民生证券
MINSHENG SECURITIES

消费信心恢复，寻找高成长“α”

——2023年零售行业年度策略

刘文正、郑紫舟、解慧新、刘彦菁

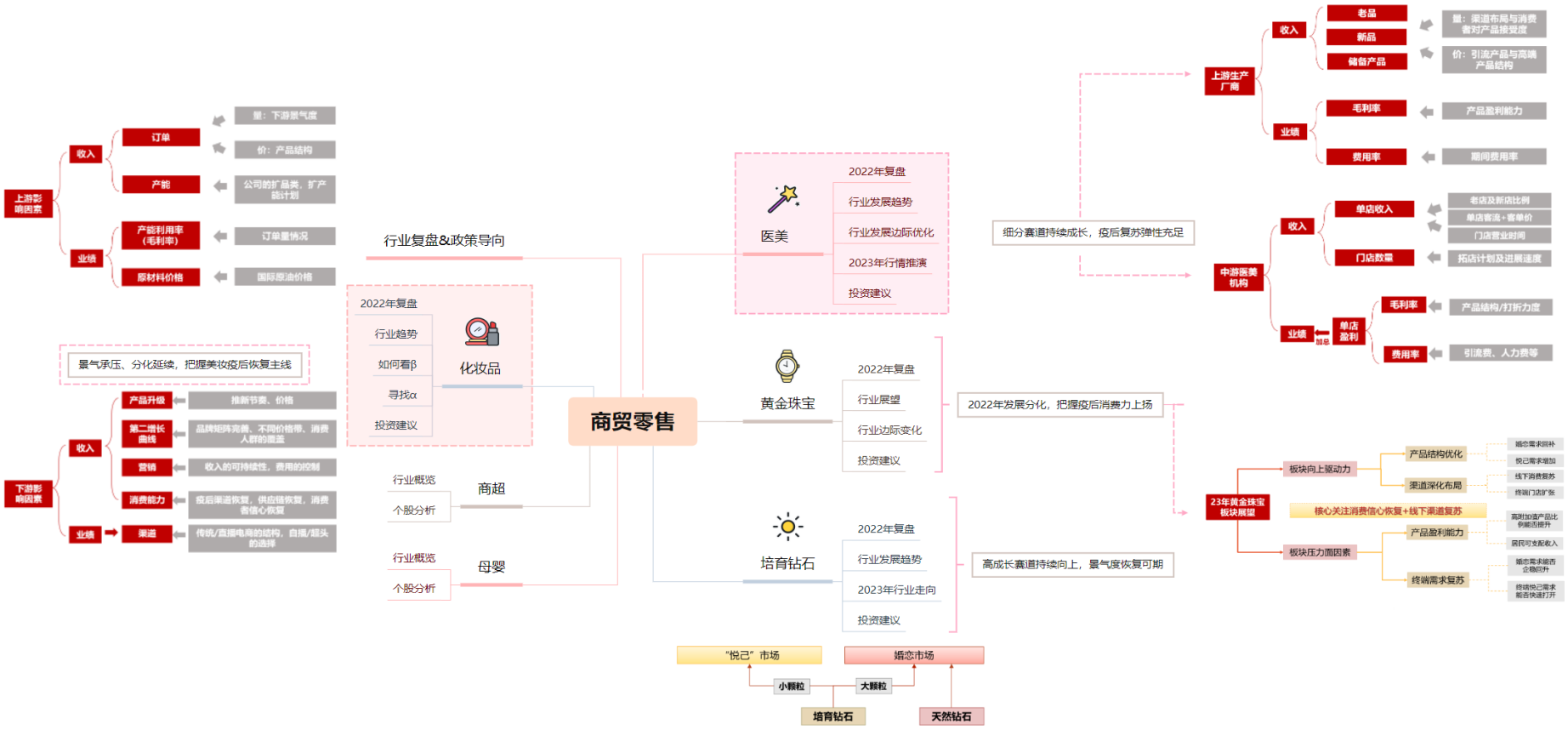


证券研究报告

2022年12月27日

* 请务必阅读最后一页免责声明

零售行业子版块一览图


商贸零售
行业复盘&政策导向
2022年复盘
行业趋势
如何看β
寻找α
投资建议
化妆品
景气承压、分化延续，把握美妆疫后恢复主线
上游影响因素
收入
订单
量：下游景气度
价：产品结构
产能
公司的扩品类，扩产能计划
业绩
产能利用率（毛利率）
订单量情况
原材料价格
国际原油价格
下游影响因素
收入
产品升级
推新节奏、价格
第二增长曲线
品牌矩阵完善、不同价格带、消费人群的覆盖
营销
收入的可持续性，费用的控制
消费能力
疫后渠道恢复，供应链恢复，消费者信心恢复
业绩
渠道
传统/直播电商的结构，自播/超头的选择
行业概览
个股分析
商超
行业概览
个股分析
母婴
医美
2022年复盘
行业发展趋势
行业发展边际优化
2023年行情推演
投资建议
黄金珠宝
2022年复盘
行业展望
行业边际变化
投资建议
培育钻石
2022年复盘
行业发展趋势
2023年行业走向
投资建议
细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足
2022年发展分化，把握疫后消费力上场
高成长赛道持续向上，景气度恢复可期
上游生产厂商
收入
老品
新品
储备产品
量：渠道布局与消费者对产品接受度
价：引流产品与高端产品结构
业绩
毛利率
产品盈利能力
费用率
期间费用率
中游医美机构
收入
单店收入
老店及新店比例
单店客流+客单价
门店营业时间
门店数量
拓店计划及进展速度
业绩
单店盈利
毛利率
产品结构/打折力度
费用率
引流费、人力费等
23年黄金珠宝板块展望
板块向上驱动力
产品结构优化
渠道深化布局
核心关注消费信心恢复+线下渠道复苏
板块压力面因素
产品盈利能力
终端需求复苏
婚恋需求回补
悦己需求增加
线下消费复苏
终端门店扩张
高附加值产品比例能否提升
居民可支配收入
婚恋需求能否企稳回升
终端悦己需求能否快速打开
“悦己”市场
婚恋市场
小颗粒
大颗粒
培育钻石
天然钻石

零售行业年度概览

- **各子板块收入与业绩情况：** 2022年以来局部多点疫情反复影响终端消费，1-11月社会消费品零售总额39.92万亿元（同比-0.1%），其中11月3.86万亿（同比-5.9%）。线下消费场景较多的板块（化妆品、医美、黄金珠宝、百货商超、母婴）受到疫情影响较大，收入及业绩层面呈现不同程度的波动。
- **各子板块基金持仓量：** 2Q22各板块基金持仓量环比增加，主要因疫情得到一定控制，3Q22因疫情反复，基金持仓量环比有所下滑。
- **各子板块涨跌幅：** 年初至今，百货商店(+5.20%)>黄金珠宝(+1.36%)>医美(-14.21%)>化妆品(-15.02%)>培育钻石(-20.50%)>母婴消费(-22.95%)，部分板块表现好于大盘。

图表：2022年年初至今各指数涨跌幅

证券简称	区间涨跌幅（%）
上证指数	-15.55
深证成指	-26.31
创业板指	-30.45
商贸零售(申万)	-8.44
美容护理(申万)	-13.75
化妆品指数	-15.02
医美指数	-14.21
黄金珠宝指数	1.36
培育钻石指数	-20.50
母婴消费	-22.95
百货商店	5.20

图表：各板块基金持仓数量总览（亿股）

板块名称	1Q22	2Q22	环比	3Q22	环比
化妆品	2.81	4.06	44%	2.43	-40%
医美	7.89	20.00	153%	16.32	-18%
黄金珠宝	26.86	34.17	27%	23.65	-31%
培育钻石	2.36	4.15	76%	1.75	-58%
百货商店	1.13	2.20	95%	1.24	-44%
母婴消费	13.49	20.97	55%	12.41	-41%

图表：1Q22-3Q22各版块收入与归母净利润情况（亿元）

	收入（亿元）	YoY	归母净利润（亿元）	YoY
化妆品				
1Q22	241.92	12.78%	30.71	27.07%
2Q22	237.04	-4.62%	26.16	-26.83%
3Q22	231.74	1.79%	29.98	2.41%
医美				
1Q22	477.96	229.11%	39.65	-7.10%
2Q22	524.72	4.50%	41.61	-5.56%
3Q22	524.16	50.96%	43.53	-24.29%
黄金珠宝				
1Q22	1824.17	34.90%	92.02	77.47%
2Q22	1751.75	-1.46%	95.88	35.84%
3Q22	1914.78	16.35%	62.64	-14.20%
培育钻石				
1Q22	33.29	16.94%	5.13	166.96%
2Q22	39.98	18.61%	7.45	104.37%
3Q22	33.81	-5.85%	4.15	7.80%
百货商店				
1Q22	413.14	-6.00%	32.23	-5.54%
2Q22	343.13	-9.09%	14.87	-41.41%
3Q22	352.03	-8.51%	14.23	-34.23%
母婴消费				
1Q22	773.36	12.84%	87.69	22.59%
2Q22	874.66	21.24%	77.04	4.38%
3Q22	836.07	12.20%	75.28	-2.13%

零售行业年度概览

- **政策导向明确，消费信心修复可期。**从消费者影响因素看，当前时点利好的因素主要在于地产链的改善以及政策的刺激。地产链近期利好连连：三支箭、金融十六条、银行授信意向支持等，地产作为居民的重要资产，有利于居民消费的恢复；从政策端看，国家多次重点提出“把扩大内需放在第一位”。
- **政策边际改善，线下消费有望回弹。**随着疫情管控边际优化，线下消费场景回补，促进消费复苏，消费者信心逐步恢复。

零售板块相关企业有望受益于消费弹性恢复，建议关注化妆品国货龙头、中游医美机构、黄金珠宝与培育钻石龙头等线下消费恢复。

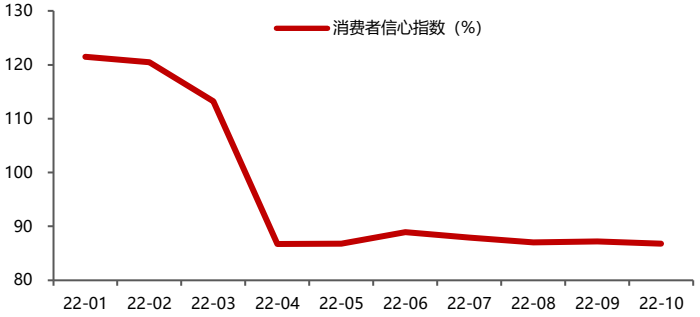
- **风险提示**：消费需求整体疲软; 行业竞争加剧; 龙头展店不及预期; 上市公司营销、创新、展店投入明显增大; 新品推出不及预期。

图表：2022年下半年至今国家疫情防控政策梳理

时间	政策
2022.06.28	发布《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》，坚持常态化精准防控和局部应急处置相结合，发生本土疫情后，根据病例和无症状感染者的活动轨迹和疫情传播风险大小划定高、中、低风险区域。确诊病例治愈出院后进行 7 天居家健康监测；密切接触者采取“7+3”管理措施。
2022.11.11	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》（二十条）。对密切接触者采取“5+3”管理措施，不再判定次密接；高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大。
2022.11.21	印发《新冠肺炎疫情防控核酸检测实施办法》等4个文件，旅客需凭48小时内核酸检测阴性证明乘坐跨省交通工具。
2022.12.07	发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（新十条），不要求提供核酸检测阴性证明，不查验健康码。不再对跨地区流动人员查验核酸检测阴性证明和健康码，不再开展落地检。

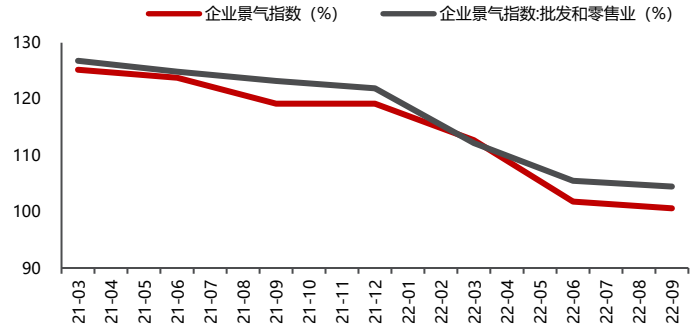
资料来源：国务院官网，民生证券研究院整理

图表：2022年消费者指数变化



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院

图表：2022年企业景气指数变化



资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院



目录

CONTENTS

01 化妆品：景气承压、分化延续，把握美妆疫后恢复主线
02 医美：细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足
03 黄金珠宝：2022年发展分化，把握疫后消费力上扬
04 培育钻石：高成长赛道持续向上，景气度恢复可期
05 商超：防控优化+政策刺激，有望迎来业绩拐点
06 母婴：三胎政策日臻完善，助力行业景气上行
07 零售板块投资建议
08 风险提示

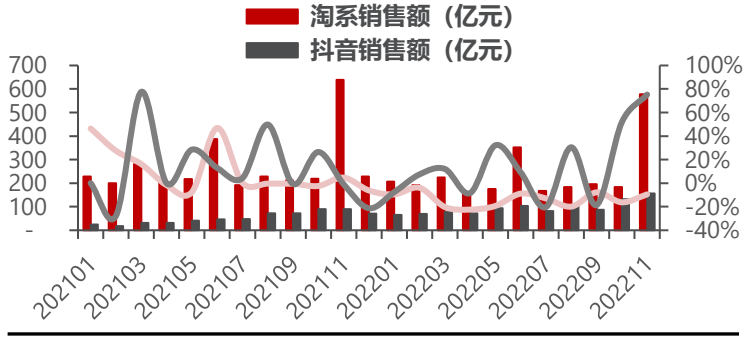


01 化妆品：景气承压、分化延续，把握美妆疫后恢复主线

1.1 规模复盘：疫情反复下消费力疲软，规模增速与景气度承压

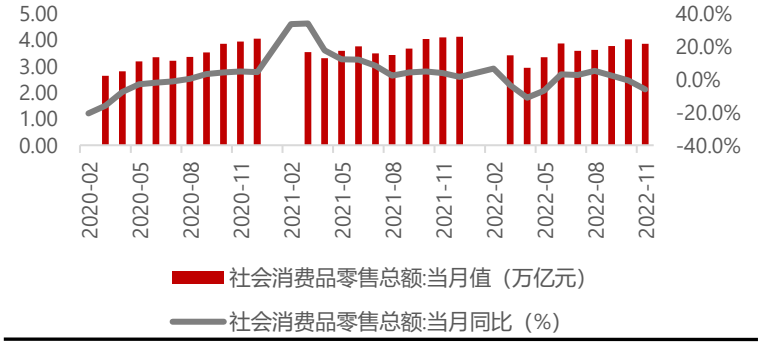
- **社零总额：22年以来经历了下滑、复苏、再回落等几个阶段**：得益于疫情防控的成效，20年9月-22年3月，社零总额保持同比增长，22年1月奥密克戎病毒被首次发现，社零增速开始震荡。1）局部疫情的冲击：3-5月上海疫情加剧，社零同比增速开始下滑，3-5月分别同比-3.5%/-11.1%/-6.7%，随着疫情缓解与“618” 的到来，6月开始社零增速转正。2）防疫边际放松：10月以来确诊数量增加，社零增速随之转负。
- **线上渠道：线上流量持平，内部结构变化—淘系流量流出至抖音。**2022年1-11月，淘+抖+京东实现销售额4045亿元/yoy-1%。淘系、抖音、京东销售额总量和同比增速分别为2618亿元/yoy-13%、1045亿元/yoy+86%、381亿元/yoy-11%。

图表：2021年来淘系、抖音销售额与同比增速



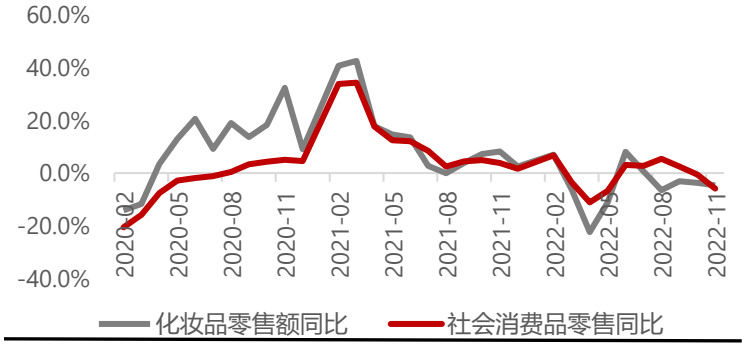
资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

图表：中国社会消费品零售总额与同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：化妆品社零增速与社零总体增速对比

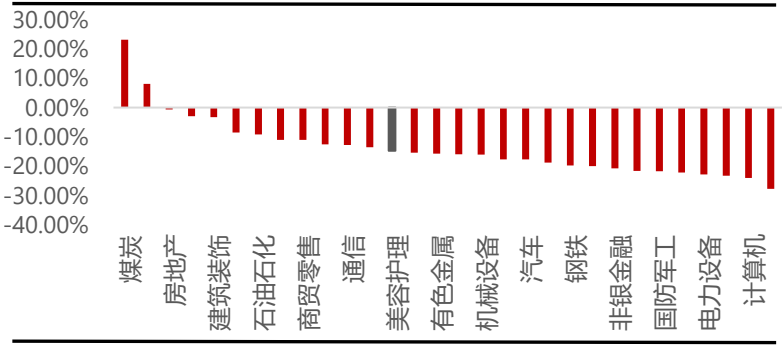


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 行情复盘：跟随大盘趋势，大促带来超额收益

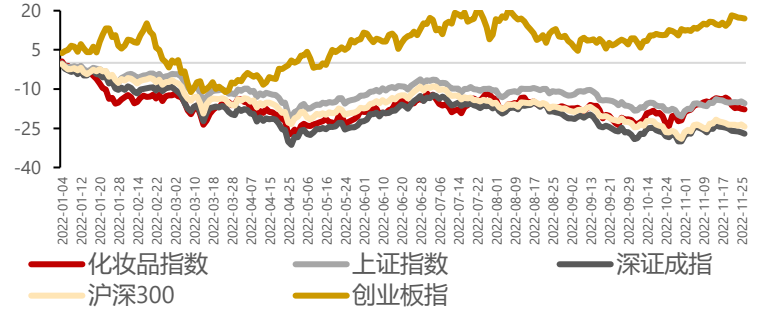
- **大盘：**化妆品指数基本跟随大盘的走势，但在“618”和“双11”期间相对大盘具有超额收益。
- **行业：**2022年初至今申万一级行业累计涨跌幅走势中，美容护理排名13/30，处于中位。
- **个股：**从行业代表公司来看，11家代表公司中，具有α收益的三个标的实现了上涨。**科思股份、丸美股份、珀莱雅，**分别上涨24.31%、15.45%、14.37%。科思股份和珀莱雅的α收益来自超预期的业绩增长，丸美股份则是新业务的高成长性。

图表：2022年初至今申万行业累计涨跌幅走势（%）



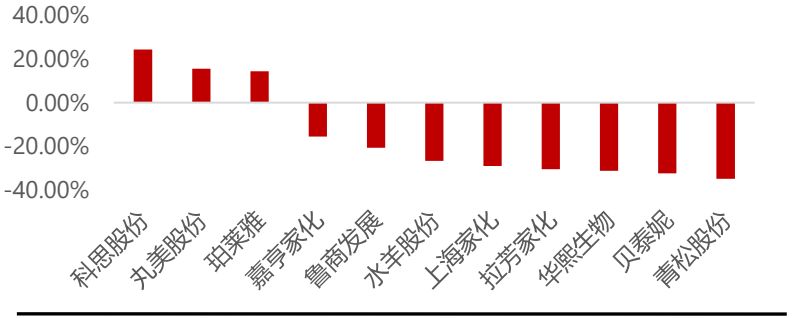
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年初至今化妆品行业和大盘指数累计涨跌幅走势（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年初至今化妆品行业代表上市公司累计涨跌幅走势（%）

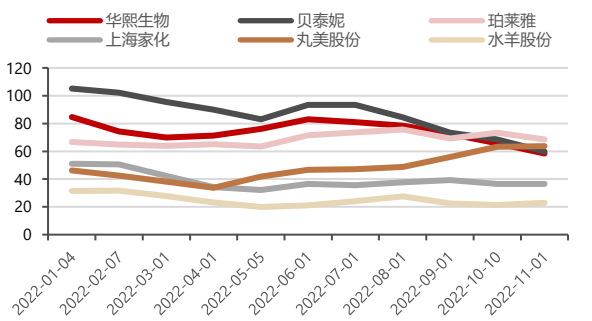


资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 估值复盘：品牌端持续分化，代工估值到达底部

- **品牌端：2022年以来化妆品行业代表公司估值分化。**年初至今，华熙生物、贝泰妮估值下行，珀莱雅保持稳定，股价增长主要依赖业绩稳增；丸美股份估值大幅上行，主要来自市场对公司新产品、新赛道的高成长预期；上海家化、水羊股份估值保持稳定。品牌端平均值由年初的70x降为52x。
- **代运营：代运营环节在产业链中的溢价能力较低，成长性较弱，股价主要依赖公司的业绩增长。**年初至今估值保持稳定。
- **代工：产业链的中游环节，行业收入和利润主要受到上游原材料价格、下游的终端需求、自身的产能水平影响。**2022年以来局部地区的疫情反复对生产及供应链造成了较大的打击，代工企业的估值下行。2023年随着管控的优化和产能的爬坡，有望实现估值和业绩双击。

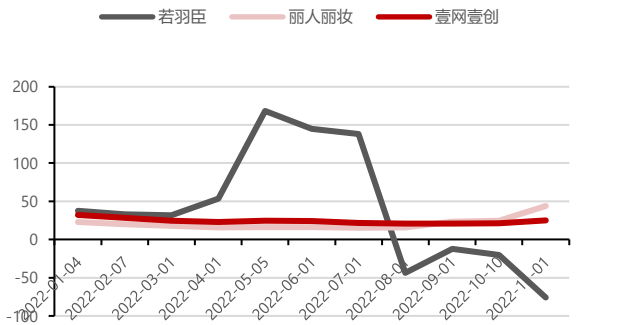
图表：2022年初至今品牌端估值分化



注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18

资料来源：wind，民生证券研究院；

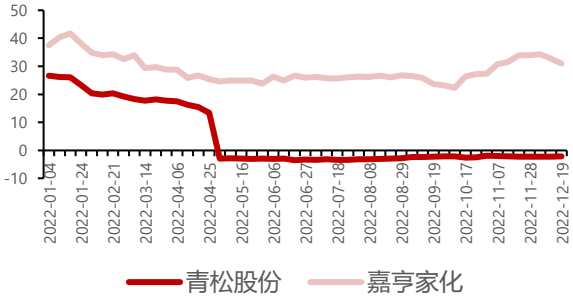
图表：22年初至今丽人丽妆、壹网壹创的估值保持稳定



注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18

资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2022年初至今代工企业估值到达底部



注：个股估值均指PE TTM，日期截至2022-12-18

资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 业绩复盘：品牌端持续分化，龙头企业实现逆势增长

- **产品、渠道、品牌力较强的头部品牌，业绩的确定性和成长性更强。**2022Q1-Q3，收入的同比增速平均值分别为24%/17%/22%，归母净利润同比增速平均值分别为23%/-24%/-23%，头部品牌自2020Q2开始基本恢复收入和业绩的增长。

图表：19Q1至22Q3的单季度收入及yoy和净利润及yoy（单位：亿元）

		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
珀莱雅	营业收入	6.42	6.86	7.52	10.43	6.08	7.76	9.07	14.61	9.05	10.12	10.95	16.21	12.54	13.72	13.36
	Yoy(%)	27.59%	27.39%	45.15%	30.20%	-5.25%	13.16%	20.53%	40.05%	48.88%	30.42%	20.71%	10.92%	38.53%	35.50%	22.07%
	净利润	0.91	0.82	0.67	1.53	0.78	1.01	1.06	1.91	1.10	1.16	1.38	2.12	1.58	1.39	1.98
	Yoy(%)	30.36%	39.39%	26.07%	44.82%	-14.72%	22.85%	59.43%	25.12%	41.38%	15.01%	30.09%	10.90%	44.16%	19.20%	43.55%
华熙生物	营业收入	3.55	4.54	4.79	5.98	3.68	5.79	6.49	10.36	7.77	11.60	10.76	19.36	12.55	16.81	13.85
	Yoy(%)	-	33.86%	57.53%	49.93%	3.50%	27.66%	35.65%	73.38%	111.12%	100.20%	65.69%	86.77%	61.57%	44.89%	28.76%
	净利润	1.07	1.58	1.51	1.69	1.08	1.59	1.71	2.08	1.52	2.08	1.95	2.27	2.00	2.73	2.04
	Yoy(%)	-	38.89%	16.51%	61.18%	0.77%	0.74%	12.78%	22.98%	41.05%	30.91%	14.22%	9.01%	31.07%	31.38%	4.86%
贝泰妮	营业收入	-	-	-	-	3.19	6.23	4.76	12.19	5.07	9.04	7.01	19.10	8.09	12.41	8.46
	Yoy(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	59.32%	45.14%	47.29%	56.66%	59.32%	37.26%	20.65%
	净利润	-	-	-	-	0.54	1.06	0.55	3.28	0.79	1.86	0.90	5.08	1.46	2.49	1.22
	Yoy(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	45.83%	75.13%	64.29%	54.67%	85.74%	33.60%	35.49%
上海家化	营业收入	19.54	19.69	18.13	18.62	16.65	20.20	16.78	16.70	21.15	20.95	16.20	18.16	21.17	15.98	16.39
	Yoy(%)	5.03%	9.08%	3.28%	8.38%	-14.80%	2.60%	-7.45%	-10.28%	27.04%	3.73%	-3.41%	8.71%	0.11%	-23.75%	1.17%
	净利润	2.33	2.11	0.96	0.17	1.19	0.64	1.29	1.18	1.69	1.17	1.35	2.29	1.99	-0.42	1.56
	Yoy(%)	54.84%	26.77%	-29.55%	-80.76%	-48.89%	-69.52%	33.37%	608.71%	41.92%	81.69%	4.60%	93.75%	17.81%	-135.75%	15.55%
水羊股份	营业收入	3.86	5.87	6.04	8.36	5.17	8.97	9.27	13.74	8.17	13.02	11.93	16.98	10.46	11.56	11.41
	Yoy(%)	1.04%	-2.00%	-3.48%	30.74%	34.03%	52.86%	53.60%	64.35%	58.03%	45.11%	28.72%	23.59%	27.96%	-11.22%	-4.38%
	净利润	0.00	0.06	0.02	0.20	0.03	0.31	0.39	0.68	0.31	0.58	0.58	0.90	0.42	0.41	0.36
	Yoy(%)	-98.45%	-84.58%	-96.57%	-4.07%	489.81%	462.08%	2398.17%	244.88%	1040.09%	88.65%	49.35%	32.00%	36.10%	-29.38%	-37.37%
鲁商发展	营业收入	13.88	26.31	29.89	32.81	14.06	21.41	34.89	65.80	17.05	23.62	22.82	60.14	14.82	33.53	36.94
	Yoy(%)	81.03%	74.17%	16.70%	-17.62%	1.30%	-18.65%	16.72%	100.56%	21.32%	10.35%	-34.60%	-8.60%	-13.08%	41.94%	61.89%
	净利润	0.43	0.59	0.83	1.60	0.63	1.77	1.73	2.26	0.86	2.25	1.92	-1.41	0.66	1.23	-0.35
	Yoy(%)	98.91%	154.27%	57.09%	147.70%	45.37%	200.49%	108.41%	41.63%	37.25%	27.12%	11.00%	-162.53%	-22.74%	-45.45%	-118.45%
丸美股份	营业收入	3.65	4.50	3.97	5.89	3.70	4.23	3.44	6.08	4.04	4.70	2.64	6.49	3.83	4.35	3.27
	Yoy(%)	8.88%	14.38%	21.28%	13.30%	1.53%	-5.93%	-13.40%	3.13%	9.12%	10.94%	-23.19%	6.85%	-5.31%	-7.49%	23.72%
	净利润	1.20	1.36	1.03	1.56	1.19	1.49	0.70	1.26	1.00	0.89	-0.47	1.06	0.65	0.52	0.03
	Yoy(%)	25.27%	37.67%	150.62%	-13.18%	-1.14%	9.66%	-32.03%	-18.84%	-15.75%	-40.37%	-167.51%	-16.23%	-34.61%	-42.04%	-106.24%
平均值	收入yoy	25%	26%	23%	19%	3%	12%	18%	45%	48%	35%	14%	26%	24%	17%	22%
	净利润yoy	22%	35%	21%	26%	79%	104%	430%	154%	176%	40%	1%	3%	23%	-24%	-23%

资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 行业趋势—需求端：美妆消费趋向—极致性价比/抗衰/专业化/个性化

- **精华乳液类产品增长突出，口红底妆产品占据彩妆市场大头。**根据巨量引擎数据显示，护肤品市场面霜乳液类仍占大头（32.1%），精华类产品和防晒产品增长明显；化妆品市场中，口红和底妆产品占比达到79.4%，腮红/古铜粉/高光、眼影类、定妆类产品增长明显。
- **精华品类韧性足，年轻消费者的抗衰意识提前。**根据魔镜数据显示，天猫618大促护肤市场中只有面部精华、乳液/面霜、洁面、手部保养等7个子类目销售额同比变化为正，乳液精华增速稳定且占比大。**①性价比/抗衰/专业化：**年轻一代养颜、精致护肤意识明显提升，护肤步骤更加精细、科学。中高端消费年轻化，以精华为代表的功能性产品最受青睐，增速迅猛；同时抗衰老意识超前，抗衰老功能/概念受到追捧。**②个性化：**更青睐于适合自身肤质、自我风格的个性化产品。另一方面，相较于传统由品牌方主导媒体声量，年轻消费者更愿意自发分享测评体验，与品牌方进行留言互动等，主动引导舆论，由此以小红书为代表的社交+内容分享平台应运而生。

图表：中国护肤市场各细分品类规模及增速表现

细分类目	2021年销售额（百万元）	2021品类占比	2021年品类增长率	2021增速贡献率
面霜乳液	95631.1	32.1%	4.5%	1.5%
精华	81979.3	27.5%	18.5%	4.7%
面膜	33285	11.2%	3.7%	0.4%
面部清洁及卸妆	23716.4	8.0%	3.5%	0.3%
护肤套装	22209.7	7.5%	6.6%	0.5%
化妆水	20863.4	7.0%	2.0%	0.1%
防晒	16713.16	5.6%	14.7%	0.8%
唇部护理	2085.6	0.7%	0.8%	0.0%
凝胶	11374	0.4%	6.0%	0.0%

资料来源：巨量引擎，民生证券研究院

图表：中国化妆品市场各细分品类规模及增速表现

细分类目	2021年销售额（百万元）	2021品类占比	2021年品类增长率	2021增速贡献率
口红	17669.1	27.1%	9.2%	2.5%
粉底/遮瑕	13729.6	21.1%	20.1%	3.8%
BB/CC霜	9646.7	14.8%	-2.3%	-0.4%
其他面部彩妆产品	3875	5.9%	18.0%	1.0%
定妆(散粉)	3506.4	5.4%	16.1%	0.8%
唇彩	3333	5.1%	-4.8%	-0.3%
眼线液/笔	3257.5	5.0%	6.8%	0.3%
眼影	2898.9	4.4%	18.2%	0.7%
睫毛膏	2231.3	3.4%	-9.5%	-0.4%
腮红/古铜粉/高光	1833.8	2.8%	22.7%	0.6%
其他睫毛和眉部产品	1759.6	2.7%	9.6%	0.3%
彩妆套装	1388.1	2.1%	4.4%	0.1%
眼线液/笔	52.1	0.1%	-6.1%	0.0%

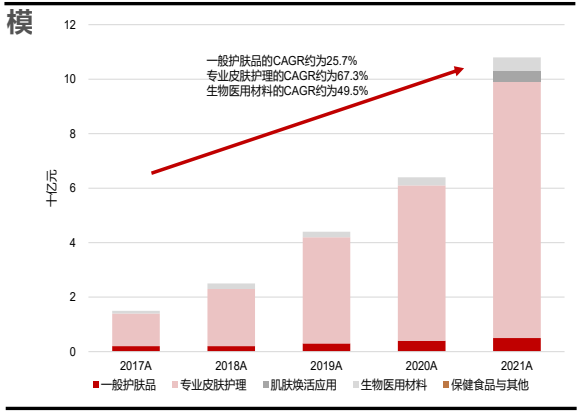
资料来源：巨量引擎，民生证券研究院

1.2 行业趋势—原料端：胶原蛋白、新型防晒剂、合成生物等新材料成为下游品牌的选择

重组胶原蛋白可应用于肌肤美丽与健康两大方向，有五大细分应用场景。重组胶原蛋白具备保水、美白、滋养皮肤、促进组织生长愈合等功效，又具有止血和促进细胞再生的作用，因此可广泛运用于肌肤美丽与健康两大方向。目前中国应用重组胶原蛋白有五大应用场景，分别为（1）一般护肤品；（2）专业皮肤护理，包括功效性护肤品和医用敷料；（3）肌肤焕活应用；（4）生物医用材料（5）保健食品与其他。

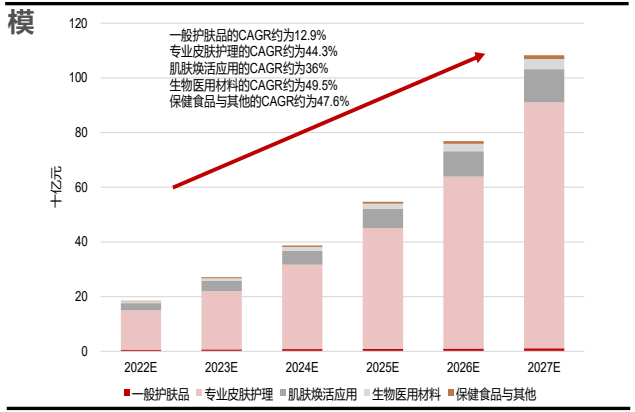
专业皮肤护理需求高增，重组胶原蛋白增速超过整体。专业皮肤护理产品包括功效性护肤品及医用敷料，用于解决皮肤敏感、皮肤衰老、慢性湿疹及过敏等皮肤问题，亦可用于消费者的一般用途。玻尿酸的优点在补水力强，胶原蛋白的优点在于修复皮肤屏障。对于基于重组胶原蛋白的医用敷料，其市场规模从2017年的3.52亿元增至2021年的48亿元，CAGR为92.2%，渗透率从2017年的5.2%增至2021年的18.5%。预计2027年市场规模将进一步增至255亿元，CAGR为28.8%，渗透率也将进一步提升至26.1%。

图表：2017-2021年重组胶原蛋白五大细分市场规模



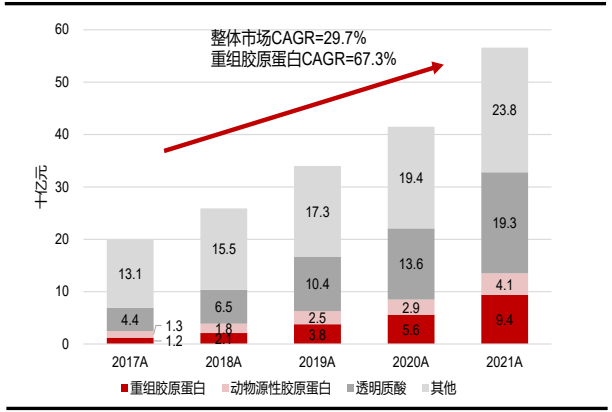
资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院；

图表：2022E-2027E年重组胶原蛋白五大细分市场规模



资料来源：巨子生物招股书，民生证券研究院；

图表：2017-2021专业皮肤护理市场规模及细分



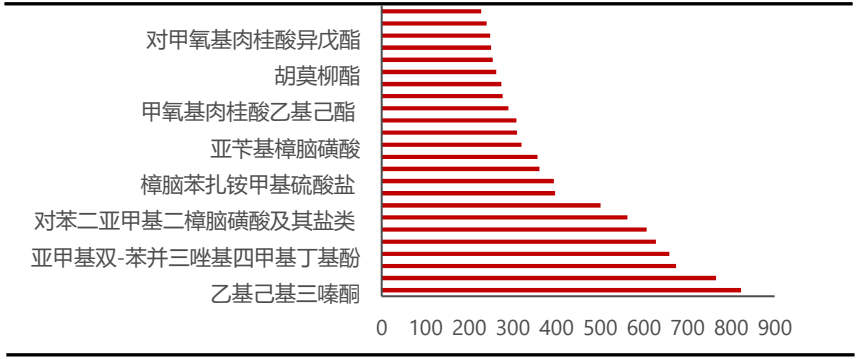
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院；

1.2 行业趋势—原料端：胶原蛋白、新型防晒剂、合成生物等新材料成为下游品牌的选择

新型防晒剂相较传统防晒剂最明显的优势在于分子量大和防护波段更广。从分子量看，辛基三嗪酮（EHT）、双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）等新型防晒剂相较阿伏苯宗等传统防晒剂的分子量更大，安全性更高，2021年防晒剂销售额前十的产品中均添加新型防晒剂。

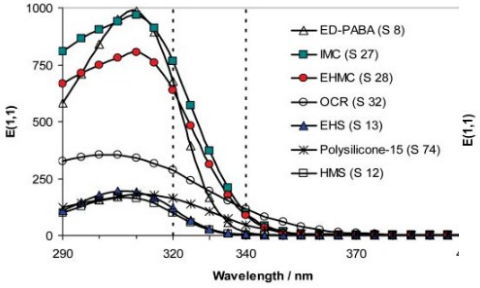
从紫外线吸收波段来看，传统防晒剂对于紫外线的吸收集中在UVB波段而对于UVA的防护力度明显不够，在320nm处防护力显著下降。新型防晒剂在320nm以后仍能保持较好的防护力度，双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪、亚甲基双-苯并三唑基四甲基丁基酚等可以达到全波段防护。

图表：防晒剂分子量：新型防晒剂的分子量较大

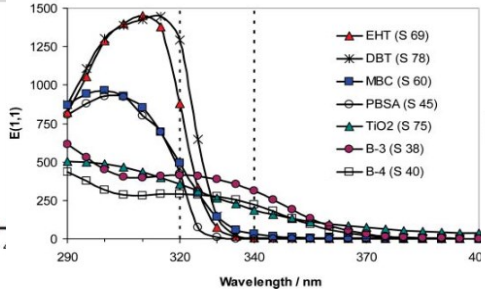


资料来源：广东省化妆品科学技术研究会，民生证券研究院

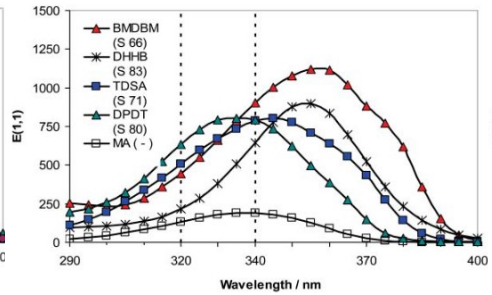
图表：传统防晒剂紫外线吸收波段-1



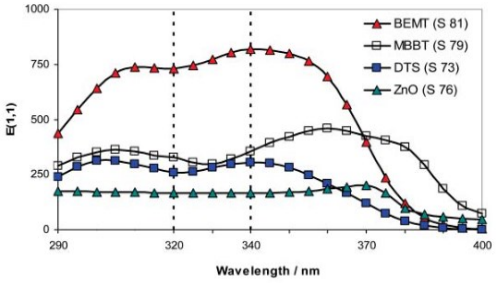
图表：传统防晒剂紫外线吸收波段-2



图表：新型防晒剂紫外线吸收波段-1



图表：新型防晒剂紫外线吸收波段-2

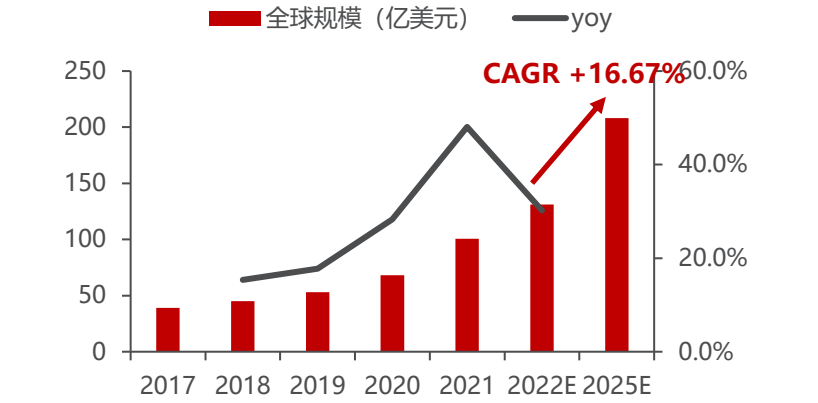


资料来源：Osterwalder U，Herzog B . The long way towards the ideal sunscreen--where we stand and what still needs to be done.[J]，民生证券研究院

1.2 行业趋势—原料端：胶原蛋白、新型防晒剂、合成生物等新材料成为下游品牌的选择

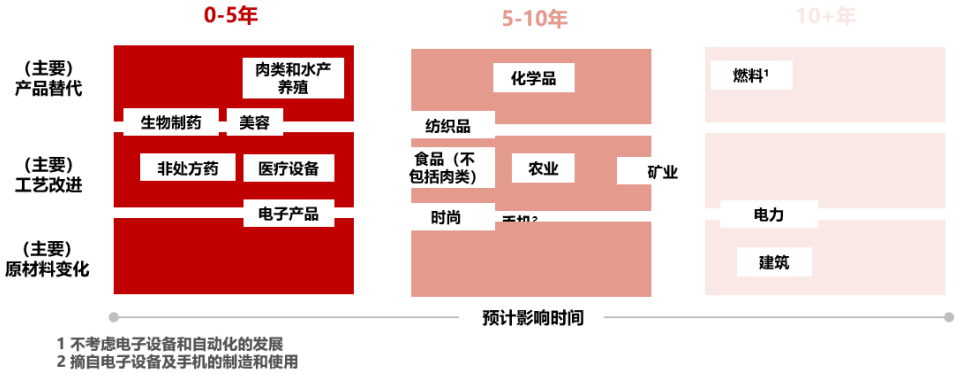
- **合成生物—大赛道、高增速。**合成生物是基于现代基因工程技术衍生而来的各种生物技术应用的统称，是一种生物的理性改造技术应用。麦肯锡预计，未来全球物质投入中的60%和全球疾病总负担的45%，最终可能通过合成生物学方式解决，在未来的10～20年，合成生物学每年带来的直接经济效益将达到1.8万亿～3.6万亿美元。
- **相对传统生物发酵，合成生物大幅提高生产效率。**合成生物的应用领域非常广泛，包括医美、化妆品、食品饮料、农业、工业化学品、医疗等行业。国内开始布局合成生物的企业包括华熙生物、贝泰妮、巨子生物、鲁商发展、锦波生物等。华熙生物用合成生物学的技术生产透明质酸，可以实现透明质酸“质的突破”，实验室可实现的发酵产率达到74克/升，较之前提升超24倍。
- **一级市场火热，国家政策大力支持相关产业的发展。**2017年至今，中国合成生物相关投融资事件累计发生79起，披露融资金额超过70亿元。 2022年5月，国家发改委发布的《“十四五”生物经济发展规划》中四次提到合成生物学。

图表：全球及中国合成生物市场规模（亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，Reportlinker，民生证券研究院；

图表：合成生物学对不同行业的预计影响时间

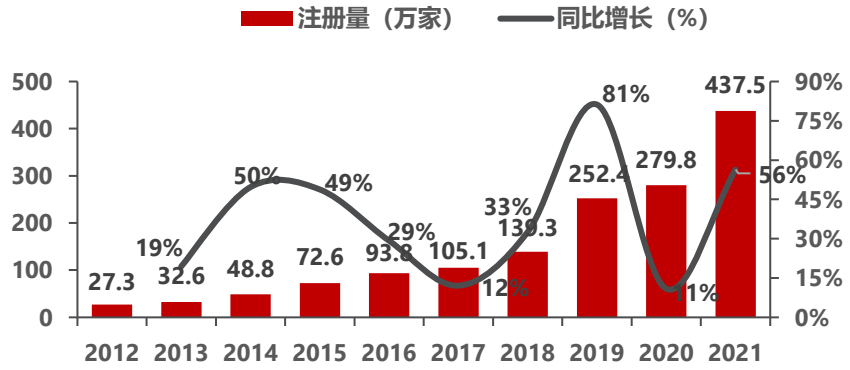


资料来源：上海市生物工程学会，民生证券研究院；

1.2 行业趋势—生产端：品牌专注于研发和营销，生产端逐渐外包给专业代工

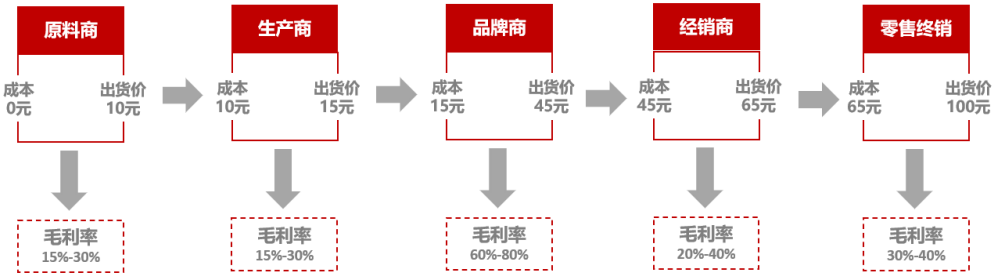
- **代工行业蓬勃发展，格局分散有望向龙头集中。**①新锐品牌不断涌现，小规模企业占比提升。根据欧睿数据，2021年收入规模超过10亿元的企业仅有38家，市场中大部分企业规模不足10亿元。新锐品牌多数不具备制造端优势，代工厂更好地满足了新锐品牌对弹性产能与个性化研发的需求。②在市场竞争日趋激烈的背景下，推新需求增加有利于生产向代工厂转移。品牌方也可以将有限精力集中在更具有比较优势的环节，包括品牌建设、研发设计、渠道营销等等方面，实现利润最大化。
- **化妆品代工行业作为产业链的中游环节，行业收入和利润主要受到上游原材料价格、下游的终端需求、自身的产能水平影响。**我们认为，随着防疫政策的边际放松，消费景气度回升带动下游需求增加，叠加中游工厂端封控解除下工厂恢复正常生产，中游工厂的生产需求有望持续提升，订单量增加与规模效应的双重作用下，中游代工厂有望迎来收入与利润双升。其中下游需求可通过线上渠道的销售数据跟踪。

图表：化妆品历年注册企业数量



资料来源：企查查，民生证券研究院；

图表：化妆品产业链价值分布

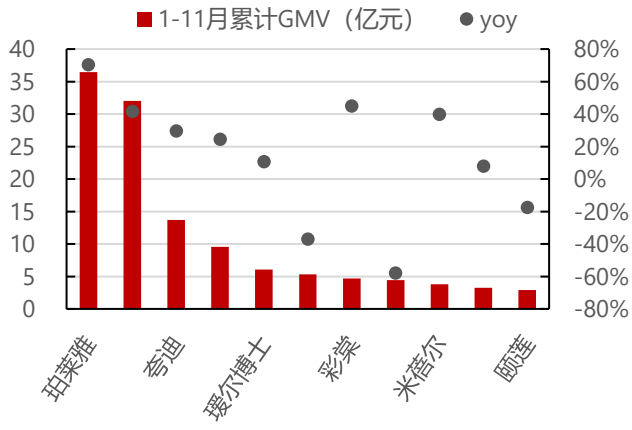


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院；

1.2 行业趋势—品牌端：品牌分化，产品升级，行业竞争从渠道和营销上移至研发和品牌

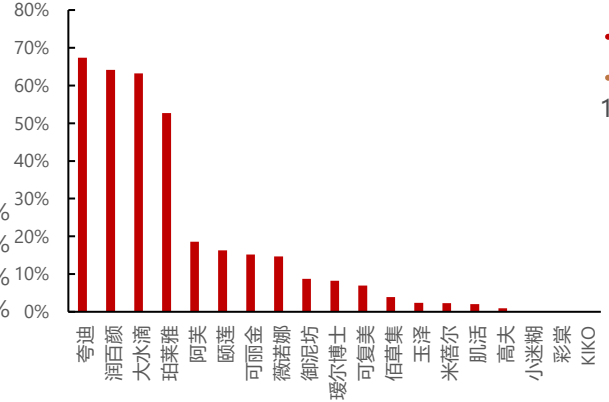
- **疫情反复影响品牌GMV，国货美妆龙头GMV更具韧性与成长性。**
- **龙头美妆纷纷布局抗衰赛道，精华产品GMV占比提升。**年轻一代的养颜、精致护肤意识明显提升，护肤步骤更加精细、科学。中高端消费年轻化，以精华为代表的功能性产品最受青睐，各品牌的精华产品占比提升。要求品牌端持续的研发投入，保证产品的功效性。品牌端的平均研发费用率从2019年2.46%上升至2022Q1-3的3.07%

图表：2022年11月累计天猫旗舰店品牌GMV



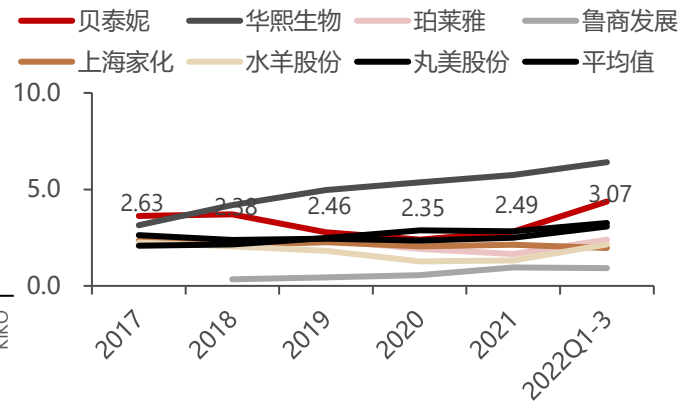
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：2022年11月天猫旗舰店精华产品GMV占比



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：美妆公司研发费用率（%）

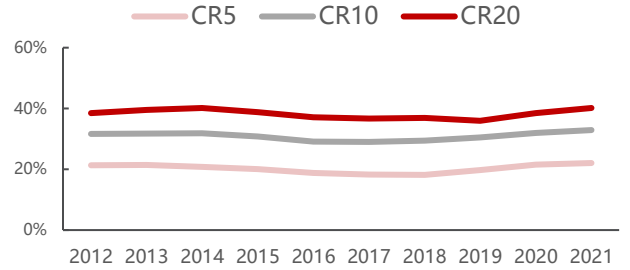


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 行业趋势—品牌端格局：集中度持续提升，国货龙头排名稳步上升。

- **行业集中度持续提升，国货龙头占比提升。**根据欧睿数据显示，2021年护肤品市场和化妆品市场品牌份额CR10分别为32.9%、34.6%，占比持续增加，头部品牌持续领先。
- **传统国货式微，功效性护肤崛起。**前10中本土品牌市占比从2014年的4%增长至2017年的11.7%，但由于18-20年传统植物、草本国货龙头逐渐式微，护肤市场前10中国产品牌市占率在此期间有所下滑，而功效型护肤品牌开始崛起，国货龙头的份额在2021年实现转折，达到10.2%，未来该趋势有望延续。

图表：护肤品市场集中度提升



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图表：中国护肤市场前10品牌份额（%）

排名	品牌	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	欧莱雅	4.6	4.1	4.1	4.5	5.1	5.3
2	兰蔻	2.1	2.5	3.0	3.7	4.7	5.1
3	雅诗兰黛	2.0	2.4	2.9	3.6	4.4	4.8
4	百雀羚	4.0	4.4	4.5	4.5	4.1	3.8
5	Olay	3.2	2.9	3.1	3.4	3.2	3.0
6	自然堂	2.8	3.3	3.4	3.4	3.1	3.0
7	Sk-II	0.8	1.1	1.6	1.9	2.3	2.4
8	海蓝之谜	0.5	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1
9	珀莱雅	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7
10	薇诺娜	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4	1.7
	合计	21.6	23.0	25.4	28.6	31.4	32.9

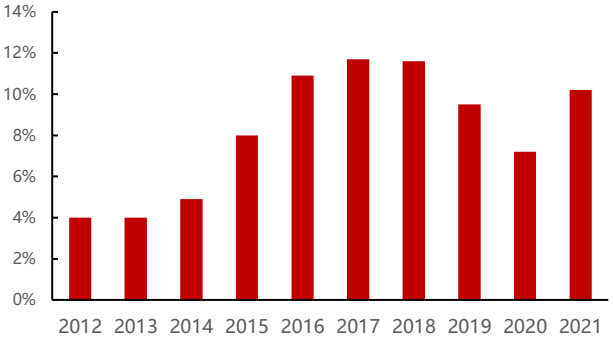
资料来源：欧睿数据库，飞瓜数据，民生证券研究院

图表：中国彩妆市场前10品牌份额（%）

排名	品牌	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1	迪奥	3.4	4.7	6	6.1	6	6.1
2	欧莱雅	8.5	7.7	6.7	5.9	5.9	5.7
3	圣罗兰	1.1	2.2	4.1	4.6	4.7	5.3
4	阿玛尼	1.1	1.6	2.5	3.4	3.5	3.8
5	兰蔻	2.4	2.6	2.9	3.3	3.4	3.4
6	香奈儿	2.1	2.5	2.7	2.6	2.5	2.8
7	雅诗兰黛	1.3	1.8	2.2	2.5	2.6	2.7
8	纪梵希	1.9	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2
9	梦妆	4.2	3.4	2.5	2	1.7	1.3
10	肌肤之钥	0.5	0.8	1.1	1.2	1.2	1.3
	合计	26.5	29.4	32.9	34.1	33.8	34.6

资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图表：历年CR10中国货品牌的占比：2021年是转折的开始



资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

1.2 行业趋势—品牌端格局：集中度持续提升，国货龙头排名稳步上升

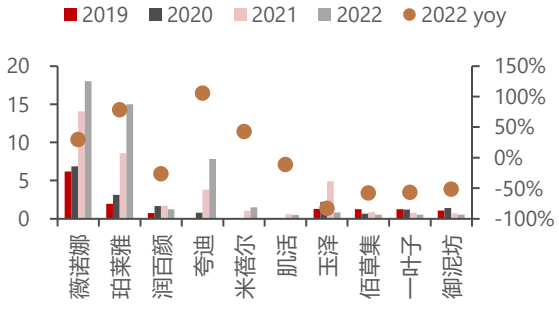
- **大促期间头部国产品牌GMV增速更快，优于非头部品牌表现。**在疫情反复冲击美妆行业的背景下，2022年“双十一”期间护肤市场头部品牌薇诺娜/珀莱雅/润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活GMV增速可分别实现29.96%/78.33%/-26.43%/105.86%/43.03%/-11.27%，高于非头部品牌玉泽/佰草集/一叶子/御泥坊-82.79%/-57.60%/-56.50%/-51.30%的增速。

图表：历年“双十一”大促彩妆类GMV前十品牌

排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	玛丽黛佳	完美日记	完美日记	完美日记	完美日记	MAC
2	美宝莲	MAC	美宝莲	阿玛尼	花西子	3CE
3	卡姿兰	美宝莲	MAC	花西子	3CE	YSL
4	自然堂	稚优泉	雅诗兰黛	3CE	COLOR KEY	花西子
5	稚优泉	雅诗兰黛	花西子	MAC	雅诗兰黛	雅诗兰黛
6	蜜丝佛陀	纪梵希	纪梵希	YSL	兰蔻	NARS
7	悦诗风吟	玛丽黛佳	兰蔻	兰蔻	CPB	CPB
8	Mistine	卡姿兰	3CE	美宝莲	MAC	玫珂菲
9	露华浓	美康粉黛	阿玛尼	雅诗兰黛	YSL	兰蔻
10	美康粉黛	ESL	ESL	纪梵希	阿玛尼	DERMAFIRM+/德妃

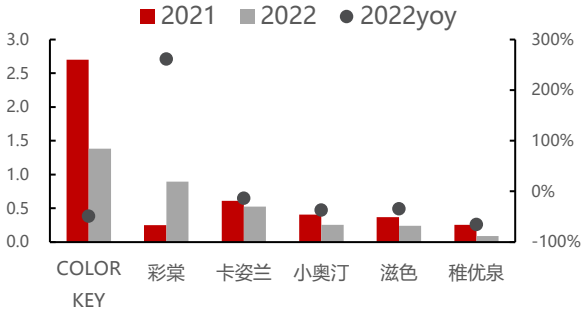
资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

图表：护肤市场“双十一”期间头部和非头部国产品牌GMV（亿元）和增速



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：彩妆市场“618”期间头部和非头部国产品牌GMV（亿元）和增速



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：历年“双十一”大促美容护肤类GMV前十品牌

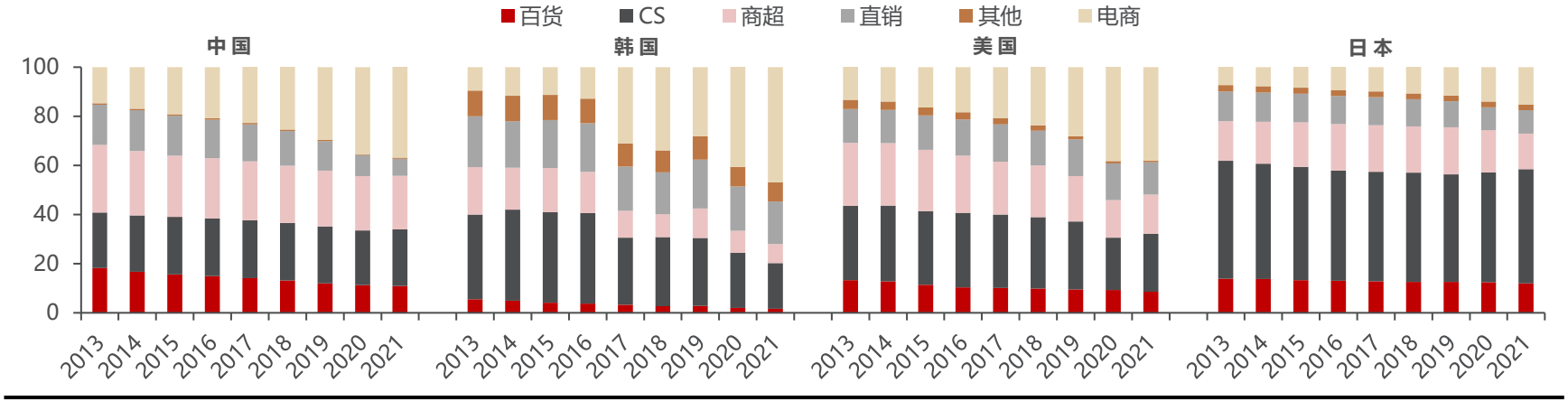
排名	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	百雀羚	自然堂	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2	一叶子	玉兰油	雅诗兰黛	玉兰油	雅诗兰黛	薇诺娜
3	自然堂	欧莱雅	玉兰油	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4	膜法世家	百雀羚	兰蔻	兰蔻	后	珀莱雅
5	玉兰油	兰蔻	薇诺娜	后	薇诺娜	雅诗兰黛
6	欧莱雅	wis	SK-II	SHISEIDO	SHISEIDO	玉兰油
7	薇诺娜	SK-II	自然堂	SK-II	珀莱雅	夸迪
8	美即	雅诗兰黛	后	雪花秀	赫莲娜	SHISEIDO
9	韩束	HFP	百雀羚	薇诺娜	SK-II	修丽可
10	欧诗漫	膜法世家	HFP	修丽可	海蓝之谜	SK-II

资料来源：欧睿数据库，民生证券研究院

1.2 行业趋势—渠道：电商占比较高，参考成熟市场线下专业渠道占比有望提升

- **国内护肤品市场主渠道由商超逐渐变为电商，疫情加快其进程。**2013-2017年，中国的护肤品市场主渠道仍为商超，其销售额占比逐年递减，由27.5%降至24%。2018年，电商首次成为中国护肤品市场最重要的渠道，其销售额占比为25.6%，2021年提升至37%；其他渠道均呈不同程度的下降趋势。预计防疫政策全面放开下，明后年国内美妆线下渠道将得到显著修复，**参考海外的成熟美妆市场，随着功效性护肤的盛行，线下专业渠道占比有望提升。**

图表：2013-2021年中国、日本、美国及韩国护肤品市场各渠道的销售额占比（%）



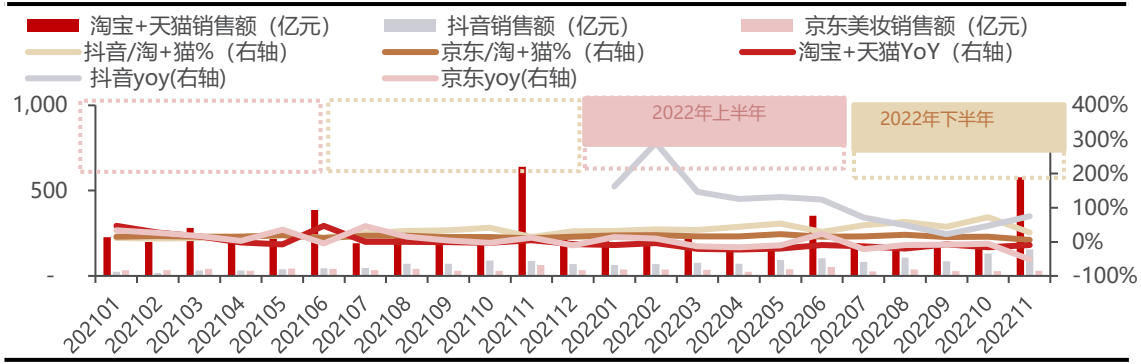
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

1.2 行业趋势—渠道：线上流量分散延续，抖音高增，淘系仍为主导

- **抖音渠道销售额实现高速增长，2月同比增速高达290%，传统电商渠道受到强烈冲击。**2022年上半年，抖音美妆销售额实现超高速增长，单月同增均超100%；淘系和京东的美妆销售额均受到较大冲击，其中淘系单月同增均为负增长。2022年7-11月，抖音美妆销售额保持稳定增长，同增71%/49%/22%/46%/75%。**流量分散下，淘系渠道仍为主导。**2022年1-11月，淘系美妆销售额均居单月首位。截至2022年11月，淘系/抖音/京东美妆销售额分别累计2618/1045/381亿元，同增-13%/86%/-11%，占比分别为65%/26%/9%。

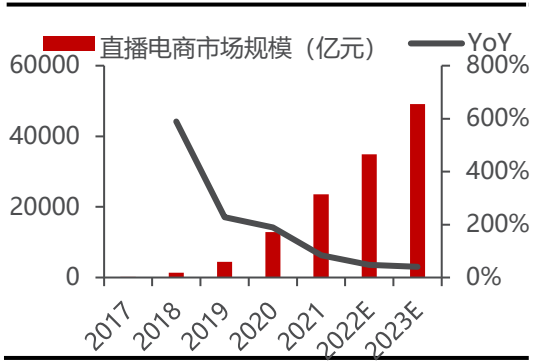
- **直播电商市场规模连续5年保持稳定增长。**2017-2022年，我国直播电商市场规模由196.4亿元增至34879亿元，GAGR为181.76%，预计2023年可达49140亿元。**2022年大促期间，直播电商加速崛起。**根据星图数据，2022年“618”和“双11”大促期间，直播电商销售额分别为1445亿元、1814亿元，分别同增124.03%、145.93%，分别占大促期间全网交易总额的比例为20.8%、16.3%。

图表：淘宝、京东和抖音三大渠道的美妆销售额、增速及占比



资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

图表：直播电商市场规模及增速

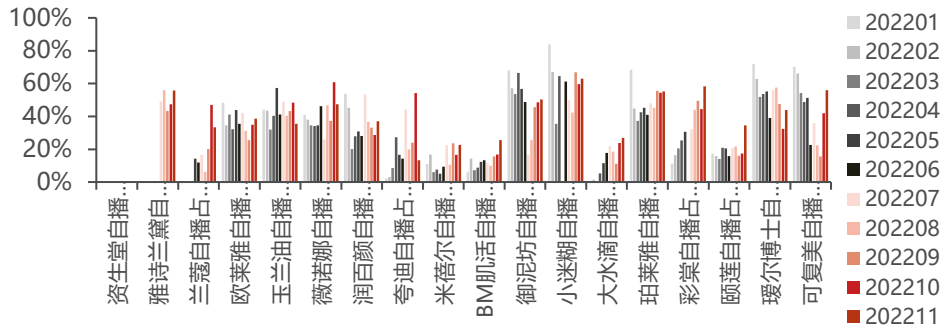


资料来源：网经社，艾瑞咨询，星图数据，民生证券研究院

1.2 行业趋势—渠道：降低费用&控制风险，品牌逐渐重视自播

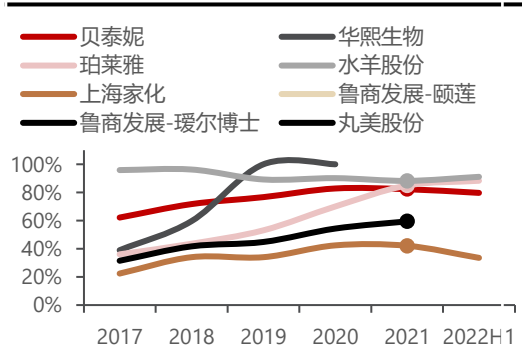
- **国产美妆品牌愈发重视自播，以降低费用及对头部主播依赖风险。**2022年上半年，外资品牌中资生堂和雅诗兰黛的自播GMV占比接近于0；大多数国产品牌自播GMV占比过半；2022年下半年，部分外资品牌加大自播力度，其中雅诗兰黛/兰蔻自播GMV占比分别由7月的48.18%/16.56%增至11月的55.73%/33.38%。
- **国货美妆龙头线上销售占比进一步提升，多个品牌占比超50%。**2017-2021年，贝泰妮/珀莱雅/上海家化/丸美股份线上收入占比分别由62.09%/ 36.05%/22.46%/31.45%提升至82.34%/84.93%/42.04%/59.54%。
- **国货美妆龙头销售费用投放持续加大，费用率普遍超40%。**2017-2022年前三季度，贝泰妮/华熙生物/珀莱雅/水羊股份/丸美股份的销售费用率分别由41.09%/15.34%/35.66%/33.94%/34.53%提升至46.20%/46.98%/42.93%/43.54%/46.75%。

图表：2022年美妆品牌的自播销售额占比



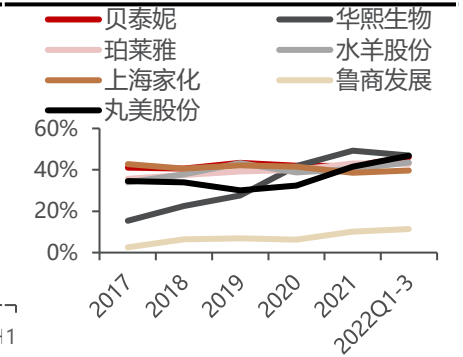
资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院；注：9月数据仅统计9月13日-9.30日的自播销售额占比

图表：2017-2022H1美妆标的/品牌线上收入占比



资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：华熙生物2021年开始布局线下渠道，暂未披露2021年及2022H1线上收入占比；鲁商发展暂未披露除2021年以外的线上收入占比；丸美股份暂未披露2022H1线上收入占比

图表：2017 – 2022前三季度美妆标的销售费用率



资料来源：各公司财报，wind，民生证券研究院

1.3 如何看 β —海外复盘：疫后行业增长逐渐恢复，长期增长态势不改

1）**短期来看，财政政策对收入的有明显的刺激效果。**美国在严格管控期（2020.03-2021.03）通过了3项财政刺激计划，分别是特朗普在 2020 年 3 月和 12 月签署的 2.2 万亿美元和 9000 亿美元刺激计划，以及拜登在 2021 年 3 月签署的 1.9 万亿美元刺激计划。从人均可支配收入来看，均在刺激计划实施时发生明显的变化。

2）**消费者信心更依赖于经济大环境，财政刺激效果甚微。**从消费者信心指数来看，疫情蔓延初期，消费者信心指数有断崖式下降，随后在3月的财政刺激计划发布后，开始缓慢稳定地上升，政策的刺激缓解了消费者信心下降的趋势，但随着政策的消退，以及防控政策的放松，消费者信心指数并没有回升的趋势，后续还需要更长的时间来修复。

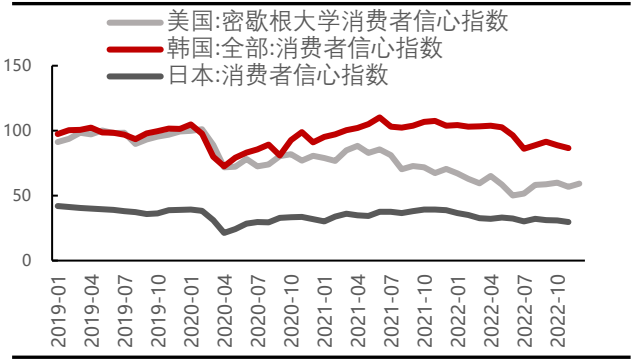
3）**疫情期间的变化较大，疫后逐渐稳定。**从PMI指数变化来看，仅在2020年二季度低于荣枯线，拉长时间线来看，疫情对于制造业、耐用品消费的影响程度有限。

图表：人均可支配收入（折年数）变化



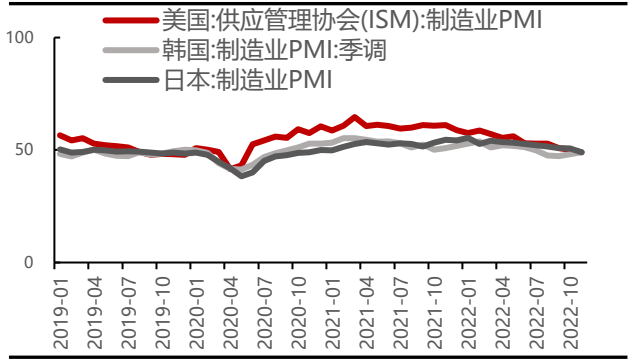
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：消费者信心指数变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：PMI指数变化



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 如何看 β —海外复盘：疫后行业增长逐渐恢复，长期增长态势不改

美国防疫时间线

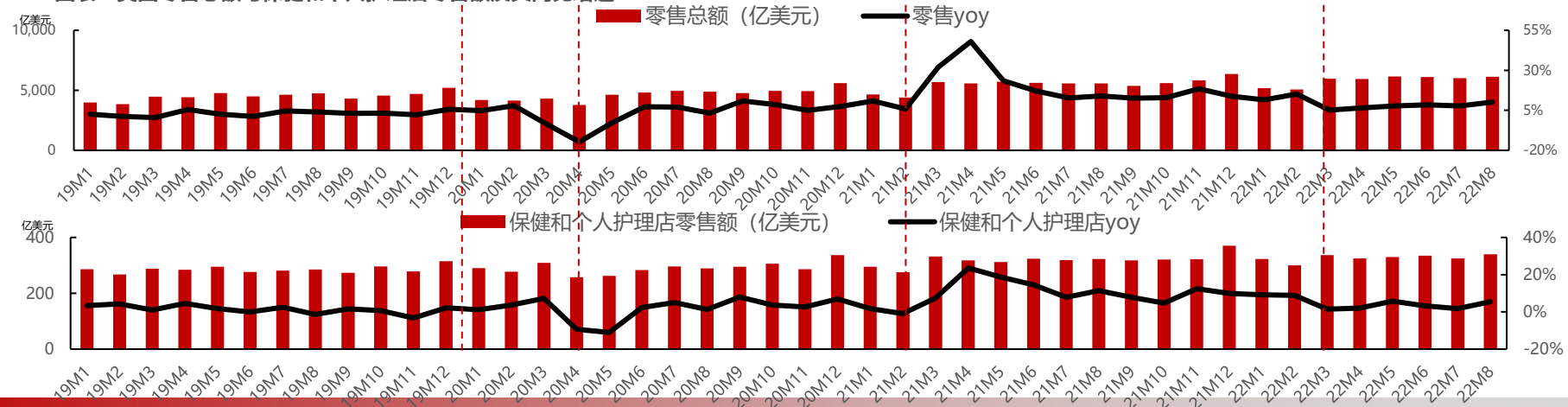
Stage 1 Stage 2 Stage 3 Stage 4

美国防疫的四个阶段：

1. 2020年初，24州陆续试试居家令。
2. 2020年4月-2021年年初，防控政策在松和紧之间徘徊。
3. 2021年年初-2022年年初，防疫政策逐步放松。
4 2022年3月，白宫发布“国家 COVID-19 准备计划”的新冠战略，宣布疫情全面放开。

从零售总额和保健和个人护理店零售额的规模及增速可见，在逐步放松后，有明显的恢复，在全面放开后进入了稳定增长的阶段。

图表：美国零售总额与保健和个人护理店零售额及其同比增速



1.3 如何看 β —海外复盘：北美/美洲化妆品市场一览

- **欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋均在美国防疫管控的第三阶段（逐步宽松）的后半段开始恢复。**
- **欧莱雅：2020Q3收入恢复增长，2021Q3超过疫情前收入水平。**2020上半年，受新冠疫情及严格的防疫政策影响，欧莱雅数以百万计的销售点（美发店，香水厂，百货商店，机场商店等）关闭，欧莱雅20Q2在北美市场营收yoy-23.6%。
- **雅诗兰黛：仅在2022Q2财年（2021Q4）恢复至疫情前水平。**随着线上渠道的持续增长和防疫政策放宽带来的实体店内客流改善及旅游零售渠道的进一步开放，美洲市场业绩逐步修复，FY22Q2雅诗兰黛美洲市场实现营收13.0亿美元/yoy+24.0%。
- **资生堂：2021Q3逐渐恢复。**20Q2美洲的单季营收下降至134.5亿日元/yoy-62.3%；21Q3在美洲实现营收358.9亿日元，yoy+23.3%，主要是由于美洲地区新冠疫苗普及率以及旅游零售的增长所致；22Q1至Q3美洲市场开始复苏，22Q3单季营收创历史新高，389.0亿日元/yoy+8.4%。
- **爱茉莉太平洋（简称AP）：**20Q2北美地区营收降至139.0亿韩元/yoy-35.9%；21Q4在北美实现营收292.0亿韩元/yoy+84.8%，主要受线上电子商务营收的增长所致；22Q1在北美实现营收348.0亿韩元，yoy+62.6%，由于该市场实施线上销售渠道多元化等举措，表现出强劲的发展势头。

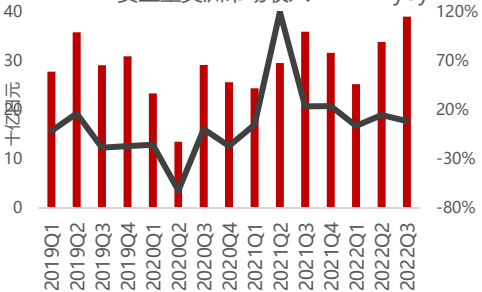
图表：欧莱雅北美市场2019Q1-2022Q3营收



图表：雅诗兰黛美洲市场FY2019Q3-2023Q1营收



图表：资生堂美洲市场2019Q1-2022Q3营收



图表： AP在北美市场2019Q1-2022Q3营收



资料来源：彭博，民生证券研究院

1.3 如何看 β —海外复盘：疫后行业增长逐渐恢复，长期增长态势不改

日本防疫时间线

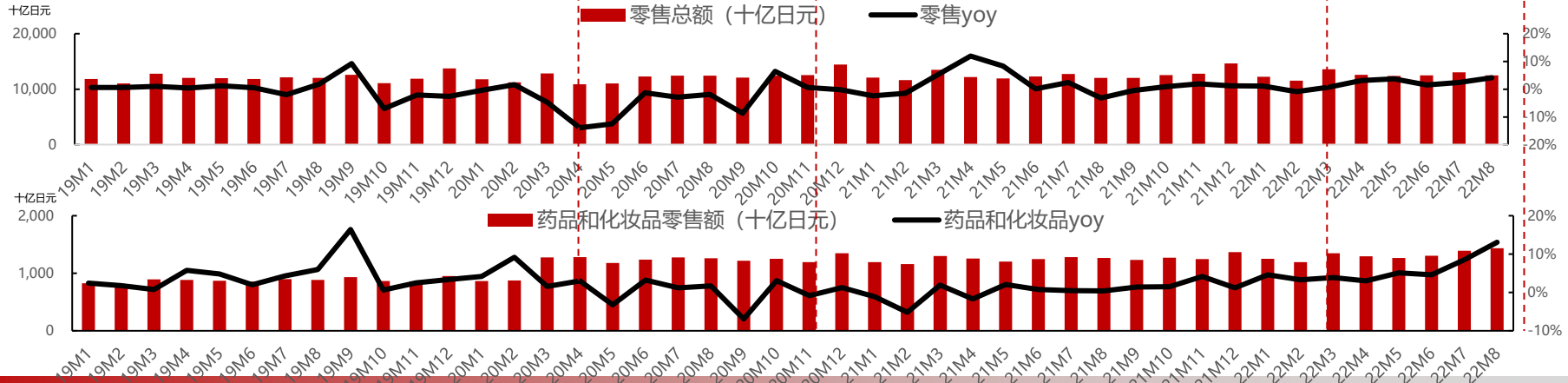


日本防疫的四个阶段：

1. 2020年4月，宣布国内进入紧急状态并实施入境限制。
2. 2022年3月，日本进入实质性解除限制，餐饮正常营业。
3. 2022年10月，全面放开入境游。除取消单日入境人数限制外，还恢复免签和自由行。

从疫情防控的三个阶段来看，日本的疫情管控节奏慢于美国，在疫情反复的阶段（20M4-21M9）药品和化妆品零售额的同比发生较大的波动，但自21年Q3至今，在疫情逐渐缓解、防疫政策逐渐优化的背景下，药品和化妆品消费展现较强增长性，22Q2以来，其增速超过零售总额增速。

图表：日本零售总额与药品和化妆品零售额及其同比增速



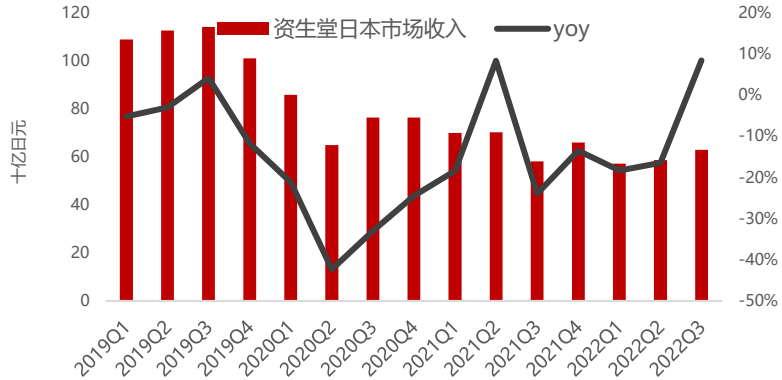
1.3 如何看 β —海外复盘：日本（亚洲）市场之资生堂、爱茉莉太平洋

- **资生堂、爱茉莉太平洋日本市场收入仅在2021年上半年实现正增长，随后继续负增长，日本美妆市场消费疲软。**

- **资生堂：2021Q2收入增速转正，随后继续负增长。**20Q2受新冠疫情的影响，同时受2019年9月消费税加税带来的囤积热潮的反作用力影响，20Q2的营收yoy-42.4%；21Q3季度营收同比+8.25%，超过当时7-9月的化妆品和药品零售额增速-1.70%/2.10%/0.80%。在日本全面放开后，22Q3实现强势反弹，营收同比+8.35%。

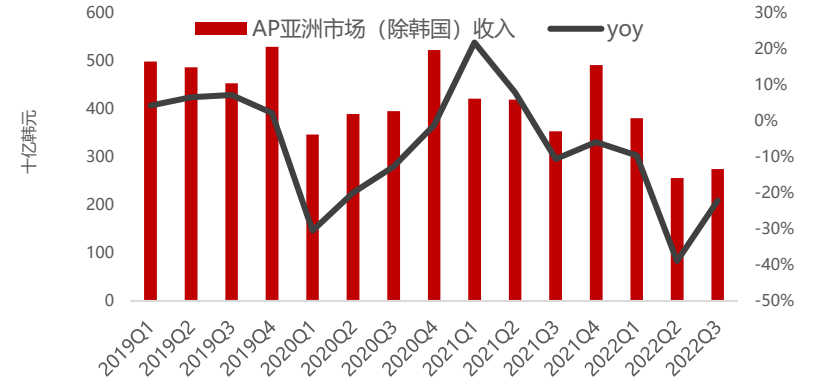
- **爱茉莉太平洋：2021Q1-Q2经历短暂的修复。**20Q1受新冠疫情影响，营收下降至3456.0亿韩元，yoy-34.6%；21Q4实现营收4900.0亿韩元，得益于爱茉莉太平洋在亚洲地区推出豪华品牌组合、增加实体店的举措；22Q1营收下降至3796.0亿韩元，yoy-9.7%，主要是由于亚洲地区许多国家实施封闭社交政策，导致了该地区营收的整体下滑。

图表：资生堂日本市场FY2019Q1-2022Q3营收



资料来源：彭博，民生证券研究院

图表：AP亚洲市场FY2019Q1-2022Q3营收



资料来源：彭博，民生证券研究院

1.3 如何看 β —海外复盘：疫后行业增长逐渐恢复，长期增长态势不改

韩国防疫时间线

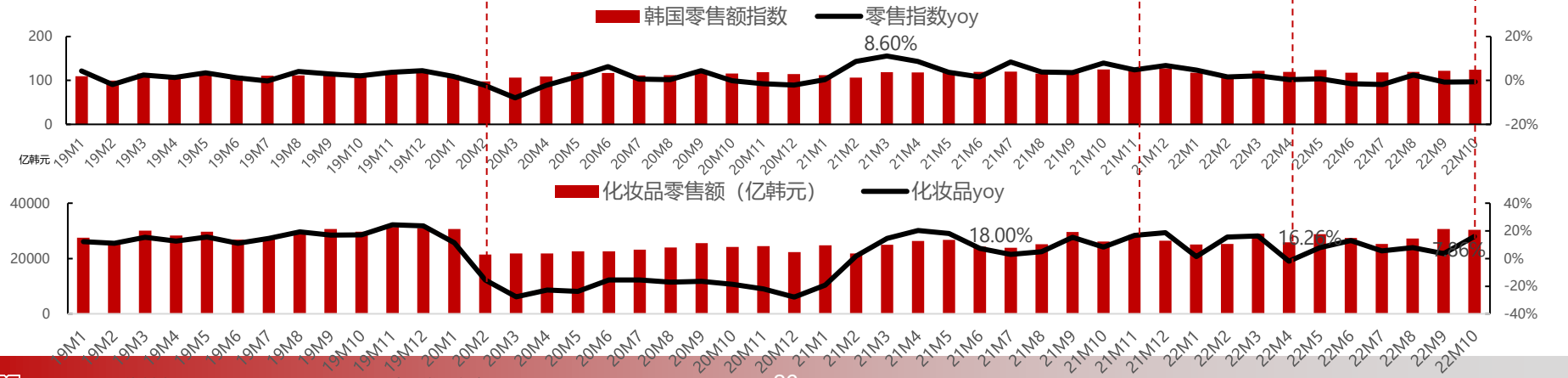
Stage 1 | Stage 2 | Stage 3 | Stage4

韩国防疫的三个阶段：

1. 2020年2月，国内管制加强，对新冠肺炎疫情的警戒等级由“注意”提升到“警戒”。
2. 2021年11月，韩国宣布分阶段重启社会日常生活。
3. 2022年4月，全面解除针对新冠肺炎疫情的保持社交距离措施。（实质性解除限制）
4. 2022年10月，入境新冠防疫措施全部解除。韩国将新冠从“一类传染病”下调至“二类传染病”。

韩国作为化妆品消费占比较大的国家，且其化妆品渠道中CS渠道占比最大。在疫情蔓延初期，化妆品零售额受到较大的影响，波动较为明显，且增速低于总零售额。但在可选消费中偏刚需属性，自21年Q3以来恢复较快，行业波动增长，22年10月增速接近20%。

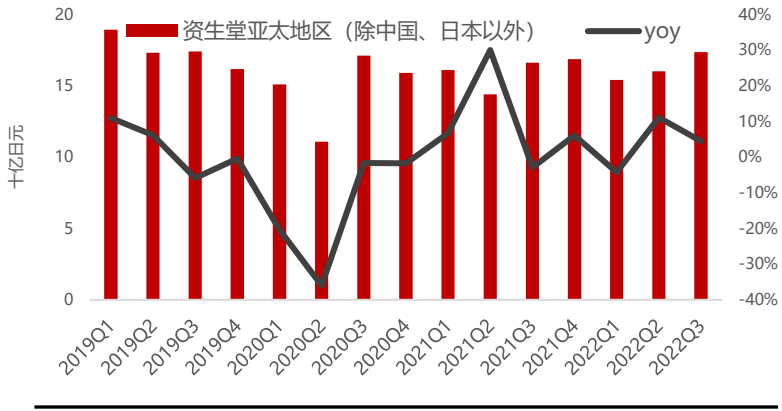
图表：韩国零售总额指数与化妆品零售额及其同比增速



1.3 如何看 β —海外复盘：韩国（亚太）市场之资生堂&爱茉莉太平洋

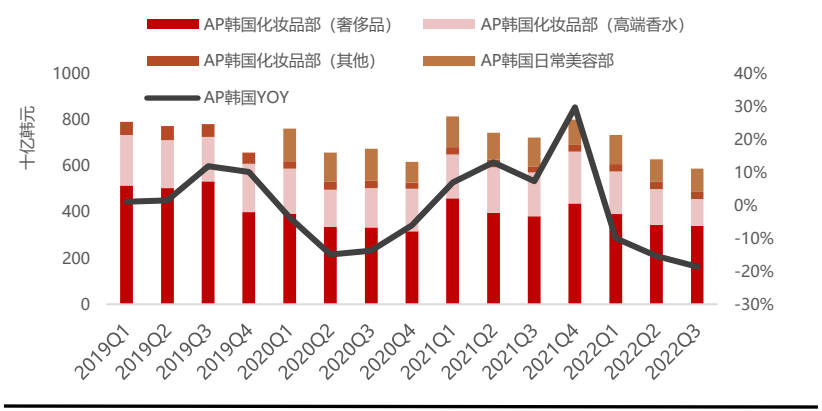
- **和日本市场类似，资生堂、爱茉莉太平洋经历了短暂的修复，2022年初奥密克戎的流行使得后续收入增长仍受阻。**
- **资生堂：2022下半年开始修复。**FY2020Q2营收下降至110.8亿日元，yoy-36.0%；22Q1至22Q3，营收逐步增长，22Q3营收增至173.5亿日元，资生堂在亚太地区的市场开始复苏。
- **爱茉莉太平洋：2021下半年正增长后，因为免税渠道的冲击增长乏力。**FY2020Q1至FY2020Q4营收下滑，20Q4下降至6164.0亿韩元，yoy-6.1%，国际旅客减少导致线下渠道收入下降；21Q1实现营收8135.0亿韩元，yoy+6.9%，线上渠道增长、旅游渠道回暖；22Q1营收下降至7328.0亿韩元，yoy-9.9%，主要是受免税渠道销售额下跌的冲击，爱茉莉太平洋在韩国的市场出现下降趋势。

图表：资生堂亚太市场FY2019Q1-2022Q3营收



资料来源：彭博，民生证券研究院

图表：AP韩国市场FY2019Q1-2022Q3营收

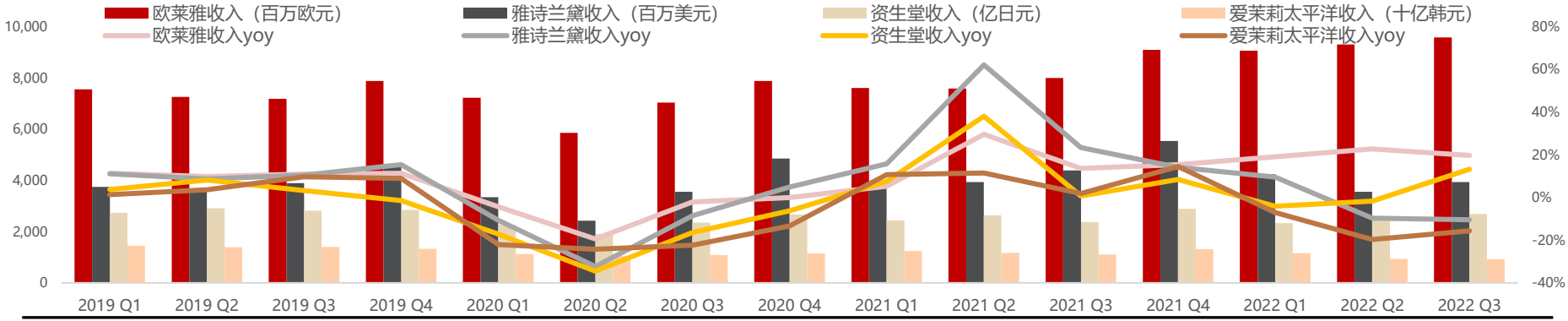


资料来源：彭博，民生证券研究院

1.3 如何看 β —海外市场总结：疫情冲击美护消费，管制放开后优质公司率先复苏

- **疫情反复及较强的管制措施冲击化妆品消费，美妆企业业绩受损较大，质地更优的美妆龙头经营韧性相对更强：**疫情初期，全球普遍采取较严格的防疫策略，实施包括居家令在内的一系列封锁措施，对化妆品的消费造成巨大影响，2019年12月-2020年6月，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋四大全球美妆集团营收下滑显著，且下滑幅度会略高于社零整体。分公司来看，公司产品矩阵更为完善，渠道与品牌营销布局实力相对更优的美妆龙头如欧莱雅、雅诗兰黛，在各地具备相对更强的经营韧性；
- **管制逐步放开后，化妆品消费逐步恢复，恢复弹性优于社零整体，其中优质美护龙头企业率先复苏：**随着疫苗接种率的提升以海外市场逐步放松防疫政策，消费者信心与美妆消费景气度，2020年末，欧莱雅、雅诗兰黛的营收已基本恢复至疫情前水平，但受到Delta变异毒株的影响，2021年初两品牌营收又出现小幅下滑。资生堂、爱茉莉太平洋业绩复苏速度略慢，2021年两品牌总营收才开始出现正增长。随着疫情形势趋于缓和，以及疫情相关限制措施的解除，海外各地化妆品市场正稳步复苏，且美护板块复苏节奏优于社零整体，具有较强复苏弹性，其中分公司来看，质地更优的龙头公司恢复节奏快且增速较高。

图表：欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋2019Q1-2022Q3营收及增速变化情况

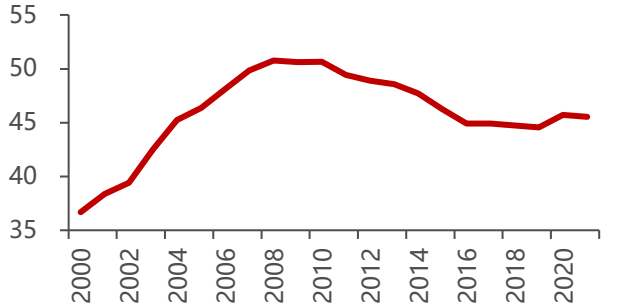


资料来源：彭博，民生证券研究院（注：雅诗兰黛财年截止日期为每年6月30日；此图表季度计算方式为日历季度。）

1.3 如何看 β —国内市场边际改善：疫后复苏，消费力恢复确定性较强

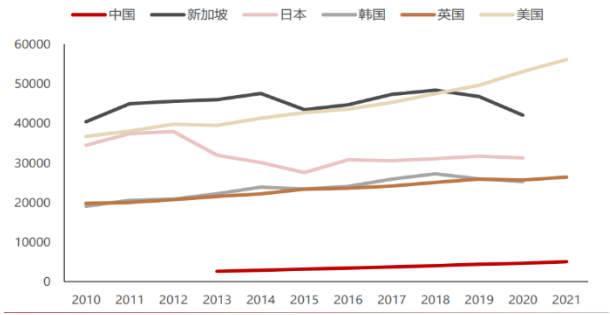
- **政策鼓励**：从政策端来看，①12月14日，中共中央、国务院印发了《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》，②12月15-16日，中央经济工作会议，均明确把扩大国内需求放在明年经济工作第一条
- **人均可支配收入**：参考美国，中国有望演绎消费升级路径，消费结构进一步调整可期。
- **消费者信心指数**：随管控放松、宏观经济稳定发展，消费者信心回升的确定性较强。
- **地产链利好连连**：近期国家多次出台相关政策鼓励地产行业，三支箭、金融十六条、银行授信意向支持等，住宅作为居民的重要资产，有利于居民消费的恢复。
- **国内总储蓄率**：疫后居民储蓄率提升，疫后消费场景恢复下，消费需求有望释放。
- **综合海内外消费内需的分析，以及政策的扶持，我们认为消费端的逐渐恢复具有确定性。坚定看好美妆行业在消费大环境改善下的中长期成长性，行业估值有望进一步抬升。**

图表：国内总储蓄率(%)



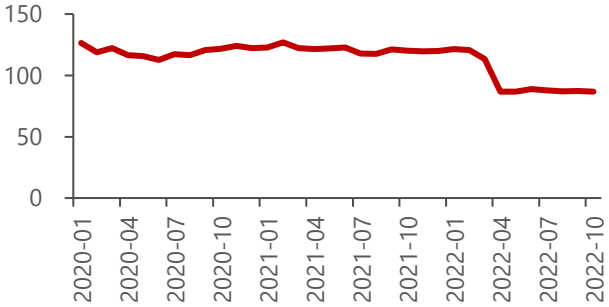
资料来源：wind，民生证券研究院；

图表：世界主要经济体人均可支配收入情况（美元）



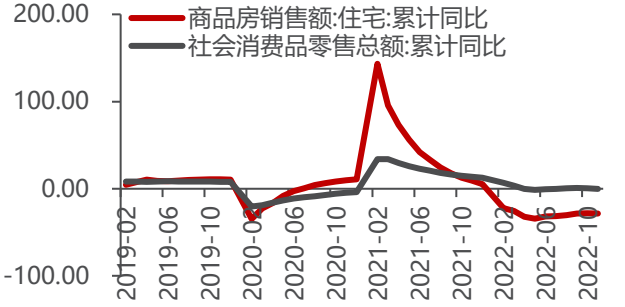
资料来源：wind，民生证券研究院；

图表：中国消费者信心指数：22M4阶梯式下降



资料来源：wind，民生证券研究院；

图表：商品房销售额和社零总额累计同比增速(%)

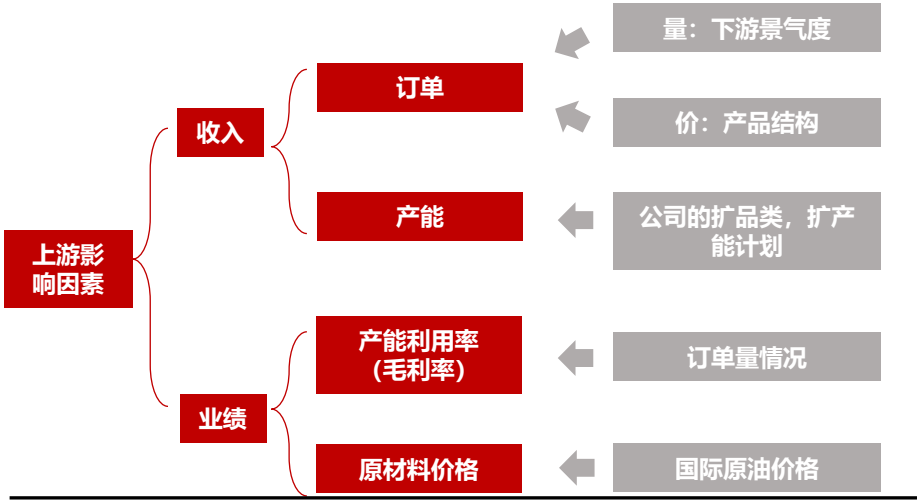


资料来源：wind，民生证券研究院；

1.4 寻找 α — 产业链影各环节响因素分析

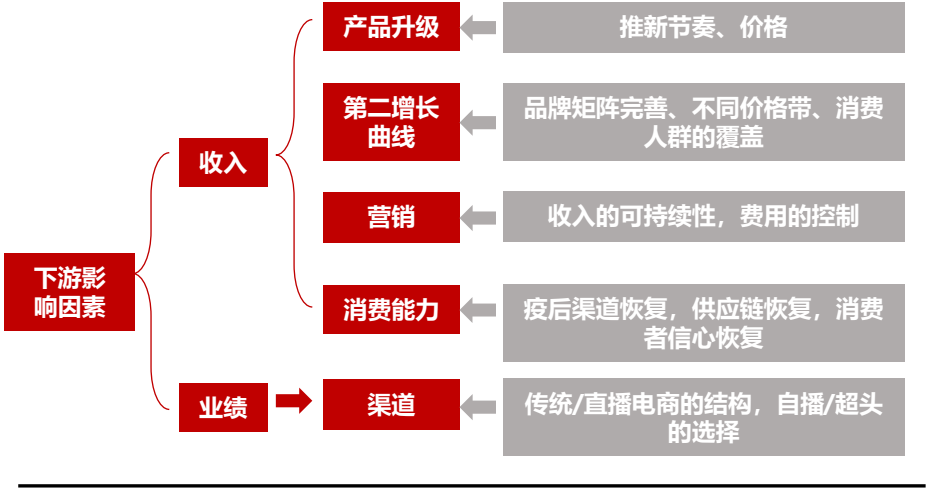
- **上游—制造端：**①订单—看下游景气程度、下游的竞争阶段；②产能—看公司自身的扩产品、扩产能计划；③产能利用率—依赖公司订单。
- **下游—品牌&消费：**①产品升级—价格；②品牌矩阵—第二增长曲线；③渠道&营销—销量&费用。

图表： 上游原料、制造端影响因素



资料来源：民生证券研究院整理

图表： 下游品牌端影响因素

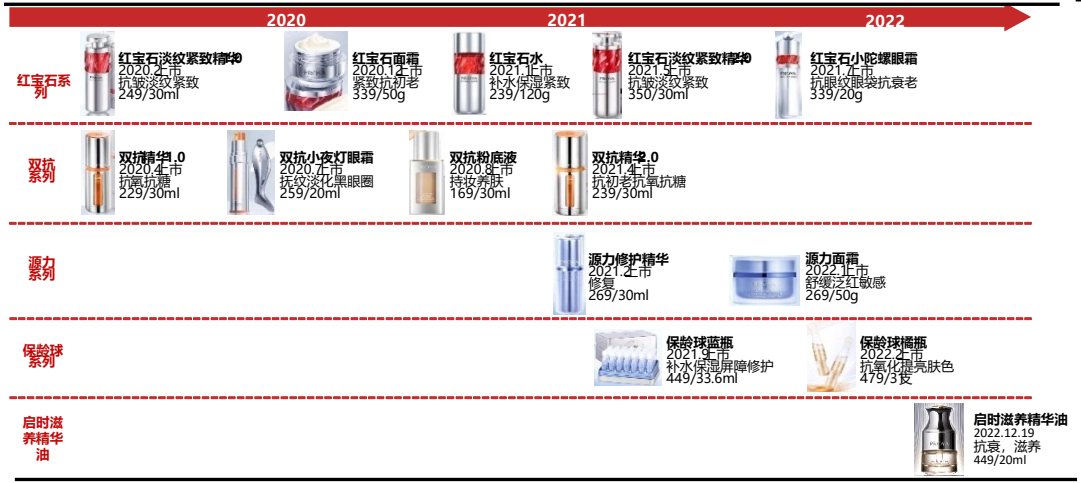


资料来源：民生证券研究院整理

1.4 寻找 α — 珀莱雅：持续进击的美妆国货龙头

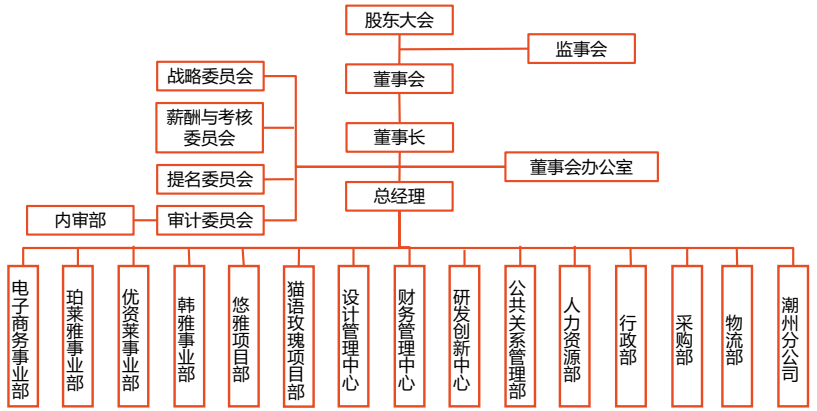
- **6N战略指引下，打造高效组织架构，搭建完善的品牌矩阵。**①**扁平化组织：** “6”指代新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造。关于新组织，公司在2015年末为快速适应市场多变环境，全面规划各品牌发展，公司通过去中心制转变为事业部制、撤销驻外办事处等方式将组织架构转向扁平化。扁平化结构具有高效、反应迅速的优势，符合当下国内美妆市场的变化。②**多品牌矩阵：** “N”指代打造N个品牌。目前新品牌彩棠、悦芙媞、OR洗护系列均已开始盈利，描绘第二增长曲线。
- **横向扩展产品品类，进一步完善产品矩阵。**公司还在现有的产品系列基础上进行完善升级，积极围绕现有大单品进行进一步的破圈渗透，打造系列产品，满足消费者更多元化的护肤场景需求，不断延长品牌的生命周期。

图表：珀莱雅品牌产品矩阵不断完善



资料来源：民生证券研究院整理

图表：2015年，公司开始实施扁平化组织结构

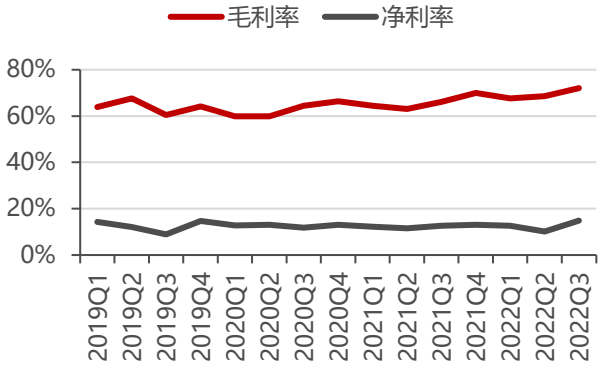


资料来源：公司公告，民生证研究院；

1.4 寻找 α — 珀莱雅：持续进击的美妆国货龙头

- **产品升级&品类拓展，客单价持续上行。①红宝石和双抗精华的价格不断提升**：一方面通过配方更新进行产品更新从而提升价格，另一方面，消费者对产品的逐渐认可，口碑积累，使得大规格的产品占比提升从而提高均价。**②产品矩阵向高价格带延伸**：2022年12月，公司发布新品“**启时滋养精华油**”，丰富抗衰产品矩阵，产品单价进一步升级为449元/20ml。
- **盈利能力稳步提升，毛利率自2020年以来持续增长。**得益于主品牌的产品升级及高价产品的拓展，公司毛利率不断提升。由20Q1的63.8%逐渐提升至2022Q3的72.0%。
- **公司坚持长期主义，前期注重品牌和管理的发育，净利率保持稳定。**公司仍处于发展的前期，毛利率提升带来的收益基本用于研发、股权激励、营销投放及新品牌拓展方面，从而净利率保持稳定。

图表：2018Q1-2022Q3珀莱雅毛利率和净利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院；

图表：红宝石精华的天猫客单价不断提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图表：双抗精华的天猫客单价不断提升



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

1.4 寻找 α — 贝泰妮：品类&品牌矩阵不断完善，高端线Aoxmed描绘第二增长曲线

主品牌品类矩阵不断完善。从初代大单品特护霜逐渐拓展品类矩阵，22年推出特护精华，20年11月、21年11月、22年11月，液态精华占比旗舰店销售分别为5.85%/5.28%/14.67%，不断提升，对单一大单品的依赖性逐渐降低。

新品牌布局高端抗衰，第二增长曲线清晰。从行业角度看，抗衰需求快速增长，其中护肤和医美为消费者选择抗衰的主要途径。近年来，全球抗衰市场火热，全球市场从2015年1395亿美元增至2021年2160亿美元，2015年至2021年CAGR达7.6%。据Euromonitor数据显示，2020年中国抗衰市场规模达646亿元人民币。我们认为，不仅AOXMED所处行业当下具备高需求高增长趋势，给予了品牌高速发展的基础，同时其自身实力突出。

1）短期维度：AOXMED主要通过结合医美项目提供疗程化服务，其增长将受益于渠道的不断拓宽。

2）中长期维度：线上渠道起量，品牌力+产品力助推线上市场拓展。中期维度，线上渠道起量，兼具强产品力和强品牌力的AOXMED有望复刻修丽可线上发展之道：修丽可在线下品牌力逐步建立后，于2016年接入线上公域流量，据魔镜数据，修丽可天猫旗舰店2017年销售额约为0.5亿元人民币， 2021年修丽可天猫旗舰店销售额约为18.2亿元人民币，2017年至2021年CAGR达151%。

图表：Aoxmed与同类产品对比

	修丽可242面霜	AOXMED生肌霜	赫莲娜黑绷带面霜
			
价格	1580元/48ml	1280元/15g	1380元/15ml
主打成分	神经酰胺1&3、胆固醇、脂肪酸	美雅安缇：牡丹皮提取物（丹皮酚）、麦角硫因；长心卡帕藻提取物（半乳聚糖）、桑根提取物（桑白皮素A/B和桑黄铜C）和棕榈酰里六肽 - 12；β-丙氨酰羟脯氨酰二氨基丁酰苄基酰胺、千日菊提取物	高浓度玻色因
主要功效	修护缺水屏障、修护老化屏障、重建脂质屏障	屏障修护与强化、多层次抗老、预防早衰	促进受损肌肤组织的修复，增强肌肤的屏障保护、促进胶原蛋白再生

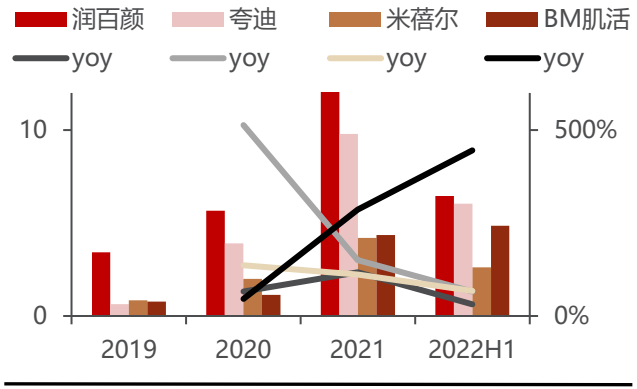
总结：AOXMED与修丽可相比，体现优势在于集多样化功效于一身；与赫莲娜相比，体现在于其作用效果发挥效率更高（赫莲娜的抗老仅为开源，而AOXMED为开源+节流。

资料来源：天猫旗舰店，民生证研究院；

1.4 寻找 α — 华熙生物：管理&费用改善，坚持研发创新，短中长期业绩高增可期

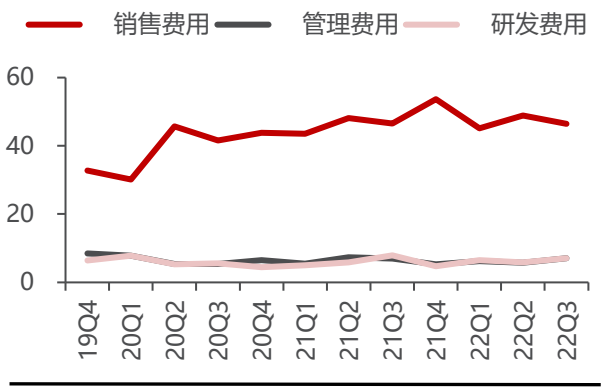
- **组织架构升级：七大中台基本完善，提升组织运行效率。**2021年公司建立了七大中台，包括科技与产品创新部、营销部、品牌部、公关部、创意部、行业研究以及会员权益运营部等部门，目前，七大中台的组织结构建立已基本完善，公司的组织结构及管理考核机制不断革新以及市场化以适应行业变化。
- **自上而下控费初显成效，2022年以来扣费净利率逐渐提升。**从公司层面到各事业部，逐渐落实控费措施，扣非净利率从21Q4的11.2%提升至22Q3的13.6%。
- **创新能力在线，研发投入稳步提升。**公司坚持创新，积极布局包括胶原蛋白、合成生物等新型原料，多个潜力赛道发力。

图表：华熙生物各品牌收入（亿元）及yoy



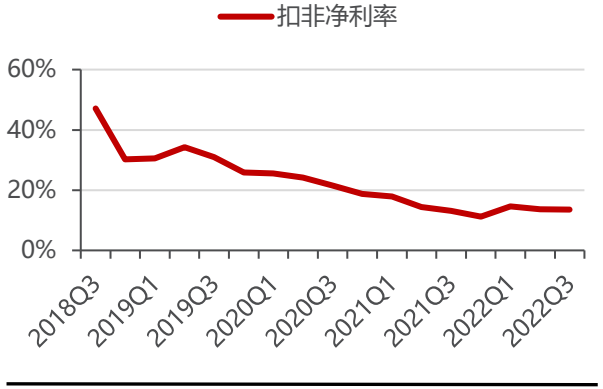
资料来源：公司年报，民生证券研究院

图表：华熙生物单季度费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2018Q3-2022Q3华熙生物扣非净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 寻找 α — 巨子生物：重组胶原蛋白龙头，四大核心竞争力构筑长期护城河

- **重组胶原蛋白龙头，专业皮肤护理行业领军者。**巨子生物专注设计、开发和生产以重组胶原蛋白为关键生物活性成分的专业皮肤护理产品，历经十余年发展，公司已成为专业皮肤护理行业龙头，2021年以10.6%的市占率位列中国专业皮肤护理行业第二。
- **四大核心竞争力构筑公司长期护城河。1）产品：**公司旗下共有8个主要品牌及106项SKU，产品矩阵以面膜品类为基础，持续外延扩张至胶原棒、爽肤水等。**2）研发：**研发团队开发出“类人胶原蛋白”专利技术，并参与起草医药行业标准《重组胶原蛋白》，通过产学共研的方式持续推动技术进步。**3）生产：**搭建合成生物学技术平台，已率先成功实现重组胶原蛋白及五种高纯度稀有人参皂苷百公斤级规模量产,五项产能扩张计划将进一步保障产能的稳定性。**4）渠道：**实行“医疗机构+大众消费者”双轮销售策略，线上线下协同赋能，构建全渠道销售和经销网络，并围绕科技美学的品牌定位进行营销。

图表：巨子生物旗下品牌



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：巨子生物旗下可复美与可丽金主要产品矩阵（截至2022年11月）



资料来源：公司官网，京东商城，民生证券研究院整理

1.4 寻找 α — 上游生产端新增产能爬坡

- **诺斯贝尔：定增更换实控人+剥离松节油业务，彰显转型决心。**公司近期的多项股权资产变动计划，向市场传递积极转型的信号。目前，诺斯贝尔各类产品的产能利用率仍不足50%，随着化妆品下游格局的变化，以及产品备案数量的增加，公司订单的边际改善，产能利用率有望提升。此外，监管趋严以及市场竞争加剧，代工行业格局有望向公司集中。

图表：截至2021年底，诺斯贝尔的主要产能

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
化妆品业务			无
面膜系列	21.34亿片	38.54%	
湿巾系列	26.0亿片	36.24%	
护肤品系列	2.8亿支/100ml	39.68%	
松节油深加工业务			无
合成樟脑系列	4.33万吨	84.78%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- **嘉亨家化：新产能落地逐渐爬坡，毛利率将确定性增长。**随着6月湖州一期工厂落地，下半年逐步释放产能，得益于产能、自动化程度、人工成本等方面的优势，公司的收入及毛利率有望进一步提升。目前，新增订单已预订部分产能，随着国内生产的专业化、智能化提升，外资品牌生产逐渐向内资工厂转移。此外，湖州二期工厂也已动工，中长期来看，产能还有进一步提升的空间。

图表：截至2021年底，嘉亨家化的主要产能

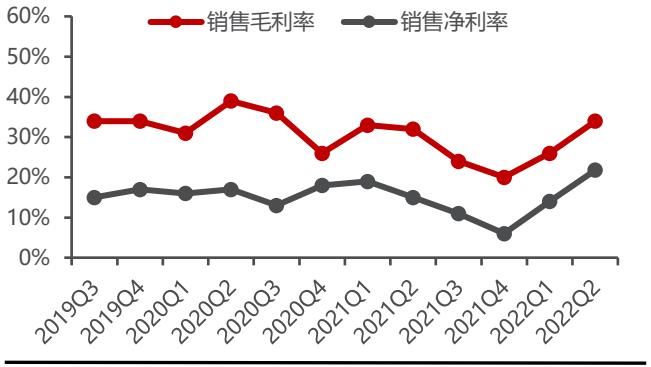
主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
化妆品	2.45万吨	98%	38,000吨	尚未完工
塑料包装容器	8.7亿个	77%	30,000万个	尚未完工
家庭护理产品	2.5万吨	35%		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 寻找 α — 上游生产端的新增产能

- **科思股份：新型防晒剂投产，带动毛利率稳步提升。**自6月以来，国际原油现货价格进入下行通道；人民币汇率自Q2以来持续贬值，利好公司的出口业务；此外，俄罗斯宣布“北溪1号”输气管道无限期停运后，欧洲能源危机加剧，能源价格不断上升，公司市场份额有望进一步提升。新型防晒剂产能释放，高单价PA、P-S防晒剂分别于22Q2和22Q4投产，预计23年开始持续贡献增量。此外，发行可转债募资8.28亿元用于氨基酸表活及P-S的继续扩产。在贸易环境利好，叠加海外出行复苏带动需求量增及成本端下行，公司收入有望持续增长，同时毛利率进一步提升，业绩及估值还有继续上调的空间。

图表：科思股份单季度毛利率和净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：科思股份上市以来公司新增产能情况

项目内容	项目投资总额（万元）	进展说明
香豆素2000吨/年、阿伏苯宗2000吨/年、水杨酸苄酯、水杨酸正己酯各1500吨/年、水杨酸甲酯8000吨/年	35,945.02	香豆素和水杨酸甲酯项目已终止，2020年阿伏苯宗项目投产，21Q3水杨酸苄酯、水杨酸正己酯投产。
水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯各1500吨/年	1,106.50	21Q3水杨酸异戊酯、水杨酸正戊酯投产。
辛基三嗪酮（EHT）（EHT）1000吨/年、中试装置	2,562.26	21年5月辛基三嗪酮（EHT）投产。
二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA/DHHB）500吨/年	7,200.41	22Q2已建设完毕，2022年可新增PA产能500吨/年。
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）500吨/年	3,542.84	预计2022年底完成，**2023可新增P-S产能500吨/年。**
氨基酸表面活性剂：椰油酰甘氨酸钠5500吨/年，椰油酰甘氨酸钾3000吨/年，甲基椰油酰基牛磺酸钠4300吨/年；高分子增稠剂：卡波姆2000吨/年	64,474.20	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2.5年
双-乙基己氧苯酚甲氧苯基三嗪（P-S）1000吨/年，P-S中间体RET 1600吨/年。	25,657.25	2022年9月发布可转债募资计划，建设期2年

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

1.5 展望：23年化妆品行业的 β 和 α

- **β — 行业成长性不改，消费力恢复后估值继续上行**
  - **估值**：化妆品行业做为高端化、专业化、个性化的可选消费，受益于中产、富裕阶级的兴起，我们认为在当前时点，行业仍然具有超额的成长性。回看行业估值，上行阶段（2020-2021H1）往往伴随渠道的变革。线上渠道是品牌增收圈地的手段，线下渠道则是扩大品牌力的必经之路，此外当前行业竞争已上移至品牌、研发的竞争。在国家扩大内需稳消费的大环境下，叠加出行需求恢复，线下渠道可能成为品牌端的下一个发力点。我们认为在23年Q1-2线下消费场景修复后，品牌端加速线下渠道的布局以及品牌力建设，行业估值有望进入下一个上行通道。
- **α — 代工端订单边际改善，品牌端推新节奏&第二增长曲线**
  - **品牌**：分化趋势延续，有望超预期的2个方面是，1）推新节奏及销售额超预期，2）品牌矩阵完善、第二增长曲线显现。对此，建议关注①**华熙生物**：稳业绩+降费用，关注大促节点后的预期兑现。②**珀莱雅**：持续推新+品牌矩阵多点发力。③**贝泰妮**：主品牌新品布局加码+高端线。④**鲁商发展**：剥离房地产业务，管理优化+化妆品持续高增+医药业务边际改善+原料业务毛利率提升。
  - **代工**：α 来自超预期新增订单。①**青松股份**：定增落地后，利益机制理顺，管理层诉求提升；订单改善超预期可能+产能利用率提升带动毛利率提升。②**嘉亨家化**：新产能释放+新订单逐步落地。

图表：重点公司盈利预测及估值（截至2022.12.23）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	最新收盘价（元）	净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300957.SZ	贝泰妮	601.43	141.98	11.48	14.91	19.15	33.00%	31.80%	30.20%	52	40	31
603605.SH	珀莱雅	450.29	158.82	7.68	9.91	11.70	33.30%	29.00%	18.00%	59	46	38
688363.SH	华熙生物	624.59	129.83	10.19	13.17	18.11	30.30%	29.20%	37.50%	61	47	35
600315.SH	鲁商发展	213.17	31.4	3.29	5.06	6.92	-9.12%	53.80%	36.76%	33	21	15
300856.SZ	科思股份	78.26	46.22	3.85	4.69	5.54	190.10%	21.70%	18.10%	20	17	14
300955.SZ	嘉亨家化	24.14	23.95	1.03	1.56	2.00	6.00%	51.40%	28.60%	23	15	12
300132.SZ	青松股份	35.75	6.92	-6.32	1.17	2.12	30.60%	118.60%	80.50%	-	30	17

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月23日收盘价）



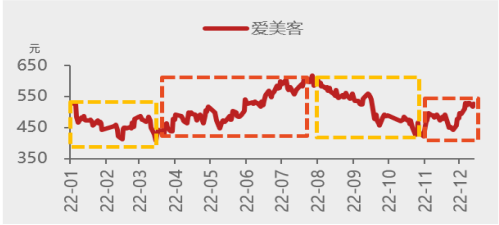
2. 医美：细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足

2.1 2022行情复盘—股价复盘

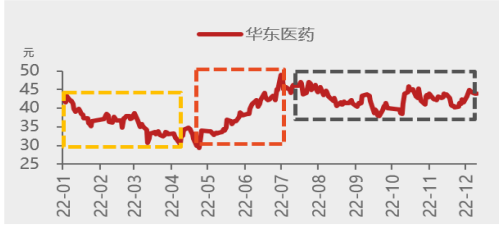
2022年医美行业股价走势分为四个阶段：

- **一季度回调**：多地疫情反复，部分区域封控，线下消费场景缺失，消费受阻。
- **年中拉升**：疫情得到控制，多地封控解除，线下消费恢复，预期疫后复苏需求反弹。
- **三季度回调**：疫情扰动+政策担忧，整体下行。
- **11月以来逐步反弹**：疫情防控边际优化+春节前备货期开启，开启新一轮上扬行情。

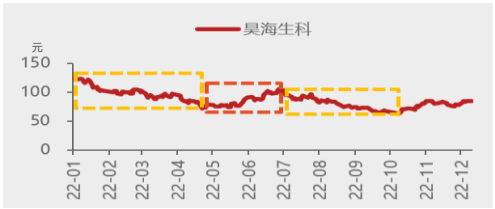
爱美客：1-3月，累计跌22%；3-7月涨超45%；8-10月跌幅近30%；11月起震荡回弹



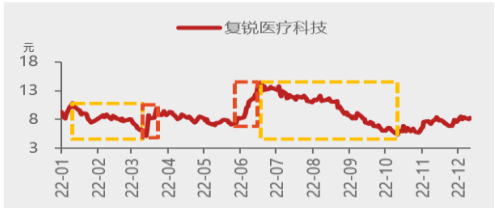
华东医药：1-4月，跌超30%，后至7.4涨超66%；至10.12回调超20%，之后涨19%，进入盘整期



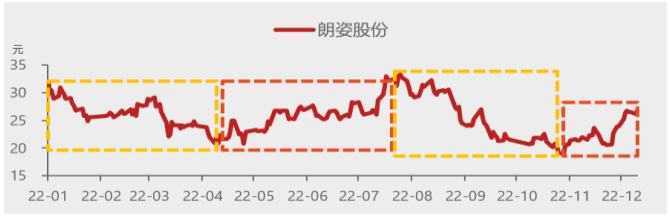
昊海生科：年初至5.18跌近40%；至6月末涨40%+；至10.11回调超40%；后震荡上行



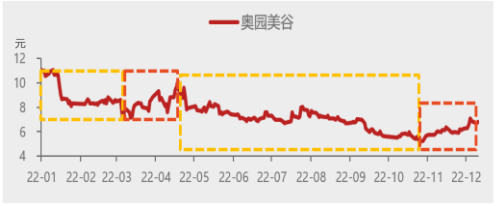
复锐医疗科技：1.12-3.15跌超50%，至3.24急速拉升95%，至5.26回调29%，至6.20拉升超100%，至10.23回调62%，进入盘整期



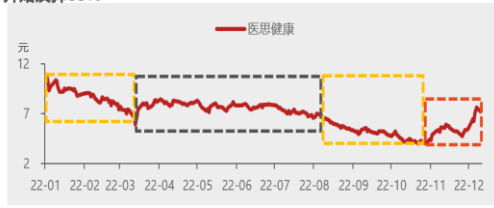
朗姿股份：年初至4.28跌35%，至7.25涨超56%，至10.31回调42%，之后反弹42%+



奥园美谷：年初至3.9，跌超36%，至4.21反弹44%，至10.28累计回调超48%，之后反弹30%+



医思健康：年初至3.15跌超45%，进入盘整期，6.30-10.31跌49%，开始反弹85%+



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

2.1 2022行情复盘—业绩复盘

- **终端机构受疫情冲击显著，盈利能力下探。**疫情反复下，医美机构客流量波动；同时因消费力受损，机构端存在获新客难+升单难等问题，最终采用以量换价的低价竞争策略，最终呈现医美机构盈利能力承压。

图表：医美机构营业收入及归母净利润（亿元）

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
朗姿股份	营业收入（亿元）	8.92	8.97	8.61	10.15	8.94	9.15	8.55
	YoY	52.1%	39.7%	12.2%	15.3%	0.3%	1.9%	-0.7%
	医美收入（亿元）	5.31(1H21)		11.20(2021)		6.29(1H22)		
	占比	29.7%		30.6%		34.8%		
	归母净利润（亿元）	0.35	0.58	0.65	0.29	-0.02	0.11	0.08
	YoY	1209.2%	19460.0%	22.7%	-68.2%	-106.4%	-80.2%	-87.2%
	毛利率	53.5%	59.2%	56.3%	58.8%	58.3%	56.9%	56.9%
	净利率	0.7%	7.6%	8.9%	7.4%	-1.1%	2.6%	1.2%
奥园美谷	营业收入（亿元）	6.07	5.6	2.75	0.97	3.12	4.37	3.42
	YoY	386.8%	222.3%	-76.3%	-81.7%	-48.6%	-22.0%	24.3%
	医疗美容服务收入（亿元）	1.56（1H21）		2.75(2021)		2.69(1H22)		
	占比	13.3%		73.9%		35.9%		
	归母净利润（亿元）	0.30	0.20	1.61	-4.64	-0.39	-0.40	-0.14
	YoY	135.6%	118.6%	66.2%	-1104.7%	-229.7%	-295.6%	-108.8%
	毛利率	23.7%	31.8%	15.1%	-34.6%	23.0%	17.5%	29.6%
	净利率	3.8%	3.5%	61.9%	-500.2%	-14.2%	-11.5%	-4.0%
医思健康		**FY21**		**FY1H22**		**FY22**		**FY1H23**
	营业收入（亿元）	17.72		12.10		23.87		17.63
	YoY	6.4%		80.1%		40.4%		34.2%
	美容及保健收入（亿元）	8.93		3.33		8.85		-
	占比	50.4%		27.5%		37.1%		-
	净利润（亿元）	1.63		1.33		1.60		0.72
	YoY	-32.7%		264.7%		2.4%		-50.0%
	净利率	10.8%		13.5%		9.2%		5.4%

- **上游龙头企业风险抵御能力更强，但仍存在业绩预期下修。**头部上游厂商在收入和业绩端维持相对稳定的向上增长态势，但因疫情对终端消费的影响仍部分传导至上游，全年收入/业绩预期有所下调，以爱美客为例，2022年全年业绩/收入增速由60%+调整为40%+。

图表：医美上游厂商营业收入及归母净利润（亿元）

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
爱美客	营业收入（亿元）	2.59	3.74	3.90	4.25	4.31	4.54	6.05
	YoY	227.5%	129.9%	75.1%	73.5%	66.1%	21.4%	55.2%
	归母净利润（亿元）	1.71	2.55	2.83	2.49	2.80	3.11	4.01
	YoY	296.5%	144.4%	98.0%	66.7%	64.0%	22.0%	41.6%
	毛利率	92.5%	93.8%	94.0%	94.1%	94.5%	94.3%	94.9%
	净利率	63.9%	69.3%	72.8%	58.6%	65.0%	68.4%	66.3%
华东医药	营业收入（亿元）	88.97	82.83	87.48	86.36	89.33	92.65	96.61
	YoY	3.5%	2.7%	-1.0%	5.5%	0.4%	11.9%	10.4%
	医美收入（亿元）	5.65(1H21)		4.37(2H21)		4.53	4.44	4.73
	占比	3.3%		2.5%		5.1%	4.8%	4.9%
	归母净利润（亿元）	7.58	5.42	5.95	4.06	7.04	6.36	6.41
	YoY	-33.9%	-7.2%	-9.9%	-5.2%	-7.1%	17.4%	7.7%
	毛利率	34.7%	30.2%	28.8%	28.9%	33.8%	31.7%	30.0%
	净利率	8.7%	6.9%	6.9%	4.6%	8.0%	6.9%	6.8%
昊海生科	营业收入（亿元）	3.83	4.69	4.24	4.92	4.74	4.94	6.15
	YoY	149.1%	36.9%	6.9%	11.8%	23.8%	5.4%	45.1%
	医美及创面护理产品收入（亿元）	1.80(1H21)		2.84(2H21)		3.29(1H22)		
	占比	21.1%		31.0%		34.0%		
	归母净利润（亿元）	0.97	1.34	0.79	0.42	0.61	0.10	0.91
	YoY	490.2%	155.9%	-6.6%	-64.5%	-37.2%	-92.5%	14.2%
	毛利率	74.8%	74.3%	73.7%	66.6%	67.0%	72.5%	70.4%
	净利率	26.0%	29.4%	18.2%	6.7%	13.4%	2.1%	15.0%

2.1 2022行情复盘—估值复盘

22年以来，整体医美市场估值较21年多有所下调：

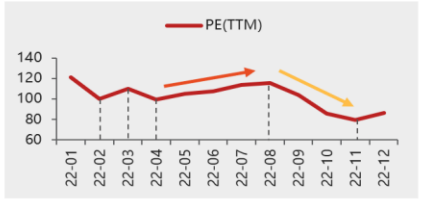
- **上游厂商：**爱美客作为行业龙头，为医美行业估值矛，今年以来，经济不景气叠加疫情影响终端消费，公司核心产品嗨体颈纹针增速放缓、新品濡白天使推广不及预期，进一步导致市场对公司未来高增速持续性有所质疑，下调估值。
- **中游医美机构：**机构端在疫情影响老店客流和新店拓展之下，使得市场质疑其未来增长；此外，医美政策出台使得市场情绪偏负面，进一步降低估值。

图表：医美行业公司估值中枢PE(TTM)

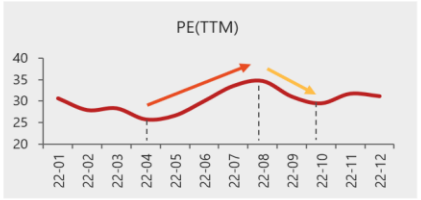
PE（TTM）	2020	2021	2022
爱美客	-	227	107
华东医药	15	26	30
昊海生科	57	77	50
复锐医疗科技	9	33	16
朗姿股份	23	69	79
医思健康	14	66	31

资料来源：wind，民生证券研究院，其中：2022年为年初至12.16估值中枢

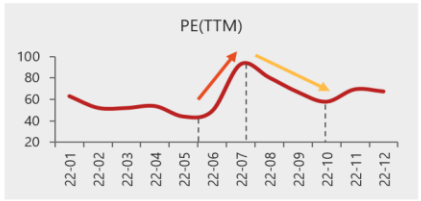
爱美客：1-4月估值调整，4-8月估值修复，8-11月估值回调，11月起再度上行



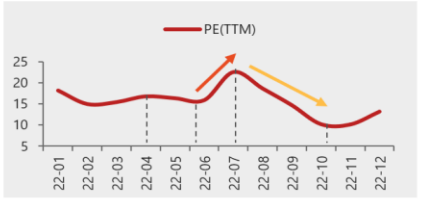
华东医药：1-3月估值回调，4-8月迎来反弹，8-10月估值回调，11月再度上行



昊海生科：6-7估值快速反弹，7-10月回调



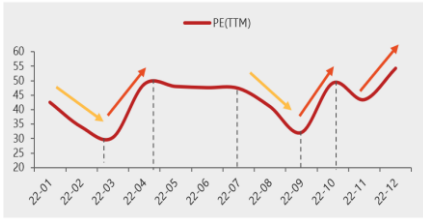
复锐医疗科技：6-7月估值上行，7-10月回调



朗姿股份：6-8月估值上行，8-9月回调，再度上场



医思健康：1-3月估值下跌，3-5月上场，7-9月下跌，9-10月上场，估值呈现季节性波动

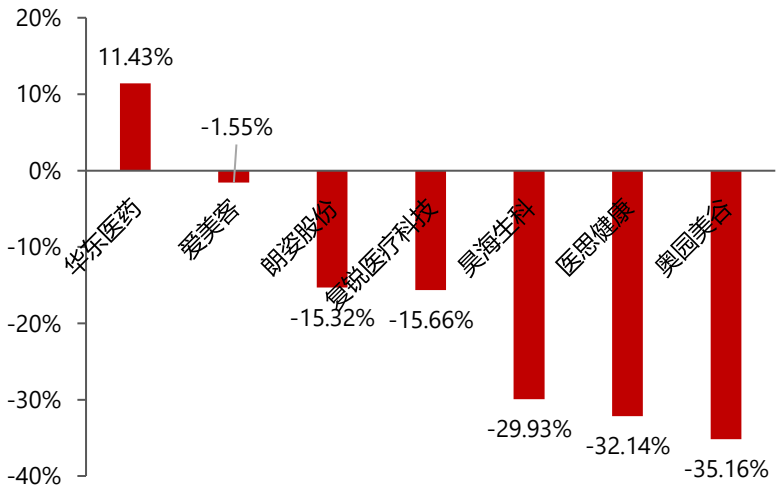


资料来源：wind，民生证券研究院

2.1 2022行情复盘—困境之中，强α凸显

从年初至今涨跌情况看，即便在困境之中，上游厂商仍为首选，其次为医美机构端，而个股涨跌情况也反应了市场对其α能力的认可程度。

图表：2022年年初至今（1.1-12.16）涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

➢ **上游标的：华东医药 > 爱美客 >复锐医疗 >昊海生科**

- **具备强渠道铺货能力：**截至22年8月，华东医药少女针布局500家医美机构，培养医生900名；爱美客濡白天使布局医美机构超500家，授权医生500名。
- **产品矩阵完善：**华东医药产品矩阵为少女针+利拉鲁肽+埋植线+光电仪器；爱美客产品矩阵为嗨体+濡白天使+埋植线+肉毒毒素+减重产品。

➢ **中游医美机构：朗姿股份 > 医思健康 >奥园美谷**

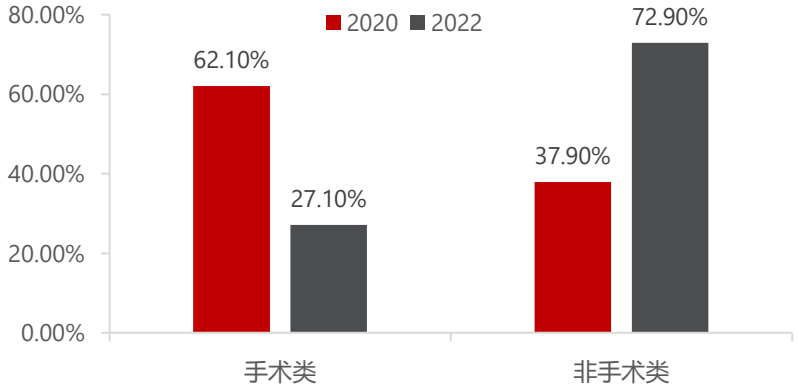
- **规模化优势，同时具备充足的合规优质资源：**朗姿全面打通成都、西安和深圳三大市场，现金流充裕；目前拥有医生及医护人员730人，截至2022年上半年，获得多项专利等。
- **精细且高效运营，标准化流程便于扩张：**朗姿建立 “集团管控模式-医管公司（后台）-事业部（中台）-医疗机构（医院、诊所、门诊部）（前台）”体系；且建立以朗姿医美为中心，连接客户/会员、上下游伙伴和公司内部，整合相关软件，实现高效运营。

2.2 行业未来如何发展？—消费需求角度

➢ 轻医美时代加速，供给多样化下，消费需求主导市场趋势

- **医美行业低渗透高景气，用户规模持续向上。**2019年韩国、美国、日本医美服务渗透率达到21%/17%/11%，而中国仅为4%。随着消费者认知提升，我国医美渗透率提升，用户规模有望上行，根据艾媒咨询，预计2022年中国医美用户将达2093万人，同比增长15.4%。
- **2022年，轻医美时代加速发展。**相比于2020年，轻医美因操作简单、创伤小、恢复期短、风险低等优势更受消费者欢迎。同时因产品供给多样、竞争较为激烈，逐步由消费者的实际需求主导市场。

图表：2020年和2022年我国手术类和非手术类医美项目占比情况



图表：国内市场非手术类产品厂商梳理

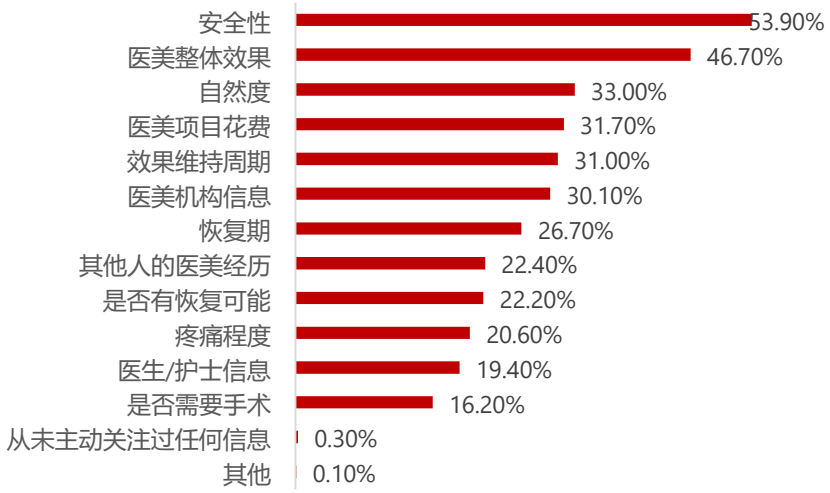
项目类型	产品类型	主要品牌
注射类产品	玻尿酸	艾尔建、爱美客、高德美、华东宁波、华熙生物、昊海生科等约20家
	肉毒素	兰州生物、艾尔建、高德美、四环医药
	胶原蛋白	台湾双美、长春博泰、锦波生物
	再生材料	华东医药、圣博玛、爱美客
光电类产品	光类	飞顿、科医人、赛诺秀、赛诺龙、索塔医疗、盈美特、奇致激光、元泰激光、科英激光、吉斯迪等
	射频类	索塔医疗、飞顿、半岛医疗、盈美特、中科科理等
	超声类	半岛医疗

2.2 行业未来如何发展？—消费需求角度

➢ 消费者需求聚焦抗衰、自然、安全

- **消费者在项目选择时，安全性为首位，效果上尤其追求紧致抗衰与自然度。**安全性始终是医美用户关注的首要因素，占比达到53.9%，此外自然度也是核心考虑因素之一。在效果方面，2022年皮肤美容为主要需求，且对比2020年紧致抗衰需求超过美白亮肤，成为最热门消费项。

图表：2022年中国医美用户主动关注信息



图表：2020年 VS 2022年中国医美用户购买情况

2020年	皮肤美容	面部整形	美体塑形	牙齿美容	私密护理	植发种发
人群占比	69.00%	60.60%	43.90%	39.70%	14.30%	4.30%
TOP 1	美白亮肤	双眼皮	局部吸脂/溶脂			
TOP 2	抗皱抗初老	隆鼻	丰胸			
TOP 3	清洁保湿	瘦脸				
TOP 4		开眼角				
TOP 5		祛眼袋				

2022年	皮肤美容	面部调整	美体塑形	牙齿美容	私密护理	植发种发
人群占比	75.90%	63.30%	43.80%	30.70%	13.10%	11.20%
TOP 1	紧致抗衰	去皱纹	除腋臭/脱腋毛			
TOP 2	美白亮肤	面颊提升/苹果肌	局部吸脂/溶脂			
TOP 3	补水清洁	双眼皮	隆胸			
TOP 4	祛斑祛痣	祛黑眼圈	全身吸脂/溶脂			
TOP 5	祛疤祛痘	祛眼袋	丰臀			

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 行业未来如何发展？—关注胶原蛋白改善/增加项目

➢ 胶原改善/增加的轻医美项目充分满足消费者需求

- **胶原蛋白广泛分布于人体结缔组织中，与皮肤年轻化状态密不可分。**正常人90%的胶原存在于皮肤和骨头中，随着年龄增长，胶原蛋白流失速度快于其再生速度，呈现出皱纹、皮肤松弛等状态，因此皮肤的年轻化与体内的胶原蛋白含量呈现直接相关。
- **胶原蛋白类相关产品同时满足消费者紧致抗老、自然安全等需求。**两种途径增加体内胶原蛋白：1）直接注射增加；2）刺激再生。通过这两种模式均可达到紧致抗老，同时因均具备刺激再生作用，可实现安全自然效果。

图表：胶原改善/增加的轻医美项目梳理

	直接注射胶原蛋白			刺激再生胶原蛋白					
	动物胶原蛋白	重组胶原蛋白	嗨体	童颜针	少女针	濡白天使	热玛吉	Fotona 4D	超声炮
项目类型	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美
作用最深层次	真皮浅层	真皮浅层	真皮层	真皮深层	皮下及筋膜层	皮下及筋膜层	皮下	皮下	筋膜层
品牌/公司	台湾双美、长春博泰	锦波生物	爱美客	圣博玛	华东医药	爱美客	索塔医疗	欧洲之星	半岛医疗
成分/作用	动物源胶原蛋白	人源化三型胶原蛋白冻干纤维	透明质酸钠+氨基酸+L-肌肽+维生素B2	PLLA	30%PCL微球+70%CMC	70%HA+PLLA微球	单极射频技术加热皮下富胶原层	不同波长、脉宽的激光的热效应刺激纤维细胞产生更多胶原蛋白	大焦域超声技术实现筋膜层的加热，达到胶原蛋白收缩、刺激胶原再生

2.2 行业未来如何发展？—三大注射材料高景气

➢ 注射市场中，围绕胶原蛋白的三大类材料处高景气的不同上行区间

- **蓝海市场中期——活性材料注射剂。**以嗨体系列为代表，成分为HA+多种营养物质，主打胶原改善和再生，2019年开始获消费者认知提升、获得热捧，也逐渐成为各医美机构必备医美项目，未来将呈现稳步向上。
- **蓝海市场早期——刺激再生注射剂。**2021年国内三款再生材料的医美产品获批上市，消费者端教育不断强化，同时产品在医美机构的布局端呈现快速向上，加速消费者对于再生材料的认知，也吸引更多企业布局再生材料市场。
- **蓝海市场初期——重组胶原蛋白注射剂。**2022年以来，重组胶原蛋白凭借其安全性及自然有效成为大热赛道，医美机构端也开始布局重组胶原蛋白类产品，贡献新增长点。

图表：玻尿酸与其他填充剂品牌榜

	玻尿酸三年品牌排行榜				2022年新氧新上架产品订单榜			
	排名	2020	2021	2022	产品类型	排名	产品名称	新氧上线时间
	1	伊婉	伊婉	嗨体		1	嗨体熊猫针	2022年2月11日
销售榜	2	润百颜	润百颜	伊婉	玻尿酸	2	润百颜黑金	2022年1月24日
	3	海薇	嗨体	润百颜		3	润百颜白紫	2022年1月14日
	1	伊婉	伊婉	嗨体		4	艾莉薇	2022年1月12日
	2	润百颜	嗨体	伊婉		1	Ellanse伊妍仕	2022年1月6日
搜索榜	3	海薇	乔雅登	乔雅登	其他填充剂	2	艾维岚聚乳酸PLLA面部填充	2022年1月19日
	4	乔雅登	润百颜	艾莉薇		3	爱贝芙	2022年1月19日
	5	嗨体	艾莉薇	润百颜		4	薇旖美	2022年3月2日

图表：再生类材料与重组胶原蛋白在研产品

公司	产品名称	研发阶段	预期上市时间
再生材料在研产品			
江苏吴中/韩国Regen	爱塑美	NMPA获批	2023年
高德美	塑然雅Sculptra	临床研究	2024年
尚礼	初代童颜针	临床研究	2025-2026年
四环医药	一代童颜针	临床研究	\
四环医药	二代少女针	临床研究	\
重组胶原蛋白在研产品			
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白固体制剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	产品开发	2024年后
巨子生物	交联重组胶原蛋白凝胶用	产品开发	2024年后
锦波生物	重组 III型人源化胶原蛋白冻干纤维	临床研究	\

资料来源：新氧数据颜究院，医美查，NMPA，公司公告

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 行业未来如何发展？—注射材料存在一定相互替代

➢ 注射市场中，新兴注射材料或将部分取代玻尿酸注射剂

- **再生注射类：**从效果角度而言，再生材料围绕皮肤深层塑形，与大分子玻尿酸效果类似，最终呈现上再生注射材料因刺激再生自身胶原蛋白，效果更为自然；从定价角度而言，大分子玻尿酸价位与再生材料接近，随着2023年及后续再生类材料持续推出，消费者认知更进一步，我们认为再生材料有望取代部分大分子玻尿酸市场。
- **重组胶原蛋白类：**因当前技术发展阶段问题，多起到皮肤相对浅层次的填充和补水作用，因其价位暂且处于中高端定位，因此或将替代部分水光针市场。随着未来胶原蛋白技术推进，在分子质地上有所改良，或取代部分填充/塑形玻尿酸市场。

图表：再生类产品与大分子玻尿酸产品的终端价格（元）

	再生材料				大分子玻尿酸				
产品名称	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使针	乔雅登极致	乔雅登丰颜	伊婉致美	瑞蓝•丽瑄•丽多	宝尼达	海魅玻尿酸
终端价格	18800	18800	12800	6900	13500	4500	12800	16800	8800

图表：胶原蛋白产品与高端水光针终端价格（元）

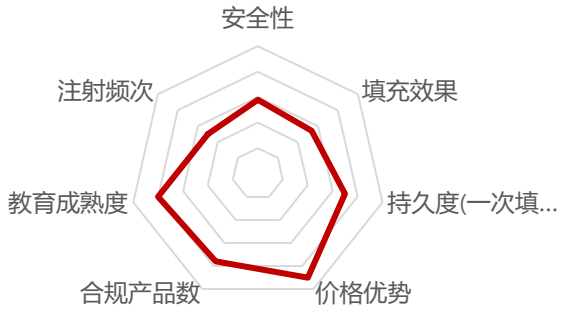
	动物源胶原蛋白			重组胶原蛋白		高端水光针	
产品名称	肤柔美	肤丽美	绋曼	薇旖美	润致娃娃针	冬活泡泡针	瑞蓝•唯瑄
终端价格	5300	13800	12800	6800	4980	3980	6800

2.2 行业未来如何发展？—玻尿酸仍为注射类材料的大盘

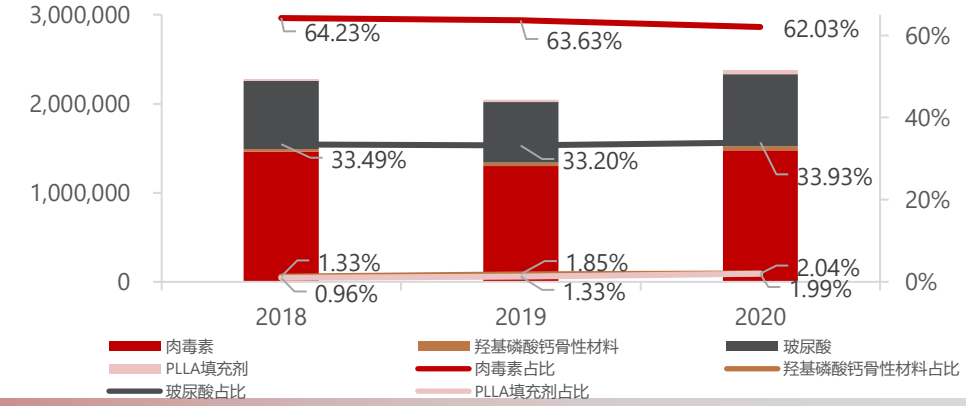
➢ 注射市场中，玻尿酸仍为根基

- **从产品和市场教育角度：**虽玻尿酸赛道同质化程度较高，但凭借其积累的市场经验及丰富的合规产品，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占有较大份额。
- **参照成熟医美市场发展角度：**美国医美市场起步于1880年，当前已步入成熟期，其注射类产品丰富，包括玻尿酸、肉毒毒素、基于PLLA的填充剂和羟基磷酸钙骨性材料，后两者具备较好的塑性作用，同样对大分子玻尿酸呈现一定程度替代作用，但根据ISAPS统计，即使发展至2020年，美国市场的玻尿酸疗程量仍占据注射类疗程的30%以上。

图表：玻尿酸注射剂优势雷达图（模拟值得分）



图表：美国医美市场注射类项目疗程数量及其变化情况（个）



资料来源：ISAPS，艾瑞咨询，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 行业未来如何发展？—肉毒素主要玩家陆续入局

➢ 海外产品陆续入局，市场广阔

- **肉毒市场规模：**Frost & Sullivan数据显示，2019年中国肉毒素总市场出货端销售额为人民币36亿元，2016-2019年复合增长率为34%。预计随着轻医美渗透加速，消费者认知上行，**预计2025年出货端销售额有望达114亿元，2020-2025年CAGR为23.9%。**
- **当前国内肉毒市场中，各产品加速布局：1）德国西马，唯一不含任何辅助蛋白的“裸肉毒素”**：去除辅助蛋白的同时仍可保持肉毒素的稳定性，大大降低抗药性（Xeomin 0.6% VS. BOTOX/Dysport 7.0%）；因不含有辅助蛋白故无需冷藏保存，常温（<25摄氏度）环境下可稳定储存48个月；其他产品在2-8℃的环境中储存24个月；美国销量第三、欧洲销量第二。**2）韩国的绿毒和爱美客的Hutox定位均较为低端**，并分别适用于面部和身体，**有望通过优于衡力的效果抢占衡力的市场份额。**

表：国内已上市肉毒素竞争格局

已上市	商品名	适用部位	定位	出厂定价	终端定价
艾尔建	保妥适	精细化部位	高端	2000	4000-6000
兰州生物所	衡力	中大部位	低端	600-700	1000-2000
韩国hugel/四环医药	乐提葆	中小部位	轻奢	1200	3000-5000
英国ipsen	吉适	大面积部位	高端	1800	4000-6000

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

表：国内临床中肉毒素产品

临床中	商品名	适用部位	定位	进展	预计时间
Merz	Xeomin	精细化部位	高端	已完成临床试验	2023
韩国大熊制药/绿毒	Nabota	精细化部位	低端	III期	2023
韩国Huons/爱美客	Hutox	大面积部位	低端	III期	2023-2024
Revance/复星医药	RT002	精细化部位	/	III期	2024-2025

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

2.2 行业未来如何发展？—光电项目国产加速

➢ 光电类项目需求持续向上，国产替代加速

- **从市场规模角度看，**据头豹研究院数据，2019 年我国光电类医美市场规模已经达到 215.01 亿元，2020 年受疫情影响收缩至 191.72 亿元，**预计 2025 年将增长至 501.59 亿元，2021 年至 2025 年的 CAGR为 13.43%。**
- **从项目需求看，光电类项目占比上行，光子嫩肤为2022年最热门需求。**光电项目因损伤小，恢复快等特点，在国内市场占比上行，22年非手术市场占比为53.3%。此外，据艾媒咨询统计，2022年中国光电类医美消费中光子嫩肤占61.6%，远高于排名第二的热玛吉。
- **从品牌布局看，国产品牌多样化战略下加速市场布局。**在以光子嫩肤为代表的强脉冲光领域中，外资品牌科医人的M22接受度最高，同时国产品牌奇致皇后凭借低价优势占据一定市场；在射频领域中，截至2022年10月，通过药监局认证的射频类医美器械共24款，国内自主研发的品牌共计6款，但18款进口设备中，飞顿等5款产品的研发公司已被中国收购，拉动中资份额呈现上行。

图表：2022年国内光电市场项目消费情况

序号	光电项目	消费占比	序号	光电项目	消费占比
非手术医美市场结构			光电类项目：53.3%		注射类项目：46.7%
1	光子嫩肤	61.6%	6	皮秒	20.7%
2	热玛吉	39.7%	7	铥激光	16.6%
3	激光脱毛	29.9%	8	冷冻溶脂	16.5%
4	热拉提	23.9%	9	Fotona 4D	7.3%
5	点阵激光	22.3%	10	其他	0.1%

图表：2021年国内强脉冲光设备和射频设备厂商国产情况

	强脉冲光类	市场份额	射频类	NMPA认证器械占比*
中资品牌	飞顿、奇致激光、深圳GSD	33%	飞顿、半岛医疗、长沙德技、武汉中科科理、武汉光焱、北京天鼎康、湖南热芙美	46%
外资品牌	科医人、赛诺龙、赛诺秀	67%	索塔医疗、盈美特	54%

资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院，NMPA认证器械截至2022年10月

* 请务必阅读最后一页免责声明

2.2 行业如何发展？—关注减重需求市场

➢ 国内肥胖人群基数大，关注减重需求市场

- **中国肥胖人群数量不容小觑，肥胖症致使多样健康问题出现，当下实验表明GLP-1受体激动剂安全有效，各企业加速布局。**据医药魔方，预计2030年国内成年肥胖人群1.12亿、儿童0.61亿，人群基数较大，而糖尿病、高血脂等慢性病发病率与肥胖呈正相关，肥胖问题亟待解决。据弗若斯特沙利文，我国体重管理市场规模已由2016年的3亿元增长至2020年的19亿元，随着肥胖人口增加和体重管理医生增强以及新型体重管理方案出现，**预计2025年市场规模有望达到96亿元，2030年规模有望达到260亿元。**

图表：当前国内市场中，各企业加速布局GLP-1R

药物类型	药品名称	研发机构	研发阶段（美国）	研发阶段（中国）	上市适应症、III期临床适应症
短效GLP-1R激动剂	艾塞那肽	AZ	上市（2005-04-28）	上市（2009-04-08）	获批：II型糖尿病
	利拉鲁肽	诺和诺德	上市（2010-01-25）	上市（2011-01-17）	获批：II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖
	利司那肽	赛诺菲	上市（2016-07-27）	上市（2017-09-29）	获批：II型糖尿病
	贝那鲁肽	仁会生物	--	上市（2016-12-19）	获批：II型糖尿病
	利拉鲁肽	华东医药	--	NMPA上市申请	申报适应症：糖尿病（2021年8月）、肥胖或超重适应症（2022年7月）
	利拉鲁肽	爱美客	--	一期临床完成（2021-10-15）	--
口服GLP-1R（肽类）	口服司美格鲁肽	诺和诺德	上市（2019-09-20）	NDA（2022-05-27）	获批：II型糖尿病；III期：阿尔茨海默病、肥胖；
	艾塞那肽微球	AZ	上市（2012-01-27）	--	获批：II型糖尿病
	阿必鲁肽	GSK	上市（2014-04-15）	--	获批：II型糖尿病
长效GLP-1R激动剂	度拉糖肽	礼来	上市（2014-09-18）	上市（2019-02-22）	获批：II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病；
	司美格鲁肽	诺和诺德	上市（2017-12-05）减肥（2021-06-04）	上市（2021-04-27）减肥：2022-08-26 III期完成	获批：II型糖尿病、肥胖；III期：NASH、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病；
长效GLP-1R/GIPR激动剂	替尔泊肽	礼来	上市（2022-05-13）	NDA（2022-09-07）	获批：II型糖尿病；II期：肥胖、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病；

2.3 行业发展边际优化—疫情防控政策

➢ 新冠流行株毒性弱化，国内疫情防控措施得到进一步优化

- 11月11日，国务院联防联控机制综合组发布优化疫情防控20条，12月7日，优化落实防控措施新十条发布。在中央政策的指导下，11月以来全国各地逐步出台了优化疫情防控政策措施的方案，同时也加速消费刺激，国内经济有望进一步复苏。

图表：2022年11月以来全国各地疫情防控政策优化方案梳理

省市	发布时间	疫情防控政策措施
郑州	2022/11/29	29日24时起，除高风险区外，其他区域解除流动性管理，转入常态化疫情防控，无社会面活动者可不参加核酸检测
北京	2022/11/30	11月30日起，无社会面活动人员若无外出需求，可不参加社区核酸筛查
广州	2022/11/30	不以时空伴随作标准判定密接，核酸检测范围不扩大，符合居家隔离标准的实行居家隔离
北京	2022/12/1	各级各类医疗卫生机构查验健康码时，不得拒绝无48小时核酸阴性结果的患者进入
广州	2022/12/2	即日起即日起购买感冒、发热药品仅需持绿码，不再查验48小时核酸
天津	2022/12/2	12月2日起，乘坐天津轨道交通，取消72小时核酸证明查验
上海	2022/12/4	12月5日起，乘坐市内公共交通工具，出入全市公园、景区等室外公共场所不再查验核酸
长春	2022/12/5	不再开展常态化核酸检测，出入各类公共场所、乘坐交通工具不再查验核酸证明
北京	2022/12/6	12月6日起，进入公共场所可不查验核酸证明
武汉	2022/12/7	机场取消查验核酸阴性证明、健康码、行程卡
上海	2022/12/12	特定场所外，不再查验随申码和场所码

图表：近期各地促消费措施梳理

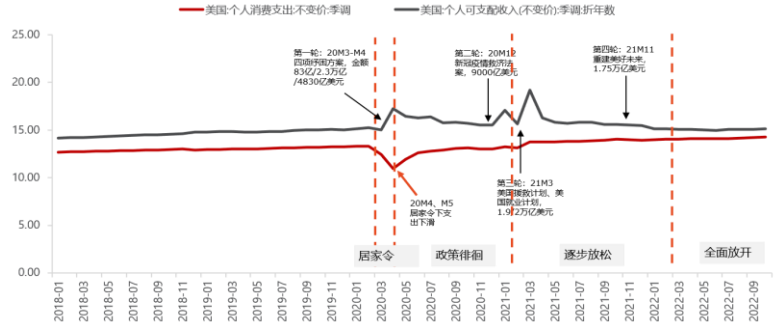
省市	促消费措施内容
广州	12月8日20时至12月19日24时，广州政府分三轮发放消费券共计三千万元，消费券涵盖轻茶餐饮、超市、电商、正餐住宿、百货五大场景
武汉	12月8日从12月8日起发放“乐购武汉”家电家具消费券，投放总金额1000万元
深圳	12月9日启动第三轮“乐购深圳”消费电子和家用电器购置补贴活动，最高按照销售价格的15%给予补贴
福建	安排2亿元支持各地发放消费券，将促消费活动延长至12月底，鼓励各地开展跨年促销费活动

2.3 行业发展边际优化—对标美国后疫情时代发展

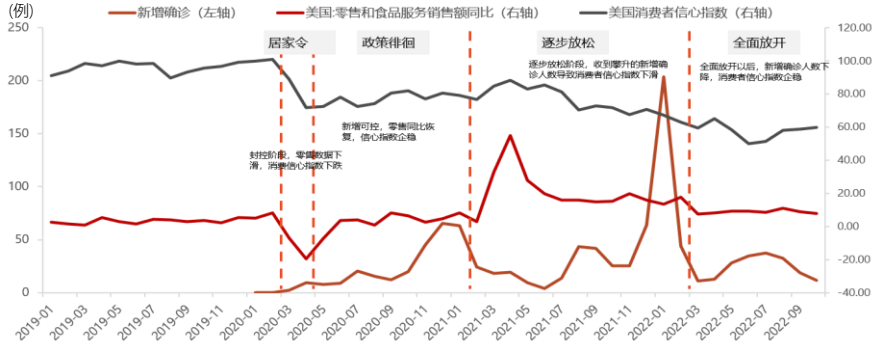
➢ 美国21年开始管控逐步放松，叠加财政补贴带动消费支出增加，全面放开后消费者信心企稳

- 前期疫情管控放松叠加财政补贴，带动消费信心短期回弹，对应零售端反弹，医美消费同步上扬；
- 但随确诊人数增加消费信心下滑，零售端增速短暂性收窄，医美消费同步增速收窄；
- 随着全面放开疫情逐步控制，消费信心企稳，零售增速稳定，医美消费因前期积压消费反弹呈高基数，因此增速小幅下降。

图表：疫情下美国个人消费支出和可支配收入情况（十亿美元）



图表：疫情下美国零售和食品服务销售额与消费者信心指数（%）



表：艾尔建美国市场收入情况（单位：百万美元）

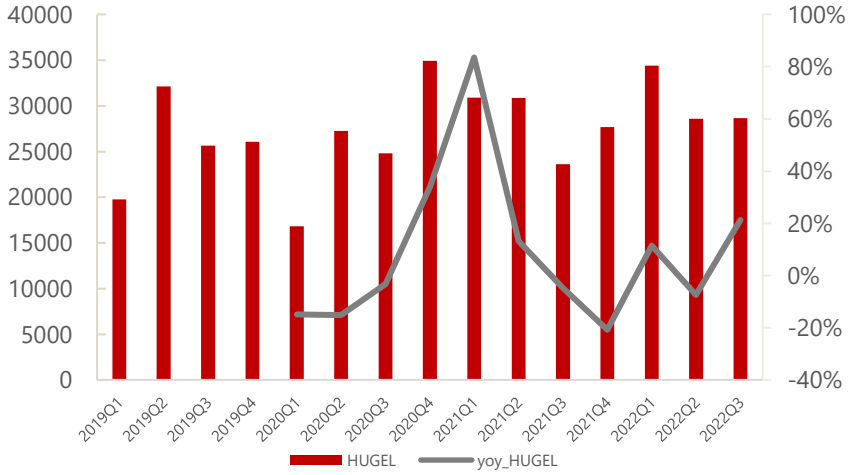
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营收	648.2	735.5	646.1	742.2	587.6	330	617	724	728	925	820	877	846	883	760
同比增速	1.98%	-1.09%	-1.67%	0.53%	-9.35%	-55.13%	-4.50%	-2.45%	23.89%	180.30%	32.90%	21.13%	16.21%	-4.54%	-7.32%

2.3 行业发展边际优化—对标韩国后疫情时代发展

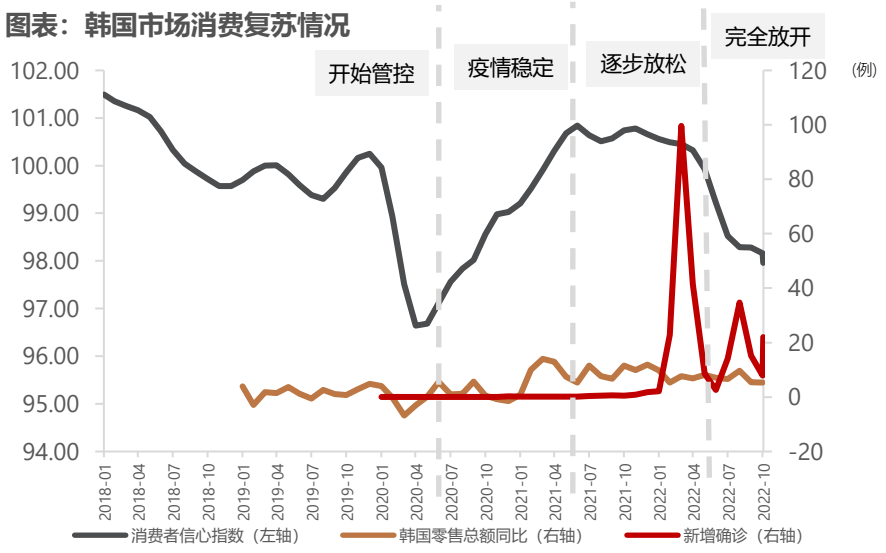
➢ 韩国21年11月开启共存模式，22年4月全面解除，因确诊人数反弹，消费信心下行

- 前期疫情形势稳定，新增确诊人数得到控制，消费信心上行，对应零售端以及医美消费均呈现回升；
- 管控逐步放松下，确诊人数快速反弹、消费信心下滑，零售端增速仍好于管控期间，医美消费前期需求抑制，而后反弹；
- 随着全面放开，确诊人数小幅反弹后得到控制、消费信心下滑后维持稳定，零售增速基本稳定，医美消费企稳上扬。

图表：hugel在韩国市场营收情况（单位：百万韩元）



图表：韩国市场消费复苏情况

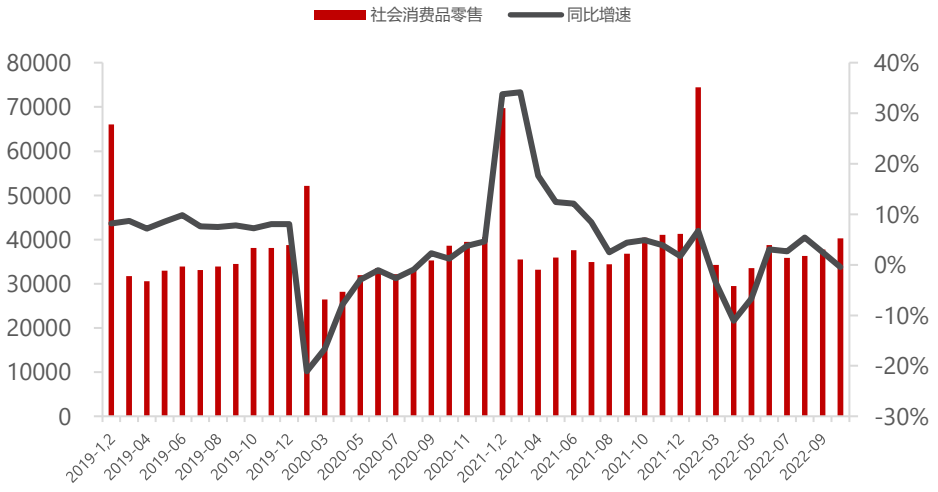


2.3 行业发展边际优化—国内医美消费复苏可期

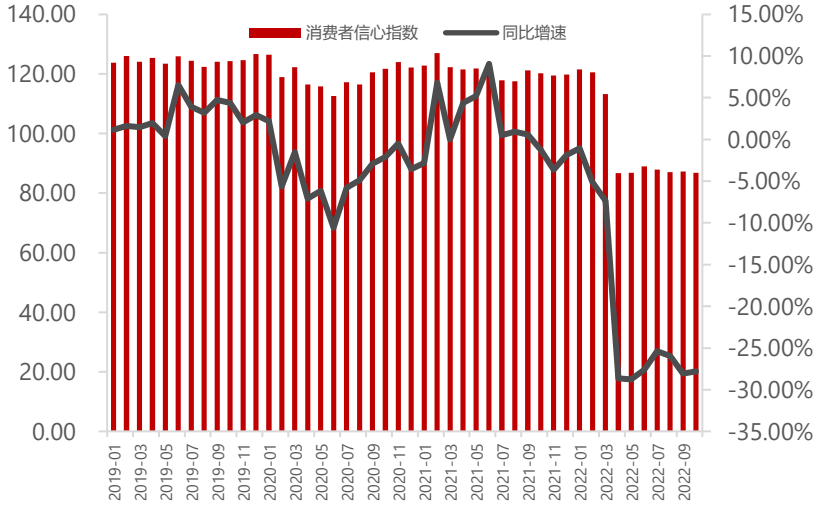
➢ 22年11月以来国内疫情防控优化，消费环境有望进一步修复

- 因2020年以来疫情反复+防控严格，国内消费者信心指数在2022年最终呈现急速下滑；
- 随着22年11月以来国内疫情防控边际优化叠加国内对消费刺激的重视度提升，对标美国及韩国疫后发展，看好23Q1后开启线下医美消费快速反弹。

图表：疫情下我国社会零售品总额情况（单位：亿元）



图表：疫情下我国消费者信心指数



2.4 2023年行情推演 —三步走看后续终端机构

➢ **第一步：防控边际放宽，预期消费反弹，业绩反弹尚未兑现，或震荡上行**

- 该阶段处预期收入/业绩反弹，但属于业绩真空期，中性预期持续至3月。

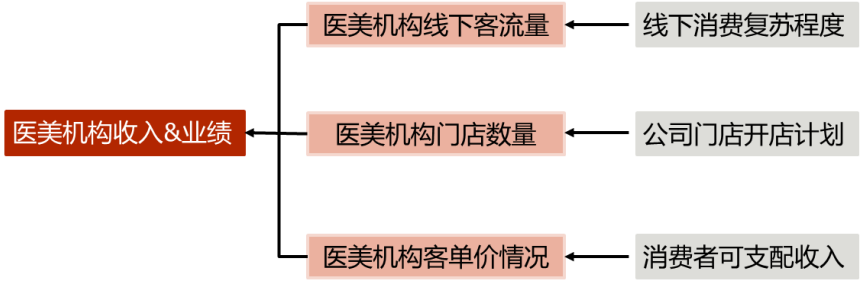
➢ **第二步：Q1业绩披露，存预期差，行情或有所波动**

- Q1因消费者担忧感染或已感染，减少出行，致使线下机构客流减少，对于收入/业绩端存在市场预期差，行业或短期内有所波动。

➢ **第三步：单店盈利改善兑现+开店持续推进，业绩、估值双升**

- Q2开始，消费者加速恢复线下场景消费，医美项目作为刚需将率先反弹，对应机构成本端压力得以摊薄，盈利有望改善，对应业绩上行；
- 线下开店稳步推进，门店复制逻辑有望得以验证，拉动估值上行。

图表：医美机构收入与业绩因素拆解



资料来源：民生证券研究院

图表：医美机构开店数量与扩店计划

	进军医美时间	2022年计划拓店	最新医美机构数量	开店情况	2023年规划
医思健康	2005年	2020年计划未来3-5年开设30-50家门店，重点发展消费医疗及养生服务	2022年9月30日，大中华区地区直营154间诊所/服务中心	2022财年共暂停营业84日	暂无
朗姿股份	2016年	2022年初以来正在将深圳米兰由门诊部逐步扩建为综合性医院	29家医疗美容机构（其中米兰柏羽4家、晶肤医美23家、高一生医美2家）	1-2月西安停业，9月起成都疫情受较大影响	以成都、西安；两大城市为核心，辐射整个西南部区域，逐步朝向全国医美战略版图迈进
奥园美谷	2021年	计划开设若干家600-800平方米的轻医美门店，投资回报期2-3年	2022H1，连天美为代表的5A级医美医院、以奥若拉为代表的轻医美连锁品牌2家	3月以来上海疫情外溢杭州影响连天美展店	在现有2家奥若拉门店基础上，举办第三家奥若拉番禺奥园广场店

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.4 2023年行情推演 —三大角度影响上游厂商后续走势

除却疫情防控边际优化对整体医美行业的拉动外，三大要素仍对上游厂商行情有所影响

➢ 老品销售超预期，或带动行情上行

- 消费力提升下，医美上游厂商老品渠道布局的持续下沉，进一步提升产品渗透率，存在老品对企业收入端的超预期拉动。

图表：医美上游厂商代表产品

代表产品	上市时间	分产品类型	2021年收入（亿元）	收入占比	2022H1收入（亿元）	收入占比
爱美客嗨体颈纹针	2017年	溶液类注射产品	10.46	72.30%	6.43	72.70%
复锐医疗科技Soprano、Harmony及Accent设备	2013年	医疗美容（能量源设备）	2.59	87.80%	1.55	88.90%
昊海生科玻尿酸	2014年	玻尿酸	2.41	51.90%	1.19	36.30%

注：复锐医疗为亿美元。

➢ 新品增长稳健，估值上扬

- 2021年三款再生注射剂上市，因逢2022年疫情反复，以爱美客为代表的头部企业新品拓展不及预期，致使市场对企业产品未来增速有所担忧，估值下调；随着后续放宽逐步优化，次新品渠道稳步布局，保证其未来增长的确定性，估值有望上行。

图表：医美上游厂商新品上市

代表产品	华东医药少女针	爱美客濡白天使针
产品上市时间	2021年	2021年
产品主要成分	30%PCL+70%CMC	交联玻尿酸+PLLA-乙二醇共聚物微球
参考价格	18800元	12800元
渠道布局	全球布局，采取战略并购、合作和入股模式	直销
2021年收入及占比	预计2022年6.5-7亿元	预计2022年3亿元

➢ 把握储备产品布局，估值有望更上一层

- 上游企业未来产品线中，多布局在消费需求较高领域，包括减重产品、光电项目、胶原蛋白领域等，随着新品持续更进，能够进一步打开公司成长天花板，提升估值空间。

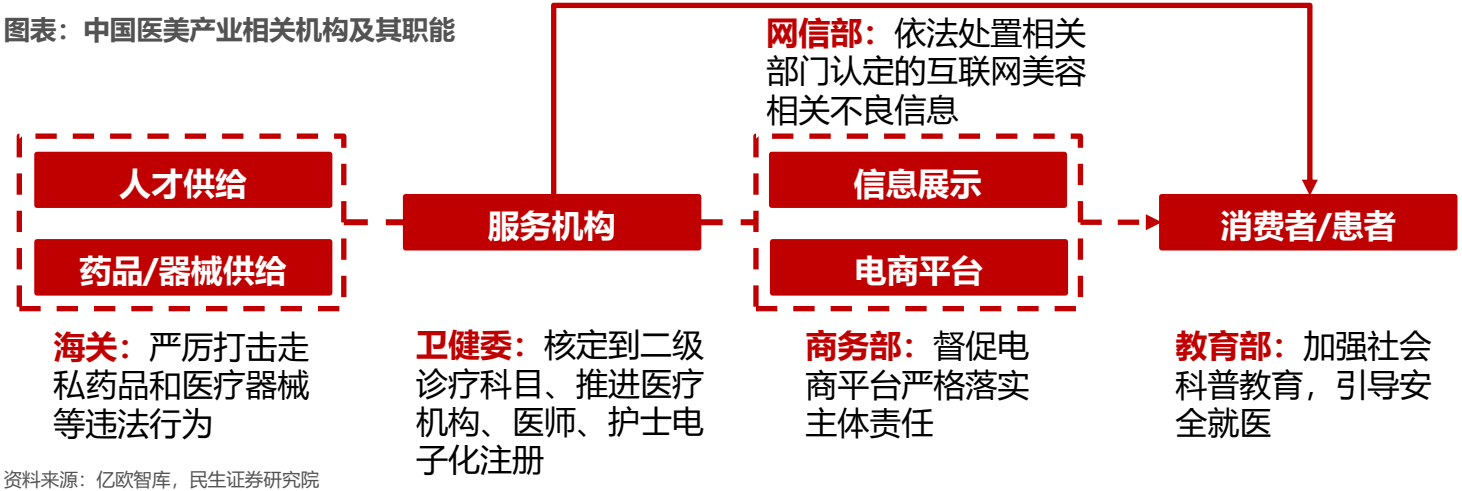
图表：医美上游厂商储备产品

	在研新品	临床用途	进展情况
爱美客	第二代埋植线	软组织提升	注册检验阶段
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	填充	临床试验阶段
	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	临床试验阶段
	注射用透明质酸酶	溶解透明质酸	临床前在研阶段
	注射用A型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	临床试验阶段
	利多卡因丁卡因乳膏	局部麻醉	获得临床批件
	利拉鲁肽注射液	慢性体重管理	Ⅰ期临床试验阶段
	去氧胆酸注射液	减肥产品	临床前在研阶段
华东医药	Maili Extreme透明质酸	面部填充	9月完成中国临床试验首例受试者入组
	Ellansé-M	面部填充	8月完成国内注册检测
	Perfectha®双相透明质酸	面部填充	正在准备国内注册
	Silhouette Instalift®	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组
	Glacial Rx（F1）	祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测有序开展
	Cooltech Define	身体减脂塑形	国内注册检测有序开展
	Primelase	脱毛	国内注册检测有序开展
	V系列产品（V20、V30）	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛等	国内注册检测有序开展
	EnerJet	疤痕修复、面部提拉、真皮增厚	国内注册检测有序开展
	Préime DermaFacial	面部皮肤管理	正在国内进行器械属性界定及配套化妆品这侧
	利拉鲁肽注射液	体重控制	2022年7月受理上市许可
	Reaction™	身体及面部塑形、皮肤紧致	预计2023Q1重新登陆中国市场
复锐医疗科技	Profhilo玻尿酸产品	刺激胶原蛋白再生	-
	RT002A型肉毒杆菌毒素	治疗中度至重度眉间纹	临床试验阶段
	RZL012	溶脂针	临床试验阶段

2.5 投资建议—政策监管持续推动合规企业份额提升

- **监管深入产业每一环节：**2020年4月，国家卫健委、市场监管总局等八部委联合引发了《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，明确了我国整治医美乱象的决心。进入2022年，我们也看到了政策对应合规技术的支持和推动。
- **1）对上游药械厂商：**严监管为合规产品提供替代空间。**2）对中游服务机构，**医疗美容广告的严监管短期内或将提高直客机构的获客成本，叠加监管部门对违法违规医美机构的打击，将在中长期放大头部合规机构的资质牌照以及口碑优势，有助于行业集中度的提升以及长期的健康发展。

图表：中国医美产业相关机构及其职能



资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

2.5 投资建议—个股角度

➢ 终端机构方面：把握具备强运营能力+拓店能力企业

- **朗姿股份**：区域性医美机构龙头，具备精细化运营效率显著，通过体内+体外模式加速拓店。
- **医思健康**：香港医疗服务和医美龙头，具备强运营能力，前期因大陆封控致使拓店计划受影响，看好后续开店复制能力。

➢ 上游厂商：聚焦高需求赛道，同时需能够接力式产品布局

- **爱美客**：产品持续接棒，嗨体颈纹针奠定渠道基础；熊猫针和冬活泡泡针/嗨体2.5ml差异化布局活性材料赛道，持续拓展渠道；濡白天使主打再生，成为又一明星单品。
- **华东医药**：少女针+酷塑+利拉鲁肽，持续性布局高需求赛道，同时接棒拉动公司成长。
- **复锐医疗科技**：医美设备+家用美容护理+牙科+注射填充业务板块，深化医美业务发展。
- 此外，建议关注23年开启再生注射剂布局的**江苏吴中**，以及布局重组胶原蛋白赛道的未上市标的**锦波生物**。

图表：医美行业盈利预测与估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300896.SZ	爱美客	545.80	6.58	9.52	13.23	83	57	41	推荐
000963.SZ	*华东医药	44.29	1.50	1.81	2.21	30	24	20	-
688366.SH	*昊海生科	83.96	1.75	2.49	3.27	48	34	26	-
1696.HK	*复锐医疗科技	7.49	0.67	0.86	1.07	11	9	7	-
002612.SZ	*朗姿股份	26.36	0.17	0.45	0.63	155	59	42	-
600200.SH	*江苏吴中	7.18	-0.04	0.04	0.17	-	180	42	-
2138.HK	*医思健康	7.29	0.19	0.33	0.45	38	22	16	-

资料来源：wind，民生证券研究院；注：除爱美客，均采用wind一致预期，股价为2022年12月23日收盘价，其中：复锐医疗科技与医思健康均采用港元（HKD）

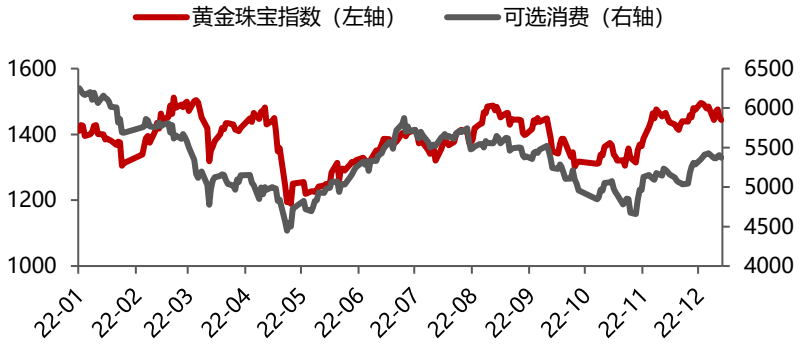


3. 黄金珠宝：2022年发展分化，把握疫后消费力上扬

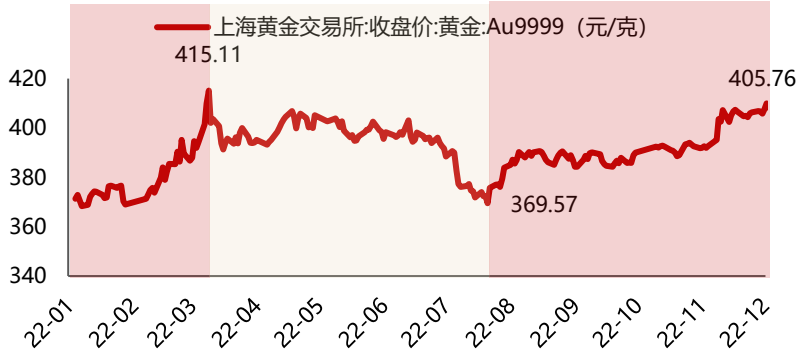
3.1 2022年度复盘—行业总览

- **整体消费受疫情反复影响较大，节假日等消费旺季前行情阶段上扬。**年初受益于春节+情人节等节日催化，黄金珠宝企业迎来阶段性上扬行情，但3月起各地疫情反复，有较强可选消费属性+依赖线下消费的黄金珠宝消费受到双重抑制，其一为消费大环境低迷，可选消费表现一般；其二为疫情影响线下消费，叠加上半年的金价短期快速波动，影响投资与终端消费需求
- **黄金珠宝韧性较足，指数表现优于可选消费。**年初至今黄金珠宝指数涨幅为3.91%，而可选消费跌幅为-13.19%
- **按消费习惯分：**黄金产品在消费中占比高，因此行情受到金价波动影响大，金价波动以及对其预期影响投资与消费行为
- **按消费场景分：**线下属性强，行情受疫情反复影响较大；线上电商发展态势较好，电商销售弥补部分线下的客流量损失

图表：黄金指数与可选消费

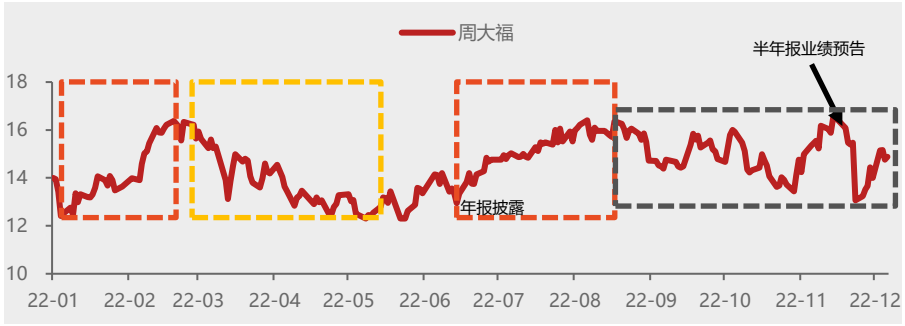


图表：黄金价格变动（截至12月9日）



3.1 2022年度复盘—港资股价复盘

图表：周大福：1-3月，涨超30%；3-6月，回调21%；6-8月涨超25%，半年报业绩预告，急速下挫15%+

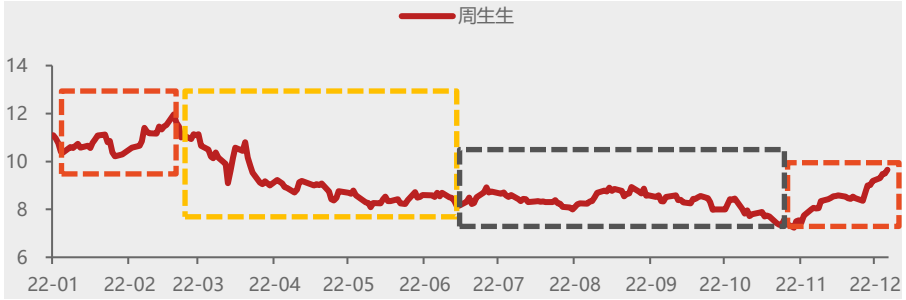


港资品牌受到疫情影响，行情部分承压，修复速度快于内地品牌。

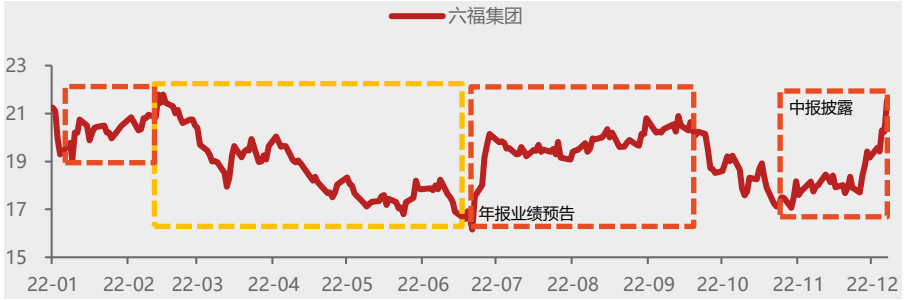
港资品牌行情表现分为三个阶段：

- 年初春节消费旺季下，呈现上扬行情；
- 3-6月受疫情反复影响，阶段性回调；
- 个股随业绩表现出现分化，但11月普遍随旺季预期回调

图表：周生生：1-3月小幅上涨近10%；3-10月，回调35%；11月涨近25%



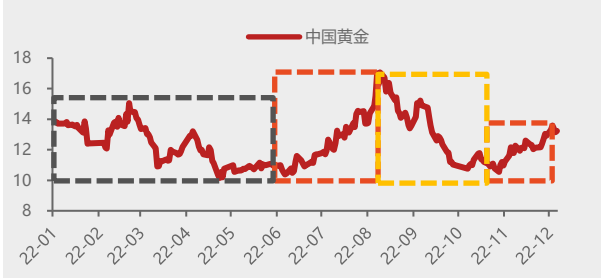
图表：六福集团：3-6月跌超25%；年报业绩预告，拉高近25%，中报披露再度拉高超20%



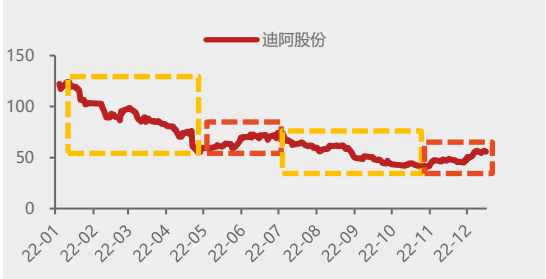
3.1 2022年度复盘—内地股价复盘

- **受疫情反复+居民消费能力+黄金价格波动影响，珠宝内地品牌行情分为三阶段**
- **1-2月较高行情受益于黄金珠宝的销售表现。**1-2月，春节与情人节等消费旺季，金银珠宝类零售额同比+19.5%，跑赢社零总额增速12.8 pct
- **3月以来行情回调。**因为各地疫情波动，可选消费属性较强的黄金珠宝的线下渠道受较大影响；金价短期快速波动也对投资需求造成一定冲击
- **线下消费场景复苏，节前消费需求增长。**Q4以来，线下消费复苏预期下，消费者信心逐步恢复+春节前消费需求推高整体行情

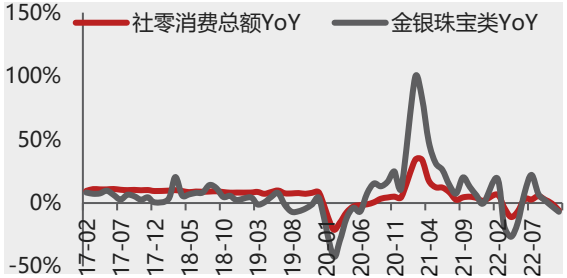
图表：中国黄金：1-6月震荡下跌，6-8月涨超60%，8-10月跌超35%，11月涨超25%



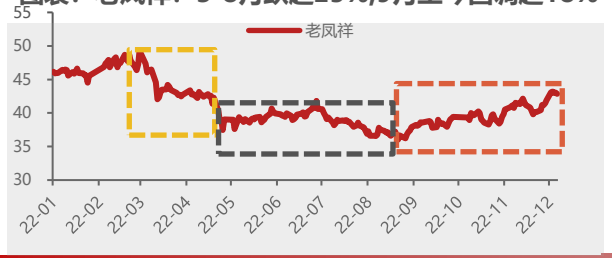
图表：迪阿股份：年初至4.28下跌55%，至7.4上行33%，至10.25再度回调45%，后缓慢上涨



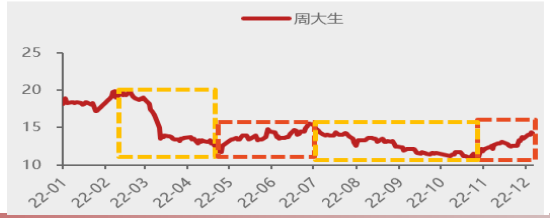
图表：社零消费总额和金银珠宝类同比增速



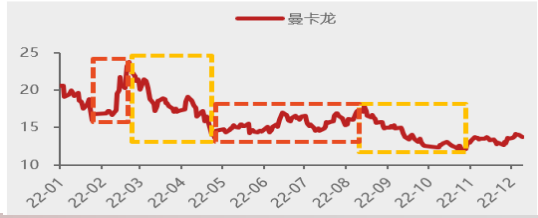
图表：老凤祥：3-8月跌超25%,9月至今回调超18%



图表：周大生：2-4月跌超40%，5-6月涨超30%，7-10月回调超28%，11月起涨超27%



图表：曼卡龙：2月快速拉升近50%，跌超40%，3-5月回调超40%，6-7月波动上行，8-10月跌超30%



资料来源：wind，民生证券研究院，股价单位为：元

* 请务必阅读最后一页免责声明

3.1 2022年度复盘—业绩复盘

- **收入角度：**黄金产品需求增加带动下，黄金占比高的企业收入较为稳健，公司收入表现较好
- **业绩角度：1）产品：**因产品结构问题，低毛利率的黄金占比拉低整体盈利能力；**2）渠道：**多地疫情反复，线下展店受阻，渠道开拓受到抑制，黄金珠宝公司普遍业绩不及预期

图表：黄金珠宝港资品牌业绩复盘

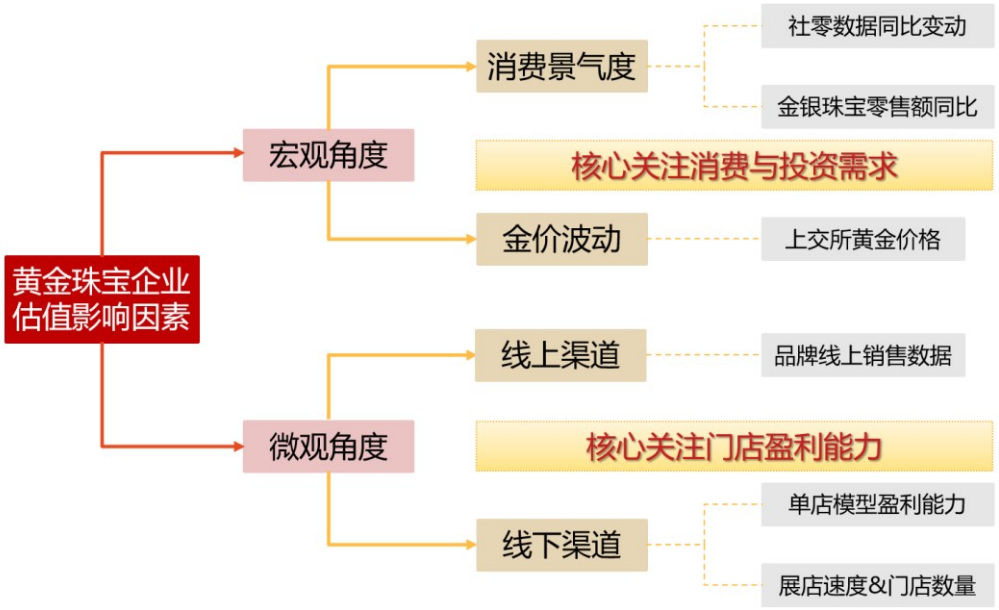
		FY1H21	FY21	FY1H22	FY22	FY1H23
周大福	营业收入（亿港元）	246.73	701.64	441.86	989.38	465.35
	YoY	-16.5%	23.6%	79.1%	41.0%	5.3%
	归母净利润（亿港元）	22.32	60.26	35.81	67.12	33.36
	YoY	45.6%	107.7%	60.4%	11.4%	-6.9%
	毛利率	33.0%	28.6%	24.4%	22.6%	23.6%
	净利率	9.3%	8.8%	8.3%	7.0%	7.3%
六福集团	营业收入（亿港元）	33.44	88.61	55.91	117.38	55.73
	YoY	-47.0%	-21.1%	67.2%	32.5%	-0.3%
	归母净利润（亿港元）	2.91	10.17	6.54	13.92	6.58
	YoY	-41.3%	17.4%	124.6%	36.9%	0.6%
	毛利率	33.2%	29.7%	26.8%	27.6%	26.1%
	净利率	8.8%	11.5%	11.7%	11.9%	11.8%
		1H20	2020	1H21	2021	1H22
周生生	营业收入（亿港元）	64.18	150.32	108.39	220.01	100.92
	YoY	-32.7%	-15.2%	68.9%	46.4%	-6.9%
	归母净利润（亿港元）	2.11	5.44	5.36	6.43	4.72
	YoY	-65.6%	-15.4%	153.6%	18.2%	-12.0%
	毛利率	27.6%	27.6%	22.4%	25.3%	28.5%
	净利率	3.3%	3.6%	5.0%	2.9%	4.6%

图表：黄金珠宝内地品牌业绩复盘

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
中国黄金	营业收入（亿元）	133.00	133.00	103.19	138.38	143.68	109.63	103.59
	YoY	105.1%	48.3%	31.1%	32.3%	8.0%	-17.6%	0.4%
	归母净利润（亿元）	2.06	1.96	1.56	2.36	2.52	1.87	1.75
	YoY	325.8%	-15.2%	-17.7%	38.2%	22.1%	-4.5%	12.0%
	毛利率	2.4%	3.7%	3.1%	3.2%	4.1%	4.7%	2.5%
	净利率	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
周大生	营业收入（亿元）	11.57	16.32	36.84	26.82	27.54	23.44	38.39
	YoY	70.7%	63.9%	119.9%	54.6%	138.1%	43.6%	4.2%
	归母净利润（亿元）	2.35	3.75	3.96	2.19	2.9	2.95	3.45
	YoY	133.8%	63.0%	3.7%	-27.3%	23.3%	-21.2%	-12.7%
	毛利率	40.4%	40.5%	21.0%	22.2%	20.2%	24.5%	17.9%
	净利率	20.3%	22.9%	10.7%	8.1%	10.5%	12.6%	9.0%
老凤祥	营业收入（亿元）	171.98	143.92	181.96	89.04	184.42	152.98	197.98
	YoY	18.7%	20.0%	4.7%	13.4%	7.2%	6.3%	8.8%
	归母净利润（亿元）	6.48	3.93	4.56	3.78	4.07	4.84	4.66
	YoY	74.5%	6.6%	-7.2%	7.0%	-37.3%	23.0%	2.0%
	毛利率	7.6%	8.0%	6.5%	10.2%	7.9%	7.5%	6.7%
	净利率	4.6%	3.8%	3.4%	5.6%	3.0%	4.2%	3.1%
曼卡龙	营业收入（亿元）	3.59	2.7	2.46	3.77	3.36	3.67	3.8
	YoY	161.1%	14.4%	19.0%	65.3%	-6.6%	36.1%	54.2%
	归母净利润（亿元）	0.23	0.21	0.17	0.09	0.21	0.15	0.14
	YoY	268.6%	-16.9%	-28.4%	7.2%	-12.0%	-27.8%	-16.4%
	毛利率	19.5%	23.9%	24.7%	14.6%	22.3%	18.6%	18.2%
	净利率	6.5%	7.8%	6.9%	2.4%	6.1%	4.0%	3.7%
迪阿股份	营业收入（亿元）	10.84	12.36	10.91	12.12	12.21	8.64	9.58
	YoY	264.9%	129.5%	64.4%	25.5%	12.6%	-30.1%	-12.2%
	归母净利润（亿元）	3.22	4.07	2.62	3.11	3.76	2.03	1.94
	YoY	1372.5%	214.7%	63.6%	23.4%	16.8%	-50.2%	-25.9%
	毛利率	70.4%	69.6%	69.2%	71.2%	71.1%	69.9%	71.0%
	净利率	29.7%	32.9%	24.0%	25.7%	30.8%	23.5%	20.3%

3.1 2022年度复盘—经营能力+消费环境，共同影响估值预期

图表：黄金珠宝企业估值影响因素分析



资料来源：民生证券研究院

影响黄金珠宝企业估值的因素：

➢ **宏观角度：**

- 黄金珠宝作为可选消费产品，受到经济大环境及消费景气程度影响较大，关注指标包括国家统计局按月公布的社会零售总额及同比变动、金银珠宝零售额及同比变动
- 黄金作为兼具投资与消费属性的产品，金价的波动从短期与长期均影响到消费与投资的需求

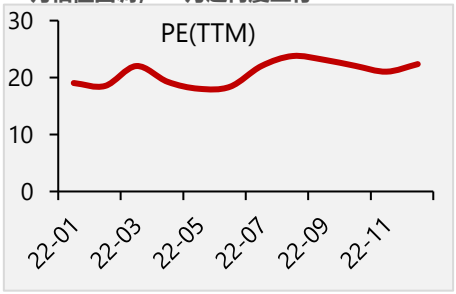
➢ **微观角度：**

- 短期关注黄金珠宝盈利能力预期，经营情况分为线下与线上两个渠道。线下渠道销售情况可以进一步拆解为：单店模型的收入与利润，展店速度以及终端门店数量；
- 线上销售数据反映为多平台每月线上销售情况

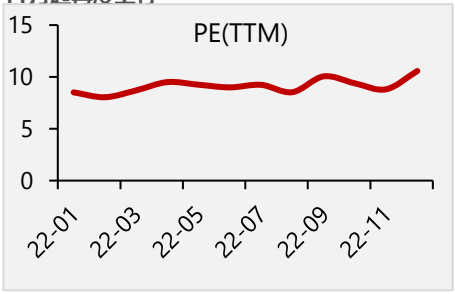
3.1 2022年度复盘—估值复盘

估值复盘：今年前三季度，疫情影响线下渠道的单店收入与终端门店数量及扩店速度，黄金珠宝企业的成长性受到抑制，反映到估值端也出现回调，以及可支配收入与消费能力下滑，消费环境低迷，黄金珠宝作为可选消费也受到较大影响

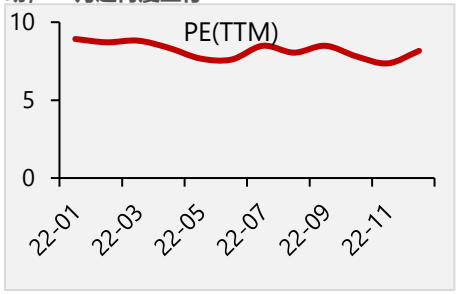
周大福：1-6月估值调整，6-8月估值修复，8-11月估值回调，11月起再度上行



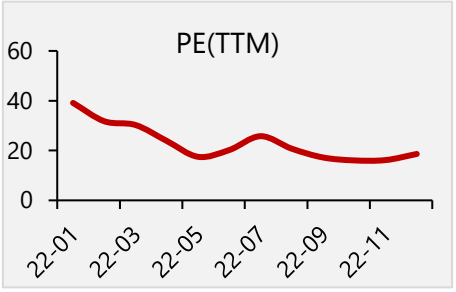
周生生：8-9月估值上行，9-11月估值回调，11月起再度上行



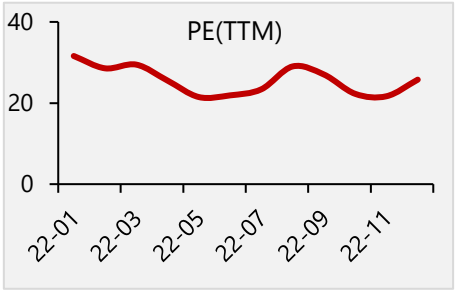
六福集团：1-6月估值回调，6-11月估值波动，11月起再度上行



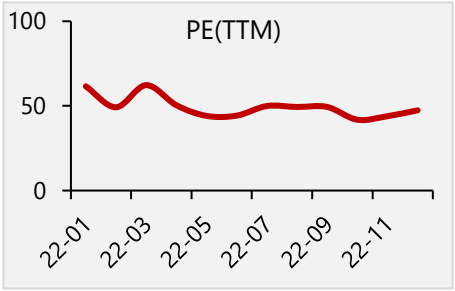
迪阿股份：1-5月估值回调，5-7月上行，8月起震荡回调



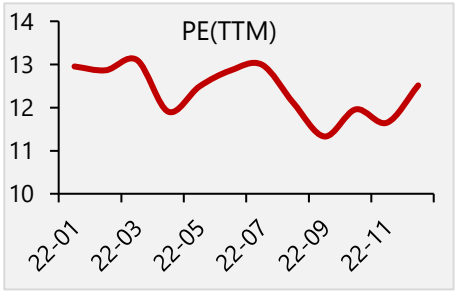
中国黄金：1-5月估值调整，5-8月估值修复，8-11月估值回调，11月起再度上行



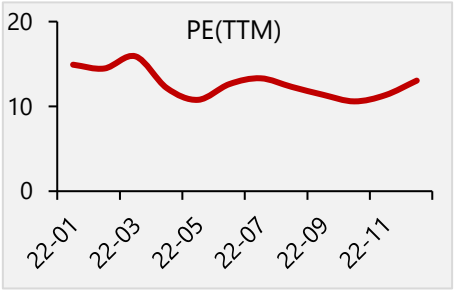
曼卡龙：1-5月估值调整，9-10月估值回调，10月起再度上行



老凤祥：3-4月估值下跌，4-7月估值上行，7-9月起再度下跌，9月起波动上升



周大生：3-4月估值下跌，4-7月估值修复，7-10月估值下跌，10月起上行

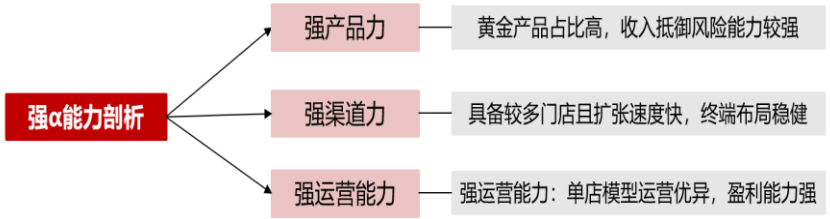


3.1 2022年度复盘—综合2022年表现，看强 α 能力

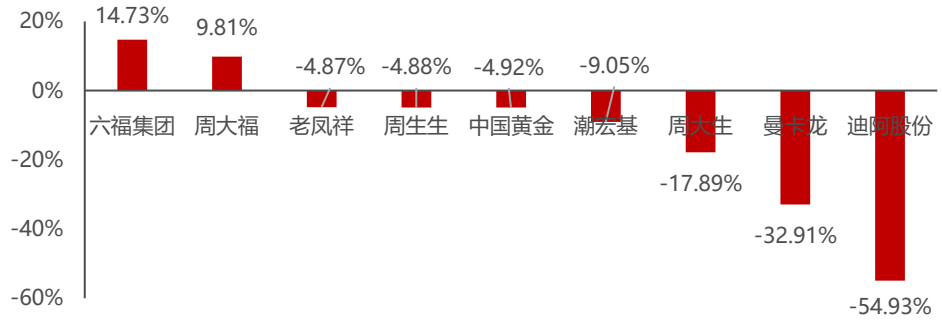
年初至今涨跌幅：六福集团>周大福>老凤祥>周大生>潮宏基>曼卡龙>迪阿股份

黄金珠宝企业的强α体现在产品结构较为稳健以及品牌知名度高，抵御风险能力强，如六福集团与周大福年初至今分别+14.73%与+9.81%；而下跌幅度较小的老凤祥、周生生、中国黄金均为老牌珠宝品牌，且黄金产品占比较高。

图表：黄金珠宝企业强α剖析



图表：黄金珠宝企业年初至今（1.1-12.16）涨跌幅



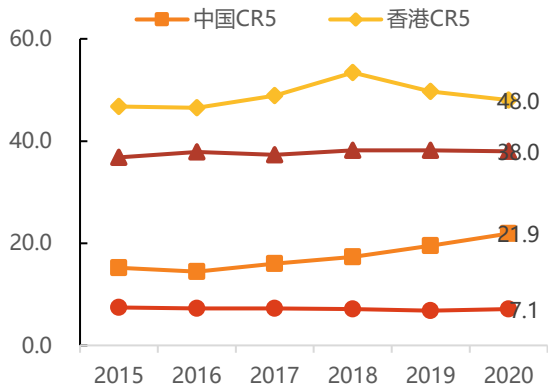
图表：黄金珠宝企业单店模型

公司	单店收入	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
周大福	内地单店收入（百万港元）	14.35	13.57	10.47	12.84	14.30	5.94
周生生	内地单店收入（百万港元）	16.37	15.67	13.43	10.93	15.64	-
六福集团	自营单店收入（百万港元）	11.15	10.40	8.38	25.04	40.35	37.84
	加盟单店收入（百万港元）	0.43	0.49	0.41	0.43	0.51	0.20
潮宏基	自营单店收入（百万元）	-	3.70	4.19	3.88	6.14	3.03
	加盟单店收入（百万元）	-	1.71	1.67	1.34	1.89	0.76
曼卡龙	自营单店收入（百万元）	9.12	7.84	7.10	5.28	6.50	3.18
	加盟单店收入（百万元）	4.98	4.30	3.43	2.93	3.85	1.69
周大生	自营单店收入（百万元）	3.55	3.97	3.76	2.79	5.23	-
	加盟单店收入（百万元）	1.06	1.18	1.08	0.85	1.61	-
迪阿股份	自营单店收入（百万元）	-	8.43	6.01	7.95	11.73	-
老凤祥	单店收入（百万元）	12.59	12.44	12.75	11.62	11.87	-

3.2 行业展望—渠道拓展提高品牌力，产品创新成为角逐核心

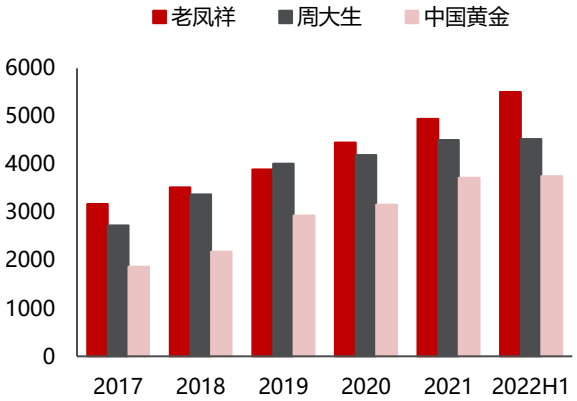
- **渠道拓展与集中度提升是黄金珠宝行业的发展趋势。**对比香港、日本等较成熟市场，国内品牌集中度尚存提升空间。在龙头集中度提升阶段，提高门店数量与拓店速度成为珠宝企业快速发展的路径，单店营业额与投资回收期也成为比较盈利能力的标准。随着门店数量增加，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度也将随之提高，助力行业竞争从渠道端转向品牌知名度及产品创新的角逐。
- **钻石终端消费市场中品牌力的作用更加强劲。**根据《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，美国钻石终端消费市场中“品牌钻石”销量占比稳步提升，由2015年的33%提升至2021年的65%，品牌在消费终端的作用更为突出。随着年轻一代成为消费主力军，产品创新性与品牌影响力成为左右消费者选择的关键，黄金珠宝行业竞争将发展到产品力与品牌力竞争的阶段，公司间的较量将演变为品牌影响力、技术变革与新品推出速度的角逐。

图表：各地珠宝品牌集中度对比（%）



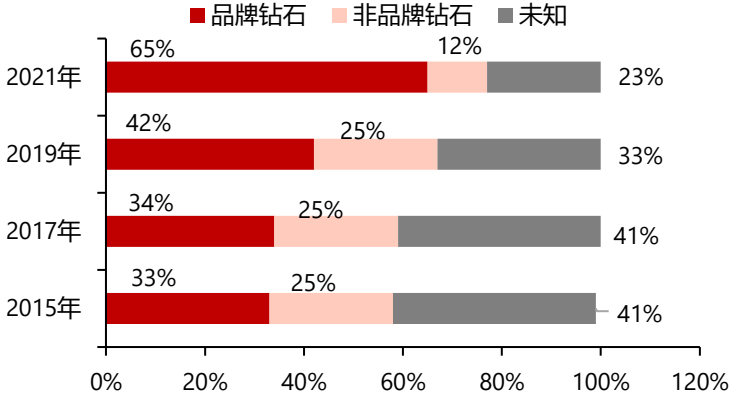
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图表：黄金珠宝企业终端门店数量不断扩张（个）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：品牌钻石购买量占比逐年提升

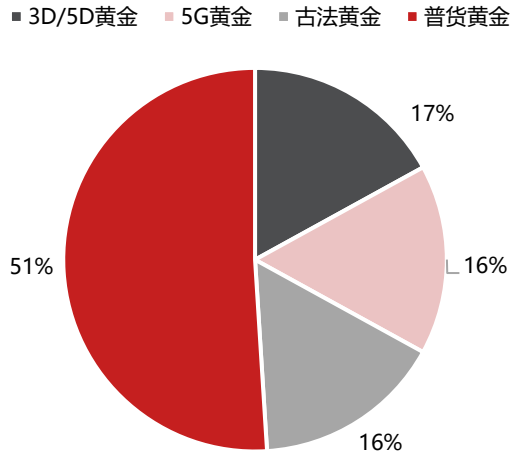


资料来源：《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，民生证券研究院

3.2 行业展望—高附加值产品推出，带动公司盈利能力提升

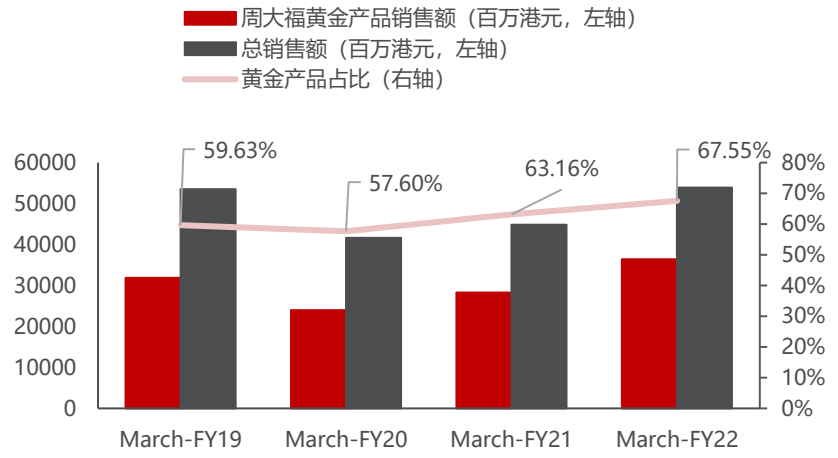
- **产品端：黄金+”或引领未来黄金珠宝新趋势。**“国潮”崛起，发掘并创新应用优秀传统文化，成为国内珠宝品牌于竞争中破局而出的机会。“黄金+培育钻石”、“黄金+和田玉”等产品模式迎合中国人偏好黄金的消费习惯，丰富品类的同时提高产品定价，提升公司综合盈利能力
- **国内珠宝品牌加速产品迭代升级，古法金正当时。**周大福推出古法“传承”系列，周大生推出生肖、麻将等国潮款式，中国黄金推出“故宫金”系列，在迎合中国人“重金”思想的同时将中国文化元素与潮流设计相结合，提高审美价值，适应年轻人的消费偏好与消费习惯。同时，时尚的设计与传统文化内涵结合提高产品附加值，有望提升品牌盈利能力，如周大福2017年推出的古法金系列，显著拉动其黄金产品销售占比

图表：2020年中国黄金首饰不同工艺占比



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

图表：周大福黄金产品销售情况（百万港元）



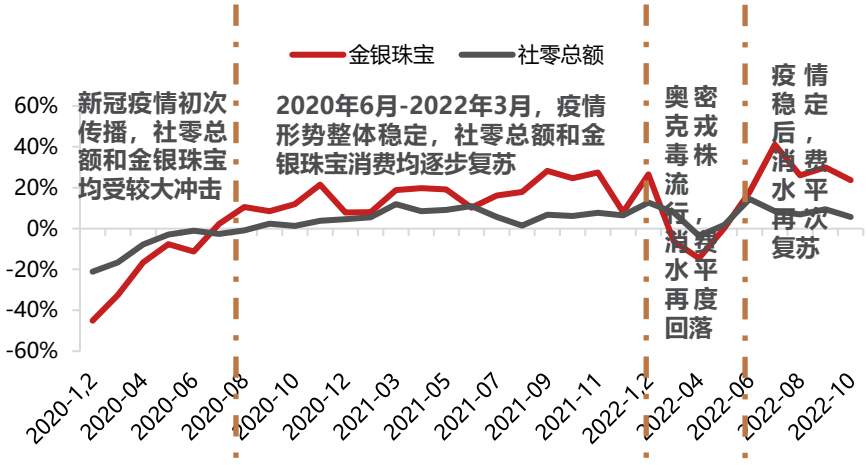
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 23年展望之边际变化-国内珠宝行业疫后复苏

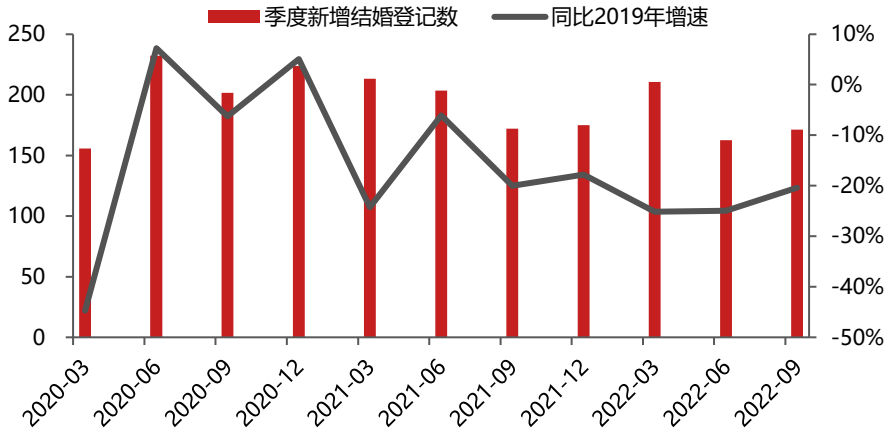
➢ 消费水平复苏+消费场景刚性回补，珠宝消费增长可期

- 疫情冲击下，金银珠宝类消费受影响大于总体社零规模受影响程度，黄金珠宝作为依赖于线下场景的可选消费，将率先受益于线下的消费复苏，领先于社零总额复苏
- 下游消费场景方面，2022年整体我国新增结婚登记数仍未恢复疫前水平，在疫情防控政策进一步优化后，可期待婚恋消费场景刚性回补带来的需求上升

图表：社会零售总额与金银珠宝消费恢复情况（同比2019年数据）



图表：疫情期间我国新增结婚登记数（万对）

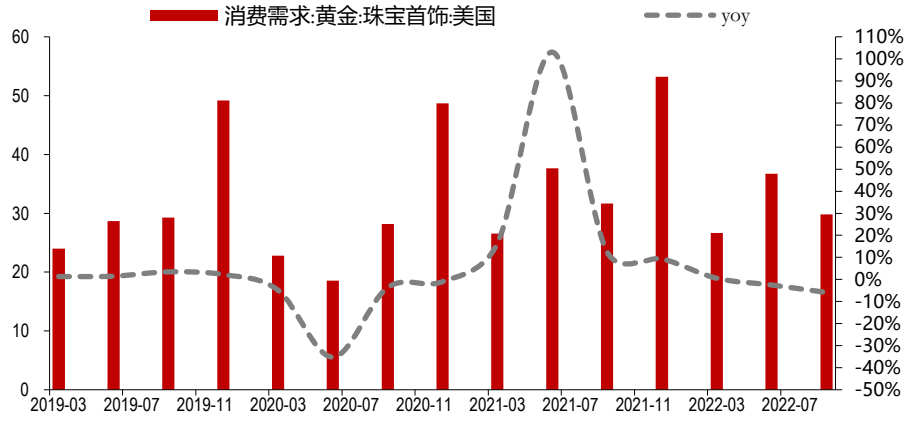


3.3 23年展望之边际变化-对比美国黄金珠宝行业恢复情况

➢ 疫情政策优化助力企业盈利改善

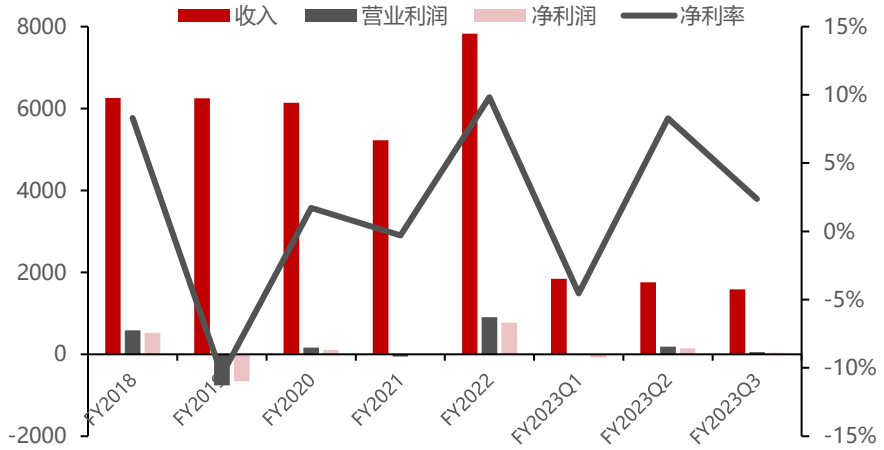
- 从美国黄金珠宝首饰消费需求看，其需求量的波动主要出现在疫情发生前期（2020Q2需求量同比-35%），随后逐步恢复至疫情前水平；而21Q2的高增速源于美国防控政策边际优化和20Q2的低基数。随着22年3月美国全面放开以来，美国黄金珠宝需求基本恢复至疫情前水平。
- 从公司层面看，Signet作为美国珠宝零售巨头，能够在一定程度上代表美国珠宝行业需求。疫情管控逐步放松背景下，2022财年Signet盈利能力显著提高；2023财年前三季度虽净利率下降，但仍高于政策放松前，结合行业季节性消费特点显著，可以认为美国疫情政策边际优化对黄金珠宝企业的盈利能力有一定改善作用。

图表：美国黄金珠宝首饰消费需求（吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：Signet疫情期间及疫情后恢复期盈利情况（百万美元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 23年展望之边际变化-对比香港黄金珠宝行业修复情况

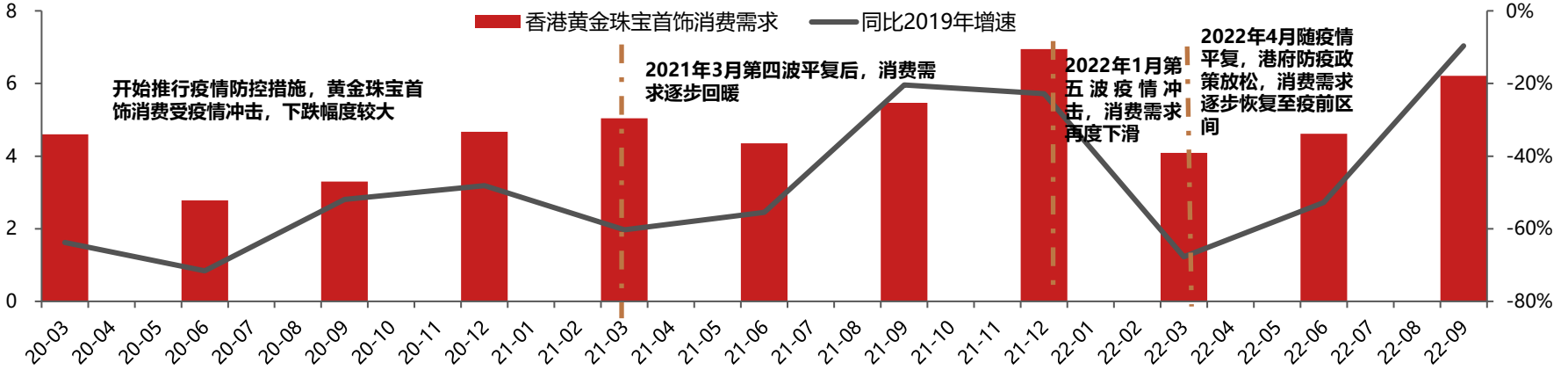
➢ 黄金消费需求尚未完全修补，企业端盈利能力修复尚可

- 从香港黄金珠宝消费需求来看，整体受疫情冲击影响，消费需求尚未恢复至疫前水平。随2022年4月管控放松后，3季度消费需求已接近疫情前区间。公司层面，盈利能力受疫情影响情况分化较大。周大福净利率保持平稳，周生生2021财年受疫情冲击严重，但2022财年迅速回升，盈利能力有较大程度的改善

图表：疫情珠宝品牌香港地区盈利能力情况（净利率）

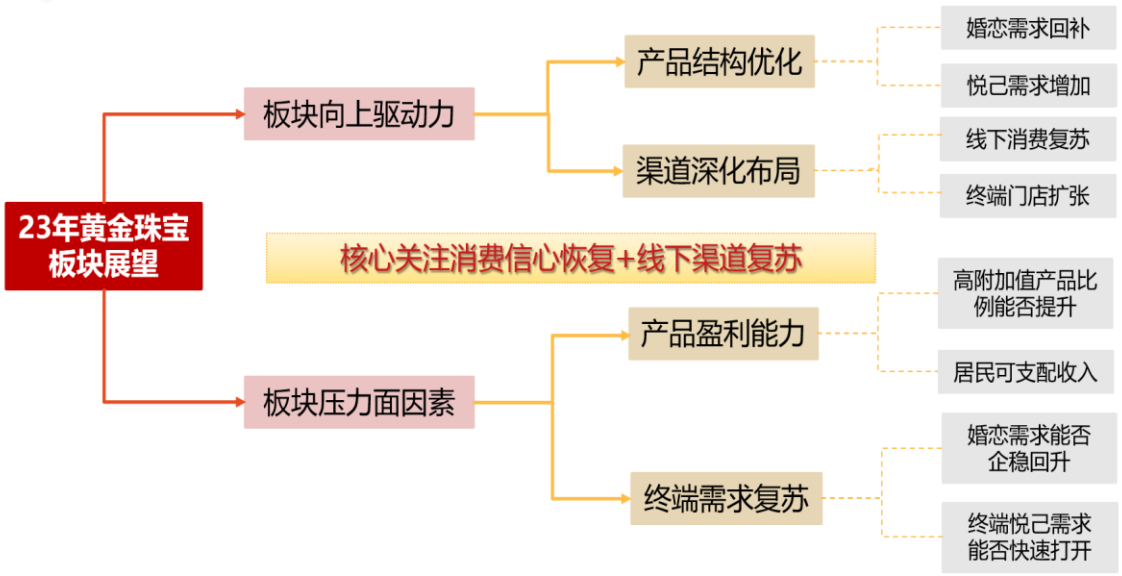
	FY2020	FY2021	FY2022
周大福	3.70%	3.90%	3.50%
变动（+/-）	-	0.20%	-0.40%
周生生	2.80%	-7.30%	4.37%
变动（+/-）	-	-10.10%	+11.67%

图表：香港黄金珠宝首饰消费需求（吨）



3.4 23年展望-消费复苏下，看个股发展路径

图表：2023年黄金珠宝板块展望



资料来源：民生证券研究院

展望个股发展路径：核心关注消费信心恢复与线下消费渠道复苏

➢ **板块向上驱动力**

- **产品结构优化层面，**关注于高盈利能力产品占比提升，如镶嵌产品占比较高，受益于婚恋需求回补
- **渠道深化布局方面，**关注于终端门店布局深入，线下门店展店速度快，会率先受益于线下渠道的消费复苏

➢ **板块压力面因素**

- **关注产品盈利能力提升预期，**婚恋需求能否企稳回升
- **终端消费市场复苏是否符合预期**，能否快速打开市场需求

3.5 投资建议

- 产品方面，曼卡龙成立子品牌慕璨，潮宏基与力量钻石合资成立培育钻石品牌，中国黄金拟布局培育钻石上游及下游，为公司提供新亮点，继续**推荐中国黄金、潮宏基、曼卡龙**
- 渠道方面，受疫情影响，品牌线下拓店计划受阻。疫情管控优化后，关注品牌线下渠道建设，龙头企业有望实现更快的线下门店扩张速度，迎接线下流量复苏下的需求回升，行业集中度进一步升高。**关注周大福、周大生、老凤祥**等行业龙头
- 单店模型方面，线下消费场景逐步恢复后，可期待珠宝企业单店模型在收入端的优化提升。疫情时期新开门店有望加速收入爬坡进程，提升盈利能力，改善珠宝企业财务表现，建议关注镶嵌产品占比高的**迪阿股份**

图表：黄金珠宝公司盈利预测与估值分析

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600916.SH	中国黄金	12.08	0.51	0.65	0.83	24	19	15	推荐
002345.SZ	潮宏基	4.80	0.37	0.43	0.51	13	11	9	推荐
300945.SZ	曼卡龙	14.40	0.35	0.45	0.55	41	32	26	推荐
600612.SH	*老凤祥	41.39	3.48	3.98	4.44	12	10	9	-
301177.SZ	*迪阿股份	53.72	2.88	3.82	4.71	19	14	11	-
002867.SZ	*周大生	14.20	1.13	1.35	1.56	13	11	9	-
1929.HK	*周大福	15.54	0.71	0.87	1.04	22	18	15	-
0116.HK	*周生生	9.50	1.39	1.59	1.91	7	6	5	-
0590.HK	*六福集团	22.65	2.52	2.83	3.21	9	8	7	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，未覆盖公司采用wind一致预期，收盘价为2022年12月23日，其中：周大福、周生生、六福集团为港元（HKD）



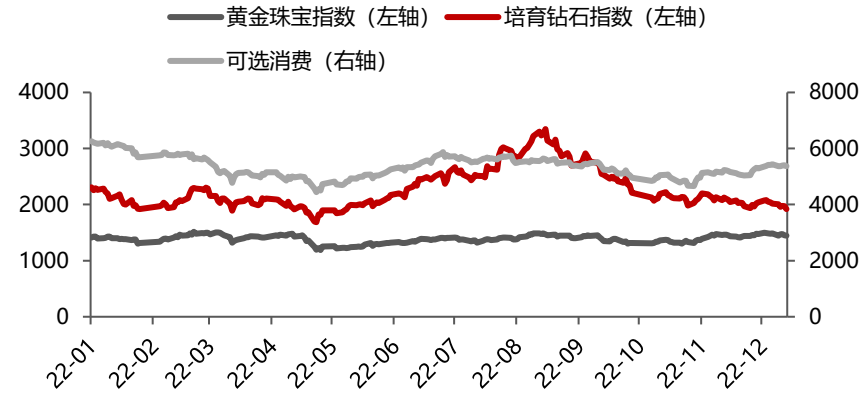
4. 培育钻：高成长赛道持续向上，景气度恢复可期

4.1 2022行情复盘—行业总览

复盘2022年培育钻石行业行情变动，主要分为三个阶段：

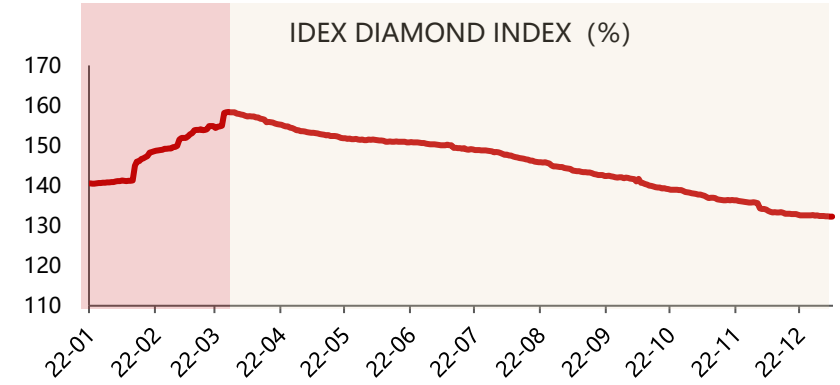
- **1-3月起势：** 受“俄乌冲突”等地缘政治影响，埃罗莎矿产开采受限，天然钻石供给紧张，裸钻价格一路上扬，叠加美国高通胀影响消费能力，高性价比的培育钻石在婚恋市场发挥部分替代作用，上游培育钻石毛坯生产端呈现供不应求态势。
- **4-8月上扬：** 上游培育钻石毛坯生产企业产销两旺，毛坯价格较为稳健，盈利能力高企，中报超预期表现带动行情火热。
- **三季度回调：** 22Q3开始，超硬材料价格出现阶段性波动，下游市场扩张受到国内疫情+美国通胀+钻石淡季的共同作用，加之印度大力发展CVD培育钻石使得国内培育钻石毛坯生产端承压，上游企业三季度报表不及预期，以力量钻石为例，22Q3毛利率环比下滑8.28pct至27.55%行情进入回调期。

图表：培育钻石指数表现优于可选消费与黄金珠宝指数



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：22Q1天然钻石价格指数骤增，22Q2开始回落



资料来源：idex diamond，民生证券研究院

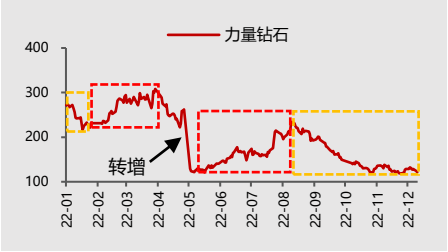
4.1 2022行情复盘—股价复盘

2022年培育钻石行业行情分为几个阶段：

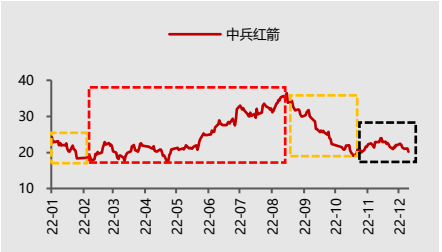
- **年初震荡：**年初力量钻石、中兵红箭、黄河旋风震荡上行，而四方达、沃尔德、国机精工略有回调
- **Q2产销两旺：**进入二季度以来，行业持续高景气度，带动个股进入上扬行情，力量钻石5.5-8.15涨超80%，中兵红箭5.24-8.18涨超75%，沃尔德4.26-8.17涨超116%
- **Q3开始回调：**三季度以来受到超硬材料价格波动的影响，叠加天然钻石价格回落，毛坯供不应求态势逐步打破，终端需求趋于稳定，疫情影响下，国内市场的开拓承压，镶嵌消费不及预期，美国持续的高通胀水平影响终端消费能力，表现为行情开始回调

图表：培育钻石行业公司股价复盘（截至12月16日）

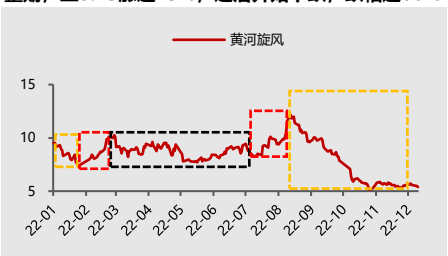
力量钻石：年初至1.28跌14.8%；至4.1涨超30%；5.5-8.15涨超80%；之后下滑48%



中兵红箭：年初至2.11跌幅近30%；2-8月涨超105%；至10.21回调超45%，进入盘整期



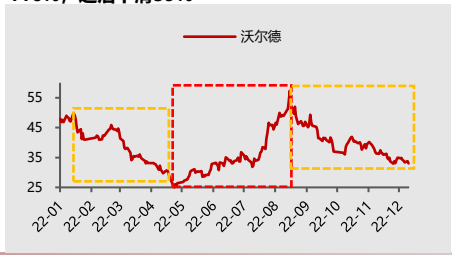
黄河旋风：年初下跌12.7%；至3.2回调23%，进入盘整期；至8.15涨超15%；之后开始下跌，跌幅近60%



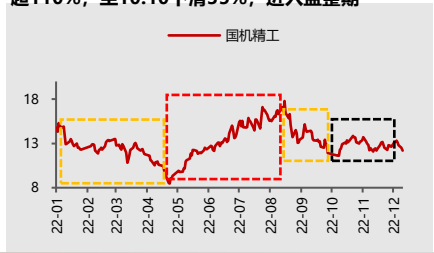
四方达：年初下跌13%；2-8月涨超100%；至10.11跌幅近35%；之后进入盘整期



沃尔德：年初至4.27跌幅近50%；至8.17反弹116%；之后下滑39%



国机精工：年初至4.26跌幅近45%；至8.19涨超110%；至10.10下滑35%，进入盘整期



资料来源：wind，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明

4.1 2022行情复盘—业绩复盘

高温高压法生产企业：

- Q1：工艺技术进步+产能稳步扩张
- Q2：产销两旺，收入与归母净利润高增长
- Q3：超硬材料价格回落，盈利能力相应收窄

CVD法生产企业：

- 仍处于产能建设与爬坡期，尚未形成规模效应，主要收入来源于主业生产与经营，而新增的培育钻石业务的产能建设或将在4Q22/2023年逐步投产落地

图表：培育钻石行业公司业绩复盘

证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
力量钻石	营业收入（亿元）	0.84	1.34	1.26	1.54	1.92	2.56	2.27
	YoY	102.4%	142.8%	81.1%	96.3%	126.9%	91.4%	80.1%
	归母净利润（亿元）	0.41	0.67	0.53	0.78	1.01	1.38	1.11
	YoY	324.2%	327.9%	193.7%	165.1%	147.8%	105.3%	108.8%
	毛利率	0.0%	0.0%	59.3%	66.3%	69.2%	67.5%	58.7%
	净利率	48.4%	50.2%	42.2%	50.9%	52.8%	53.9%	48.9%
中兵红箭	营业收入（亿元）	13.66	15.15	19.67	26.65	13.82	18.22	16.36
	YoY	50.7%	7.3%	24.3%	4.0%	1.2%	20.2%	-16.8%
	归母净利润（亿元）	0.97	2.30	2.80	-1.21	2.81	4.20	1.79
	YoY	385.5%	41.5%	90.6%	-121.3%	191.0%	82.5%	-35.9%
	毛利率	20.6%	29.2%	24.2%	13.4%	36.8%	35.8%	27.6%
	净利率	7.1%	15.2%	14.2%	-4.6%	20.4%	23.1%	11.0%
黄河旋风	营业收入（亿元）	6.31	6.91	5.76	7.55	6.05	6.70	5.32
	YoY	56.0%	-13.6%	-18.5%	39.9%	-4.0%	-3.0%	-7.5%
	归母净利润（亿元）	0.10	0.14	0.17	0.03	0.29	0.41	0.10
	YoY	120.6%	153.4%	141.4%	100.3%	179.0%	202.1%	-36.5%
	毛利率	27.7%	35.4%	29.4%	30.3%	32.5%	40.2%	29.6%
证券简称	具体分项	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
四方达	营业收入（亿元）	0.91	1.06	1.14	1.06	1.26	1.36	1.32
	YoY	-14.5%	61.9%	67.5%	35.3%	37.9%	28.1%	16.1%
	归母净利润（亿元）	0.23	0.26	0.22	0.21	0.41	0.48	0.40
	YoY	-38.8%	348.2%	548.3%	-26.5%	82.5%	83.3%	83.2%
	毛利率	53.6%	54.5%	55.2%	48.2%	54.7%	55.6%	54.7%
	净利率	24.7%	24.8%	19.2%	20.2%	32.7%	33.3%	28.5%
沃尔德	营业收入（亿元）	0.91	1.06	1.14	1.06	1.26	1.36	1.32
	YoY	-14.5%	61.9%	67.5%	35.3%	37.9%	28.1%	16.1%
	归母净利润（亿元）	0.23	0.26	0.22	0.21	0.41	0.48	0.40
	YoY	-38.8%	348.2%	548.3%	-26.5%	82.5%	83.3%	83.2%
	毛利率	53.6%	54.5%	55.2%	48.2%	54.7%	55.6%	54.7%
	净利率	24.7%	24.8%	19.2%	20.2%	32.7%	33.3%	28.5%
国机精工	营业收入（亿元）	0.91	1.06	1.14	1.06	1.26	1.36	1.32
	YoY	-14.5%	61.9%	67.5%	35.3%	37.9%	28.1%	16.1%
	归母净利润（亿元）	0.23	0.26	0.22	0.21	0.41	0.48	0.40
	YoY	-38.8%	348.2%	548.3%	-26.5%	82.5%	83.3%	83.2%
	毛利率	53.6%	54.5%	55.2%	48.2%	54.7%	55.6%	54.7%
	净利率	24.7%	24.8%	19.2%	20.2%	32.7%	33.3%	28.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.1 2022行情复盘——估值复盘

- **对比往年公司估值中枢：**今年以来中兵红箭、四方达、沃尔德、国机精工的估值中枢均优于2021年表现，整体估值水平提升来源于对公司预期产能落地带来的盈利能力上行，力量钻石定增计划落地提升估值
- **复盘2022年公司估值变动：**公司估值普遍与行业景气程度同向变动，在5-8月处于估值较高时期，源于产品产销两旺，公司较好的业绩表现带来乐观预期；而9月开始的估值下调来源于上游毛坯生产供需水平趋稳，下游消费市场的开拓受限，终端需求未快速放量

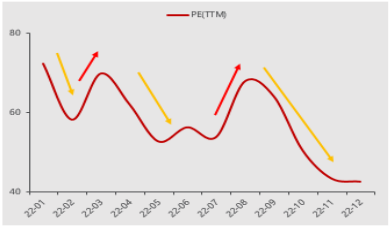
图表：培育钻石行业公司估值中枢PE(TTM)

PE(TTM)	2020	2021	2022
力量钻石	-	-	64
中兵红箭	51	49	50
黄河旋风	-	-	101
四方达	30	47	52
沃尔德	69	53	64
国机精工	110	45	47

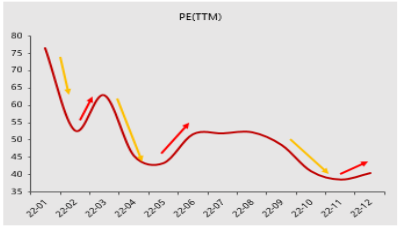
资料来源：wind，民生证券研究院，其中：2022年为年初至12.16估值中枢

图表：培育钻石行业公司估值复盘

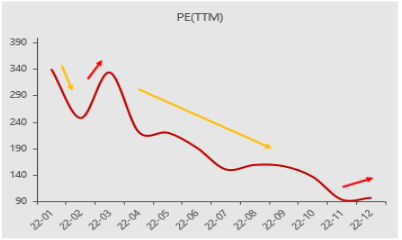
力量钻石：1-2月估值下跌，2-3月上扬，3-5月回调，7-8月迎来反弹，9-11月再度下跌



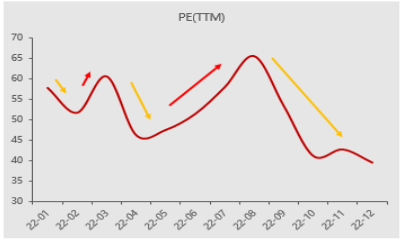
中红兵箭：1-2月估值下跌，2-3月上扬，3-4月回调，5-6月估值修复，9-10月下跌,11月开始回调



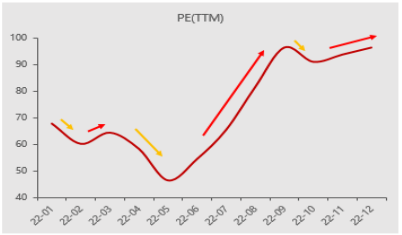
黄河旋风：1-2月估值下跌，2-3月上扬，3-11月震荡回调，11月开始修复



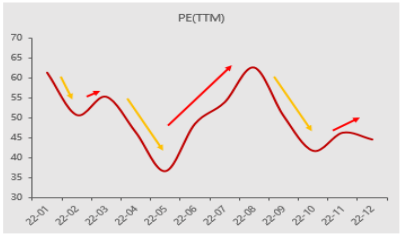
四方达：1-2月估值下跌，2-3月上扬，3-4月回调，5月开始触底反弹，9月起再度回调



沃尔德：1-2月估值下跌，2-3月恢复，3-5月回调，6月开始反弹，9-10月小幅下跌，11月开始上扬



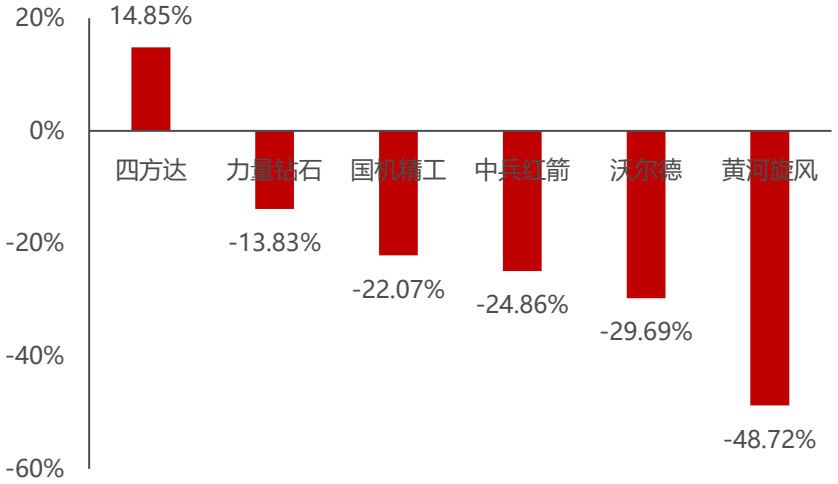
国机精工：1-2月估值下跌，2-3月上扬，3-5月回调，5月开始反弹，8-10月下跌，之后估值恢复，随后小幅回调



4.1 2022行情复盘—技术+产能+资金+规模优势彰显强α

具备较高技术水平+产能建设预期+资金优势+规模优势的企业，体现出公司的强α能力，在行业高景气时期，可以发挥出更好的表现。

图表：2022年年初至今（1.1-12.16）涨跌幅



资料来源：wind，民生证券研究院

- **高温高压生产企业：力量钻石>中兵红箭>黄河旋风**
- **产能扩张：**22年9月，力量钻石定增发行股票募集资金不超过40亿元，拟投向培育钻石和金刚石产能建设与研发中，预计达产后，培育钻石产能将为2022年产能的5.32倍，金刚石单晶将为2022年产能的2.53倍，有望实现产能逐步落地
- **技术进步：**中南钻石承担“20-50 克拉培育金刚石单晶合成技术研发”等 17 项课题，突破了高温高压法培育金刚石合成等 10 余项关键技术；9 月 15 日，公司拟投资 5.2 亿元用于工业金刚石生产线技术改造，超硬材料技术领先优势突显
- **CVD培育钻石生产企业：四方达>国机精工>沃尔德**
- **看好培育钻石业务放量带来业绩增长预期：**四方达、国机精工、沃尔德的表现主要与主业经营情况及行业景气度关联性高，培育钻石业务仍处于生产导入期，看好后续技术进步与产能释放预期

4.2 行业发展趋势—大小颗粒培育钻石价格分化，终端应用领域分流

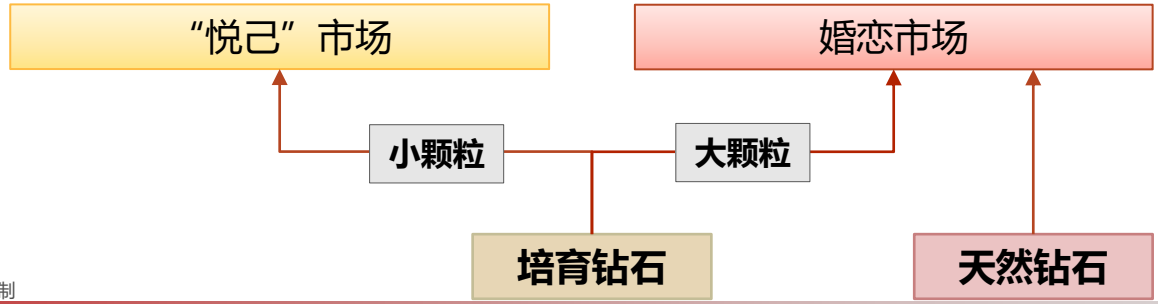
➢ 大颗粒培育钻石稳住高价，珠宝零售商保持高利润水平

- **价格优势**：伴随克拉数增加，培育钻石的价格优势更为突出，“同等价格购买更大更好的培育钻石”的消费升级与“同品级的培育钻石价格远低于天然钻石”的高性价比优势，能够较好满足婚恋市场的需求；预计未来大颗粒培育钻石价格仍将保持在较高水平，同天然钻石竞争婚恋市场
- **工艺优势**：凭借高超工艺技术，可以更好的设计培育钻石，实现颜色、净度、形状等的私人定制，赢得追求时尚价值的消费者市场；同时合成技术的不断进步促进培育钻石克拉数、净度等的不断突破，填补天然钻石的供给空缺

➢ 小颗粒培育钻石延续降价，下游悦己消费市场空间广阔

- 上游培育钻生产技术进步，生产效率显著提高，小颗粒培育钻石将继续延续降价趋势；相较于天然钻石，培育钻石具备高性价比且因合成技术使其可塑性强、时尚属性突出，能够更大程度满足悦己需求，日常佩戴类培育钻饰品有望赢得更广阔的悦己消费市场

图表：培育钻石分流趋势



资料来源：民生证券研究院绘制

4.2 行业发展趋势：产业链上中下游融合，价值链下移趋势

➢ 上游生产与中游切磨配套体系不断完善，产业融合成为必然趋势

- **国内培育钻石毛坯生产商开始布局中游钻石切磨，布局全产业链体系。**2022年1月，沃尔德拟引入钻石切磨加工生产线，2021年推出的培育钻石品牌Anndia上线天猫，开启全产业链布局。上中游的融合能够减少毛坯加工环节“受制于人”的情况，更好保证培育钻石的品质。结合国内深圳地区打磨工厂数量多、附加值低的现状，产业融合或成为必然趋势

➢ 上下游企业达成直接合作，产业价值链存在下移趋势

- **上游培育钻石生产商与下游珠宝品牌商的直接合作更为普遍。**培育钻石产业链上下游打通有望保证货源的品质与稳定，增强信息透明度、加强协同，完善产业链条；同时，上下游的直接合作也会压缩贸易商利润水平，减少产业链中间的利润损耗，产业端价值链下移

图表：上下游产业融合举措

时间	公司名称	上下游产业融合举措
2022年8月	力量钻石、潮宏基	合资成立“生而闪曜”，运营培育钻石珠宝首饰品牌
2022年8月	中国黄金	于中报中表明拟布局培育钻石领域，并向上游生产端延伸
2022年9月	国机精工	子公司三磨所宣布推出培育钻石品牌黛诺，定位异形钻珠宝产品，正式进军培育钻石零售赛道
2022年11月	四方达	子公司天璇半导体拟合资设立璨然珠宝公司，进行CVD培育钻石下游市场布局

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.3 23年行业走向—上游：培育钻石毛坯产能扩张+生产技术进步

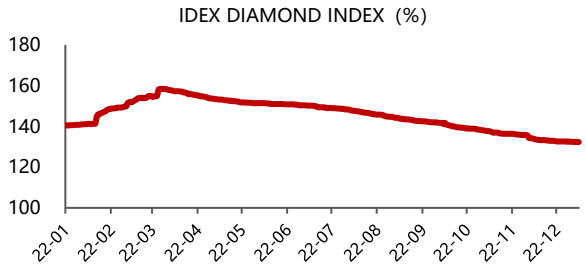
➢ 量：生产工艺进步，产能稳步扩张

- **产能扩张**：2022年上半年，力量钻石通过定增募资40亿元用于培育钻石智能工厂项目，项目达产后，培育钻年产能将达到341.32万克拉，为现有产能的5.32倍；黄河旋风于4月拟定增募资8亿元，投资总额为12.44亿元用于培育钻石产业化项目，预计将新增超大腔体压机500台，建设规模为高温高压培育钻石年产58.66万克拉，达产后预计年销售收入 9.66 亿元，但因行业情况、市场环境及资本市场等因素变化，于9月底终止定增计划；中南钻石于9月拟投资5.21亿元用于工业金刚石生产线技改项目，计划于2022年度投资200万元，有望提升公司工业金刚石生产效率和培育钻石生产转换效率
- **技术进步**：中兵红箭子公司中南钻石MPCVD法突破了10克拉以上培育钻石毛坯批量制备技术，产品品质已达世界一流水平；惠丰钻石拟通过MPCVD设备生产培育钻石，进一步延伸产品链条，加快布局CVD金刚石在多领域的应用，并于8月成功研发出培育钻石产品

➢ 价：锚定天然钻石价格，培育钻价格持续走低

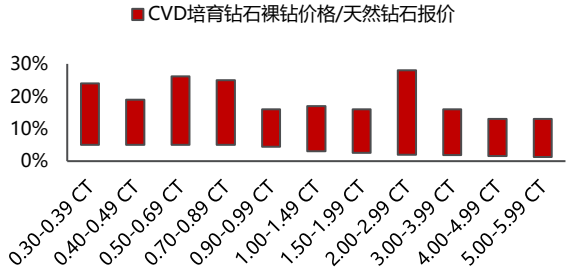
- 培育钻裸钻价格锚定天然钻石，其价格自3月起持续走低，加之培育钻生产技术进步，上游供给增加，培育钻石价格持续走低

图表：天然钻石价格指数



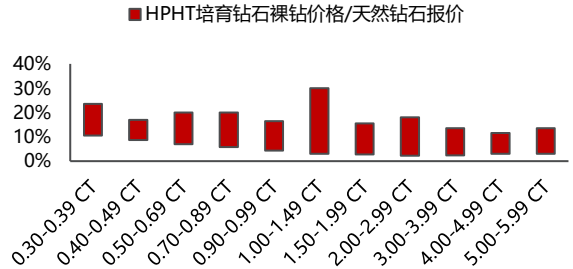
资料来源：idex diamond，民生证券研究院

图表：CVD培育钻裸钻价格/天然钻石报价



资料来源：LG DEAL，民生证券研究院（截至2022.12.26）

图表：HPHT培育钻裸钻价格/天然钻石报价

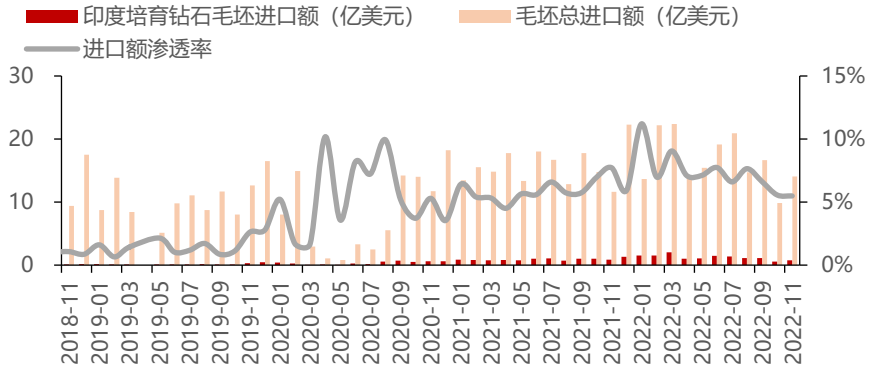


资料来源：LG DEAL，民生证券研究院（截至2022.12.26）

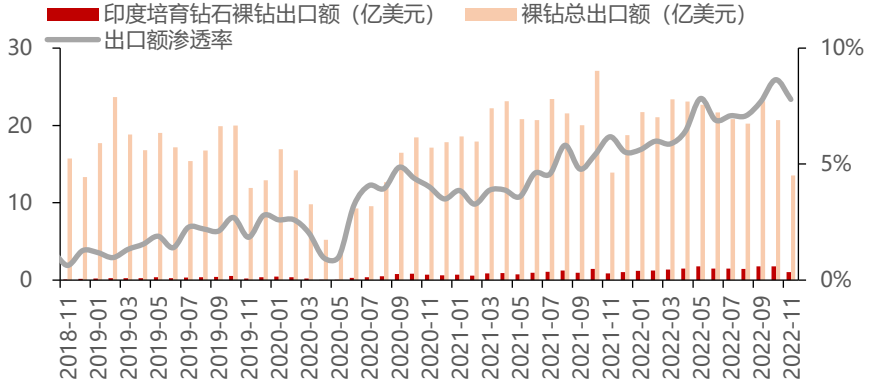
4.3 23年行业走向—中游：印度培育钻石进出口额部分反映行业景气度

- **毛坯进口额递减，景气度短期回调**
  - 印度培育钻石毛坯进口额自今年6月起持续走低并于10月触及年度最低值0.55亿美元，环比下降50.2%，一定程度反映行业景气度短期回调
- **裸钻出口额上升，渗透率不断提升**
  - 印度培育钻裸钻出口额波动上升并于10月达到年度最高值1.79亿美元，同比增长22.2%，渗透率呈增长趋势，培育钻石下游需求市场不断打开
- **中游向上游渗透，产业链趋于完善**
  - 印度培育钻进出口趋势相异部分归因于目前印度正大力发展CVD培育钻石产业，加速向上游生产环节渗透，相对就会减少培育钻毛坯的进口需求；同时，我国上游毛坯生产企业拟引入中游切磨加工配套产业，生产端更加完备，有助于未来培育钻石的产业链趋于完善

图表：印度培育钻石毛坯进口情况



图表：印度培育钻石裸钻出口情况



4.3 23年行业走向—下游：随疫后复苏消费者信心逐渐恢复，市场有望回弹

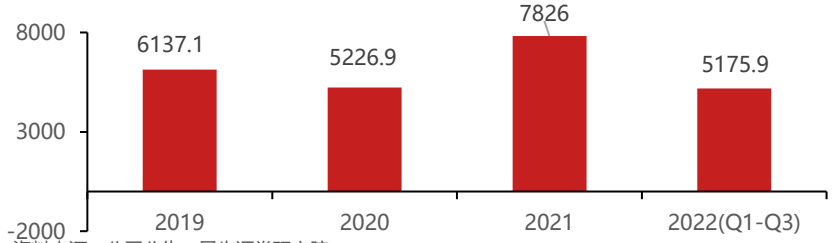
➢ 疫情+通胀因素影响，现阶段终端消费市场尚未完全恢复

- 全球钻石珠宝零售商Signet于年报中披露，2021年疫情导致多地门店关闭，对经营产生较大冲击，但公司及时布局电子商务平台，一定程度抵消消极影响，其2021年实现销售收入78.26亿美元；2022年欧美等国疫情管控有所放松，但受高通货膨胀率影响，消费者信心较弱，Signet前三季度销售收入为51.76亿美元，同比小幅增长3.2%，终端消费市场尚未完全恢复

➢ 疫情管控优化+通胀可控助力消费者信心恢复，钻石珠宝零售龙头上调收入目标，看好终端需求回弹

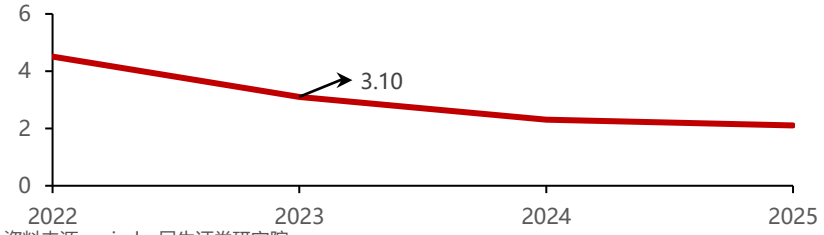
- 美联储预测，未来通胀情况将逐步可控，明年核心PCE通胀率有望回落至3.1%。结合全球疫情管控优化趋势，预期终端钻石消费者信心有望逐步恢复；戴比尔斯12月份订货会销售额达4.1亿美元（同比+22%），据《2022年戴比尔斯钻石洞察报告》，2022年钻石指导产量从30-33万吨增加到32-34万吨，以满足未来的需求水平；全球钻石珠宝零售商Signet于12月6日公告第四季度销售目标为25.9-26.6亿美元，并将2023财年零售额目标由此前预测的76-77亿美元之间，上调至77.7-78.4亿美元之间，预期未来消费市场表现乐观。

图表：Signet 年度销售收入（百万美元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：美国核心PCE通货膨胀率预期（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 23年行业走向—下游：国内市场珠宝品牌陆续布局，推动终端消费者教育

- **国外珠宝品牌率先布局，重要品牌引领行业发展。**2017年5月，施华洛世奇推出旗下培育钻石品牌Diama；次年5月，De Beers宣布推出培育钻石品牌LightBox，并于2018年底公布其2019年的具体经营策略，宣布新建工厂并开展线下业务、明确其营销定位，向市场传达其积极发展培育钻石的决心，天然钻石企业的认可在很大程度上提高了消费者对于培育钻石的定位与认知
- **多因素共同推动下，培育钻石消费市场快速发展。**随着培育钻石在终端消费市场的渗透率迅速提升，珠宝品牌纷纷布局。2019年，美国最大的珠宝零售商Signet宣布于线上与线下双渠道销售培育钻石；2021年5月，Pandora宣布将全面弃用天然钻石，改用培育钻石
- **国内消费市场起步较晚，近两年珠宝品牌纷纷布局。**对比国外，国内培育钻石市场主要集中在上游毛坯制造端，国内品牌布局滞后于国外的发展，叠加国内外消费者消费习惯的差异，导致国内消费者对培育钻石的认可度有待提高。品牌方面仍为小品牌快速发展，缺少有较大影响力的大型珠宝品牌引领发展。
- **参考国外大型珠宝品牌引领培育钻石消费市场崛起的先例，近年来国内珠宝品牌纷纷进入培育钻石市场或将带来消费市场的转折点**

图表：培育钻石终端品牌布局

事件	事件内容
2012	培育钻石正式开始销售
2015	培育钻石公司Diamond Foundry开始得到广泛关注与投资
2015	IGI香港实验室坚定了New Diamond Technology培育的世界上最大无色HPHT培育钻石
2017.5	施华洛世奇旗下培育钻石品牌Diama在北美地区正式开售
2018.5	戴比尔斯宣布推出培育钻石饰品品牌 Lightbox
2019.1	加拿大Dominion Diamond前CEO宣布成立培育钻石品牌
2019.3	Frederick Goldman买下培育钻石品牌Love Earth
2019.5	美国最大珠宝零售商 Signet 开始在其线上品牌销售培育钻石
2019.1	美国最大珠宝零售商 Signet 开始在线下门店销售培育钻石
2019.11	美国第一个在线培育钻石交易平台 lab-Grown Diamond Exchange(LGDEX)在纽约成立
2019.11	Rosy Blue 宣布开辟独立的培育钻石业务线
2019.12	戴比尔斯向客户发布引导手册明确区分天然钻石和培育钻石
2020.9	全球最知名莫桑石珠宝商Charles&Colvard（CC）推出培育钻石婚庆、时尚系列
2021.1	以培育钻石为主线的可持续国产珠宝项目Light Mark首店开业
2021.4	全球最大珠宝生产商潘多拉宣布全面弃用天然钻石，改用培育钻石生产新系列
2021.8	豫园股份推出子品牌露璨（LUSANT）正式进军培育钻石市场
2021.1	周大福推出子品牌CAMA进入培育钻石市场，10月份上线天猫旗舰店
2022.03	周生生在年报中披露成立电子商务公司积极布局培育钻石领域
2022.06	曼卡龙旗下培育钻石子品牌慕璨在天猫旗舰店等平台同步上线
2022.08	潮宏基与力量钻石拟出资成立“生而闪曜”培育钻石品牌
2022.08	中国黄金在中报中披露将布局培育钻石业务
2022.11	四方达子公司天璇半导体拟合资成立“璨然珠宝”
2022.12	潮宏基旗下ADELE VENTI主打培育钻，入驻浙江宁波龙湖天街

资料来源：培育钻石网，公司公告，民生证券研究院整理

4.4 投资建议

➢ **高温高压培育钻石生产企业：**

- **力量钻石：**募投资金稳步扩张产能，盈利能力有望进一步提升；合资成立培育钻石品牌，向培育钻石下游零售端渗透
- **中兵红箭：**中南钻石产能扩张与技术进步，超硬材料领域优势稳固，核心竞争力不断提升
- **惠丰钻石：**金刚石微粉单项冠军，培育钻石或提供增长新动能

➢ **CVD法培育钻石生产企业：**

- **沃尔德：**刀具业务稳中有增，并购鑫金泉扩展3C领域应用，超硬合金数控刀片与CVD培育钻石逐步扩产与产能释放

图表：培育钻石公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS			PE			评级
			22E	23E	24E	22E	23E	24E	
301071.SZ	力量钻石	115.43	3.43	5.83	8.59	34	20	13	推荐
000519.SZ	中兵红箭	19.15	0.74	1.15	1.52	26	17	13	推荐
688028.SH	沃尔德	30.10	0.79	1.86	2.74	38	16	11	推荐
600172.SH	*黄河旋风	4.81	0.21	0.39	0.53	23	12	9	-
300179.SZ	*四方达	11.60	0.33	0.48	0.66	35	24	18	-
002046.SZ	*国机精工	10.52	0.47	0.65	0.84	22	16	13	-
839725.BJ	惠丰钻石	16.83	0.95	1.36	1.67	18	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测，未覆盖公司采用wind一致预期，收盘价为2022年12月23日

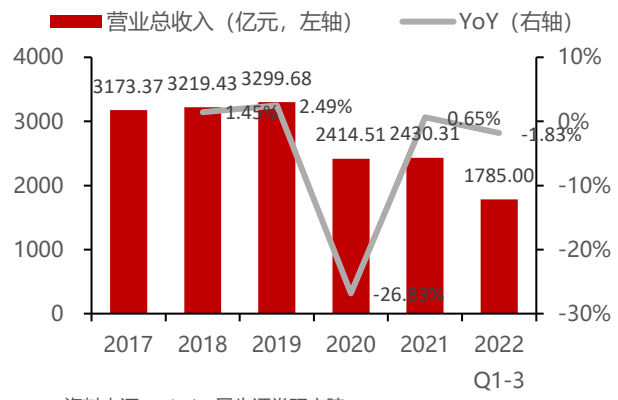


05 商超：防控优化+政策刺激，有望迎来业绩拐点

5.1 商超：竞争格局缓和叠加供应链建设，盈利能力逐渐改善

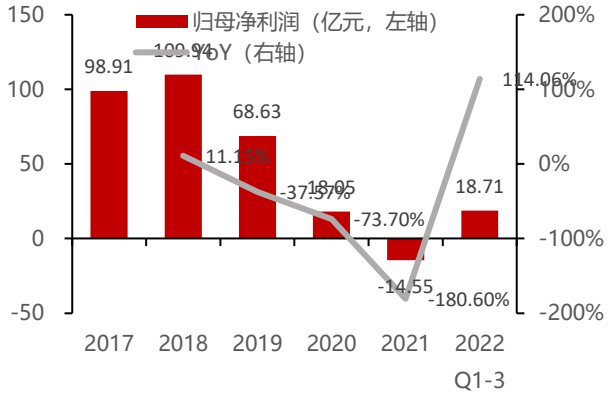
- **受益于竞争格局缓和，叠加多维度破局探索，行业盈利能力有所恢复。**
- 据Wind数据，2020年以来受到社区团购等新业态导致的激烈竞争影响，行业销售费用率有所上升，2021年下半年以来随竞争格局缓和，叠加商超板块企业持续探索供应链与数字化建设、试水仓储会员店以及拓展到家业务等初见成效，整体经营效率有所提升，销售毛利率、净利率均较2021年有明显改善。进入2022年，行业实现温和复苏，2022Q1-3行业实现营业总收入1785亿元，同比-1.83%；实现归母净利润18.71亿元，重回正增长通道。2022Q1-3销售毛利率、销售净利率分别为28.11%、1.05%。
- 根据《2021超市业态调查快报》，2021年，67.1%的超市企业销售同比下降，29.1%销售同比增长；78.5%的企业线上销售同比高增长，68.39%的超市企业来客数同比下降，两成同比上升；72.2%的超市企业净利润同比2020年下降；90%的超市在2022年的发展战略是稳中求进，选择收缩的企业数量不足10%，超市企业将发展重心放在渠道的拓展与融合、商品优化、提升门店经营效率方面，盈利能力有望逐渐改善。

图表：商超百货板块营业总收入及同比增速



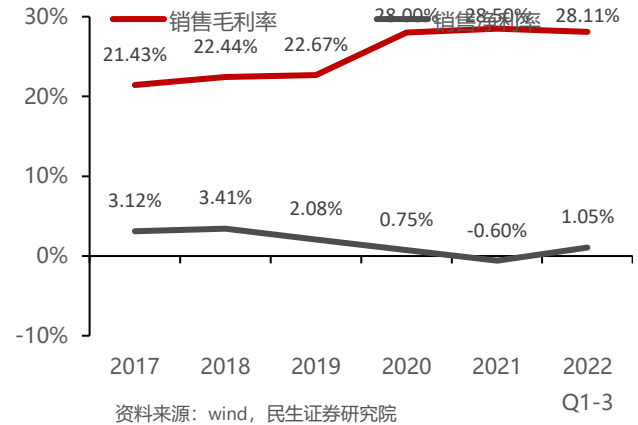
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：商超百货板块归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：商超百货行业销售毛利率及净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

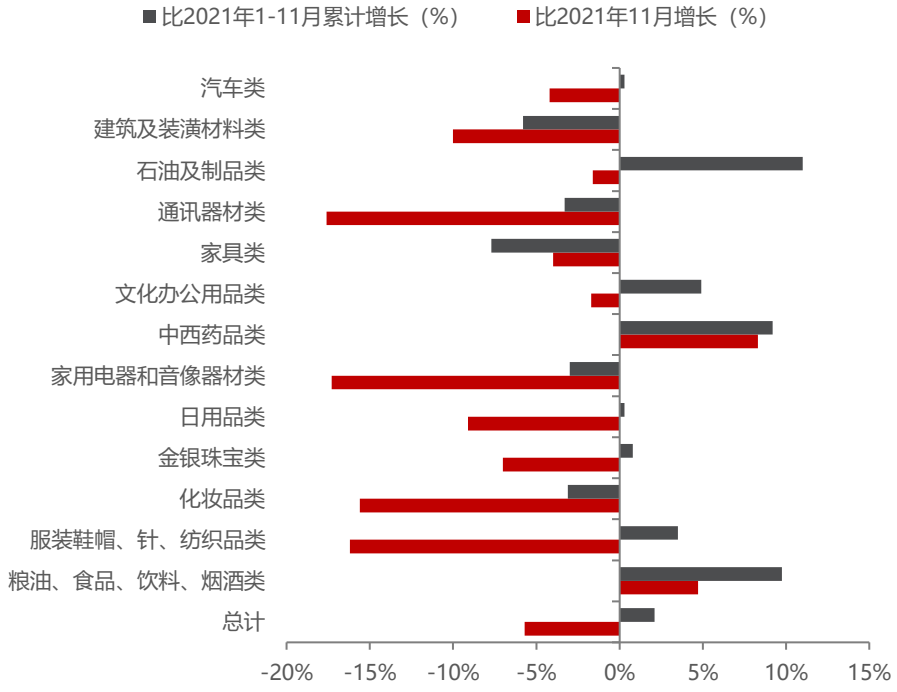
5.1 商超：”囤货”需求增加，行业有望迎来经营拐点

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

- 一方面，社区团购等新零售业态自2021年下半年以来有所退潮，平台或企业选择撤出部分省份或城市，缩小其经营的范围和服务的广度，商超市场激烈的竞争格局有所缓和，传统商超零售行业有望重拾市场份额，同时盈利能力也将有所恢复；

- 另一方面，2022年以来全国各地疫情呈散发态势，居民“囤货”需求有所增长，也对部分生活必需品、生鲜商品的供应链提出了更高要求，而以永辉超市等为代表的企业在长期经营中锤炼了成熟高效的供应链体系，并且进一步通过数字化建设提升经营效率，竞争力有望持续提升。

图表：2022年1-11月粮油、食品、饮料、烟酒类零售额同比表现较好

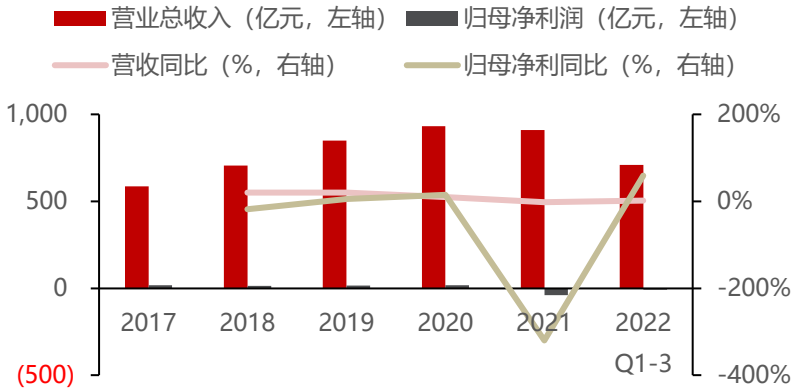


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

5.2 永辉超市：试行仓储会员模式，布局全渠道业务战略转型

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

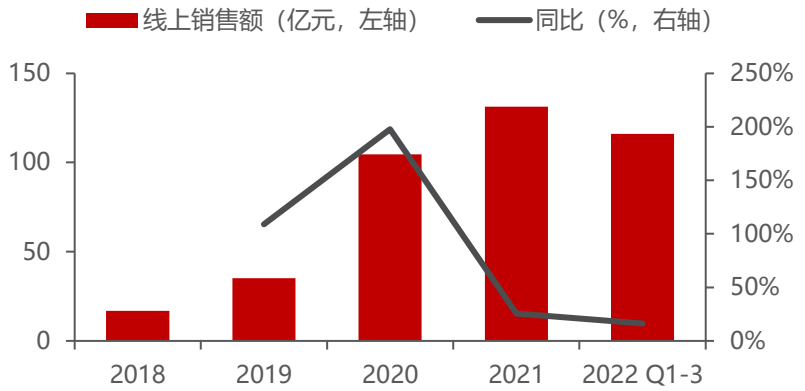
图表：永辉超市近六年营收及归母净利



资料来源：wind，民生证券研究院

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

图表：线上销售额逐年递增

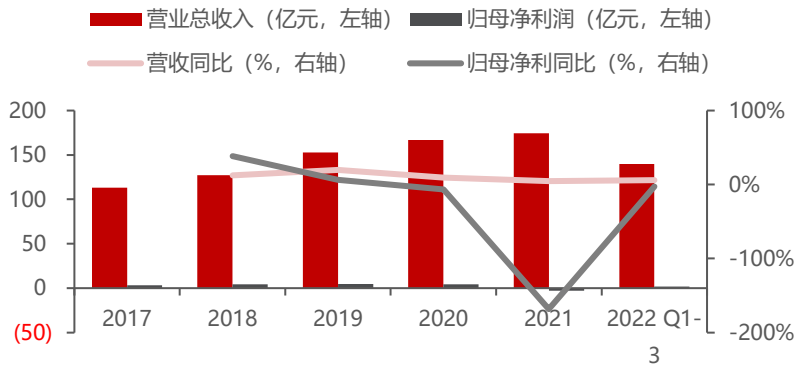


资料来源：公司公告，民生证券研究院

5.3 家家悦：不断优化公司业态，扩张直营连锁门店数量

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

图表：2017-2021年营收及归母净利



资料来源：wind，民生证券研究院

- **扩张直营连锁门店数量，提升全产业链运营能力。**
- 2022H1，家家悦的直营连锁门店数量为960家，其中综合超市248家、社区生鲜食品超市405家、乡村超市231家、百货店、便利店和宝宝悦等其他业态门店76家，其中839家为开店2年以上门店，同时依托超市开展到家服务、社区团购等线上业务；公司分区域建设了常温、冷链、生鲜加工、中央厨房一体化的供应链体系，具备农产品从基地采购、冷链仓储、生鲜加工、终端零售的全产业链运营能力。

图表：2022H1家家悦2年以上门店数达839家

2022H1	门店数	营业收入占比	2021年坪效（元/平米/月）
综合超市	180	40.00%	1232.99
社区生鲜食品超市	367	24.86%	1273.89
乡村超市	225	10.87%	1194.88
其他业态	67	0.88%	-
总计	839	76.61%	1211.92

资料来源：公司公告，民生证券研究院

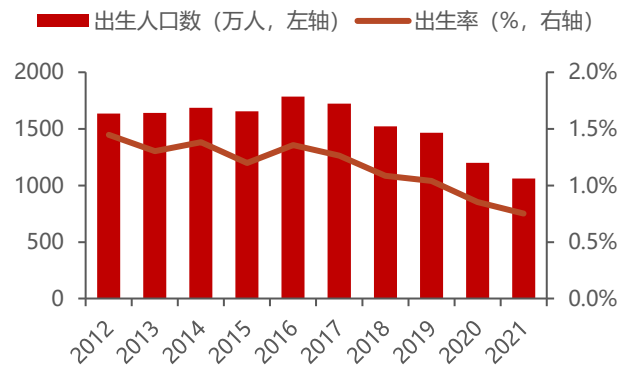


06. 母婴：三胎政策日臻完善，助力行业景气上行

6.1 母婴：出生人口微幅收窄，母婴行业仍具发展潜力

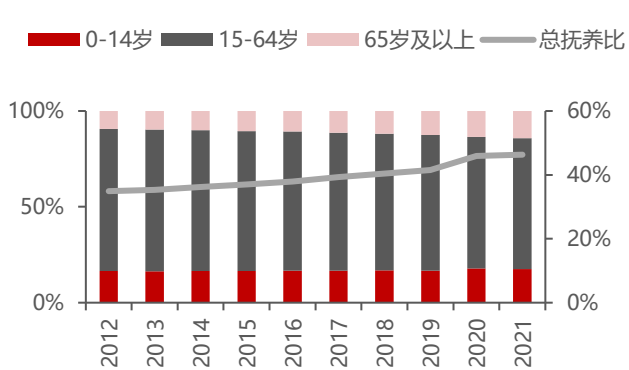
- **出生率虽略有下滑，但新生儿数量仍维持在千万级别。**
- 根据国家统计局数据，近年来，我国出生人口数在2016年达到峰值后逐步呈现下降态势，2020年出生率首次跌破1%的大关，为0.85%，2021年继续下行至0.75%。与持续走低的出生率相反，2021年末，我国65岁及以上人口比例已达14.2%（7%为老龄化社会标准），人口抚养比亦逐年上升至46.3%。由于我国人口基数及适婚人群基数较大，2021年我国新生儿体量仍维持在千万级别，母婴行业仍有较大发展潜力。
- **母婴市场规模逆势上扬，居民消费能力推动母婴行业高景气度。**2021年我国母婴市场规模已经接近3.5万亿元，2016-2021年CAGR达10.5%，2021年我国母婴市场规模同比增长10.8%，居民对母婴用品较强的消费需求。随着居民可支配收入的不断增长，未来高端母婴用品仍将迎来更为广阔的市场，行业整体景气度依旧处于高位
- **随疫情管控边际优化，线下消费场景回补，母婴用品的线下渠道消费需求有望逐步恢复。**

图表：2012年至今出生人口与出生率情况



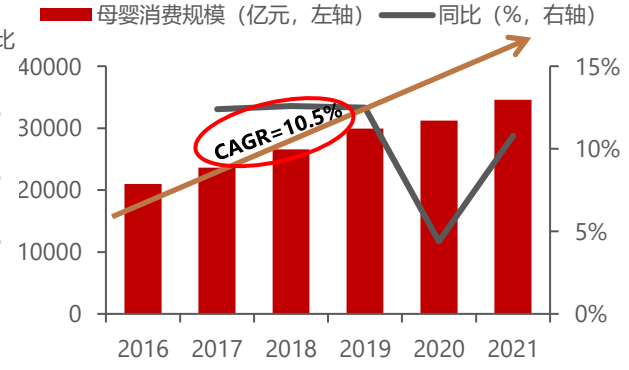
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2012年至今人口抚养比逐年攀升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：2016年至今母婴市场规模增长强劲

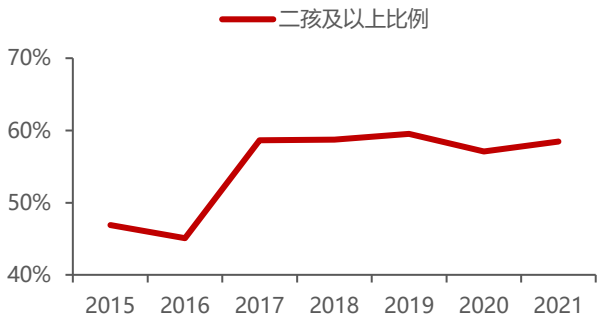


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

6.1 母婴：三胎配套政策或促出生率提升，行业或添增长动力

- “全面二胎”促使新生儿二孩占比有所提升，三胎政策配套措施完善为母婴行业新添增长动力
- 2021年5月，《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》提出实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。三胎政策的出台意味着我国计划生育政策从“双独二孩”、“单独二孩”、“全面二孩”正式迈入“全面三孩”时代。2022年3月5日，国务院总理李克在政府工作报告提出，完善三孩生育政策配套措施，将3岁以下婴幼儿照护费用纳入个人所得税专项附加扣除，发展普惠托育服务，减轻家庭养育负担。主要原因是面临人口规模和人口结构两方面的挑战，从国家和地方政策上逐步完善“三孩”及配套政策
- 建议关注孩子王（布局全国的数字化母婴零售商）及爱婴室（区域性母婴产品零售龙头）。考虑老龄化的趋势和人口规模的变动，“三孩”政策及配套措施逐步完善，我们认为消费者或将更重视养育问题，母婴消费的优质化及品牌化进程或将加速，全国性及区域性母婴运营龙头或将受益。

图表：二孩及以上新生儿占比较高



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：当前三胎配套鼓励政策明细

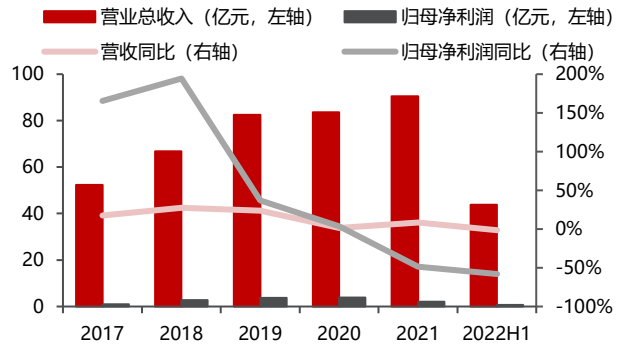
鼓励方向	政策明细
生育	修改人口与计划生育法，提倡适龄婚育、优生优育，实施三孩生育政策。完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，推进教育公平与优质教育资源供给，保障女性就业合法权益
教育	“双减”政策强调减轻家庭教育支出及家长相应精力，减轻家长负担，严禁给家长布置或变相布置作业，严禁要求家长检查、批改作业
医疗	提高优生优育服务水平，保障孕产妇和儿童健康，综合防治出生缺陷，规范人类辅助生殖技术应用
住房	坚持“房住不炒”，加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，明确保障性租赁住房基础制度和支持政策，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

资料来源：央视新闻，国家医疗保障局，国家卫健委，民生证券研究院

6.2 孩子王：数字化转型推动业务高质量发展，规模效应日渐显著

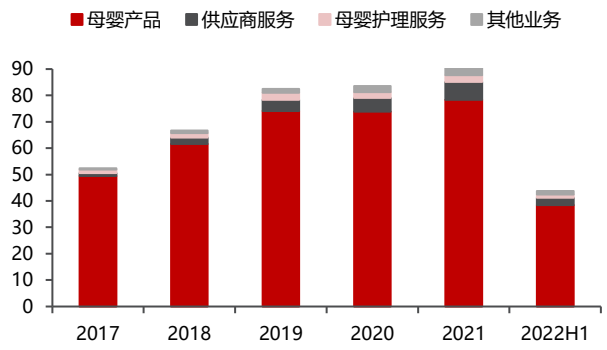
- **线下门店迅速扩张，大店新零售模式推动优异业绩表现。**
- 孩子王作为大店新零售模式的倡导者，注重把握线下稀缺资源。公司通过与万达、华润等大型购物中心深度合作，数字化门店不断转型升级，公司加快扩店速度，已经覆盖全国20个省（市）、142个城市。根据公司公告，截至2022H1，孩子王已经开设500家线下门店，22年上半年店均销售收入为776.74万元，门店店面坪效为3299.19元/平方米。
- **主营业务多点开花，数字化融合实现线上线下共同发展。**
- 作为母婴行业龙头企业，母婴产品是公司营业收入的主要来源，近年不断发展供应商服务、母婴护理服务，维持公司极具竞争力的市场地位。
- 在线上平台布局方面，2022H1，母婴商品线上收入18.68亿元，占母婴商品销售收入比重为48.61%，截至2022年6月末，孩子王APP已拥有超过4400万名用户，小程序用户近4400万，企微私域服务用户近1000万

图表：2017-2021年营收及归母净利润情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：母婴产品贡献主要营收（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：线下门店及线上平台双渠道融合发展

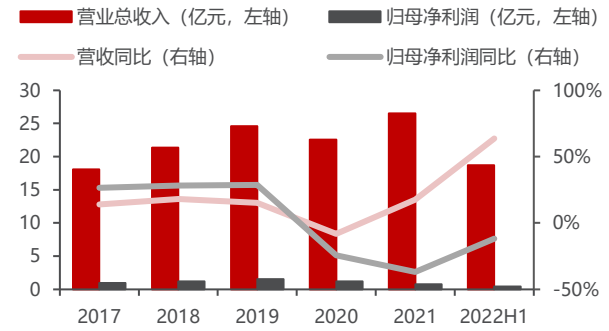


资料来源：孩子王招股说明书，民生证券研究院

6.2 爱婴室：华东地区母婴零售龙头，收购贝贝熊如虎添翼

- **深耕华东地区的母婴零售龙头，加速渗透华南、华中及西南市场。**
- 爱婴室作为华东地区母婴零售龙头，已在长三角地区深耕二十余年，形成了较为稳定的客户群体，2021年第四季度，爱婴室收购华中地区母婴零售品牌贝贝熊，实现了对华东、华南、华中区域的营销网络覆盖并以此为突破点，加速向全国市场发展。
- **受疫情对市场环境的影响，公司加快门店调整。**2022H1，爱婴室品牌门店新增2家，关闭15家，贝贝熊品牌门店新增3家，关闭28家，公司不断优化开店模型，积极布局优质门店，动态中实现门店稳步增长。
- **全渠道零售平台建设，“自有+第三方”电商平台发展推动业绩增长。**
- 爱婴室把握线上新零售契机，积极开展线上运营业务，持续加强爱婴室品牌在天猫、京东、拼多多等官方旗舰店的推广与销售，并在微信、抖音、小红书、微博等社交平台宣传造势，通过入驻美团、饿了么、京东到家等线上平台，借助品牌的智能化与网格化管理，更加高效的满足消费者多样需求。
- 在全渠道平台的基础上，通过自营APP、公众号、小程序等，促进公域流量向私域流量的转化，为线下零售持续赋能。

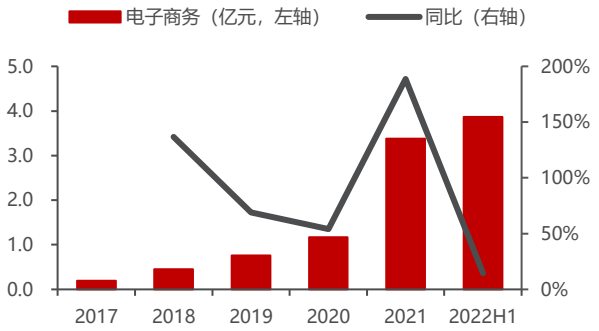
图表：2017-2022H1营收及归母净利润情况



图表：爱婴室门店布局（截至2022H1）

门店分布	门店数量	门店店面坪效（元/平方米）
华东	274	3383.62
西南	77	3859.26
华中	71	3093.27
其他	78	2694.43
合计	500	3299.19

图表：爱婴室电子商务营业收入增速较快



资料来源：爱婴室公司公告，民生证券研究院

* 请务必阅读最后一页免责声明



07. 零售板块投资建议

07 零售板块投资建议

在消费信心、消费能力、消费场景的修复，以及扩内需的政策加持下，板块估值有望回升，明年看好整个消费板块的回暖。建议关注以下重点板块：

化妆品：疫情扰动下，板块略有承压，估值持续分化。后续防疫政策边际放松、消费景气度回升，行业分化加剧，美护龙头更具成长韧性。看好美妆行业成长性，推荐华熙生物、珀莱雅、贝泰妮，嘉亨家化、青松股份、巨子生物、鲁商发展。

医美：中游医美机构受疫情冲击显著，盈利能力下探，上游龙头企业抵御风险能力更强。看好细分赛道持续成长，疫后复苏弹性充足。看好医美行业线下消费复苏，推荐爱美客，建议关注华东医药、朗姿股份、医思健康。

黄金珠宝：线下消费受疫情影响较大，节假日前存在阶段性上扬行情。看好渠道与产品共同发力，把握疫后复苏主线。推荐中国黄金、潮宏基、曼卡龙。

培育钻石：多方因素影响，上游毛坯生产端企业盈利能力承压。看好消费市场渗透率有望持续上行，产业价值链下移为发展趋势。培育钻石板块推荐力量钻石、中兵红箭、沃尔德、惠丰钻石

母婴：三胎政策日臻完善，助力行业景气上行。

商超百货：供应链修复，防控优化+政策刺激，有望迎来业绩拐点。

图表：重点覆盖公司估值表（截至2022.12.23）

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			22E	23E	24E	22E	23E	24E	
300896.SZ	爱美客	545.80	6.58	9.52	13.23	83	57	41	推荐
300957.SZ	贝泰妮	141.98	2.71	3.52	4.52	52	40	31	推荐
603605.SH	珀莱雅	158.82	2.71	3.49	4.13	59	46	38	推荐
688363.SH	华熙生物	129.83	2.12	2.74	3.76	61	47	35	推荐
600315.SH	上海家化	31.40	0.86	1.25	1.46	37	25	22	推荐
300856.SZ	科思股份	46.22	2.28	2.77	3.27	20	17	14	推荐
300955.SZ	嘉亨家化	23.95	1.02	1.55	1.99	23	15	12	推荐
300132.SZ	青松股份	6.92	-1.22	0.23	0.41	-	30	17	推荐
301071.SZ	力量钻石	115.43	3.43	5.83	8.59	34	20	13	推荐
000519.SZ	中兵红箭	19.15	0.74	1.15	1.52	26	17	13	推荐
301101.SZ	明月镜片	58.07	0.90	1.12	1.54	65	52	38	推荐

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月23日收盘价）

* 请务必阅读最后一页免责声明



08. 风险提示

08 风险提示

➢ 消费需求整体疲软：

- 消费需求不足会导致居民收入降低，及提高居民储蓄率，市场中的资金量随之减少，企业投资减少，从而影响企业的发展；

➢ 行业竞争加剧：

- 化妆品、黄金珠宝、超市行业有较多的参与者，竞争加剧将产生更多挤出效应，降低企业收入、提升费用，削弱盈利能力；

➢ 龙头展店不及预期：

- 疫情后线上电商加速发展，线下展店不及预期，一方面影响品牌线下的市场份额，另一方面线上收入承受更大的压力，渠道的单一化将增加企业的风险；

➢ 上市公司营销、创新、展店投入明显增大：

- 新店、新品开发需要较大的营销投入，前期的创收能力有限，若后续新品成长乏力，前期增加的投入将难以回收。

➢ 新品推出不及预期：

- 新品的推出直接贡献公司的新增长动力，若推出不及预期，则整体在收入层面将有一定负面影响。



THANKS 致谢

民生商社研究团队：



分析师　刘文正
执业证号：S0100521100009
电话：13122831967
邮件：liuwenzheng@mszq.com



分析师　郑紫舟
执业证号：S0100522080003
电话：17621823792
邮件：zhengzizhou@mszq.com



分析师　解慧新
执业证号：S0100522100001
电话：15051878378
邮件：xiehuixin@mszq.com



研究助理　刘彦菁
执业证号：S0100122070036
电话：19521499976
邮件：liuyanjing@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

* 请务必阅读最后一页免责声明

分析师声明：

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

评级说明：

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

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。
本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。
本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。