

# 商贸零售行业双周报

## 水果零售龙头百果园登陆港股，美妆个护12月线上略有承压

超配

### 核心观点

**百果园：国内水果零售龙头。**公司成立于2001年，主要销售新鲜水果，收入占比维持在95%以上。根据弗若斯特沙利文数据，公司在水果零售行业市场份额排名第一，2021年营收102.89亿元，净利润2.21亿元，2019-2021年CAGR分别为7.07%和-5.58%。2022上半年，疫情因素下公司营收仍同比增长7.05%，净利润增长38.68%。公司已构建了全渠道销售网络，覆盖国内22个省市和140多个城市，线下渠道拥有5645家门店，线上渠道包括小程序、第三方电商平台等。公司门店以加盟模式为主，2021年收入占比81.34%，主要布局一二线城市，2021年收入占比59.09%，未来下沉市场拓展空间大。

**美妆个护12月线上表现：**根据久谦大数据跟踪，从美妆个护整体线上表现来看，12月份三大平台实现收入276.92亿元，整体下滑8.3%。**分平台看**，12月份天猫/京东/抖音美妆个护127.63/47.46/101.83亿元，同比来看，天猫/京东分别下滑27.6%/4.1%，抖音增加33.5%。**分品类来看**，12月护肤品天猫/京东同比下滑28.0%/11.8%，而抖音逆势而上增长22.3%；彩妆香水12月在天猫/京东，同比分别下滑41.8%/30.7%，抖音则上涨49.9%。整体来看，在双十一的“虹吸”效应，以及疫情等影响下，12月整体美妆线上数据表现略承压，但新兴电商平台如抖音等凭借渠道红利仍有靓丽增长。

**投资建议：**维持板块“超配”评级。随着当前疫情因素的缓解，叠加刺激消费政策措施的密集出台，2023年压制消费行业因素有望逐步消除。我们建议短期兼顾基本上具备疫后反弹潜力和空间，以及估值上具备一定安全边际的标的。主要推荐：1) 黄金珠宝：具备刚需特征疫后复苏确定性高，且龙头积极拓店集中度迅速提升，推荐**迪阿股份、周大福、周大生、老凤祥**；2) 医疗美容：疫情不改行业高景气度，合规监管助力龙头加速扩张，推荐**爱美客、朗姿股份**等；3) 线下百货：线下客流有望疫后逐步修复，龙头转型拓新带来新想象空间。推荐**重庆百货、王府井**等。4) 化妆品：行业去化及疫情影响有望弱化，龙头积极调整下夯实主业，同时加速开拓第二曲线打开远期空间，推荐**贝泰妮、鲁商发展、华熙生物、珀莱雅**等。

**风险提示：**疫情反复；新品推广不及预期；渠道拓展不及预期

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
301177.SZ	迪阿股份	增持	66.78	267.13	2.93	3.88	22.79	17.21
1929.HK	周大福	买入	17.00	1700.00	0.64	0.79	26.56	21.52
300896.SZ	爱美客	买入	624.90	1352.03	6.48	9.32	96.44	67.05
600223.SH	鲁商发展	买入	11.23	114.16	0.30	0.38	37.43	29.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：周大福货币单位为港元

### 行业研究·行业周报

#### 商贸零售

#### 超配·维持评级

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：孙乔蓉若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

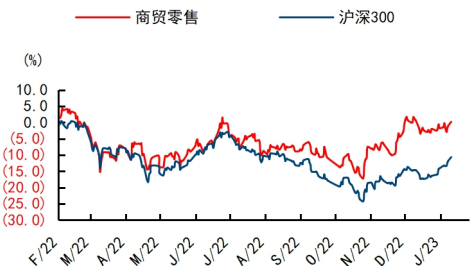
证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《商贸零售行业2023年1月投资策略-促消费政策多管齐下，积极把握板块反弹机遇》——2023-01-03

《商贸零售行业快评-促消费扩内需强化复苏信心，积极布局板块反弹机遇》——2022-12-19

《商贸零售行业2022年度投资策略-紧扣消费复苏主线，把握龙头业务拓圈机遇》——2022-12-06

《2022年“双11”电商大促点评-直播电商快速增长，国货美妆龙头表现靓丽》——2022-11-22

《11月投资策略暨美护板块三季报总结-行业分化仍在加剧，龙头公司稳中向好》——2022-11-03

## 内容目录

百果园：国内水果零售龙头.....	4
公司营收结构分析.....	4
公司股权结构及管理层.....	6
公司主要财务数据.....	8
募集资金投向.....	9
水果零售行业概况.....	9
美妆个护线上表现：12 月份线上整体增速下滑，抖音逆势实现 33.5%增长.....	12
投资建议.....	14
免责声明.....	16

## 图表目录

图 1: 百果园历史沿革.....	4
图 2: 百果园营业收入及增速 (亿元、%) .....	4
图 3: 百果园净利润及增速 (亿元、%) .....	4
图 4: 百果园分业务收入增速 (%) .....	5
图 5: 百果园分业务收入占比 (%) .....	5
图 6: 百果园营收分品类占比 (%) .....	5
图 7: 百果园分品类收入增速 (%) .....	5
图 8: 百果园产品销售收入中分渠道占比.....	6
图 9: 百果园分区域销售占比 (%) .....	6
图 10: 百果园股权结构 (全球发售完成后, 假设超额配售权未获行使) .....	7
图 11: 百果园毛利率/净利率 (%) .....	8
图 12: 百果园销售费用/管理费用/研发费用率 (%) .....	8
图 13: 百果园存货及应付/应收账款周转天数 (天) .....	9
图 14: 百果园经营活动所得现金流净额情况 (亿元、%) .....	9
图 15: 中国水果零售市场规模 (亿元、%) .....	10
图 16: 中国水果零售市场规模分渠道占比变化 (%) .....	10
图 17: 中国冷链车保有量情况 (万辆) .....	10
图 18: 天猫、京东、抖音三大平台销售情况.....	12
图 19: 线上渠道细分品类销售情况.....	12
表 1: 百果园主要经营品类.....	5
表 2: 百果园主要管理层履历.....	7
表 3: 百果园募集资金投向.....	9
表 4: 中国水果零售市场前五大零售企业市场份额 (% , 2021 年数据) .....	11
表 5: 天猫平台部分品牌销售额及同比增速 (万元) .....	13
表 6: 京东平台部分品牌销售额及同比增速 (万元) .....	13
表 7: 抖音平台部分品牌销售额及同比增速 (万元) .....	14
表 8: 重点公司盈利预测及估值.....	15

## 百果园：国内水果零售龙头

百果园成立于 2001 年，主要销售新鲜水果，亦销售果干、果汁等果制品，建立了一个全国性的贴近社区、线上线下一体化及店仓一体化的水果专营零售网络。

公司总体上构建了全渠道销售网络，覆盖中国 22 个省市和 140 多个城市，其中线下渠道拥有 5645 家门店（截至 2022 年 12 月 20 日），加盟店 5626 家。线上渠道包括小程序、第三方电商平台等，同时通过第三方外卖平台为消费者提供便捷的在线购物服务。

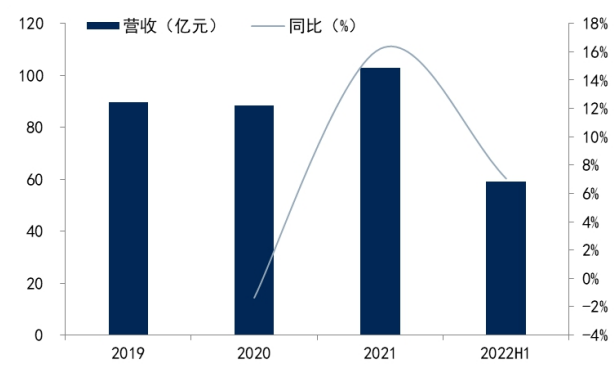
图1：百果园历史沿革



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

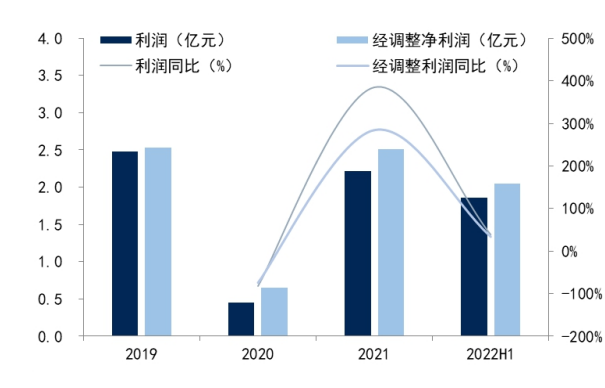
业绩方面，公司 2021 年营收 102.89 亿元，同比增长 16.22%，2019-2021 年 CAGR 为 7.07%；2021 年净利润 2.21 亿元，同比增长 384.8%，经调整净利润（剔除上市费用影响）2.51 亿元，同比增长 284.3%，2019-2021 年 CAGR 为-0.43%。2022 上半年看，公司营收 59.15 亿元，同比增长 7.05%，净利润 1.86 亿元，同比增长 38.7%，经调整净利润 2.05 亿元，同比增长 33.9%。

图2：百果园营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图3：百果园净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理 注：经调整主要系加回上市费用

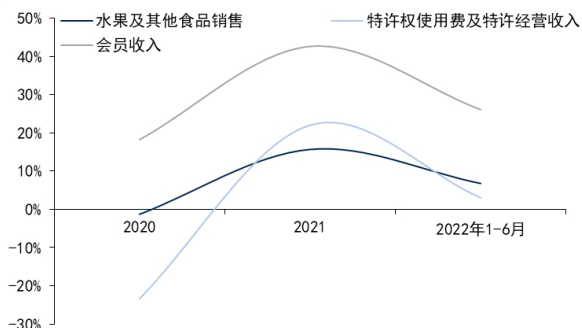
### 公司营收结构分析

#### ◆ 分业务：产品销售为主，少量特许权使用费及特许经营收入

公司营收贡献主要来自于水果及其他食品的销售，收入占比维持在 97%左右。此

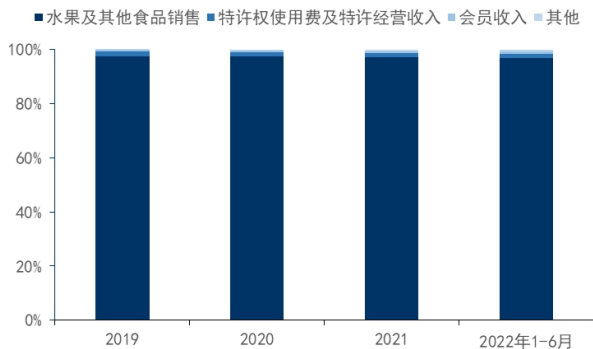
外，公司 1.5%-1.8%的收入来自向加盟商收取的特许权使用费及特许经营收入，收取比率主要与加盟门店的月毛利相关。会员收入占比 0.5%-0.8%。

图4：百果园分业务收入增速（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图5：百果园分业务收入占比（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

### ◆ 分品类：新鲜水果为主

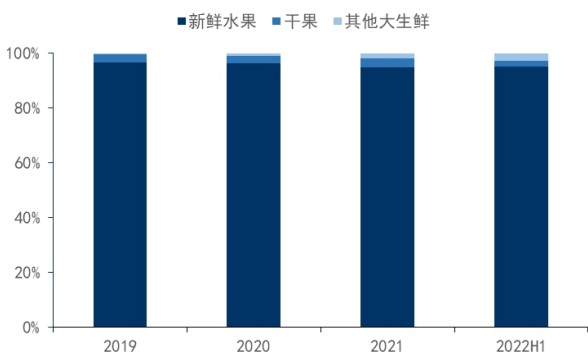
公司以销售新鲜水果为主，收入占比维持在 95%以上，提供超过 60 类水果，从常见种类的水果到罕见的季节性水果。此外，干果类产品 2022 上半年收入占比为 2.2%，其他大生鲜产品收入占比 2.7%。

表1：百果园主要经营品类

类别	详情
水果	分销各类新鲜产品，主要集中于新鲜水果，亦提供干果零食及果汁产品。提供超过 60 类水果，从常见种类的水果到罕见的季节性水果，涵盖瓜类、柑橘类、浆果类、核果类等各个种类
其他大生鲜	分销各种大生鲜、包括非标品的产品蔬菜、鲜肉及海鲜产品，以及粮油、乳制品等预包装的标品及冷藏食品等其他产品，覆盖超过 100 种其他大生鲜

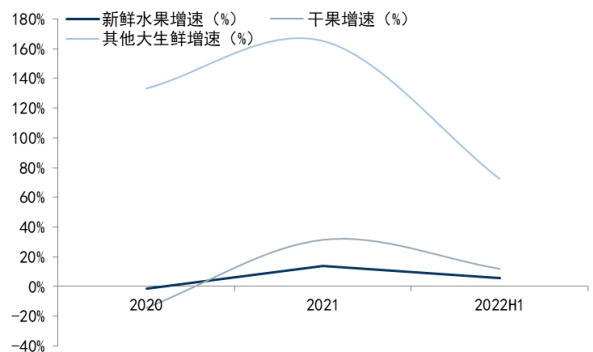
资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图6：百果园营收分品类占比（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图7：百果园分品类收入增速（%）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

### ◆ 分渠道：加盟店收入占比高，一二线城市收入占比高

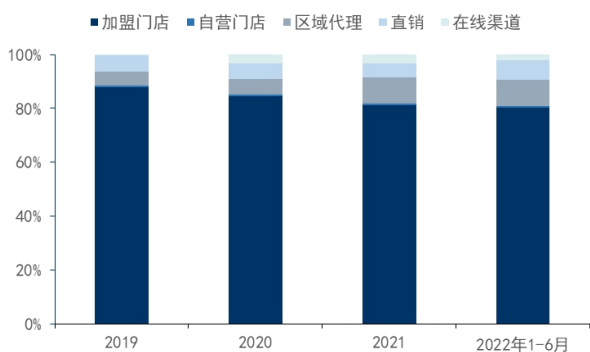
公司线下 5645 家门店分布在全国 140 多个城市的居民区、商业街，主要位于距目标消费者步行 15 分钟内，构成社区生活圈的一部分。公司同时快速拓展线上渠道，包括自营 APP、小程序，第三方电商平台及第三方餐饮外卖平台等，为消费者提供及时达、次日达及到店自提等服务。

具体占比情况看，公司产品销售收入中，线下渠道 2021 年占比 96.7%，最新的 2022 上半年占比 97.8%。线上渠道占比在 3%左右，数字较低主要系公司的收入确认中，及时达的销售和第三方外卖平台的销售计入相应的线下门店收入。而从订单量的维度看，线上渠道的订单量占比持续提升，2022 上半年占比超过 25%。

从直营和加盟的分布看，公司产品销售收入中，加盟门店贡献主要收入，2019-2021 年占比分别为 88.0%/84.6%/81.34%，2022 年上半年受疫情防控影响，加盟门店营收有所承压，收入占比小幅减至 80.32%。

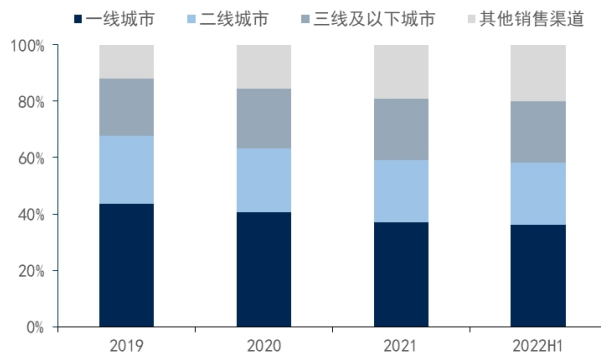
从城市级别分布看，公司产品销售收入中，一二线收入占比较高，2019-2021 年在占比分别为 67.81%/63.27%/59.09%，2022 上半年占比 58.23%。而下线城市占比则不断提升，公司未来也将继续向低线城市渗透，2021 年 43%的新加盟店开设在三线及以下城市。

图8：百果园产品销售收入中分渠道占比



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

图9：百果园分区域销售占比 (%)



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 公司股权结构及管理层

股权结构方面，全球发售完成后（假设超额配售权未获行使），公司联合创始人、执行董事兼董事长余惠勇直接持有公司 24.32% 股份，通过配偶及受控法团宏愿善果等持有 22.31% 股份，合计享有约 46.63% 的权益。

公司设立了恒义利投资、宏愿善果、汇智众享及合顺利如四个员工持股平台，作为员工激励的一部分，分别持有公司 7.64%、8.22%、2.72% 和 2.97% 股份，其中前三个平台由余惠勇担任（执行）普通合伙人，合顺利如由焦岳（公司执行董事兼常务副总经理）控制。

图10: 百果园股权结构（全球发售完成后，假设超额配售权未获行使）



资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

**管理层方面，公司管理层在零售业态经验、水果供应链、加盟网络管理及信息化系统建设方面均拥有丰富经验。**其中董事长余惠勇拥有 20 余年的行业经验，曾获 2015 年中国年度农业领袖人物、2016 年中国果业年度人物等称号。总经理徐艳林拥有近 20 年的零售业经验，负责整体发展及运营。创始合伙人兼副董事长田锡秋先生深耕水果供应链领域多年，熟悉国内外水果种植基地及贸易市场。常务副总经理焦岳深耕电商领域 10 年，负责零售网络运营与管理。

副总经理龚建明拥有近 20 年的零售业经验，负责优化加盟体系及拓展加盟网络。副总经理徐永剑先生在信息科技领域从业 20 年，负责产业信息平台的构建。公司亦拥有一支专业的水果采购队伍，团队领导人副总经理朱启东先生在百果园创立初期加入集团，具备丰富的采购与一线运营经验。公司整体也积极重视人才的发展和储备，以好果子大学堂为核心，在管理及运营重要环节培养综合性人才。校园招聘拥有雏鹰、果核、星火三大人才培养计划，重点培养综合管理、上游种植及市场运营各领域英才。

表2: 百果园主要管理层履历

姓名	职位	负责业务	简介
余惠勇	执行董事、负责股东大会决议案实施、制定集团整体战略 董事长	协助制定集团整体发展战略	毕业于江西农业大学，曾任江西省农业科学院食用菌研究所研究员，曾获 2015 年中国年度农业领袖人物、2016 年中国果业年度人物、中国连锁业成就奖、广东特许经营十年领袖人物、中国创投红树林奖·年度创新人物、改革开放四十年果品行业杰出人物、深圳商业四十年十大功勋人物等
徐艳林	执行董事、总经理	管理整体业务运营	22006 年起担任公司总经理，2021 年 10 月起任深圳市盐田区第六届政协委员，曾获特别贡献人物奖（2017 年）、中国十大教导师型企业家（2019 年）、中国连锁业杰出女性牡丹奖（2019 年）、2019 产业领袖奖、2020 年度中国 30 位最具影响力商界女性等
田锡秋	执行董事、副董事长	协助制定集团整体发展战略	还担任江西王品董事长、王品果业实业发展（深圳）有限公司董事
焦岳	执行董事、常务副总经理	管理本集团的日常业务运营	华南理工大学工程学士，曾任聚鲜（北京）科技有限公司首席执行官、友盟同欣（北京）科技有限公司副总裁
朱启东	执行董事、副总经理	管理本集团采购、批发及销售	2019 年 10 月起任海南胜杰农业发展有限公司董事，2017 年 3 月起任上海牛果农业科技有限公司董事，曾任成都市天一展览服务有限公司业务经理
龚建明	副总经理	管理加盟网络的拓展及加盟商运营	华中理工大学工程学士，曾任南京鲜时代农业发展有限公司董事兼总经理、上海大润发有限公司管理的若干超市总经理
徐永剑	副总经理	管理集团技术开发	江西师范大学数学学士，华南理工大学计算机硕士，曾任深圳易秒通总经理、中国人民财产保险股份有限公司深圳分公司信息技术部总经理

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

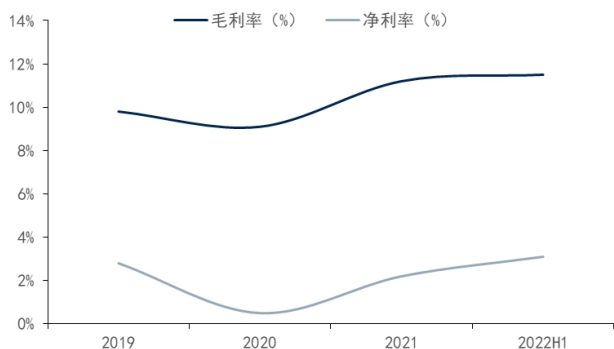
## 公司主要财务数据

1) **盈利能力方面**, 公司 2019-2021 年毛利率分别为 9.8%/9.1%/11.2%, 2022 年上半年为 11.5%, 整体稳步向好。其中加盟门店同期毛利率分别为 6.8%/7.1%/9.2%/9.1%, 自营门店毛利率分别为 27.2%/27.6%/27.3%/28%。公司 2021 年毛利率增幅显著, 主要系 2021 年疫情相对稳定情况下公司提高了对于加盟商的售价, 以及终端优质水果产品的需求不断增加, 如 2021 年招牌分类下的前五名水果产品每公斤售价同比增长 4.1%-11.2%。

费用率看, 销售费用率方面, 公司 2019-2021 年销售费用率分别为 3.8%/4.5%/4.4%, 2022 年上半年为 4.2%, 整体稳步下降。具体构成看, 销售费用中 60% 为薪酬及员工福利, 2021 年公司提高了月薪方案及推出更具吸引力的年终奖计划, 奖金由 2020 年的 450 万元增加至 2021 年的 1910 万元。销售费用中 15% 左右为营销及推广费用, 公司近年来费用控制稳定, 总体呈现下降趋势。

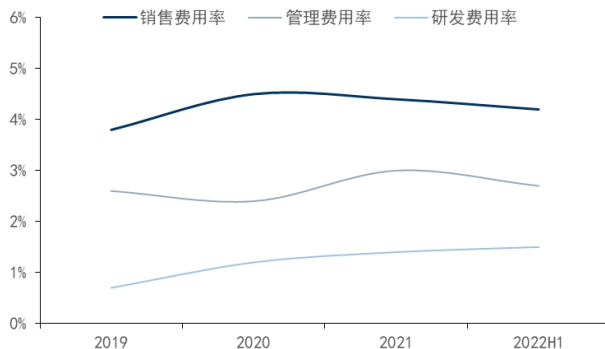
管理费用率看, 公司 2019-2021 年管理费用率分别为 2.6%/2.4%/3.0%, 2022 年上半年为 2.7%, 总体管控良好。其中 2021 年略高受上市筹备产生的服务费增加等因素影响。研发费用率 2019-2021 年分别为 0.7%/1.2%/1.4%, 2022 年上半年为 1.5%, 研发费用支出主要系 IT 基础设施及软件的升级与更换等。

图 11: 百果园毛利率/净利率 (%)



资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

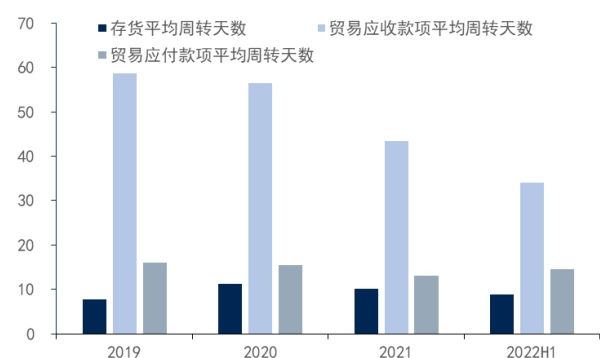
图 12: 百果园销售费用/管理费用/研发费用率 (%)



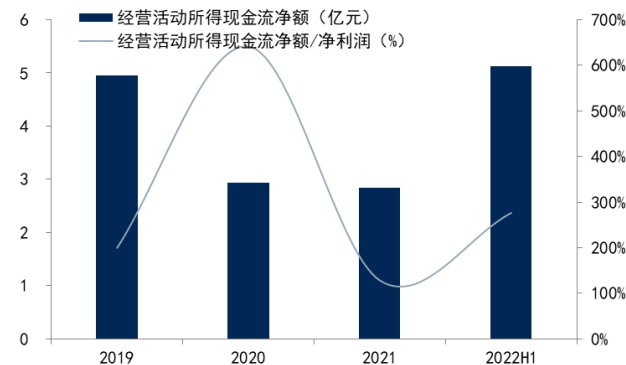
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

2) **营运及现金流方面**, 公司整体存货周转天数 2019-2021 年分别为 7.7/11.2/10.1 天, 2022 年上半年存货周转效率进一步提升, 平均周转天数减至 8.80 天, 主要受益于公司数字化转型对存货数据的及时追踪、智能物流等存货管理能力提升等。其中新鲜水果, 具有储存及保质期较短、周转较快的特性, 公司对于易腐水果由初加工配送中心至零售门店的平均存货周转期通常约 2.5 天。

应收账款方面, 公司 2019-2021 年贸易应收款项周转天数分别为 58.6/56.4/43.4 天, 2022 上半年年 34.1 天, 整体稳步下降, 反映公司对于加盟商客户的良好收款记录。应付账款周转天数保持相对稳定, 基本在 13-15 天之间。现金流方面, 公司截至 2022 上半年, 经营活动所得现金流净额为 5.13 亿元, 较 2021 年全年的 2.84 亿元实现改善, 受益公司加强了收款管理, 其中贸易应收款项减少 7280 万元, 按金、预付款项及其他应收款项减少 5560 万元。

**图13: 百果园存货及应付/应收账款周转天数 (天)**


资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

**图14: 百果园经营活动所得现金流净额情况 (亿元、%)**


资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 募集资金投向

公司此次 IPO 发行定价 5.6 港元, 合计募集净额约 3.66 亿港元, 资金主要用于强化供应链体系建设、培育自有品牌、提高仓配自动化水平、IT 系统升级优化等。具体如下表所示:

**表3: 百果园募集资金投向**

募投项目	具体内容	投入资金 (占募资的比重)
改善及加强供应链体系	提升研发能力, 维持多元、优质的产品供应	10%
	进一步渗透供应链, 孵化自有品牌	10%
	提高加工及配送中心的自动化水平	10%
	提高物流仓储系统的效率及生态友好性	10%
	提升会员运营、管理能力及扩大会员基群	5%
升级和改进核心 IT 系统及基础设施 (主要为中台)		25%
偿还部分有息银行借款		25%
作为营运资金及一般公司用途		5%

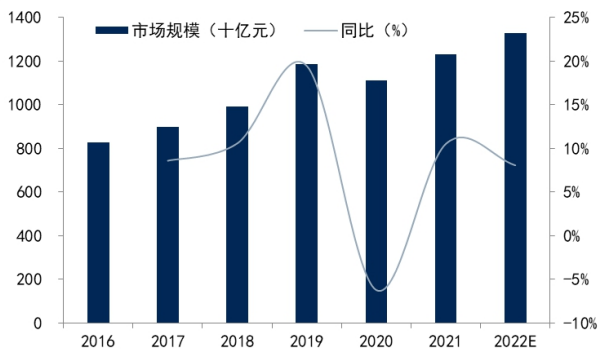
资料来源: 公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 水果零售行业概况

据弗若斯特沙利文数据(引自百果园招股书), 2021 年中国水果零售市场规模 1.23 万亿元, 2016-2021 年复合增速为 8.2%。未来随着消费者健康饮食意识的提升, 优质水果供给的提升, 整体行业规模有望维持 7.6%的复合增速至 2026 年的 1.78 万亿元。

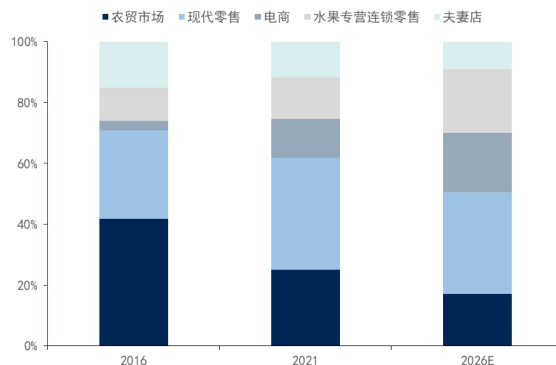
按渠道划分看, 水果零售渠道主要分为农贸市场、现代零售 (超市等)、电商及水果专营零售店 (包括专营连锁零售和夫妻店)。总体趋势看, 随着居民对于购物环境要求的提升、对于价格透明、以及便利性需求增加, 现代零售、专营连锁渠道和电商渠道占比提升, 其中现代零售渠道的销售额占比从 2016 年的 29%提升至 2021 年的 37%, 已成为第一大渠道; 专营连锁零售渠道占比从 10.8%提升至 13.5%; 电商渠道占比从仅 3.3%提升至 12.8%。

图15: 中国水果零售市场规模 (亿元、%)



资料来源: 弗若斯特沙利文 (引自百果园招股书)、国信证券经济研究所整理

图16: 中国水果零售市场规模分渠道占比变化 (%)



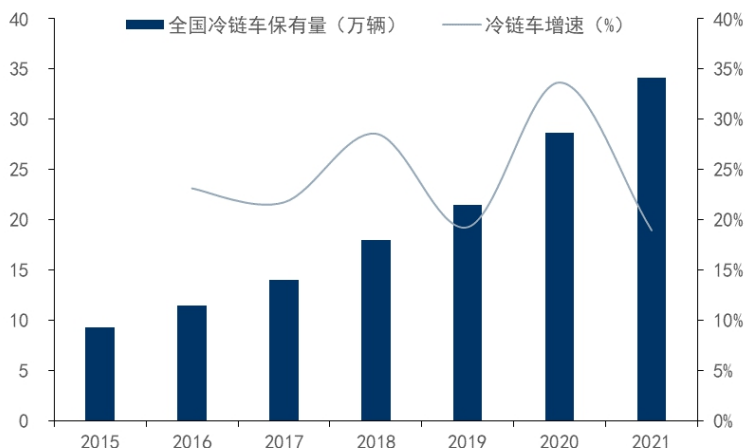
资料来源: 弗若斯特沙利文 (引自百果园招股书)、国信证券经济研究所整理

未来发展驱动看, 1) 需求端在于居民健康饮食习惯的提升, 推动水果总体消费量增长。据弗若斯特沙利文数据 (引自百果园招股书), 美国人均水果年消费量约为中国的 2.1 倍, 日本人均水果年消费量约为中国的 1.4 倍。

2) 供给端看, 主要在于恒温及冷链技术的快速发展, 为消费者提供了新鲜的水果供应, 极大提升了用户体验, 对于企业而言也有效降低了损耗率, 提升盈利能力。据中物联冷链物流专业委员会 (农产品供应链分会) 数据, 2021 年全国冷藏车市场保有量达到 34.14 万辆, 冷库市场容量达到 1.96 亿立方米, 十年间冷藏车保有量增长 7 倍, 冷库容量实现将近翻两番增长。

政策也在积极鼓励冷链物流的发展, 国务院办公厅印发的《“十四五”冷链物流发展规划》提到, 到 2025 年, 初步形成衔接产地销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络, 基本建成符合我国国情和产业结构特点、适应经济社会发展需要的冷链物流体系。

图17: 中国冷链车保有量情况 (万辆)



资料来源: 中物联冷链物流专业委员会、国务院办公厅、国信证券经济研究所整理

市场竞争格局方面，目前水果零售市场格局较为分散，前五大企业的市占率合计3.6%，其中百果园以1%的市场份额排名第一。在疫情的客观影响下，以及未来随着龙头企业经营能力，尤其是供应链建设能力的强化，预计头部企业的市场份额逐步提升。

表4：中国水果零售市场前五大零售企业市场份额（%，2021年数据）

	市场份额	水果零售额（十亿元）	门店数
百果园	1.00%	12.7	5249
公司A	0.90%	10.8	4320
公司B	0.70%	8.5	1065
公司C	0.60%	7.7	4313
公司D	0.40%	5.2	302

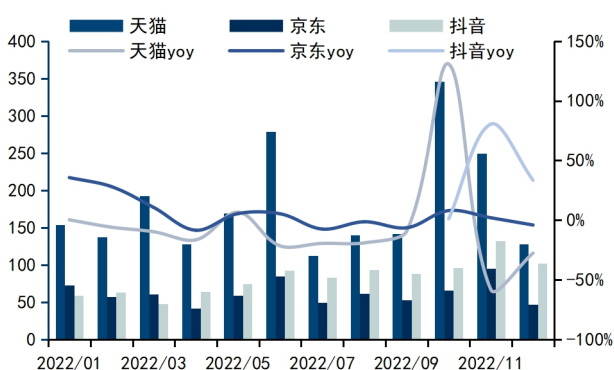
资料来源：弗若斯特沙利文（引自百果园招股书）、国信证券经济研究所整理

## 美妆个护线上表现：12 月份线上整体增速下滑，抖音逆势实现 33.5%增长

根据久谦大数据跟踪，从美妆个护整体线上表现来看，12 月份三大平台实现收入 276.92 亿元，整体下滑 8.3%，但平台分化明显。分平台看，12 月份天猫/京东/抖音美妆个护 127.63/47.46/101.83 亿元，同比来看，天猫/京东分别下滑 27.6%/4.1%，抖音增加 33.5%。

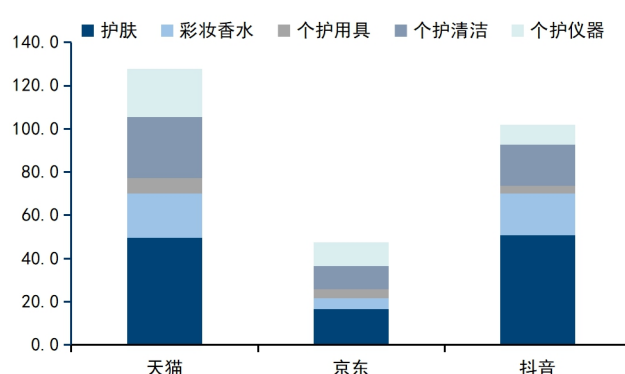
分品类来看，12 月护肤品在天猫/京东/抖音分别实现 49.69/16.63/50.92 亿元，作为第一大细分品类，分别占比 38.9%/35.0%/50.0%，而在增速方面，天猫/京东同比下滑 28.0%/11.8%，而抖音逆势而上增长 22.3%；个护清洁作为第二大细分品类，占比 20.9%；彩妆香水 12 月在天猫/京东/抖音分别实现 20.37/5.08/19.21 亿元，同比分别下滑 41.8%/30.7%，而抖音依靠平台自身红利再次上涨 49.9%。

图 18: 天猫、京东、抖音三大平台销售情况



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

图 19: 线上渠道细分品类销售情况



资料来源：久谦数据、国信证券经济研究所整理

分品牌来看，珀莱雅依旧占据龙头地位，天猫/京东/抖音上实现 1.97/0.54/0.70 亿元，同比-1%/+24%/+26%，位于整体护肤品类第 1/5/5 名；薇诺娜在天猫/京东/抖音实现 0.91/0.23/0.19 亿元，分别同比-24%/+12%/-10%；华熙生物旗下四大护肤品品牌在天猫上由于平台的影响而增速均有所下滑，但夸迪在京东和抖音上分别实现了 85%、763%的高增速，同时润百颜在抖音也实现翻倍增长。彩妆方面，虽然整体增速下滑，但国货品牌仍表现强劲，彩棠在天猫/京东/抖音分别实现增速 28%/-32%/234%，恋火更是在三大平台均实现 250%左右的增长。

**表5: 天猫平台部分品牌销售额及同比增速 (万元)**

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	
薇诺娜	销售额	12837	9637	24927	14099	11790	43322	7753	11758	13837	79293	57841	9061
	yoy	71%	41%	118%	21%	21%	34%	-16%	18%	32%	315%	-46%	-24%
珀莱雅	销售额	15902	13160	28178	16117	21288	36872	9448	13335	17259	111104	31379	19740
	yoy	42%	34%	96%	24%	45%	15%	-25%	-7%	7%	492%	-66%	-1%
润百颜	销售额	3168	2087	4440	2728	4996	7849	2180	3227	3531	7384	5721	2689
	yoy	-7%	-39%	-44%	-15%	21%	-31%	-29%	-19%	-21%	231%	-64%	-22%
夸迪	销售额	3768	3495	6632	4804	1363	19849	548	1754	8371	49283	2732	3261
	yoy	-39%	19%	85%	-6%	-64%	55%	-84%	-43%	140%	1200%	-95%	-33%
肌活	销售额	1428	1443	2788	1702	3301	3443	1152	1613	1455	3450	2178	1046
	yoy	52%	-4%	143%	65%	306%	33%	24%	16%	-16%	224%	-67%	-19%
米蓓尔	销售额	771	2060	3039	1749	7361	5957	897	1697	1912	13921	1487	1138
	yoy	-24%	207%	251%	71%	539%	62%	11%	71%	91%	1602%	-80%	-13%
玉泽	销售额	3591	3121	5040	2489	2814	3929	1059	1627	1934	6221	3774	1878
	yoy	-9%	-49%	-51%	-49%	-48%	-80%	-63%	-51%	-56%	148%	-91%	-58%
佰草集	销售额	1042	871	1687	589	1180	1803	644	1022	1042	2212	2225	946
	yoy	-3%	37%	-2%	-42%	-24%	-48%	-17%	-17%	-29%	68%	-76%	-47%
丸美	销售额	2523	2768	3813	1918	2387	4781	1615	1956	2606	4213	4835	2275
	yoy	-42%	-36%	-19%	-45%	-44%	-34%	-42%	-52%	-41%	13%	-50%	-29%
瑗尔博士	销售额	2249	2447	5494	3437	5733	8660	2204	2521	3254	6117	4831	1997
	yoy	50%	55%	37%	76%	185%	21%	24%	-19%	3%	302%	-44%	-26%
颐莲	销售额	1321	1369	2949	2032	3034	4692	1416	2121	1812	2950	2526	1047
	yoy	-14%	13%	-1%	-14%	21%	-12%	-47%	-20%	-38%	72%	-64%	-44%
御泥坊	销售额	1469	1464	2522	2180	1764	2548	1186	1662	1573	2528	2517	916
	yoy	-54%	-56%	-49%	-67%	-58%	-64%	-74%	-72%	-61%	15%	-63%	-55%
彩棠	销售额	2443	1793	2312	1739	1849	7545	1861	3241	2904	7925	6170	4419
	yoy	9%	-34%	68%	-7%	99%	168%	5%	42%	65%	2323%	-25%	28%
恋火	销售额	1144	449	940	829	749	1176	632	620	2418	2455	2745	1007
	yoy	10331%	1936%	9064%	12459%	11748%	1409%	537%	-6%	1764%	12045%	364%	251%
Off & Relax	销售额	130	115	345	218	226	662	279	262	406	1136	453	305
	yoy	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2947%	83%	18%
薇诺娜宝贝	销售额	254	341	823	610	358	1163	220	220	300	2467	1057	277
	yoy	417%	1050%	1550%	1338%	713%	908%	135%	213%	78%	1049%	-36%	-48%

**表6: 京东平台部分品牌销售额及同比增速 (万元)**

	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	
薇诺娜	销售额	2718	2378	3613	3069	3414	5970	2739	3012	3602	3777	10212	2299
	yoy	9%	26%	40%	58%	43%	78%	37%	30%	48%	7%	62%	12%
珀莱雅	销售额	5455	5232	6604	5097	6655	8606	4284	5595	5935	7201	16687	5358
	yoy	42%	73%	62%	58%	64%	55%	15%	16%	36%	40%	123%	24%
润百颜	销售额	926	641	875	691	898	1533	628	729	819	1075	1955	709
	yoy	17%	4%	4%	-5%	0%	22%	-19%	-21%	-8%	0%	15%	-1%
夸迪	销售额	493	264	412	327	432	598	324	338	356	749	825	316
	yoy	361%	218%	265%	222%	244%	239%	103%	97%	127%	287%	168%	85%
肌活	销售额	179	139	410	384	447	769	344	369	435	598	689	292
	yoy	88%	82%	298%	363%	337%	454%	260%	169%	237%	127%	75%	51%
米蓓尔	销售额	169	118	157	115	159	289	184	258	176	217	252	110
	yoy	296%	257%	247%	55%	72%	122%	9%	4%	6%	31%	3%	-33%
玉泽	销售额	1342	1130	1343	687	515	1768	883	863	1059	2271	2066	1050
	yoy	89%	114%	83%	15%	-31%	67%	16%	-7%	23%	96%	23%	16%
佰草集	销售额	911	589	927	683	794	1681	665	712	748	1377	1787	961
	yoy	34%	11%	28%	24%	16%	77%	24%	18%	33%	48%	21%	39%
丸美	销售额	2070	1495	1938	1268	1824	2248	1312	1435	1535	1982	2502	1283
	yoy	36%	27%	20%	-9%	6%	-7%	-17%	-16%	-3%	0%	-15%	-15%
瑗尔博士	销售额	398	315	407	411	632	876	580	565	670	751	1041	520
	yoy	144%	151%	134%	121%	174%	168%	92%	54%	98%	103%	64%	64%
颐莲	销售额	786	511	742	616	1026	1584	773	873	728	924	1283	403
	yoy	-2%	-18%	-14%	-5%	28%	41%	16%	16%	5%	15%	10%	-12%
御泥坊	销售额	848	664	871	752	929	1187	838	973	790	842	1023	491
	yoy	-31%	-30%	-33%	-28%	-27%	-34%	-44%	-31%	-33%	-64%	-70%	-22%
彩棠	销售额	52	29	27	27	31	47	49	33	34	42	42	34
	yoy	16%	-36%	-44%	-57%	-67%	-45%	-24%	-59%	-35%	-30%	-52%	-32%
恋火	销售额	44	39	24	24	39	42	36	57	80	160	141	99
	yoy	1526%	1077%	636%	716%	799%	1127%	950%	1254%	982%	1632%	512%	251%
薇诺娜宝贝	销售额	8	21	43	58	77	90	44	45	64	98	133	81
	yoy				6951	6850	8012	3937	4043	5734	8783	11857	961

**表7：抖音平台部分品牌销售额及同比增速（万元）**

		2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12
薇诺娜	销售额	1982	1968	2155	1890	3177	2927	1790	1349	2860	2833	3672	1944
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-61%	62%	-10%
珀莱雅	销售额	3644	5375	4286	4646	4196	6945	5159	6286	6127	7890	6570	6969
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-25%	-14%	26%
润百颜	销售额	1091	1323	1319	1360	3763	7219	1973	10241	3208	2413	2577	2734
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-28%	85%	102%
夸迪	销售额	240	252	287	496	1143	3703	772	1215	1644	1550	634	1709
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	221%	61%	763%
肌活	销售额	5054	3858	3069	3241	4768	4302	3298	5143	4305	4559	3574	3673
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-25%	31%	-15%
米蓓尔	销售额	829	806	504	1380	1398	1704	2339	2155	1952	1391	1455	384
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-22%	17%	-72%
玉泽	销售额	459	482	420	250	367	492	214	503	378	893	779	720
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	3%	40%	47%
佰草集	销售额	246	241	163	99	235	294	240	279	182	129	544	306
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-62%	84%	118%
丸美	销售额	1213	1256	588	734	1413	1482	820	1971	1639	2050	2079	1619
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-18%	-15%	14%
瓊尔博士	销售额	1257	2379	1664	2278	1814	1205	1296	1675	1512	1253	1954	1287
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-34%	67%	19%
颐莲	销售额	1311	2547	1713	2114	1827	2645	1425	1739	1234	1260	1160	822
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-44%	-21%	-46%
御泥坊	销售额	542	392	329	482	589	623	1390	1559	1749	1426	1388	790
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-41%	147%	7%
彩棠	销售额	766	998	1312	1349	2154	1989	1155	1617	1706	2494	2113	1998
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	99%	265%	234%
恋火	销售额	661	1086	416	568	812	1458	994	1238	1950	935	1802	2529
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	-37%	120%	243%
Off & Relax	销售额	42	86	87	181	762	364	295	252	299	300	589	175
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	693%	3928%	45%
薇诺娜宝贝	销售额	7	13	17	11	14	35	2	1	3	8	10	6
	yoy	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	135%

## 投资建议

维持板块“超配”评级。随着当前疫情整体向好，叠加刺激消费政策措施的密集出台，2023年压制消费行业因素有望逐步消除，零售及美妆板块也将从中受益。短期我们建议需兼顾基本上具备疫后反弹潜力和空间，以及估值上近一年已有充分调整具备一定安全边际的标的。主要推荐：1) 黄金珠宝：具备刚需特征疫后复苏确定性高，且龙头积极拓店集中度迅速提升，推荐**迪阿股份、周大福、周大生、老凤祥**；2) 医疗美容：疫情不改行业高景气度，合规监管助力龙头加速扩张，推荐**爱美客、朗姿股份**等；3) 线下百货：线下客流有望疫后逐步修复，龙头转型拓新带来新想象空间。推荐**重庆百货、王府井**等。4) 化妆品：行业去化及疫情影响有望弱化，龙头积极调整下夯实主业，同时加速开拓第二曲线打开远期空间，推荐**贝泰妮、鲁商发展、华熙生物、珀莱雅**等。

**表8：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2023/01/16	EPS			PE			总市值（亿元） 2023/01/16
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
301177.SZ	迪阿股份	增持	66.78	3.62	2.93	3.88	39.11	22.79	17.21	267.13
1929.HK	周大福	买入	17.00	0.67	0.64	0.79	21.24	26.56	21.52	1,700.00
300896.SZ	爱美客	买入	624.90	4.43	6.48	9.32	121.1	96.44	67.05	1,352.03
002612.SZ	朗姿股份	增持	28.12	0.42	0.12	0.30	74.85	234.33	93.73	124.42
600729.SH	重庆百货	无评级	24.16	2.41	2.55	2.89	10.79	9.47	8.36	98.22
600859.SH	王府井	买入	32.34	1.18	1.36	0.64	22.82	23.78	50.53	367.07
600223.SH	鲁商发展	买入	11.23	0.36	0.30	0.38	36.95	37.43	29.55	114.16
300957.SZ	贝泰妮	买入	145.90	2.04	2.81	3.80	94.39	51.92	38.39	618.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：重庆百货为wind一致预期

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032