

行业深度

美容护理、社服零售

蛰伏积力，涅槃重生

美容护理、社服零售行业 2023 年年度策略

2022 年 12 月 27 日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
美容护理	8.43	9.51	-11.07
沪深 300	1.79	-0.33	-21.90

邹建军

分析师

执业证书编号:S0530521080001
zoujianjun@hncasing.com

陈诗璐

研究助理

chenshilu@hncasing.com

0731-89955711

相关报告

1 可选消费研究之休闲食品行业系列报告（一）：价值链重塑，国产零食企业如何进击突围？

2022-12-23

2 化妆品行业 2021&2022Q1 业绩总结及 2022 下半年投资策略：龙头企业短期确定性、长期成长性持续兑现 2022-06-30

3 可选消费研究之化妆品行业系列报告（一）：集团化趋势下，如何精准破译化妆品企业的估值密码？ 2022-03-31

重点股票	2022E		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
珀莱雅	2.64	62.22	3.42	48.09	4.23	38.90	买入
贝泰妮	2.75	55.45	3.69	41.31	4.88	31.20	增持
华熙生物	2.14	64.51	2.75	50.10	3.48	39.70	买入
爱美客	6.13	93.48	9.29	61.75	12.97	44.19	买入

资料来源: iFind, 财信证券

投资要点:

- **复苏在即，拾级而上：1) 宏观层面**，今年消费整体略显疲软，社会消费曲折前行，可选消费增速波动较大、大众消费优于高端消费、线上表现优于线下。展望明年，防疫政策放松叠加扩大内需战略，国内消费需求有望筑底回升；2) 行业层面，防疫松动预期助推板块上涨，美容护理、社会服务、商贸零售三大板块均表现良好，2022 年疫情冲击减弱之下，社会服务板块业绩改善程度最大，目前美容护理板块估值最具性价比。美容护理板块中，化妆品行业趋势长期向好，在业绩端内部表现分化，头部核心公司确定性持续兑现。
- **年初找修复弹性，全年做成长配置：1) 找弹性思路下**，我们建议沿服务端复苏逻辑，在商品端找业绩修复。一方面，从餐饮终端出发，短期可在餐饮产业链中寻找弹性，建议在 2023Q1 关注餐饮产业链偏中上游供应环节的相关标的。另一方面，从医美终端出发，鉴于医美服务属于纯线下消费，与疫情高度相关，医美产业链亦具备弹性，建议在 2023Q2 重点布局医美上游药械端的相关标的；**2) 做成长配置思路下**，我们建议布局趋势长期向好、业绩兑现确定性强的长牛型企业。化妆品行业经营韧性强，在可选消费品内业绩兑现确定性最强，建议在 2023 年市场情绪低迷期把握化妆品行业龙头企业的配置机会。
- **美丽消费，需求长存：1) 医美行业**，仍处于渗透率快速提升的开局期，行业增量空间大。从β趋势来看，合规水光产品、再生类材料、减脂塑形注射剂等三大领域均有增量空间。从α机会来看，一方面，高预期之下的业绩兑现能力是维持医美企业估值中枢稳定在 1.5xPEG 的关键，可以从产品管线出发找业绩兑现确定性。另一方面，医美上游企业的不断扩张中，渠道渗透是胜负抓手，渠道广度&深度是企业估值溢价的核心；**2) 化妆品行业**，现处于渗透率增速放缓的上升期，行业竞争格局逐渐优化。从β趋势来看，新规+渠道固化之下，国内化妆品行业现阶段强调是头部集中度提升逻辑，国产品牌马太效应尤其显著。从α机会来看，大单品+强品牌+集团化能力支撑业绩兑现，ROE 稳步提升匹配高估值。
- **连锁业态，供给优化：1) 餐饮行业及其供应链**，疫情导致经营承压，终端餐饮门店在成本压力下的生产前置反促餐饮供应链的发展，短期内复苏的确定性来自于门店优化以及管理改善，中期维度下连锁业态的成长预期将来源于企业的规模优势和品牌势能；**2) 酒店行业**，复苏预期增强之下可适当拉长业绩考量周期，随着疫情冲击减弱，业绩和估值将有望迎来共振，预计受益于行业出清逻辑的龙头企业表现更优。
- **投资建议：重点推荐**爱美客、珀莱雅、华熙生物；**其次推荐**贝泰妮；**可关注**华东医药（医药行业研究员覆盖）、锦波生物（拟北交所上市）、江苏吴中。
- **风险提示**：宏观经济下行风险；疫情反复风险；政策推出时间不及预期风险；行业竞争加剧风险；新品研发不及预期风险。

内容目录

1 整体综述：复苏在即，拾级而上	5
1.1 宏观：消费整体略显疲弱，政策托底助力需求回升	5
1.1.1 社会消费回顾：曲折前行，结构分化	5
1.1.2 未来展望：防疫政策放松叠加扩大内需战略，国内消费需求有望筑底回升	7
1.2 行业：防疫松动预期助推板块上涨，优质公司业绩坚挺	8
1.2.1 市场行情&估值回顾：美容护理、社会服务、商贸零售三大板块均表现良好	8
1.2.2 美容护理重点子行业业绩回顾：化妆品内部分化，头部核心公司确定性持续兑现	10
2 投资思路：年初找修复弹性，全年做成长配置	15
2.1 弹性：沿服务端复苏逻辑，在商品端找业绩修复	15
2.2 配置：布局趋势长期向好、业绩兑现确定性强的长牛型企业	16
3 美丽消费：需求常存	17
3.1 医美：仍处于渗透率快速提升的开局期，行业增量空间大	17
3.1.1 β 趋势：合规水光产品、再生类材料、减脂塑形注射剂等三大领域均有增量空间	17
3.1.2 α 机会：从产品管线找业绩兑现，从渠道渗透看估值溢价	21
3.2 化妆品：现处于渗透率增速放缓的上升期，行业竞争格局逐渐优化	22
3.2.1 β 趋势：新规+渠道固化之下，化妆品市场头部化趋势明显	22
3.2.2 α 机会：大单品+强品牌+集团化能力支撑业绩兑现，ROE稳步提升匹配高估值	23
4 连锁业态：供给优化	25
4.1 餐饮及其供应链：前厅场景化，后厨工业化，效率是壁垒	25
4.1.1 餐饮市场概况：波折中复苏，连锁化进程提速	25
4.1.2 细分赛道：正餐行业内部差异化显著，龙头企业集中度的持续提升可期	27
4.1.3 连锁餐饮业的盈利与成长：品牌势能、规模优势是两大抓手	28
4.2 酒店：短期受益于周期上行的业绩弹性，中长期受益于结构升级、品牌连锁化的成长性	29
4.2.1 周期判断与前瞻：疫情导致周期复苏后置，龙头恢复韧性强，加速行业反反复复	29
4.2.2 行业成长逻辑：连锁化率提升，中高端占比增长	30
5 重点公司投资要点	32
5.1 爱美客（300896.SZ）	32
5.2 珀莱雅（603605.SH）	32
5.3 华熙生物（688363.SH）	33
5.4 贝泰妮（300957.SZ）	33
6 风险提示	34

图表目录

图 1：2021-2022 年社零总额当月值及当月同比增速	5
图 2：2022 年消费者信心指数下滑	5
图 3：2022 年全国居民人均可支配收入累计增速放缓	5
图 4：2022 年全国居民人均消费支出累计增速放缓	5

图 5: 2022 年限上单位商品社零当月值同比增长率	6
图 6: 2022Q2 起离岛免税销售额低于快消品销售额增速	6
图 7: 2022 年线上渠道渗透率保持在较高水平	6
图 8: 线下渠道典型代表之一旅游市场尚未完全恢复	6
图 9: 2022 年国内居民储蓄存款增速同比收窄	7
图 10: 国内居民消费、储蓄、投资意愿变化情况	7
图 11: 国内人均可支配收入、人均 GDP 稳定增长	7
图 12: 2015 年后国内人均化妆品消费金额快速提升	7
图 13: 三大产业对我国 GDP 的贡献率情况	8
图 14: 我国最终消费率与欧美发达国家相比仍有差距	8
图 15: 2022 年年初至 12 月 26 日各申万一级行业涨跌幅情况	8
图 16: 近两年美容护理子行业经营数据、市值对比	9
图 17: 近两年社服、零售子行业经营数据、市值对比	9
图 18: 美容护理指数绝对估值情况 (PE_TTM_中位数)	9
图 19: 美容护理指数相对估值情况 (PE_TTM_中位数)	9
图 20: 社会服务指数绝对估值情况 (PE_TTM_中位数)	10
图 21: 社会服务指数相对估值情况 (PE_TTM_中位数)	10
图 22: 商贸零售指数绝对估值情况 (PE_TTM_中位数)	10
图 23: 商贸零售指数相对估值情况 (PE_TTM_中位数)	10
图 24: 化妆品行业 2017-2022Q3 累计营收情况	11
图 25: 化妆品行业 2017-2022Q3 累计归母净利情况	11
图 26: 化妆品行业 2020-2022Q3 分季度营收情况	11
图 27: 化妆品行业 2020-2022Q3 分季度归母净利情况	11
图 28: 品牌端 2017-2022Q3 累计营收情况	11
图 29: 品牌端 2017-2022Q3 累计归母净利情况	11
图 30: 品牌端 2020-2022Q3 分季度营收情况	12
图 31: 品牌端 2020-2022Q3 分季度归母净利情况	12
图 32: 头部品牌商 2018-2022Q3 累计营收增速	12
图 33: 头部品牌商 2018-2022Q3 累计归母净利润增速	12
图 34: 头部品牌商 2020-2022Q3 分季度营收情况	12
图 35: 头部品牌商 2021-2022Q3 分季度归母净利情况	12
图 36: 化妆品行业 2017-2022Q3 累计盈利能力情况	13
图 37: 化妆品行业 2017-2022Q3 累计费用率情况	13
图 38: 化妆品行业 2021-2022Q3 分季度盈利能力情况	13
图 39: 化妆品行业 2021-2022Q3 分季度费用率情况	13
图 40: 化妆品核心头部品牌公司毛利率水平提升	14
图 41: 核心头部品牌公司费用率稳定在一定水平内	14
图 42: 核心头部品牌公司应收账款周转率提升	14
图 43: 核心头部品牌公司存货周转率提升	14
图 44: 核心头部公司 ROE 水平稳定在较高水平	14
图 45: 2022 年 8 月 PPI—CPI 剪刀差转负, 10 月 PPI 增速转负	15
图 46: 疫情反复、消费力整体偏弱的背景之下, 2022 年化妆品行业增速中枢阶段性回落	16
图 47: 预计 2025 年水光针终端市场总规模有望超 50 亿元	17
图 48: 国内基于 PLLA 的皮肤填充剂市场规模和增速	19

图 49: 国内胶原蛋白填充剂市场规模和增速.....	19
图 50: 国内溶脂针市场规模和增速.....	20
图 51: 国内体重管理市场规模和增速.....	20
图 52: 爱美客、华东医药现有产品及储备产品情况梳理.....	21
图 53: 线上流量红利趋顶, 电商、内容平台增速趋缓, 化妆品行业演进至产品驱动期.....	22
图 54: 核心上市公司市占率变化.....	23
图 55: 核心上市公司旗下品牌市占率变化.....	23
图 56: 雅诗兰黛、欧莱雅 ROE 水平变化.....	23
图 57: 核心公司旗下品牌淘系销售均价变化.....	24
图 58: 核心公司 2021 年、2022 前三季度毛利率变化.....	24
图 59: 珀莱雅市占率与总资产周转率情况.....	25
图 60: 贝泰妮市占率与总资产周转率情况.....	25
图 61: 国内餐饮行业市场规模和增速.....	26
图 62: 餐饮行业各业态份额分布.....	26
图 63: 受疫情影响, 今年餐饮业复苏进程略不及预期.....	26
图 64: 连锁餐饮龙头公司整体翻台率&翻座率情况.....	26
图 65: 全国在营购物中心数量增长情况.....	27
图 66: 90 后热衷分享美食.....	27
图 67: 2021 年休闲中式餐饮市场 CR5 市占率.....	28
图 68: 2021 年部分中式餐饮企业主要成本项拆分.....	28
图 69: 2018-2020 年锦江酒店中国区经营数据.....	29
图 70: PMI 反映 2019 年底酒店业本应出现复苏拐点.....	29
图 71: 2022 前三季度境内 RevPar 较疫情前恢复情况.....	30
图 72: 2022Q3 头部公司境内收入较 2019Q3 增速.....	30
图 73: 国内酒店业市场规模及增速.....	30
图 74: 我国酒店房价增速长期低于旅游消费增速.....	31
图 75: 商旅人群对中高端型酒店的偏好提升.....	31
表 1: 涉及重组胶原蛋白填充剂的国内相关公司概况.....	19

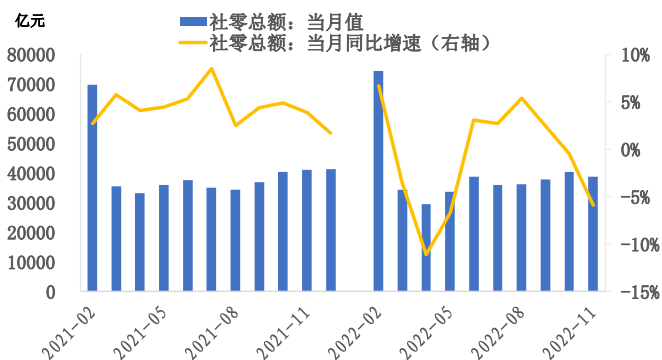
1 整体综述：复苏在即，拾级而上

1.1 宏观：消费整体略显疲弱，政策托底助力需求回升

1.1.1 社会消费回顾：曲折前行，结构分化

受疫情反复影响，2022 年社会消费曲折前行。2022 年 1-11 月，我国社零总额达 39.92 万亿元，同比-0.10%，前三季度单季度同比分别为+3.27%/-4.60%/+3.50%。其中，Q2 社零增速受 3 月下旬多地疫情散发影响较深，4 月/5 月社零增速显著下滑；此后 6 月中旬起疫情缓和，带动 Q3 社零增速平稳回暖；但 9 月再次遭遇疫情冲击，10 月/11 月社零增速再次转负。2022 年整体经济下行压力较大，消费意愿下降，且 2022 年全国居民收入水平、消费支出水平增速均同比有所下滑。2022Q3 全国居民人均可支配收入为 9187 元，扣除价格因素 2022 前三季度累计实际同比增长 3.2%，2022Q3 全国居民人均消费支出 6122 元，扣除价格因素 2021 前三季度累计实际同比增长 1.5%。

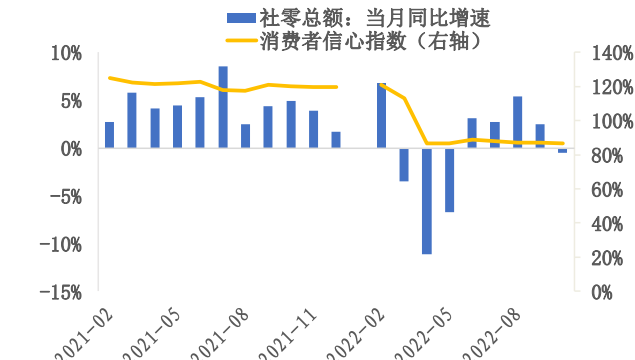
图 1：2021-2022 年社零总额当月值及当月同比增速



资料来源：Wind、财信证券

注：为剔除疫情造成的低基数影响，2021 年上半年增速数据为 2020-2021 两年复合增速；每年 2 月数据为 1-2 月累计值

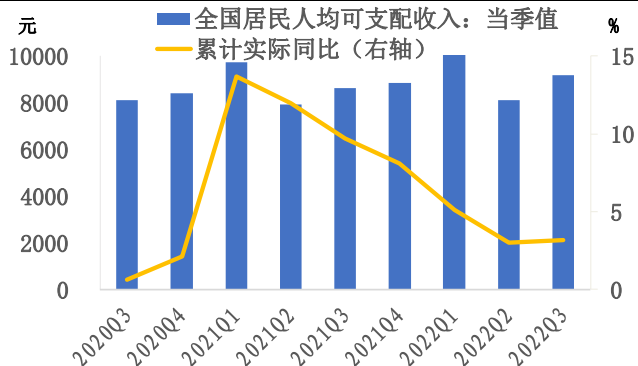
图 2：2022 年消费者信心指数下滑



资料来源：Wind、财信证券

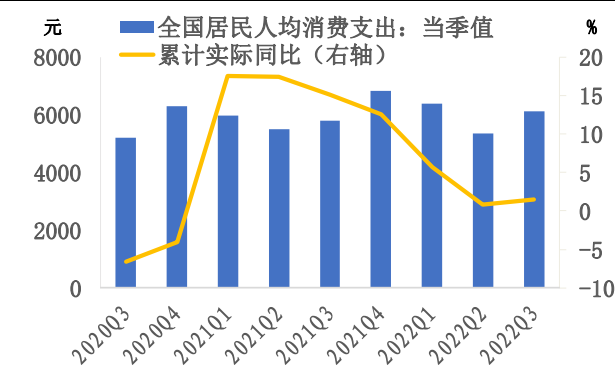
注：为匹配社零增速数据，每年 2 月消费者信心指数已做算术平均平滑处理

图 3：2022 年全国居民人均可支配收入累计增速放缓



资料来源：Wind、财信证券

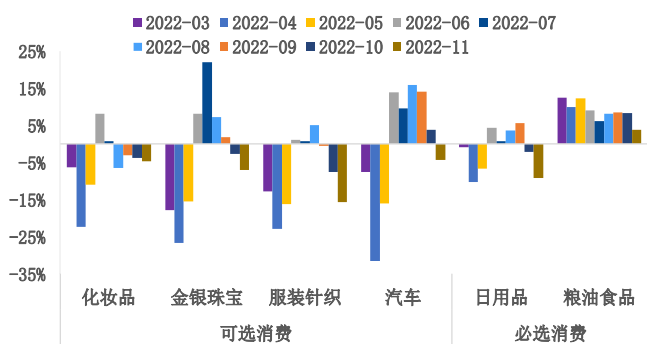
图 4：2022 年全国居民人均消费支出累计增速放缓



资料来源：Wind、财信证券

社会消费内部分化，品类、格局、渠道上均有结构性特点。1) 可选消费增速波动较大：2022年1-11月，粮油、食品类等必选消费品平稳增长，可选品类增速整体波动较大，其中化妆品多为线上销售，一定程度上抵御疫情影响，2022Q1-Q3单季增速同比分别+1.74%/-2.88%/+0.32%，而金银珠宝与线下婚庆需求关联度较大，随疫情影响增速波动较大，2022Q1-Q3单季同比分别+3.19%/-10.12%/+8.69%；2) 大众消费优于高端消费：根据凯度消费者指数数据显示（转引自央视市场研究），2022年前三季度中国快消品销售额增速分别为+3.10%/+2.00%/+6.00%，Q2起增速远高于以高端香化、精品等品类为主的离岛免税销售市场增速；3) 线上表现优于线下：疫情加速消费者习惯转变，惯性驱动下今年线上渗透率仍维持在较高水平，2022年1-11月实物商品网上零售总额同比+6.40%，占社零总额比重为27.10%，线上延续高景气。然而，线下渠道受全国疫情散点爆发影响，恢复速度较缓，以线下消费典型代表之一旅游市场为例，今年重大节假日期间旅游市场收入分别恢复至2019年同期的56%/39%/55%/66%/61%/44%。

图 5：2022 年限上单位商品社零当月值同比增长率



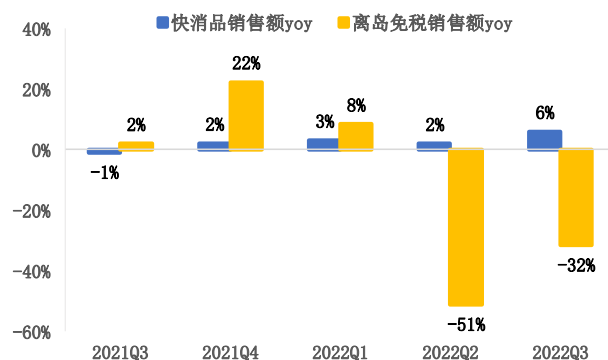
资料来源：Wind、财信证券

图 7：2022 年线上渠道渗透率保持在较高水平



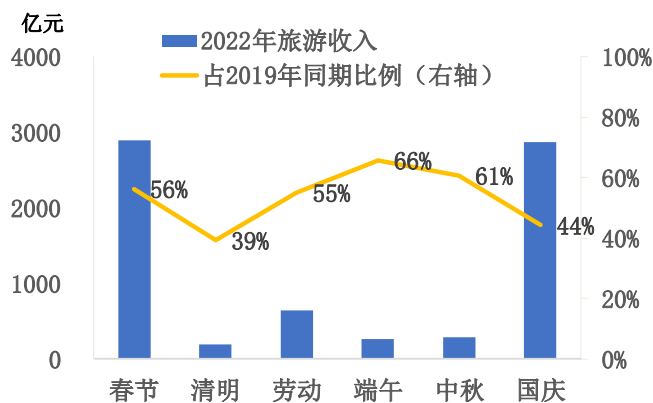
资料来源：Wind、财信证券

图 6：2022Q2 起离岛免税销售额低于快消品销售额增速



资料来源：海口海关、央视市场研究、凯度消费者指数城市家庭消费样组、财信证券

图 8：线下渠道典型代表之一旅游市场尚未完全恢复

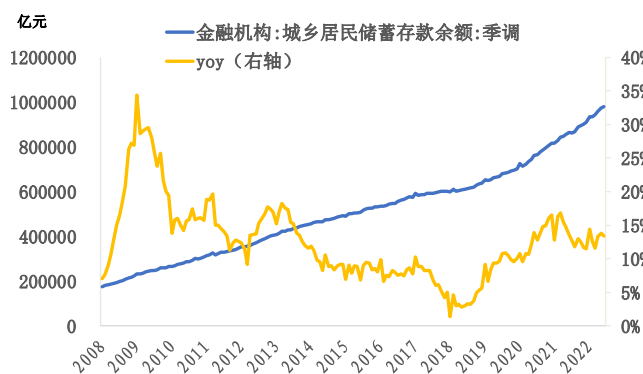


资料来源：文化和旅游部数据中心、财信证券

1.1.2 未来展望：防疫政策放松叠加扩大内需战略，国内消费需求有望筑底回升

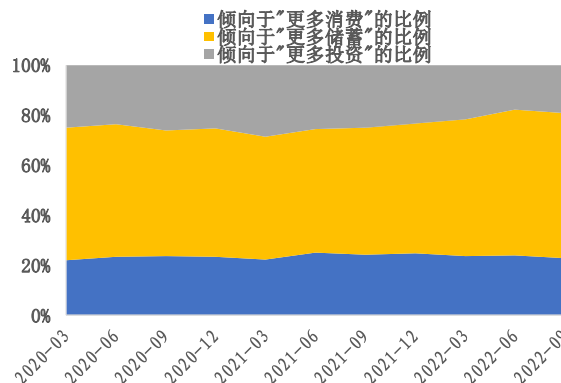
短期视角下，随着“新十条”、“乙类乙管”方案的陆续出台，后期零星疫情冲击影响将逐步减弱，最大程度上提振居民的消费能力和消费意愿。结合历史数据来看，在2020年疫情第一波脉冲到顶后的Q2倾向于“更多消费”的居民占比较Q1上升1.3pcts，Q2倾向于“更多储蓄”的居民较Q1下降0.1pcts，此后Q3倾向于“更多储蓄”的居民较Q2下降2.5pcts。由此可见，随着疫情冲击力度的不断减弱，居民的超额储蓄有流向消费的趋势。截至2022年6月底，国内居民储蓄存款达98.16万亿元/+13.41%，2022年居民储蓄增速同比有所收窄，居民消费倾向增加。

图9：2022年国内居民储蓄存款增速同比收窄



资料来源：Wind、财信证券

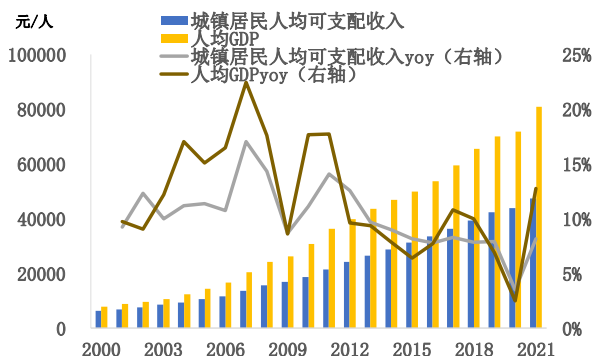
图10：国内居民消费、储蓄、投资意愿变化情况



资料来源：中国人民银行、财信证券

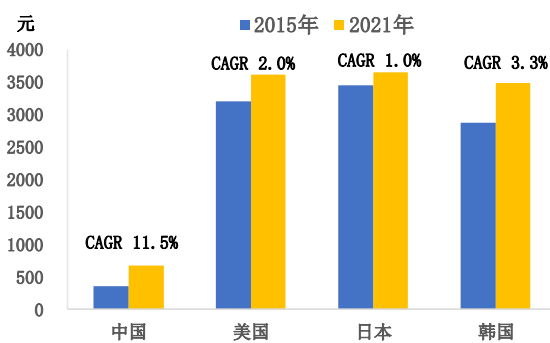
中期视角下，促消费政策持续完善，积极引导国内产业在供给侧提升附加值，从而扩大国内需求，加速国内经济大循环。在需求端，随着我国人均GDP与人均可支配收入的提升，消费者有能力承接附加值更高的消费品，以化妆品市场为例，根据弗若斯特沙利文数据显示（转引自上美股份招股书），我国人均化妆品消费金额从2015年的349元提升至2021年的670元，期间CAGR高达11.5%。在政策端，12月14日印发的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》明确提出要坚定实施扩大内需战略、培育完整内需体系，此后中央经济工作会议进一步提出，要着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置。其中，纲要明确提出要持续提升传统消费，通过增加中高端消费品国内供应以满足终端消费需求，积极引导国内产业在供给侧提升附加值，加速我国产业结构升级。

图11：国内人均可支配收入、人均GDP稳定增长



资料来源：Wind、财信证券

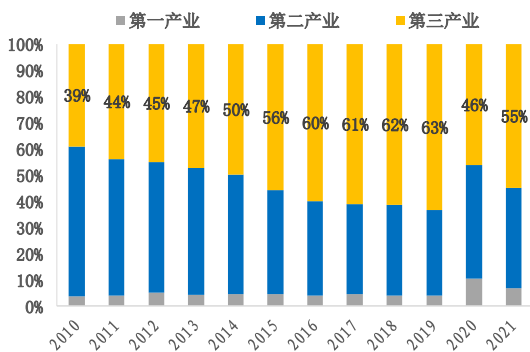
图12：2015年后国内人均化妆品消费金额快速提升



资料来源：弗若斯特沙利文、上美股份招股书、财信证券

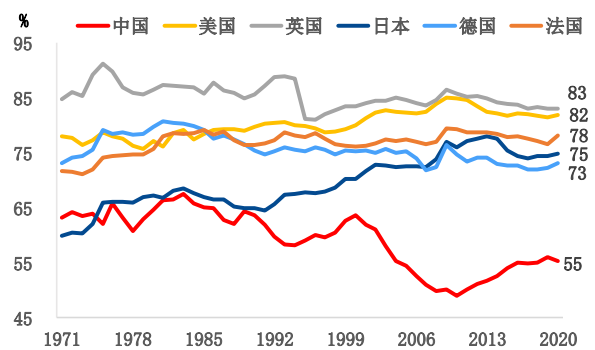
长期视角下，考虑到消费对我国经济发展起基础性作用，国内消费市场复苏亦有其较强的必要性。近年来我国第三产业持续发力、增速领跑，一方面，在 2013 年比重首次超过第二产业成为国民经济最大产业部门，且在 2014 年对 GDP 增长的拉动亦首次超过第二产业。另一方面，除了 2020 年疫情影响之外，2010 年以来“三驾马车”中消费在 GDP 中的占比持续提升，2021 年第三产业对 GDP 的贡献率已经恢复至 54.92%。但值得注意的是，欧美等发达国家最终消费率均超过 70%，其中美国、英国的最终消费率超过 80%，我国经济发展对消费的依赖程度仍将持续提升，刺激消费复苏、挖掘国内消费市场潜力将是国内长期的工作重点。

图 13：三大产业对我国 GDP 的贡献率情况



资料来源：Wind、财信证券

图 14：我国最终消费率与欧美发达国家相比仍有差距



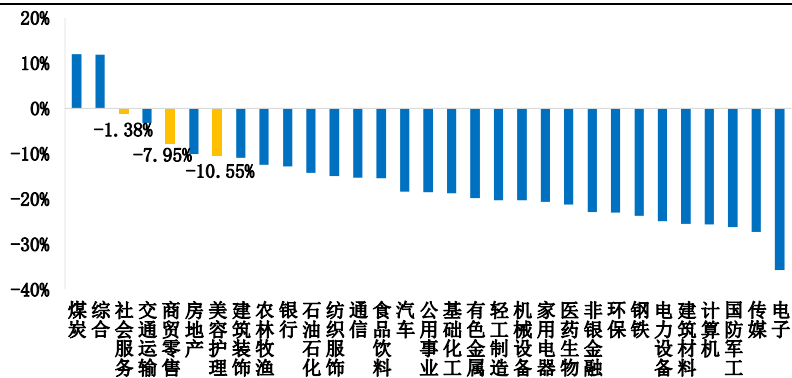
资料来源：Wind、财信证券 注：数据标签为各国 2020 年数据

1.2 行业：防疫松动预期助推板块上涨，优质公司业绩坚挺

1.2.1 市场行情&估值回顾：美容护理、社会服务、商贸零售三大板块均表现良好

2022 年以来，三大板块涨跌幅排名靠前，且相对沪深 300 均有超额收益，其背后的原因或源于下半年的防疫政策松动预期。2022 年年初至 12 月 26 日，沪深 300 指数下跌 22.20%，申万美容护理指数跑赢沪深 300 指数 11.65pcts，申万社会服务指数跑赢沪深 300 指数 20.82pcts，申万商贸零售指数跑赢沪深 300 指数 14.25pcts，申万美容护理/社会服务/商贸零售指数 2022 年年初至 12 月 26 日下跌 10.55%/下跌 1.38%/下跌 7.95%，涨跌幅居申万 31 个一级行业中的第 7 名/第 3 名/第 5 名。

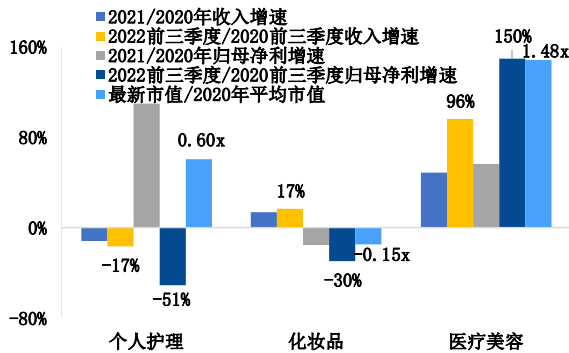
图 15：2022 年年初至 12 月 26 日各申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：Wind、财信证券

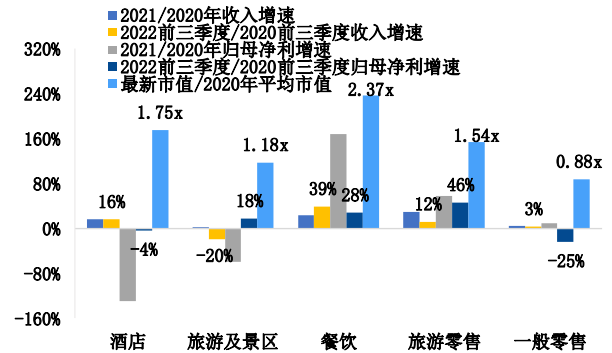
2022 年疫情冲击减弱之下，社会服务板块业绩改善程度最大，商贸零售板块次之，美容护理板块最小。社会服务板块中，本地化程度高的餐饮在疫情冲击减弱下恢复最快，市场表现较好，而酒店、景区行业受疫情影响最为严重但具备较大弹性，我们预计在疫情逐步退坡后此两者边际改善幅度最大；商贸零售板块中，旅游零售（即免税）作为疫情受益行业业绩和市场表现均亮眼。

图 16：近两年美容护理子行业经营数据、市值对比



资料来源：Wind、财信证券

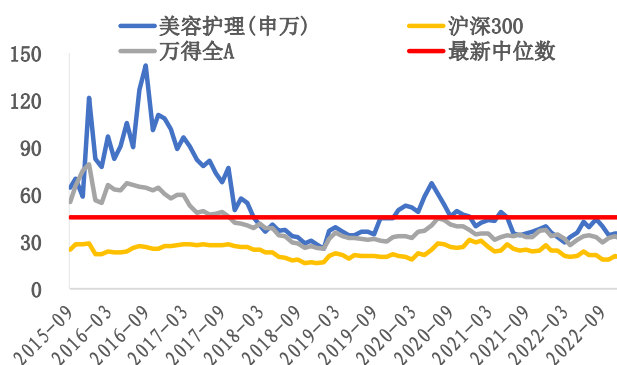
图 17：近两年社服、零售子行业经营数据、市值对比



资料来源：Wind、财信证券

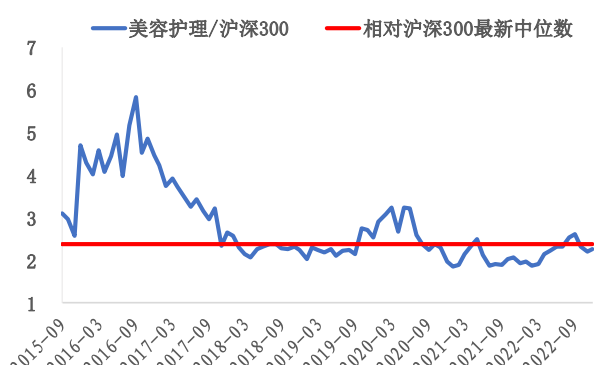
目前美容护理板块估值最具性价比。截至 2022 年 12 月 26 日，申万美容护理指数 PE 估值为 35.33，位于近七年来的历史 19.54%分位，相对沪深 300 的估值为 1.77 倍，位于近七年来的历史 35.63%分位，具备配置性价比；申万社会服务指数 PE 估值为 46.01，位于近七年来的历史 43.16%分位，相对沪深 300 的估值为 2.31 倍，位于近七年来的历史 70.53%分位；申万商贸零售指数 PE 估值为 35.60，位于近七年来的历史 66.32%分位，相对沪深 300 的估值为 1.79 倍，位于近七年来的历史 83.16%分位。

图 18：美容护理指数绝对估值情况（PE_TTM_中位数）



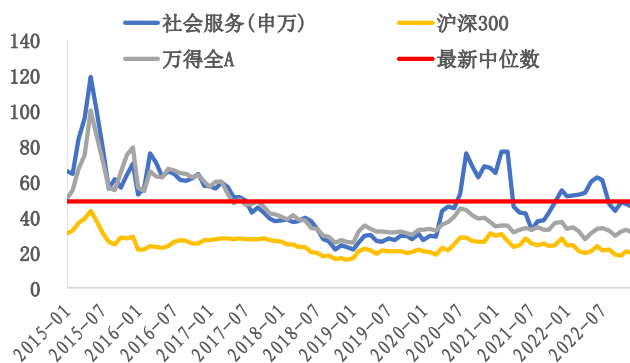
资料来源：Wind、财信证券

图 19：美容护理指数相对估值情况（PE_TTM_中位数）



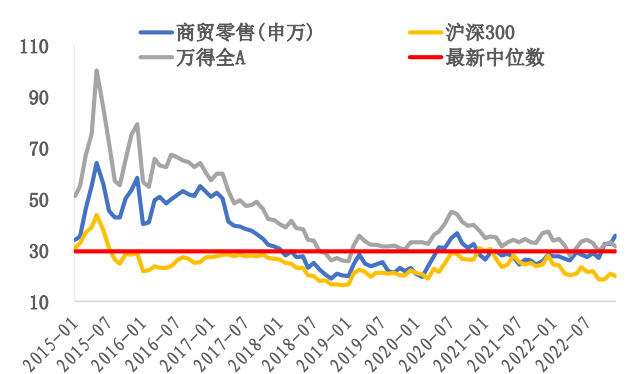
资料来源：Wind、财信证券

图 20：社会服务指数绝对估值情况（PE_TTM_中位数）



资料来源：Wind、财信证券

图 22：商贸零售指数绝对估值情况（PE_TTM_中位数）



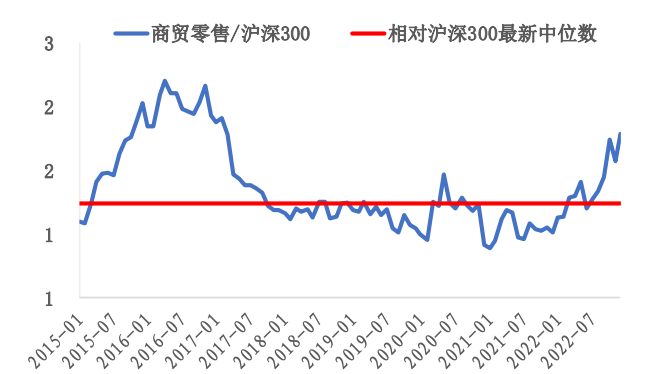
资料来源：Wind、财信证券

图 21：社会服务指数相对估值情况（PE_TTM_中位数）



资料来源：Wind、财信证券

图 23：商贸零售指数相对估值情况（PE_TTM_中位数）



资料来源：Wind、财信证券

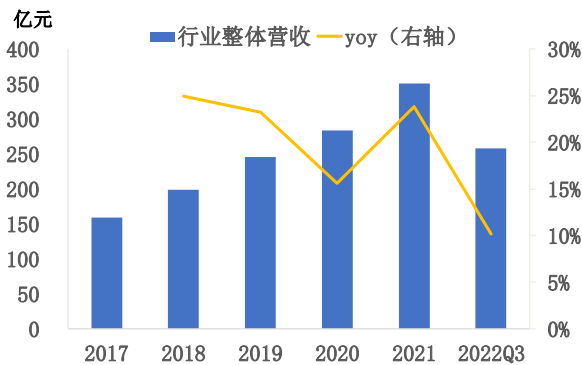
1.2.2 美容护理重点子行业业绩回顾：化妆品内部分化，头部核心公司确定性持续兑现

鉴于美护板块目前估值最具性价比，且考虑到美护板块中的二级子行业化妆品自2020年以来回调幅度最大，我们选取化妆品行业进行2022年前三季度业绩回顾，以期在产业链中寻找业绩兑现确定性最强的环节进行配置：

1) 营收&利润：行业整体增长稳健，品牌端表现亮眼

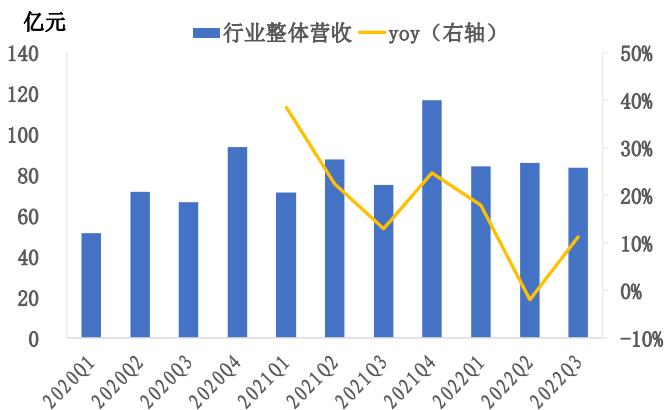
化妆品行业整体经营韧性强，营收加速恢复。我们统计了化妆品行业内分属于上游代工厂端、中游品牌端的10家上市公司的业绩，2022前三季度行业整体实现营收257.98亿元，同比增长10.13%，归母净利润为19.50元，同比下滑16.72%，归母净利润失速主要受到代工厂商青松股份亏损影响。2022Q3单季度行业整体实现营收83.60亿元，同比增长11.23%，归母净利润3.67亿元，同比下滑35.53%。

图 24：化妆品行业 2017-2022Q3 累计营收情况



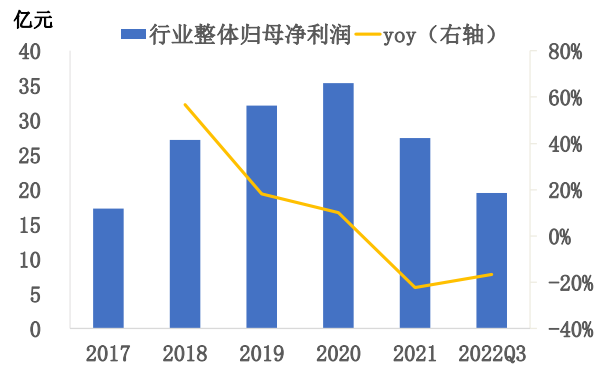
资料来源：Wind、财信证券

图 26：化妆品行业 2020-2022Q3 分季度营收情况



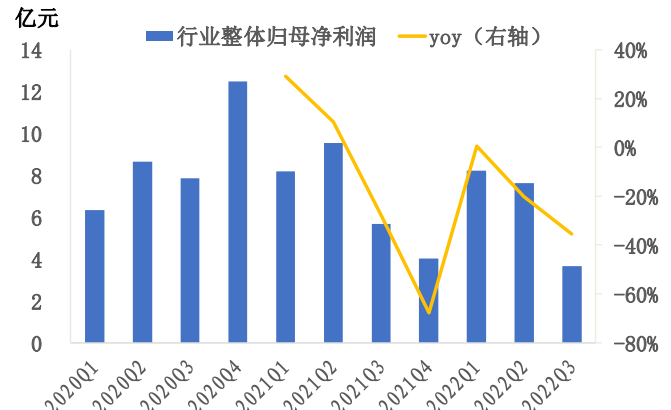
资料来源：Wind、财信证券

图 25：化妆品行业 2017-2022Q3 累计归母净利润情况



资料来源：Wind、财信证券

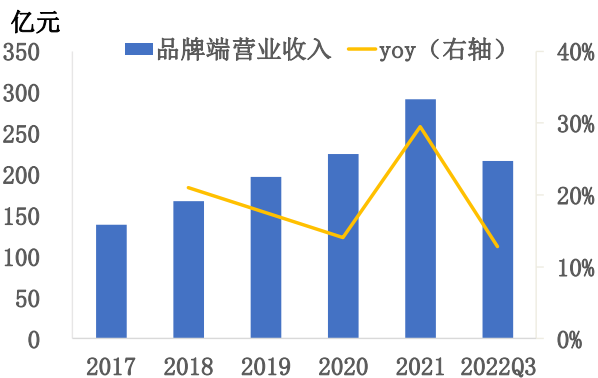
图 27：化妆品行业 2020-2022Q3 分季度归母净利润情况



资料来源：Wind、财信证券

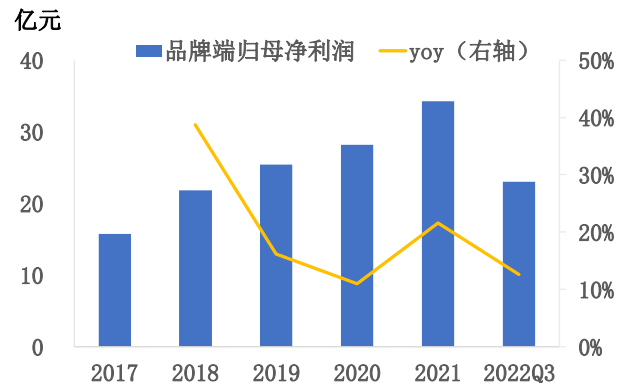
化妆品行业中品牌端业绩持续高增。2022Q1、Q3 国内疫情散点爆发影响严重线下生产、物流等场景，2022 年 1-9 月化妆品社零累计增速同比下滑至-2.70%，但化妆品核心品牌上市公司经营韧性强，化妆品行业品牌端 2022 年前三季度实现营收 216.43 亿元，同比+12.82%，实现归母净利润 23.04 亿元，同比+12.61%，品牌端业绩增速远高于社零整体增速。

图 28：品牌端 2017-2022Q3 累计营收情况



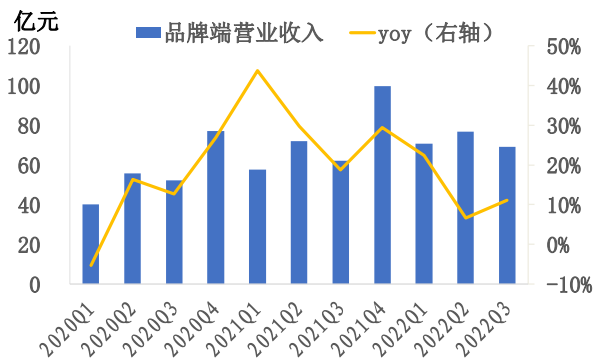
资料来源：Wind、财信证券

图 29：品牌端 2017-2022Q3 累计归母净利润情况



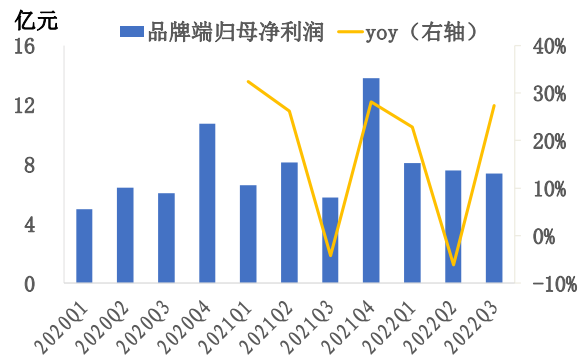
资料来源：Wind、财信证券

图 30：品牌端 2020-2022Q3 分季度营收情况



资料来源：Wind、财信证券

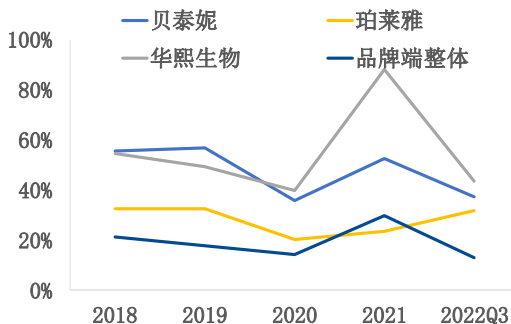
图 31：品牌端 2020-2022Q3 分季度归母净利情况



资料来源：Wind、财信证券

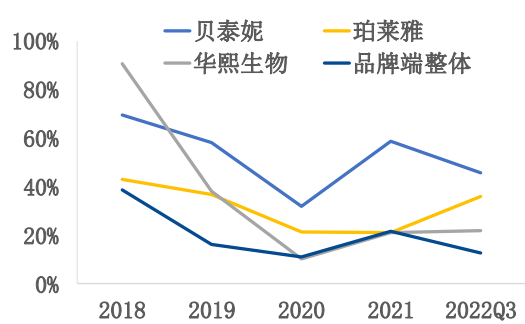
内部进一步分化，核心头部公司表现显著优于品牌端整体。2022 年化妆品新规出台+渠道内卷，化妆品行业竞争格局中短期内无法达到稳态，具有集团力的企业有望在长期竞争中脱颖而出。化妆品新规之下，功效性检测对化妆品企业的研发、产品、资金等综合实力都提出了更高要求，行业马太效应进一步显现。此外，后流量时代全渠道进入存量平衡阶段，较大程度冲击此前品牌单依靠流量的线性增长模型，我国化妆品行业发展的底层逻辑从最开始的渠道驱动转变至流量驱动，现已演变至产品驱动，进入品牌沉淀期。具体来看，核心头部公司贝泰妮、珀莱雅、华熙生物 2022 年前三季度营收增速分别为+37%、+32%、+43%，归母净利润增速分别为+46%、+36%、+22%；2022Q3 单季度营收增速分别为+21%、+22%、+29%，归母净利润增速分别为+35%、+44%、+5%，核心头部公司前瞻性的战略布局逐渐在业绩端得以兑现。

图 32：头部品牌商 2018-2022Q3 累计营收增速



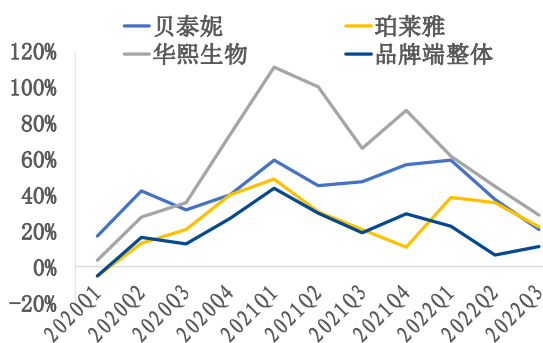
资料来源：Wind、财信证券

图 33：头部品牌商 2018-2022Q3 累计归母净利润增速



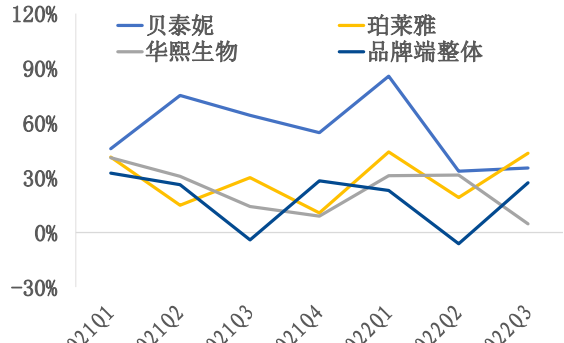
资料来源：Wind、财信证券

图 34：头部品牌商 2020-2022Q3 分季度营收情况



资料来源：Wind、财信证券

图 35：头部品牌商 2021-2022Q3 分季度归母净利润情况

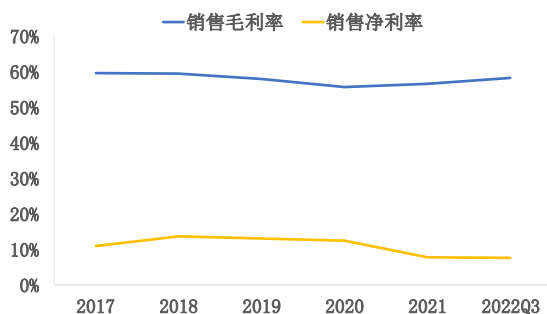


资料来源：Wind、财信证券

2) 盈利能力：整体受代工厂端拖累，核心头部公司毛利率水平居前

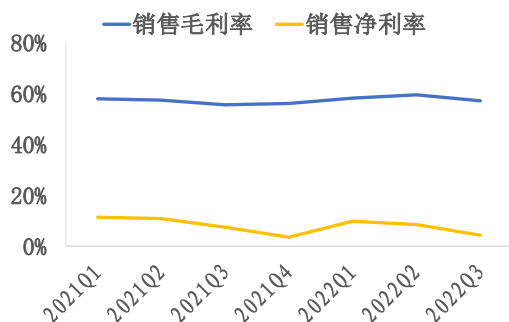
行业整体毛利率提升，净利率有所下降。受代工厂端经营拖累，2022 年前三季度行业整体毛利率、净利率分别为 58.26%、7.52%，分别同比+1.25pcts、-2.34pcts，其中品牌端企业产品结构升级，带动品牌端毛利率水平同比回升 1.11pcts 至 66.23%；2022Q3 单季度行业整体毛利率、净利率分别为 57.16%、4.27%，分别同比+1.56pcts、-3.22pcts。费用率方面，2022 年前三季度行业整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 36.56%、7.04%、3.49%，分别同比变化+0.30pcts、-0.02pcts、+0.62pcts，流量成本高企、各品牌企业加大新电商布局的背景下，销售费用率略有提升；2022Q3 单季度行业整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 34.72%、8.11%、3.81%，分别同比变化-1.53pcts、+0.03pcts、+0.47pcts，各项费用率同比表现较为稳定。

图 36：化妆品行业 2017-2022Q3 累计盈利能力情况



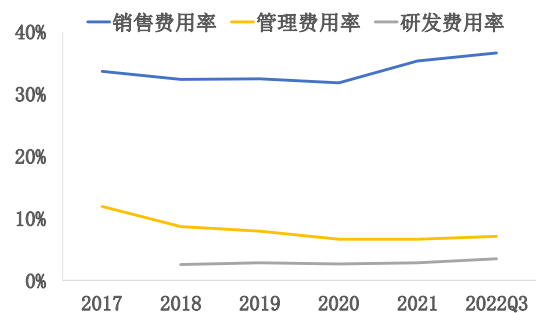
资料来源：Wind、财信证券

图 38：化妆品行业 2021-2022Q3 分季度盈利能力情况



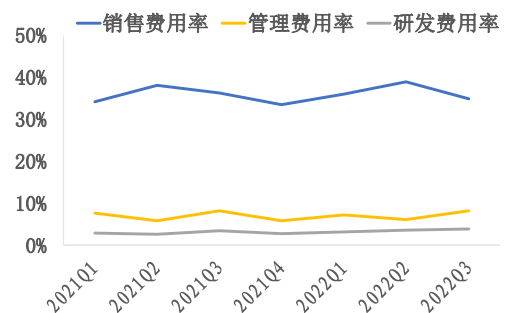
资料来源：Wind、财信证券

图 37：化妆品行业 2017-2022Q3 累计费用率情况



资料来源：Wind、财信证券

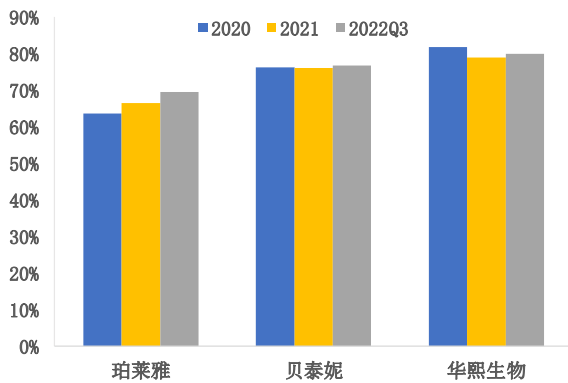
图 39：化妆品行业 2021-2022Q3 分季度费用率情况



资料来源：Wind、财信证券

核心头部公司盈利能力较强，ROE 水平稳定增长。一方面，头部公司产品结构优化，大单品收入贡献增加，毛利率提升，如 2022 年前三季度珀莱雅毛利率同比提升 4.84pcts、至 69.43%；另一方面，头部公司品牌力提升带动用户复购，部分公司费用率稳定在一定水平区间内，在当前流量成本的背景下，费用率有望持续降低。此外，品牌力的提升意味着产业话语权的增加，核心头部公司营运能力提升，应收账款周转率、存货周转率均有所提升。其中，珀莱雅、贝泰妮等核心头部公司 ROE 水平近年来稳定在较高水平。

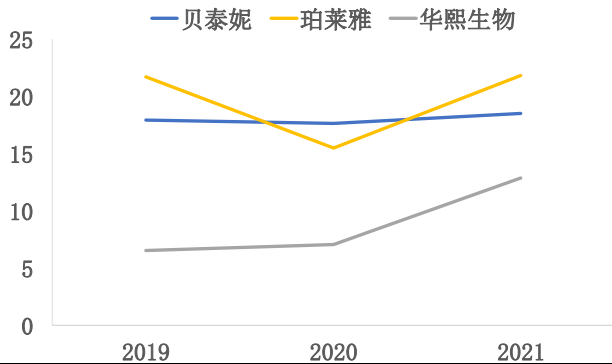
图 40：化妆品核心头部品牌公司毛利率水平提升



资料来源：Wind、财信证券

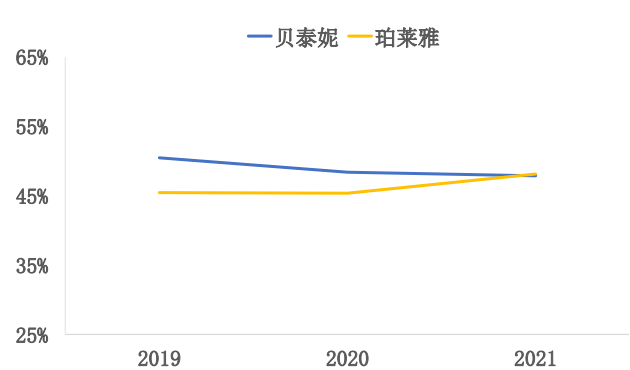
注：华熙生物毛利率为护肤品业务毛利率

图 42：核心头部品牌公司应收账款周转率提升



资料来源：Wind、财信证券

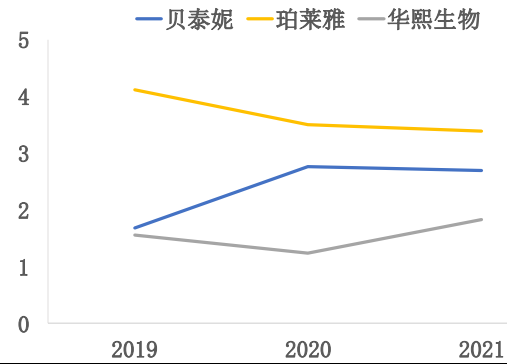
图 41：核心头部品牌公司费用率稳定在一定水平内



资料来源：Wind、财信证券

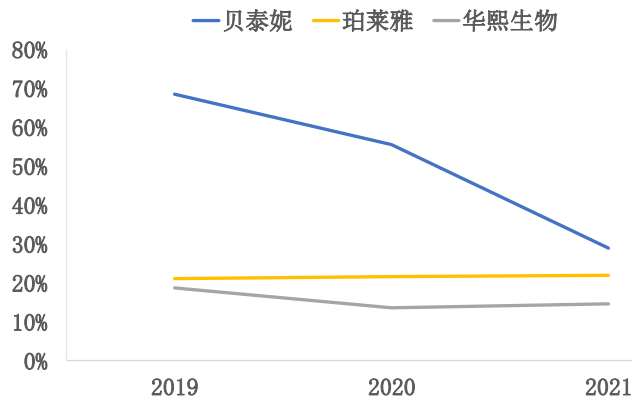
注：图中费用率为销售费用率、研发费用率之和

图 43：核心头部品牌公司存货周转率提升



资料来源：Wind、财信证券

图 44：核心头部公司 ROE 水平稳定在较高水平



资料来源：Wind、财信证券 注：贝泰妮因 2021 年上市导致当期 ROE 水平变化较大

2 投资思路：年初找修复弹性，全年做成长配置

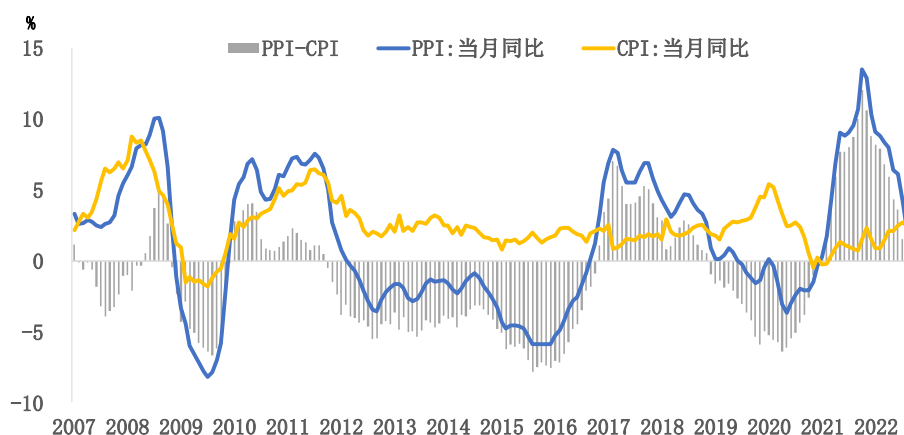
2.1 弹性：沿服务端复苏逻辑，在商品端找业绩修复

从餐饮终端出发，短期可在餐饮产业链中寻找弹性，建议在 2023Q1 关注餐饮产业链偏中上游供应环节的相关标的。

首先，从服务端出发。疫情放开后，终端服务型消费复苏，但受制于疫情脉冲式冲击影响（以 3 个月为一轮冲击周期，且第一波冲击力度最大，此后冲击力度不断减弱），早期客流活动半径有限，且考虑客流转化的差异，短期内服务端恢复弹性由大到小依次是餐饮>酒店>景区>航空机场>免税。此外，结合疫情 3 年行业格局改善角度来看，行业格局改善程度由大到小依次是酒店>餐饮=免税>航空机场>景区。站在最大公约数角度求解，我们认为 2023Q1 适合在餐饮产业链中寻找投资机会。

其次，向商品端延伸。目前大宗价格持续下行，2022 年 10 月 PPI 同比增速为-1.3%，自 2021 年初以来首次录得负增长，11 月 PPI 同比继续下降，考虑到 2022 年全年 PPI 增速维持在较高区间，我们预期 2023 年 PPI 增速大概率将在相对较低的区间内震荡，中游生产商的成本压力将得到较大程度的缓解。近期 PPI 增速转负带动 PPI-CPI 剪刀差持续处于负值，工业企业利润开启向中下游传导的趋势，然而在终端服务型复苏早期，受制于疫情的脉冲式冲击，需求并非呈线性增长，恢复程度往往波动较大，短期内价格传导至下游暂且有一定的滞后性，我们预计在 2023H1 之前利润大概率会留在中游，且中游企业成本端的改善程度将有望高于营收端的恢复程度（即 PPI 下行幅度>CPI 上行幅度，短期内 PPI-CPI 剪刀差收窄幅度有限）。我们建议在 2023Q1 关注餐饮产业链偏中上游供应环节。

图 45：2022 年 8 月 PPI—CPI 剪刀差转负，10 月 PPI 增速转负



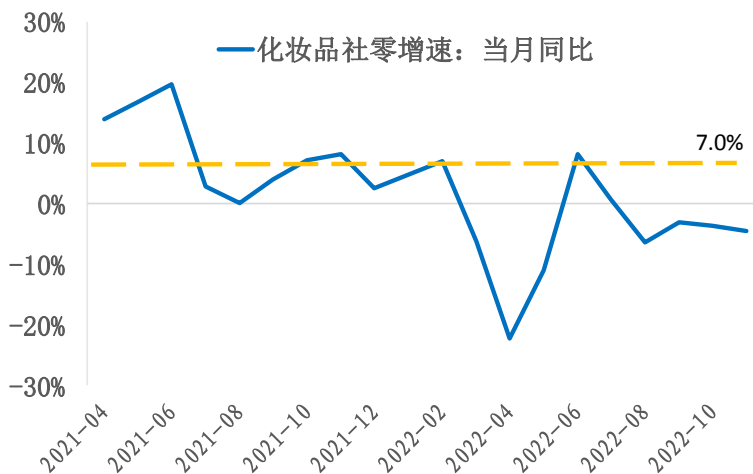
资料来源：Wind、财信证券

从医美终端出发，鉴于医美服务属于纯线下消费，与疫情高度相关，短期可在医美产业链中寻找弹性，建议在 2023Q2 重点布局医美上游药械端的相关标的。以 3 个月为一轮疫情冲击周期推算，在 2023 年 3 月全国疫情冲击力度有望减弱，我们预计在 2023 年 3 月末医生、客源能更加自由地进行跨区域流动。届时终端医美机构有望向上游厂商积极备货，上游厂商出货量加大，叠加 2022 年 4-6 月疫情影响下的行业低基数效应，预计 2022Q2 上游厂商的业绩恢复弹性将达到阶段性高点。我们建议在 2023Q2 重点布局医美行业的上游环节，重点推荐 α 逻辑最强的爱美客(300896.SZ)，可关注华东医药(000963.SZ)、锦波生物（拟北交所上市）、江苏吴中（600200.SH）。

2.2 配置：布局趋势长期向好、业绩兑现确定性强的长牛型企业

化妆品行业经营韧性强、趋势长期向好，且在可选消费品内业绩兑现确定性最强，在全年维度下，建议在市场情绪低迷期把握龙头企业的配置机会。2022 年 1-2 月化妆品社零同比增速为+7%，传统淡季之下行业增速与 2021 年 11 月大促时期的增速持平，表观数据略超预期；3-5 月受全国疫情封锁影响化妆品社零同比增速下滑，随后 6 月中旬疫情解封叠加 618 大促行情，6 月化妆品社零同比增速回升至+8%；7 月传统淡季化妆品社零增速小幅回落至+1%，8-10 月受疫情反复及双十一虹吸效应影响，化妆品社零增速持续转负；受消费力整体疲弱影响，11 月社零整体同比增速为-5.9%，其中化妆品韧性较强，当月增速为-4.6%，强于社零整体增速，且领跑可选消费社零增速。综合来看，在疫情反复、消费力整体偏弱的背景之下，化妆品行业增速中枢阶段性回落。前有双 11 大促、后有 618 大促，每年年初通常是化妆品行业的传统淡季，我们预计 2023 年 1-3 月 GMV 月度跟踪的表观数据在环比增速上将不太亮眼，叠加 3 月中旬之前是社零数据真空期，化妆品板块的市场情绪在 2023Q1 末之前或许都较为低迷。站在当下时点，我们建议在市场情绪低迷期，以合适的价位介入，把握龙头企业的长线配置机会，重点推荐珀莱雅（603605.SH）、华熙生物（688363.SH），其次推荐贝泰妮（300957.SZ）。

图 46：疫情反复、消费力整体偏弱的背景之下，2022 年化妆品行业增速中枢阶段性回落



资料来源：Wind、财信证券

3 美丽消费：需求常存

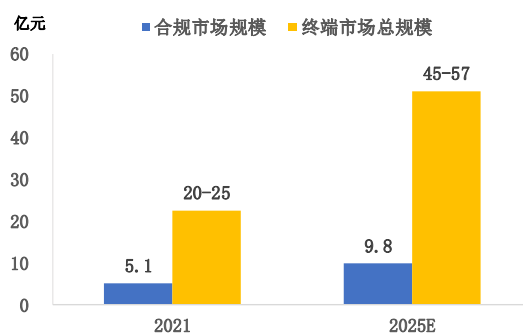
3.1 医美：仍处于渗透率快速提升的开局期，行业增量空间大

3.1.1 β 趋势：合规水光产品、再生类材料、减脂塑形注射剂等三大领域均有增量空间

国家药监局于 3 月 30 日对《医疗器械分类目录》进行调整，将“水光针”按 III 类医疗器械监管，政策趋严旨在加速行业出清，具备合规产品的上游企业长期有望受益。我国大陆医美市场起步较晚，相较于海外成熟市场而言我国医美行业的数据基础、前期参考资料等较为缺乏，因此针对 III 类医疗器械我国采取更为严格的注册审批制度，流程分为注册前临床阶段和技术审批阶段，整体时间线较长，在此背景下先获证企业将率先享受行业出清之下的合规市场红利。具体来看，当前国内医美市场上流通的主流水光针产品多未取得 III 类医疗器械注册证，而本土医美龙头企业爱美客旗下主流产品嗨体 2.5、姣活泡泡针，华熙生物旗下润致娃娃针、润致双子针等产品均具备 III 类医疗器械注册证。

与填充剂相比，“水光针”疼痛感更小、风险更低，因此具有较高的普适性，但水光针的效果较为短暂，一般仅维持 1-3 个月左右，消费频次较高，高普适性+高消费频次之下“水光针”市场规模广阔，预计 2025 年有望超 50 亿元。此前中国医美注射类市场中假货/水货针剂泛滥，其中水光针市场乱象最为严重，包括以化妆品备案的产品被当做针剂类产品注射使用、II 类或 I 类医疗器械产品被当做 III 类医疗器械使用。根据亿渡数据显示（转引自智研咨询），2016-2021 年中国水光针合规市场规模 CAGR 达 49%，增长至 5.1 亿元，基于中国医美市场 33.3% 的针剂合规率，我们测算得到 2021 年中国水光针消费终端市场总规模（包括合规+非合规）约为 20-25 亿元；根据亿渡数据预测，2025 年中国水光针合规市场规模增长至 9.8 亿元，2021-2025 年 CAGR 将达 18%，考虑到水光针需求的持续旺盛，未来部分需求仍将被截留在非合规市场，我们预计水光针终端市场总规模增速将远高于正规市场增速，但行业合规化的大趋势之下，我们预计总规模增速将略低于注射类整体增速（根据弗若斯特沙利文数据测算，2021-2025 年注射类医美整体增速约为 25%），综上所述我们取 23% 为未来 4 年水光针终端市场总规模复合增速，测算得到 2025 年市场总规模约为 45 亿元-57 亿元。

图 47：预计 2025 年水光针终端市场总规模有望超 50 亿元



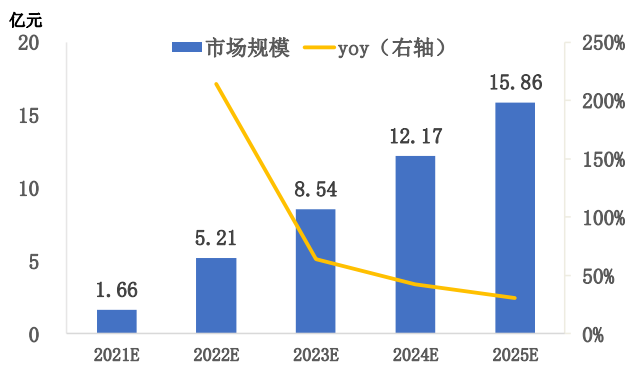
资料来源：亿渡数据、财信证券测算

随着医美消费者年轻一代占比持续提升，我们看好解决皮肤松弛&面部下垂问题的支撑型再生类材料领域。按功效原理划分，支撑型再生类材料包括通过占位效应产生刺激再生作用的骨性材料（PMMA—聚甲基丙烯酸甲酯、PVA—聚乙烯醇、PCL—聚乙内酯等）、主打刺激再生功效的可降解材料（PLLA—聚左旋乳酸）、诱导再生的高活性材料（胶原蛋白）等三大类型，目前国内仍属于新兴市场，国内的合规供给量较为稀缺，终端需求仍待教育。以 PLLA 市场为例看再生类材料市场前景，根据弗若斯特沙利文数据显示（转引自爱美客港股招股书），预计 2021 年国内 PLLA 医美产品市场规模为 1.66 亿元（基于出厂价统计），未来 5 年市场规模将以高达 76% 的复合增速增长至 15.86 亿元。未来抗老诉求强烈的年轻一代医美消费者的占比增加，将较大程度提升 PLLA 医美产品的渗透率，赛道前景好。

再生类材料市场供需结构改善，持续打开医美赛道新增量。从供给端来看，2021 年多款再生类材料产品相继获批上市，改善了此前供给稀缺的格局，共同教育终端市场。此前，国内市场上仅存在少量合规的传统骨性材料，且因其对注射技术要求较高导致推广放缓，而 2021 年以来，华东医药的 Ellansé 少女针（PCL 面部填充剂）、长春圣博玛的艾薇岚童颜针（PLLA 面部填充剂）、爱美客的濡白天使童颜针（含左旋乳酸—乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶）、锦波生物的重塑 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维等 4 款产品相继获批，当前国内再生类材料医美市场已具有从刺激&诱导到直接填充胶原蛋白的产品矩阵。我们认为，市场供给日益优化下，将不断有差异化定位的产品出现，进而鞭策医生提高自身注射技术，从而使得再生材料类产品能更高效、安全地在医美机构放量推广。从需求端来看，国人不仅追求和谐饱满的面部轮廓感，同时也注重自然优质的面部状态，再生类材料以刺激或诱导胶原蛋白再生为导向，从内生层面契合了消费者的该点需求。PCL、PLLA 和胶原蛋白相较于传统骨性材料而言出现增生结节风险的概率较小，同时还具备刺激&诱导胶原蛋白增生的功效满足消费者需求，优质产品间接为中游医美机构赋能，我们认为未来在医生注射技术水平不断提升的前提下，医美再生类材料市场具备较大想象空间。

值得注意的是，在支撑型再生类材料赛道中，国内成熟的医美药械厂商多在骨性材料、可降解材料的商业化环节发力，而其余成熟的生物科技厂商多集中在重组胶原蛋白材料的产业化环节，未来有望通过技术进步实现大规模低成本量产，从而在填充剂的商业化上实现革命性破局。动物源胶原蛋白受制于原料产能问题难以实现量产，而重组胶原蛋白的底层技术即合成生物学，可通过工业化生产实现大规模量产。尽管重组胶原蛋白的原始技术来自美国，但中国人口基数大，有良好的消费环境，天然具备终端商业化优势，为材料产业化生产提供了较大的容错空间。当前国内重组胶原蛋白材料局限于单链全长&三螺旋片段的量产技术上，亟待国内企业突破三螺旋全长的量产技术&探索交联剂的添加方式，以通过拉长产品维持时间的功效创造更大的市场需求。根据弗若斯特沙利文数据显示（转引自巨子生物招股书），基于零售价统计的国内胶原蛋白填充剂终端市场规模有望从 2021 年的 37 亿元达到 2026 年的 117 亿元，期间复合增速高达 26%，其中重组胶原蛋白的渗透率有望从 2021 年的 0.9% 提升至 2026 年的 8.6%。

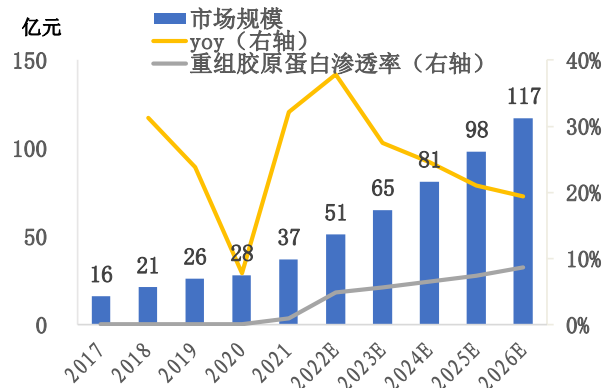
图 48：国内基于 PLLA 的皮肤填充剂市场规模和增速



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、财信证券

注：基于出厂价统计市场规模

图 49：国内胶原蛋白填充剂市场规模和增速



资料来源：弗若斯特沙利文、巨子生物招股书、财信证券

注：基于零售价统计市场规模

表 1：涉及重组胶原蛋白填充剂的国内相关公司概况

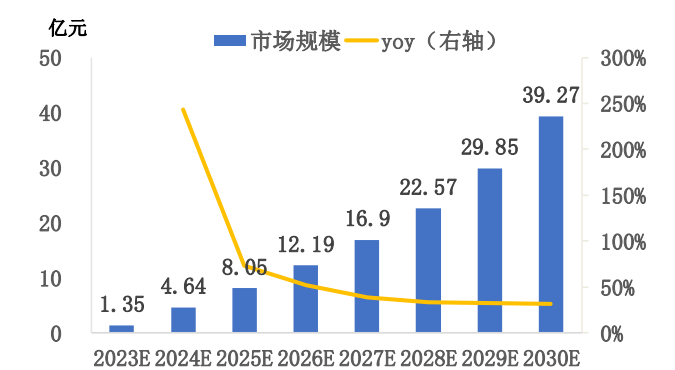
公司	核心技术	主要胶原类型	产能	相关医美产品布局
锦波生物	重组 III 型人源化胶原蛋白 氨基酸序列重复单元与人胶原蛋白氨基酸序列功能区相同，且功能区域具有 164.88° 柔性三螺旋结构	I、III 型	102kg	已上市的薇旖美、新肤源 (由于维持时间较短，多用于水光维养)
巨子生物	类人胶原蛋白仿生组合专研技术，包含重组 I 型、III 型人胶原蛋白等	I、III 型	10.9 吨 + 募投扩产 212.5 吨	1、用于全面部的液体制剂 (临床阶段，预计 23 年底-24 年初拿证) 2、用于眉间纹、鱼尾纹的固体制剂 (临床阶段，预计 23 年底-24 年初拿证) 3、用于鼻唇沟、法令纹注射的强交联产品 (即将投入型检，预计 24 年-25 年初拿证) 4、用于颈纹注射的弱交联产品 (即将投入型检，预计 24 年-25 年初拿证)
江苏吴中	向美国 G 公司引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术	III 型	/	重组胶原蛋白填充剂
江苏创健	重组 I、II、III、XVII 型胶原蛋白规模化、标准化生产	I、II、III、XVII 型	2.5 吨	重组胶原蛋白填充剂

资料来源：各公司官网、财信证券

根据德勤《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》数据显示，2020 年我国塑形市场规模达 105 亿，2030 年有望达 1000 亿元，未来十年复合增速达 25%，包含减脂塑形注射剂在内的潜在市场空间大。按功效划分，减脂塑形注射剂可分为溶脂、减重两大类。其中，溶脂针的主要成分为脱氧胆酸，其作用机理是直接破坏脂肪细胞膜从而分解脂肪细胞，减重针（即含 GLP-1 受体激动剂的针剂）的主流成分是利拉鲁肽&司美格鲁肽，其作用机理是抑制胰高糖素分泌，延缓胃排空，并通过中枢性的食欲抑制增强饱腹感、减少进食量，从而达到减重的效果。目前两类针剂在国内均无相应的适应证产品获批，但已有多家公司相继布局。

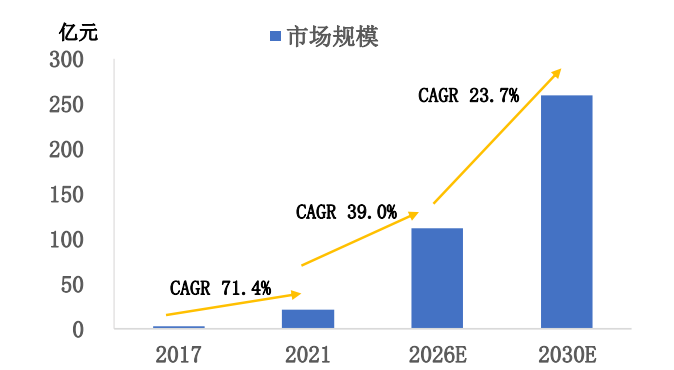
一方面，国内溶脂针市场暂处于研发和临床阶段。根据弗若斯特沙利文数据显示（转引自爱美客港股招股书），基于出厂价统计的国内溶脂针市场规模预计由 2023 年的 1.35 亿元增加至 2026 年的 12.19 亿元，期间复合增速高达 109%，预计到 2030 年达到 39.27 亿元。从进度来看，当前进度最快的是南京诺瑞特，旗下产品目前处于 III 期临床阶段，爱美客旗下产品现处于临床前在研阶段。另一方面，利拉鲁肽、司美格鲁肽核心专利保护期将至，国内医美药械相关厂商发力仿制药研发进入减重针市场。根据弗若斯特沙利文数据显示（转引自爱美客港股招股书），基于出厂价统计的国内体重管理市场由 2017 年的 2 亿元增长至 2021 年的 21 亿元，期间复合增速高达 71%，预计未来 5 年市场规模有望以 39% 的高复合增速在 2026 年增长 111 亿元。从仿制药进度来看，当前进度最快的是杭州九源（华东医药联营企业）和江苏万邦（复星医药控股子公司），旗下产品均处于 III 期临床阶段，爱美客旗下产品处于 I 期临床阶段。

图 50：国内溶脂针市场规模和增速



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、财信证券
注：基于出厂价统计市场规模

图 51：国内体重管理市场规模和增速



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客港股招股书、财信证券
注：基于出厂价统计市场规模

3.1.2 α 机会：从产品管线找业绩兑现，从渠道渗透看估值溢价

医美行业处于渗透率快速提升的高速发展期，行业内部缺乏“估值锚”，综合其他医药及高端消费品企业的估值来看，可取 1.5xPEG 做为医美上游企业的估值中枢，高预期之下的业绩兑现能力是维持估值中枢稳定的关键。我们认为，医美上游药械厂商的成长动力来源于现有产品、储备产品两个部分。1) **现有产品**：衡量现有产品增长确定性的关键在于判断其所处的生命周期阶段（导入期——成长期——成熟期——衰退期）。处于成长期的产品销售额依靠渗透率提升自然维持高增速，而步入成熟期的产品如果想要维持高增速，则需要依靠产品做自身升级以拉升存量复购（如爱美客通过改良交联技术，将 2009 年上市的逸美在 2015 年升级成逸美 1+1），或依靠产品做系列拓展以拉升存量客单价（如爱美客的嗨体 1.5ml 颈纹已延伸出嗨体 2.5ml 水光、嗨体 1ml 熊猫针，对应不同适应症，共同构成大单品“嗨体”系列）；2) **储备产品**：衡量储备产品潜在贡献度的核心在于 pipeline 的丰富程度、在研新品的获批进度。一方面，公司的研发&资金实力越强则 pipeline 越丰富，另一方面，公司的过证能力越强则在研新品的获批进程越快，两方面共同提升储备产品对业绩的潜在贡献度。

图 52：爱美客、华东医药现有产品及储备产品情况梳理

		爱美客		华东医药	
		现有产品	在研/待上市产品	现有产品	在研/待上市产品
注射针剂	玻尿酸、壳聚糖填充类	爱美飞、爱美莱 逸美、逸美一加一	-	-	Perfection 系列 MaiLi&合作两款研发产品 KiOmedine 填充剂
	水光针、动能素	嗨体颈纹、水光、熊猫针 交活泡泡针	-	-	皮肤功能素
	再生系列	宝尼达 濡白天使	医用含聚乙醇醇凝胶微球 修饰透明质酸钠凝胶 [治疗下巴后缩]	少女针	Lanluma
	肉毒素	-	Hutox	-	Toxin
	减重产品	-	利拉鲁肽注射液	-	利拉鲁肽注射液
	溶脂针	-	去氧胆酸药物 [下巴溶脂]	-	-
埋植线	埋线	紧恋小线	第二代埋线产品	-	Silhouette
能量源设备	光电仪器（医美）	-	-	-	F1[冷冻祛斑] F2[全身美白] 激光脱毛 冷冻溶脂
	光电仪器（生美）	-	-	-	Pré ime DermaFacial F0[冷冻祛斑]

资料来源：公司官网、公司公告、财信证券 注：标蓝为自研，标黑为代理/并购

在医美上游企业的不断扩张中，对渠道的渗透力是其估值溢价的核心。我们认为，公司在战略层面的不同选择决定了不同的渠道渗透方式，可具体分为依靠品牌势能做渠道广度、依靠品类延展做渠道深度两种方式。1) **渠道广度**：对于定调强品牌的公司而言，其核心在于不断研发特色产品（爱美客的产品用于颈纹、泪沟注射，适应症极具差异化），为 B 端机构提供联合疗程方案（爱美客的嗨体水光+任一光子项目组成嫩肤套餐、爱美客的嗨体熊猫针+眼部热玛吉组成眼部套餐），进而帮助机构相对定制化地解决 C 端消费者的诉求，从而在终端市场积累品牌势能（爱美客的“嗨体”系列终端声量大），以此推动对非核心区域的覆盖（爱美客利用经销体系加速渠道覆盖）。随着渠道面的不断加宽，公司营收体量能稳健扩增，公司由此而具备消化高估值的能力，使得其通常处于溢价状态；2) **渠道深度**：对于追求全品类的公司而言，其核心在于不断延伸品类边界（华东医药在

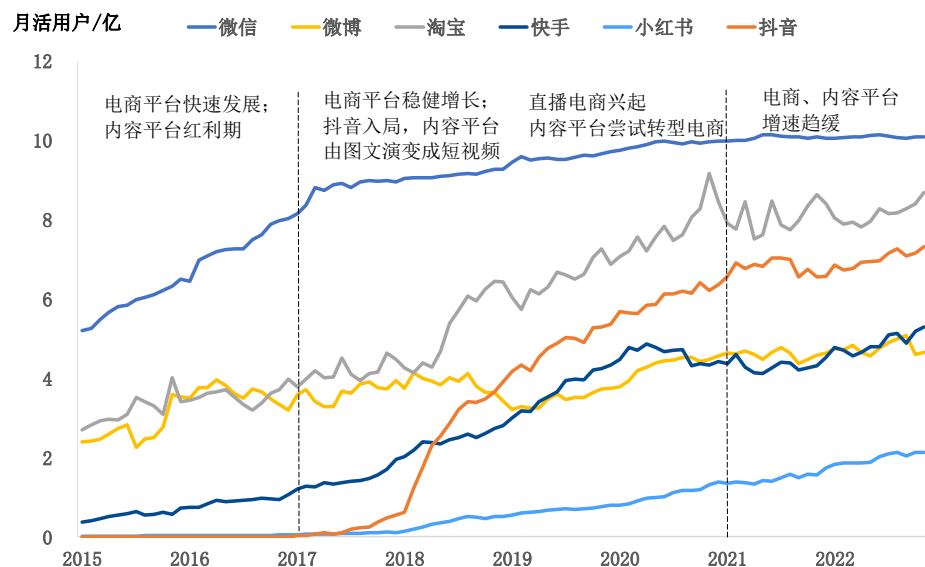
布局注射针剂后，又入局能量源设备），通过立体的全品类矩阵填鸭式深度渗透单个渠道（华东医药专注直销，自有销售团队集中精力对渠道实现营销赋能），最大程度地放大单个渠道点位的经营效率。随着渠道面的不断加深，刚性费用逐渐摊薄促使公司的利润释放力不断提升，公司由此而具备消化高估值的能力，使得其通常处于溢价状态。

3.2 化妆品：现处于渗透率增速放缓的上升期，行业竞争格局逐渐优化

3.2.1 β 趋势：新规+渠道固化之下，化妆品市场头部化趋势明显

过往二十年，国内化妆品行业发展的底层逻辑从渠道驱动转变至流量驱动，现已演变至产品驱动的品牌沉淀期。2000-2009 年，我国化妆品行业主要依靠商超、CS 等传统线下驱动，电视广告为营销主阵地，2006-2009 年市场规模 CAGR 为 12.75%；2010-2016 年，电商平台兴起成为行业增长的主要驱动力，淘系平台占据主导地位，微博依靠图文形式成为网上带货最早的起源地，期间 CAGR 为 8.74%，增速有所放缓；2017-2020 年，抖音、快手等社交平台兴起，直播电商快速吸取流量成为另一新兴线上渠道，重新激发化妆品行业高速增长，期间 CAGR 为 11.60%；2021 年起，头部互联网企业月活用户增速明显放缓，线上流量红利退却，全渠道流量进入存量平衡阶段，较大程度冲击此前品牌单依靠流量的线性增长模型，我们认为现阶段化妆品行业已演进至产品驱动期，品牌商将通过优质产品塑造品牌形象，驱动复购率、连带率提升，进而获取高转化率、高客单价，从而逐渐积累为品牌力，最终降低对营销和渠道的依赖，实现品牌和整体化妆品行业生命周期的提升。

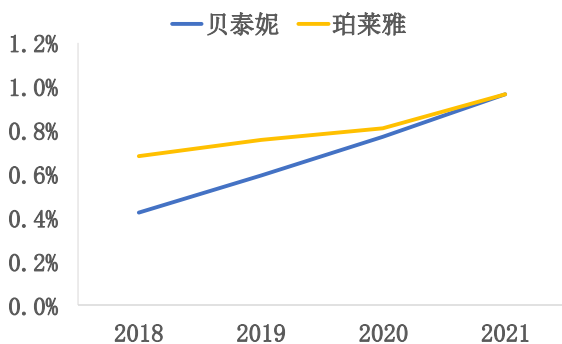
图 53：线上流量红利趋顶，电商、内容平台增速趋缓，化妆品行业演进至产品驱动期



资料来源：易观千帆、通联数据、财信证券

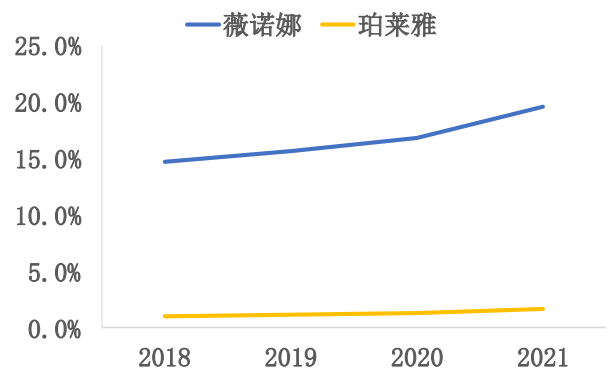
进一步来看，国内化妆品行业现阶段强调是头部集中度提升逻辑，国产品牌马太效应尤其显著。根据欧睿数据显示（转引自通联数据），2018-2021 年核心上市化妆品公司市占率提升，如贝泰妮市占率过去 3 年从 0.4% 提升至 1.0%，珀莱雅市占率从 0.7% 提升至 1.0%。同时，与之相对应的品牌市占率亦在提升，如薇诺娜在功能性护肤品赛道市占率过去 3 年从 15% 提升至 20%，珀莱雅在大众护肤品赛道市占率从 1.0% 提升至 1.6%。我们认为其背后的原因有以下两点：1) 化妆品新规导致生产端的资金成本、时间成本变多，缺乏资金、研发、平台优势的长尾企业正在被逐步淘汰；2) 现阶段化妆品线上各渠道均在加速发展，线上渠道相对分散，品牌话语权有所提升，但与此同时渠道趋于固化，在新的变革型渠道出现之前，新品牌依靠营销抢占新流量阵地实现突围的难度较大，存量流量的盘活及深度运营更为重要，成熟头部企业的发展更良性。

图 54：核心上市公司市占率变化



资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

图 55：核心上市公司旗下品牌市占率变化

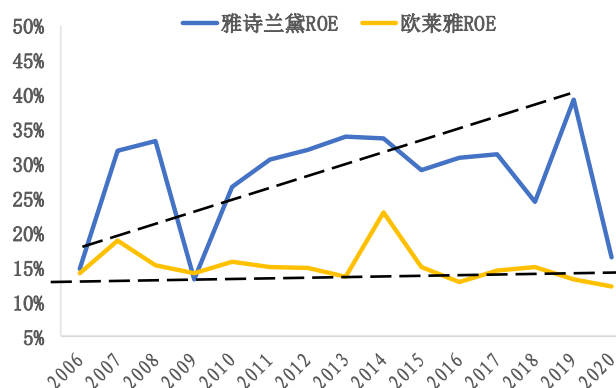


资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

3.2.2 α 机会：大单品+强品牌+集团化能力支撑业绩兑现，ROE 稳步提升匹配高估值

从长周期看，海外化妆品巨头公司具有很强的穿越周期能力，ROE 在保持较高水平的同时，仍能呈现稳步提升的趋势，支撑企业高 PEG。雅诗兰黛 ROE 在保持高位的基础上，中枢仍持续提升，2006-2020 年雅诗兰黛平均 ROE 水平高达 29.9%，其中 2008 年、2013 年、2019 年分别达到 33.2%、33.9% 和 39.3% 的阶段高点；欧莱雅 ROE 则持续维持在较高水平，2006-2020 年平均 ROE 稳定在 15.17% 的较高水平。

图 56：雅诗兰黛、欧莱雅 ROE 水平变化



资料来源：Wind、财信证券

参考雅诗兰黛、欧莱雅，ROE 水平持续稳定提升能支撑企业高 PEG，可沿着内资企业 ROE 提升的逻辑去寻找超额收益：

1) 盈利能力提升之大单品路径：竞争着力点回归至产品，拥有大单品的企业的毛利率更高。在流量争夺时期，较多品牌通过高频推新，以打造具社交属性的爆品吸引消费者为目标，在企业过于追求具备话题度的产品时，往往较易忽视研发重要性，短期或可迅速吸引增量，但通常难以实现复购，收入确定性难以保障。在新规之下依靠爆品、新品逻辑难以维系，监管推动爆品逻辑逐步转向大单品逻辑，大单品重视产品研发，以独特原料+比例配方搭配充分的临床结论形成功效，并通过市场教育获得消费者认可，从而具有相对更高的毛利率，如 2021 年珀莱雅成功实行大单品战略后，产品均价提升带动 2021 年公司整体毛利率同比提升 2.91pcts 至 66.46%，2022 年持续践行大单品战略，公司 2022 年前三季度毛利率再一次同比提升 4.84pcts 至 69.43%，盈利能力得到较大改善。

图 57：核心公司旗下品牌淘系销售均价变化

公司	品牌	2021年4月均价	2022年4月均价	yoy
珀莱雅	珀莱雅	123.94	170.92	38%
贝泰妮	薇诺娜	129.63	145.15	12%
华熙生物	夸迪	257.60	306.38	19%
	润百颜	151.42	150.56	-1%
上海家化	佰草集	177.59	123.08	-31%
	玉泽	144.07	171.16	19%
丸美股份	丸美股份	195.74	210.53	8%

资料来源：魔镜数据、通联数据、财信证券

图 58：核心公司 2021 年、2022 前三季度毛利率变化

公司	2021年毛利率	同比变化 (pcts)	2022年前三季度毛利率	同比变化 (pcts)
珀莱雅	66.46%	2.91	69.43%	4.84
贝泰妮	76.01%	-0.24	76.79%	-0.11
华熙生物	78.07%	-3.34	77.23%	-0.46
上海家化	58.73%	-1.22	58.19%	-4.58
丸美股份	64.02%	-2.18	67.98%	5.49

资料来源：Wind、财信证券

2) 盈利能力提升之强品牌力：具备相对成熟品牌力的企业对现有渠道消费者深度运营，复购率较高，ROI 不会太低，在边际流量成本提升背景下，优质公司的费用率稳定，净利率水平向好。成熟品牌在平台电商、兴趣电商等不同类型的电商平台中均享有优势。

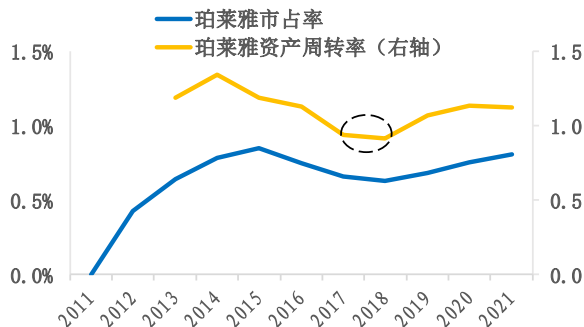
平台电商方面，现阶段多渠道分流，传统平台电商出于自救目的有将资源倾向于成熟品牌的趋势，以天猫、京东等平台为基本盘的成熟品牌 ROI 提升，远期销售费用率有望边际下降。平台电商将资源向成熟品牌倾向的原因一方面在于，一级投资人对于新锐品牌投资更为理性，新锐品牌融资困难，搭配政策收紧，新锐品牌在供应链、研发、制度不健全情况下，优先将有限资源放于基础建设端，而非盲目进行营销投放，现阶段新锐品牌可投放的营销费用有所减少，品牌端可投放费用总量或在边际减少；另一方面在于，传统平台电商面临兴趣电商竞争，以内容营销为主的新锐品牌，更适合在兴趣电商做用户裂变，新锐品牌多外逃至兴趣电商，反观平台电商的客户画像偏中高端，其时间有限无法做兴趣发散，叠加平台电商的店铺信任机制，决定了平台电商承接的是搜索式目的型消费，具备品牌效应、产品力的成熟品牌不会放弃在平台电商的投放和运营。

兴趣电商方面，成熟品牌费用较足，可最大程度地充分享受兴趣电商发展的红利。新锐品牌与成熟品牌的差异在于资金实力，在双方均有优质内容的情况下，新锐品牌缺乏充沛的现金流，无法换取更大流量，仅能维持小而美的状态，相较而言成熟品牌能触

达更多流量，充分享受兴趣电商发展的红利。

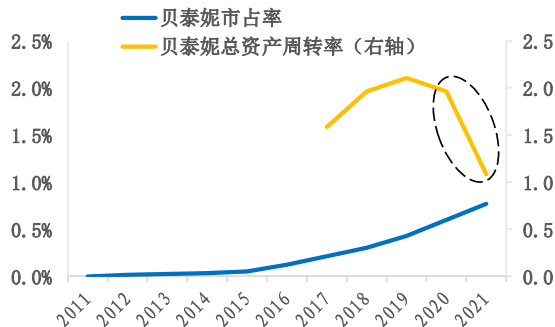
3)总资产周转率提升之集团化能力:集团化能力强的企业通常拥有较高的品牌效应，无需牺牲净利润换取高周转。集团化能力体现在企业通过内生驱动（主力品牌增长+新品牌孵化）或外延并购，做大规模以提升市占率，市占率的提升意味着企业品牌效应增加，从而企业营运能力提升，如珀莱雅、贝泰妮剔除上市影响后的数据验证了其总资产周转率和市占率具备较强相关性。

图 59：珀莱雅市占率与总资产周转率情况



资料来源：Wind、财信证券

图 60：贝泰妮市占率与总资产周转率情况



资料来源：Wind、财信证券

4 连锁业态：供给优化

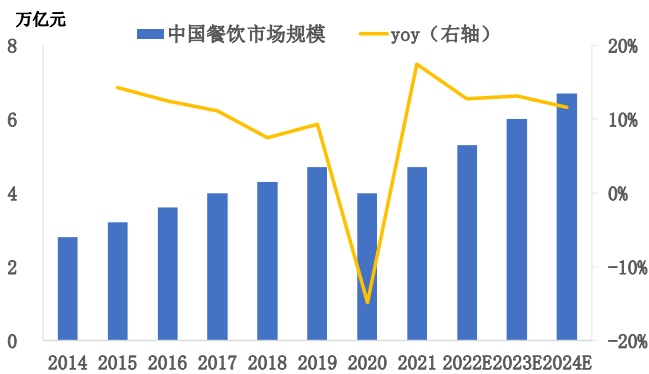
4.1 餐饮及其供应链：前厅场景化，后厨工业化，效率是壁垒

4.1.1 餐饮市场概况：波折中复苏，连锁化进程提速

国内餐饮市场整体稳健增长，后疫情时代波折中复苏。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》数据显示，2019 年我国餐饮市场规模达 4.7 万亿元，2014-2019 年复合增速为 10.1%，受疫情影响 2020 年规模同比下滑 15.4%至 4.0 万亿元，跌幅远超过同期社零总额 3.9%的跌幅水平，此后餐饮企业渐进复苏，2021 年市场规模已恢复至 4.7 万亿元，行业重回健康增长态势，2024 年市场规模可增长至 6.7 万亿元。从分类上来看，根据国家统计局数据，2021 年正餐、快餐、饮料及冷饮、其他餐饮业四大类营业额占比分别为 29%、50%、14%、6%，其中饮料及冷饮服务份额自 2015 年以来提升最为明显。

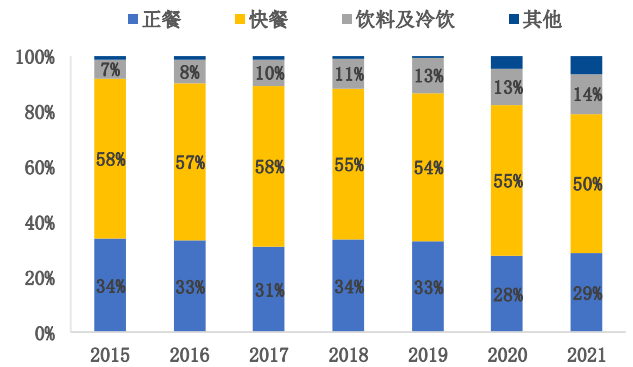
疫情加速低效产能出清，龙头得以逆势扩张。疫情影响线下餐饮经营，被迫停业下大量独立餐饮门店因资金压力不断推出市场，而具备标准化管理优势的连锁餐饮企业逆势拓店，提升了餐饮行业整体的连锁化率。根据艾媒咨询数据显示，国内餐饮连锁化率逐年提升，受益于规模效应连锁餐饮占比从 2018 年的 12.7%提升至 2021 年的 18.0%。目前美国、日本的餐饮连锁化率分别达 54%、49%，且美国、日本餐饮业 CR5 分别额外 15%、14%，我国餐饮业 CR5 仅 2%，较成熟市场仍有较大差距。我们认为，国内餐饮行业连锁化率、集中度均具备较大提升空间，龙头公司有望充分受益于疫情结束后的行业回暖，未来餐饮行业将呈现龙头强者恒强的格局。

图 61：国内餐饮行业市场规模和增速



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》、财信证券

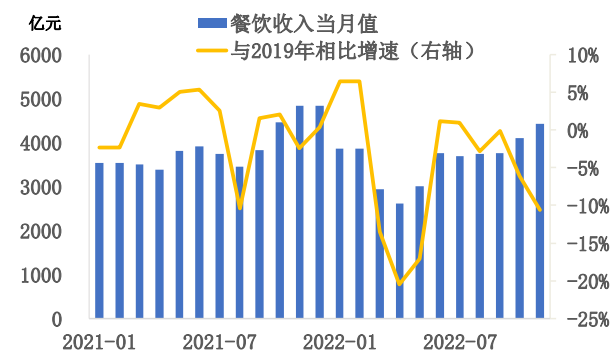
图 62：餐饮行业各业态份额分布



资料来源：Wind、财信证券

2022 年疫情反复对行业复苏造成阶段性扰动，复苏进程略不及预期。根据餐饮业社零总额显示，2022 年 1-2 月全国疫情稳定，同期餐饮业整体已恢复至 2019 年同期水平；此后 3-5 月受全国疫情散点爆发影响，餐饮行业恢复程度下滑至 2019 年同期 8 成左右水平，行业短期承压；6-9 月餐饮行业整体进入疫情后的恢复期，餐饮业恢复并短暂超过 2019 年同期水平；其后 10-11 月再一次遭受疫情冲击，餐饮业整体回落至 2019 年同期 9 成左右水平。我们认为，疫情之下消费能力受挫叠加疫情反复影响，导致餐饮行业传统旺季下半年的复苏进程略不及预期，虽然疫情零星散发阶段性扰动餐饮复苏节奏，但随着国内疫情趋于稳定，预计餐饮业将有望重回渐进复苏通道。**在餐饮行业内部，受赛道格局、发展阶段差异影响，以直营模式为主的公司表现分化。**直营扩张模式下，公司在疫情反复中整体承受较大的经营成本压力，但内部表现分化，其中处于调整升级期的品牌（如九毛九）复苏韧性较大，定位中低端、注重效率管控的品牌（如海伦司）复苏也较快，而规模效应明显但在部分区域相对饱和的品牌（如海底捞）持续的扩张加密拖累同店表现，选择暂缓扩张步伐。

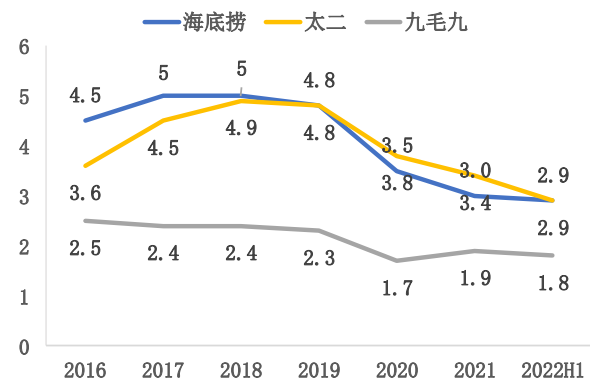
图 63：受疫情影响，今年餐饮业复苏进程略不及预期



资料来源：Wind、财信证券

注：2 月数值为 1-2 月累计值的 50% 计算

图 64：连锁餐饮龙头公司整体翻台率&翻座率情况

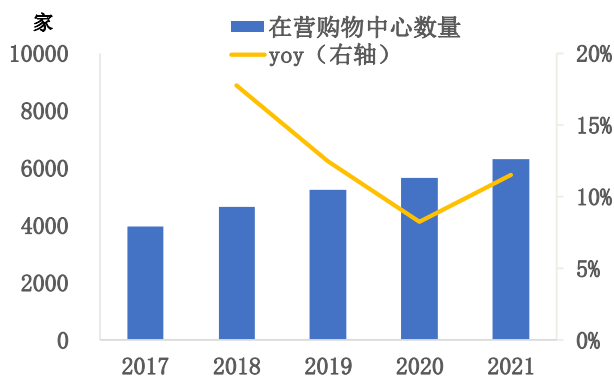


资料来源：公司公告、财信证券

注：海底捞数据为整体翻台率，太二、九毛九为整体翻座率

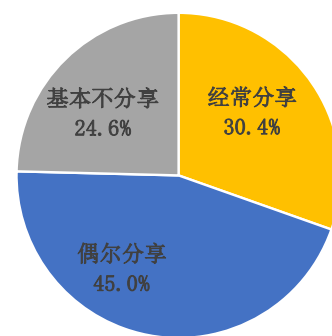
展望未来，供给端优化叠加需求端升级，助力品牌餐饮持续连锁扩张。从供给端来看，一方面，随着餐饮食材工业化、预制菜升级、中央厨房普及，在确保产品标准化高质量产出的基础上，为餐饮企业“去厨师化”、连锁化发展提供了有利条件，叠加冷链物流的发展，进一步加速餐饮连锁化；另一方面，餐饮门店经历了从街边店到社区店再到购物中心店的逐步演进，随着购物中心的高速发展，消费者一站式消费习惯的养成、购物中心对于连锁品牌的青睐有望进一步推动国内餐饮连锁化发展。从需求端来看，一方面，品质消费兴起，消费者对于食品安全问题更加重视，而连锁餐企通过较强的供应链能力可以提供相对稳定的产品与服务，以满足消费升级下居民外出就餐时对食品安全的需求；另一方面，根据易观分析发布的《2021 中国美食消费用户行为洞察》数据显示，超过 75% 的 90 后青睐在内容平台上分享美食打卡、聚餐菜品、餐厅装修内容等，Z 世代的崛起打通了线上种草—线下打卡—线上分享的消费闭环，我们认为从线上种草到线下打卡需求的及时满足是以品牌跨区域的门店建设为前提，因此消费闭环的产生一定程度上会加速餐饮连锁化的提升。

图 65：全国在营购物中心数量增长情况



资料来源：中国连锁经营协会、财信证券

图 66：90 后热衷分享美食



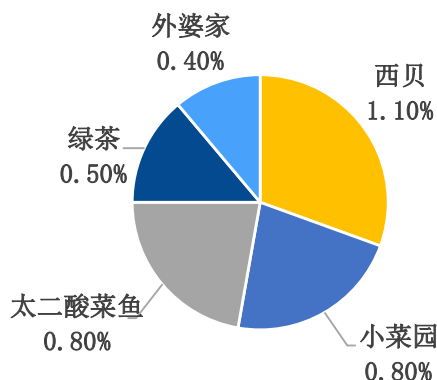
资料来源：《2021 中国美食消费用户行为洞察》、财信证券

4.1.2 细分赛道：正餐行业内部差异化显著，龙头企业集中度的持续提升可期

传统正餐行业规模较大、增速稳健，但需求多元化导致正餐赛道分化，内部标准化、连锁化程度各不相同。根据灼识咨询数据显示（转引自绿茶集团招股书），国内正餐系餐饮 2021 年规模达 2.6 万亿元，占总餐饮总规模的 55.5%，2017-2021 年复合增速达 4.3%，与餐饮行业整体 4.3% 的复合增速持平。考虑到正餐对环境、服务体验、餐品口感的需求较为多元，在供应链、员工培训上标准化管理难度较高，且正餐单体门店的规模通常大于快餐和休闲饮品门店，选址考量因素较多，因此正餐品牌整体连锁化率较低，但从细分赛道来看，连锁化程度又各不相同。其中火锅赛道食材选择多、成瘾性强、社交属性高，产值和坪效较高，赛道优势突出，且无需烹饪易标准化扩张。根据《2022 年中国连锁餐饮行业报告》数据显示，2021 年火锅行业连锁化率在疫情之下加速提升，较 2019 年提升 4.4pcts 至 20.7%；休闲餐饮赛道兼具正餐、快餐特点，出品质量较高、用餐体验方便快捷。根据灼识咨询数据显示，2021 年国内休闲中式餐饮 CR5 仅为 3.6%，伴随央厨以及供应链的升级，休闲餐饮连锁化进程有望持续加速，头部集中度有望进一步提升。

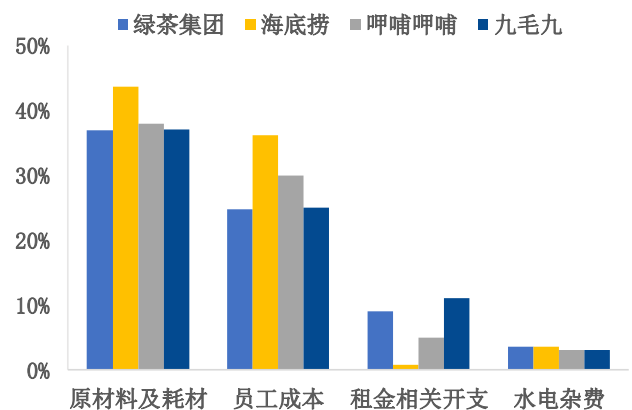
高效率的供应链管理是餐饮企业规模化、连锁化的基础，且疫情导致终端经营承压，终端餐饮门店在成本压力下的生产前置又反促餐饮供应链的发展，餐饮供应链市场迎来风口性机遇。根据 2021 年部分中式餐饮企业主要成本结构显示，原材料及耗材成本占比最高，行业平均水平约 40%；人员成本占比第二，行业平均水平约 30%；房租相关成本占比第三，行业平均水平约 7%。若下游餐饮企业在供应链使用工业化产品，一方面可以减少后厨面积，从而降低房租成本，另一方面可以减少对厨师的依赖，从而降低人工成本，整体提升企业的盈利水平。

图 67：2021 年休闲中式餐饮市场 CR5 市占率



资料来源：灼识咨询、绿茶集团招股说明书、财信证券

图 68：2021 年部分中式餐饮企业主要成本项拆分



资料来源：各公司招股书、各公司年报、财信证券

4.1.3 连锁餐饮业的盈利与成长：品牌势能、规模优势是两大抓手

从公司定位来看，对于讲究品牌 IP 塑造的高价格带公司，盈利核心在于消费者对品牌文化认可之后品牌势能的释放，以此获取高复购率的稳定客群，从而实现品牌门店的稳健扩张、夯实自身的高端定位。此外，品牌势能亦能成为公司与物业的谈判优势，提升品牌曝光度与调性，待门店起量后，公司将凭借规模基础自建供应链，最终实现降本增效。对于讲究规模优势对品牌形成正反馈的低价格带公司，盈利核心在于品牌通过先发优势持续巩固自身性价比之后的规模效应，起初公司会适度通过让利吸引加盟商共同做大门店规模，此后大体量的门店规模会反哺门店的收入与成本，提升公司总部的盈利效益，且规模优势带来的品牌聚集效应会提升客流，公司收取的加盟费用得以提升，最终构建良性的动态盈利闭环。

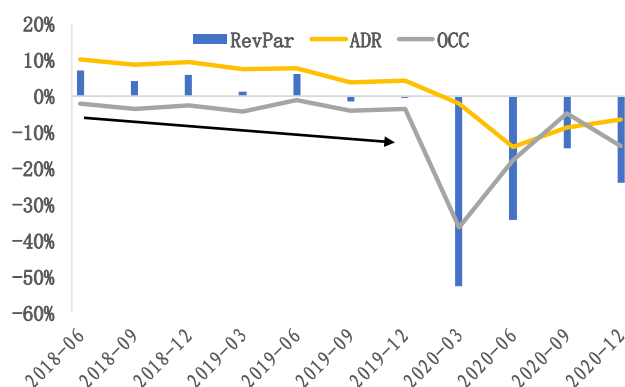
从公司成长来看，我们认为，1) 连锁餐企可通过品牌强化及再定位，例如布局多品牌矩阵，以扩大品牌辐射半径、拓展用户群体，获取新增量；2) 伴随中央厨房、预制菜技术的完善升级，连锁餐企可以不断优化供应链管理体系，持续降本增效、巩固规模优势；3) 服务零售化是连锁餐企的第二成长路径，通过新零售的延伸，餐企可以扩充品类以拉长生命周期。

4.2 酒店：短期受益于周期上行的业绩弹性，中长期受益于结构升级、品牌连锁化的成长性

4.2.1 周期判断与前瞻：疫情导致周期复苏后置，龙头恢复韧性强，加速行业反转复苏

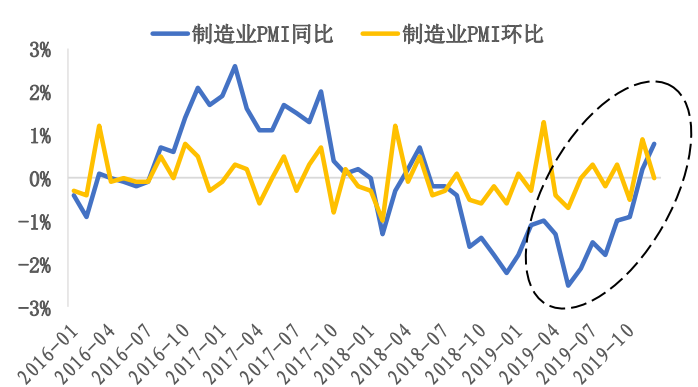
2018 至 2019 年为衰退/萧条期，2019 年末至 2020 年初本应出现复苏拐点，但疫情导致酒店业周期复苏后置。以锦江酒店中国区经营数据为例，2018Q2 起中美贸易战叠加国内宏观经济影响导致行业需求开始下行，同期 OCC 增速开始出现下滑，但 ADR 受前期供不应求影响程度较深，ADR 增速在未来 1 年来保持在较高水平，带动 RevPar 同比持续增长，行业景气度较高；此后，OCC 增速持续下行，供需错配格局开启，在供给端的滞后反应下，最终 RevPar 在 2019Q3 增速转负，行业处于低谷期后段。结合反映商旅需求的前瞻指标制造业 PMI 来看，2019 上半年 PMI 增速反复下探，反映出酒店业处于需求低迷期，此后 PMI 增速显著回升，标志酒店业应于 2019 年末出现需求复苏拐点，但疫情爆发于 2020 年 1 月，之后疫情反复导致局势不明朗，严重冲击了酒店业的需求回升，导致酒店业周期复苏后置。

图 69：2018-2020 年锦江酒店中国区经营数据



资料来源：Wind、公司公告、财信证券

图 70：PMI 反映 2019 年底酒店业本应出现复苏拐点

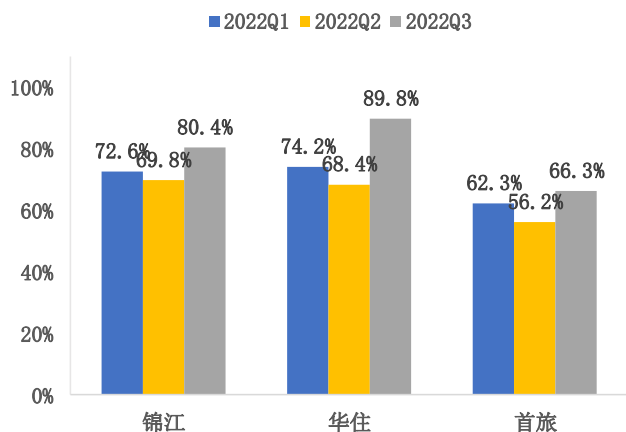


资料来源：Wind、财信证券

从供需格局看酒店行业后续周期演变，我们认为供给已深度出清加速整合，而疫情反复阶段性压制需求，疫情退散之下需求将迎来集中释放期，驱动酒店业周期复苏。供给方面，疫情加速供给端出清，强化了行业马太效应，根据盈蝶咨询数据显示，截至 2021 年底国内住宿业设施总数为 36.1 万家、客房总规模 1423.7 万间，其中酒店住宿业设施（含 15 间客房及以上规模的住宿业）为 25.2 万间、客房总规模 1346.9 万间，同比分别下降 19%、12%，但酒店住宿业设施总规模占比提升 8pcts 至 70%，疫情加速行业尾部企业出清，我们预计 2022 年酒店行业总供给将进一步下滑。值得注意的是，疫情之下，单体酒店抗风险能力较差，承压明显，单体酒店抱团取暖需求强烈，加速了酒店龙头逆势集中进程，以酒店行业整体客房数为分母计算各集团市占率，国内酒店业 CR3（锦江、华住、首旅，均剔除境外酒店客房数）由 2019 年底的 9.6% 提升 6.18pcts 至 2021 年底的 15.77%，马太效应凸显。需求方面，2022 年需求的压力多来自政策对于出行需求的干预，

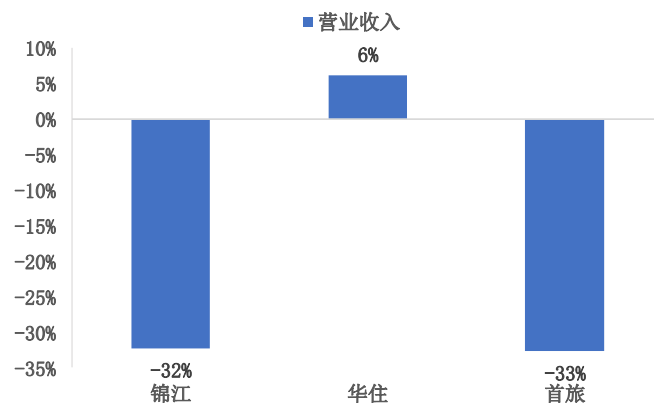
但国内疫情的冲击不断减弱，随着疫后出行需求的集中释放，龙头具备较大复苏弹性。从酒店龙头经营数据上来看，2022年3月末开始全国疫情多点爆发，出现全国性出行阻断局面，对酒店业冲击较深，造成三大集团华住、锦江、首旅酒店境内整体 RevPar 至 2022Q3 仍未恢复到 2019 年同期的 9 成水平，但三大集团内部经营表现有所分化。其中，仅华住境内酒店 2022Q3 收入较疫情前稳步恢复，我们预计酒店龙头在疫情企稳、需求恢复期呈现出高韧性复苏特点，疫后将加速行业周期反转复苏。

图 71：2022 前三季度境内 RevPar 较疫情前恢复情况



资料来源：Wind、公司公告、财信证券

图 72：2022Q3 头部公司境内收入较 2019Q3 增速

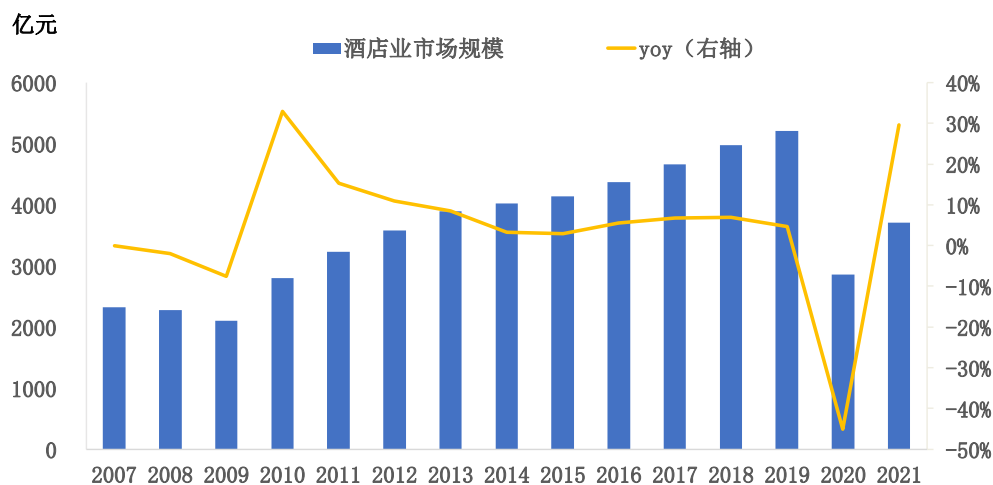


资料来源：Wind、公司公告、财信证券

4.2.2 行业成长逻辑：连锁化率提升，中高端占比增长

酒店业市场整体稳健增长，量价齐升将驱动未来行业市场规模扩容。根据欧睿数据显示（转引自通联数据），2021 年国内酒店业市场规模约 3705 亿元，同比上升 29.60%，不考虑疫情对 2020 年产生的特殊影响，2010-2019 年 CAGR 为 7.16%，行业过去十年稳健增长。

图 73：国内酒店业市场规模及增速



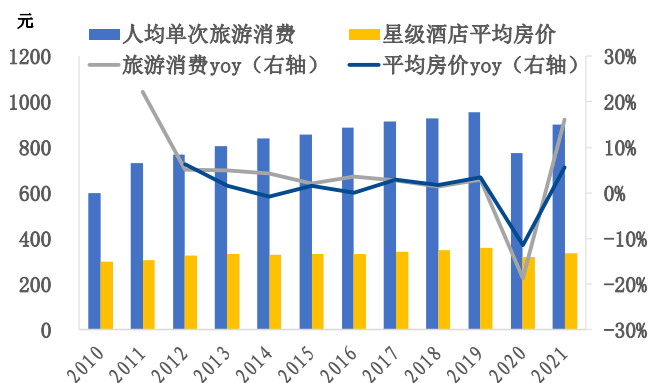
资料来源：欧睿、通联数据、财信证券

我们预计未来酒店业市场扩容的两大驱动因素来自于以下两个方面，

1) 量增：以连锁化率提升带动的连锁酒店规模增长。从供给层面看，酒店集团通常具备会员运营优势，且集团在建设期、运营期内能多方面降低成本，给予加盟商的投资回报率具备较大吸引力；从需求层面看，在居民收入水平提升的大背景之下，消费者更加青睐标准品质的酒店产品，连锁酒店的标准业态具备更强用户粘性。根据盈蝶咨询数据显示，我国酒店连锁化率虽在后疫情时代有明显提升（2021 年酒店连锁化率同比提升 4pcts 至 35%），但对标发达国家 60%的连锁化率水平来看，国内酒店业市场连锁化率仍具备较大提升空间。此外，2020 年底在一线城市、副省级城市及省会城市、其他城市的酒店客房数量占比分别为 10%、29%、61%，国内绝大部分的酒店都分布在低线城市内，然而低线城市的连锁化率仅 30%，远低于一线城市（50%）、副省级城市及省会城市（41%）的连锁化率水平。我们认为，国内酒店龙头在下沉市场连锁扩张的空间广阔，长期支撑其集中度的提升，且进一步促进连锁酒店市场扩容。

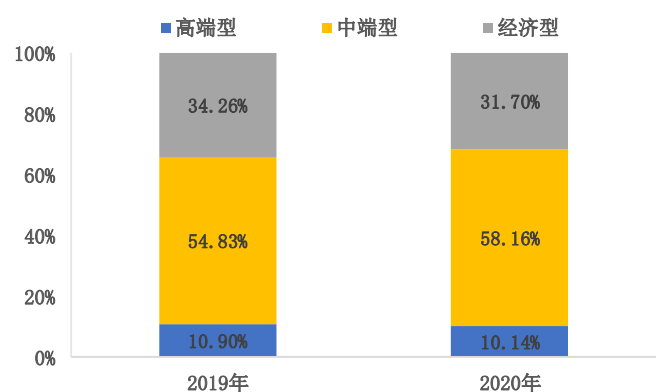
2) 价升：中高端酒店占比提升驱动的均价增长。从供给层面看，国内酒店供给长期失衡，根据盈蝶咨询数据，测算得到 2021 年国内经济型、中档、高档、豪华酒店客房数量占比分别为 59%、19%、14%、8%，金字塔形的酒店供给结构压制国内酒店业房价提升，导致我国酒店房价增速长期低于旅游消费增长；从需求层面看，根据《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》数据显示，2020 年选择中高端型酒店的商旅人群比例同比提升 2.57pcts 至 68.30%，由此可见消费升级之下，消费者更加注重住宿体验、关注酒店服务管理水平，且愿意为其支付一定的高溢价。我们认为，在租金、人力等成本高企的压力之下，酒店企业寻求升级转型的意愿强烈，且消费者对中高档型酒店需求日渐提升，我们预计未来中高端酒店占比提升将驱动酒店业整体均价增长，拉高行业成长的天花板。

图 74：我国酒店房价增速长期低于旅游消费增速



资料来源：Wind、财信证券

图 75：商旅人群对中高端型酒店的偏好提升



资料来源：《2020-2021 中国商旅管理市场白皮书》、财信证券

5 重点公司投资要点

5.1 爱美客（300896.SZ）

公司亮点：1) **产品具备差异化优势。**短线维度上，公司的“嗨体”系列产品因自带流量将最先受益于疫情企稳后的需求反弹，公司短期业绩弹性较强。中线维度上，公司在低价格带上拥有“嗨体”、态活等水光类产品，在高价格带上拥有宝尼达、濡白天使等填充类产品，顺应机构端低价、高价项目两端分化的消费结构变化趋势，公司中期业绩增长确定性较高。此外，在研管线方面，公司亦积极布局肉毒素、治疗额部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶、用于慢性体重管理的利拉鲁肽注射液等多款产品，公司成长价值凸显；2) **商业逻辑清晰赋能终端机构。**公司产品精准定位适应症，起初通过适应症与产品的强连接以建立消费者心智，随后根据终端渠道反馈对产品进行延展再一次巩固消费者心智，一定程度上帮助终端机构降低了获客成本，叠加公司近年来持续开展渠道和机构教育，公司与中下游粘性强，行业龙头地位稳固。

投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 20.80/31.64/44.41 亿元（同比增速分别为 44%/52%/40%），归母净利润分别为 13.27/20.09/28.07 亿元（同比增速分别为 39%/51%/40%），EPS 分别为 6.13/9.29/12.97 元，当前市值对应 PE 分别为 93x/62x/44x，维持公司“买入”评级。

5.2 珀莱雅（603605.SH）

公司亮点：1) **大单品战略成功，主品牌升级，盈利有望持续优化。**2020 年起主品牌珀莱雅践行大单品策略，拥有以红宝石、双抗精华为核心的大单品矩阵，后续通过品类延伸，现已逐渐形成红宝石、双抗、源力三大核心系列，主品牌升级确定性强。2021 年以来，大单品在公司各大主力渠道上占比显著提升，天猫渠道大单品占比现已接近 65%，京东渠道大单品占比接近 40%，此外今年 2 月抖音渠道开设专卖大单品的新账号，抖音渠道大单品占比已提升至 50%，我们预计公司今年整体毛利率或将有一定上升空间；2) **类护肤逻辑匹配公司经验，子品牌成长，第二成长极已显。**第二品牌彩棠明确以底妆为发展重点，2022 年起量快，预计将超过 5 亿销售额；3) **中台进行统一赋能，多品牌运营管理能力提升。**此前公司各品牌事业部之间独立分散，存在内部资源倾斜问题，近年来公司注重中台部门的集约化管理，以统一赋能公司多品牌矩阵搭建，例如产品开发中台部门之下能力较强的员工可在各品牌组之间灵活调配，内容开发中台部门在对外投放上以公司为主体，加强 KOL 与公司层面合作而非与公司体内单个品牌合作，为大流量与小品牌合作创造潜在机会。2021 年以来，公司旗下新锐品牌及其他小品牌亏损逐步收窄，并于 2022Q1 全部扭亏为盈，公司当下的 ROI 维持在 1:3 的较高水平，我们认为公司的品牌运营管理能力日渐提升，有望优化其远期盈利能力。

投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 59.64/74.78/91.56 亿元（同比增速分别为 29%/25%/22%），归母净利润分别为 7.49/9.69/11.98 亿元（同比增速分别为

31%/26%/22%)，EPS 分别为 2.64/3.42/4.23 元，当前市值对应 PE 分别为 62x/48x/39x，维持公司“买入”评级。

5.3 华熙生物 (688363.SH)

公司亮点：1) 公司四大功能性护肤品牌兼具显著成长性，品牌矩阵搭建逐步完善、费用管控逐步优化，护肤品版块产品开发力提升的 α 逻辑将支撑公司中短期业绩确定性增长。公司功能性护肤品业务的四大品牌分梯度逐步发展，整体保持高增长态势，其中核心品牌润百颜已逐渐降低对头部主播依赖，夸迪深耕私域运营费用率呈现下降趋势，米蓓尔凭借面膜及爽肤水两大优势、肌活依靠糙米精华水大单品成功抢占油皮护肤赛道红利，流量基础稳定。公司护肤品业务逐步降低对 KOL 依赖，现阶段功能性护肤品各品牌盈利模型正在稳步跑通，中短期内公司利润有望得到较大程度释放；2) 公司打造生物活性物平台型企业的战略发展清晰，持续发力合成生物学、新入局胶原蛋白领域，长期业绩弹性或将来源于新原料的 β 价值。合成生物学全过程由前端菌种改造、中端代谢合成、后端生物发酵生产等多环节组成，因此合成生物型企业天然具有平台延伸性。2021 年以来公司在底层基础研究领域重点发展合成生物学，多年来在 2C 业务上积累了一定的终端业务体量及渠道流量，一方面上游新原料可借助终端产品渠道实现商业变现，另一方面下游终端的消费者洞察及已形成的规模优势能反赋能至原料生产端，提升原料后期的商业化成功率且构筑成本优势，我们认为公司有望通过其底层的研发平台+成果转化平台+市场转化能力，继续复制其在经典原料透明质酸上的成功，打造出下一个现象级原料产品。此外，公司已收购益而康生物 51% 股权，布局胶原蛋白海绵和人工骨产品，同时公司的自研重组胶原蛋白亦在进程中，近期已发布，未来有望实现胶原蛋白原料+终端产品的产业链协同效应。

投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 69.02/90.06/113.42 亿元（增速分别为 40%/30%/26%），归母净利润分别为 10.29/13.25/16.72 亿元（增速分别为 31%/29%/26%），EPS 分别为 2.14/2.75/3.48 元，当前市值对应 PE 分别为 65x/50x/40x，维持公司“买入”评级。

5.4 贝泰妮 (300957.SZ)

公司亮点：1) 大单品立身，主品牌产品线延伸，流量爆款常新。大单品特护霜、清透防晒乳持续放量增长，爆品冻干面膜表现亮眼，新品抗初老精华、淡斑精华等上量迅速，2022 年下半年公司将在巩固“敏感肌”系列地位同时，继续将产品线积极拓展抗初老、美白等新功效领域。薇诺娜 Baby 继续依靠临床背书的竞争力和线下渠道基础，向中高端化迈进。抗衰新品牌 AOXMED 定位高端，聚焦千元以上价格带，共“专妍”/“美妍”/“萃妍”等三大系列，预计从线下医美机构切入，后期或将复制主品牌打法采用线下辐射线上模式进行推广；2) 全渠道精细运营，OTC 渠道具备较大拓展红利。2022 年公司将坚持天猫为基本盘，抖音、快手等平台作为爆发点，线下 OTC 渠道通过网点扩张+同店增长有望维持高增，此外线下销售通过 BA 引流将用户导入私域流量池，私域流量在线上放

量销售后公司能追踪获取消费者偏好以制定品牌销售节奏，实现了渠道-营销的正向闭环；

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营业总收入预测分别为 56.14/75.12/97.31 亿元（增速分别为 40%/34%/30%），归母净利润预测分别为 11.63/15.61/20.67 亿元（增速分别为 35%/34%/32%），EPS 分别为 2.75/3.69/4.88 元，当前市值对应 PE 分别为 55x/41x/31x，给予公司“增持”评级。

6 风险提示

宏观经济下行风险；疫情反复风险；政策推出时间不及预期风险；行业竞争加剧风险；新品研发不及预期风险；食品安全问题风险；门店扩张增速不及预期风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438