6	华东医药	收购Viora公司100%股权
2022. 2. 11	康桥资本	收购韩国Hugel 43.2%股权，康桥资本将成为Hugel 控股股东
2022. 3. 14	四环医药	收购深圳易美80%股权
2022. 3. 23	兴科蓉医药	收购德美医疗
2022. 4. 15	华熙生物	2.33亿元收购北京益而康生物工程有限公司51%的股权
2022. 5. 31	拉芳家化	认购医美国际23.2%股份

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图40：艾尔建医美业务收并购历程

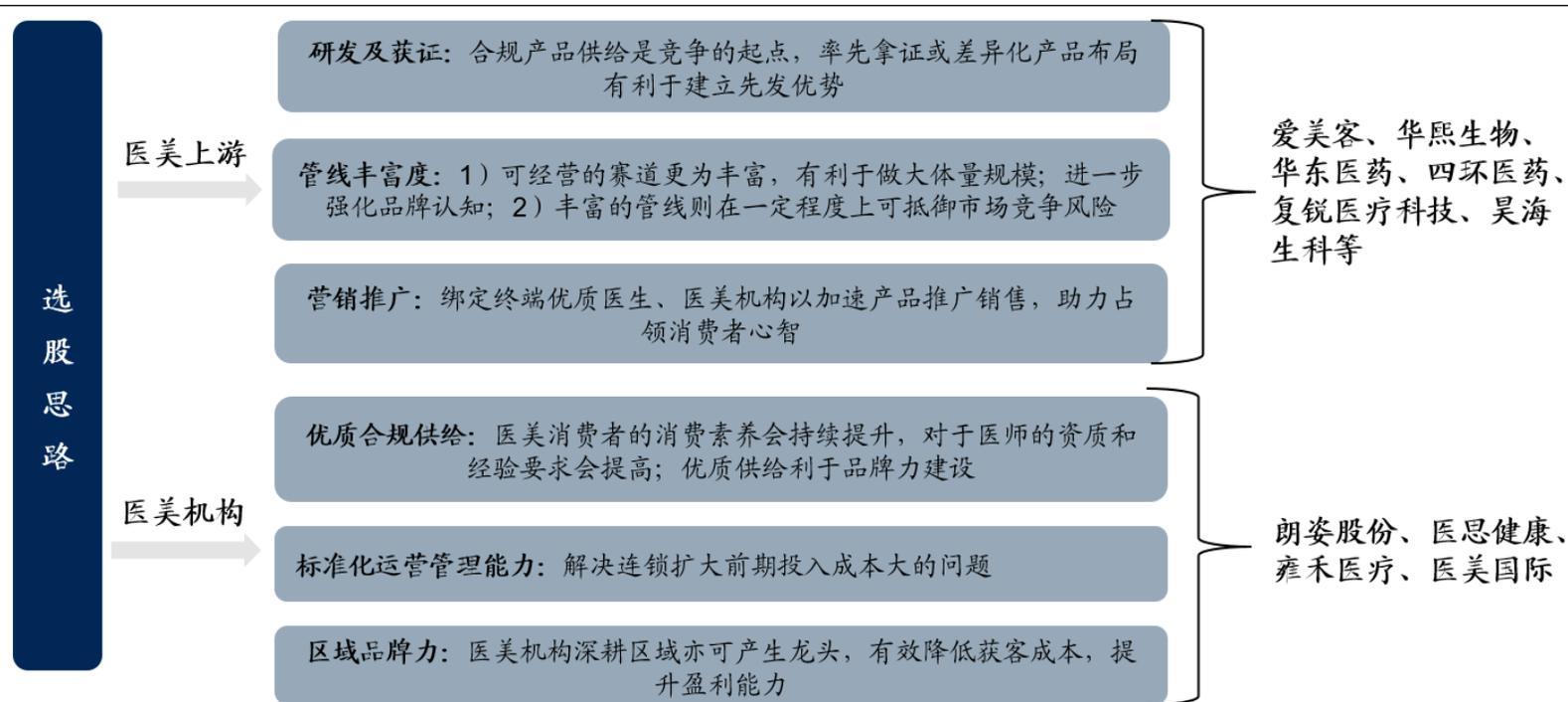


资料来源：艾尔建官网、国信证券经济研究所整理

3. 医美投资建议

- 重点关注产业链中价值最高的上游端：持续重视研发投入、拥有差异化管线布局且建立广泛扎实销售网络的企业，有望率先受益行业成长红利，并随着内生外延下的管线丰富，不断夯实龙头地位。重点推荐医美优质龙头企业爱美客、华东医药、华熙生物等，建议关注四环医药、复锐医疗科技等。
- 而在下游医美机构端：建议关注区域内市占率较高且具有一定品牌认知度的企业，通过内部运营的持续提升，以及外延并购拓展下，实现长期稳健高速扩张，如朗姿股份、雍禾医疗、医思健康、医美国际等。

图41：医美行业选股思路



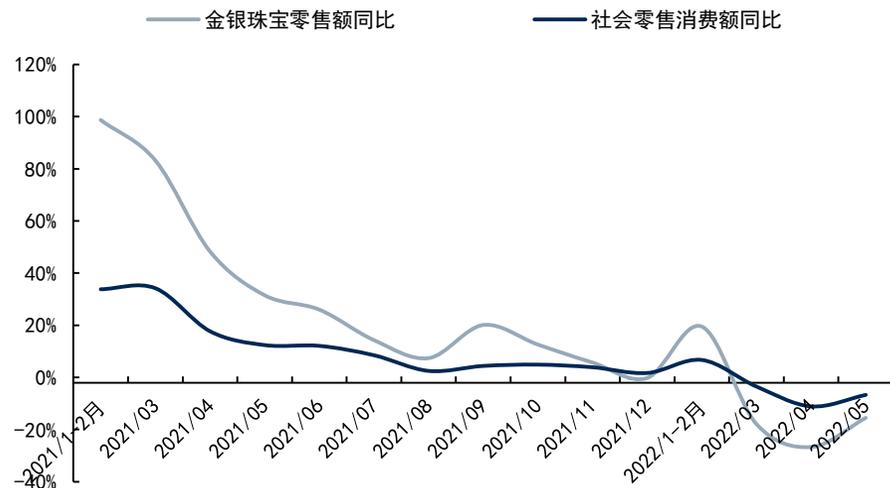
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

三、黄金珠宝：黄金品类终端消费 旺盛，看好行业集中度机遇

1-1. 行业数据及业绩回顾：终端珠宝销售受疫情抑制，企业业绩短期承压

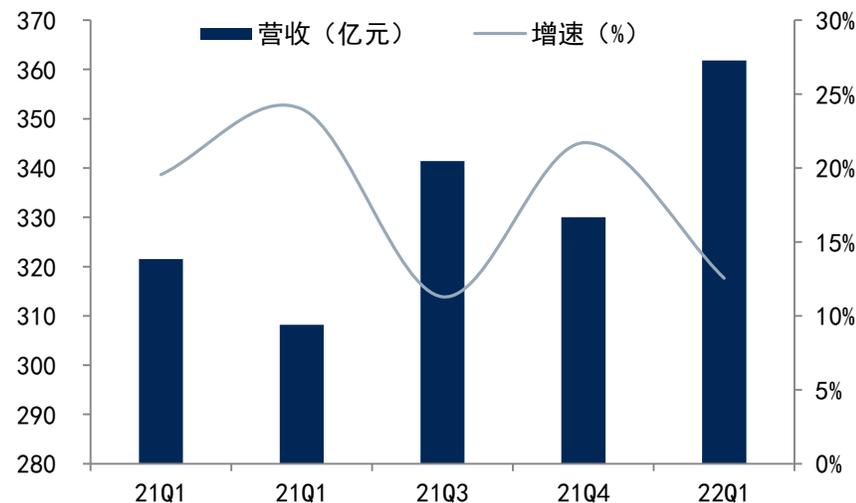
- 2022年年初，受益春节假期的消费热情，终端黄金珠宝消费取得了稳健高增长，1-2月金银珠宝社零同比增速19.5%，另外据中国黄金协会数据，春节黄金周期间，全国黄金消费同比增长13%，其中古法金饰品、硬足金饰品及虎年投资金条销售较好。但后续在全国疫情散发影响下，金银珠宝消费受到明显的抑制，3-5月社零分别同比-17.9%/-26.7%/-15.5%。但总体上，黄金珠宝消费中婚嫁、爱情等刚需占比比较高，预计后续在疫情防控向好情况下需求有望逐步释放。
- 从上市公司营收表现来看：我们选取周大生、老凤祥、潮宏基等6家A股黄金珠宝企业作为代表，2022年一季度营收同比+12.55%，增速较21年Q4放缓，主要系3月份全国疫情散发对线下消费造成影响所致。此外从利润情况来看：2022年一季度归母净利润同比下降29.78%，受到全国疫情反复的影响。

图42：21年以来金银珠宝品类社零增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图43：黄金珠宝板块分季度营收情况（亿元、%）

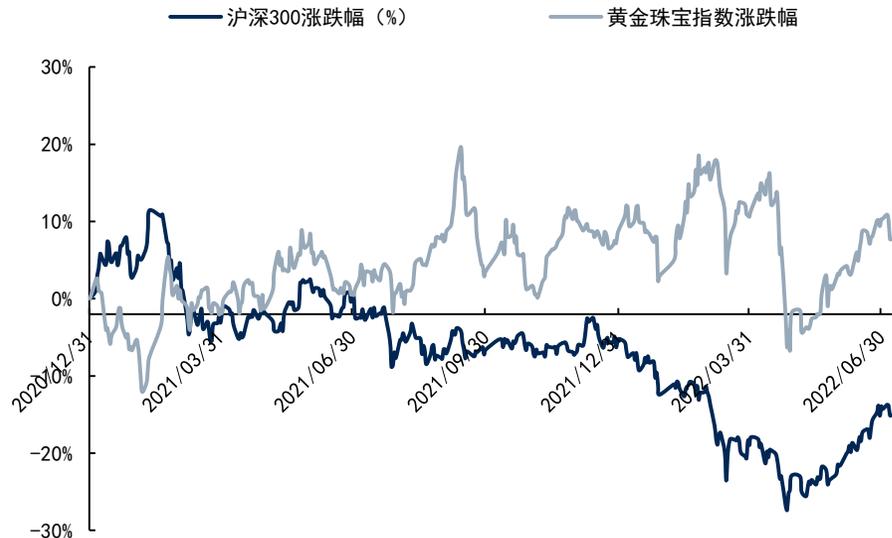


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1-2. 行情数据回顾：整体波动较大，龙头表现优异

- **从板块行情表现来看：**金银珠宝板块21年上半年基本与大盘相持平，进入21年下半年随着需求量回暖，板块行情迅速拉升，但后续受疫情及高基数等多因素影响，在大盘持续走低的背景下，整体行情表现震荡。而近期疫情好转刺激需求再次上升，叠加大盘整体升温，板块走势较为稳健。
- **从个股行情表现来看：**22以来受消费大环境背景影响，黄金珠宝企业整体呈下跌趋势，但近期随着疫情防控好转，市场对于行业基本面好转预期有所强化，股价实现一定反弹，其中周大福等龙头凭借自身经营优势，基本面复苏领先，相对收益也较为显著。

图44：2021年以来黄金珠宝指数行情走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图45：重点黄金珠宝个股行情走势

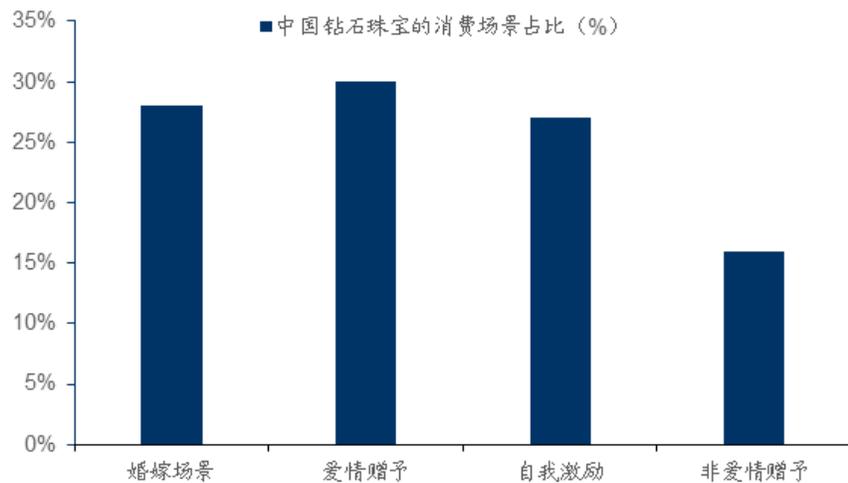
证券代码	公司	2022年至今涨跌幅(%)
1929.HK	周大福	5.28%
002867.SZ	周大生	-9.50%
600612.SH	老凤祥	-8.88%
600655.SH	豫园股份	-4.98%
301177.SZ	迪阿股份	-39.96%
002345.SZ	潮宏基	-12.85%
300945.SZ	曼卡龙	-23.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：数据截至2022年6月30日

2-1. 行业发展脉络一：关注黄金珠宝的避险及偏刚需属性，看好后续需求释放

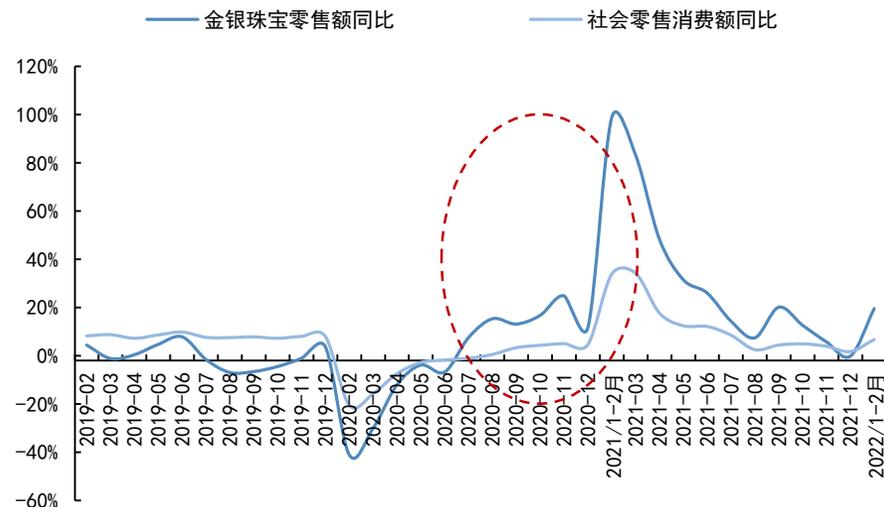
- 短期来看，黄金珠宝的婚嫁消费场景偏刚性需求，以及在黄金避险保值属性下，疫情后需求反弹确定性高：1) 据世界黄金协会、中国黄金报社、及北京黄金经济发展研究中心发布的《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，在二三线城市的黄金珠宝门店中，婚嫁需求占比30.95%排名第一，四线及以下城市中，婚嫁需求占比33.51%。2) 黄金品类自身具备较为明显的保值避险属性，在经济下行叠加外围风险加大的大环境下，居民的相关囤购需求有望维持稳定。
- 我们参考20年疫情后的消费情况看，黄金珠宝行业在上半年短暂受疫情影响下滑后，三季度开始逐步爬升，金银珠宝消费在后疫情时期快速释放，20年8月开始连续取得双位数增速，其中10-12月同比增速分别达到16.7%/24.8%/11.6%。

图46：中国钻石珠宝的消费场景占比（%）



资料来源：De Beers、国信证券经济研究所整理

图47：20年疫情后黄金珠宝行业复苏进程



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2-2. 行业发展脉络二：产品设计要求提升，新兴品类有望刺激新需求

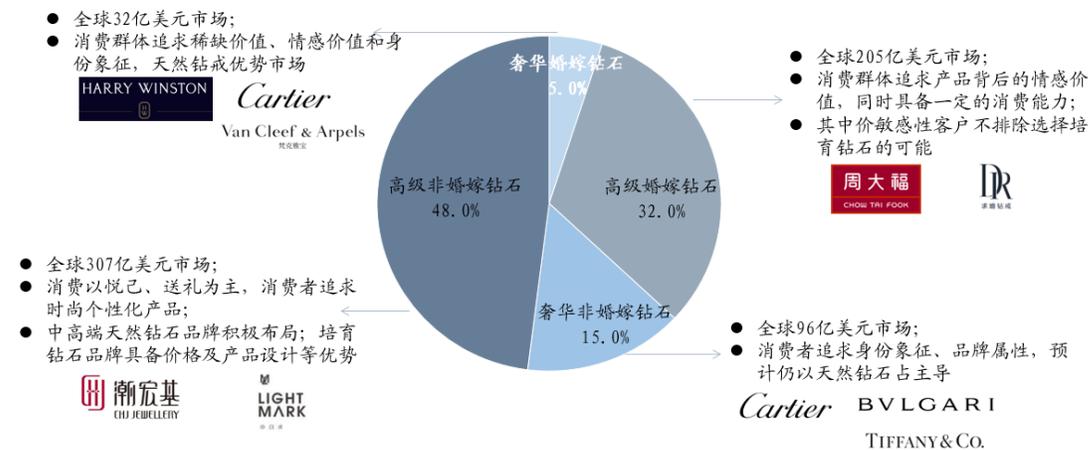
- 就黄金产品而言，长期来看，随着年轻消费者崛起，将更加注重产品的个性化和设计美感。其中近两年古法金发展势头迅猛：古法金饰品传承传统古法手工制金工艺，风格更加国潮化，做工更加细腻精致、呈现质感更加独特。据世界黄金协会统计数据，2021年古法金占零售黄金产品库存的16.7%，仅次于普货金饰和硬足产品；据中国珠宝玉石首饰行业协会统计数据，2017-2019年，古法金饰品的市场份额从1.6%快速增加至12.17%，3D硬金饰品的市场份额从23.25%增加至24.36%。
- 培育钻等新兴镶嵌类目刺激新需求。首先，我们认为天然和培育钻石并非是对立的两面，而是共同分享钻石行业发展红利，不过在具体优势的消费场景方面有所差异：培育钻石凭借价格优势及对于环保等价值理念的彰显，以及在彩钻、异形钻方面的布局，预计在悦己消费市场中更具潜力，同时不排除市场教育持续推进后获得部分价格敏感性婚庆消费者的青睐。

表8：不同黄金饰品的工艺、产品特点、主要消费群体差别

产品品类	工艺	产品特点	主要消费群体
普通足金饰品	现代机械加工工艺	硬度不高，产品易变形；产品款式单一	消费群体覆盖广泛
古法金饰品	以传统古法手工制金工艺为主，辅现代机械加工工艺	古色古香，整体呈现哑光质感；细节处理更加精致；融合传统元素，更具文化内涵和收藏价值	消费群体覆盖广泛，但由于平均客单价较高，主力消费人群为消费能力较强的30-45岁人群
3D硬金饰品	现代机械加工工艺	同体积下重量仅为普通足金的30%；硬度高，不易变形，具有高耐磨性；极具立体感	以年轻时尚消费人群为主
5G黄金饰品	现代机械加工工艺	耐磨性强、纯度高、韧性强、硬度高、重量轻、质感足、色泽亮、款式时尚感强	以年轻时尚消费人群为主

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、国信证券经济研究所整理

图48：预计天然及培育钻石各自的优势市场（以全球钻石消费场景为例）



资料来源：贝恩公司、国信证券经济研究所整理

2-3. 行业发展脉络三：龙头加速开店获取市场份额，下沉市场扩张正当时

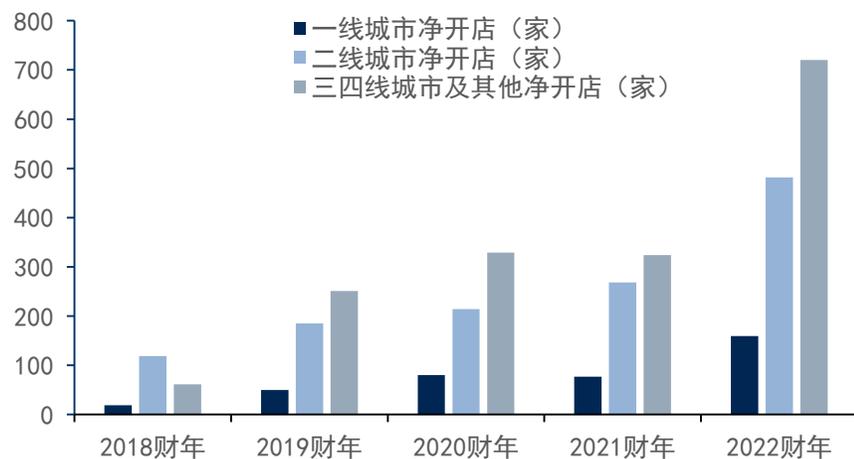
- 当前在市场竞争层面，龙头企业的渠道能力、产品工艺和品牌优势凸显，取得领先行业的增速，疫情也客观上加速了行业洗牌，2020年中国珠宝首饰行业CR5达到21%，较2016年提升6.7pct，其中周大福以7.6%的市占率排名行业第一。
- 未来整体行业集中度提升趋势较为清晰：1) 新冠疫情一定程度上也加速了零售品牌商的洗牌，渠道管理能力强、加盟商资源优质的零售商有望受益于集中度提升趋势。2) 黄金“按克计价”产品占比提升，珠宝零售商利润压力加大，按克计价的定价以金价为基础，同时每克外加一定的工费，该模式下零售商的毛利率较低，但价格构成信息相对透明，消费者信任度较高。据中国黄金报社及世界黄金协会2021年统计数据，57%的24K足金产品按克计价，且42.5%的受访零售商计划增加按克计价产品比重。
- 从开店方向看，龙头珠宝商积极把握下沉市场机遇，借助加盟模式抢占份额：周大福2022财年净开店1311家，其中过半数位于中国三四线及以下城市，门店总数达到5902家。

表9：黄金珠宝TOP15品牌（% 按销售金额）

品牌	所属公司	2015 (%)	2016 (%)	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
周大福	周大福	5.1	5.2	6	6.5	7.3	7.6
老凤祥	老凤祥	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5
老庙	豫园股份	2.6	2.2	2.2	2.4	3	3.5
周生生	周生生	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
卡地亚	历峰集团	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1
周大生	周大生	0.6	0.7	0.8	1	1.1	1.1
蒂芙尼	蒂芙尼	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	1
梵克雅宝	历峰集团	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7
六福珠宝	六福集团	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6
明牌珠宝	浙江明牌珠宝股份有限公司	1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
宝格丽	LVMH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
施华洛世奇	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3
谢瑞麟	谢瑞麟	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
潮宏基	潮宏基	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
潘多拉	潘多拉	0.1	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图49：周大福中国三四线及以下城市的净开店数量较多（家）

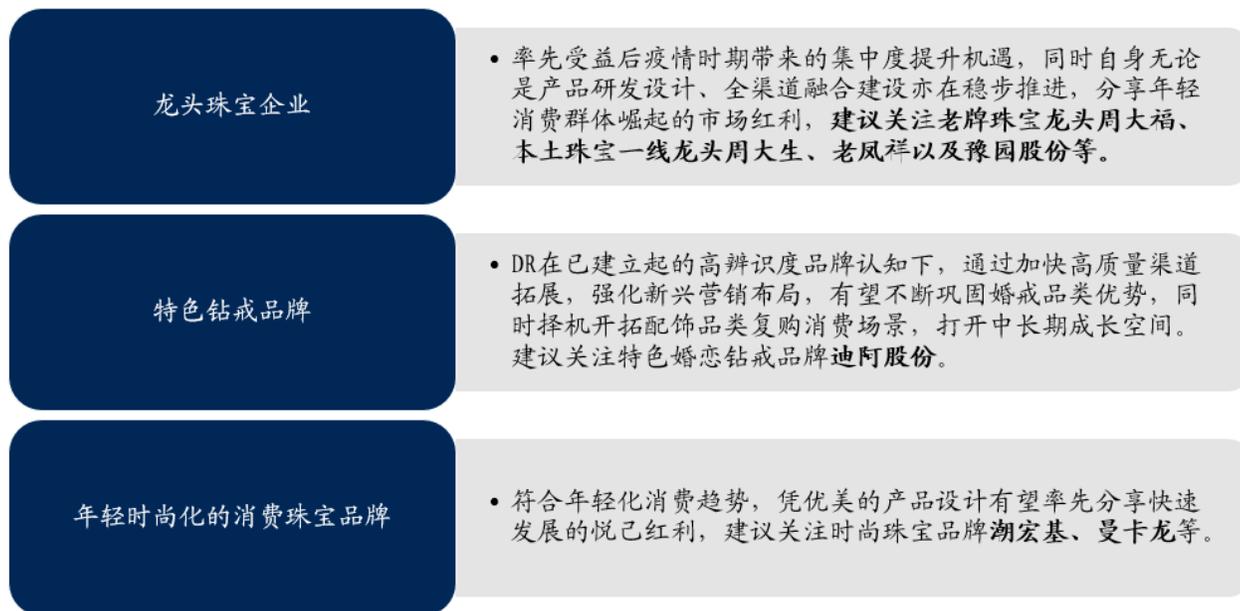


资料来源：周大福公告、国信证券经济研究所整理 注：财年数据截至次年3月31日

3. 黄金珠宝投资建议

- 受今年线下消费渠道的式微及疫情反复等因素的影响，黄金珠宝板块基本面有所承压，但从估值角度已经较为充分反映了前期基本面的利空因素。当前随着疫情防控解除后的基本面复苏，以及龙头品牌乘势提升市场份额，加速开店驱动下，整体基本面具备支撑，预计未来行业头部企业有一定修复上行的空间。
- 1) 传统珠宝龙头企业有望受益后疫情时期带来的集中度提升机遇，本身具备较强的规模优势，建议关注老牌珠宝龙头周大福、周大生、老凤祥以及豫园股份等；2) 特色钻戒品牌以DR为代表，其在已建立起的高辨识度品牌认知下，通过加快高质量渠道拓展，强化新兴营销布局，建议关注特色婚恋钻戒品牌迪阿股份等；3) 年轻时尚化的细分品类或区域消费珠宝品牌，目前正在通过低基数下的快速门店扩张，以及灵活的差异化品类布局，积极抢占快速发展的时尚珠宝消费红利。建议关注时尚珠宝品牌潮宏基、曼卡龙等。

图50：投资建议



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

附表：重点公司估值表

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（百万元）	EPS				PE			
			07-07	07-07	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300957	贝泰妮	买入	206.55	87,494.58	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	73.51	54.36	40.18
603605	珀莱雅	买入	158.84	44,700.14	2.87	2.61	3.21	3.89	72.68	60.86	49.48	40.83
600315	上海家化	买入	35.75	24,296.93	0.96	1.20	1.50	1.81	42.30	29.79	23.83	19.75
300740	水羊股份	增持	12.93	5,322.41	0.57	0.82	1.13	1.40	27.66	15.77	11.44	9.24
300896	爱美客	买入	571.57	123,664.89	4.43	6.85	9.58	12.84	121.10	83.44	59.66	44.51
688363	华熙生物	增持	135.10	64,994.62	1.63	2.22	2.97	3.91	95.28	60.86	45.49	34.55
600223	鲁商发展	暂无	9.43	9,516.31	0.36	0.55	0.71	0.89	36.95	17.03	13.26	10.57
300856	科思股份	暂无	41.80	7,077.58	1.18	1.32	1.67	2.00	53.67	31.78	25.06	20.92
1929.HK	周大福	买入	14.94	149,400.00	0.67	0.80	0.94	1.15	20.89	18.68	15.89	12.99
002867	周大生	买入	14.58	15,980.84	1.12	1.42	1.73	2.17	15.92	10.29	8.42	6.71

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测
注:鲁商发展、科思股份为wind一致预测;周大福货币单位为港元

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032