

信义山证 汇通天下

证券研究报告

零售&美妆

三季报业绩综述

同步大市-A(维持)

Q3 消费市场偏弱业绩承压, 关注旺季促销提振全年销售

2022 年 11 月 11 日

行业研究/行业分析

商贸零售板块近一年市场表现



相关报告:

零售行业 11 月投资策略: 市场销售波动
恢复, 关注美妆龙头业绩韧性

分析师:

谷茜

执业登记编码: S0760518060001

电话: 0351-8686775

邮箱: guqian@sxzq.com

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

投资要点:

➢ 网上零售发展较快, 可选消费增长承压。1-9 月国内实现社会消费品零售总额 32.0 万亿元/+0.7%, 增速环比+2.0pct, 其中三季度社零+3.5%, 较第二季度的-4.6%明显改善, 呈现加快恢复态势。但 9 月社零总额 3.8 万亿元/+2.5%, 增速较上月回落 2.9pct, 其中可选消费品增速多呈现环比下降, 整体略低于预期。前三季度实物商品网上零售额 8.2 万亿元/+6.1%, 占社零比重 25.7%, 线上渗透率环比提升 0.1pct, 线上零售对消费市场整体带动作用持续显现。线下方面, 实体店销售整体改善, 专业店零售增长好于其他业态。

➢ 整体业绩情况: 单 Q3 业绩降幅大于收入, 消费市场环境偏弱。整体来看, 22Q1-Q3 零售美护行业营收合计 4,886.9 亿元/-10.9%, 降幅同比扩大 4.9pct; 合计归母净利润 76.1 亿元/-9.9%, 降幅同比大幅收窄 40.6pct。其中 Q3 降幅较为显著, 单 Q3 整体营收合计 1,604.1 亿元/-1.3%, 归母净利润合计 5.9 亿元/-145.9%, 业绩降幅大于收入降幅。Q3 消费市场环境偏弱, 其中百货、珠宝和美护板块业绩呈现不同程度的双位数下行, 超市和电商板块业绩持续亏损, Q3 亏损有所扩大。受到疫情反复、消费承压等宏观因素影响, 增速环比回落明显, 业绩分化态势进一步加剧。

➢ 珠宝首饰: 收入业绩有所转暖, 毛利率结构性下调。22 年前三季度珠宝板块营收 1,595.1 亿元/+3.3%, 归母净利润 48.1 亿元/-20.8%, 收入增长来自黄金产品销售增长带动。分季度看, Q2 受封控影响收入业绩呈现双降, Q3 收入环比回暖、业绩降幅收窄, 市场有所好转, 但前三季度板块内仍有超七成公司业绩增速下滑, 结构因素影响毛利率下调, 不过费用管控整体有效。线下经营活动受到影响, 抑制了加盟商补货需求, 部分公司也调整了全年预期。

➢ 美容护理: 板块业绩分化显著, 研发投入持续增加。22 年前三季度美容护理板块营收 580.3 亿元/+7.6%, 归母净利润 52.7 亿元/-15.3%。板块收入整体呈现增长, 业绩下滑主要受到 Q3 消费市场较弱购买力下降、淡季平销、以及部分物流受限带来的影响, 板块业绩环比下降, 成本费用上涨压制毛利净利, 不过销售费率略有下降。Q4 旺季促销虹吸效应显著, 有望提振板块全年整体情况。板块内业绩分化现象较为显著, 头部化妆品企业如珀莱雅和贝泰妮收入业绩均能实现超 30% 的快速增长, 但还有近六成企业受市场多重因素影响业绩呈现下滑。

投资建议:

关注 Q4 旺季促销提振板块整体业绩。当前消费恢复仍面临居民收入增长放缓、支出分配谨慎、消费意愿承压、消费场景受限等制约因素, 消费复苏筑底周期拉长、复苏进度放缓, 市场恢复基础仍需巩固。Q3 可选消费行业相对平淡, 不过美妆板块龙头业绩增长情况好于行业整体, Q4 关注旺季促销虹吸效应对国货美妆板块全年销售业绩的提振。受市场环境的影响, 短期需关注珠宝板块线下消费恢复情况, 美妆板块由于消费偏日常刚需、业绩韧性

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



足叠加景气度高，行业整体具备较好的价值投资基础，我们看好国货美妆品牌市占率的持续提升，并维持对国货美妆板块的底部推荐。中长期在防控精准化，消费企稳筑底的逻辑下继续关注以下几条主线：**1）国货美妆品牌线上运营优势明显、产品矩阵不断丰富，国产替代效应持续显现：**珀莱雅、贝泰妮、上海家化；**2）珠宝消费悦己需求崛起，品牌渠道加密提升市场集中度，板块估值水平偏低：**周大生，潮宏基；**3）超市企业自建生鲜供应链优势明显，布局 O2O 业务形成渠道互补，基本面边际改善、估值底部附近：**永辉超市，家家悦，红旗连锁。

风险提示：政策落地效果、终端消费情况不及预期；线下客流受限、物流受阻影响线上订单履约；居民消费支出趋于谨慎。

目录

1. 网上零售发展较快，可选消费增长承压.....	6
1.1 消费市场波动恢复，可选消费增长承压.....	6
1.2 网上零售发展较快，实体店销售整体改善.....	7
2. 整体业绩情况：单 Q3 业绩降幅大于收入，消费市场环境偏弱.....	8
3. 珠宝首饰：收入业绩有所转暖，毛利率结构性下调.....	10
3.1 收入回暖业绩降幅收窄，珠宝消费整体维持增长.....	10
3.2 费用管控整体有效，结构因素影响毛利率下降.....	11
3.3 重点公司业绩梳理.....	12
4. 美容护理：板块业绩分化显著，研发投入持续增加.....	13
4.1 营收增长业绩下滑，美护板块业绩分化显著.....	13
4.2 销售费率略有下降，研发投入持续加大.....	14
4.3 重点公司业绩梳理.....	15
5. 基金持仓：行业维持低配，美护板块基金获配最多.....	16
5.1 行业维持低配，配比持续改善.....	16
5.2 美护板块基金配置最多、获增配明显，珠宝板块次之.....	17
6. 投资建议.....	18
7. 风险提示.....	19

图表目录

图 1： 社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）	6
图 2： 限上消费品零售额当月（亿元）及同比（%）	6
图 3： 限上单位必选消费品零售额当月同比增速%.....	6
图 4： 限上单位可选消费品零售额当月同比增速%.....	6

图 5: 网上商品零售额累计值 (亿元) 及同比 (%)	7
图 6: 实物商品网上零售额累计值 (亿元)、同比 (%) 及占比 (%)	7
图 7: 网下实体店消费品零售额当月增速 (%)	8
图 8: 全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%)	8
图 9: 各板块前三季度营业收入 (亿元) 及同比%.....	9
图 10: 各板块前三季度归母净利润 (亿元) 及同比%.....	9
图 11: 各板块前三季度销售/管理费率 (%) 对比.....	9
图 12: 各板块前三季度毛利率/净利率 (%) 对比.....	9
图 13: 珠宝首饰 20-22Q3 营收 (亿元) 及同比%.....	10
图 14: 珠宝首饰 20-22Q3 净利润 (亿元) 及同比%.....	10
图 15: 珠宝首饰 20-22Q3 费用率情况 (%)	11
图 16: 珠宝首饰 20-22 Q3 经营现金流 (亿元) 情况.....	11
图 17: 珠宝首饰 20-22Q3 毛利率/净利率 (%)	12
图 18: 珠宝首饰 20-22Q3 平均 ROE (%)	12
图 19: 美容护理 20-22Q3 营业收入 (亿元) 及同比%.....	13
图 20: 美容护理 20-22Q3 净利润 (亿元) 及同比%.....	13
图 21: 美容护理 20-22Q3 费用率情况 (%)	14
图 22: 美容护理 20-22Q3 经营现金流 (亿元)	14
图 23: 美容护理 20-22Q3 毛利率/净利率 (%)	15
图 24: 美容护理 20-22Q3 平均 ROE (%)	15
图 25: 22Q3vs22Q2 基金配置比例行业分布情况.....	17
图 26: 20-22Q3 批零行业基金配置比例情况.....	17

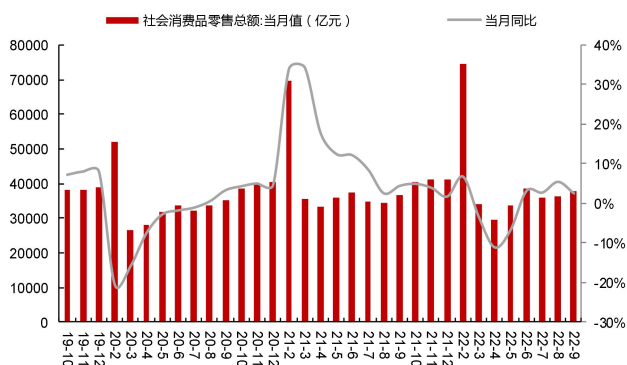
表 1： 22 年前三季度珠宝板块重点上市公司经营情况.....	12
表 2： 22 年前三季度美容护理重点上市公司经营情况.....	15
表 3： 零售板块重仓个股所属行业的持股变动情况.....	17
表 4： 重点关注上市公司估值情况（以 11 月 10 日收盘价为基准）	19

1. 网上零售发展较快，可选消费增长承压

1.1 消费市场波动恢复，可选消费增长承压

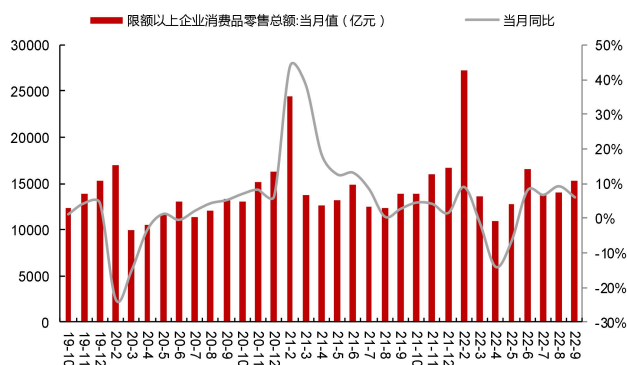
9月社零增速有所回落，市场销售波动恢复。2022年1-9月，社会消费品零售总额32.0万亿元/+0.7%，增速较1-8月+0.2pct，其中除汽车以外的消费品零售额28.7万亿元/+0.7%。分季度看，三季度社零+3.5%，较二季度的-4.6%明显改善，呈现加快恢复态势。9月社零总额3.8万亿元/+2.5%，整体略低于预期，其中除汽车以外的消费品零售额3.4万亿元/+1.2%。9月社零增速有所回落，增速较上月回落2.9pct，主要受到疫情多点散发影响，可选消费品增速多呈现环比下降。

图1：社会消费品零售总额当月（亿元）及同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图2：限上消费品零售额当月（亿元）及同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

商品零售当月增速回落，基本生活类增势稳健。商品零售增速回落，1-9月商品零售28.9万亿元/+1.3%，其中9月商品零售3.4万亿元/+3.0%，增速环比回落2.1pct。分商品类别看，基本生活类消费保持平稳增长，9月粮油食品、日用品零售额增速较高，同比分别+8.5%/+5.6%，增速环比+0.4pct/+2.0pct；饮料类同比+4.9%，但增速环比-0.9pct。

图3：限上单位必选消费品零售额当月同比增速%

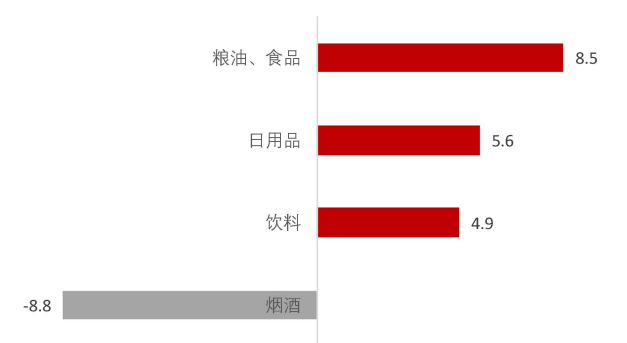
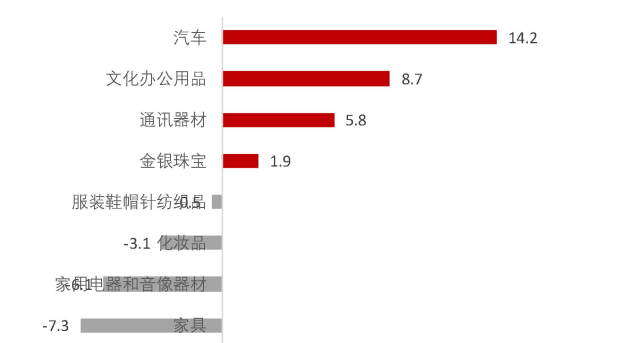


图4：限上单位可选消费品零售额当月同比增速%



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

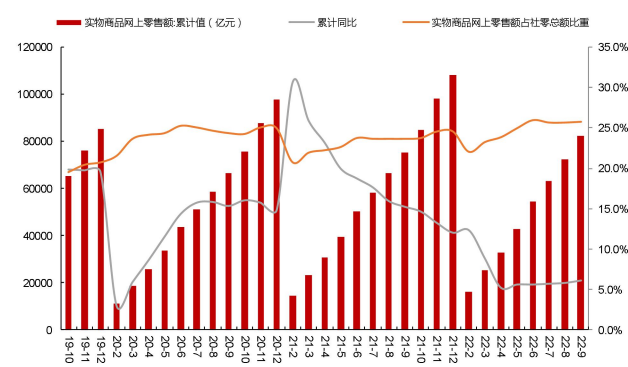
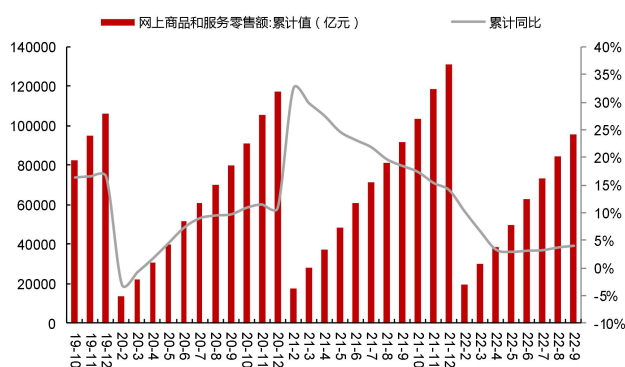
升级商品表现继续分化，零售额增速多呈环比回落。通讯器材、金银珠宝类商品销售实现增长，同比分别+5.8%/+1.9%，其中部分品牌新机上市拉动通讯类增速转正，金银珠宝增速环比-5.3pct，主要受到疫情制约线下门店经营以及高基数影响；化妆品类同比-3.1%，降幅收窄 3.3pct，旺季渐近、大促带动 9 月线上销售数据有所回暖；服装类同比-0.5%，环比转负。出行类商品保持较快增长，汽车/石油类零售额分别同比+14.2%/+10.2%，增速环比-1.7pct/-6.9pct，增速均呈回落。不过居民对品质化消费、绿色消费的需求逐步增加，新能源汽车销售呈快速上升态势。

1.2 网上零售发展较快，实体店销售整体改善

网上零售继续保持较快增长，线上消费占比提升。1-9 月全国网上零售额 9.6 万亿元/+4.0%，实物商品网上零售额 8.2 万亿元/+6.1%，占社零总额的比重为 25.7%，线上渗透率较上月提升 0.1pct。其中，9 月实物商品网上零售额 1.0 万亿元/+8.3%，增速环比提升 1.8pct，增长提速。实物商品网上零售额对社会消费品零售总额的增长贡献率达到 212.7%，高于 2021 年前三季度 190.6pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.6%、4.7%、5.2%。

图 5：网上商品零售额累计值（亿元）及同比（%）

图 6：实物商品网上零售额累计值(亿元)、同比(%)及占比(%)



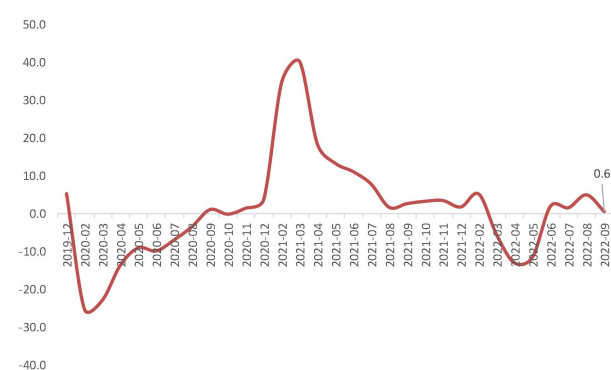
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

资料来源：国家统计局，山西证券研究所

实体店销售整体改善，专业店零售增长好于其他业态。线下方面，实体零售整体改善，但当月增速回落，1-9 月实物商品线下零售额约为 23.8 万亿元/-1%，累计降幅收窄 0.2pct，其中 9 月实物商品线下零售额约为 2.8 万亿元/+0.6%，当月增速环比回落 4.4pct。从零售业态看，1-9 月限额以上实体店商品零售额同比+2.3%，增速环比加快 0.7pct。随着传统零售业态加速转型升级，消费场景和消费体验不断拓展提升，实体店零售逐步改善。其中，专业店和便利店零售额同比分别+5.1%/+4.9%，环比分别+0.5pct/+0.1pct，增速加

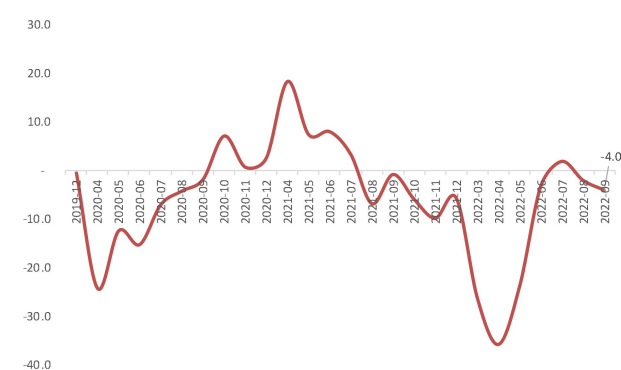
快；专卖店+0.7%，增速转正；百货店-6.3%，降幅环比收窄 0.3pct，专业店销售增长好于其他业态，百货销售降幅持续收窄。中华全国商业信息中心数据显示，1-9 月全国百家重点大型零售企业零售额累计下降 10.3%，降幅相比上半年收窄 3.8pct，9 月同比下降 4.0%，降幅环比扩大 2.1pct。

图 7：网下实体店消费品零售额当月增速（%）



资料来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

图 8：全国百家大型零售企业零售额当月同比（%）

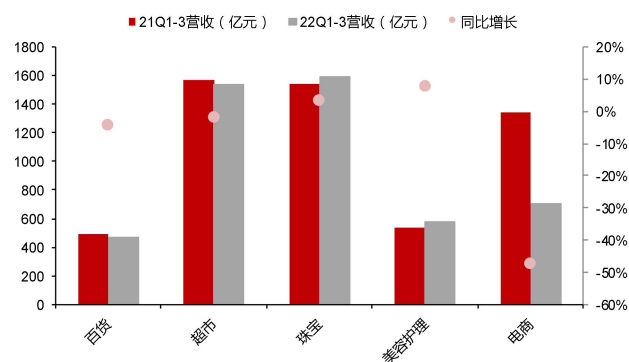


资料来源：中华商业信息中心，山西证券研究所

2. 整体业绩情况：单 Q3 业绩降幅大于收入，消费市场环境偏弱

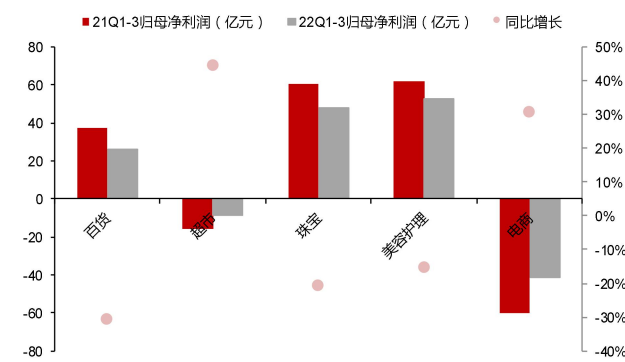
市场环境偏弱，行业营收业绩均呈下降，Q3 降幅较为显著。我们选取零售及美妆行业 5 个重要子板块（百货、超市、珠宝、电商、美容护理）的 94 只成分股作为样本，观察分析零售美护行业上市公司 2022 年前三季度的业绩表现。整体来看，22Q1-Q3 零售美护行业营收合计 4,886.9 亿元/-10.9%，降幅较上年同期扩大 4.9pct，主要受到电商服务板块营收-47.3%，降幅较大影响，而百货和超市板块同比分别-4.4%/-2.1%，不过单 Q3 合计营收降幅环比收窄；合计归母净利润为 76.1 亿元/-9.9%，较上年同期降幅大幅收窄了 40.6pct。Q2 疫情较为严峻，企业正常经营和供应链周转受到不同程度的限制，Q3 消费市场环境持续偏弱，其中百货、珠宝和美护板块业绩呈现不同程度的双位数下行，超市和电商板块业绩持续亏损，Q3 亏损有所扩大。其中 Q3 降幅较为显著，单 Q3 零售美护行业营收合计 1,604.1 亿元/-1.3%，归母净利润合计 5.9 亿元/-145.9%，业绩降幅大于收入降幅。受到疫情反复、消费承压等宏观因素影响，增速环比回落明显，业绩分化态势进一步加剧。

图 9：各板块前三季度营业收入（亿元）及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

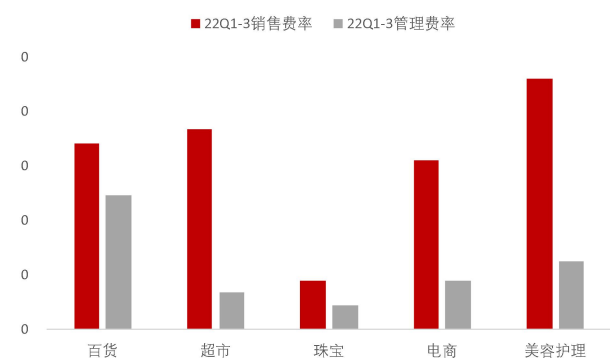
图 10：各板块前三季度归母净利润(亿元)及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

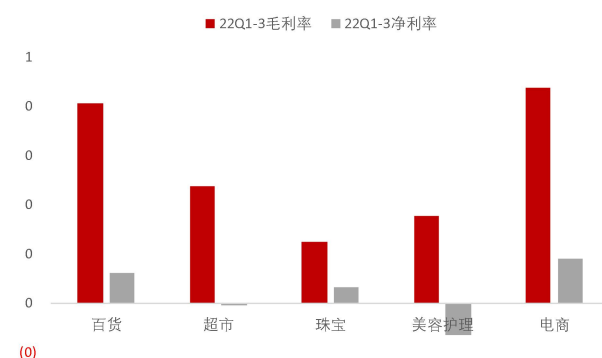
子板块方面，珠宝美护收入增长，美护业绩韧性相对较强。营收方面，珠宝、超市板块规模相对较大，板块增速呈现分化。22 年前三季度美护/珠宝板块营收小幅增长，百货/超市略有下降，电商呈双位数下降；业绩方面，美护、珠宝板块归母净利润规模相对较大，Q2 疫情+Q3 市场偏弱影响下整体增速呈双位数下降，其中美护板块降幅最小，线上占比较高的企业整体受到疫情影响相对较小，单 Q3 超市、电商板块亏损规模有所扩大。费用率方面，美护板块销售费率相对较高，22 年前三季度为 22.9%/-0.1pct，主要受到新品营销投放、拓展电商新渠道，以及双 11 营销费用部分前置带来的费用增长，百货板块管理费率相对较高，前三季为 12.2%/+1.3pct。盈利能力方面，美护板块毛利率和净利率均维持在相对较高的水平，板块前三季毛利率为 43.7%/-0.6pct，净利率为 9.0%/-2.5pct，毛利率下降主要受到产品结构调整的影响，高毛利产品销售占比下降压制了毛利率增长。

图 11：各版块前三季度销售/管理费率（%）对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：各版块前三季度毛利率/净利率（%）对比



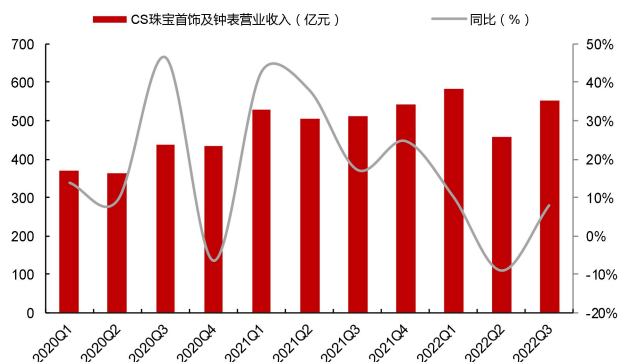
资料来源：Wind，山西证券研究所

3. 珠宝首饰：收入业绩有所转暖，毛利率结构性下调

3.1 收入回暖业绩降幅收窄，珠宝消费整体维持增长

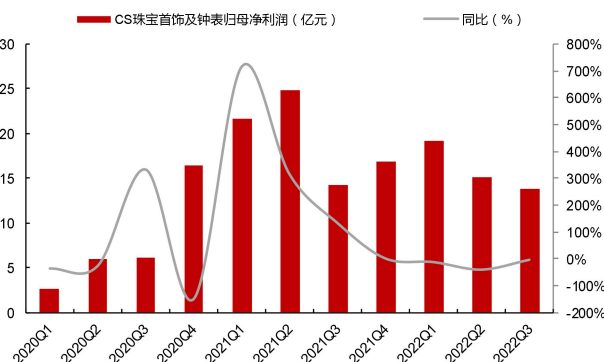
珠宝板块 Q3 收入环比回暖、业绩降幅收窄，市场整体有所好转。珠宝首饰行业选取样本为中信三级子行业珠宝首饰及钟表，共计 16 家上市公司。22 年前三季度珠宝首饰板块营收 1,595.1 亿元/+3.3%，归母净利润 48.1 亿元/-20.8%，收入增长主要受到黄金产品销售增长的带动；分季度看，Q1-Q3 营收分别为 584.4 亿元/+10.3%、458.1 亿元/-9%、552.6 亿元/+8.0%，归母净利润分别为 19.2 亿元/-11.3%、15.1 亿元/-39.4%、13.8 亿元/-2.7%。22Q2 受到各地疫情影响收入业绩呈现双降，Q3 收入环比回暖、业绩降幅收窄，市场有所好转，不过前三季度板块内仍有超七成公司业绩增速下滑、4 家公司今年以来业绩连续亏损（多为 ST 股）。珠宝行业销售主要依赖线下门店布局，区域封控影响门店经营时长和到店客流，同时订货会无法如期召开在一定程度上抑制了加盟商补货需求；线上虽然受到影响相对较小，与线下相比增速较快，但整体占比不到 20%，无法弥补市场环境造成的收入缺失。从区域上看，珠宝公司多位于华东和华南区域，受到市场冲击较为直接，部分公司也调整了全年的展店计划。

图 13：珠宝首饰 20-22Q3 营收（亿元）及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 14：珠宝首饰 20-22Q3 净利润（亿元）及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

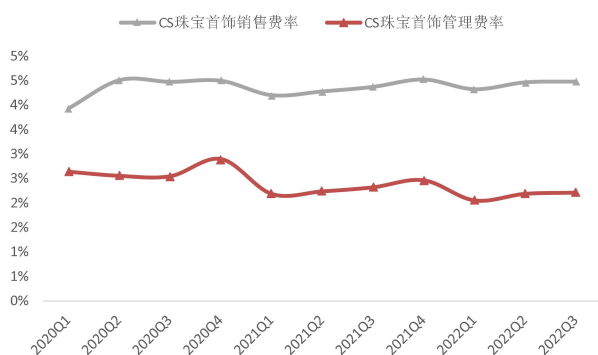
珠宝类消费整体维持增长，Q4 预计展店持续提速。国家统计局数据显示，22 年 1-9 月限额以上金银珠宝类零售额为 2,261 亿元/+2.2%，珠宝类消费维持了正增长。三季度市场环境偏弱抑制了婚庆需求和悦己消费，黄金首饰消费量同比-1.3%仍呈现下降，不过降幅较上半年有所收窄。10 月受节假日消费刺激门店销售有所回暖，同时 Q4 预计展店持续提速。从产品结构上看，在黄金工艺升级和国潮文化兴起驱动下，黄金产品的首饰功能得以增强，消费占比不断提升，传统镶嵌产品的占比下降，新兴品类培育钻石的布局开始探索。短期来看，市场的不确定性仍然存在，需要关注珠宝板块 Q4 线下终端消费的恢复情况。中长期来看，随着结婚人群规模趋于稳定、消费观念更新迭代，悦己型需求带动非婚市场规模逐渐扩大，珠宝消费将兼

具韧性与弹性。目前国内珠宝品牌仍以渠道扩张为核心增长驱动力，增量机会主要来自于品类扩充、结构改善推动的规模上行，以及品牌精细化运营带来的盈利优化。

3.2 费用管控整体有效，结构因素影响毛利率下降

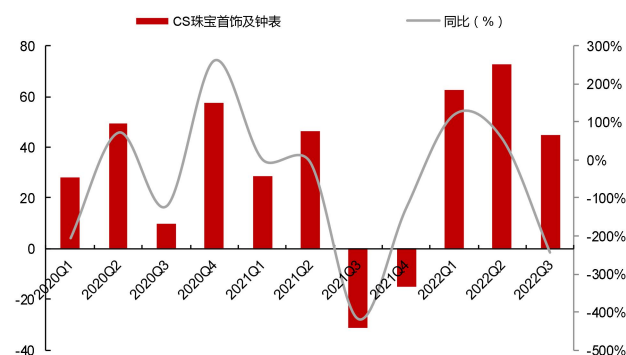
费用管控整体有效，现金流规模环比回落。费用率方面，22 年前三季度珠宝板块销售/管理费率分别为 4.5%/2.2%，同比分别+0.1pct/-0.1pct。销售费率增长一方面受到宣传推广、门店增加、人员薪酬等相关经营支出费用的刚性上涨，另一方面收入增速较低导致费率占比有所提升；管理费率下降或受到工资社保及行政支出费用减少所致。经营活动现金流方面，前三季度为 44.9 亿元/+242.5%，流动现金规模同比转正，但环比有所回落，主要受到销售回款周期延长的影响。

图 15：珠宝首饰 20-22Q3 费用率情况（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

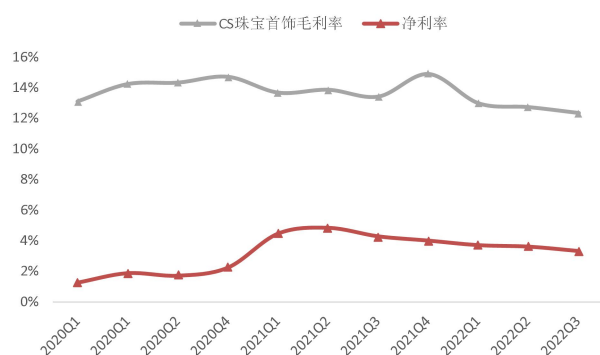
图 16：珠宝首饰 20-22 Q3 经营现金流（亿元）情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

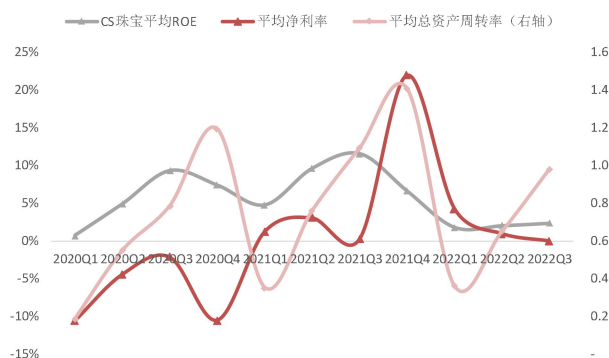
结构因素影响毛利率下调，ROE 水平较低但环比回升。综合毛利率方面，前三季度板块毛利率为 12.3%/-1.1pct，样本中有近七成公司毛利率同比下降，主要受到收入结构调整的影响。一方面，黄金产品占比提升，毛利率相较镶嵌类产品偏低；另外，黄金产品中按克数计价的产品销售占比上升，毛利率相对一口价产品较低，共同拉低了整体毛利率。净利率方面，前三季度板块净利率为 3.3%/-0.95pct，有所下降。ROE 方面，剔除 2 个 ST 个股后，样本前三季度板块平均 ROE 为 2.3%/-9.3pct，22 年以来持续处于较低水平，不过 Q3 环比回升，主要受到总资产周转率提升的带动。

图 17: 珠宝首饰 20-22Q3 毛利率/净利率 (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 18: 珠宝首饰 20-22Q3 平均 ROE (%)



资料来源: Wind, 山西证券研究所

3.3 重点公司业绩梳理

重点覆盖公司方面,周大生前三季度营收 89 亿元/+38%,分季度看 Q1-Q3 分别实现 27.5/23.4/38.4 亿元,同比分别+138.2%/+43.6%/+4.2%,公司在黄金产品上的持续发力,区域服务中心展销业务稳步开展,黄金类产品销售收入同比增幅明显。Q3 收入增速下滑主要受到去年同期开启省代模式造成高基数,同时线下镶嵌类业务收入同比-45%的影响;业绩方面,前三季度归母净利润 9 亿元/-8%,Q1-Q3 分别实现 2.9/2.95/3.5 亿元,同比分别+23.3%/-21.2%/-12.7%,受到疫情持续影响 Q3 增速呈现下滑,不过降幅较 Q2 收窄,疫情抑制加盟商的补货需求。毛利率方面,前三季度公司整体毛利率 20.3%/-9.1pct,相对低毛利的黄金产品收入占比持续提升拉低整体毛利率。费用率方面,前三季期间费用率 6.4%/-2.3pct,主要受到销售/管理费用率同比-2.1pct/-0.3pct 的影响。现金流方面,前三季经营性现金流 2.1 亿元/+124.3%,主要系公司实现净利润以及子公司宝通小贷发放贷款到期收回所致。

表 1: 22 年前三季度珠宝板块重点上市公司经营情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)↓	yoy%	净利润 (亿元)	yoy%	毛利率%	净利率%	ROE (平均)%
600612.SH	老凤祥	535.4	7.5	13.6	-9.5	7.3	3.4	14.3
600916.SH	中国黄金	356.9	-3.3	6.1	9.9	3.8	1.7	9.2
600655.SH	豫园股份	334.3	3.0	9.0	-46.8	17.3	2.7	2.6
002867.SZ	周大生	89.4	38.1	9.3	-7.5	20.3	10.4	15.7
605599.SH	菜百股份	85.3	17.4	3.6	34.0	11.3	4.2	11.0
000026.SZ	飞亚达	33.9	-17.1	2.3	-32.9	36.8	6.8	7.5
002345.SZ	潮宏基	33.8	-2.0	2.3	-17.6	30.8	7.1	6.6
002731.SZ	萃华珠宝	32.4	24.3	0.3	-25.6	5.5	1.0	2.6
301177.SZ	迪阿股份	30.4	-10.8	7.7	-22.0	70.7	25.4	11.3
002574.SZ	明牌珠宝	27.8	-3.2	0.6	-51.2	10.7	2.3	2.0

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)↓	yoy%	净利润 (亿元)	yoy%	毛利率%	净利率%	ROE (平均)%
002721.SZ	金一文化	13.1	-47.5	-4.5	-42.6	11.0	-35.5	-50.5
300945.SZ	曼卡龙	10.8	23.6	0.5	-18.6	19.6	4.6	6.4
603900.SH	莱绅通灵	7.7	-28.7	0.0	-96.1	54.3	0.5	0.2

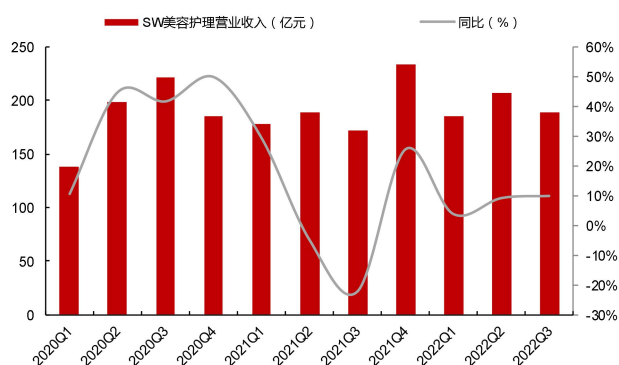
资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 美容护理：板块业绩分化显著，研发投入持续增加

4.1 营收增长业绩下滑，美护板块业绩分化显著

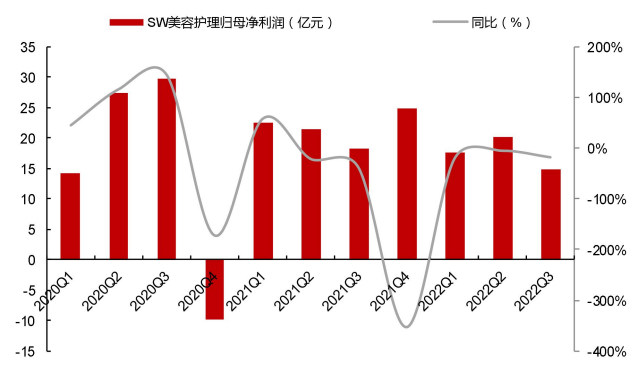
美护板块收入规模增长，淡季效应影响业绩下滑。化妆品行业选取样本为申万（2021）新分类中的一级行业美容护理行业，包括个护用品、化妆品、医美板块的共计 29 家上市公司。22 年前三季度美容护理板块营收 580.3 亿元/+7.6%，归母净利润 52.7 亿元/-15.3%。分季度看，Q1-Q3 营收分别为 185.2 亿元/+3.8%、206.5 亿元/+9.1%、188.6 亿元/+9.9%，归母净利润分别为 17.6 亿元/-21.6%、20.3 亿元/-5.8%、14.8 亿元/-18.6%。美护板块收入整体呈现增长，业绩下滑主要受到 Q3 消费市场较弱购买力下降、淡季平销、以及部分物流受限带来的影响，板块业绩环比下降，不过 Q4 旺季促销虹吸效应显著，有望提振板块全年整体情况。从个股看，板块内业绩分化现象较为显著，优质企业通过丰富产品矩阵和多元渠道布局等举措对抗市场环境影响，线上占比较高的企业受疫情影响相对较小，头部化妆品企业如珀莱雅和贝泰妮收入业绩均能实现超 30% 的快速增长，但还有近六成企业受到市场多重因素影响业绩呈现下滑。

图 19：美容护理 20-22Q3 营业收入(亿元)及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：美容护理 20-22Q3 净利润（亿元）及同比%



资料来源：Wind，山西证券研究所

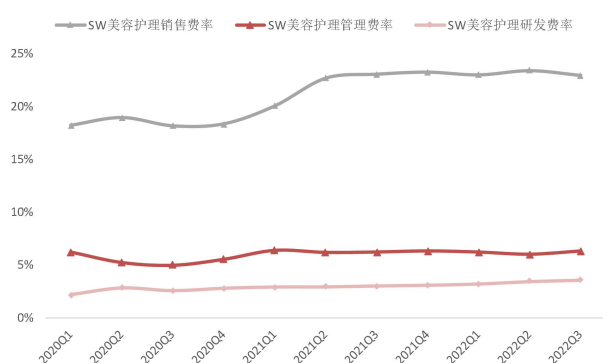
化妆品行业兼具景气度和增长潜力，国货品牌持续发力功效护肤赛道。下半年以来消费环境偏弱，化妆品市场也受到一定影响。国家统计局数据显示，22 年 1-9 月限额以上化妆品类零售额 2,774 亿元/-2.7%，累计增速维持在负值区间，品类在 6 月大促节点表现较好，Q3 淡季平销整体表现相对平淡。中长期来看，

我国化妆品行业作为内需消费中逐渐趋于日常刚需的一部分，消费韧性较足，行业景气度较高，仍有较大增长潜力。行业新规陆续出台，严格规范功效宣称评价制度，提高行业进入门槛，产品研发实力和精细化运营能力兼备的头部企业竞争优势愈渐彰显，行业迈入高质量发展时代。渠道方面，抖音已经成为化妆品线上销售的重要平台，伴随渠道流量红利逐步消退，美妆品牌的线上运营更加碎片化、精细化，运营能力强的头部品牌线上业务持续增势较好。品牌方面，随着 Z 世代消费者对国货品牌认可度逐渐提升，国货品牌兼具性价比和渠道优势，大众消费领域国货产品替代效应较强，竞争力凸显。其中，功效护肤赛道整体增速高于传统护肤赛道增速，未来发展空间较大，头部聚集效应更加明显。随着功效护肤赛道渗透率的不断提升，国货品牌在其中持续发力，利用大单品优势逐渐进军中高端市场，客单价、复购率以及忠诚度不断提升，中长期看国货品牌市占率将会持续提升。

4.2 销售费率略有下降，研发投入持续加大

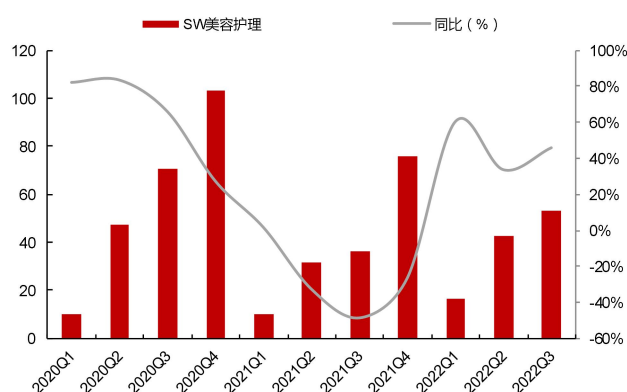
销售费率略有下降，研发投入持续加大。费用率方面，前三季度美护板块销售费用率为 23.0%/-0.1pct，虽然企业持续加大品牌宣传、产品推广、渠道拓展等营销费用，不过 Q3 淡季营销资源投放有所减少，带动整体费率略有下降；前三季度板块管理费率为 6.3%/+0.1pct，销售规模增长带来职工薪酬和信息化建设等管理费用同步上涨，费率略有上升；板块研发费率为 3.6%/+0.6pct，前三季度企业进一步加大研发投入，头部企业研发费率超过 4%，通过建立研发中心、拓展研发团队，与高校、科研机构及院线合作，持续创新原料研发，支撑产品推新迭代。经营活动现金流方面，前三季度为 52.9 亿元/+46.0%，流动现金规模明显回升。

图 21：美容护理 20-22Q3 费用率情况（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：美容护理 20-22Q3 经营现金流（亿元）

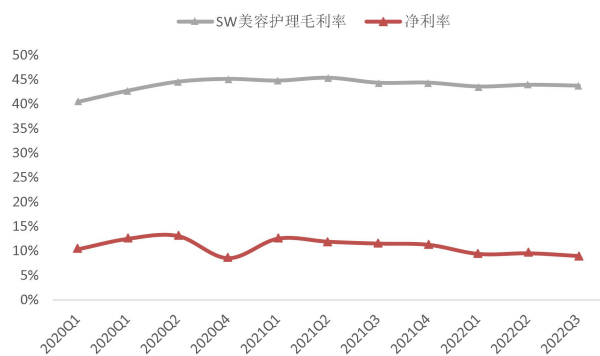


资料来源：Wind，山西证券研究所

成本费用上涨压制毛利净利。毛利率方面，前三季度美护板块毛利率为 43.7%/-0.6pct，板块中有超七成公司毛利率同比下降，受到市场环境影响板块整体收入增长不及往年，但原料成本和刚性支出持续上涨，压制整体毛利水平，不过优质公司通过调整产品策略和渠道结构，较好的抵御成本上涨冲击，有效提升毛

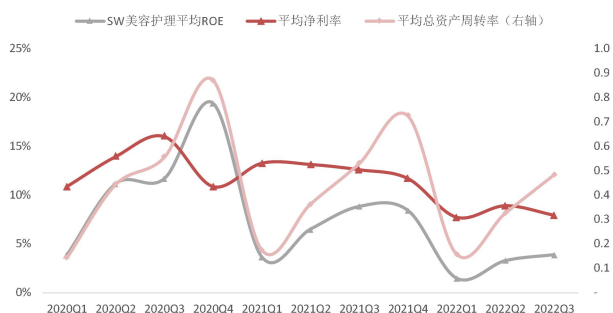
利率水平。净利率方面，前三季度美护板块净利率为 9.0%/-2.5pct，净利率下滑与业绩同比下降相匹配。ROE 方面，前三季度板块平均 ROE 水平为 3.9%/-5.0pct，22 年板块平均 ROE 水平维持在低个位数，主要受到平均净利率水平显著下降的影响，不过平均 ROE 逐季回暖。

图 23：美容护理 20-22Q3 毛利率/净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 24：美容护理 20-22Q3 平均 ROE（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.3 重点公司业绩梳理

重点覆盖公司方面，珀莱雅前三季度实现营收 40 亿元/+32%，Q3 实现 13 亿元/+22%，主要受到线上直营业务和子品牌彩棠的快速增长，依托大单品策略，公司主品牌持续引领整体增长；业绩方面，前三季度归母净利润 5 亿元/+36%，Q3 实现 2 亿元/+44%，业绩增长超预期，主要受到线上直营渠道营收增长带来的利润提升，大单品收入占比及毛利率提升，以及子品牌盈利带来的增长。盈利能力方面，前三季度销售毛利率 69.4%/+4.8pct，Q3 实现 72.0%/+5.9pct，主要受到大单品和精华类高毛利品类占比提升的影响，H1 主品牌珀莱雅和彩棠毛利率均达 70% 以上；销售净利率 12.7%/+1.2pct，其中 Q3 实现 14.6%/+2pct，受到线上营收增长、毛利率提升以及子品牌盈利等多重因素影响。费用率方面，前三季度期间费用率 50.5%/+1.4pct，主要受到销售/研发费率同比+1.0pct/+0.7pct 影响，主要系双 11 提前投放带来部分形象宣传推广费费率的提升。现金流方面，经营性现金流 7.7 亿元/+57.4%。

表 2：22 年前三季度美容护理重点上市公司经营情况

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元) ↓	yoy%	净利润 (亿元)	yoy%	毛利率%	净利率%	ROE (平均)%
600315.SH	上海家化	53.5	-8.2	3.1	-25.5	58.2	5.9	4.5
688363.SH	华熙生物	43.2	43.4	6.8	22.0	77.2	15.4	11.3
603605.SH	珀莱雅	39.6	31.5	5.0	36.0	69.4	12.7	16.4
300740.SZ	水羊股份	33.4	0.9	1.2	-18.9	55.2	3.5	7.1
300957.SZ	贝泰妮	29.0	37.0	5.2	45.6	76.8	17.8	10.6

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)↓	yoy%	净利润 (亿元)	yoy%	毛利率%	净利率%	ROE (平均)%
300896.SZ	爱美客	14.9	45.6	9.9	40.0	94.6	66.6	18.8
300856.SZ	科思股份	12.5	68.0	2.5	127.4	33.2	20.3	14.9
603983.SH	丸美股份	11.4	0.5	1.2	-15.5	68.0	10.1	3.9
300955.SZ	嘉亨家化	7.6	-8.3	0.5	-25.1	23.1	6.3	5.0
603630.SH	拉芳家化	6.3	-18.4	0.6	-0.2	45.6	9.7	3.3
300955.SZ	嘉亨家化	4.6	-10.6	0.3	-28.7	22.8	5.8	2.8
603630.SH	拉芳家化	4.0	-21.5	0.5	-13.5	48.0	11.4	2.4
300849.SZ	锦盛新材	1.9	-13.1	0.0	-127.5	10.6	-2.2	-0.6
300886.SZ	华业香料	1.8	5.7	0.2	17.3	24.2	12.2	4.2
300849.SZ	锦盛新材	1.4	-2.2	0.0	-79.1	14.6	1.9	0.4
300886.SZ	华业香料	1.19	-2.35	0.16	14.80	24.36	13.71	3.09

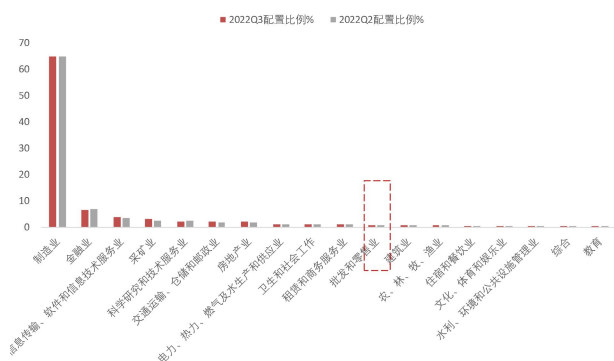
资料来源：Wind，山西证券研究所

5. 基金持仓：行业维持低配，美护板块基金获配最多

5.1 行业维持低配，配比持续改善

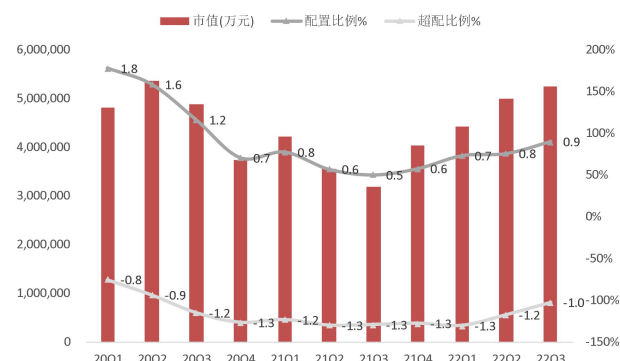
行业维持低配，配置比例环比改善。2022 年三季度，在证监会新标准的 19 个行业中，批发和零售业基金持仓总市值为 523.8 亿元，同比+64.9%，环比+4.8%；持仓占比为 0.9%，位列第 11。市场标准行业配置比例为 1.93%，批零行业低于标准行业配置比例 1.0pct，近两年来持续维持低配状态。配置比例同比+0.4pct，环比+0.1pct；低配比例同比收窄 0.3pct，环比收窄 0.2pct。22Q3 行业虽然维持低配状态，不过配置比例同比回升明显，低配比例也持续收窄。实体批零行业受到店客流限制影响，市场冲击较为显著，虽然行业整体配置水平较低，不过一些具备景气度和业绩弹性的细分板块仍然具备低估值的配置机会，当前配置水平在底部附近企稳，上升空间较足，随着防控逐渐常态化和精准化，行业配比有望环比持续转暖。

图 25：22Q3vs22Q2 基金配置比例行业分布情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 26：20-22Q3 批零行业基金配置比例情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

重仓个股：美护板块珀莱雅基金获配最多，零售板块老凤祥、周大生持有基金数居前。2022Q3 公募基金重仓股主要针对 CS 商贸零售和 SW 美容护理中的 43 家上市公司布局，环比新增 10 家，清空 10 家，重仓股向头部集中。其中重仓个股持有基金数排行前五的依次是爱美客（220）、贝泰妮（77）、珀莱雅（67）、科思股份（44）、华熙生物（30），基金持有数变动幅度排行前五的分别是珀莱雅（+42）、科思股份（+33）、贝泰妮（+22）、华熙生物（+16）、爱婴室（+8）。从季报持仓变动来看，位列前五的重仓个股分别是王府井、贝泰妮、小商品城、珀莱雅和周大福，持仓变动分别为 2,433.2 万股、650.1 万股、614.2 万股、493.8 万股、344.2 万股。

5.2 美护板块基金配置最多、获增配明显，珠宝板块次之

细分行业：美容护理板块基金配置最多、获增配明显，珠宝板块次之。从细分行业来看，22Q3 美容护理板块获得基金配置最多，加仓数量也最高，其次是珠宝行业。零售业态中百货和珠宝获高个位数加仓，超市遭减仓。三季度公募基金继续偏好美容护理板块，其中医美概念的爱美客继续获得 73 家基金配置，持续受到热捧，功效护肤赛道中珀莱雅、贝泰妮分别获得 42、22 家基金配置，Q3 美妆行业数据相对平淡，估值回落至低位，带来板块底部配置机遇；珠宝首饰板块整体获个位数加仓，其中老凤祥、周大福分别加仓 6 家和 4 家，而周大生由于消费环境偏弱和盟商补货需求的抑制，遭遇 9 家减仓。实体业态如百货综合业态此前配置水平相对较低，百货中王府井收益免税布局持续推进获得 6 家基金加仓。

表 3：零售板块重仓个股所属行业的持股变动情况

	22Q3 持有基金数↓	22Q2 持有基金数	持仓变动（家）	持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
美容护理	461	388	73	1,781.2	206.86
珠宝首饰及钟表	49	43	6	-199.6	7.59
百货	16	9	7	2,345.4	12.54

	22Q3 持有基金数↓	22Q2 持有基金数	持仓变动(家)	持仓变动(万股)	持股总市值(亿元)
其他连锁	15	23	-8	184.5	3.66
贸易Ⅲ	9	8	1	-3,817.9	0.42
专业市场经营Ⅲ	9	9	0	729.7	0.72
综合业态	7	2	5	439.6	0.64
超市及便利店	6	13	-7	-5,444.7	1.17
电商及服务Ⅲ	3	0	3	24.2	0.08
家电 3C	1	1	0	198.0	0.17

资料来源：Wind，山西证券研究所

6. 投资建议

从零售美妆板块三季报业绩情况来看，Q2 封控影响企业正常经营、限制供应链周转，Q3 消费市场环境偏弱，其中百货、珠宝和美护板块业绩呈现不同程度的双位数下行，超市和电商板块业绩持续亏损，Q3 亏损有所扩大。子板块方面，美护/珠宝板块营收小幅增长，百货/超市略有下降，电商呈双位数下降；业绩方面，美护、珠宝板块归母净利润规模相对较大，Q2 封控+Q3 市场偏弱影响下整体增速呈双位数下降，其中美护板块降幅最小，线上占比较高的企业整体受到疫情影响相对较小，单 Q3 超市、电商板块亏损规模有所扩大。当前消费恢复仍然面临居民收入增长放缓、支出分配谨慎、消费意愿承压、消费场景受限等制约因素，消费复苏筑底周期拉长、复苏进度放缓，市场恢复基础仍需巩固。

Q3 可选消费行业相对平淡，不过美妆板块龙头业绩增长情况好于行业整体，Q4 关注旺季促销虹吸效应应对国货美妆板块全年销售业绩的提振。受到市场环境的影响，短期需关注珠宝板块线下消费的恢复情况，美妆板块由于消费偏日常刚需、业绩韧性足叠加景气度高，行业整体具备较好的价值投资基础，我们看好国货美妆品牌市占率的持续提升，并维持对国货美妆板块的底部推荐。中长期在防控精准化，消费企稳筑底的逻辑下继续关注以下几条主线：

- 1) 国货美妆品牌线上运营优势明显，在精准定位 Z 世代消费者需求的基础上，依托自主研发能力不断丰富产品矩阵，持续增强国货替代效应、提升市场份额，建议关注持续夯实大单品策略的国货护肤品牌珀莱雅，专注敏感肌护理赛道的新锐国货品牌贝泰妮，个护品类增长亮眼、持续改善经营的老牌国货上海家化。
- 2) 珠宝首饰消费场景趋于日常，悦己型消费需求逐渐崛起，在黄金产品工艺升级+培育钻石初步探索的驱动下，品牌渠道布局继续加密，头部品牌市场集中度逐步提升，建议关注持续发力黄金产品+省代模式增收的周大生，同力量钻石合作创建培育钻石子品牌的潮宏基。
- 3) 长远看线下仍是全渠道布局的重要场景，实体门店布局 O2O 业务弥补客流下降带来的收入缺失，

连锁商超企业自建生鲜供应链优势明显，供销社重启有望带来市场格局变化，当前板块基本面边际改善，估值在底部附近，建议关注具备全国供应链优势、线上业务占比不断提升的永辉超市，深耕山东、加快省外区域拓展的家家悦；以及大成都周边网络布局优势明显的连锁便利店红旗连锁。

表 4：重点关注上市公司估值情况（以 11 月 10 日收盘价为基准）

公司代码	公司名称	EPS				PE			公司评级
		21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
603605.SH	珀莱雅	2.87	2.60	3.30	4.15	66.92	52.73	41.93	买入-A
300957.SZ	贝泰妮	2.12	2.80	3.62	4.61	54.90	42.46	33.34	买入-B
600315.SH	上海家化	0.97	0.86	1.07	1.28	33.83	27.19	22.73	增持-A
002867.SZ	周大生	1.12	1.13	1.35	1.65	10.79	9.03	7.39	买入-B
002345.SZ	潮宏基	0.39	0.41	0.51	0.62	10.63	8.55	7.03	增持-A
601933.SH	永辉超市	-0.43	-0.11	0.03	0.03	-28.73	105.33	105.33	增持-A
603708.SH	家家悦	-0.49	0.52	0.61	0.71	20.31	17.31	14.87	增持-A
002697.SZ	红旗连锁	0.35	0.38	0.41	0.44	13.45	12.46	11.61	买入-A

资料来源：Wind，山西证券研究所

7. 风险提示

- 1) 促消费政策落地效果、终端消费恢复情况不及预期；
- 2) 线下客流受限、物流受阻影响线上订单履约；
- 3) 居民倾向于储蓄，消费支出趋于谨慎；
- 4) 市场竞争加剧、新业态分流。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

