

证券研究报告
商贸零售
2022年09月16日



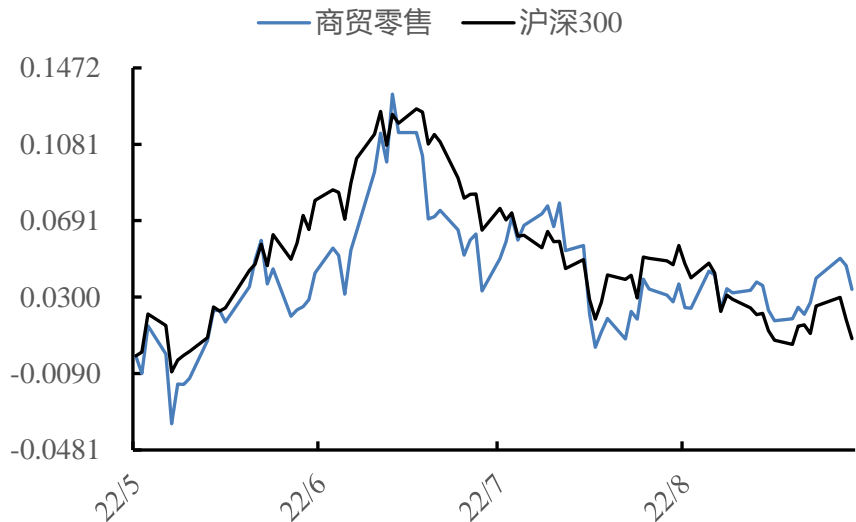
医美化妆品珠宝韧性凸显，无惧疫情成长可期 ——零售板块2022年中报总结

评级：推荐(维持)

国海证券研究所

芦冠宇(证券分析师)	李宇宸(联系人)	周钰筠(联系人)	李昭璇(联系人)	熊思雨(联系人)
S0350521110002	S0350121110026	S0350121110018	S0350122060039	S0350122070076
luy@ghzq.com.cn	liyc02@ghzq.com.cn	zhouyy02@ghzq.com.cn	lizx01@ghzq.com.cn	xionsy@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

2022/09/16

表现	1M	3M	12M
商贸零售	0.3%	0.9%	
沪深300	-3.8%	-5.9%	

相关报告

《——医美行业深度系列：胶原蛋白：皮肤“软黄金”，行业红利与竞争格局（推荐）*商业贸易*芦冠宇，李英》——2022-05-18

《——医美行业深度系列：对标成熟市场，探寻竞争格局与龙头路径（推荐）*商业贸易*芦冠宇，李英》——2022-01-07

《——化妆品行业深度研究：优秀大单品支撑品牌长期增长，持续创新与升级为关键（推荐）*商业贸易*芦冠宇》——2022-01-01

《——商业贸易行业深度研究：黄金珠宝深度：千秋之业，品牌渠道为王（推荐）*商业贸易*芦冠宇》——2021-12-13

《——医美行业深度系列：对标成熟市场，探寻行业红利与市场空间（推荐）*商业贸易*芦冠宇》——2021-12-04

重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2022/09/15	EPS			PE			投资评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300896.SZ	爱美客	547.00	4.43	6.65	9.45	121.02	82.26	57.88	买入
300957.SZ	贝泰妮	170.84	2.12	2.84	3.78	90.70	60.15	45.20	增持
603605.SH	珀莱雅	160.67	2.87	2.58	3.18	72.58	62.28	50.53	增持
688363.SH	华熙生物	143.30		2.13	2.76		67.28	51.92	增持
300740.SZ	水羊股份	13.61	0.62	0.75	1.13	25.63	18.15	12.04	增持
600315.SH	上海家化	30.38	0.97	0.79	1.16	41.66	38.46	26.19	增持
600612.SH	老凤祥	38.67	3.59			12.78	11.02	9.62	未评级
002867.SZ	周大生	12.01	1.12	1.15	1.46	15.88	10.44	8.23	增持
002345.SZ	潮宏基	4.76	0.39	0.41	0.49	14.13	11.61	9.71	增持
600916.SH	中国黄金	13.59	0.48	0.60	0.78	28.60	22.65	17.42	未评级
301177.SZ	迪阿股份	50.30	3.62	3.52	4.76	35.16	14.29	10.57	增持
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	投资评级
01929.HK	周大福	14.42	0.67	0.83	0.79	21.24	17.37	18.25	增持

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（周大福货币单位：港元）（老凤祥、中国黄金盈利预测来自于Wind一致预测，其余均来自于本团队预测）

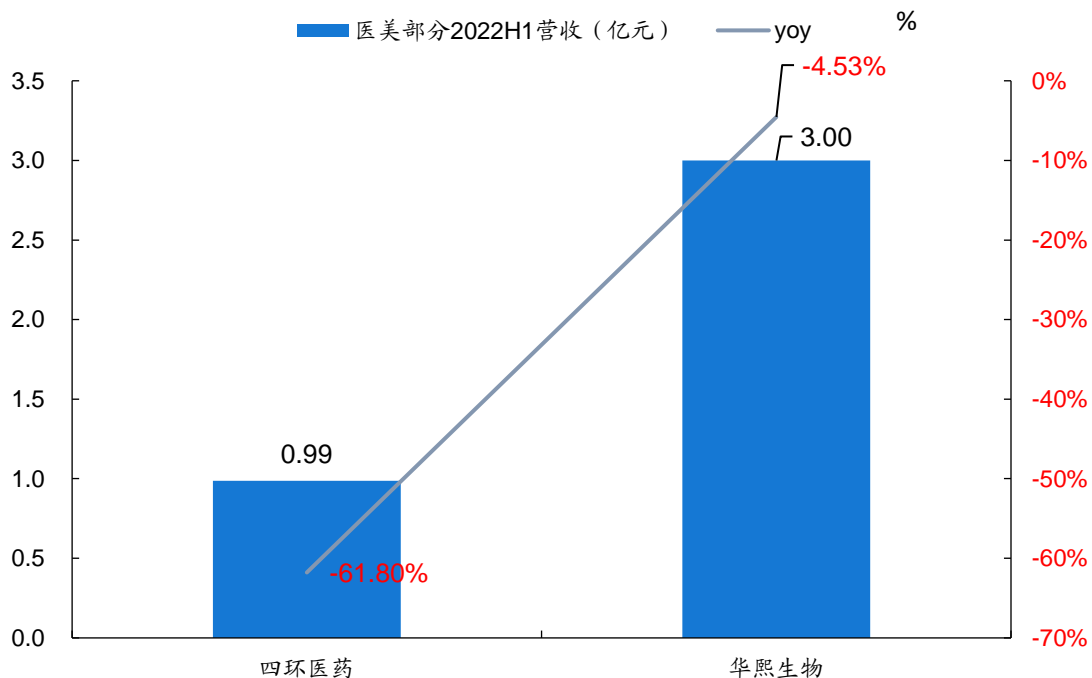
- **医美：疫情对于上半年行业冲击明显，但不改变长期景气趋势。** Q2多地疫情形势反复，冲击医美线下消费场景。中游机构端部分门店存在停业等现象，叠加出行限制等影响，线下客流大幅减少，传导至上游导致部分上游企业出货承压。但上游头部医美企业在大单品稳增、新品高增支撑下仍然完成亮眼增长。**整体来看疫情冲击并未改变医美行业长期景气度提升趋势：**1) 量的角度看，渗透率及接受度提升将继续支撑医美消费人群快速扩张；价的角度看，居民人均可支配收入长期整体呈现上升趋势下，医美消费力亦将逐步提升；2) 政策端，当前医美行业监管趋严，利好上游头部企业合规产品进一步提升市占。深圳等多地出台医美行业扶持政策，利于行业长期景气复苏；3) 疫情冲击使得医美消费递延，并非消失。展望下半年，疫情形势如有明显改善，线下客流强力恢复下有望支撑医美中游机构端企业业绩获得强劲复苏，同时支撑上游医美企业新品、大单品铺货、放量速度恢复正常，在行业整体景气度提升下恢复业绩高增趋势。
- **重点个股：1) 爱美客：**6月业绩高增提振下Q2整体表现略超预期，新品濡白天使、高价产品泡泡针、熊猫针快速增长且占比提高，进一步优化产品结构，下半年有望延续高增趋势。**2) 华东医药：**海外业务受疫情影响较小，Q2延续高增；少女针签约机构、医生数量快速增长持续放量，有望与海外业务共同成为公司长期高增驱动力。
- **化妆品：疫情扰动致使化妆品板块承压，龙头业绩逆势高增。** 2022Q2受疫情冲击，化妆品板块整体承压，品牌分化持续加剧；其中国货龙头品牌韧性较强，2022Q2业绩基本符合高增长预期，业绩兑现能力较强。短期疫情扰动不改化妆品长期高景气、强分化的趋势，国货龙头在品牌、产品、渠道、组织、营销和新品牌孵化上积累强 α 优势，有望持续验证其高成长性；并有望通过不断完善产品矩阵+把握渠道红利，持续提升其市场份额。
- **重点个股：1) 贝泰妮：**2022H1线上线下双高增，预计抖音/OTC渠道增长强劲；全年发力重点或在精华品类，预计下半年薇诺娜宝贝将延续高增，定位高端抗衰的新品牌Aoxmed亦有望逐步发力。**2) 珀莱雅：**2022Q2还原羽感防晒减值损失后业绩延续高增；线上直营增长亮眼，线下主动收缩网点优化结构；主品牌大单品占比持续提升，下半年关注源力系列表现；子品牌彩棠发展提速（2022H1 营收同比+110.6%），全年有望扭亏为盈。**3) 华熙生物：**原料、医疗终端业务受疫情冲击承压明显，护肤品业务持续强劲增长；四大护肤品牌中，肌活增速最高（2022H1 营收同比+446%）；抖音渠道快速增长，占比提升至30%左右。超头缺位下，预计2022Q2护肤品业务销售费用率同比小幅改善，带动盈利能力提升。

- **珠宝：疫情冲击Q2线下门店销售承压，黄金韧性凸显，7月以来已出现消费反弹，各品牌加快线上渠道与培育钻等多元布局。** Q2各地疫情反复下，商场等线下业务客流被严重限制，门店受到停业或开业时间缩短等影响，珠宝销售较为依赖门店，受到较大冲击，各品牌经营短期承压。但分产品看，受到金价短期下降、古法金支撑的高景气、消费情绪较弱下投资保值心理等因素共振，黄金依然具备韧性，上半年多有正增长，镶嵌类产品受冲击程度更深。7月份以来珠宝消费出现明显反弹，下半年复苏值得期待。于此同时，大部分珠宝头部品牌依然坚定拓店步伐，周大福、豫园股份开店成绩亮眼。在多元布局上，渠道端来看，线上渠道作为疫情期间的重要补充，增长势头良好；产品端来看，中国黄金、潮宏基、曼卡龙等多个品牌纷纷入局培育钻石，以参与产业链部分或全部环节的方式进军这一新兴市场。
- **重点个股：1) 周大福：**上半年开店持续加速，疫情影响逐渐消退，逐月改善，布局精致店有望打开渗透上限；**2) 潮宏基：**疫情冲击业绩短期扰动，但线上销售延续增长态势，拓店进展顺利，培育钻布局值得期待；**3) 中国黄金：**国资背景珠宝企业，省代持股激励充分，投资金条与回收业务领先，布局培育钻全产业链；**4) 周大生：**疫情下黄金仍显韧性，当前省代调整基本完毕，期待下半年复苏与省代发力恢复拓店步伐。
- **行业评级与重点关注个股：**下半年伴随疫情影响逐渐消退，可选消费板块景气度有望抬升，持续看好医美、化妆品、黄金珠宝板块，维持商贸零售行业“推荐”评级。**重点推荐：**爱美客、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、周大福、潮宏基；**建议关注：**华东医药、朗姿股份、水羊股份、上海家化、周大生、豫园股份。
- **风险提示：**疫情反复致使线下可选消费疲软；需求增长不及预期；行业竞争加剧；品牌新品推出不及预期；行业监管政策调整；重点关注公司业绩不及预期；中国大陆与香港及海外国际市场经验并具有完全可比性，相关资料及数据仅供参考。

1. 医美板块：短期冲击不改长期景气

■ 从医美上游整体来看，疫情冲击对于线下医美消费客流影响明显，传导至上游使得企业出货承压。2022年3月起上海疫情形势严峻，3-5月全国局部地区尤其是一线城市北上深等地均出现疫情形势反复，冲击线下医美消费场景，终端到店消费减少传导至上游使得企业出货承压，其中部分于疫情严重地区布局生产基地的企业亦在生产端承受停工停产压力。从四环医药（医美部分2022H1实现营收0.99亿元，同比-61.80%）、华熙生物（医疗终端业务部分2022H1实现营收3.00亿元，同比-4.53%）、昊海生科（医美与创面护理部分2022H1实现营收3.29亿元，同比+82.76%，但营收端去年同期不包含射频及激光设备收入，原有医美业务玻尿酸2022H1收入同比-0.2%）医美部分表现来看，均有不同程度的下降，其中上半年去库存任务较重的四环医药收入端承压更为明显。预计下半年随疫情形势逐步转好，线下消费客流恢复改善企业出货压力，医美行业上游整体业绩有望呈现明显复苏趋势。

图表：受疫情冲击医美上游企业整体营收端承压明显



图表：昊海生科新增射频及光电收入，原医美玻尿酸收入出现下滑

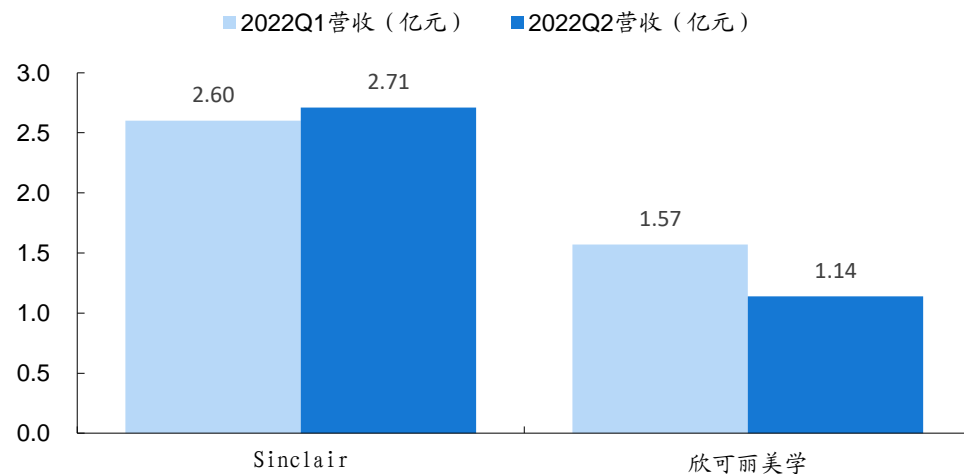
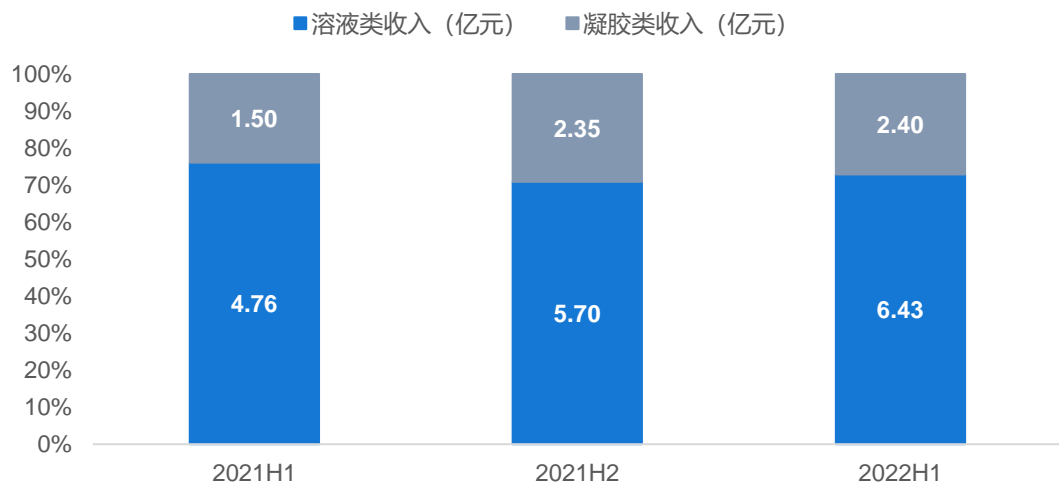
单位：万元； 币种：人民币

项目	2022年1-6月		2021年1-6月		同比增减 (%)
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	
玻尿酸	11941.06	36.32	11964.40	66.52	-0.20
重组人表皮生长因子	6550.23	19.93	6023.04	33.48	8.75
射频及激光设备	14382.99	43.75	-	-	-
合计	32874.28	100.00	17987.44	100.00	82.76

- **有爆品及市场接受情况良好的新品支撑的头部医美企业疫情冲击下依旧维持高增。**从头部纯医美企业爱美客表现来看，2022H1实现营收8.85亿元，同比+39.70%；实现归母净利润5.91亿元，同比+38.90%。从其单二季度表现来看，2022Q2实现营收4.54亿元，同比+21%；实现归母净利润3.11亿元，同比+22%；单季度毛利率/归母净利率分别为94.3%/68.3%，同比+0.6/0.4pct。进入二季度以来，4、5月局部地区疫情散点复发，冲击下游医美机构消费场景，机构端部分短暂处于停业状态使得库存消耗放缓，爱美客方面出货亦承压；此外，濡白天使等新品推广及铺货亦受到影响。进入六月以来随着疫情形势逐步转好，机构端复工复产稳步推进，公司发货速度开始恢复正常。行业需求端方面，6月以来客单价相对较高的老客补需求趋势明显，濡白天使等新品、熊猫针等快速增长带动公司整体业绩快速复苏，并且高价产品占比提升持续提振企业盈利能力，优化产品结构，使得二季度公司整体收入端、利润端呈现略超预期高增。
- **华东医药方面，少女针快速增长及海外业务亮眼表现支撑公司医美部分业绩高增。**2022H1医美板块实现营收8.97亿元（剔除内部抵消因素），同比+130.25%，其中海外医美平台Sinclair实现营收5.31亿元，同比+104.3%；欣可丽（少女针）实现营收2.71亿元（少女针2021年4月获批三类械，故无可比同期数据），少女针签约机构及医生数量快速增长，目前合作医院数量超过500家，培训认证医生数量超过900人。爱美客、华东医药均切入当下景气度较高、增速亮眼的再生赛道，未来有望在新品放量、在研产品逐步落地布局的支撑下延续高增趋势。

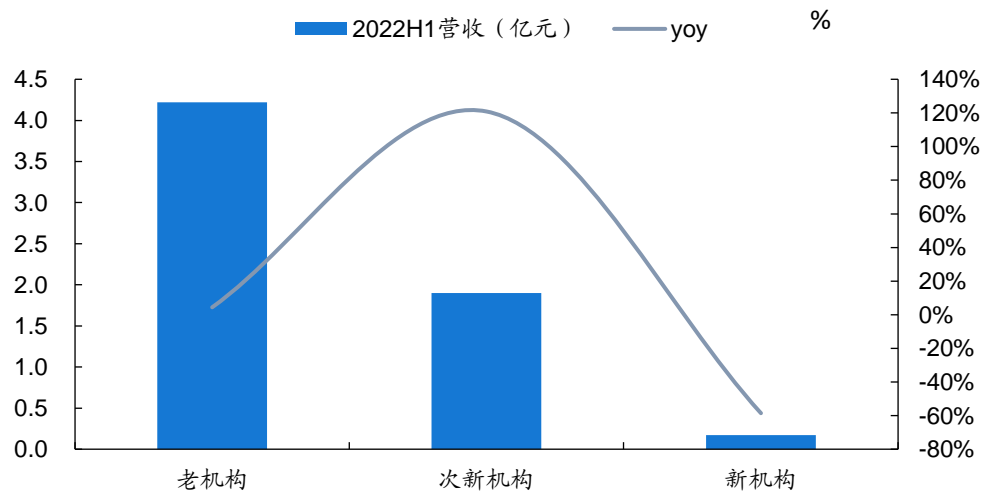
图表：爱美客凝胶类（主要为濡白天使）占比提升明显，产品结构逐步优化

图表：Sinclair受海外业务支撑二季度增长亮眼，欣可丽上半年持续放量



- **中游机构端方面，疫情冲击医美消费线下客流明显，同时一线城市医美机构布局较多，受疫情形势反复的影响，间断性处于停业闭店状态，对业绩冲击较比上游生产端更为明显。**受疫情影响闭店的门店无收入来源，但运营成本费用相对刚性，进而使得利润端承压更为严峻。同时，对医生要求严格、客单价较高的整形科（重医美）受出行限制等影响更为明显，收入端、利润端承压更为显著；皮肤科（轻医美）受益于轻医美接受度、渗透率提升，以及轻医美新品、新技术快速落地等支撑，业绩较比整形科更为坚挺。
- **从头部医美机构华韩股份、朗姿股份来看，华韩股份方面，**2022H1整形科实现收入3.00亿元，同比-5.69%；毛利率达到41.70%，同比-4.80pct。皮肤科实现收入1.41亿元，同比-5.56%；毛利率达到48.05%，同比-3.17pct。分地区来看，华韩股份于北京地区美容医院受疫情冲击尤为明显，南京地区依然为强势领域，业绩较为坚挺。**朗姿股份方面，**2022H1整形科实现收入1.39亿元，同比-8.89%；毛利率达到53.79%，同比-8.03pct。皮肤科实现收入4.90亿元，同比+29.46%；毛利率达到47.33%，同比-0.89pct。分机构成立年限来看，2022H1老机构由于老客资源丰富、品牌力较强，疫情冲击下收入端依旧保持坚挺，实现收入4.22亿元，同比+4.45%；销售净利率为5.02%，同比-7.56%，受疫情影响机构端营销、优惠活动增多，利润端承压。次新机构爬坡改善明显，2022H1实现收入1.9亿元，同比+120.93%；销售净利率为-12.97%，同比+12.12pct，有明显改善。
- **从医美行业上游、中游整体来看，我们认为2022H1全国局部地区疫情形势反复对于医美中游机构端的冲击是短期影响，不改变医美行业长期景气度提升趋势。**1) 疫情冲击不会改变医美渗透率提升、消费者对于医美接受度提升下医美消费人群长期增长的趋势，亦不改变居民人均可支配收入整体呈现上升趋势下，医美消费力的提升趋势；2) 政策端，当前医美行业监管趋严，利好上游头部企业合规产品进一步提升市占。深圳等多地出台医美行业扶持政策，利于行业长期景气复苏；3) 疫情冲击只是使得医美消费递延，并非消失。下半年疫情形势如有明显改善，线下客流强力恢复下有望支撑医美中游机构端企业业绩获得强劲复苏，同时支撑上游医美企业新品、大单品铺货、放量速度恢复正常，在行业整体景气度提升下恢复业绩高增趋势。

图表：朗姿股份老机构业绩坚挺，次新机构爬坡改善明显



图表：华韩股份上半年北京地区业务受冲击最为显著

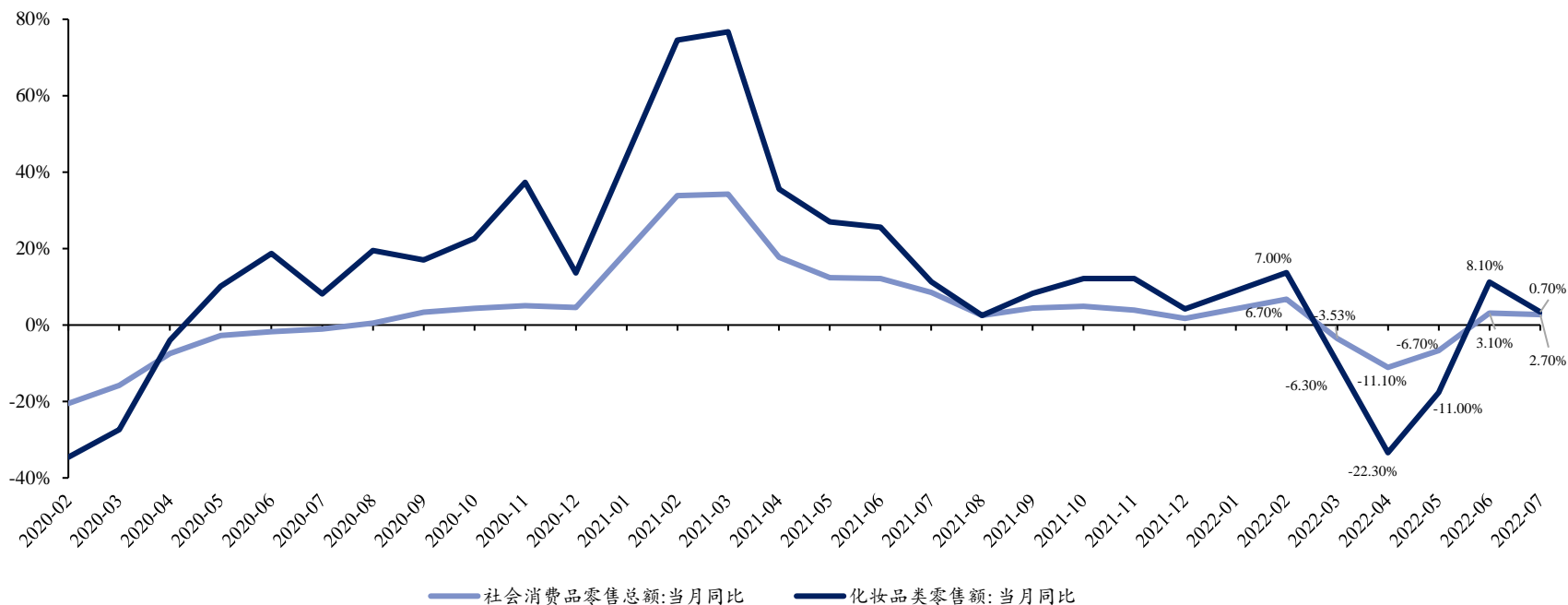
类别/项目	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年同期增减%	毛利率比上年同期增减 (%)
江苏省	2.93	48.88%	-3.39%	-2.87%
山东省	0.51	39.22%	0.19%	-3.67%
北京市	0.28	31.22%	-38.51%	-13.37%
四川省	0.43	35.92%	-9.83%	-6.93%
湖南省	0.35	29.91%	-8.99%	-5.59%
海南省	0.0021	-	-	-
合计	4.51	43.43%	-7.34%	-4.55%

2. 化妆品板块：龙头业绩逆势高增，线上多平台增长亮眼

化妆品 | 4、5月零售额同比双位数负增，6月零售额同比回暖明显

- 2022Q2疫情冲击下大盘承压，化妆品零售额同比下滑4.3%。2022年1-6月化妆品零售额同比-2.5%，低于同期社零总额增速1.8pct；单2022Q2化妆品零售额同比-4.3%，其中4、5月受上海等核心城市疫情封控影响，化妆品承压明显，零售额分别同比-22.3%/-11%。6月在疫情影响减弱（复工复产、物流恢复）+618大促催化下，化妆品需求回补明显，零售额同比+8.1%，实现增速转正。根据魔镜数据，部分国货龙头品牌6月淘系平台销售表现亮眼：1) 珀莱雅：主品牌珀莱雅GMV同比+101%，子品牌彩棠GMV同比+190%；2) 贝泰妮：薇诺娜实现GMV同比+41%；3) 华熙生物：旗下四大品牌实现GMV同比+64%，其中夸迪/米蓓尔/肌活分别同比高增192%/87%/117%。

图表：受疫情影响，化妆品4、5月零售额同比-22.3%/-11%，6月零售额同比+8.1%，回暖明显



- 龙头业绩逆势高增，线上多平台表现亮眼，大单品+子品牌增势强劲。** 2022Q2疫情冲击加剧品牌业绩分化，具备强产品力、品牌力、高组织效率的国货龙头品牌，凭借多渠道布局抢占结构性红利+大单品占领心智+子品牌贡献增量，共同驱动其业绩持续高增。
- 贝泰妮：2022Q2业绩逆势高增，子品牌蓄势待发。** 2022H1公司实现营收20.5亿/同比+45.2%、归母净利润3.95亿/同比+49.1%；单2022Q2实现营收12.41亿元/同比+37.3%、归母净利润2.49亿元/同比+33.6%。
 - 渠道端：**线上线下实现双高增，2022H1线上/线下营收分别同比+47.8%/36.9%。线上直营渠道增速更快，线上直营/经销&代销同比+60.2%/18.6%；阿里系平台营收同比+39.1%，预计抖音平台增速更快，2022H1薇诺娜自营旗舰店在抖音平台上攀至国货美妆店铺TOP3。线下渠道中自营/经销分别同比+1002%/+36%，预计OTC渠道高增（已覆盖全国21个省级）；同新开线下直营店24家，线下渠道铺设顺畅。
 - 主品牌：**薇诺娜积极扩充敏感肌防晒、美白、抗衰及功效定妆等产品线，全年发力重点或在精华品类，其中于4月推出的抗衰新品“薇诺娜赋活修护精华”在天猫小黑盒系列活动中位列天猫抗皱精华热销榜top1；预计下半年或有多款精华新品推出。
 - 子品牌：**薇诺娜宝贝在今年“6·18”系列大促活动斩获天猫婴童护肤类目TOP5；预计下半年薇诺娜宝贝将延续高增，定位高端抗衰的新品牌Aoxmed亦有望逐步发力。

图表：贝泰妮、华熙生物2022Q2营收、归母净利润均同比高增30%以上

股票代码	公司	收入 (亿元)			收入YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY		
		2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1
300957.SZ	贝泰妮	8.09	12.41	20.50	59.3%	37.3%	45.2%	1.46	2.49	3.95	85.7%	33.6%	49.1%
603605.SH	珀莱雅	12.54	13.72	26.26	38.5%	35.5%	36.9%	1.58	1.39	2.97	44.2%	19.2%	31.3%
688363.SH	华熙生物	12.55	16.81	29.35	61.6%	44.9%	51.6%	2.00	2.73	4.73	31.1%	31.4%	31.3%
300740.SZ	水羊股份	10.46	11.56	22.01	28.0%	-11.2%	3.9%	0.42	0.41	0.83	36.1%	-29.4%	-6.9%
600315.SH	上海家化	21.17	15.98	37.15	0.1%	-23.8%	-11.8%	1.99	-0.42	1.58	17.8%	-135.8%	-44.8%

- 珀莱雅：主品牌稳健增长，彩棠盈利能力超预期，下半年重点关注源力系列。** 2022H1实现营收26.26亿元/同比+36.9%、归母净利润2.97亿元/同比+31.3%；单2022Q2实现营收13.72亿/同比+35.5%、归母净利润1.39亿元/同比+19.2%。羽感防晒退货影响2022Q2利润总额约7000万，保守估计加回2000万减值损失后，则2022Q2还原后利润总额达2.15亿/同比+78%，表现亮眼。
 - 渠道端：**2022H1线上保持快速增长，线上营收达23.1亿元/同比+49.5%，其中直营增长更快，直营/分销分别同比+60%/24%。线下客流下降+主动收缩网点，线下营收为3.07亿元/同比-16.31%。
 - 主品牌：**2022H1珀莱雅主品牌实现营收21.3亿元/同比+43%，核心受大单品驱动增长提速，品牌整体大单品占比 35%//较2021全年的25%提升10pct，分系列看，双抗/红宝石/源力系列分别占天猫比例为23%/+30%/+9%，目前公司精华品类占比达28%；预计下半年发力重点或在源力系列。
 - 子品牌：**彩棠增长迅猛，2022H1实现营收2.3亿元/同比+110.6%；其两款大单品三色修容盘和双拼高光盘强势引领增长；2022H2有望在底妆线“遮瑕”及“定妆喷雾”两大趋势增长类目上打造新品，彩棠今年有望实现高速增长并扭亏为盈。
- 华熙生物：护肤品收入同比高增77%，盈利能力持续优化。** 2022H1实现营收29.35亿元/同比+51.6%、归母净利润4.73亿元/同比+31.3%。单2022Q2实现营收16.81亿元/同比+44.9%、归母净利润2.73亿元/同比+31.4%。2022H1，公司原料、医疗终端业务受疫情冲击承压明显，护肤品业务持续强劲增长，同比+77.2%。
 - 分品牌：**
 - ①润百颜2022H1达6.4亿/同比+31%，其中水润次抛、屏障次抛作为两大单品预计收入过亿；
 - ②夸迪2022H1达6亿/同比+65%，大单品战痘、焕颜精粹、悬油次抛有望过亿；
 - ③米蓓尔2022H1达2.6亿/同比+67.5%；
 - ④BM肌活2022H1达4.8亿元/同比大增446%，其中大单品“糙米肌底精华水”半年销售收入超2亿元。
 - 渠道端：**抖音占比进一步提升至30%左右，预计抖音增速快于天猫。
 - 费用端：**超头缺位下，预计2022Q2护肤品业务销售费用率同比小幅改善，未来伴随费用率边际改善，护肤品优化能力有望持续优化。

图表：贝泰妮、华熙生物2022Q2营收、归母净利润均同比高增30%以上

股票代码	公司	收入 (亿元)			收入YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY		
		2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1
300957.SZ	贝泰妮	8.09	12.41	20.50	59.3%	37.3%	45.2%	1.46	2.49	3.95	85.7%	33.6%	49.1%
603605.SH	珀莱雅	12.54	13.72	26.26	38.5%	35.5%	36.9%	1.58	1.39	2.97	44.2%	19.2%	31.3%
688363.SH	华熙生物	12.55	16.81	29.35	61.6%	44.9%	51.6%	2.00	2.73	4.73	31.1%	31.4%	31.3%
300740.SZ	水羊股份	10.46	11.56	22.01	28.0%	-11.2%	3.9%	0.42	0.41	0.83	36.1%	-29.4%	-6.9%
600315.SH	上海家化	21.17	15.98	37.15	0.1%	-23.8%	-11.8%	1.99	-0.42	1.58	17.8%	-135.8%	-44.8%

- 水羊股份：自主品牌转型+疫情冲击供应链，业绩承压明显。** 2022H1公司实现营收22亿元/同比+3.9%、实现归母净利润0.83亿元/同比-6.9%，单看2022Q2实现营收11.56亿元/同比-11.2%、归母净利润0.41亿元/同比-29.4%。2022Q2业绩低于预期，主要系疫情冲击供应链影响生产、销售所致。2022H1公司毛利率同比+1.86pct至55%，主要得益于品类结构优化。销售费用率同比+2.4pct至43.1%，主要系自有品牌集中转型升级，新品投放费用增加。具体看自主品牌：1) 御泥坊、小迷糊等不断进行产品升级。如御泥坊小分子玻尿酸微800次抛精华新品投放发力，核心消费用户中高客单人群提升显著；2) 大水滴2022H1聚焦3点祛痘精华打造大单品，在天猫/抖音/快手三大渠道均获得祛痘精华销量top1，品牌GMV破亿；3) 收购法国高奢品牌伊菲丹成功补充高端线品牌。
- 上海家化：疫情扰动短期业绩，超头缺位+特渠下降，线上电商承压明显。** 2022H1公司实现营收37.15亿元/同比-11.76%、归母净利润1.58亿元/同比-44.84%；单2022Q2公司实现营收15.98亿元/同比-23.75%、归母净利润-0.42亿元。华东地区系公司核心地区，2021年销售占比达37.6%，且其核心的青浦跨越工厂亦在上海。3月以来疫情对公司的生产、物流、线下销售等造成较大影响。**1) 分业务：**细拆2022Q2分业务营收，护肤业务实现营收3.65亿元/同比-47.9%，其中销量/单价分别同比-55.2%/+16.3%；个护家清业务实现营收6.29亿元/同比-12.6%，其中销量/单价分别同比-19.9%/+9.2%；母婴业务营收5.29亿元/同比-26.4%，其中销量/单价分别同比-3.7%/-3.99%。**2) 渠道端：**2022H1公司线上/线下分别同比-23.7%/-4%，线上占比34%。线上增速由于超头缺位+特渠承压有所下滑，但公司已对线上业务组织架构进行优化调整，未来伴随特渠基数影响逐渐消除，2022H2公司有望迎来环比改善。

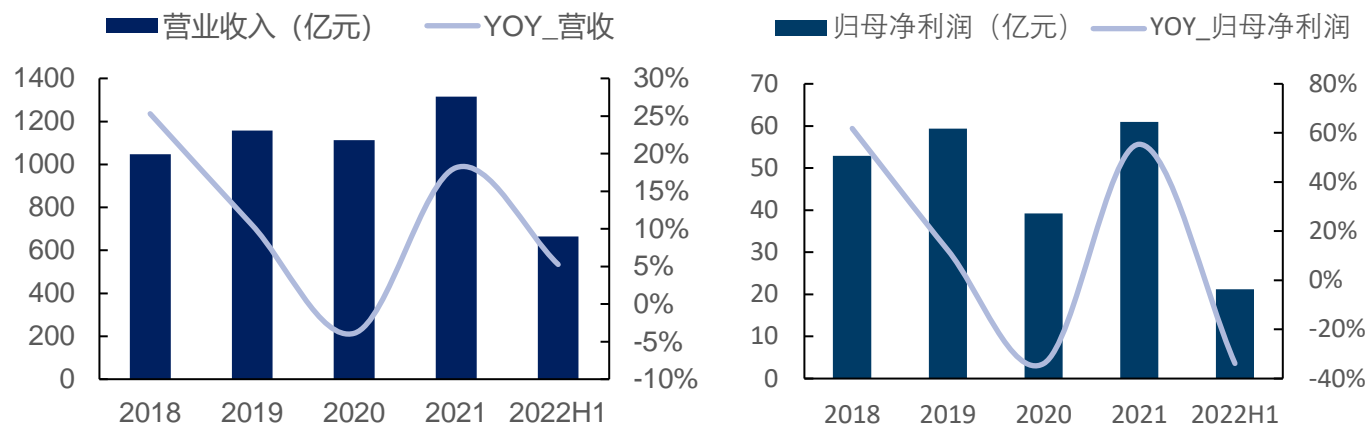
图表：贝泰妮、华熙生物2022Q2营收、归母净利润均同比高增30%以上

股票代码	公司	收入 (亿元)			收入YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY		
		2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022H1
300957.SZ	贝泰妮	8.09	12.41	20.50	59.3%	37.3%	45.2%	1.46	2.49	3.95	85.7%	33.6%	49.1%
603605.SH	珀莱雅	12.54	13.72	26.26	38.5%	35.5%	36.9%	1.58	1.39	2.97	44.2%	19.2%	31.3%
688363.SH	华熙生物	12.55	16.81	29.35	61.6%	44.9%	51.6%	2.00	2.73	4.73	31.1%	31.4%	31.3%
300740.SZ	水羊股份	10.46	11.56	22.01	28.0%	-11.2%	3.9%	0.42	0.41	0.83	36.1%	-29.4%	-6.9%
600315.SH	上海家化	21.17	15.98	37.15	0.1%	-23.8%	-11.8%	1.99	-0.42	1.58	17.8%	-135.8%	-44.8%

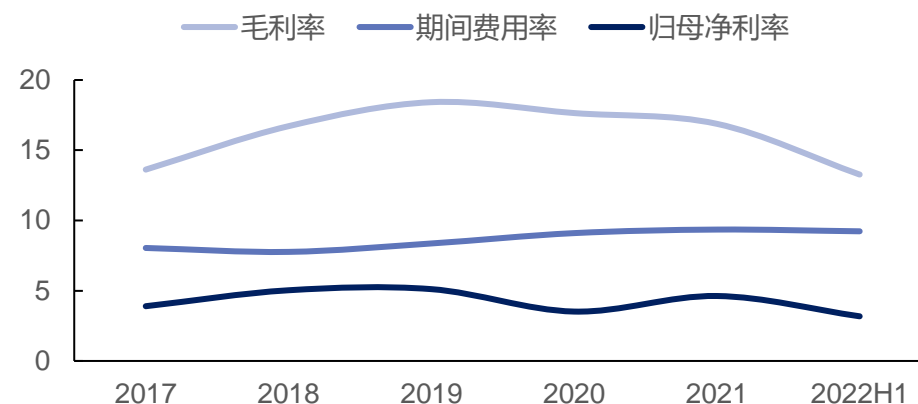
3. 黄金珠宝板块：疫情冲击线下门店销售承压，各品牌加快线上渠道与培育钻等多元布局

- 黄金珠宝行业主要7家上市公司2022H1实现营业收入665亿元/同比+5.27%，毛利88亿元/同比-9.2%，归母净利润21亿元/同比-33.8%；毛利率13.28%/同比-2.12pct，期间费用率9.24%/同比+0.24pct，归母净利率3.18%/同比-1.88pct。

图：黄金珠宝行业主要上市公司收入、归母净利润及其同比



图：黄金珠宝行业主要上市公司毛利率、期间费用率及归母净利率

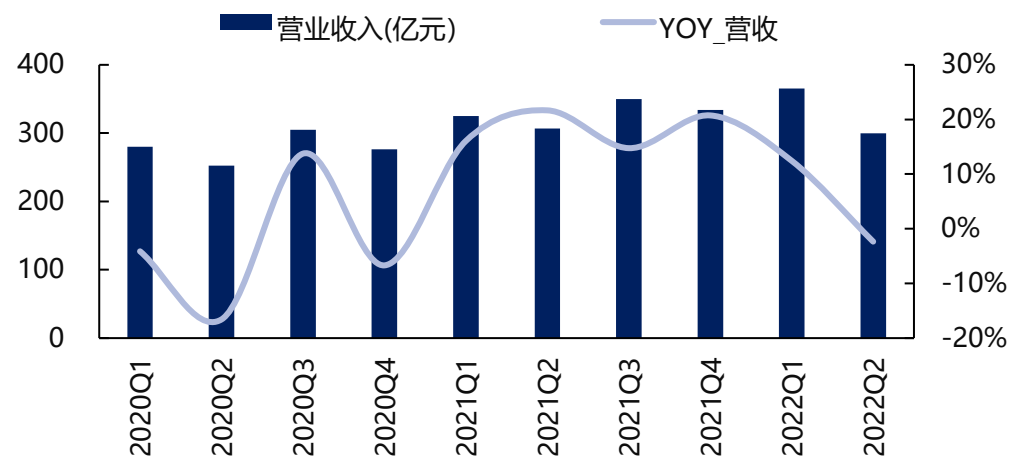


表：2022H1, 黄金珠宝行业主要上市公司财务指标明细

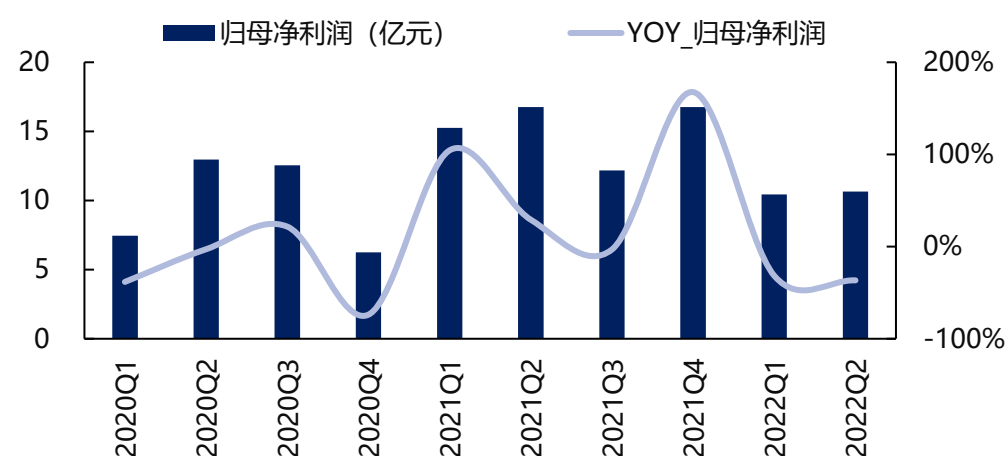
公司代码	股票名称	营业收入(亿元)	营业收入同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)	毛利率(%)	期间费用率(%)
600612.SH	老凤祥	337.40	+6.80%	8.90	-14.53%	4.82%	2.25%
002867.SZ	周大生	50.98	+82.79%	5.85	-4.07%	14.79%	6.90%
600655.SH	豫园股份(珠宝)	156.36	+2.28%	-	-	-	-
002345.SZ	潮宏基	21.74	-5.31%	1.50	-25.63%	8.38%	20.55%
603900.SH	莱绅通灵	5.43	-31.20%	0.05	-94.76%	54.42%	51.67%
002731.SZ	萃华珠宝	19.78	+46.95%	0.37	-11.35%	7.11%	4.64%
002721.SZ	金一文化	9.55	-41.46%	-3.03	+49.38%	11.25%	44.98%

- 黄金珠宝行业主要7家上市公司2022Q2实现营业收入299.75亿元/同比-2.33%，毛利38.47亿元/同比-18.10%，归母净利润11亿元/同比-36.44%；毛利率12.83%/同比-2.47pct，期间费用率9.24%/同比+0.28pct，归母净利率3.56%/同比-1.91pct。

图：20Q1-22Q2黄金珠宝行业主要上市公司收入及其同比



图：20Q1-22Q2黄金珠宝行业主要上市公司归母净利润及其同比

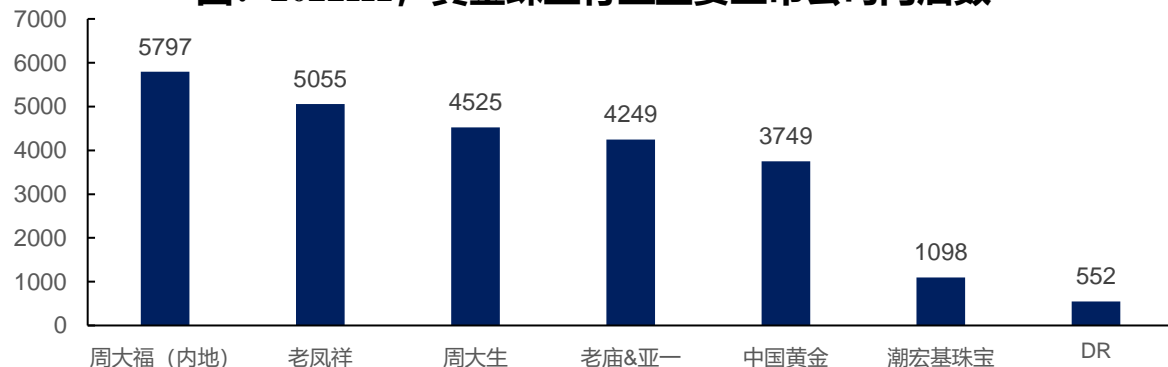


表：2022Q2, 黄金珠宝行业主要上市公司财务指标明细

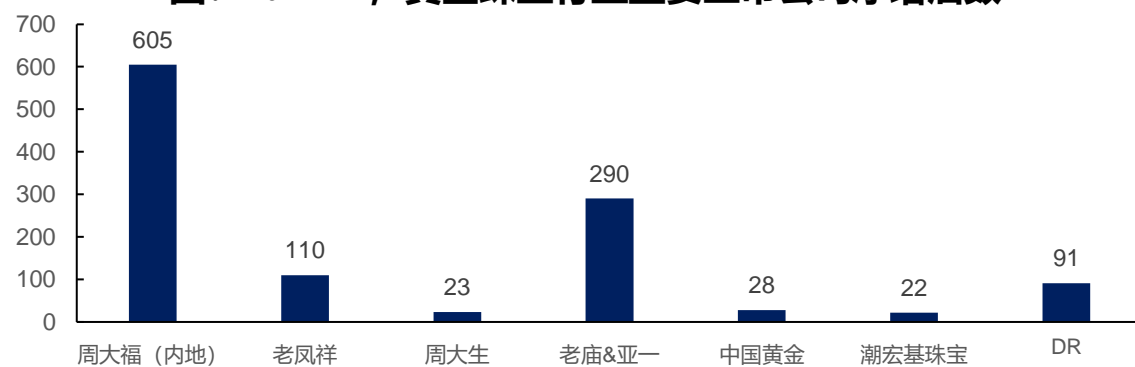
公司代码	股票名称	营业收入(亿元)	营业收入同比(%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比(%)	毛利率(%)	期间费用率(%)
600612.SH	老凤祥	152.98	+6.29%	4.76	+21.10%	7.47%	1.85%
002867.SZ	周大生	23.44	+43.57%	2.95	-21.22%	24.49%	7.49%
600655.SH	豫园股份(珠宝)	-	-	-	-	-	-
002345.SZ	潮宏基	9.21	-21.70%	0.55	-43.27%	32.90%	23.23%
603900.SH	莱绅通灵	2.21	-37.00%	-0.09	-123.72%	53.84%	60.47%
002731.SZ	萃华珠宝	10.79	+42.40%	0.08	-73.04%	5.05%	3.93%
002721.SZ	金一文化	3.41	-33.55%	-1.79	+108.20%	11.27%	63.12%

- 疫情下各珠宝公司开店节奏仍基本符合预期，其中周大福、豫园股份表现亮眼。2022H1，周大福/豫园/潮宏基/迪阿股份分别净开605/290/22/91家店，门店增速11.7%/7.3%/2.0%/19.7%，分别同比+2.4pct/+5.3pct/+1.2pct/+13.5pct，对比全年开店目标，完成情况约60.5%/48.3%/11.0%/45.5%。
- 其中，周大福开店持续超预期，豫园股份拓店速度较为亮眼，老凤祥、潮宏基、迪阿股份符合预期，周大生由于对省代体系进行优化调整，上半年新开店224家/同比-0.88%，关店201家/同比+27.22%，净增门店仅23家/同比-66.18%，不及预期。

图：2022H1，黄金珠宝行业主要上市公司门店数



图：2022H1，黄金珠宝行业主要上市公司净增店数

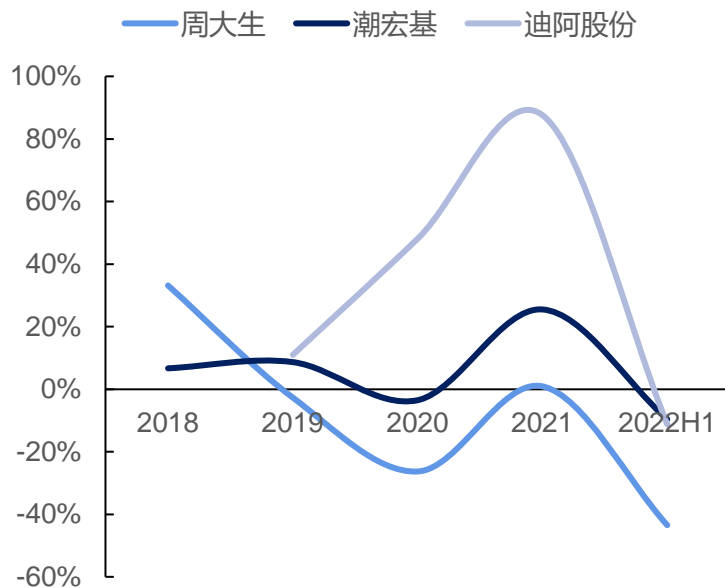


表：黄金珠宝行业主要上市公司2021及2022全年开店情况

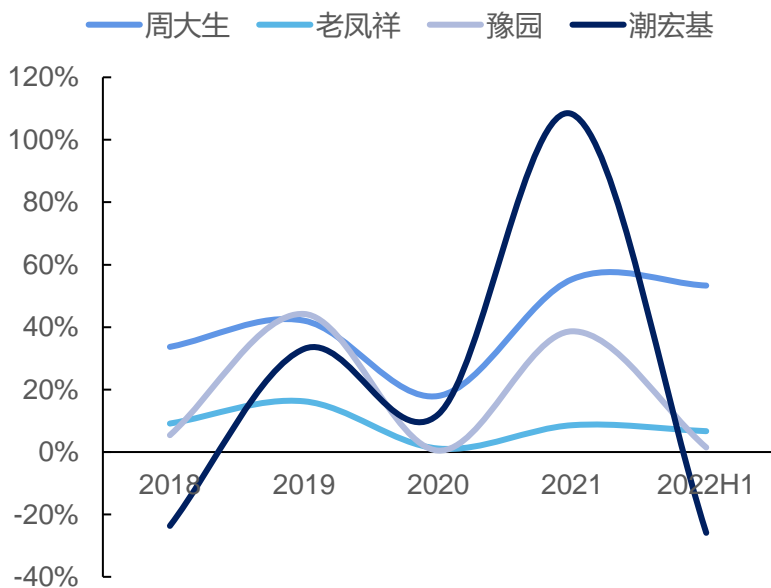
	周大福 (内地)	老凤祥	周大生	老庙&亚一	中国黄金	潮宏基	迪阿股份
2021全年净开店	1361	495	313	385	561	81	108
2021H1净开店	624	-	68	74	-	8	22
完成情况	45.8%	-	21.7%	19.2%	-	9.9%	20.4%
2022全年开店目标	1000	-	150	600	-	200	200
2022H1净开店	605	110	23	290	28	22	91
完成情况	60.5%	-	15.3%	48.3%	-	11.0%	45.5%

- **黄金产品更具韧性，维持高景气。**2022H1，考虑到周大生的黄金收入口径发生变化，部分品牌使用费模式转为展销模式，因此我们主要以黄金毛利的增长情况来衡量上半年的黄金表现，周大生/老凤祥/豫园股份/潮宏基的黄金毛利分别同比+53.27%/+6.65%/+1.38%/-25.96%，其中潮宏基黄金产品基数较小，克重黄金占比提升使得毛利率有所下滑，故而黄金毛利有所下降。
- **镶嵌产品受疫情冲击更为严重。**以周大生、潮宏基与迪阿股份为例，镶嵌收入分别同比-43.52%/+5.30%/-11.25%，毛利分别同比-38.85%/-15.96%/-9.37%。
- **从单店分产品的表现看，以周大生为例，镶嵌降幅同样比黄金更大。**2022H1，自营单店收入241.31万元/-9.31%，其中，镶嵌收入26.58万元/-34.86%，黄金收入207.25万元/-2.72%。

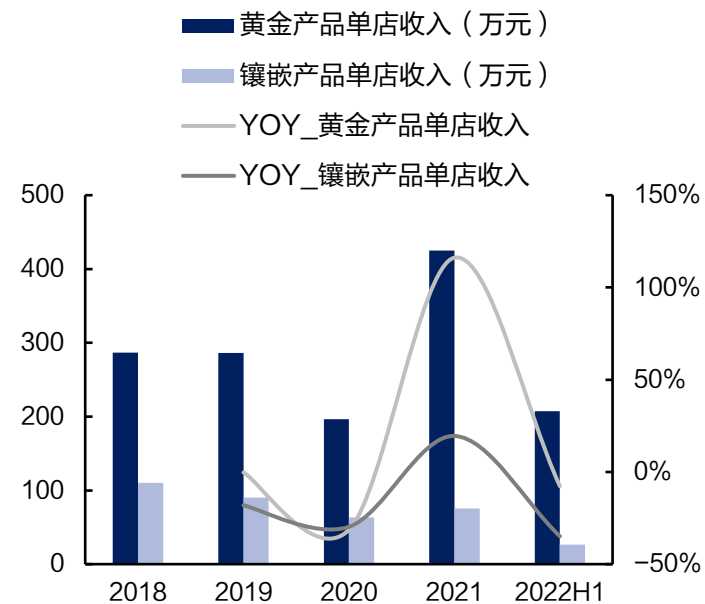
图：各品牌镶嵌收入同比增速



图：各品牌黄金毛利同比增速



图：周大生自营单店分产品收入及其同比



刚性消费或迎来反弹

珠宝消费中，部分婚庆、送礼等消费相对刚性，上半年因疫情受阻的需求有望在下半年迎来释放。7月份金银珠宝社零增长亮眼，同比增长超20%，在可选消费类目中表现居首。

金价

3月份以来受欧美央行加息预期影响，金价在高位出现短期下跌，对第二季度的黄金消费有一定促进作用。当前金价依然处于历史较高位置，8月中旬以来金价的再次短期下跌或有利于促进黄金消费需求。

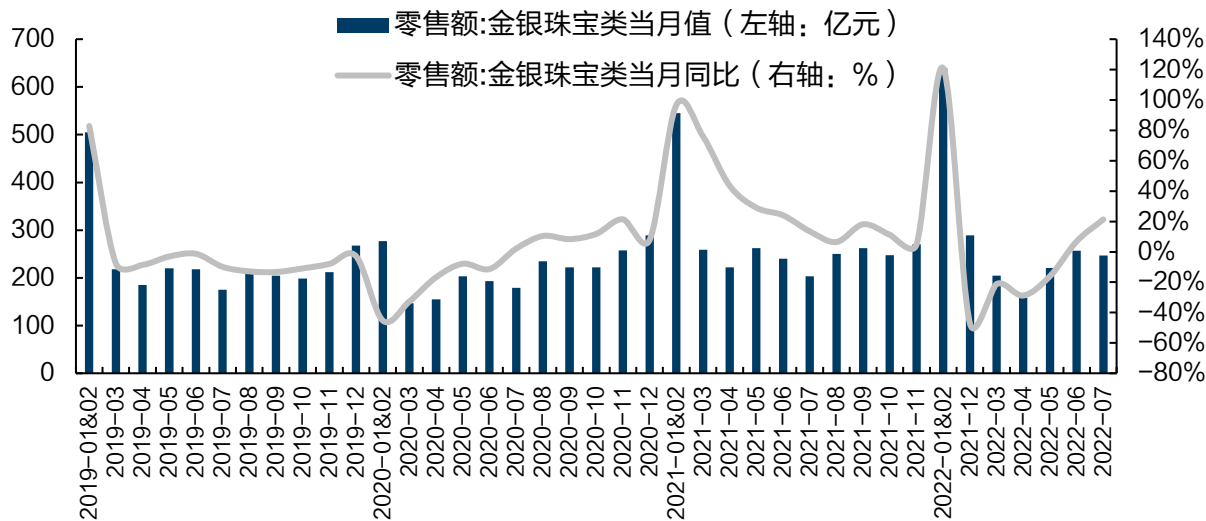
商场客流复苏

3月份以来全国主要城市因疫情出行受到严重限制，其冲击深度超过前几轮，6月以来复工复产推进，疫情修复或迎来拐点。下半年整体景气度有望优于上半年，随着出行恢复，线下客流的复苏有望带动珠宝门店的客流及消费。

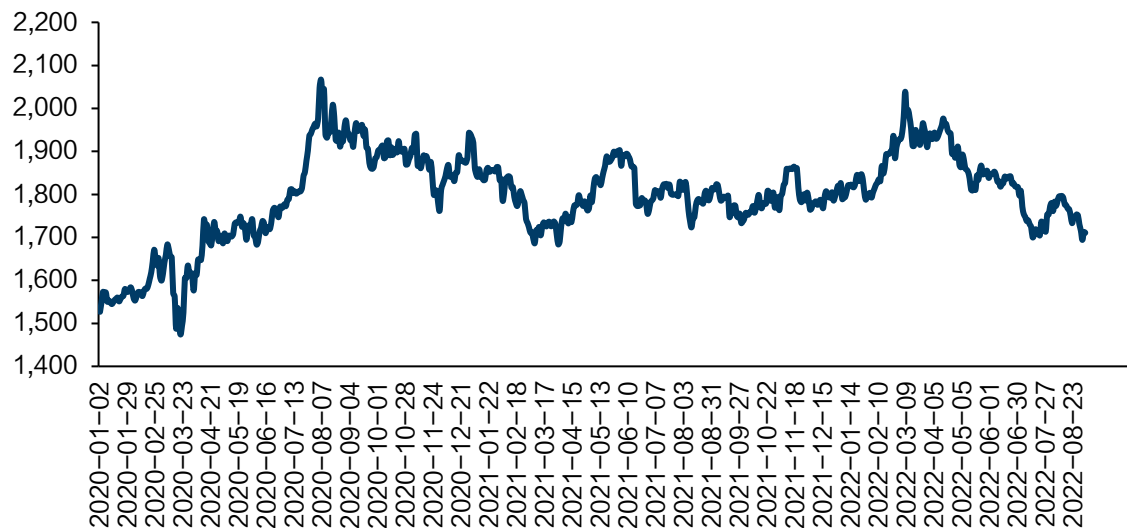
古法金高景气持续

古法金这一新工艺带来的消费浪潮依然存在，伴随着各大龙头品牌持续开店，消费者认知不断深度，黄金有望维持高景气。

图：2019至今金银珠宝月度社零及其同比

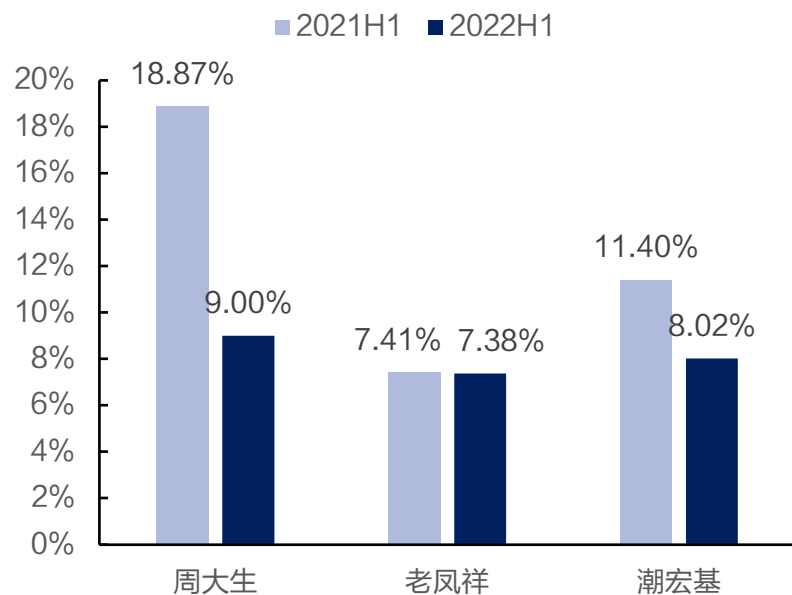


图：伦敦现货黄金（美元/盎司）

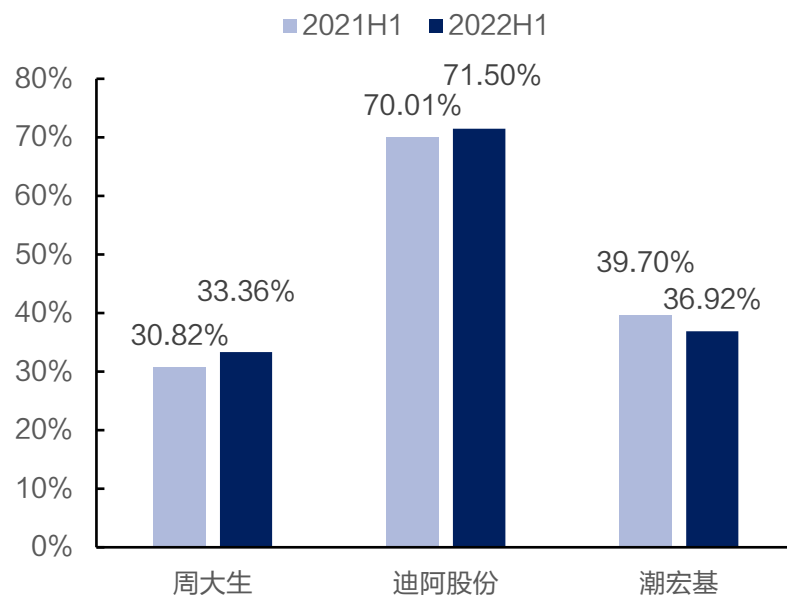


- **整体黄金产品毛利率相对稳定。** 2022H1，周大生/老凤祥/潮宏基的黄金产品毛利率分别为9.00%/7.38%/8.02%，分别同比-9.87pct/-0.03pct/-3.38pct。其中，大部分公司的黄金产品毛利率相对稳定，而周大生引入省代展销平台后黄金产品批发收入迅速增长，毛利率相应大幅下降。
- **镶嵌产品的毛利率变化不一，主要受产品销售结构变动影响。** 2022H1，周大生/迪阿股份/潮宏基的镶嵌产品毛利率分别为33.36%/71.50%/36.92%，分别同比+2.54pct/+1.49pct/-2.78pct。其中，周大生由于大克拉钻饰的销售表现较好，推高了镶嵌产品的毛利率；迪阿股份的镶嵌产品毛利率提升则主要源于下架了部分低客单钻饰。

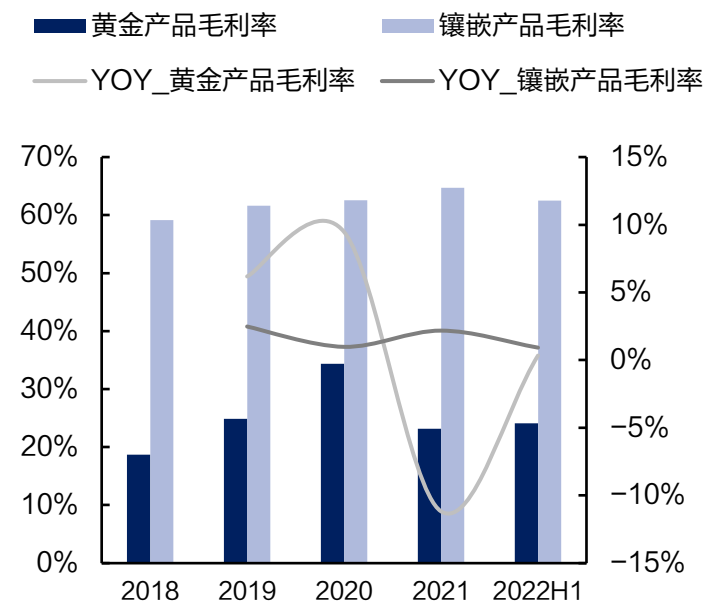
图：2022H1，各品牌黄金毛利率变动



图：2022H1，各品牌镶嵌毛利率变动

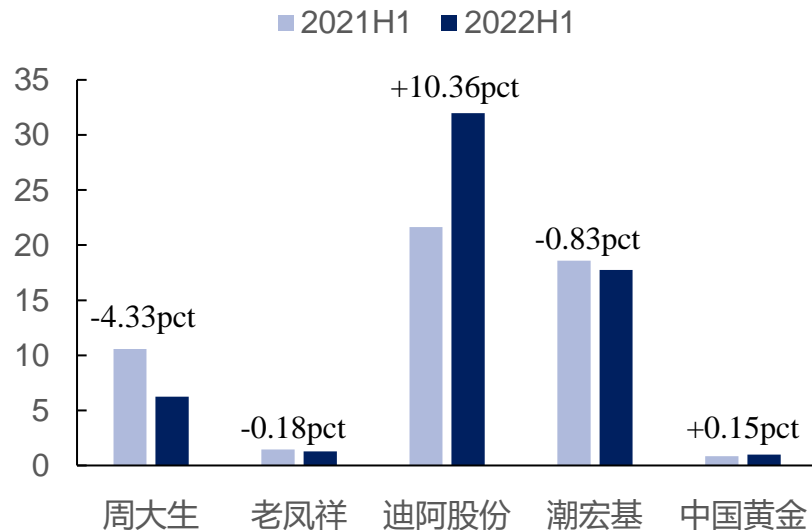


图：周大生单店分产品毛利率

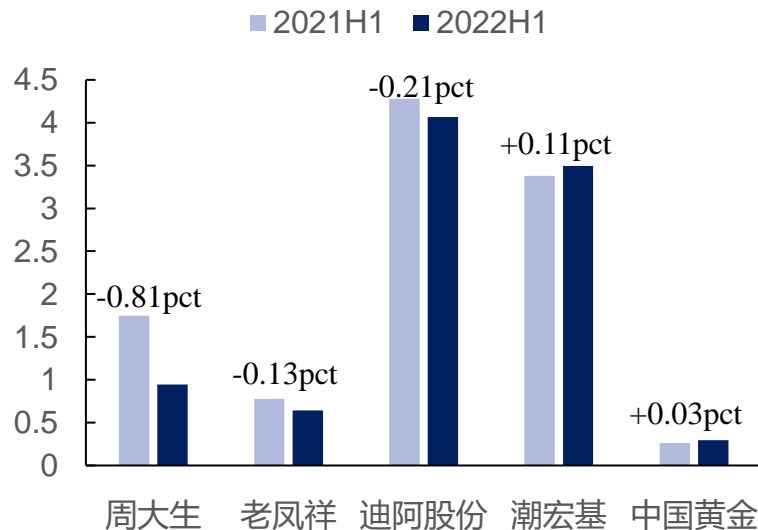


- **大部分珠宝公司的期间费用率保持相对稳定。** 2022H1，周大生/老凤祥/潮宏基/中国黄金的期间费用率分别为7.02%/2.29%/21.98%/1.35%，分别同比-4.82pct/-0.40pct/-0.62pct/+0.13pct。
- **迪阿股份持续加大品牌营销力度，门店快速扩张下人员薪资费用较高，销售费用率大幅提升。** 2022H1，迪阿股份的期间费用率为36.19%，同比+9.63pct，其中，销售/管理/财务费用率分别为31.98%/4.07%/0.14%，分别同比+10.36pct/-0.21pct/-0.52pct。
- **老凤祥调整员工工资福利，销售与管理费用率均有所下滑。** 2022H1，老凤祥的销售/管理/财务费用率分别为1.29%/0.64%/0.36%，分别同比-0.18pct/-0.13pct/-0.09pct。

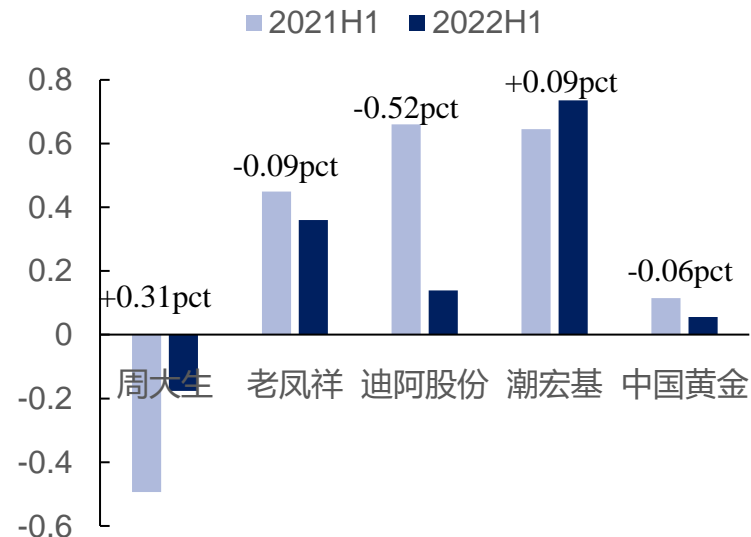
图：2022H1，各品牌销售费用率变动 (%)



图：2022H1，各品牌管理费用率变动 (%)

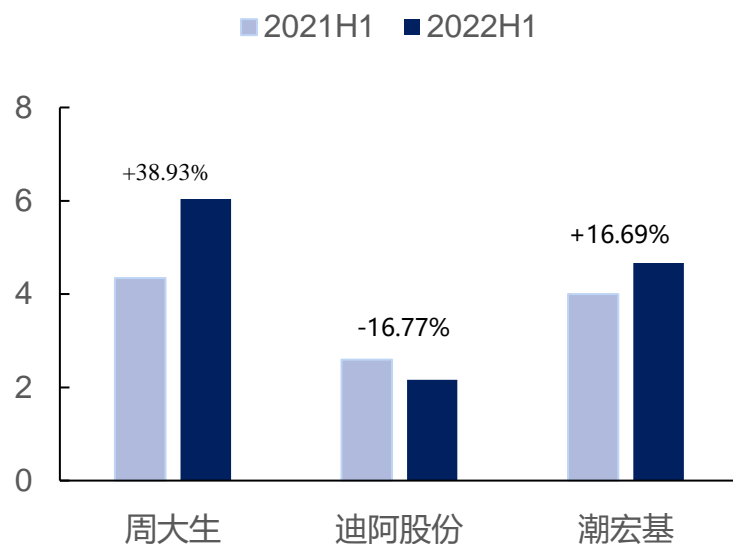


图：2022H1，各品牌财务费用率变动 (%)

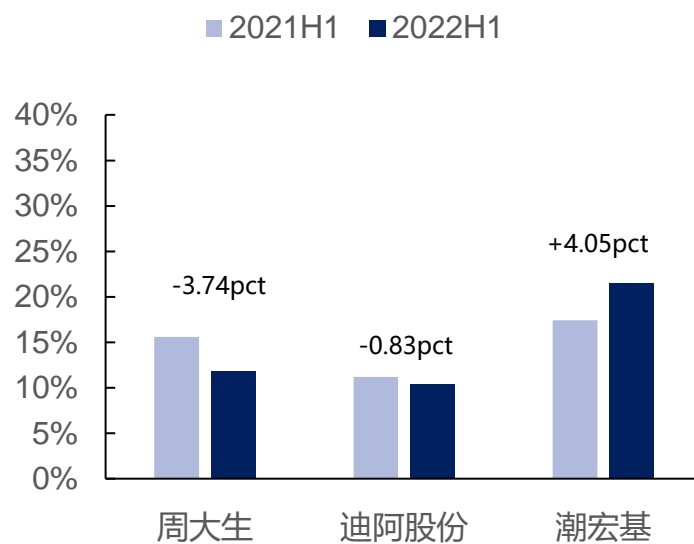


- **疫情加速了品牌对线上渠道的布局，兴起之初增速较为亮眼。** 2022H2，周大生/迪阿股份/潮宏基线上的产品销售收入分别为6.04/2.16/4.67亿元，分别同比+38.93%/-16.77%/16.69%，其中迪阿股份线上下滑的原因为下架了线上渠道占主导的低克重产品。
- **线上渠道占比较小，为疫情期间的补充渠道。** 2022H2，周大生/迪阿股份/潮宏基线上收入分别占比11.85%/10.36%/21.48%，占比较小，且多以低客单、年轻化的时尚产品为主。
- **从线上渠道看，黄金产品的景气度同样高于镶嵌产品。** 以周大生为例，2022H2，黄金产品收入约3.46亿元/同比+47.19%，镶嵌产品收入约0.52亿元/同比+20.52%，黄金产品增速显著高于镶嵌。

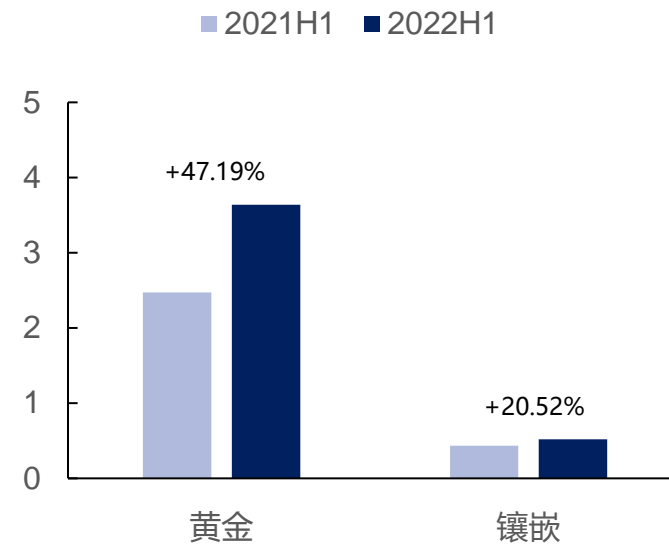
图：各品牌线上收入规模（亿元）



图：各品牌线上收入占比（%）



图：周大生线上渠道分产品销售收入（亿元）



- 传统珠宝品牌逐步开始布局培育钻，对产业链参与程度、聚焦品类、场景、品牌规划各有差异。

表：黄金珠宝行业主要上市公司培育钻石布局情况

相关公司	培育钻石布局动态
周大福	2021年，旗下培育钻石品牌CAMA上线，数月后随即下线
豫园股份	<ol style="list-style-type: none"> 1) 自主孵化培育钻石品牌露璨，今年7月在上海开了第一家线下店 2) 目前培育钻产品做了很多彩钻品类 3) 仍需要消费者教育，考虑与珠宝垂类媒体和明星合作
中国黄金	<ol style="list-style-type: none"> 1) 基本会采用以克拉钻及50分以上的配饰为主的策略 2) 消费场景：婚庆与悦己场景均会布局 3) 进行全产业链的布局
潮宏基	<ol style="list-style-type: none"> 1) 与力量钻石合作，打造全新的培育钻石珠宝首饰品牌，切入培育钻市场 2) 今年首先从旗下品牌VENTI开始尝试推出几个培育钻产品
曼卡龙	<ol style="list-style-type: none"> 1) 上半年，完成培育钻石品牌 OWN SHINE 慕璨的品牌孵化，包括品牌定位、人群画像，视觉、传播、商品、定价、渠道及零售策略，VI、SI 设计、团队组建等 2) 7月，天猫旗舰店正式上架。

4. 行业评级与重点关注个股

- **行业评级与重点关注个股：**下半年伴随疫情影响逐渐消退，可选消费板块景气度有望抬升，持续看好医美、化妆品、黄金珠宝板块，维持商贸零售行业“推荐”评级。**重点推荐：**爱美客、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、周大福、潮宏基；**建议关注：**华东医药、朗姿股份、水羊股份、上海家化、周大生、豫园股份。

图表：重点关注公司及盈利预测

重点公司代码	股票名称	2022/09/15	EPS			PE			投资评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
300896.SZ	爱美客	547.00	4.43	6.65	9.45	121.02	82.26	57.88	买入
300957.SZ	贝泰妮	170.84	2.12	2.84	3.78	90.70	60.15	45.20	增持
603605.SH	珀莱雅	160.67	2.87	2.58	3.18	72.58	62.28	50.53	增持
688363.SH	华熙生物	143.30		2.13	2.76		67.28	51.92	增持
300740.SZ	水羊股份	13.61	0.62	0.75	1.13	25.63	18.15	12.04	增持
600315.SH	上海家化	30.38	0.97	0.79	1.16	41.66	38.46	26.19	增持
600612.SH	老凤祥	38.67	3.59			12.78	11.02	9.62	未评级
002867.SZ	周大生	12.01	1.12	1.15	1.46	15.88	10.44	8.23	增持
002345.SZ	潮宏基	4.76	0.39	0.41	0.49	14.13	11.61	9.71	增持
600916.SH	中国黄金	13.59	0.48	0.60	0.78	28.60	22.65	17.42	未评级
301177.SZ	迪阿股份	50.30	3.62	3.52	4.76	35.16	14.29	10.57	增持
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	投资评级
01929.HK	周大福	14.42	0.67	0.83	0.79	21.24	17.37	18.25	增持

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（周大福货币单位：港元）（老凤祥、中国黄金盈利预测来自于Wind一致预测，其余均来自于本团队预测）

5. 风险提示

- 疫情反复致使线下可选消费疲软；
- 需求增长不及预期；
- 行业竞争加剧；
- 品牌新品推出不及预期；
- 行业监管政策调整；
- 重点关注公司业绩不及预期；
- 中国大陆与香港及海外国际市场经验并具有完全可比性，相关资料及数据仅供参考。

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。主攻免税、酒店、景区、餐饮、化妆品、人力资源等板块。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

李宇宸：香港中文大学（深圳）。主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597