商贸零售行业2023年度投资策略

紧扣消费复苏主线，把握龙头业务拓圈机遇

行业研究·行业投资策略

商贸零售

投资评级：超配（维持评级）

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

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

联系人：孙乔容若
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

投资要点

■ 22年消费受多因素承压，明年有望逐步复苏。2022年1-10月社零累计整体同比增长0.6%。疫情多点散发、经济环境承压以及居民消费意愿降低，导致社零增速放缓明显。但着眼明年，随着各地疫情防控优化措施执行，以及各项促消费政策的持续出台，相关板块疫后复苏确定性正在逐步提升。从我们重点关注的细分赛道来看，1）化妆品：1-10月化妆品社零下滑2.8%，行业整体加速分化，头部国货品牌凭借高品质产品推新及多品牌布局有望突出重围；2）医美：疫情叠加政策监管扰动今年板块行情，但行业长期高成长特征仍在，明年相关扰动因素消化后有望迎来行业反弹；3）黄金珠宝：疫情防控致年内行业数据波动较大，明年在婚庆及保值带来的刚性需求复苏下，以及龙头逆势加速扩店扩张，板块企业业绩反弹较为明确。

■ **投资主线一：疫后反弹修复。**随着当前疫情防控优化措施不断出台，明年预计疫情对消费的压制影响将逐步消减，相关板块迎来复苏机遇。在这一主线下，我们主要从以下角度优选标的：一是以线下消费为主，因而前期确实受疫情防控影响基本面受损；二是行业消费需求偏刚性因而疫后反弹也较为确定；三是估值或股价已有明显回落，已较为充分反映了前期基本面受损预期，因而后续反弹也相对可期。建议积极关注：1）黄金珠宝：周大福、中国黄金、迪阿股份、周大生、老凤祥；2）医美机构：朗姿股份、医思健康、雍禾医疗；3）线下连锁：王府井、名创优品、孩子王等。

■ **投资主线二：优质龙头拓圈。**医美、化妆品等优质细分赛道龙头在行业红利驱动之下，近年来逆势环境下仍取得了较为优异的业绩表现。但随着行业基数的扩大以及估值的相对高位，未来我们建议应更多关注头部公司利用前期积累的优势，通过内生外延实现新业务突破，打造业务第二增长曲线，从而带来基本面新增量，同时也提供估值溢价。1）化妆品板块：推荐在产品升级以及多品牌布局表现突出的珀莱雅、贝泰妮、华熙生物以及鲁商发展等；2）医美上游产品：推荐现有业务增长动能充足，未来新增管线具备差异化竞争优势的爱美客、巨子生物等。

■ **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1：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	总市值（百万元）	EPS		PE	
			12-05	12-05	2022E	2023E	2022E	2023E
603605	珀莱雅	买入	166.05	47078.39	2.60	3.20	63.87	51.89
300896	爱美客	买入	510.46	110443.13	6.48	9.32	78.77	54.77
600315	周大福	买入	15.14	151400.00	0.73	0.86	20.74	17.60
300957	贝泰妮	买入	131.52	55711.87	2.81	3.80	46.80	34.61

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

目录

[01] 行业复盘及展望：疫情等多因素扰动，明年期待反转

[02] 化妆品行业：行业持续分化，龙头优势明显

[03] 医美行业：疫情及政策扰动，供给驱动长期成长

[04] 黄金珠宝：需求刚性复苏明确，头部企业加速扩张

[05] 投资建议：紧扣消费复苏主线，把握龙头扩圈机遇

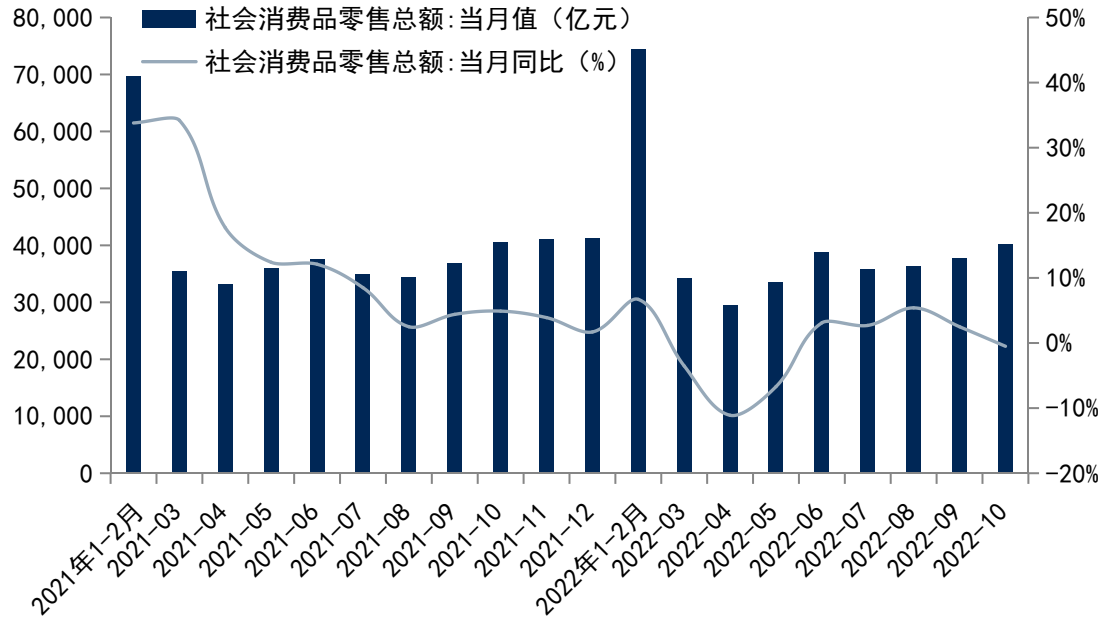
一、整体消费数据复盘：疫情拖累复苏进程，明年有望逐步修复

1. 消费数据回顾：疫情等多因素扰动下，社零增速有所承压

■ 2022年以来社零增速整体受疫情走势的影响出现较大波动，具体来看：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21年12月份加快5pct。3月起受多地疫情散发影响，社零增速放缓，3月/4月/5月社零分别同比-3.5%/-11.1%/-6.7%。6-8月在疫情防控缓和下，增速相对平稳，但随着9月/10月疫情反弹，社零增速分别同比+2.5%/-0.5%。

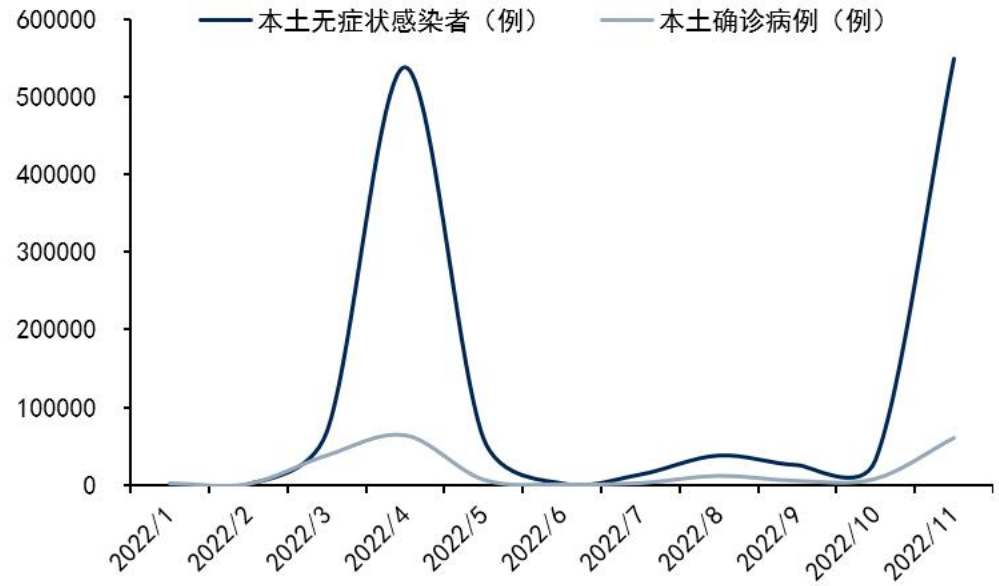
■ 疫情多点散发是社零消费增速下行的首要原因，同时去年以来经济下行压力也相对较大，居民收入水平以及消费意愿也在降低，多方面因素影响下，整体消费水平有所承压，2022年1-10月社零累计整体同比增长0.6%。

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

图2：2022年本土疫情趋势（例）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：11月为截至11月28日数据

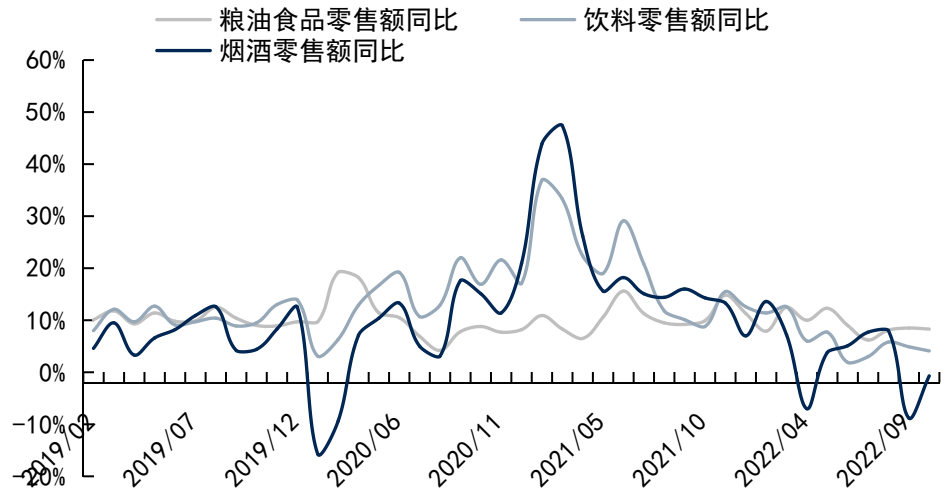
1-1. 分品类：必选品类相对稳健，可选品类在疫情反复下承压

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **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1-10月实现9%的增速；饮料/烟酒类分别实现6.6%/4.2%的增速，日用品实现1.6%的增速。

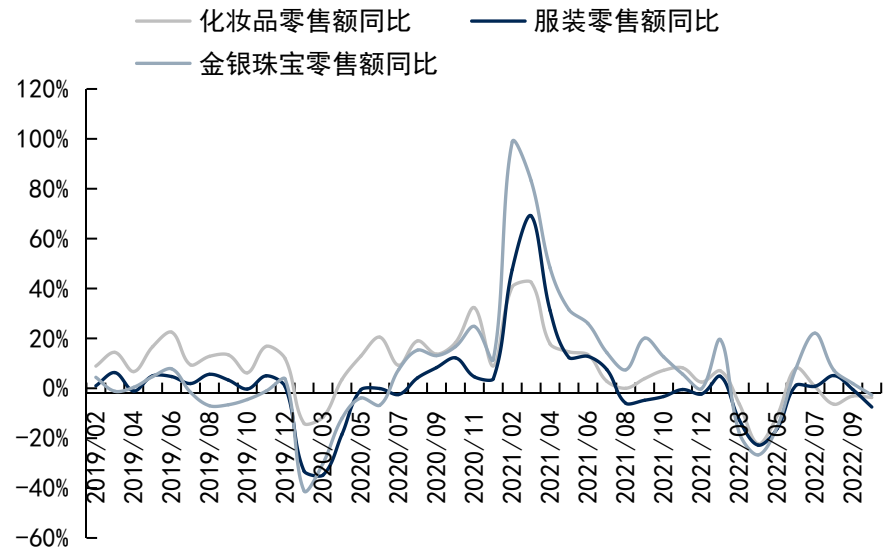
■ 可选品类方面，在疫情抑制消费情况下，除金银珠宝类消费稳健，其余品类均出现不同程度下滑，2022年1-10月纺织服装/金银珠宝/化妆品的社零消费分别同比-4.4%/+1.7%/-2.8%。

图3：限额以上单位商品的增速情况（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4：限额以上单位商品的增速情况（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

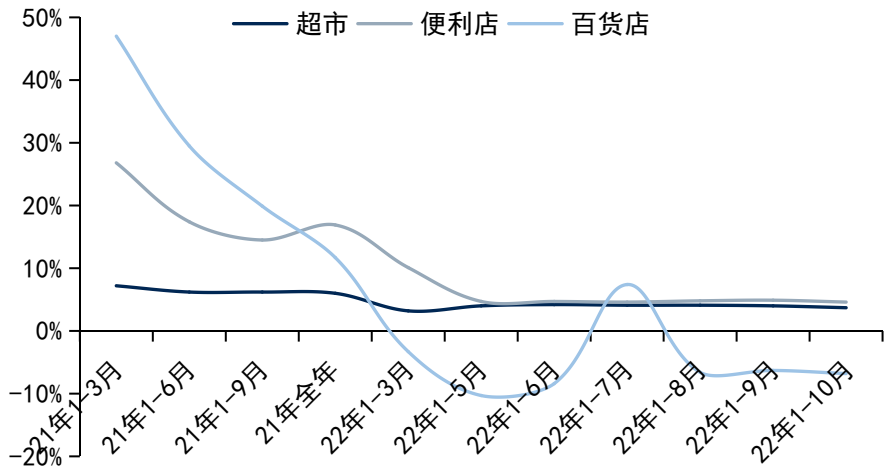
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 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1-10月电商渗透率达到26.2%，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的增加，2022年1-10月的零售额同比分别增长3.7%/4.6%；百货业态受疫情冲击影响， 2022年1-10月的零售额同比下降6.8%。

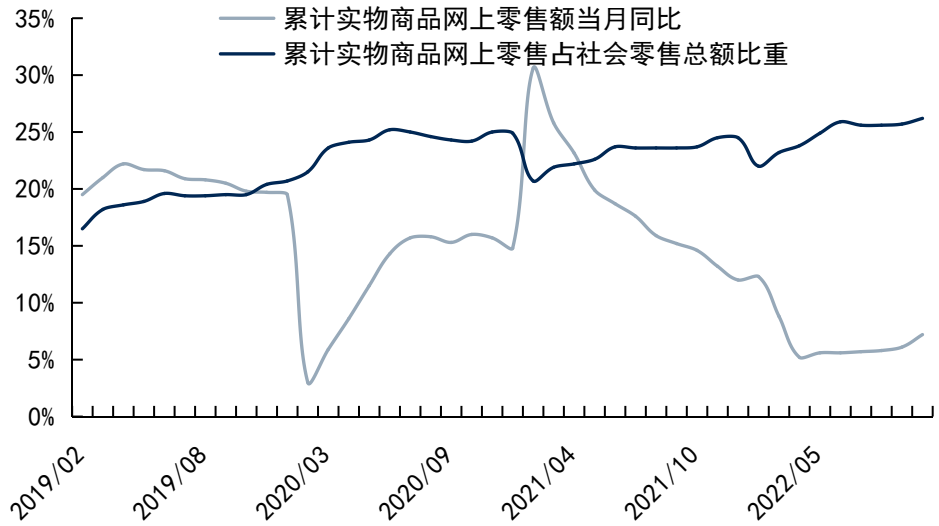
■ 线上业态方面，2022年1-10月全国网上零售额比上年增长4.9%，其中实物商品网上零售额109542亿元，增长7.2%，占社会消费品零售总额的比重为26.2%，较2021年上升1.7pct，反映疫情下消费者的线上消费习惯持续得到培养。分类目看，实物商品网上零售额中吃类/用类商品分别增长16.7%/5.3%，偏可选消费性质的穿类同比下降6.5%。

图5：限额以上零售业单位中超市/便利店/百货业态零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图6：实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重（%）



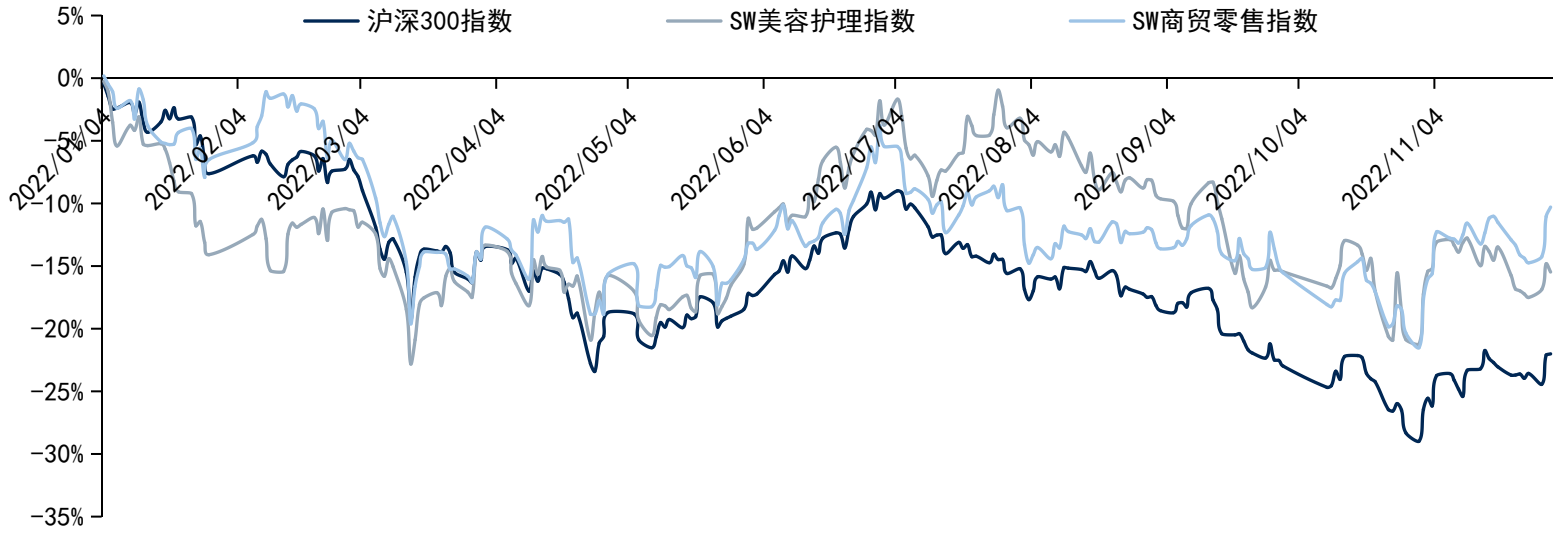
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2. 行情复盘：优质企业价值底部逐渐形成，看好后续复苏

■ 整体来看，受疫情等外部因素影响，板块内上市公司的业绩受到一定影响，股价走势也已较为充分的反映了这一预期，其中美容护理（SW）指数截止11月30日较2021年底的的收盘价下跌15.47%，跑赢大盘6.54pct；商贸零售（SW）指数截止11月30日较2021年底的的收盘价下跌10.3%，但仍跑赢大盘11.71pct。

■ 而展望明年，我们认为基本面最差的时期有望过去，**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。**具体包括1）疫情防控逐步优化，对消费行业公司冲击有望逐步弱化：《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》以及二十条优化措施的提出，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7：商贸零售及美容护理板块2022年以来股价变化（%）



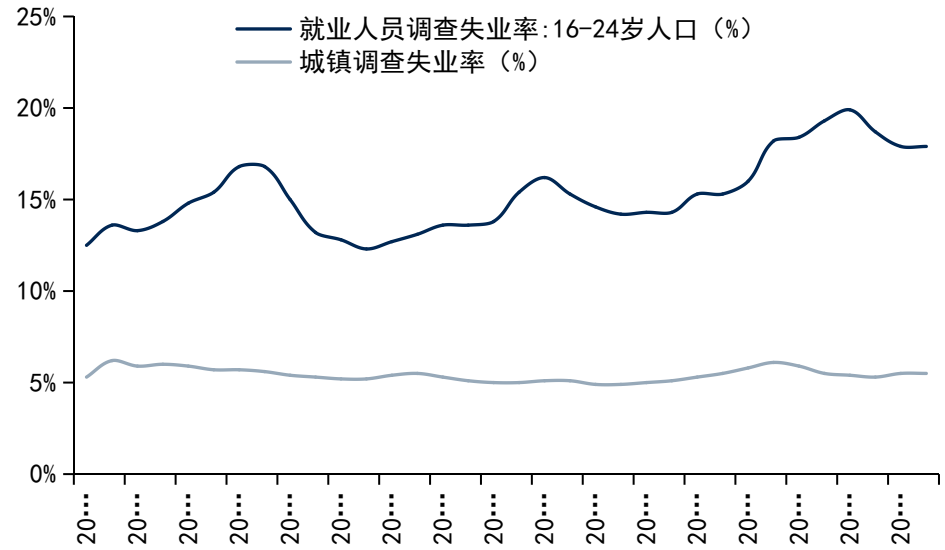
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2-1. 压制2022年消费的相关因素复盘

■ **与2020年疫情爆发初期相比，今年的消费产业遭遇了更多的变量**，具体包括：1）**疫情防控压力加大：**由于传播性更强的奥密克戎毒株影响，本轮疫情呈现影响时间更长、范围更广的特点，为应对所采取的常态化核酸和场所码管控也对人员的流动产生更大影响。2）**政策的不确定性：**近两年政策调控也影响了部分行业如互联网、教育培训、房地产等的经营，相关产业链中的企业利润下滑，经营也呈现困难。

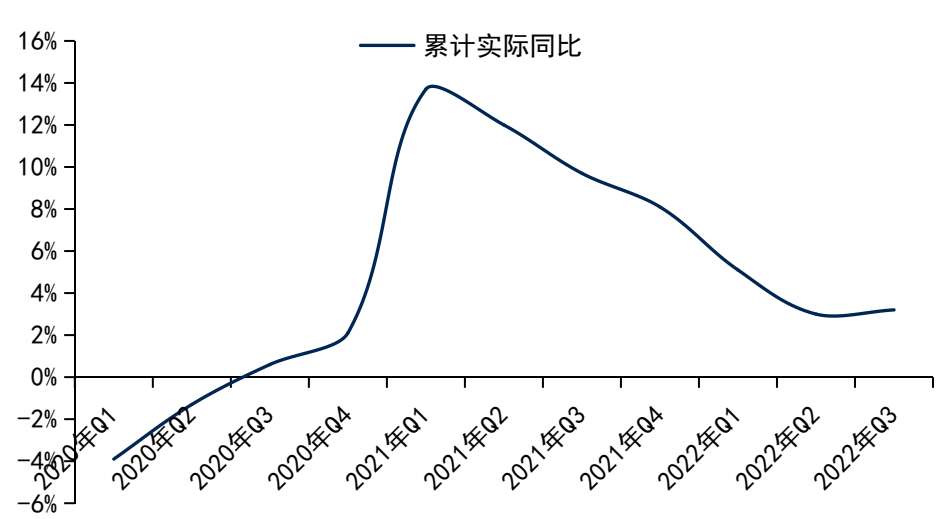
■ 上述因素的影响，叠加国内外宏观经济的变化，国内居民失业率走高，青年人失业率处于历史较高水平，居民人均可支配收入增速持续走低。如据国家统计局数据，2022年1—10月份，全国城镇调查失业率平均值为5.6%，其中10月份全国城镇调查失业率为5.5%，16—24岁劳动力调查失业率为17.9%，处于历史较高水平。上述因素综合影响下，居民消费意愿也呈现持续下行。

图8：全国城镇调查失业率、16-24岁劳动力调查失业率（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图9：全国居民人均可支配收入季度增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

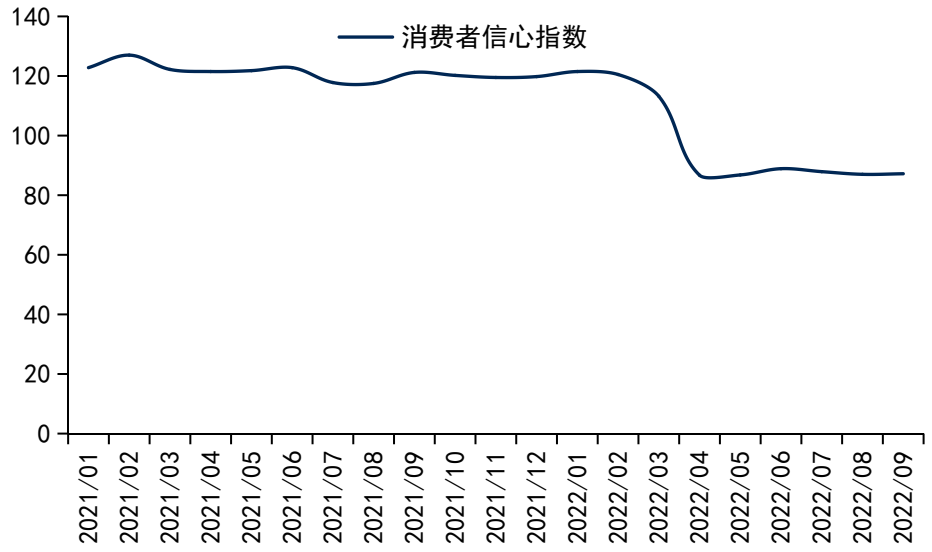
2-2. 消费意愿有所下降，但疫情防控优化后有望呈现回升迹象

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 由于疫情的封控、收入水平的下降以及内外宏观经济的变化，居民消费信心指数整体呈现趋弱态势。据国家统计局数据，2022年4-9月，消费者信心指数持续在90以下，较年初的120出现明显下降。与此对应的是居民储蓄率走高，据央行发布的《2022 年第三季度城镇储户问卷调查报告》，倾向于“更多储蓄”的居民占58. 1%，比例显著高于倾向于“更多消费”及“更多投资”。

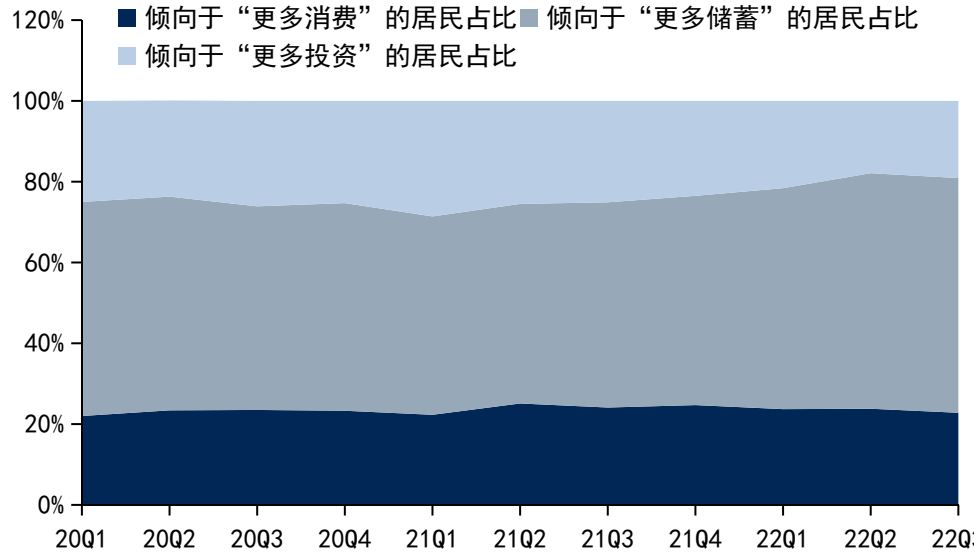
■ 但随着疫情防控措施的优化，预计未来整体消费意愿有望实现回升。从2020年的历史数据看，据央行数据，2020年二季度倾向于“更多消费”的居民较一季度上升 1.3 个百分点，倾向于“更多储蓄” 的居民较一季度下降 0.1 个百分点，2020年三季度倾向于“更多储蓄”的居民继续较二季度下降2.5个百分点。

图10：居民消费者信心指数变化



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：居民消费、储蓄、投资意愿变化



资料来源：中国人民银行、国信证券经济研究所整理

2-3. 长期来看，当前压制消费的扰动因素有望逐步缓和

■ **其次，目前各地正在积极探索防控优化措施：**包括不再判定次密接；高风险区不得随意扩大；不得扩大核酸检测范围；一般不按行政区域开展全员核酸检测等。未来随着疫情防控优化，有望进一步减少对人员流动的限制，激发消费活力。

■ **此外，相关促消费政策持续出台：**国务院办公厅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。政策发力推动房地产行业发展，相关地产后周期消费品也有望迎来发展机遇。

表2：促消费政策/疫情防控优化措施

日期	促消费政策/疫情防控优化政策
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。
2022/3/1	为进一步支持小微企业发展，财政部不、税务总局发布《关于进一步实施小微企业“六税两费”减免政策的公告》。
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。
2022/4/25	国务院办公厅日前印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，旨在协同发力、远近兼顾，综合施策释放消费潜力，促进消费持续恢复。
2022/6/28	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》正式公布，进一步提高疫情防控的科学性、精准性，充分利用资源，提高防控效率，统筹疫情防控和经济社会发展。
2022/8/25	国务院总理李克强8月24日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施：增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度、持续抓好等物流保通保畅
2022/8/31	广东省人民政府办公厅印发《广东省加大力度持续促进消费若干措施》，鼓励各地市在2022年9月1日至11月30日开展家电“以旧换新”活动，省对各地市活动实行奖补政策。
2022/9/29	上海发布《促进绿色智能家电消费补贴政策》，以2亿元财政补贴范围覆盖电冰箱、电视机、洗碗机等八大类一级能效家电，自10月1日起至补贴资金使用完毕
2022/11/16	国家发展改革委举行11月份新闻发布会，会上负责人表示，国家发改委还将促进重点领域消费加快恢复发展，持续推进实施退税减税降费，加大对中小微企业和个体工商户的支持力度。
2022/11/11	国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。

资料来源：政府公告、国信证券经济研究所整理

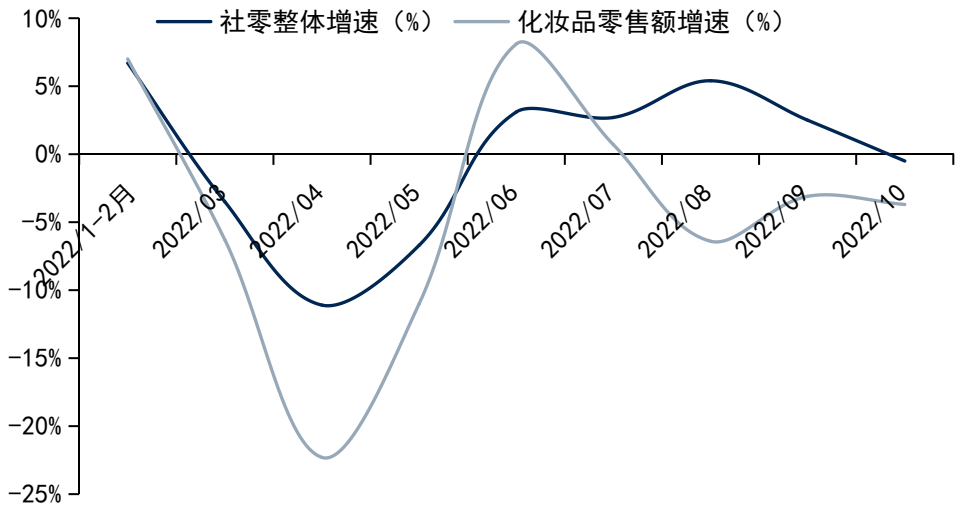
二、化妆品行业：行业分化，龙头优势明显

1-1. 行业数据回顾：行业增速放缓，龙头表现依旧靓丽

■ 化妆品行业自进入2022年后迎来行业震荡下行，从社零数据表现来看，2022年1-10月化妆品类零售额3084亿元，同比-2.8%。特别是进入22年下半年，行业连续出现负增长，我们认为一方面受疫情反弹以及消费大环境承压影响，另一方面，结构性来看，在消费力下行趋势下部分国际高端品牌也在基数较高情况出现了增长乏力；另一方面，行业中的中小品牌出清力度进一步加大。

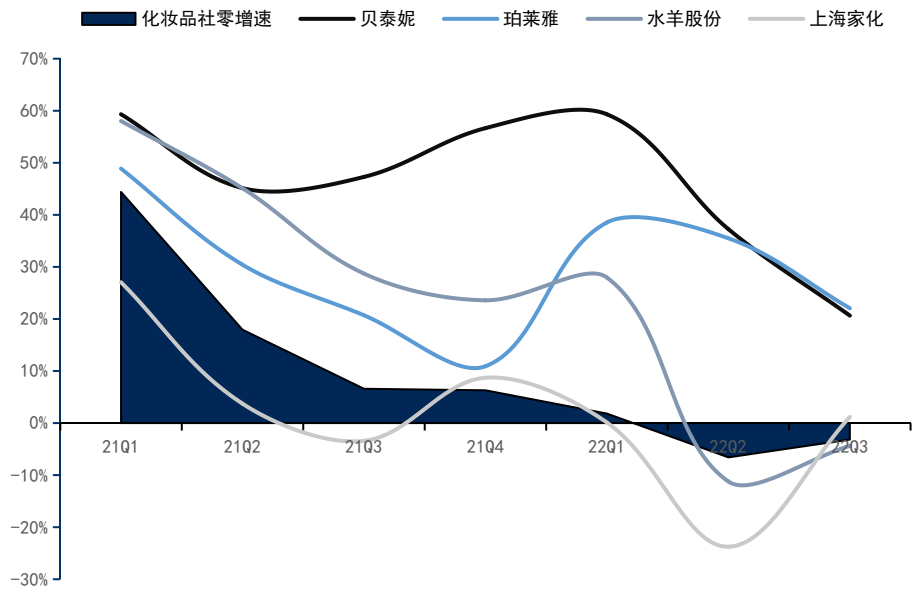
■ 但同时，国货头部化妆品企业在多重外部因素影响下依然取得了收入高增长，国内龙头如贝泰妮、珀莱雅以及华熙生物的化妆品业务，均取得了远超市场平均水平的增长，其中前三季度珀莱雅、贝泰妮营收增速分别为31.53%、37.05%。我们认为，未来行业头尾部企业分化的趋势仍将持续延续。

图12：2022年以来限额以上化妆品零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图13：头部化妆品企业收入增速跑赢化妆品整体社零增速



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

1-2. 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化妆品行业指数仍跑赢沪深300，但波动较大。22年之初，随着大盘整体调整以及估值消化压力，板块出现了一定回调，但随着龙头品牌二季度靓丽业绩的披露，带动板块走出了一定的相对收益。但到了三季度由于疫情反复以及7-8月行业和企业的数据表现承压，板块行情再度走弱。

■ **个股行情表现来看：**进入2022年，受到消费板块行情整体承压，以及板块基本面走弱等因素影响，板块内个股股价普遍有所调整，但龙头公司珀莱雅凭借较强的业绩表现，股价相对收益优势明显，在板块普遍调整的大背景下股价仍逆势表现优异。

图16：2022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17：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（%）
603605.SH	珀莱雅	12.34%
300957.SZ	贝泰妮	-22.54%
688363.SH	华熙生物	-26.91%
300740.SZ	水羊股份	-29.77%
603983.SH	丸美股份	-9.85%
600315.SH	上海家化	-31.36%
003010.SZ	若羽臣	-27.31%
300955.SZ	嘉亨家化	-32.23%
600223.SH	鲁商发展	-50.00%
603630.SH	拉芳家化	-33.65%
YSG.N	逸仙电商	-49.30%
300792.SZ	壹网壹创	-43.69%
605136.SH	丽人丽妆	-53.60%
300132.SZ	青松股份	-48.01%

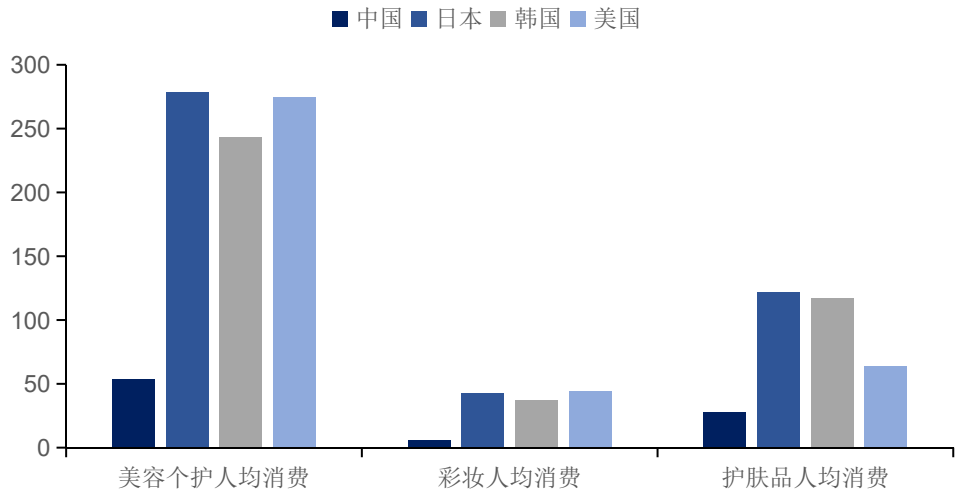
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理　注：时间截止22.10.30

2. 行业空间：行业空间依旧广阔，但是增长驱动正在发生变化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

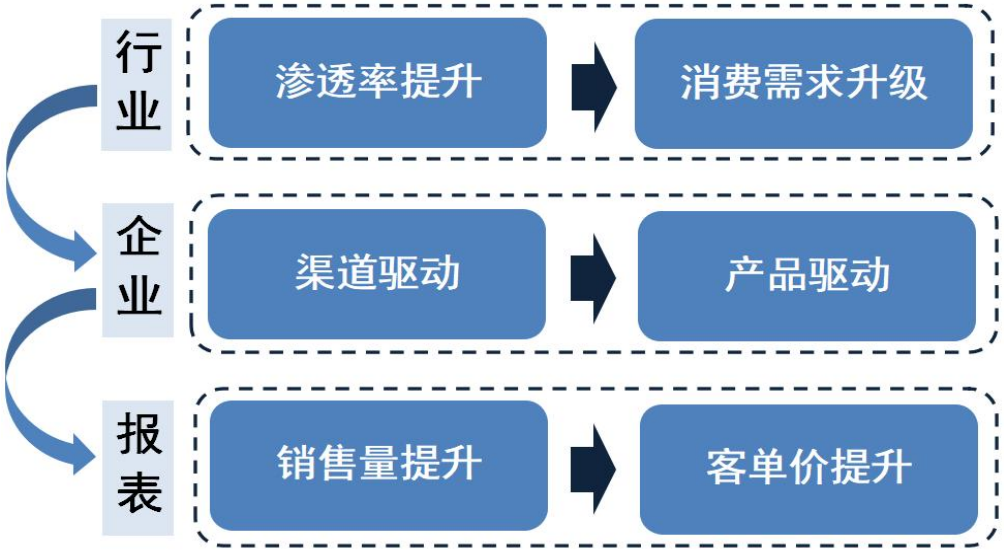
- 化妆品市场依旧有着巨大的发展空间：根据欧睿咨询数据测算，2020年中国美容个护/彩妆/护肤品人均消费分别为54/6/28美元，均显著低于美日韩，从这一角度看，我国对标成熟市场仍有5倍以上的发展空间。
- 中国化妆品市场真正商业化发展不过30多年的历史，对于国产品牌而言在今年以前的驱动主要来自于渠道切换下红利释放。但21年之后，化妆品潜在消费者的转化已经较为充分。相应的，随着这部分消费者美妆消费习惯不断趋于成熟与专业，对于更安全、更健康和更高效的消费方式追求正在提升。且随着竞争加剧大幅提高了推广流量的费用，新规实施大幅提高了供应链的门槛，因此，行业也正逐步由以渗透率快速提升下野蛮生长阶段，步入基于满足消费者持续消费升级需求下的成长阶段。

图18：2020年中国护肤品人均消费（美元）



资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理

图19：中国化妆品市场的发展变化



资料来源：国信证券经济研究所整理

2-1. 行业空间：参考日本市场，经济低速环境下化妆品企业依旧亮眼

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 参考日本经验，当前经济低迷期，相对于其他可选消费品类，化妆品行业表现仍具有一定韧性。

■ 我们参考日本化妆品市场发展历程来看，在日本进入90年代GDP增速持续低位，以及社会老龄化程度加速的过程中，日本的头部化妆品企业规模增速依旧保持了相对较高的成长。在产品本身的高用户粘性特点下，伴随消费者的需求持续升级驱动量价提升，化妆品行业长期来看具备一定抗周期的发展韧性。因此我们看到从日本经济开始陷入衰退的92年至今，资生堂以及花王集团的营收取得了稳健向上的营收增长，股票市值则分别增长了4.2倍和6.8倍。

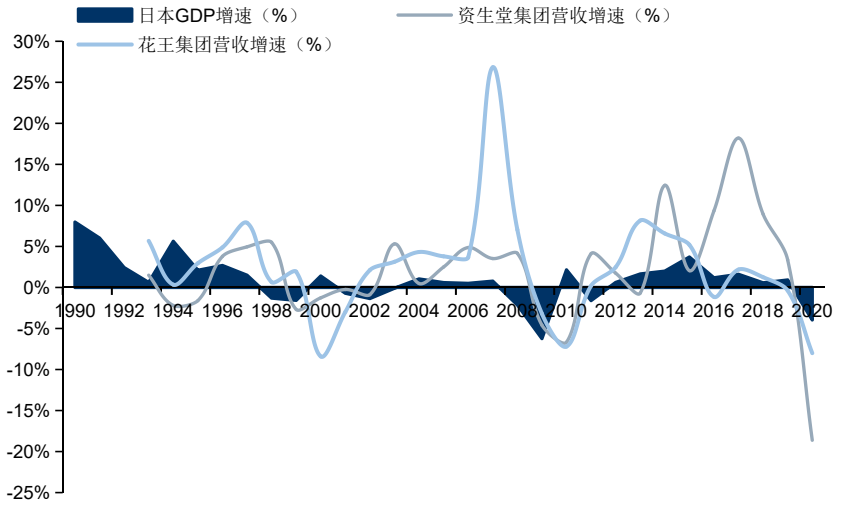
■ 此外，我们看到日本本土化妆品企业的发展，也经历了从被欧美品牌收购挤压，到本土品牌崛起以及对外并购的逆袭之路，并最终形成了现在的四大化妆品巨头格局。

图20：日本头部日化企业的市值变化



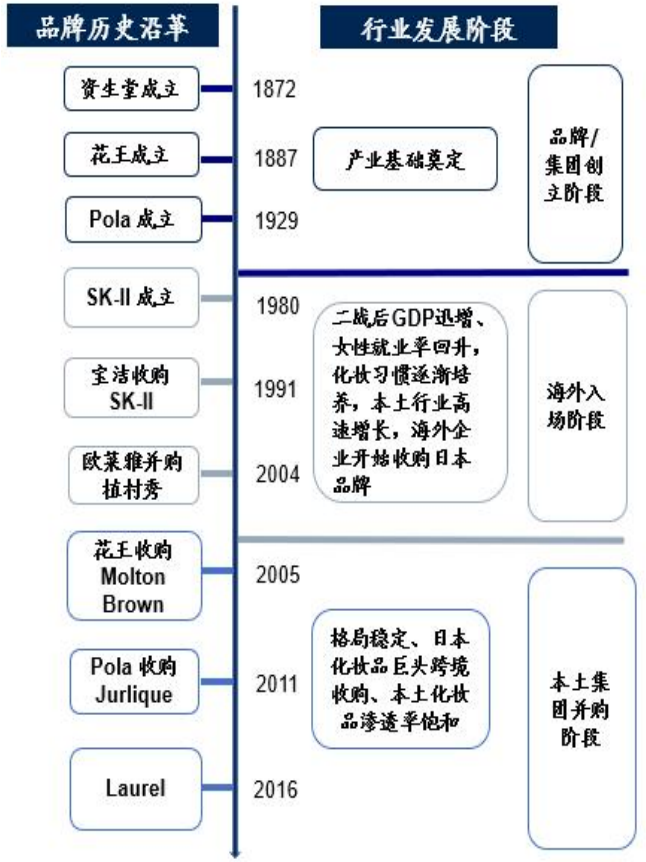
资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图21：日本头部日化企业的收入变化



资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

图22：日本化妆品集团逆袭之路



资料来源：新浪网、国信证券经济研究所整理

2023展望：预计行业基本面呈现前低后高，龙头品牌优势仍将集中体现

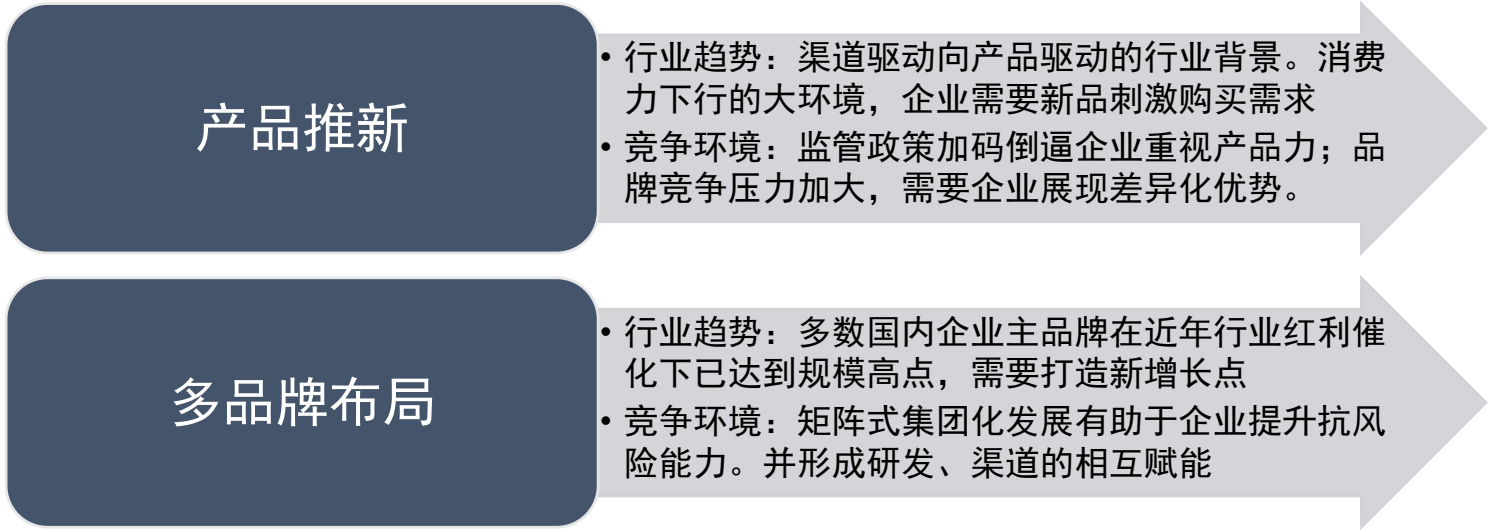
国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **行业走势来看，23年我们预计化妆品行业将会呈现前低后高的走势**，主要基于：1）预计疫情的防控优化将是循序渐进的，而居民消费意愿的恢复也会逐季逐步向好；2）消费力趋弱背景下，大促折扣的吸引力不断增强，因此对于前后月份的行业需求虹吸效应可能也有所强化；3）此外从今年行业基数变化来看，22年Q1以及上半年仍相对较高，但进入下半年在22年超头主播以及平台调整等因素影响下，行业基数走低。

■ **行业结构变化来看，三大因素促使下未来行业分化仍将延续：1）流量投放洼地缺失。**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。**2）化妆品新规带来监管趋严，**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。3）**一级消费投融资遇冷，新锐品牌运营难度加大。**

■ **因此整体来看，我们仍建议积极布局在产品升级和多品牌布局方面有所作为的国货品牌龙头。**在当前行业渗透率到达阶段性高点，渠道拓展布局已较为成熟背景下，各品牌在产品端的推新能力，以及开拓新品牌打开第二曲线的能力成为突围的关键。

图23：2023年板块投资关注重点



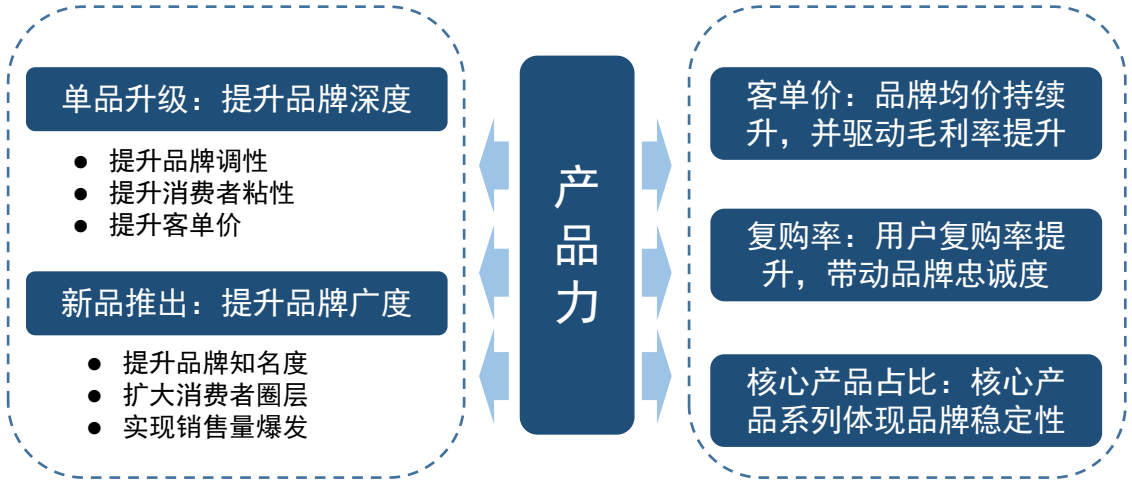
资料来源：亿邦动力网、国信证券经济研究所整理

3-1. 行业展望一：产品力为王时代，供给驱动需求增长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

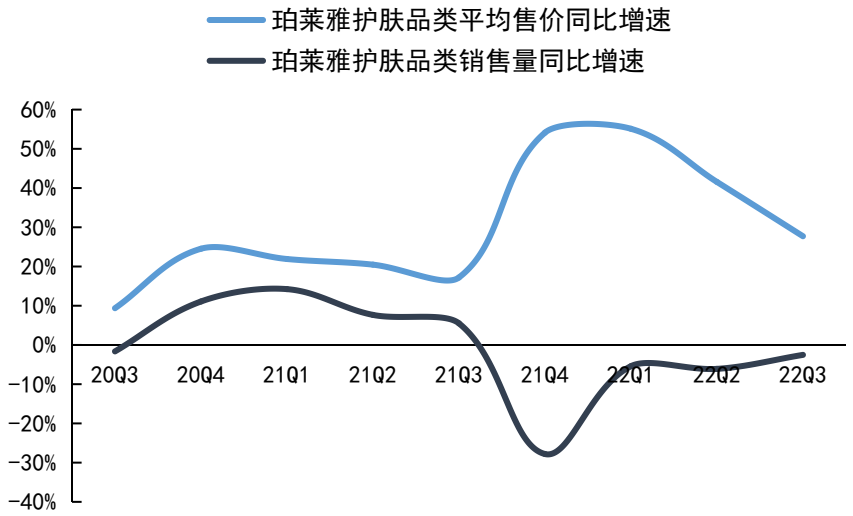
- 动因：如前文所述，如今行业已经由渠道驱动切入到了产品驱动时期。在渠道拉新效率走弱背景下，再试图在聚力渠道端促销获客只会进一步透支品牌潜在需求和市场口碑。**未来企业需要在产品端，通过持续的推新和升级，以优质的产品和服务刺激消费者作出新的消费决策**。
- 方式：**产品驱动包括升级能力和推新能力**。一方面，企业需要通过对原有核心产品进行持续升级，保持产品热度，夯实品牌基本盘；另一方面，企业也需要根据需求变化，持续推出新的产品系列，满足消费者多元化的需求，拓展用户覆盖面。
- 成果：企业通过原有产品升级迭代下的售价提升，以及品类丰富衍生下销售复购率的提升，最终能够实现品牌整体客单价的增长。而“价”驱动下的收入增长，能够有效提升品牌整体的毛利率水平，**从而带动盈利水平的稳步提升**。

图24：化妆品产品力升级路径



资料来源：国信证券经济研究所整理

图25：大单品驱动下珀莱雅实现有效“价”增



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3-2. 行业展望二：外延并购开拓第二曲线，积极打造多品牌矩阵

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 动因：在当前多数国货美妆企业主品牌运营已经较为成熟的背景下，多数企业的主品牌的增长虽然仍有空间，但边际增速正随着基数变大而逐步放缓。这个时候多品牌的布局对于企业未来的持续成长显得越发重要。**通过第二增长曲线打造，能够保障企业的长期增长确定性和持续性，也是其获得估值溢价的重要来源。**

■ 方式：**企业的多品牌布局方式主要分为自行孵化和外延并购两种方式。**目前来看，国内企业多数采用自行孵化的方式，相对而言前期对利润影响较为有限，且不存在团队磨合问题。但在涉足企业原有能力圈外的品类和价位段市场时，通过外延并购仍是相对较好的实现快速业务扩张的方式，不过在标的品牌的选择和后续的协同赋能中，也对企业的管理能力提出了新的考验。

■ 成果：近年随着本土美妆企业登陆资本市场，在后续发展中均有积极推进多品牌布局。虽然整体来看，相关企业的新品牌业务整体占比仍与主品牌相比较低，但增长势头良好，部分企业新品牌业务也逐步实现了盈利，未来有望成为企业增长的新驱动力。

表3：近年来国货化妆品公司布局的重点新品牌情况介绍

公司	品牌	品牌定位	经营情况介绍
珀莱雅	彩棠	新国风化妆师专业彩妆，定位于底妆产品，以“高光/修容”作为单品突破口	2022年前三季度营收3.4亿+，同比增长 110%+，毛利率持续提升，今年预计实现5个亿，复购率在25%-30%，主价格区间150-200元。
	Off&Relax	日本研发生产，专注头皮养护的洗护品牌	目前通过天猫国际进行销售，今年预期能达成一个亿目标，明年随着天猫旗舰店的推出，会出现高速增长。主价格区间150-200元。
	悦芙媞	专为年轻油性肌肤定制，针对大学生等年轻女性群体	其他品牌（除珀莱雅、彩棠）2022年H1营收2.06亿元，同比+19.70%。今年预期超预期1个亿，客单价在50-150元。
丸美股份	恋火	新锐彩妆品牌，擅长底妆，崇尚高质和极简	2022年H1营收9855.36万元，占比达12.08%，双11”线上全渠道GMV规模超过2021全年、同比增长280%，其中天猫增长380%。
贝泰妮	AOXMED	高端抗衰品牌，利用核心抗衰成分美雅安缇 MLYAAT-1002®全层抗衰精萃打造“专妍”、“萃妍”、“美研”三大系列产品。	预计先在医美及美容院线等封闭的专业渠道先行布局，再进入电商等公域渠道。目前AOXMED专妍系列单品价格带在400-3000元，套装价格带在4000-10000元。
	薇诺娜宝贝	专注婴幼儿肌肤功效性护理，主打功效针对宝宝湿痒、干燥，帮助增强肌肤屏障功能，调节宝贝皮肤微生态。	本次双十一薇诺娜宝贝位列天猫婴童护肤TOP4。
水羊股份	伊菲丹	专为敏感肌研发抗衰产品，涵盖日常全品类护肤种类。主打三重胶原系列产品，核心成分为三重胶原肽。	据魔镜和飞瓜数据，2021年和2022年上半年，EDB淘宝系、京东和抖音合计的销售额分别增长39%和31%，EDB已经进入丝芙兰、王府井、Joyce Beauty以及西安和北京的SKP等渠道。

资料来源：公司公告、魔镜数据、飞瓜数据、国信证券经济研究所整理

三、医美行业：疫情扰动仍存，龙头加速扩张

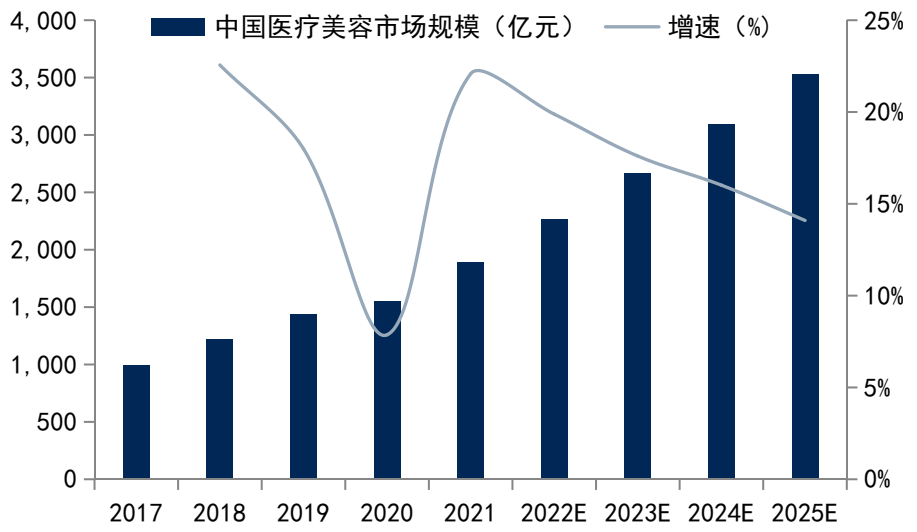
1-1. 医美行业数据回顾：市场规模广阔，疫情抑制短期需求

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 医美属于线下终端消费，因此受疫情影响较为直接，但在疫情后复苏情况也相对优异. 一方面医美行业整体渗透率相对较低，行业景气度趋势不改，且消费者需求较为刚性，其中预计轻医美客流恢复相对更优，疫情后需求反弹明显。根据Frost & Sullivan数据，国内医美行业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。

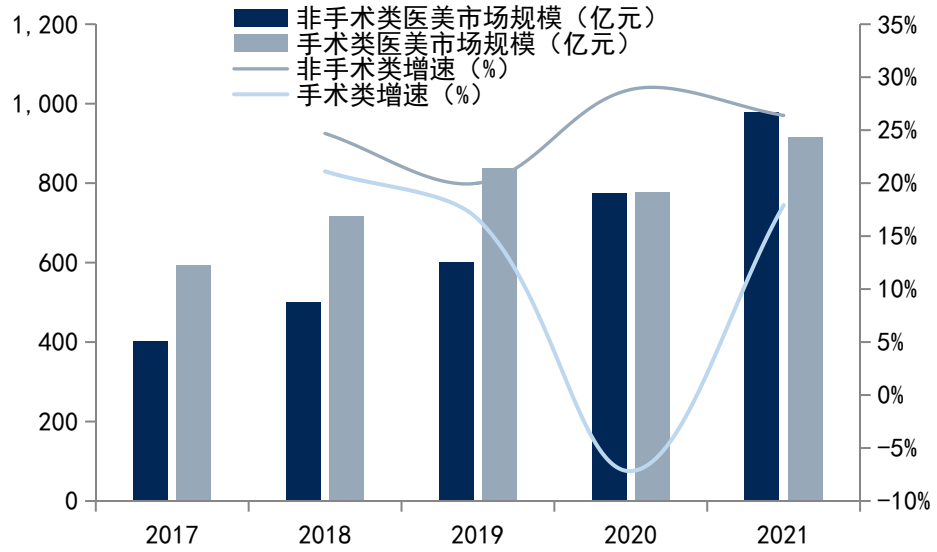
■ 由于疫情之下对于企业的资金和会员运营都提出了更高的要求，以及合规监管营造行业健康发展趋势，未来均有利于头部企业集中度提升。且其中国内上游企业积极布局的轻医美市场占比有望持续扩大，Frost & Sullivan数据显示，2021年中国非手术类医美市场规模977亿元，占比51.64%，较2017年提升11.26pct。

图26：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27：中国医美行业手术类/非手术类市场规模及增速（亿元、%）



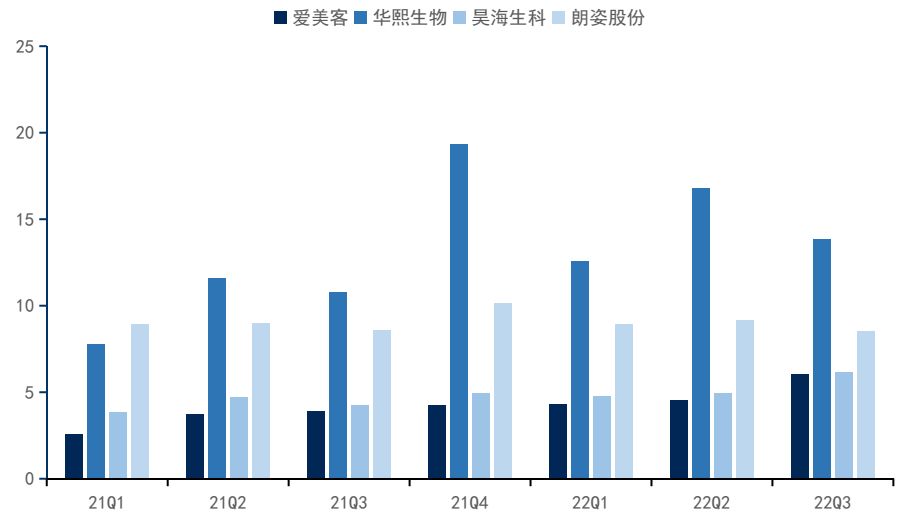
资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

2-1. 医美板块业绩回顾：行业龙头带动板块整体表现良好

■ 从板块整体营收增速来看，三季度各公司在疫情反复情况下分化明显。主要由于受到各地零星疫情反弹，整体业绩有所影响，但上游龙头公司，在积极的渠道扩张，以及新产品线的销售推广刺激下，取得了领先行业的表现。

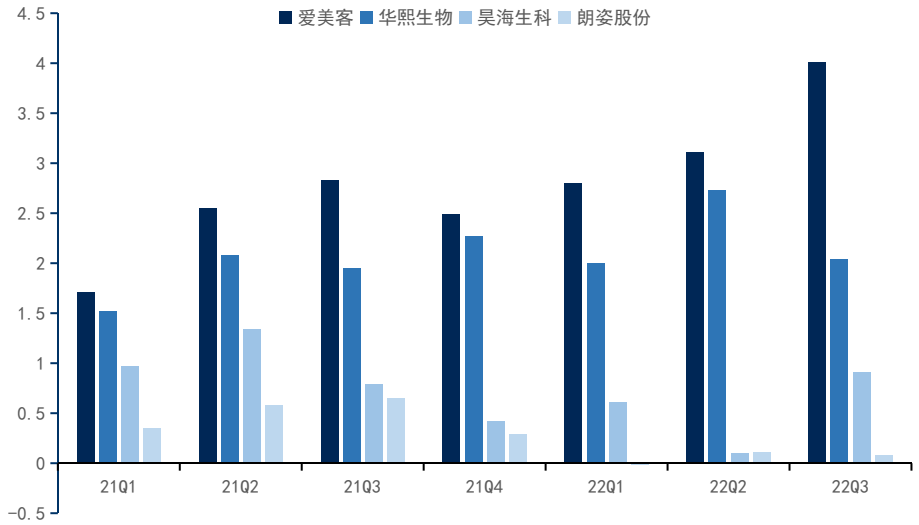
■ 收入端来看，主营医美上游产品的爱美客营收增速较高，22Q3取得55.15%的增速，昊海生科紧随其后45.14%，而朗姿股份等下游机构企业由于受疫情反复影响严重下滑0.73%。利润端来看，爱美客受益于龙头公司较强的需求粘性，以及新品销售推广刺激，增速高达41.55%，华熙生物和昊海生科22Q3利润增速分别为4.86%、14.15%，朗姿股份同比下滑87.25%，主要由于医美业务新设机构仍处于亏损中。

图28：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29：医美板块个股分季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

2-1. 医美行情数据回顾：整体行情承压，个股表现分化

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **从板块行情表现来看：**医美板块自21年下半年后随着市场风格切换，以及医美相关政策密集出台带来的市场情绪影响，步入估值消化期，虽然在Q2受龙头公司的优异的中报业绩表现的催化有所反弹，但进入三季度，由于经营端再度受到全国疫情反弹影响，以及近期再度出现的监管政策对市场情绪的扰动，板块整体走势较为平淡。

■ **从个股行情表现来看：**22年初至今，主流医美个股均呈现不同程度下跌，主要受上述因素影响，而华东医药由于其较强的新品销售业绩，以及潜在的新品推出预期而表现相对优异。此外爱美客凭借较为稳定业绩表现，估计在板块内也有一定相对优势。

■ 整体来看，板块行情走弱的因素主要为两点：1）**持续的疫情以及消费力下行**，使得市场对于医美的短期成长性基础有所担忧，毕竟医美是以线下渠道为主的高端消费，短期不可避免受到影响。2）**市场对于政策监管的担忧**，也影响了医美行业确定性基础。但目前相关的担忧均已反映在了估值之中，回归理性后未来将更加看中企业自身的经营成长情况。

图30：2021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31：重点医美个股行情走势

证券代码	公司	2022年至今涨跌幅（%）
000963. SZ	华东医药	5. 24%
300896. SZ	爱美客	-19. 36%
1696. HK	复锐医疗科技	-37. 10%
688363. SH	华熙生物	-26. 91%
002612. SZ	朗姿股份	-39. 32%
0460. HK	四环医药	-48. 85%
000615. SZ	奥园美谷	-51. 67%
688366. SH	昊海生科	-40. 45%
AIH. O	医美国际	-62. 07%
2135. HK	瑞丽医美	-61. 36%
2138. HK	医思健康	-63. 33%

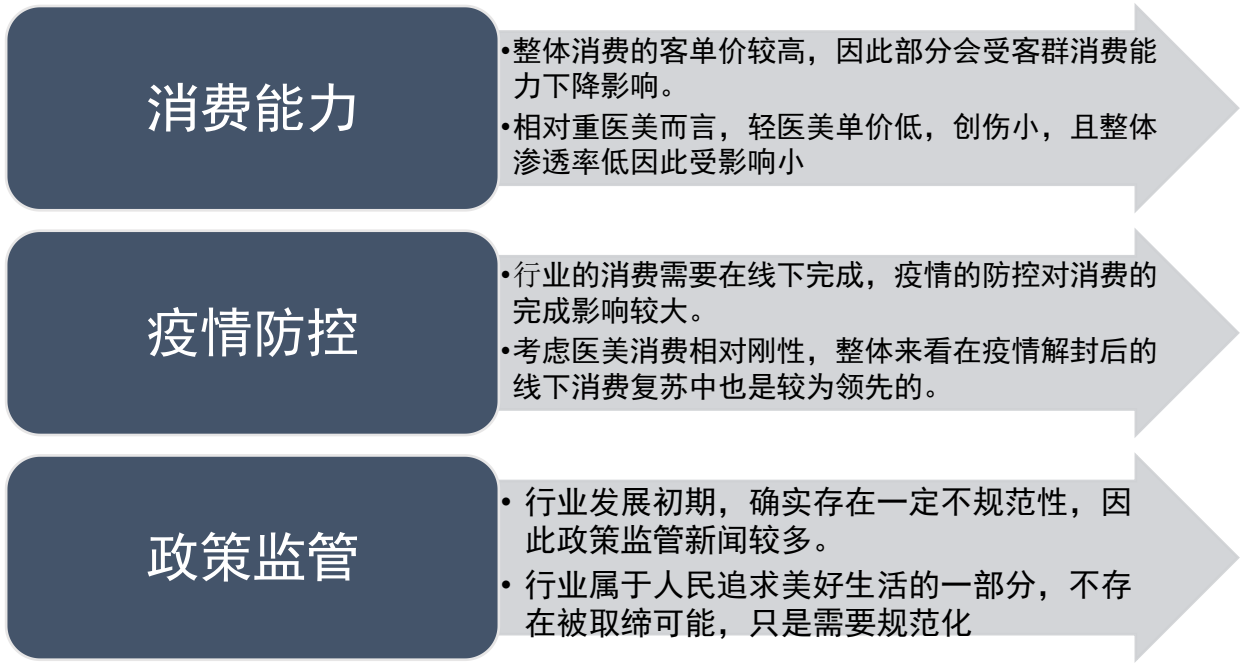
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：截至2022年10月30日

3. 行业展望：从当前影响行业的三大外部因素，看明年修复方向

■ 1）疫情防控：医美消费需要在线下完成，疫情的防控对消费的达成影响较大。但考虑医美消费相对刚性，历次来看在疫情解封后的线下消费复苏中也是较为领先的。2）消费力下行：医美整体客单价不低，属于高端消费。因此会受到部分客群收入水平降低影响，但其中轻医美因此单价低，频率高，受众广等因素，相对而言受影响较小。

■ 3）政策监管：医美行业处于行业发展初期，因此确实具有较多的不规范之处。同时，医美横跨医疗及消费两大赛道，因此监管的涉及部门也较为复杂。因此政策监管相关新闻持续出现，在当前市场环境下，对于板块容易形成情绪扰动。但监管本意为促进行业更好发展，未来有望推动合规龙头健康长久发展。

图32：影响医美板块三大外部影响



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3-1. 行业展望一：政策监管持续强化，市场竞争环境趋良

■ 近两年来，医美行业的监管不断强化，2021年包括国家卫健委等八部门联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》、市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》等。进入2022年，监管对医美各环节做了进一步的强化，包括：1）产品端，明确监管规格，其中年初的《医疗器械分类目录》调整明确III类医疗器械监管等。2）消费端，10月市场监管总局发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》，防范医疗美容行业虚假宣传行为及规范定价。此外，地方政府、网络平台也针对医美行业出台了一系列监管政策。

■ **对于明年，我们认为给市场监管趋严的方向仍不会变化。**这一过程中，市场中的不合规企业有望出清，**而头部企业通过自身的调整转型和管理提效，应对更高标准的政策监管也将更加从容。**未来产业链龙头集中度有望加速提升，长期来看合规医美市场发展空间依旧广阔。

表4:2022年相关医美监管政策

政策	发布单位	发布时间	主要内容
关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022年第30号）	国家药监局	2022年3月30日	明确 “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
2022年医疗卫生国家随机监督抽查计划	国家卫健委	2022年6月10日	巩固打击非法医疗美容服务，加大对开展医疗美容、医学检验、健康体检、口腔、近视矫正等服务医疗机构以及养老机构内设医疗机构的抽查力度
《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	市场监督管理总局	2022年10月13日	进一步打击对医美机构资质、医生、产品及功效的虚假宣传，强调明码标价，不得收取任何未标明的费用、不得分解收费项目、重复收费等
《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2022—2025年）》	市场监督管理总局、网信办、卫健委等18部门	2022年11月1日	加强医疗美容综合监管执法
《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	国家药监局	2022年11月14日	明确透明质酸钠产品在医美注射领域的三类械管理规格，包括作为注射填充增加组织容积产品应用时，通过所含透明质酸钠的保湿、补水等作用，改善皮肤状态应用时

资料来源：国家药监局、国家卫健委、市场监督管理总局、国信证券经济研究所整理

3-2. 行业展望二：在研医美产品丰富，供给驱动行业快速成长

■ 医美产业处于发展初期，需求爆发但合规的产品供给仍显不足。近两年来，医美行业产品端不断扩容，包括再生材料和胶原蛋白相关产品上市推广放量，一定程度上完善了医美合规市场的产品供应。同时，放眼未来三年，相关企业仍将不断有合规医美产品推出，有助于进一步刺激医美消费需求，同时为相关企业带来业绩增量。

表5：相关企业的医美在研产品管线情况

企业	在研产品	临床用途	项目进展
爱美客	注射用A型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	完成III期临床入组
	利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	完成I期临床试验
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	颏部填充适应症	临床试验阶段
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位的适应症	临床试验阶段
	第二代埋植线		注册检验阶段
	去氧胆酸注射液	减肥	临床前在研阶段
华东医药	利拉鲁肽注射液	肥胖或超重适应症	上市许可申请于2022年7月获得受理
	MaiLi Extreme透明质酸	面部填充	2022年9月完成中国临床试验首例受试者入组
	Silhouette Instalift® 埋植线	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组
	Ellansé-M注射剂	面部填充	2022年8月完成国内注册检测，临床试验有序进行
	Perfectha®双相透明质酸	面部填充	准备国内注册相关工作
	多款能量源设备	用于减脂塑形、疤痕修复、祛除色素性病变等	国内注册检测正在有序开展中
江苏吴中	聚双旋乳酸产品 AestheFill	即时填充与刺激胶原蛋白再生	2022年9月，进口上市注册申请正式药监局受理
	胶原蛋白填充剂	支撑塑性	未来胶原蛋白原料技术落地后，将重点开发
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	针对面部皮肤	预计2024年第一季度获证
	重组胶原蛋白固体制剂	针对面部皱纹，如抬头纹和鱼尾纹	预计2024年第一季度获证
	重组胶原蛋白凝胶	中度至重度颈纹	预计2025年上半年获证
	交联重组胶原蛋白凝胶	中度至重度法令纹	预计2025年上半年获证

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：爱美客数据截至2022上半年，华东医药数据截至2022三季度，巨子生物数据截至港股IPO时间

3-3. 行业展望三：资本运作在波折中不断推进，驱动企业快速成长

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 资本运作对于企业发展意义重大。**一方面，从上游产品方来看，**提升产品管线丰富度极为重要，相较于进展较为缓慢的内生研发，外延并购是企业快速搭建多元产品矩阵的关键。**另一方面，从下游机构方来看，**相较于新建机构并培育发展，直接并购成熟机构将有助于降低前期培育阶段的利润压力及经营风险，从而实现快速的规模化发展。因此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，这也将为未来的板块行情走势带来一定催化效果。

■ 但近一年来，医美相关企业的资本运作也确实出现了一定的波折，我们认为主要系行业在发展初期，确有经营上的不规范之处，同时监管层对于这一相对新兴的行业的发展模式也有认识逐步提升的过程。未来随着行业的越发成熟规范，以及相关头部企业的经营优势进一步体现，明后年行业资本运作的重启也将值得期待。

表6：近期拟推进外延并购的医美企业介绍

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Hugel43.2%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
2022.9.10	朗姿股份	收购昆明韩辰75%股权

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表7：近期拟推进推进上市的医美相关企业介绍

公司	介绍	进展
敷尔佳	公司产品以II类医疗器械类产品为主，功能性护肤品为辅。渠道覆盖医疗机构、美容机构、连锁药店、CS及KA渠道等。	创业板已过会
创尔生物	全国医用胶原行业龙头企业，我国胶原贴敷料产品的开创者，拥有全国首款无菌III类胶原贴敷料	北交所拟上市
锦波生物	公司产品以酸酐化牛β-乳球蛋白和重组人源III型胶原蛋白为主，产业覆盖从原料到医疗终端产品及功能性护肤品	北交所拟上市
爱美客	专注医美材料研发及销售，作为行业龙头，拥有多款注射类医美材料三类医疗器械类产品，覆盖面广泛。	拟港股二次IPO
美丽田园	国内最大的日常面部及身体护理服务和第二大的身体及皮肤护理服务提供商。	港股拟IPO

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

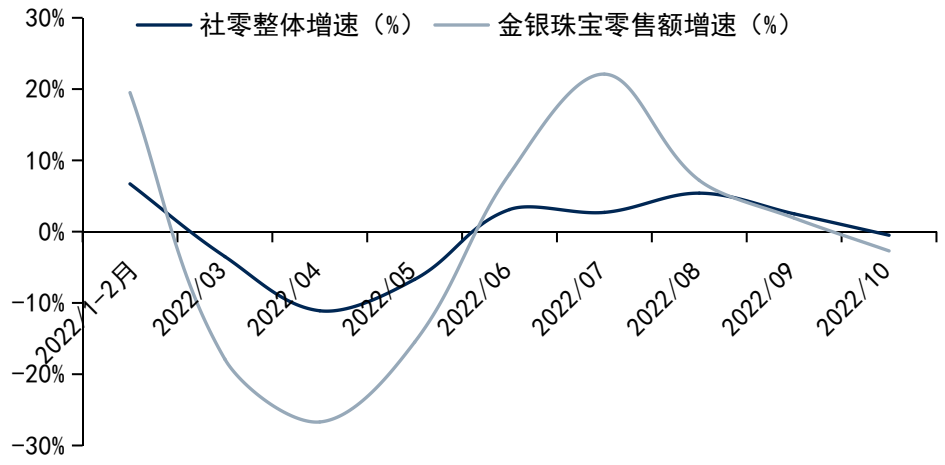
四、黄金珠宝：需求刚性复苏明确，头部企业加速扩张

1-1. 行业数据及业绩回顾：终端珠宝销售受疫情抑制，头部企业表现稳健

■ 整体来看，受今年线下消费渠道因疫情反复等因素的影响，黄金珠宝板块基本面呈现较大波动。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%，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%。6月至8月中旬，受益于疫情缓解及520、七夕等节日，金银珠宝消费显著修复，7月社零一度恢复至22.10%。9月起至今，因各地疫情反复，消费回落，9-10月社零分别为1.9%/-2.7%。

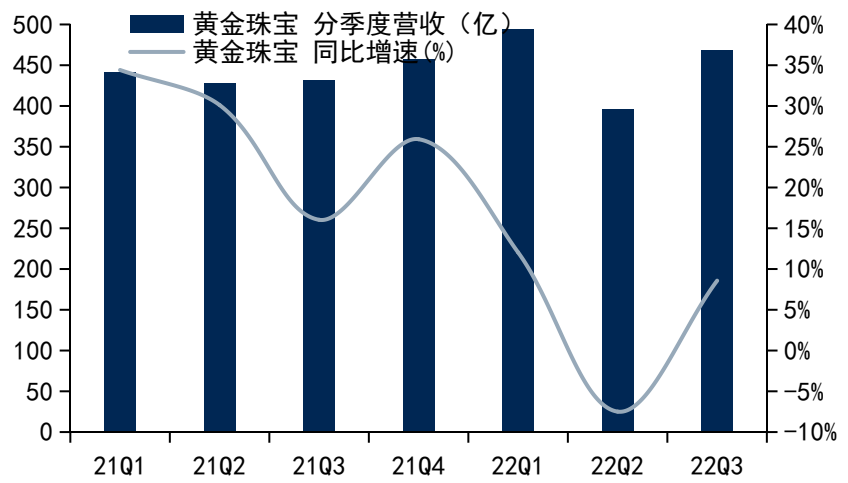
■ 从上市公司营收表现来看：我们选取周大生、老凤祥、潮宏基等6家A股黄金珠宝企业作为代表，2022年一季度营收同比+12.04%，增速较2021年四季度放缓，主要系3月份全国疫情散发对线下消费造成影响所致；二季度/三季度营收分别同比-7.49%/+8.57%，与疫情变化的相关性较高。

图33：2022年以来限额以上金银珠宝零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图34：黄金珠宝板块分季度营收情况（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

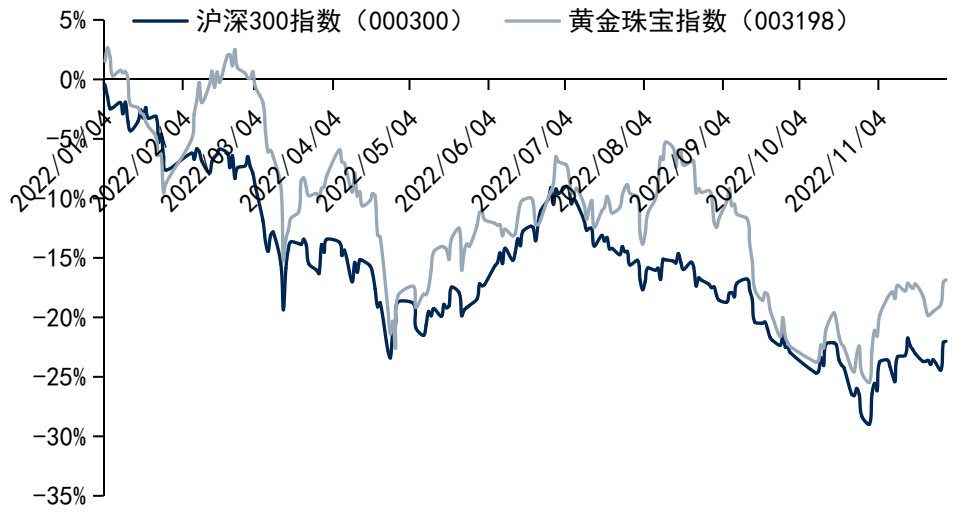
1-2. 行情回顾及投资展望：整体波动较大，龙头表现优异

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 从板块行情表现来看：受消费大环境背景影响，黄金珠宝指数整体呈下跌趋势，不过仍然取得了跑赢大盘的表现，尤其是在疫情压力较小时间段，体现了珠宝消费的偏刚需特点和较强的复苏确定性。从个股行情表现来看：在黄金珠宝指数整体下跌趋势下，周大福、老凤祥等龙头企业凭借自身经营优势，整体跌幅相对更窄。

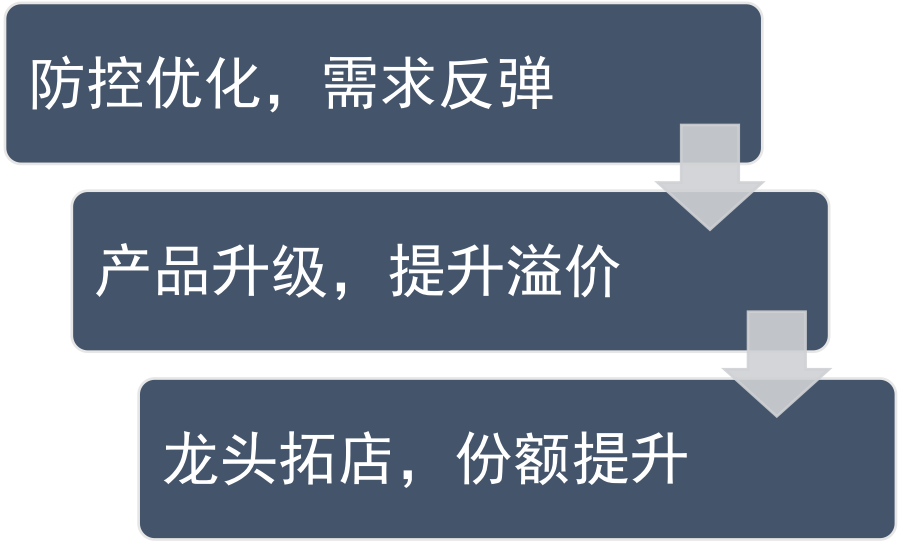
■ 整体来看，虽然今年黄金珠宝板块基本面有所承压，但从估值角度已经较为充分反映了前期基本面的利空因素。展望明年，随着疫情防控解除后的基本面复苏，以及龙头品牌加速开店驱动下乘势提升市场份额，行业整体基本面复苏趋势具备支撑，预计未来行业头部企业均有一定修复上行的空间。

图35：2022年以来黄金珠宝指数相较于沪深300指数表现（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：黄金珠宝板块投资脉络



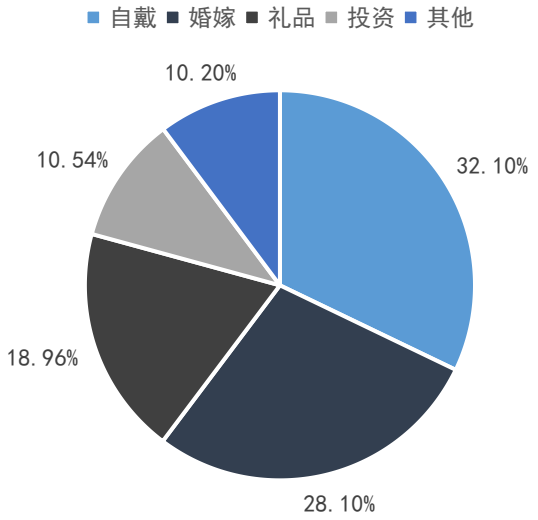
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2-1. 行业展望一：关注黄金珠宝的避险及偏刚需属性，看好后续需求释放

国信证券 GUOSEN SECURITIES

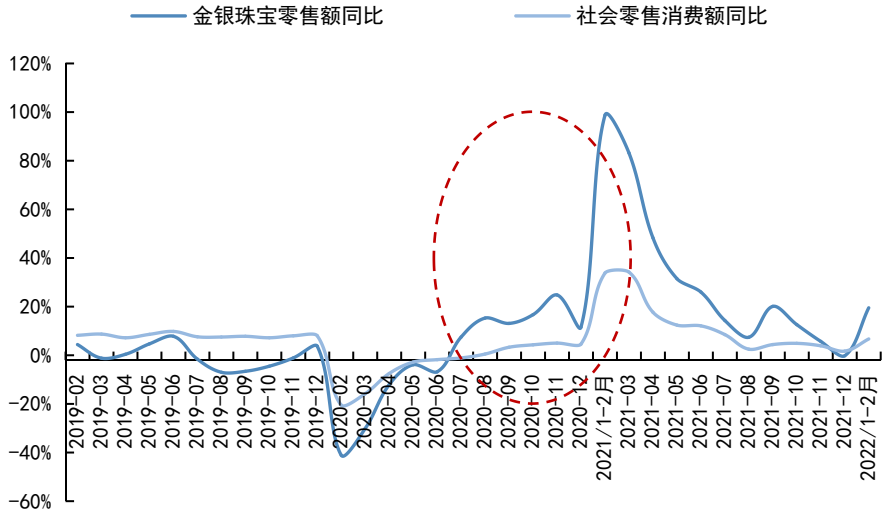
- 短期来看，黄金珠宝在其婚嫁消费场景偏刚性需求，以及在黄金避险保值属性下，疫情后需求反弹确定性高：参考此前数据，20年疫情阶段性平缓后的三季度开始，行业连续取得双位数增速；而在今年6月上海疫情封控结束后也出现较为明显行业增速反弹。
- **婚庆刚需：**跟据世界黄金协会发布的《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》数据显示，整体婚嫁需求在居民黄金珠宝消费中占比28.1%，其中在二三线城市的黄金珠宝门店中，婚嫁需求占比30.95%排名第一，四线及以下城市中，婚嫁需求占比33.51%。
- **避险保值：**黄金品类自身具备较为明显的保值避险属性，且和金价的波动有一定相关性。在经济下行及外围风险加大的大环境下，以及国内通胀预期和缺乏有效的居民投资工具背景下，黄金投资保值属性进一步刺激消费者需求。

图37：中国钻石珠宝的消费场景占比（%）



资料来源：世界黄金协会《后疫情时代，中国黄金珠宝零售市场洞察》、国信证券经济研究所整理

图38：20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

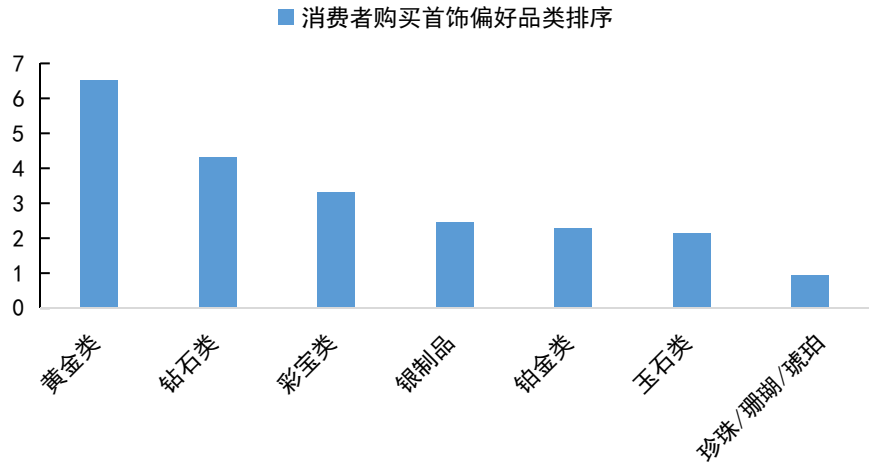
2-2. 行业展望二：产品设计要求提升，新兴品类有望刺激新需求

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **黄金品类依旧亮眼，产品持续革新。**长期来看，在婚庆及保值需求驱动下，黄金消费需求旺盛，但由于黄金品类整体设计感较其他品类较为传统，同时品类整体盈利水平较低，难以提升加盟商利润空间。因此，企业在黄金品类中，近年来积极提升产品的个性化和设计美感，从而吸引年轻消费者，并带动品牌溢价，提升代理商利润空间。如近两年发展势头迅猛的古法金，就以吸引人设计工艺赢得消费者的青睐，并提升了产品溢价：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%。

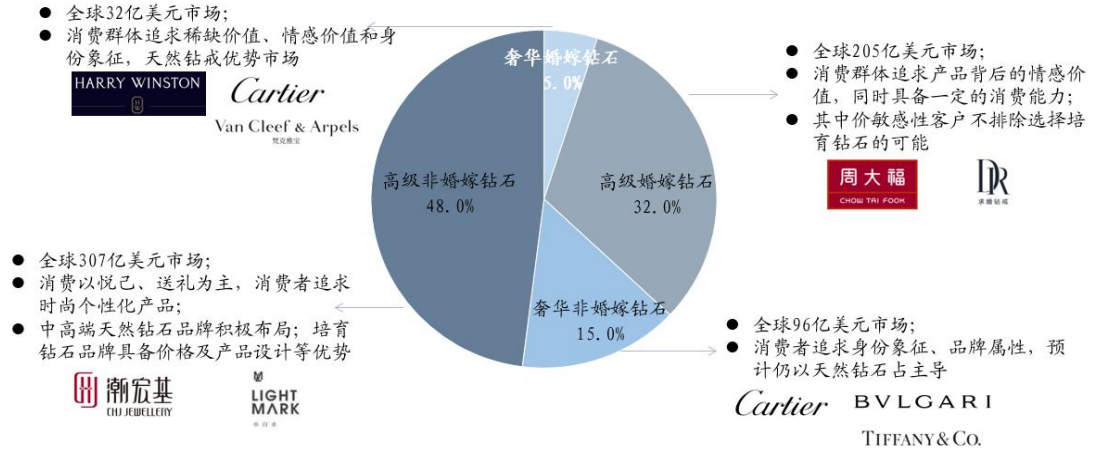
■ **培育钻等新兴镶嵌类目刺激新需求。**首先，我们认为天然和培育钻石并非是对立的两面，而是共同分享钻石行业发展红利，不过在具体优势的消费场景方面有所差异：培育钻石凭借价格优势及对于环保等价值理念的彰显，以及在彩钻、异形钻方面的布局，预计在悦己消费市场中更具潜力，同时不排除市场教育持续推进后获得部分价格敏感性婚庆消费者的青睐。

图39：消费者购买首饰的品类偏好



资料来源：世界黄金协会《后疫情时代，中国黄金珠宝零售市场洞察》、国信证券经济研究所整理

图40：预计天然及培育钻石各自的优势市场



资料来源：贝恩公司、国信证券经济研究所整理

2-3. 行业展望三：龙头加速开店获取市场份额，下沉市场扩张正当时

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 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，2021年中国珠宝首饰行业CR5达到23.7%，较2015年提升8.9pct，其中周大福以8.6%的市占率排名行业第一。

■ 长期来看，黄金珠宝行业在有限的行业蛋糕扩大之外，对于企业发展更核心点在于市占率的获取。这一过程中渠道的扩张显得尤为关键。**其中考虑到一二线城市门店相对稳定，核心便在于低线城市的拓展，而由于企业管理边际，以及三四线城市的渠道特点等因素，加盟代理模式的成熟运用就成为了企业竞争的关键点。**

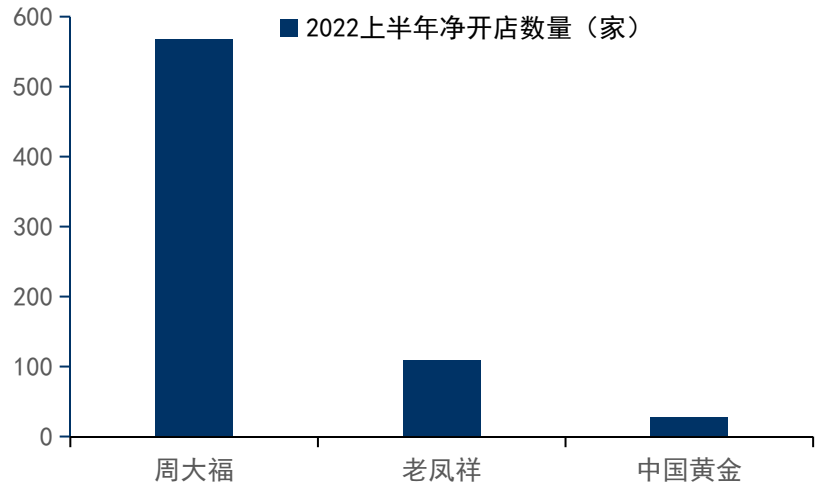
■ 具体到公司来看，今年以来周大福、老凤祥等龙头企业仍可实现逆势增长，其中的驱动就在于店铺数量的快速拓展：1）一方面，**逆势扩张体现龙头较强的经营韧性，也可以确保全年收入端的业绩达成度**；2）另一方面弱市环境开店可以快速提升市占率，**为疫情后的同店复苏反弹打下基础。**

表8：黄金珠宝TOP15品牌（% 按销售金额）

品牌	所属公司	2015（%）	2016（%）	2017（%）	2018（%）	2019（%）	2020（%）	2021（%）
周大福	周大福	5.1	5.2	6	6.5	7.1	7.6	8.6
老凤祥	老凤祥	5.3	5.1	5.7	6.2	6.7	7.5	7.9
老庙	豫园股份	2.6	2.2	2.2	2.4	3	3.5	3.6
周生生	周生生	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.9
周大生	周大生	0.6	0.7	0.8	1	1.1	1.1	1.7
卡地亚	历峰集团	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.1	1.4
蒂芙尼	蒂芙尼	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	1	1.3
梵克雅宝	历峰集团	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.9
六福珠宝	六福集团	0.6	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.8
DR	迪阿股份	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7
明牌珠宝	明牌珠宝	1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
潮宏基	潮宏基	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
宝格丽	LVMH	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.5
谢瑞麟	谢瑞麟	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
施华洛世奇	施华洛世奇	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.3

资料来源：Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图41：头部品牌今年净开店情况



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

五、投资建议：紧扣消费复苏主线，把握龙头扩圈机遇

投资建议：聚焦复苏主线，兼顾成长赛道的新变量

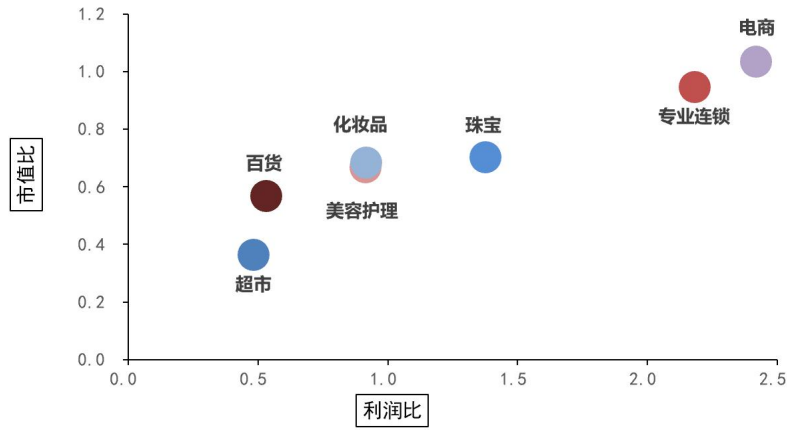
展望2023全年，我们主要建议从两条主线布局：

■ **疫后反弹修复：**随着当前疫情防控优化措施不断出台，明年预计防疫对消费的压制影响将逐步消除，相关板块迎来复苏机遇。在这一主线下，我们主要考虑三个因素来进行板块选择：1）以线下消费为主，因而前期确实主要受疫情防控基本面受损；2）行业消费需求偏刚性因而疫后反弹也较为确定；3）估值或股价已有明显回落，反映了前期受损基本面预期的，因而后续反弹也相对可期。

基于上述考虑，如下图所示，我们将所覆盖的主要细分板块的市值以及利润与疫情前做比较，以此判断相关板块估值及业绩的修复空间和弹性。预计黄金珠宝、医美下游机构、百货以及专业连锁板块中的优质标的，均有望在疫情修复下有较大的反弹空间。

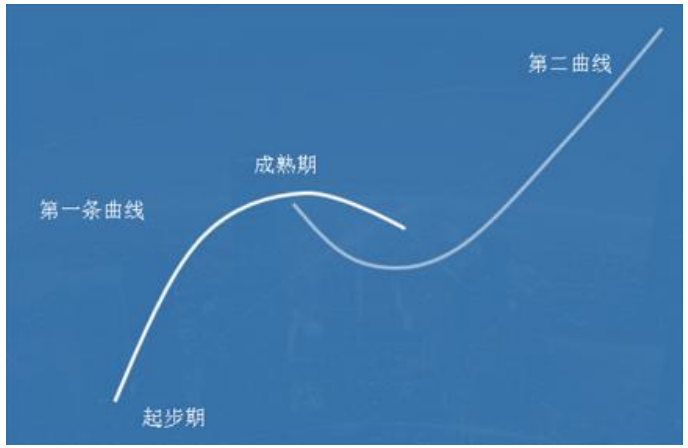
■ **优质龙头拓圈：**医美、化妆品等优质细分赛道龙头在行业红利驱动之下，近年来逆势环境下仍取得了较为优异的业绩表现。但未来随着行业基数的扩大以及估值的相对高位，板块整体维度潜在投资性价比已不如前期显著，因此未来我们建议应更多的关注头部公司利用前期积累的优势，通过内生外延实现新业务突破，打造业务第二增长曲线，从而带来基本面新增量，同时也提供估值上的持续溢价。

图42：主要细分板块当前市值及业绩与疫情前比值



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理
注：市值选择为2022.11.30值与近年高点；利润值选择为2022年一致预期与2019年实际值

图43：优质赛道龙头关注第二增长曲线的打造



资料来源：新浪网、国信证券经济研究所整理

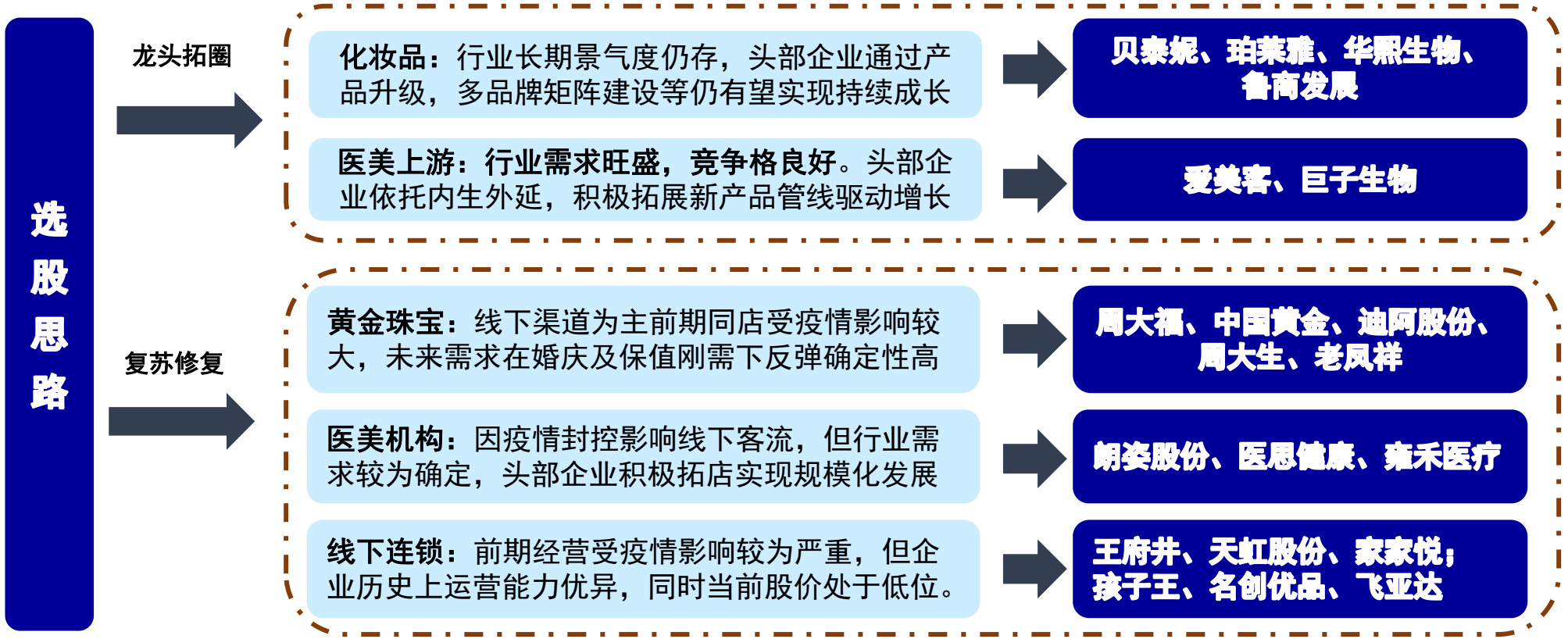
投资建议：聚焦复苏主线，关注基本面反转及龙头优势扩大机遇

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ 优质龙头拓圈主线下，建议积极关注：1）化妆品板块：推荐在产品升级以及多品牌布局表现突出的珀莱雅、贝泰妮、华熙生物以及鲁商发展；2）医美上游产品：推荐现有业务增长动能充足，未来新增管线差异化优势明显的爱美客、巨子生物等。

■ 疫后复苏修复主线下，建议积极关注：1）黄金珠宝：推荐周大福、中国黄金、迪阿股份、周大生、老凤祥；2）医美机构：朗姿股份、医思健康、雍禾医疗；3）线下连锁：商超百货龙头 王府井、天虹股份、家家悦等；以及专业连锁企业 孩子王、名创优品、飞亚达等。

图44：2023年投资脉络梳理



资料来源：国信证券经济研究所整理

附表：重点公司估值表

表9：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			
			12-05	12-05	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300957	贝泰妮	买入	131.52	55711.87	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	46.80	34.61	25.59
603605	珀莱雅	买入	166.05	47078.39	2.87	2.60	3.20	3.89	72.68	63.87	51.89	42.69
600315	上海家化	买入	29.64	20121.80	0.96	0.85	1.21	1.53	42.30	34.87	24.50	19.37
300740	水羊股份	增持	13.16	5118.43	0.57	0.70	0.92	1.19	27.66	18.80	14.30	11.06
300896	爱美客	买入	510.46	110443.13	4.43	6.48	9.32	12.64	121.10	78.77	54.77	40.38
688363	华熙生物	增持	115.55	55589.40	1.63	2.06	2.71	3.51	95.28	56.09	42.64	32.92
600223	鲁商发展	买入	10.72	10897.62	0.36	0.30	0.38	0.49	36.95	35.73	28.21	21.88
300856	科思股份	增持	51.85	8779.24	1.18	2.19	2.67	3.16	53.67	23.68	19.42	16.41

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

风险提示

一、疫情反复影响终端需求

二、品牌新品推出不及预期

三、竞争加剧影响企业盈利能力等

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

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中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