

# 商贸零售行业双周报暨 22 年年报前瞻

## 品牌大促分化明显，产品力驱动龙头表现优异

超配

### 核心观点

**美护板块主要公司 2022 年年报业绩前瞻。**从行业情况来看，2022 年全年化妆品社零累计零售额达到 3936 亿元，同比下滑 4.5%，主要受疫情反复以及消费环境承压影响。同时从行业结构来看部分国际高端品牌在基数较高情况下叠加消费力下行压力而有所乏力；同时中小品牌在监管趋严和竞争加剧下出清力度也进一步加大。在此背景下，板块企业间分化趋势越发明显。美妆板块中，具备较强产品迭代升级能力，以及多品牌布局能力的头部品牌，仍实现了逆势高增长；医美板块中，上游头部生产商借助丰富的管线储备以及完善的渠道布局，在多地疫情频发的环境下仍实现了业绩的平稳过渡。

**“三八”大促传统电商表现仍较弱，新兴平台及线下渠道相对优异，美妆品牌分化加剧。**今年三八大促从分平台情况来看，根据数字零售分析机构 Nint 任拓数据显示，38 大促中前一周（2 月 26 日-3 月 4 日），淘系美妆个护 29 个细分类目零售额均同比下滑；京东美妆 40 个细分类目仅 3 个实现正增长。而另一方面兴趣电商仍表现优异，抖音 38 好物节期间整体直播间订单量同比增长 148%；其中电子美容仪、面部护理用品、眼霜支付 GMV 同比上涨 496%、161%、156%，洗护用品支付 GMV 同比上涨 220%。此外，根据汇客云数据，线下渠道客流恢复明显，3 月 4 日-3 月 8 日全国购物中心场均日客流 2.06 万人次，同比增长 15%。而分品牌表现来看，美妆行业整体仍延续了去年以来的分化趋势，多数品牌在去年高基数压力以及自身降本增效策略下，表现平平，但珀莱雅等头部国货仍依托成熟且丰富的品类矩阵实现了快速增长。

**投资建议：**维持板块“超配”评级。年后消费数据继续稳步复苏中，随着行情的深化，企业长期成长性及全年业绩兑现能力成为下一阶段关注重点。短期财报季关注业绩优秀标的，其中具备较强经营韧性和成长性的细分赛道龙头，将逐步通过内生优势释放以及外延扩张，驱动行情不断演绎。1) 化妆品：成长赛道整体业绩兑现强，具备较强产品力，已经拥有多品牌孵化能力的企业有望实现持续亮眼表现，推荐鲁商发展、华熙生物、珀莱雅以及贝泰妮等；2) 医美：疫后行业客流恢复良好，合规监管助力龙头加速扩张，推荐爱美客、医思健康、朗姿股份等；3) 线下消费：母婴、美容机构等高粘性业态，以及中高端品类客流恢复领先，重点关注运营能力较强，且具备外延并购加速成长的标的，推荐孩子王、名创优品等；4) 黄金珠宝：龙头品牌修复数据领先市场，估值仍具性价比，关注未来仍具备较大开店空间，以及品类转型布局能力的成长标的，推荐潮宏基、迪阿股份以及周大生等。

**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 |
| 600223.SH | 鲁商发展 | 买入   | 10.82   | 110      | 0.04  | 0.38  | 294.42 | 28.30 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 增持   | 111.70  | 537      | 2.02  | 2.70  | 55.30  | 41.37 |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 买入   | 182.65  | 518      | 2.60  | 3.20  | 70.25  | 57.08 |
| 300896.SZ | 爱美客  | 买入   | 537.16  | 1162     | 5.84  | 8.57  | 91.98  | 62.68 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 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：孙乔容若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

#### 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 3 月投资策略-消费回暖趋势明确，三八大促有望助力美妆品牌复苏》——2023-02-28
- 《海外化妆品企业运营观察-国际品牌业绩分化，欧莱雅集团逆势表现亮眼》——2023-02-21
- 《商贸零售行业 2023 年 2 月投资策略-春节假期消费回暖明显，行业复苏趋势有望持续》——2023-02-02
- 《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》——2023-01-17
- 《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

## 内容目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 美护板块主要公司 2022 年年报业绩前瞻 ..... | 4 |
| 美妆个护“三八”大促表现 .....          | 4 |
| 投资建议 .....                  | 7 |
| 免责声明 .....                  | 8 |

## 图表目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1: 天猫 38 大促护肤细分品类销售额 (亿元) ..... | 5 |
| 图 2: 天猫 38 大促彩妆细分品类销售额 (亿元) ..... | 5 |
| 图 3: 珀莱雅《女帅男兵》短片 .....            | 6 |
| 图 4: 欧诗漫情感短片《一封珍珠爷爷的回信》 .....     | 6 |
| 图 5: 重点城市场均日客流及同比 .....           | 6 |
| <br>                              |   |
| 表 1: 美护板块主要公司 2022 年报前瞻 .....     | 4 |
| 表 2: 天猫平台前三十名品牌销售情况 .....         | 5 |
| 表 3: 重点公司盈利预测及估值 .....            | 7 |

## 美护板块主要公司 2022 年年报业绩前瞻

从行业情况来看，2022 年全年化妆品社零累计零售额达到 3936 亿元，同比下滑 4.5%，主要受疫情反复以及消费环境承压影响。同时从行业结构来看部分国际高端品牌在基数较高情况下叠加消费力下行压力而增长有所乏力；同时中小品牌在监管趋严竞争加剧下出清力度也进一步加大。

在此背景下，板块企业间分化趋势越发明显。美妆板块中，具备较强产品的迭代升级能力，以及多品牌布局能力的头部品牌，仍实现了逆势高增长；医美板块中，上游头部生产商，借助丰富的管线储备以及完善的渠道布局，在多地疫情频发的环境下仍实现了业绩的平稳过度。

我们结合此前部分公司发布的业绩预告以及对相关上市公司的持续跟踪，初步预计美护板块重点公司 2022 年全年业绩情况如下表。

表 1：美护板块主要公司 2022 年报前瞻

| 证券代码      | 证券简称 | Q4 增速 (%) | 营收      |           |            | 归母净利润     |         |           |            |
|-----------|------|-----------|---------|-----------|------------|-----------|---------|-----------|------------|
|           |      |           | Q4 (亿元) | 22 年 (亿元) | 22 年增速 (%) | Q4 增速 (%) | Q4 (亿元) | 22 年 (亿元) | 22 年增速 (%) |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 35.0%     | 21.88   | 61.50     | 32.7%      | 36%       | 2.88    | 7.83      | 35.98%     |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 13.0%     | 21.58   | 50.53     | 25.6%      | 10%       | 5.58    | 10.76     | 24.66%     |
| 300896.SZ | 爱美客  | 5.8%      | 4.49    | 19.39     | 33.9%      | 9%        | 2.71    | 12.63     | 31.90%     |
| 600223.SH | 鲁商发展 | 40.0%     | 84.20   | 169.49    | 37.1%      | -15%      | -1.20   | 0.34      | -90.69%    |
| 603983.SH | 丸美股份 | -5.0%     | 6.17    | 17.61     | -1.5%      | 10%       | 1.17    | 2.37      | -4.60%     |
| 688363.SH | 华熙生物 | 5.3%      | 20.39   | 63.59     | 28.5%      | 29%       | 2.93    | 9.70      | 24.00%     |
| 300792.SZ | 壹网壹创 | 30.0%     | 5.28    | 15.43     | 35.9%      | -30%      | 0.86    | 2.33      | -28.65%    |
| 300740.SZ | 水羊股份 | -20.0%    | 13.58   | 47.01     | -6.2%      | -88%      | 0.11    | 1.30      | -45.01%    |
| 600315.SH | 上海家化 | -5.0%     | 17.25   | 70.79     | -7.4%      | 10%       | 2.52    | 5.65      | -12.99%    |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | -10.0%    | 9.13    | 35.77     | -2.4%      | -75%      | 0.07    | 0.25      | -86.75%    |
| 300856.SZ | 科思股份 | 80.0%     | 6.25    | 18.74     | 71.9%      | 500%      | 1.26    | 3.80      | 185.70%    |
| 300132.SZ | 青松股份 | -26.3%    | 7.58    | 29.00     | -21.5%     | -         | -0.73   | -7.30     | -19.90%    |

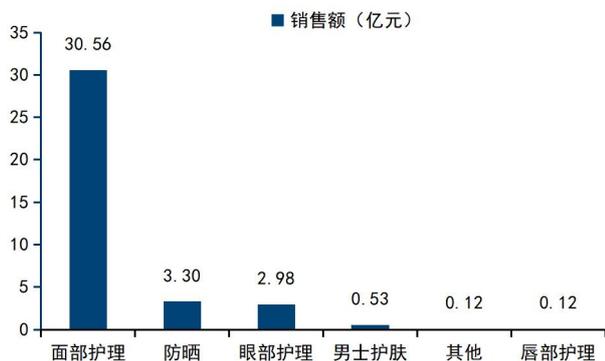
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测整理

## 美妆个护“三八”大促表现

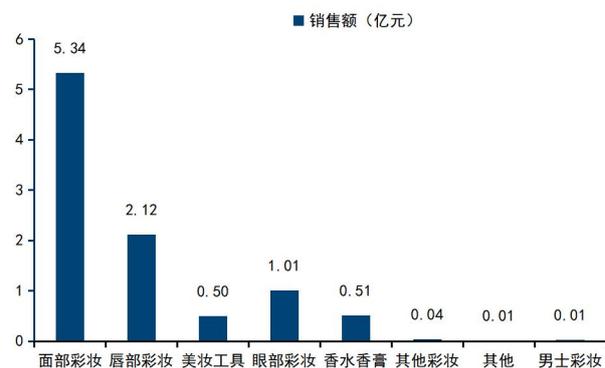
分平台来看，“三八”大促期间传统电商表现仍较弱，新兴平台及线下渠道相对优异。根据数字零售分析机构 Nint 任拓数据显示，38 大促中一周（2 月 26 日-3 月 4 日），淘宝美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具下的 29 个细分类目零售额均同比下滑；京东美妆 40 个细分类目仅面部护肤体验装、男士彩妆及其他彩妆实现正增长。

另一方面兴趣电商仍表现优异，根据抖音战报，“38 好物节”直播累计时长达到 2254 万小时，直播间订单量同比增长 148%，其中美护多品类表现优异：电子美容仪、面部护理用品、眼霜支付 GMV 同比上涨 496%、161%、156%，洗护用品支付 GMV 同比上涨 220%，其中胶原蛋白成为关键词，相关品类支付 GMV 同比上涨 220%。

分品类来看，聚焦到天猫平台来看，根据久谦大数据跟踪，美妆行业“三八”大促期间护肤品类占比高达 80%，为 37.59 亿元，而面部护肤仍是护肤赛道的主力军，实现销售 30.56 亿元占到护肤类的 81%；而反观彩妆香水类产品，虽然面部彩妆占比超过一半，但唇部类和眼部类的产品仍能贡献 22%、11% 的收入比例，成为第二、三大细分收入来源。

**图1: 天猫 38 大促护肤细分类别销售额 (亿元)**


资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

**图2: 天猫 38 大促彩妆细分类别销售额 (亿元)**


资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理

**分品牌来看**, 美妆品牌间分化趋势仍在加剧。根据久谦大数据显示 (2023 年 3 月 1 日 0:00 - 3 月 8 日 24:00) 三八期间, 外资品牌仍是美妆个护销售前列, 但珀莱雅等国产头部品牌仍延续了强势表现, 通过不断强化产品力, 实现量价齐升。

**表2: 天猫平台前三十名品牌销售情况**

| 品牌                      | 销售额 (万元) | 销量 (万件) | 均价 (元) |
|-------------------------|----------|---------|--------|
| 欧莱雅 L'oreal             | 33580.16 | 129     | 259.3  |
| 珀莱雅 Proya               | 30410.78 | 117     | 259.3  |
| 兰蔻 Lancome              | 23069.92 | 31      | 750.8  |
| 雅诗兰黛 Estee Lauder       | 19794.20 | 35      | 565.9  |
| 玉兰油 Olay                | 13853.74 | 45      | 305.1  |
| 修丽可 Skinceuticals       | 10529.19 | 18      | 584.4  |
| 薇诺娜 Winona              | 9698.97  | 61      | 159.2  |
| 娇韵诗 Clarins             | 9234.13  | 13      | 723.1  |
| 资生堂 Shiseido            | 9053.14  | 22      | 406.1  |
| 黛珂 Cosme Decorte        | 8311.45  | 25      | 331.7  |
| SK-II                   | 8061.29  | 8       | 1055.1 |
| 娇兰 Guerlain             | 7959.84  | 8       | 1058.9 |
| 蜜丝婷 (美诗婷) Mistine       | 7497.14  | 65      | 114.9  |
| 理肤泉 La Roche Posay      | 7327.29  | 43      | 170.5  |
| 肌肤之钥 Cle de peau beaute | 7045.53  | 11      | 657.6  |
| 海蓝之谜 Lamer              | 6826.39  | 6       | 1222.2 |
| 自然堂 Chando              | 6810.71  | 47      | 144.7  |
| 美丽芳丝 Freeplus           | 6596.14  | 40      | 163.1  |
| 魅可 M.a.c                | 6393.31  | 22      | 286.0  |
| 赫莲娜 Hr                  | 6320.15  | 3       | 1819.4 |
| 优时颜 Uniskin             | 6126.15  | 25      | 245.5  |
| 科颜氏 Kiehl's             | 6086.54  | 17      | 360.8  |
| 至本                      | 5832.58  | 79      | 73.8   |
| 珂润 Curel                | 5811.16  | 34      | 168.5  |
| 圣罗兰 Yves Saint Laurent  | 5744.49  | 11      | 534.6  |
| 花西子 Florasis            | 5504.72  | 39      | 142.2  |
| HBN                     | 5047.99  | 19      | 266.8  |
| 安热沙 Anessa              | 4946.32  | 25      | 195.3  |
| 百雀羚 Pechoin             | 4884.17  | 32      | 151.2  |
| 相宜本草 Inoherb            | 4883.76  | 26      | 190.3  |

资料来源: 久谦数据、国信证券经济研究所整理, 注: 蓝色为国货品牌, 时间周期为 2023 年 3 月 1 日 0:00 - 2023 年 3 月 8 日 24:00

借助“38节”女性相关流量顶峰期，美妆品牌不断加大对女性消费者的营销力度来实现破圈。珀莱雅继续延续“性别不是边界线 偏见才是”的主题，以真实故事改编《女帅男兵》短片，呼吁消除性别偏见；润百颜以“她自己”为主题，以消费者的视角来讲述关于“自己”和润百颜之间的故事；欧诗漫发布情感短片《一封珍珠爷爷的回信》，创始人沈总以自身培育珍珠的经历传达慢慢成长专注珍珠美肤的品牌理念等等，这些无不是品牌对品宣力度投放加大的体现。

图3: 珀莱雅《女帅男兵》短片



资料来源：珀莱雅官方微博、国信证券经济研究所整理

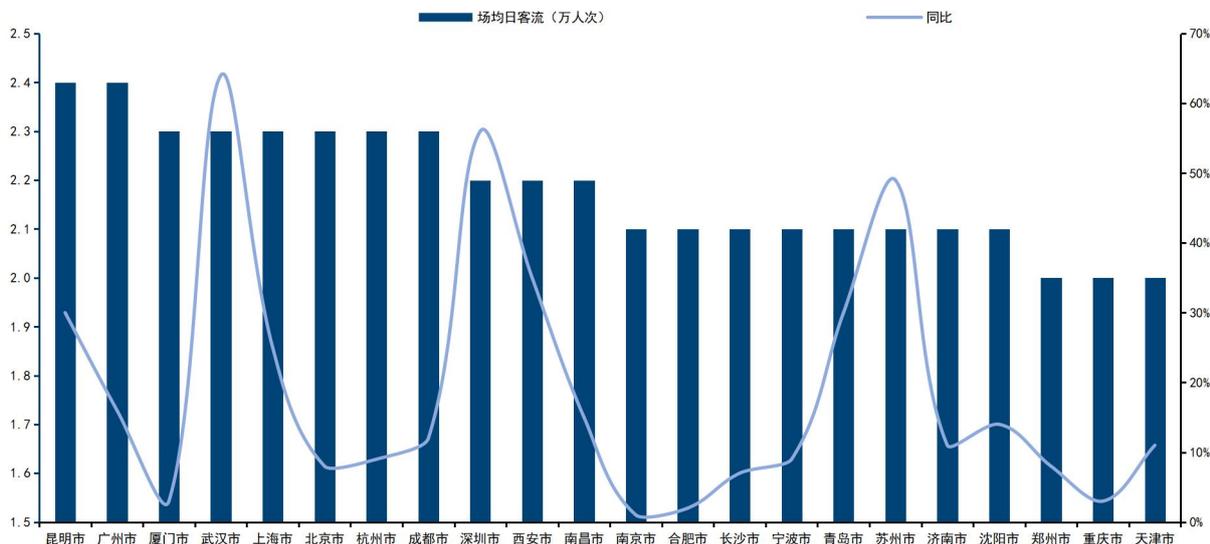
图4: 欧诗漫情感短片《一封珍珠爷爷的回信》



资料来源：欧诗漫官网、国信证券经济研究所整理

此外，线下客流恢复明显。根据汇客云数据，“3.8女神节”期间（3月4日-3月8日）全国购物中心场均日客流 2.06 万人次，同比增长 15%。其中各等级城市均客流恢复明显，但一线城市及新一线城市整体表现更优，其中北京/上海/广州/深圳分别同比增长 8%/25%/16%/56%。

图5: 重点城市市场日均客流及同比



资料来源：汇客云、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

维持板块“超配”评级。年后消费数据继续稳步复苏中，随着行情的深化，企业长期成长性及全年业绩兑现能力成为下一阶段关注重点。短期财报披露期关注业绩绩优标的，其中具备较强经营韧性和成长性的细分赛道龙头，将逐步通过内生优势释放以及外延扩张，驱动行情不断演绎。

1) 化妆品：成长赛道整体业绩兑现强，具备较强产品力，已经拥有多品牌孵化能力的企业有望实现持续亮眼表现，推荐鲁商发展、华熙生物、珀莱雅以及贝泰妮等；2) 医美：疫后行业客流恢复良好，合规监管助力龙头加速扩张，推荐爱美客、医思健康、朗姿股份等；3) 线下消费：母婴、美容机构等高粘性业态，以及中高端品类客流恢复领先，重点关注运营能力较强，且具备外延并购加速成长的标的，推荐孩子王、名创优品等；4) 黄金珠宝：龙头品牌修复数据领先市场，估值仍具性价比，关注未来仍具备较大开店空间，以及品类转型布局能力的成长标的，推荐潮宏基、迪阿股份以及周大生等。

表3：重点公司盈利预测及估值

| 公司        | 公司   | 投资 | 收盘价       | EPS  |       |       | PE    |        |       | 总市值（亿元）   |
|-----------|------|----|-----------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-----------|
| 代码        | 名称   | 评级 | 2023/3/10 | 2021 | 2022E | 2023E | 2021  | 2022E  | 2023E | 2023/3/10 |
| 600223.SH | 鲁商发展 | 买入 | 10.82     | 0.36 | 0.04  | 0.38  | 36.95 | 294.42 | 28.30 | 110       |
| 688363.SH | 华熙生物 | 增持 | 111.70    | 1.63 | 2.02  | 2.70  | 95.28 | 55.30  | 41.37 | 537       |
| 603605.SH | 珀莱雅  | 买入 | 182.65    | 2.87 | 2.60  | 3.20  | 72.68 | 70.25  | 57.08 | 518       |
| 300896.SZ | 爱美客  | 买入 | 537.16    | 4.43 | 5.84  | 8.57  | 121.1 | 91.98  | 62.68 | 1162      |
| 300957.SZ | 贝泰妮  | 买入 | 120.95    | 2.04 | 2.81  | 3.80  | 94.39 | 43.04  | 31.83 | 512       |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 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<br>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<br>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。本报告仅供我公司客户使用，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