

商贸零售行业2024年度投资策略

——线下零售价值回归，大“出海”乘风而行

刘文正、郑紫舟、解慧新、刘彦菁、褚菁菁、杨颖

核心观点：关注线下渠道、高性价比、消费分化及产品创新赋能品牌建设

➤ 商贸零售行业复盘与展望：

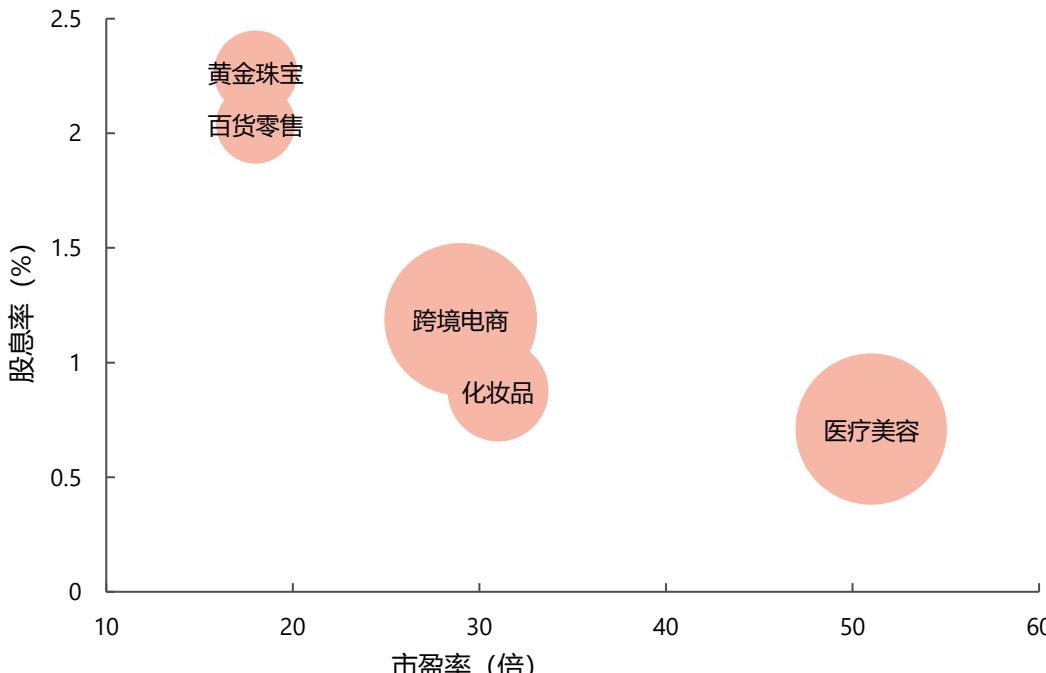
复盘商贸零售行业2023年的发展，整体呈现温和复苏趋势，消费者的行为日趋理性；展望2024年，商贸零售板块的消费分化趋势延续，且在消费偏谨慎的大背景下，展望细分赛道的发展趋势，并结合资金面、股息率、估值等因素寻找细分板块下个股的投资机会。

➤ 投资主线梳理：

- 一是线下渠道回归与高性价比消费，对于强线下属性的百货零售、黄金珠宝等行业，线上渠道红利逐渐消退，线下渠道价值回归，性价比零售仍是24年的投资主线；
 - 二是出海逻辑，跨境电商板块中具备性价比定位的平台与供应链优势的卖家将加速其出海速度；
 - 三是消费分化趋势延续，消费较谨慎的背景下，寻找受影响较小的标的。医美美妆板块呈现高收入阶层追求极致品质、服务与产品效果，而对价格不敏感；对于大众消费者，更关注品质佳与高性价比的产品。因此呈现出高端品与高性价比产品需求维持高位，但介于追求性价比与追求品质化中间的人群受影响最大。建议关注积极布局重组胶原蛋白等新材料、持续推新并迭代的医美美妆企业；同时重点关注美妆行业的线下渠道加速回归。
 - 四是从量增到高质量发展。黄金珠宝行业从加速渠道下沉的红利期逐步过渡到追求门店扩张的同时，也要追求单店效益的提升；且从产品维度，高附加值的古法金、硬足金及黄金镶嵌等成为重要的产品方向，工艺考验品牌的设计与创新能力，进一步助力品牌势能的提升。
-
- **推荐标的：**跨境电商推荐华凯易佰、赛维时代；百货零售推荐重庆百货，建议关注家家悦；黄金珠宝推荐周大生、老凤祥、潮宏基、菜百股份、中国黄金、曼卡龙；医美推荐锦波生物、爱美客，建议关注昊海生科；化妆品推荐巨子生物、福瑞达、珀莱雅、科思股份、嘉亨家化等。
 - **风险提示：**需求不及预期、新品推广不及预期、竞争格局恶化。

零售行业总览——细分板块景气度研判

图表：零售行业细分板块景气度研判



➤ 气泡图研判细分板块景气度：

- 横轴代表板块市盈率（即估值水平），纵轴代表板块股息率（即分红水平），用气泡大小代表未来3-5年行业市场规模符合增速的预测。综合三维度因素看，百货零售与黄金珠宝板块属于低估值、高股息率行业；跨境电商、化妆品处于中等股息率与估值水平，而跨境电商与医美行业未来景气度较高，板块市场规模扩张速度较快。

➤ 行业竞争格局研判：

- **跨境电商**：格局仍然分散，通过外延方式集中度提升。
- **百货零售**：区域性龙头通过多业态打造集中度逐渐提升。
- **黄金珠宝**：珠宝龙头品牌通过渠道、产品、品牌影响力的优势提升集中度。
- **医疗美容**：新产品与新材料获批或将影响行业竞争格局。
- **美容护理**：美护行业品牌端集中度提升，马太效应凸显，行业格局优化。

资料来源：iFind，民生证券研究院

零售行业总览——细分板块逻辑梳理

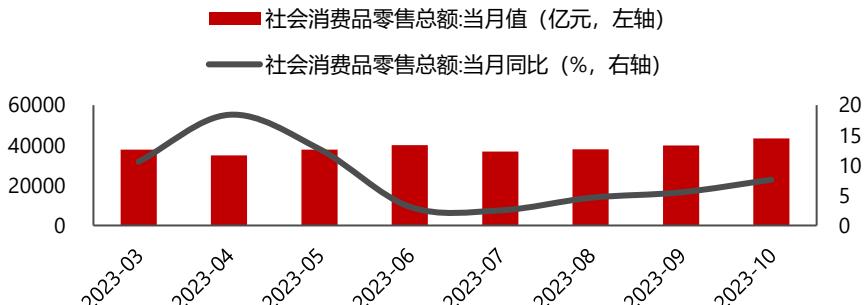
- **跨境电商：**24年欧美需求有望在通胀回落及补库周期开启背景下有所改善，一带一路市场在国家政策的支持下有望进一步扩大规模。细分行业关注性价比出海的相关标的，以及建设独立站、发展流量分配能力的标的，推荐华凯易佰、小商品城、赛维时代、致欧科技，建议关注焦点科技、吉宏股份、安克创新。
- **百货商超零售：**受获客成本上升、利润率压缩等影响，线上渠道红利逐渐消退，线下渠道有望迎来发展新机遇。关注区域性零售企业传统业态的修复，以及多业态的协同发展和新业态拓展的标的。细分行业关注布局折扣零售的相关标的，推荐重庆百货、名创优品、丽尚国潮，建议关注家家悦。
- **专业零售：**国内近视防控市场需求空间大、渗透率低，离焦镜产品在青少年近视防控方面具有突出比较优势，未来成长空间广阔，龙头品牌加速布局离焦镜业务产品持续抢占市场份额，推荐国产镜片龙头明月镜片及眼镜零售龙头博士眼镜。生育政策持续出台助推出生率边际改善，消费提质升级驱动母婴市场持续增长，供给端加速出清利好龙头加速夺取市场份额，推荐专业母婴零售龙头孩子王。
- **黄金珠宝：**行业层面关注国际金价走势，一致性看涨预期较强烈，但或存在阶段性回调；个股层面，关注渠道拓展速度及同店销售增长情况、订货会情况、产品设计与创新能力等，关注国企改革标的，推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙。
- **医美：**消费能力承压下，关注受影响小的消费类型。基础维养如水光针等消费粘性高且受益于合规化趋势，市场份额有望不断提升；再生材料、胶原蛋白、高端玻尿酸受影响较小，重点关注再生类材料推广、重组胶原蛋白与重组肉毒的产品布局进展，推荐锦波生物、爱美客，建议关注昊海生科。
- **化妆品：**国内消费环境相对承压，中高端消费受挤压明显，头部国货加速崛起，重点关注各品牌新材料布局进度及产品推新情况，推荐巨子生物、福瑞达、珀莱雅、科思股份、嘉亨家化。
- **风险提示：**终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

零售行业总览——社零总览与分板块表现



- 社零总额及同比增速：**2023年1-10月，社会消费品零售总额38.54万亿元，同比+6.9%。其中，1-10月，金银珠宝类同比+12.0%；服装、鞋帽、针纺织品类同比+10.2%；化妆品类同比+6.2%。
- CPI：**23年上半年CPI逐步回落，8月份同比转正，9月份持平，10月份同比下降0.2%，处于同比低位企稳。
- 消费者信心指数：**2023年7-9月，消费者信心指数连续三月回升。

图表：社会消费品零售总额及当月同比



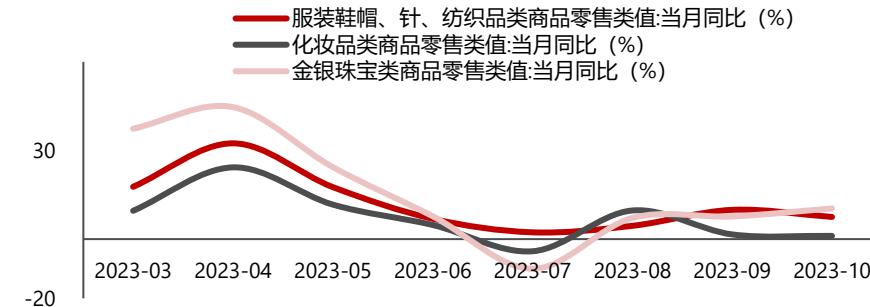
资料来源：iFind, 国家统计局, 民生证券研究院

图表：消费者信心指数



资料来源：iFind, 国家统计局, 民生证券研究院

图表：分品类商品零售值当月同比



资料来源：iFind, 国家统计局, 民生证券研究院

零售行业总览——行情表现与资金面特征

- 涨跌幅复盘：**从年初至今（2023.12.1）的涨跌幅来看，零售行业子版块表现较分化，从区间涨跌幅排序看，子版块跌涨幅：跨境电商（+20.69%）、钟表珠宝（+0.39%）、百货（-15.48%）、化妆品（-21.18%）、医疗美容（-37.40%）。
- 公募基金配置情况：**1) 公募基金配置比例：纺织服饰环比上行，商贸零售先增后降，美容护理环比收窄；2) 公募基金持股市值：商贸零售与美容护理环比收窄，纺织服饰环比上行。

图表：年初至今指数涨跌幅

| 证券代码 | 证券简称 | 区间涨跌幅（%） |
|-----------|----------|----------|
| 852062.SL | 跨境电商 | +20.69 |
| 801130.SL | 纺织服饰（申万） | +2.52 |
| 851331.SL | 钟表珠宝 | +0.39 |
| 000001.SH | 上证指数 | -1.87 |
| 399001.SZ | 深证成指 | -11.76 |
| 852031.SL | 百货 | -15.48 |
| 399006.SZ | 创业板指 | -17.92 |
| 801982.SL | 化妆品 | -21.18 |
| 801200.SL | 商贸零售（申万） | -26.05 |
| 801980.SL | 美容护理（申万） | -29.96 |
| 884273.TI | 医疗美容 | -37.40 |

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：区间为年初至12月1日收盘价）

图表：公募基金配置比例（%）及公募基金持股市值（亿元）

| 板块名称 | 公募基金配置比例（%） | | | 公募基金持股市值（亿元） | | |
|------|-------------|---------|---------|--------------|----------|----------|
| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 上证指数 | 50.7986 | 50.5059 | 53.9004 | 14865.66 | 14321.89 | 14578.39 |
| 深证成指 | 44.7546 | 44.2959 | 41.5377 | 13096.95 | 12560.93 | 11234.66 |
| 创业板指 | 17.1113 | 16.1938 | 15.1563 | 5007.43 | 4592.04 | 4099.30 |
| 商贸零售 | 0.9016 | 0.5129 | 0.5763 | 263.85 | 145.45 | 155.88 |
| 美容护理 | 0.6694 | 0.4728 | 0.3975 | 195.88 | 134.06 | 107.51 |
| 纺织服饰 | 0.2665 | 0.3654 | 0.4034 | 77.98 | 103.62 | 109.12 |
| 百货 | 0.0718 | 0.0664 | 0.0677 | 21.02 | 18.83 | 18.30 |
| 超市 | 0.0057 | 0.0011 | 0.0002 | 1.66 | 0.32 | 0.06 |
| 跨境电商 | 0.0113 | 0.0205 | 0.0176 | 3.30 | 5.81 | 4.75 |
| 钟表珠宝 | 0.0541 | 0.0789 | 0.0651 | 15.82 | 22.37 | 17.61 |
| 化妆品 | 0.1939 | 0.1412 | 0.1122 | 56.74 | 40.05 | 30.34 |
| 医疗美容 | 0.4586 | 0.3124 | 0.2684 | 134.19 | 88.58 | 72.60 |

资料来源：iFind，民生证券研究院；（其中，公募基金配置比例及公募基金持仓市值对应报告期末最后一个交易日）



- 01 跨境电商：坐拥国内大制造优势及电商经验，平台和卖家出海加速**
- 02 百货商超及专业零售：线下渠道红利初显，性价比零售仍是24年的投资主线**
- 03 黄金珠宝：板块行情持续向上，产品与渠道焕发新活力**
- 04 医美：消费偏谨慎，寻找受影响较小的标的**
- 05 美妆：增速承压、分化加速、关注产品渠道与品牌端龙头**
- 06 零售板块投资建议**
- 07 风险提示**

CONTENTS

目 录





01. 跨境电商：坐拥国内大制造优势及电商经验，平台和卖家出海加速

1.1

商业模式：平台端以流量为中心，卖家端以商品为中心

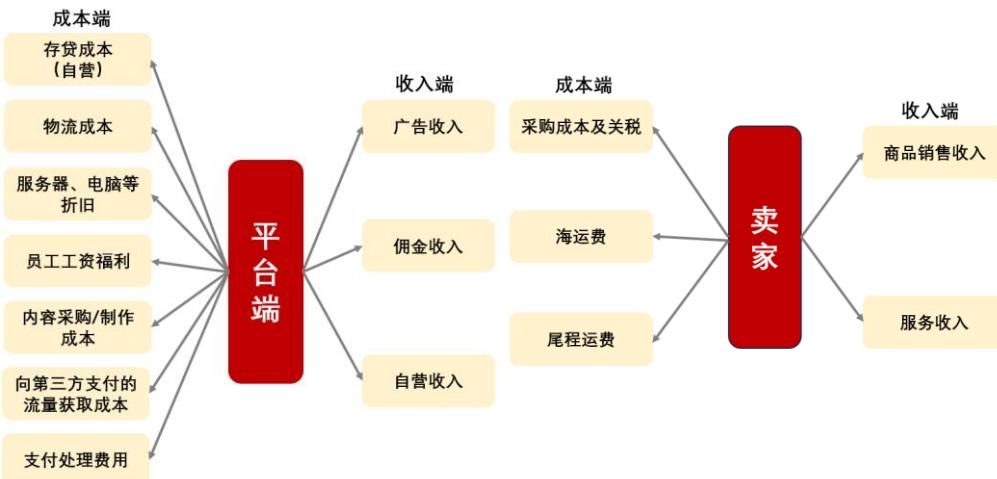
平台端：收入以商户投放的广告为主，成本以内容/流量获取费用为主。
 1) 收入端: 广告收入为品牌方投放的对于站内流量的费用，佣金收入为按GMV的一定比例收取的费用，阿里巴巴的佣金费率在0.3-5.0%，近期亚马逊平台的15-20美元和15美元以下的服饰品类佣金费用由17%分别降至10%和5%；
 2) 成本端: 内容成本和流量获取成本均为向第三方支付的费用，属于站外的引流成本。

卖家端：收入以商品销售为主，成本以采购和物流成本为主。
 1) 收入端: 商品销售为通过海外电商平台的店铺销售获得的收入；
 2) 成本端: 根据弗若斯特沙利文报告，中国跨境出口B2C电商卖家最大成本开支为商品成本和物流成本，占比分别为25-35%，15%-30%。

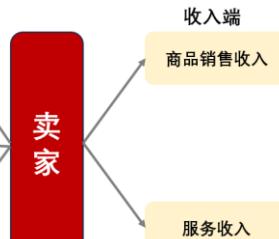
图表：跨境电商产业链分布



图表：平台端商业模式



图表：卖家端商业模式



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

资料来源：阿里巴巴、京东公司公告，民生证券研究院 资料来源：华凯易佰、赛维时代等公司公告，民生证券研究院

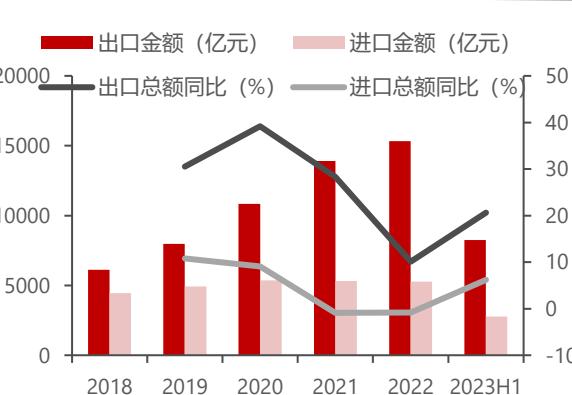
1.1 规模现状：跨境电商规模稳步发展，超出出口规模增速

22年跨境电商进出口规模超过2万亿，同比增长9.8%。2023年以来，面对复杂严峻的外部形势，中国外贸承压前行、总体平稳，展现出较强的发展韧性和创新活力，为国民经济持续恢复向好作出了积极贡献。2022年，中国可数字化交付的服务进出口额为3727.1亿美元，同比增长3.4%，规模再创历史新高。其中，出口2105.4亿美元，同比增长7.6%。跨境电商进出口额则达到2.11万亿元人民币，同比增长9.8%，中国跨境电商进出口规模首次突破2万亿元。分月度看，8月以来进出口逐月改善，10月由降转增，国际市场份额稳步提升。

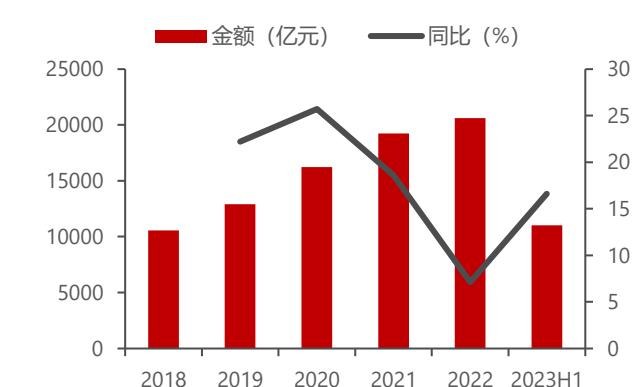
图表：2019-2023年中国月度进出口总额



图表：2018-2023H1中国跨境电商进出口额及其增速



图表：2018-2023H1中国月度跨境电商进出口总额及其增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院

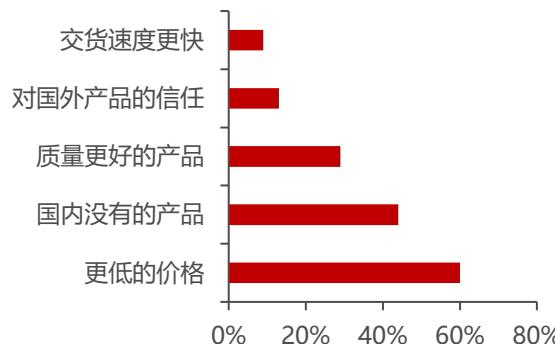
1.2

平台端竞争要素：价格、流量、履约、售后

根据平台的收入拆分，把竞争要素拆分为价格、履约、流量、售后。电商平台收入=GMV*货币化率，GMV=客单价*客流量*转化率。

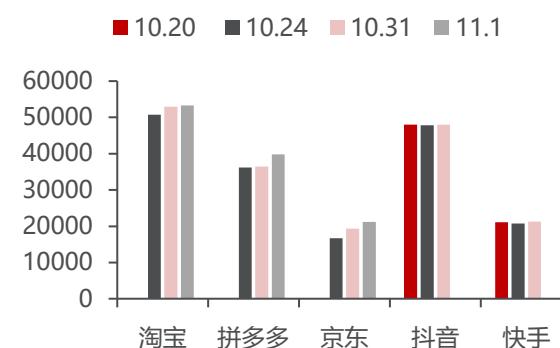
- 1) GMV：客单价和客流量主要和平台定位以及营销投放相关，转化率则更多基于商品性价比、售后服务等因素。
- 2) 货币化率：和平台的佣金和广告收入相关，广告货币化率= 平均CPC/(平均点击购买率*平均客单价)，因此佣金和广告收入与平台的品类结构和卖家数量相关。

图表：消费者选择跨境电商的原因



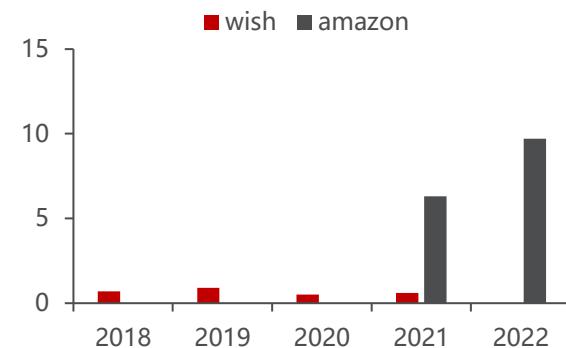
资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图表：各电商平台的月活用户 (万人)



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图表：各电商平台的卖家数量 (百万)



资料来源：statistic，民生证券研究院

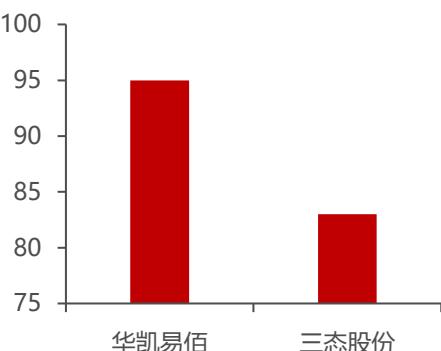
1.2

卖家端竞争要素：供应链、自主产品设计

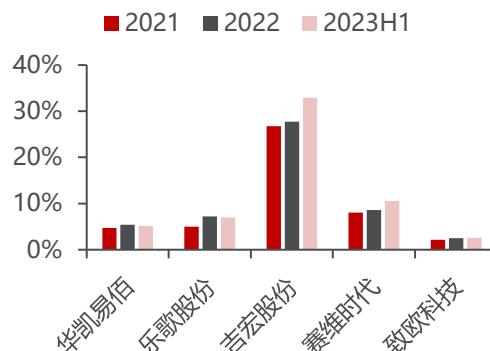
对于卖家端，1) 收入=GMV*(1-退货率)，GMV对于泛品类卖家来说，较大程度取决于SKU数量以及产品上新速度，对于精品类卖家来说，更多和品牌数量以及单品牌的体量、品牌力、产品力相关。2) 成本: 包括采购成本，海运费和尾程运费，采购成本与国内的制造优势品类结构和公司自身的规模相关，海运费和尾程运费主要取决于航运、空运供需以及海外国家境内的仓储、物流政策。3) 费用端: 主要包括员工工资和站内投放费用，独立站卖家的费用还包括站外投放。4) 周转效率: 对于费用较高的卖家来说，净利润还和周转效率相关。

总结来看，SKU数量、产品上新速度、站内流量投放选择以及周转效率本质上和卖家的供应链能力相关，优质供应链可以实现对消费者需求快速反馈，以及持续的推新和高性价比的价格。而对于精品类卖家，还有产品能力，主要取决于自主设计研发能力。

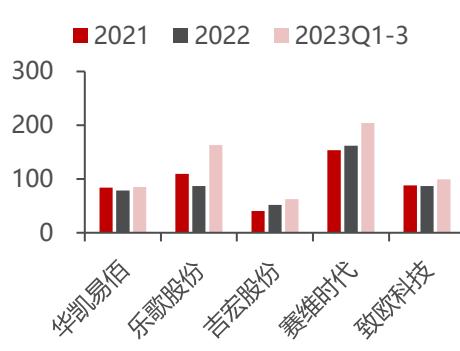
图表：泛品类卖家的SKU数量（万）



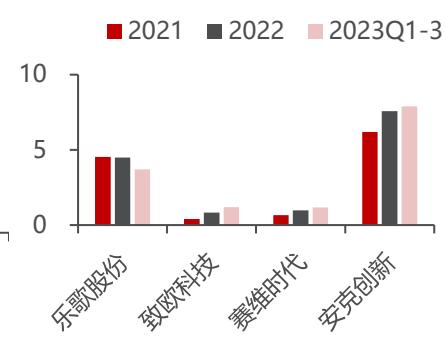
图表：广告/流量投放费用率



图表：各大卖家周转天数-供应链



图表：精品卖家的研发费用率(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：wind，民生证券研究院

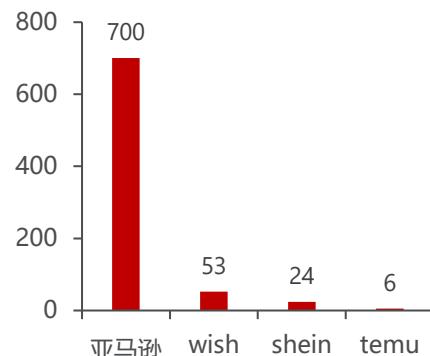
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 海外电商平台竞争环境：集中度低、渗透率低、性价比电商空缺

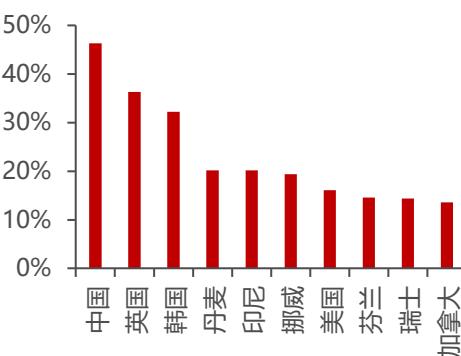
美国电商集中度低，2022年CR3为48%。2022年国内按零售额电商平台CR3为84.8%，分别为阿里巴巴、京东、拼多多，和而相比国内的电商市场，美国电商平台格局相对分散。根据eMarketer，2022年美国电商按网络零售额份额计算，前三的电商平台为亚马逊、Walmart、Apple，市占率分别为37.8%、6.3%、3.9%。虽然亚马逊GMV远超其他平台，但整体电商集中度仍然较低，新的电商平台具有足够的市场空间。

海外性价比电商龙头空缺。2013年Wish进入跨境电商领域，主打低价折扣，区别于其他的电商。与亚马逊、eBay、速卖通位列全球四大跨境电商。平台定位“廉价”的同时，没有保证合规和产品品质以及售后质量，自2020年开始营收持续下滑。21年11月因“产品不合规、不合法”在法国市场被下架。23Q3 Wish收入6000万美元，同比下降52%；净亏损8000万美元。

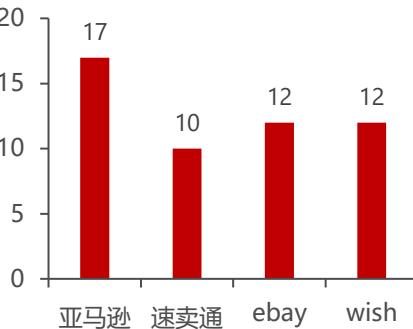
图表：2022年亚马逊GMV(十亿美元)远超其他平台



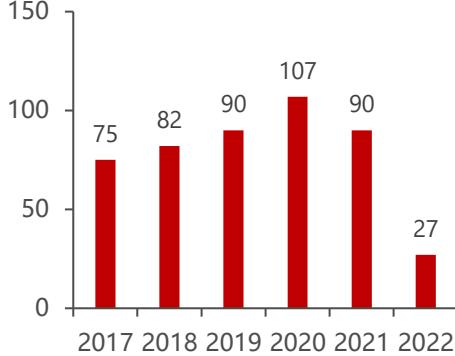
图表：各国电商渗透率



图表：海外电商平台定位/客单价(美元)



图表：wish的平均MAU (百万)



资料来源：businessofapps, 民生证券研究院

资料来源：statistic, 民生证券研究院

资料来源：junglescout, 民生证券研究院

资料来源：businessofapps, 民生证券研究院

1.3 Temu的致胜原因：核心是低价+营销+售后，补全市场空缺

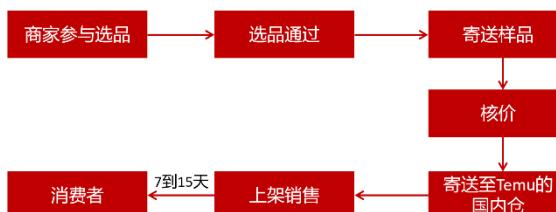
➤ 全托管模式实现定价权，90天售后增强客户粘性

Temu的“托管”运营模式，确保商品的质量和供应链的高效性。平台拥有核心权力，包括选品、定价和销售等。卖家在平台上有自己的店铺，但实际上只是产品的供货商。运营过程包括卖家报价、寄样审核、卖家供货、平台销售以及签收结款。平台会对卖家提供的商品进行审核，并负责销售和配送。如果某个商品在15天内没有销量，将会退回给卖家。

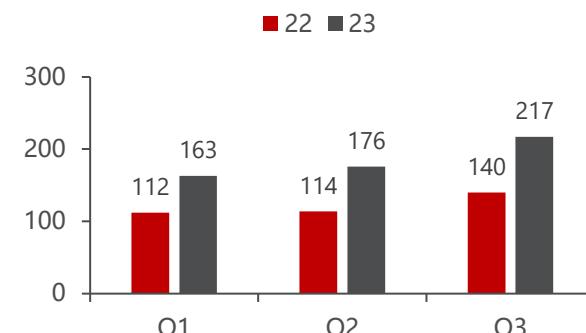
大量营销投入以及节奏把控，增强流量和月活用户。根据拼多多财报，23Q1-3销售费用支出为556亿元，相比去年同期增加52%。23年2月Temu在超级碗投放广告，两条30秒广告位费用超1400万美元（约9550万人民币），根据Sensor Tower数据，超级碗节目播出当晚，Temu的下载量环比增长了45%，日活跃用户环比增长了20%。在7月下旬和8月上旬的返校季购物高峰，temu也加大投放力度。

拉长退货期限，降低配送费用，提升用户体验。相比其他电商平台，temu的售后政策向消费者倾斜，极大压缩供应商的利益。

图表：Temu平台全托管模式，掌握定价权



图表：拼多多销售及市场费用（亿人民币）23年各季度同比增幅50+%



图表：海外平台的售后及运费政策

| | Temu | Shein | Amazon | Wish |
|------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 退货政策 | 90天内可退货，首单免运费 | 45天内可退货，首单免费 | 由“不支持无理由退货”的商品之外，亚马逊商品，30天内可退货 | 目前，只有美国路向和部分欧洲国家路向的产品享有退货资格 |
| 运费政策 | 49.9美元以上免邮费，低于49.9美元收取2.99美元配送费 | 49美元以上免邮费，低于49美元收取3.99美元配送费 | 有【满300免邮】标识的商品即可享受免运费标准配送 | 运输费用各不相同，具体取决于订单的尺寸、重量和目的地。 |

资料来源：雨果跨境、虾皮云仓，民生证券研究院绘制

资料来源：wind，民生证券研究院

资料来源：各公司官网，百度等，民生证券研究院

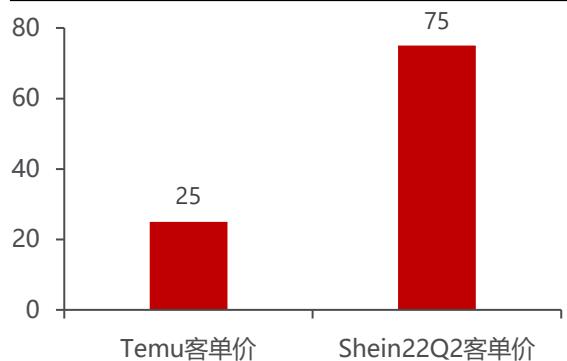
1.3 Temu的致胜原因：核心是低价+营销+售后，补全市场空缺

➤ 低价成为当前的核心壁垒，全托管模式控价同时把控质量

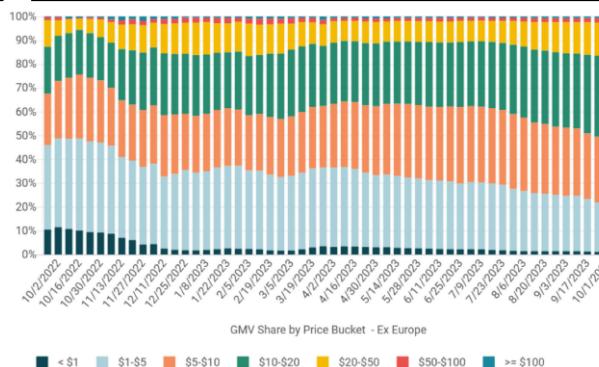
Temu的低价壁垒，来源于极致的成本把控以及平台补贴。同样的产品，Temu的定价仅有亚马逊的1/3-1/2。以太阳能灯类目为例，亚马逊Best Seller前八名近三十天的总销售量约计6.5万单，价格在20~50美元的区间。而Temu的同款产品总销量约计40万单，定价基本在10美元以内。有了定价权，Temu通过比价系统每周进行一次商品竞价。同款商品价低者胜出，可以获得更多流量倾斜；而竞价失败的商品，则会被平台限制备货与上新。此外，据三方数据机构估算，Temu在美国的每一个订单都要补贴30美元。

亚马逊平台23年以来多次发布关于低价产品卖家的优惠政策。23年8月29日开始，亚马逊平台取消“轻小计划”，对于低于10美元的所有商品推出较低FBA费率。12月6日，降低低价服饰类商家佣金，15-20美元和15美元以下的服饰佣金从17%分别降至5%和10%，以及调整FBA仓储和物流的费率，从24年3、4月开始生效。

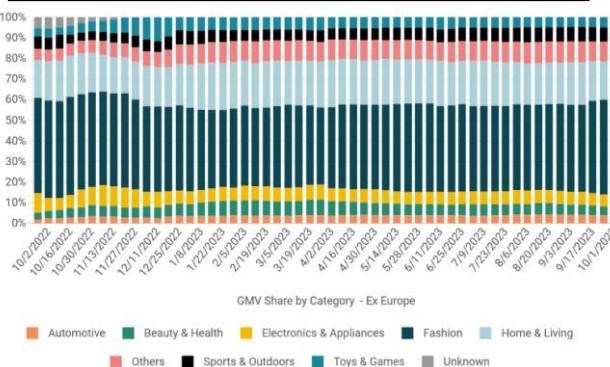
图表：Temu&Shein客单价（美元）



图表：1-20美元的订单贡献大部分GMV



图表：temu除欧洲地区的品类以时尚服饰、家居为主



资料来源：远川研究院，民生证券研究院

资料来源：YipitDATA，民生证券研究院

资料来源：YipitDATA，民生证券研究院

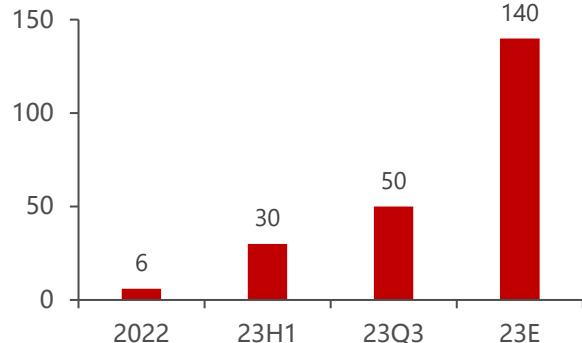
1.3 Temu的致胜原因：核心是低价+营销+售后，补全市场空缺

➤ 经营现状：GMV快速增长，在全球47国开设站点

Temu开始大幅贡献收入，预计23年完成140亿美元GMV。第三季度拼多多的交易服务收入为291.5亿元，同比增长315%，交易服务收入的大幅增长主要来源于拼多多海外业务Temu的快速扩张。23Q3 Temu的销售额超过50亿美金，9月份其单日GMV达到8000万美金，月销售额与上半年30亿美元的GMV几乎持平。Temu预估2023年全年将完成140亿美元GMV。

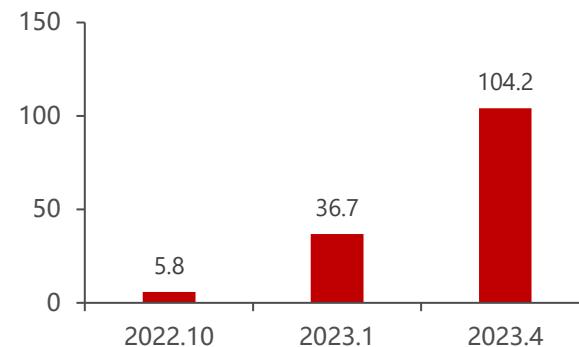
23年4月平台用户数量超过1亿，已在全球47国开设站点2023年10月，Temu英国的月活跃用户数量为1520万，Shein为730万，Amazon为2520万。得益于平台的流量增长，23H1有14%的亚马逊卖家开拓了temu渠道，是其他电商渠道中布局新开拓数量最多的。

图表：23年Temu预计实现140亿美元GMV



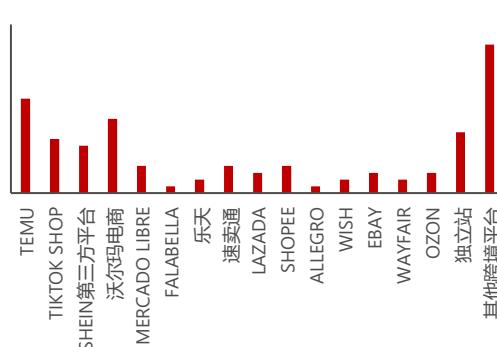
资料来源：businessofapps, 民生证券研究院

图表：Temu平台用户数量（百万人）快速增长



资料来源：Bloomberg, secondMeasure, 民生证券研究院

图表：23H1，14%的亚马逊卖家开拓了Temu渠道



资料来源：雨果跨境，民生证券研究院

1.3

Shein：坐拥国产服饰类制造优势，快反供应链完成“不可能三角”

➤ 贴近女装制造优势基地广州，与供应商建立共赢的合作关系

总部设在女装最大的广东地区，为供应商进行系统改造，更好地实现“小单快反”经营模式。2015年SHEIN将总部搬至广州番禺。由于广州番禺的服装加工业发达，SHEIN将经营品类从婚纱扩展至快时尚，并摸索出了“小单快返”的经营模式，致力于给海外消费者提供了诸多物美价廉的商品。

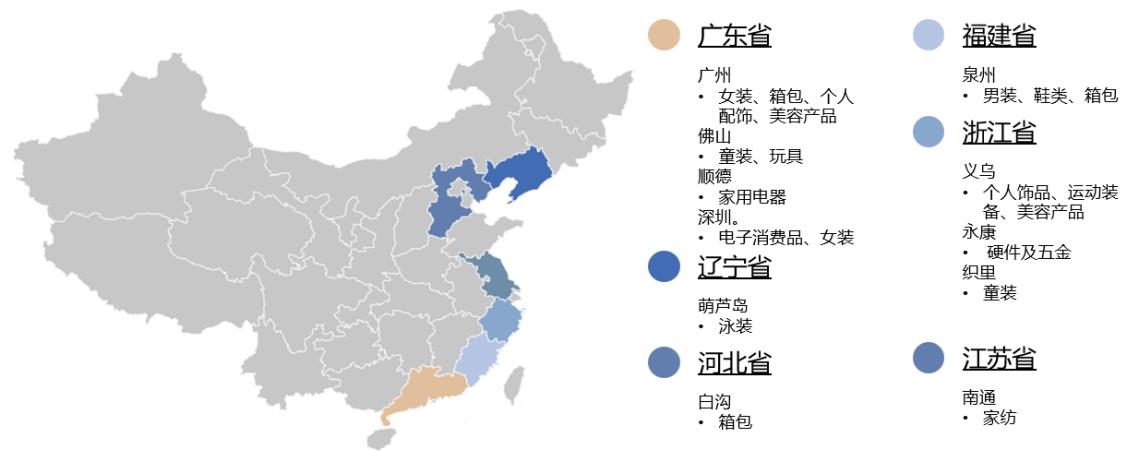
发展300多家核心服装厂供应商，全部供应商超过2000家，和供应商互利共赢。
 ①SHEIN要求其供应商可以接最低100件的订单（Zara为500件），同时主动给工厂“小单快返”的补贴资金，并承担成本高昂的样衣打板工作。
 ②在应付账款上，结算周期只有30-45天，从不拖欠，还要求合作供应商也不能拖欠上游款项。
 ③借款给规模小的厂商，用于买设备和厂房。

图表：柔性供应链实现小单快反



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：国内优质制造分布：广州是国内服装优质供应链的聚集地



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

1.3

Shein：坐拥国产服饰类制造优势，快反供应链完成“不可能三角”

➤ 完成服装行业快速上新、定位低价、库存灵活不可能三角。

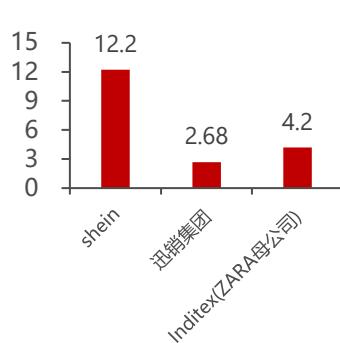
1) 生产周期短，上新快：Shein服装的生产周期在7~8天，每天上新2000个SKU，每年上新超过30万个SKU。相比之下，ZARA的生产周期最快14天，每年上新超12万个SKU。行业平均水平为15-20天。**2) 价格低：**SHEIN的产品降价很快，且有会员和闪购等折扣活动，最终夏季产品买单价格大部分不超过\$10，平均只有ZARA价格的1/3左右。**3) 库存灵活：**shein在保持上新速度和价格优势的同时，将库存控制在合理范围，库存周转率远超过迅销集团和zara。

图表：快时尚品牌的平均价格（美元）

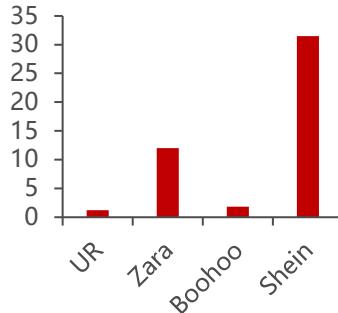
| | boohoo | Forever 21 | H&M | SHEIN | Zara |
|-----|--------|------------|-------|-------|-------|
| 牛仔裤 | 18.74 | 27.86 | 31.2 | 18.85 | 41.54 |
| 裙子 | 20.31 | 22.01 | 29.87 | 15.74 | 48.19 |
| 背心 | 14.3 | 15.61 | 22.55 | 10.07 | 35.73 |
| 外套 | 33.44 | 35.15 | 51.22 | 19.72 | 96.05 |
| 裤装 | 22.05 | 20.5 | 42.5 | 24.07 | 78.27 |
| 配饰 | 8.91 | 7.58 | 15.45 | 6.56 | 43.53 |

资料来源：statistic，民生证券研究院，注：标红为对比品类中最低价

图表：2019年快时尚服装的存货周转率



图表：快时尚品牌的上新速度（万件）



图表：SHEIN相比ZARA具有更快的供应链反应速度



资料来源：wind，商品研习社，民生证券研究院

资料来源：零壹财经，molibond，民生证券研究院

资料来源：搜狐“DATA数据分析站”，晚点latepost，民生证券研究院

1.3

Shein：坐拥国产服饰类制造优势，快反供应链完成“不可能三角”

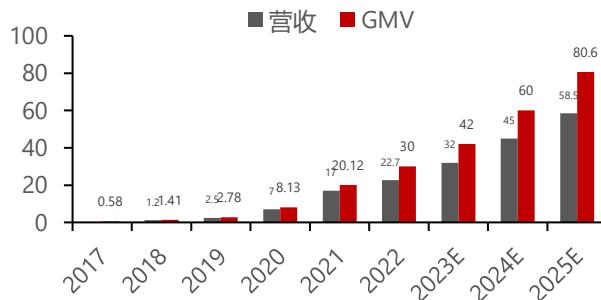
➤ 覆盖150+国家地区，外延并购渗透线下市场

20-22年收入和GMV复合增速超过60%。根据Financial Times，2020-2022年SHEIN的GMV分别达81.3/201.2/300亿美元，年复合增长率达66.67%。营收由2016年的6.1亿美元攀升至2022年的227亿美元，2016-2022期间年复合增速达74.46%。2022年SHEIN实现利润7亿美元，连续4年实现盈利，SHEIN发布的“management presentation”预计2025年公司GMV可达806亿美元，收入可达585亿美元，利润将达75亿美元。

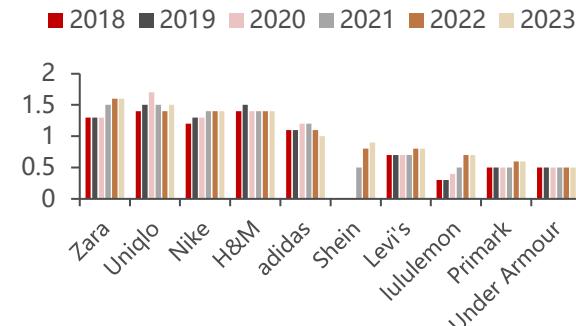
以美国为核心市场，占比超过50%，全球覆盖150+国家地区。在20+个国家与地区设有办公室，打造11个自有品牌。在美国快时尚服饰市场中，2022年3月，Shein的市场份额达到40%。

通过外延收购方式渗透线下市场，24年有望在美IPO。23年8月，收购美国服装品牌运营商Sparc Group三分之一的股权，间接入股旗下包括快时尚女装Forever 21、户外品牌 Nautica以及男装品牌Brook Brothers等。10月底，收购英国最大线上时尚零售商之一Missguided及其所有知识产权，未来Missguided产品将由SHEIN柔性供应链生产制造，并在SHEIN平台上销售。

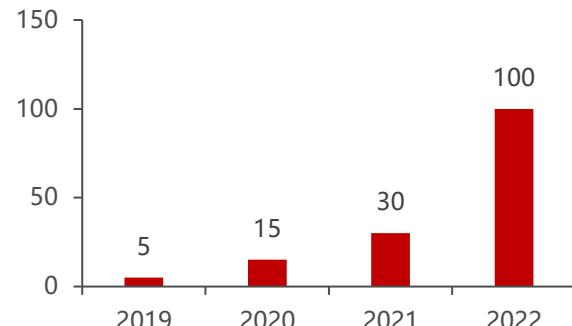
图表：2022年Shein营业收入达到227亿美元



图表：全球成人服饰品牌份额 (%) 变化



图表：2019-2022年Shein的市场估值 (十亿美元)



资料来源：Wall Street Journal, Financial Times, 民生证券研究院

资料来源：Euromonitor, 民生证券研究院

资料来源：molibond, 民生证券研究院

1.3

Temu VS Shein：同为性价比电商，未来发展路径渐远

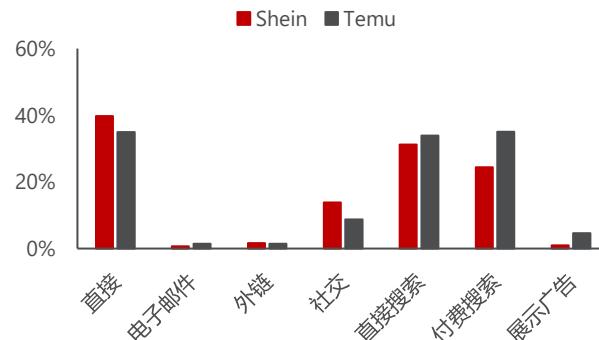
- 性价比定位是二者最大的共同点。**同为性价比电商，但我们认为除了价格定位外，平台的品类结构、营销策略、履约模式以及成长路径、未来的发展趋势都不尽相同。**1) 品类结构：**Shein以女装为主，逐渐扩展到宠物用品、日用品等其他品类，行程不同品类的品牌矩阵；Temu的品类包括服饰、家居家电、电子产品及配件、化妆品、首饰、汽车用品、母婴用品、户外、乐器和办公及园艺。**2) 营销策略：**Shein公域私域结合运营。公域方面包括多渠道广告投放、网红KOL推广以及联盟营销等。私域方面，SHEIN在社交媒体上注册了官方站账号，与用户互动，强化品牌营销；Temu多渠道营销推广策略+传统技能“砍一刀”。上线“砍一刀”和各种玩游戏得优惠的促销活动，老用户只需邀请几位新用户下单，就能领现金、返大额优惠券。**3) 履约模式：**Shein建立完善的物流仓储体系，包括中心仓、中转仓、运营仓；Temu采用了国内统一仓配和海外跨境直邮的模式。Temu与超过20家物流服务商合作，23Q1最多有50%以上的包裹由极兔国际承运，随着订单量和物流服务商的增加，目前极兔国际的承运比例降至10%以内。

图表：shein品牌矩阵（上）vs temu品类结构（下）



资料来源：灼识咨询，民生证券研究院

图表：Shein&Temu流量来源



资料来源：SimilarWeb，民生证券研究院

图表：履约模式

| 电商平台 | 履约模式 |
|-------|--|
| Shein | SHEIN目前在全球有三种仓库类型：国内中心仓，海外中转仓和海外运营仓。国内中心仓设在广州，全球95%商品发自国内中心仓；海外中转仓只负责接收消费者的退货；运营仓专门负责其辐射区域的配送。 |
| Temu | Temu采用了国内统一仓配和海外跨境直邮的模式。国内运输采用统一仓配模式，商家将货物提前运至Temu广州仓，然后平台统一空运至海外。跨境运输方面，Temu与国内第三方快递服务商如极兔和云途合作，最后的配送环节由美国邮政或DHL完成。 |

资料来源：36氪，民生证券研究院

1.3

Temu VS Shein：同为性价比电商，未来发展路径渐远

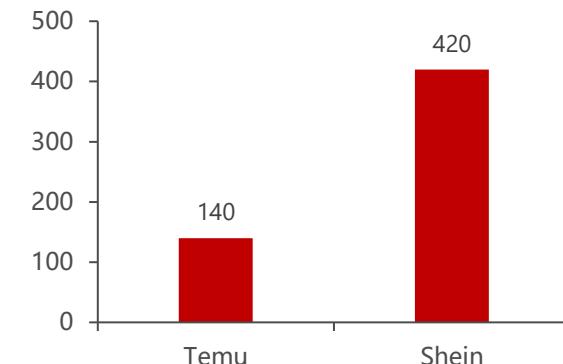
- 性价比定位是二者最大的共同点。** Temu自2022年9月上线，2023年5月Temu网页浏览量超过Shein，销售额首次超过SHEIN约20%。**4) 成长路径：** shein以低价+快速上新+大牌设计为特色，并通过外延方式拓展线下渠道，流量更多依赖自然流量，官网流量中至少一半以上都是自然流量，直接访问流量达37.24%；而temu主要凭借低价+大量营销+超长售后来增加渗透，打法简单高效。**5) 发展趋势：** shein未来逐渐往线下渗透增加品牌力，此外，开设高端品牌MOPT提升客单价。对于Temu，我们认为后续有望放开全托管模式，发展成为平台模式。

图表：Temu网页浏览量23年5月超过shein



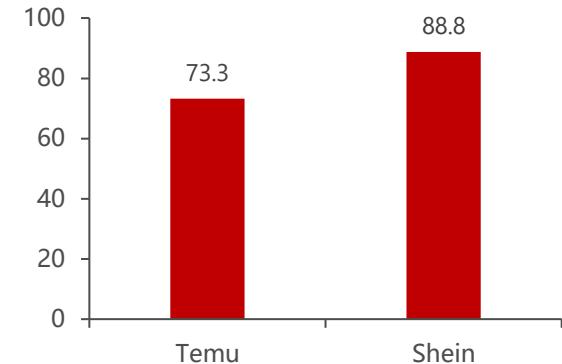
资料来源：远川研究院，民生证券研究院

图表：2023E temu&shein的GMV水平 (十亿美元)



资料来源：晚点latepost, businessofapps, 民生证券研究院

图表：shein(23年平均)vs temu(23年4月)用户数量(百万人)



资料来源：businessofapps, 民生证券研究院

1.4

卖家端出海优势：国内的优质制造出海，一带一路空间广阔

从品类结构来看，轻工服饰类制造产品是跨境出口的优势品类。从品类结构来看，钟表、越气、箱包、皮革制品、鞋帽伞等品类保持较快的增速。

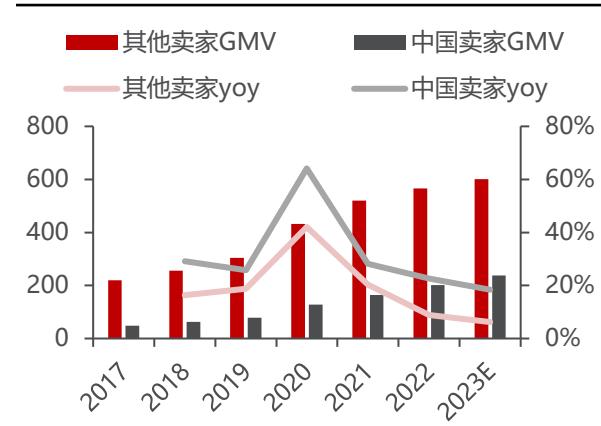
中国制造的销售优势在亚马逊平台得到验证。从亚马逊平台的卖家占比及销售情况来看，中国卖家占比由2017年的18%提升至2022年的26%，其同比增速远超过其他卖家的增速，展现中国制造的销售优势。

一带一路国家的跨境出口占比较低，未来空间广阔。从跨境出口的国家分布来看，目前美国仍然是占比第一的国家，为34%。一带一路跨境出口在国家政策的支持下，空间广阔。

图表：21年出口跨境电商品类结构

| 商品品类 | 占比(%) | 同比增速 (%) |
|------------------|-------|----------|
| 化学工业及其相关工业的产品 | 9.99 | 13.09 |
| 食品；饮料、酒及醋；烟草及制品 | 6.37 | -9.14 |
| 机电、音像设备及其零件、附件 | 0.78 | -8.05 |
| 杂项制品 | 0.67 | -11.48 |
| 光学、医疗等仪器；钟表；乐器 | 0.45 | 8.63 |
| 活动物；动物产品 | 0.43 | 6.59 |
| 纺织原料及纺织制品 | 0.42 | -7.13 |
| 革、毛皮及制品；箱包；肠线制品 | 0.4 | 20.72 |
| 鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品 | 0.38 | 14.76 |
| 动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂 | 0.32 | 5 |

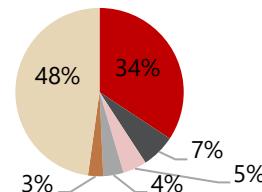
图表：亚马逊中国卖家和其他卖家GMV(十亿美元)及yoy



资料来源：《电子商务研究报告2021》，民生证券研究院 资料来源：businessofapps，民生证券研究院

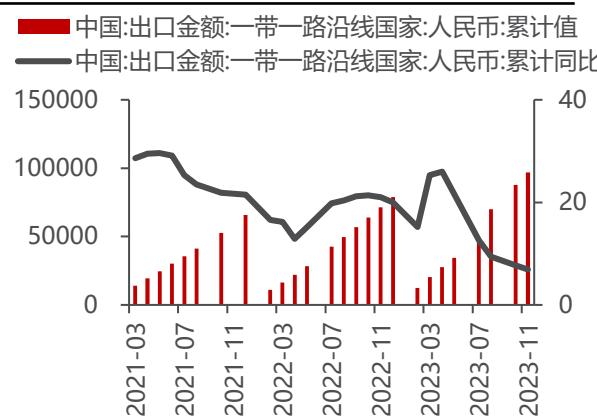
图表：2022年跨境电商出口国家占比

■ 美国 ■ 英国 ■ 德国 ■ 马来西亚 ■ 俄罗斯 ■ 其他国家（地区）



资料来源：亿欧咨询，民生证券研究院

图表：一带一路沿线国家出口金额（亿元）及yoy（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 卖家端出海优势：海外通胀预期减弱，即将进入补库周期

➤ 美国库存情况

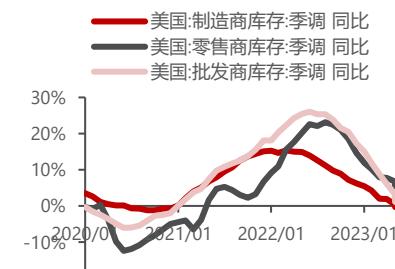
- 22年年中开始，美国库存总额同比与销售总额同比持续回落，仍处在主动去库存阶段。从23年中开始，销售同比已由负转正有所回升，当下实际已处在被动去库存阶段，即将进入主动补库阶段。
- 从三大类企业的库存同比情况来看，零售商的库存同比仍高于制造商和批发商。
- 从库销比来看，零售商库销比22年开始持续提升，已达到21年开始的高点。

图表：受疫情期间高基数影响，22H1增速放缓



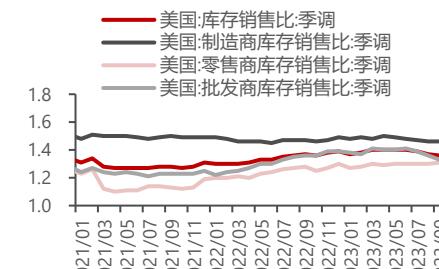
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：美国库存总额同比以及销售总额同比



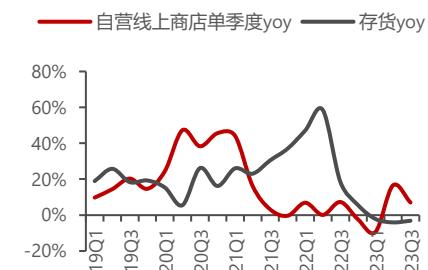
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：美国三大业态库销比



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：亚马逊自营商店同比增速及存货同比增速



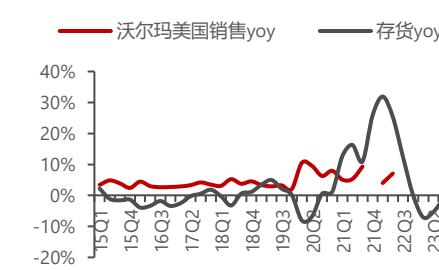
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：亚马逊第三方销售服务收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：沃尔玛自营商店同比增速及存货同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4

国内标的的业绩：毛利率保持增长，盈利能力不断增强

图表：跨境电商板块营收（亿元）及YOY、QOQ

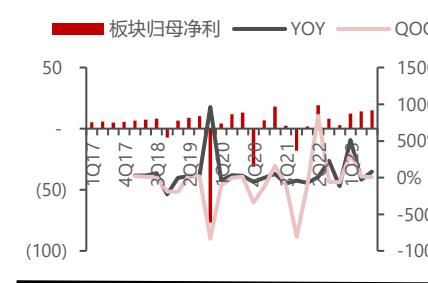


资料来源：

Wind,

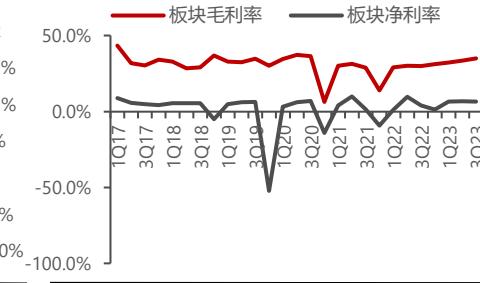
民生证券研究院

图表：跨境电商板块归母净利润（亿元）及YOY、QOQ



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：跨境电商板块毛利率与净利率



资料来源：wind, 民生证券研究院

图表：跨境电商板块销售费率与管理费率



资料来源：wind, 民生证券研究院

| | 3Q23收入 (亿元) | 同比增速 | 增速同比变动 (pcts) | 3Q23扣除非归母净利润 (亿元) | 扣非归母净利润同比增速 | 增速同比变动 (pcts) | 毛利率 | 毛利率同比变动 (pct) | 销售期间费用率 | 期间费用率同比变化 (pct) | 扣非净利率 | 扣非净利率同比变动 (pct) | |
|-----------|-------------|-------|---------------|-------------------|-------------|---------------|----------|---------------|---------|-----------------|-------|-----------------|-------|
| 002280.SZ | 联络互动 | 25.00 | -5.4% | 24.49 | -1.48 | 56.3% | 32.78 | 9.9% | -2.71 | 9.9% | -1.77 | -5.9% | 0.38 |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 3.86 | 0.2% | -8.70 | 1.08 | 12.4% | 78.6% | 2.57 | 33.4% | -1.12 | 28.2% | 4.71 | |
| 002640.SZ | 跨境通 | 15.46 | -10.0% | -8.73 | -0.13 | -1122.6% | -1225.80 | 12.1% | 0.24 | 7.6% | 0.69 | -0.8% | -0.94 |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 17.86 | 35.8% | 38.80 | 1.24 | 57.4% | 31.60 | 47.9% | 6.51 | 34.5% | 6.13 | 6.9% | 0.98 |
| 300464.SZ | 星徽股份 | 4.01 | -30.9% | -29.78 | -0.21 | -43.9% | -128.89 | 26.2% | 6.00 | 16.5% | -3.14 | -5.1% | -1.37 |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 17.58 | 61.0% | 50.97 | 0.90 | 52.5% | -954.26 | 37.1% | -0.49 | 23.1% | -2.63 | 5.1% | -0.02 |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 16.01 | 37.6% | 37.58 | 0.65 | 97.8% | 97.84 | 70.7% | 5.80 | 60.6% | 3.73 | 4.1% | 4.08 |
| 601113.SH | 华鼎股份 | 22.96 | 17.1% | 28.76 | 0.65 | 181.3% | 417.12 | 18.2% | 4.43 | 10.1% | -5.13 | 2.8% | 8.19 |
| 301376.SZ | 致欧科技 | 14.92 | 13.9% | 13.92 | 1.00 | 64.8% | 64.79 | 37.7% | 7.03 | 23.0% | 1.25 | 6.7% | 6.72 |
| 002444.SZ | 巨星科技 | 33.65 | -6.5% | -18.02 | 6.40 | 1.9% | -45.12 | 33.4% | 6.36 | 6.6% | 1.17 | 19.0% | 2.09 |
| 300729.SZ | 乐歌股份 | 10.07 | 31.9% | 23.27 | 0.70 | 163.9% | 193.47 | 37.8% | -2.65 | 20.9% | -1.20 | 7.0% | -0.45 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 47.21 | 29.4% | 9.90 | 3.78 | 54.6% | 47.37 | 43.5% | 5.39 | 22.8% | 2.33 | 8.0% | 1.76 |
| 301558.SZ | 三态股份 | 4.45 | 9.8% | 9.84 | 0.35 | -30.7% | -30.69 | 31.3% | -2.14 | 18.0% | -1.47 | 7.9% | 7.93 |

资料来源：Wind, 民生证券研究院

1.4

投资建议：需求端保持乐观，行业格局不断变化，看好平台、渠道及品牌出海

- 海外需求及库存：**①海外需求保持乐观：从10月份美国的CPI同比数据的回落来看（同比提升4%，为21年9月以来新低），通胀预期、加息预期持续减弱。从22年年中开始消费者信心指数持续改善。②海外库存进入主动补库阶段：22年年中开始，美国库存总额同比与销售总额同比持续回落，仍处在主动去库存阶段。从23年中开始，销售同比已由负转正有所回升，当下实际已处在被动去库存阶段，即将进入主动补库阶段。从电商平台的情况来看，23年亚马逊补库周期开启：因为21被封号卖家低价倾销+行业增速放缓，造成22年去库周期；23年开始存货同比开始恢复。包括亚马逊平台对第三方卖家提供的FBA仓扩容也反映了补库趋势。沃尔玛从23年年中开始趋势相同。
- 投资逻辑：**在海外需求保持乐观的前提下，综合公司业绩成长性、行业竞争壁垒，结合行业品牌、运营、渠道的壁垒，以及公司估值，我们总结出两条跨境电商行业的投资主线：**1) 卖家端：享国内制造红利，完成产品出海。推荐华凯易佰、赛维时代、乐歌股份、致欧科技，建议关注安克创新等。** **2) 平台端：AI助力提质增效，B2B平台出海赋能国内卖家。推荐小商品城、焦点科技等。**
- 风险提示：**海外需求不及预期，汇率波动，行业竞争加剧等。

图表：跨境电商标的的盈利预测与估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价(元) | EPS | | | PE | | | 评级 |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 35.02 | 1.18 | 1.52 | 1.87 | 30 | 23 | 19 | 推荐 |
| 002803.SZ | *吉宏股份 | 21.95 | 1.10 | 1.40 | 1.73 | 20 | 16 | 13 | - |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 25.79 | 1.31 | 2.17 | 3.00 | 20 | 12 | 9 | 推荐 |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 31.10 | 0.95 | 1.28 | 1.64 | 33 | 24 | 19 | 推荐 |
| 301376.SZ | 致欧科技 | 24.85 | 1.03 | 1.27 | 1.55 | 24 | 20 | 16 | 推荐 |
| 002444.SZ | *巨星科技 | 22.68 | 1.45 | 1.70 | 2.03 | 16 | 13 | 11 | - |
| 300729.SZ | 乐歌股份 | 15.99 | 1.78 | 1.43 | 1.67 | 9 | 11 | 10 | 推荐 |
| 300866.SZ | *安克创新 | 86.10 | 4.02 | 4.73 | 5.62 | 21 | 18 | 15 | - |
| 600415.SH | 小商品城 | 7.57 | 0.49 | 0.54 | 0.63 | 15 | 14 | 12 | 推荐 |

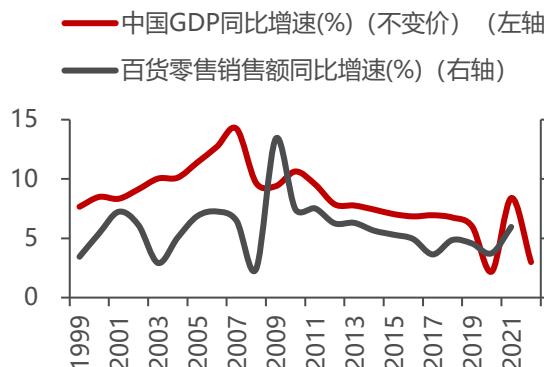
资料来源：wind，民生证券研究院（收盘价为23年12月19日对应价格，未覆盖标的EPS均采用wind一致预期）

02. 百货商超及专业零售：线下渠道红利初显，性价比 零售仍是24年的投资主线

2.1 百货零售——关注国企改革+REITs+折扣零售+免税四条主线投资机会

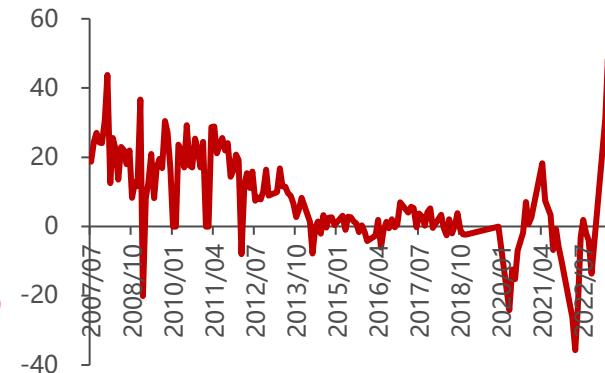
1) 国企改革：在国改三年行动收官，23年进入新一轮改革的背景下，混改、引入战投、股权激励以及数字化新零售布局是践行国改的几大重点方向，我们认为对于积极响应改革的国企，有望实现经营效率的提升，从而提高业绩兑现度，同时估值有望重估。23年以来，重庆百货混改效果逐渐显现，22年股权激励激发管理层动力，业绩开始释放。**2) 消费基础设施REITs：**23年3月证监会发布鼓励消费基础设施REITs政策。上市百货旗下物业资产较为优质，或将成为后续第一批走向证券化/实现价值重估的资产，通过资产证券化，上市百货企业有望改善财务结构、为规模扩张/聚焦资产运营能力带来空间。百联股份、天虹股份上半年陆续公告REITs发行计划。**3) 折扣零售：**随着中国经济进入转型调整期，GDP增速逐步放缓，居民收入增速压力增大，消费者信心指数也处于低位徘徊，传统正价零售渠道增长乏力。从美国经验来看，在居民实际购买力增速放缓时期内，逆周期折扣零售渠道（奥特莱斯）获得消费者的青睐。**4) 免税店：**在免税在市内免税政策加速推出背景下，关注全国性百货龙头及区域性百货龙头获得免税经营资质贡献业绩增量的投资机会，其中北京和上海作为主要出入境人群地区，有望深度受益于市内免税政策。

图表：百货零售商品销售额同比增速vsGDP同比增速



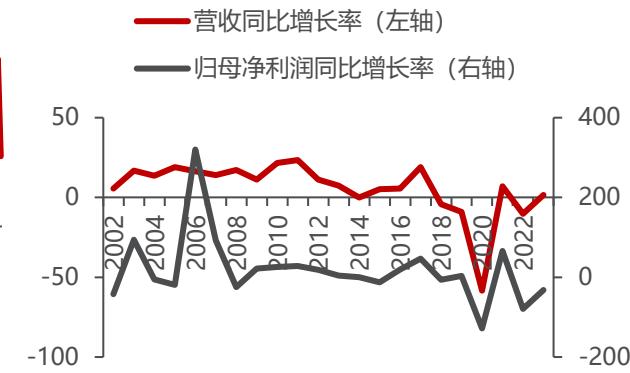
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：全国百家大型零售企业零售额当月同比 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：申万百货二级行业上市公司的合计收入及净利润同比增速(%)



资料来源：wind，民生证券研究院

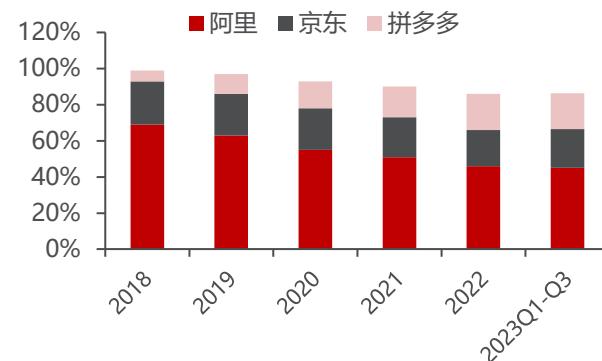
2.2 折扣零售：享消费“降级”时代红利

➤ 以低价商品为卖点的拼多多平台GMV市占率呈上升趋势

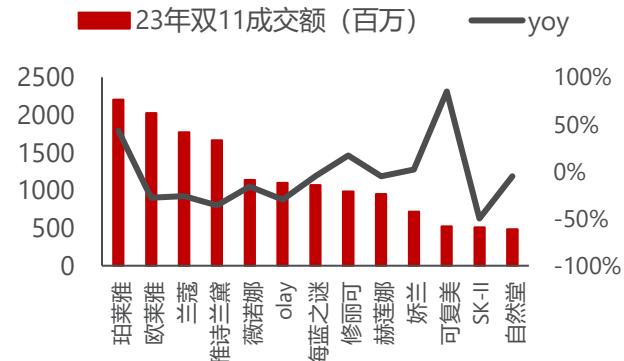
性价比电商市占率不断提升，业绩超预期。拼多多今年参与大促的品牌、商家以及商品数量均创新高，农货、国货以及全球好物等超40个细分类目实现翻倍增长，百亿补贴订单量同比增长107%。目前，拼多多百亿补贴用户规模突破6.2亿，一线城市用户订单量同比增长113%，四五线城市下单金额同比增长167%。

“双11”期间具备性价比优势的国牌逆势增长。从2018年起至2022年，天猫美妆双11榜首一直被欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等多个国际大牌占领。今年珀莱雅位列第一，是国货美妆近6年来首次“登顶”。超五成品牌呈下滑态势，天猫榜单前五中雅诗兰黛、兰蔻分别下滑14.69%、24.42%、16.9%。在大环境疲软环境下多数性价比国货品牌保持正增长，且初、丸美、美妆类目排名前五的国际大牌里，欧莱雅可丽金同比增幅达三位数。

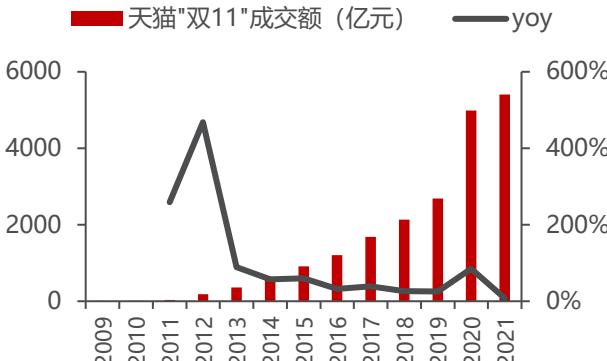
图表：三大电商平台市占率（以GMV计）



图表：23年“双11”国货增速显著高于外资



图表：天猫“双11”成交额增速放缓



资料来源：欧睿，民生证券研究院

资料来源：statistic，民生证券研究院

资料来源：statistic，民生证券研究院

2.2

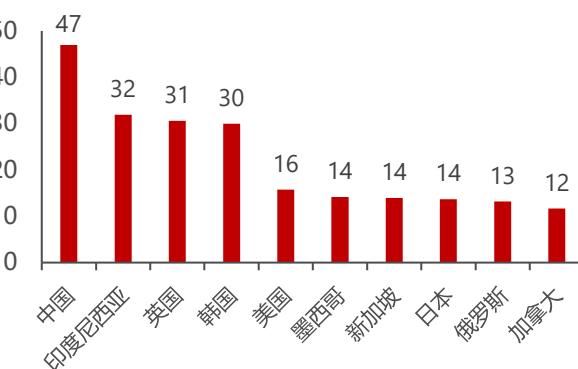
线上渠道效率减弱，线下渠道成本降低释放红利

➤ 国内电商平台渗透率达到高位，流量成本不断提升压缩品牌方利润

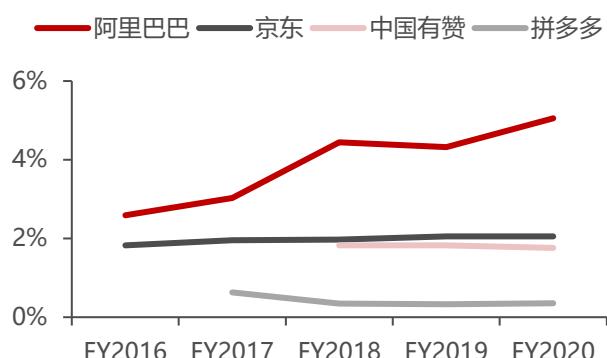
获客成本连年上升，品牌方面面临营销支出上升和ROI下降的困境。以获客成本=营销费用/新增活跃用户计算，国内各大电商平台的获客成本持续上升，2022年阿里巴巴的获客成本高达1302元/人，京东和拼多多获客成本超过600元人民币。原本低价获取大量流量的平台在传统中心分发模式下会将成本转嫁给品牌，电商商户、广告主均面临营销支出上升，ROI下降的挑战。

直播电商的兴起更是进一步压缩品牌方利润。对于销量大、门槛高的头部主播，要提供优势明显的价格折扣、并承担相关成本；除此之外，商家还要支付坑位费和20%-40%的佣金。

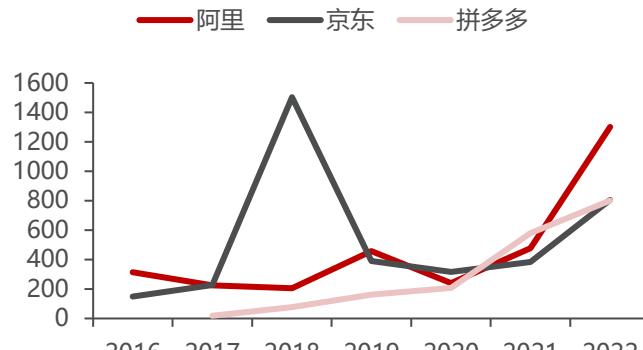
图表：中国电商渗透率（%）显著高于其他国家



图表：国内主流平台货币化率持续上升



图表：国内电商获客成本不断提升（元/人）



资料来源：statistic, 民生证券研究院

资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

2.2

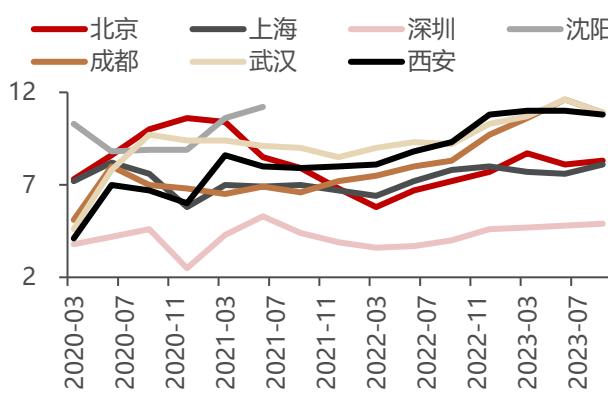
线上渠道效率减弱，线下渠道成本降低释放红利

➤ 线下商铺空置率疫后仍维持高位，零售“基础设施”逐渐成熟

线下租金具备优势，冷链物流、中央厨房等零售“基础设施”逐渐成熟。从优质零售物业的空置率和首层租金来看，从2021年开始，空置率不断上升，首层租金变化较小，但仍有上升趋势。从零售基础设施建设情况来看，近年京东、顺丰等建设了很多冷链物流基础设施，海底捞等连锁餐饮龙头牵头做了大量的中央厨房工厂，让生鲜等原来不容易保存和运输的产品通过预制菜等方式畅销全国。美国、德国等零售商家卖的30%的商品来自中国。

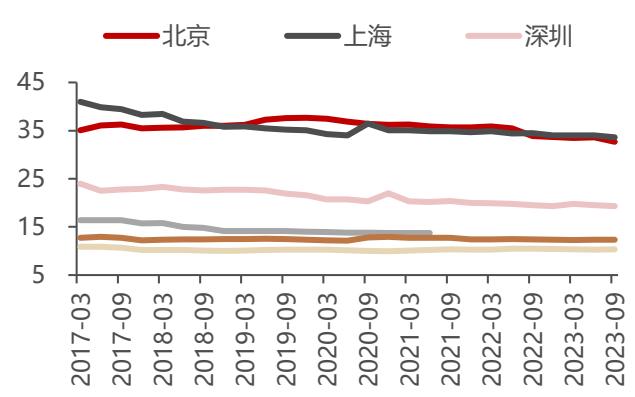
线上品牌的销售费用不断上升，高于线下品牌。从2020年新一轮电商红利释放开始，线上品牌三只松鼠相比于良品铺子和盐津铺子的销售费用率不断提升，由20年的17%上升到22年的21%。

图表：优质零售物业空置率(%)疫后不断上升



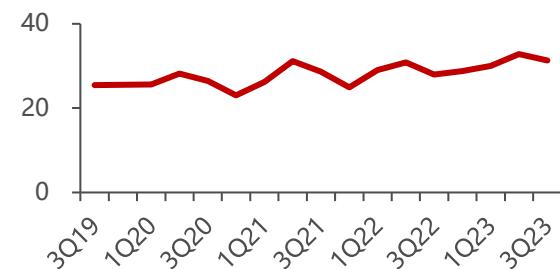
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：优质零售物业首层租金（元/平米/天）疫后缓慢下降



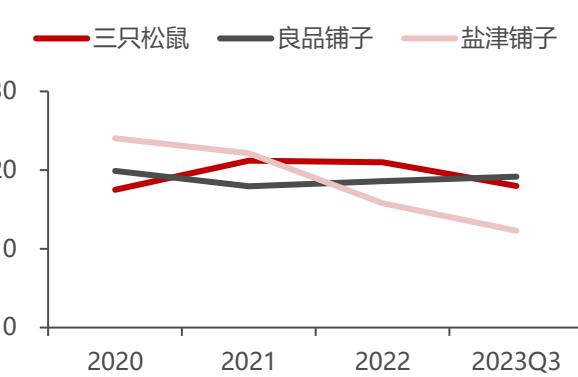
资料来源：wind，民生证券研究院

图表：化妆品品牌的销售费用率(%)自19年不断上升



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：线上品牌的费用率(%)远高于线下品牌



资料来源：wind，民生证券研究院

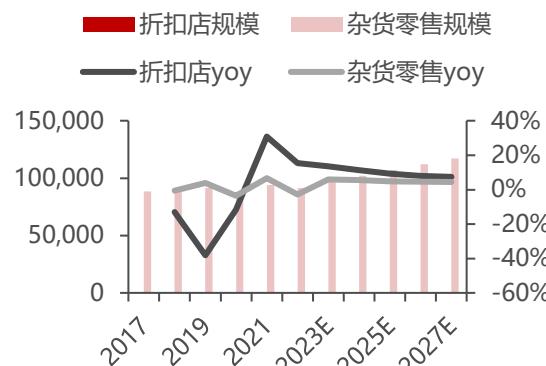
2.2 折扣零售成为趋势：疫后供需两端共振，折扣店增速超过整体杂货零售

线下零售折扣化成为趋势。2023年，“折扣业态”在国内零售业进行得如火如荼，各种以“低价”为卖点的折扣店、零食集合店大规模蔓延至全国各地。据Verified Market Research预测，到2030年，全球折扣店市场规模将从2022年的5100亿美元增长超过60%，达到**8300亿美元**，复合年增长率达到**5.35%**。

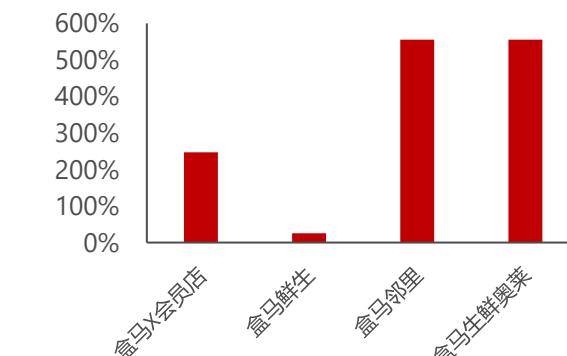
线下主打品牌折扣的“奥特莱斯”高增长。23H1奥莱全国销售额超**1300亿元**，完成超去年六成的业绩。

传统商超纷纷布局折扣店。2021年，盒马首家折扣店“盒马生鲜奥莱店”开业，截至23H1，盒马奥莱店全国突破**68家**，销售额增长**555%**。家家悦在21年开出首家仓储式折扣店，除了售卖常规商品，还主推自有品牌，产品整体价格比其他标准超市价格低10%-15%。折扣店开业前一个月，3000平米的店坪效超过**4000元/月**，高于2021年度开业两年以上综合超市的**1233元**。近期，永辉也宣布增设“正品折扣店”。

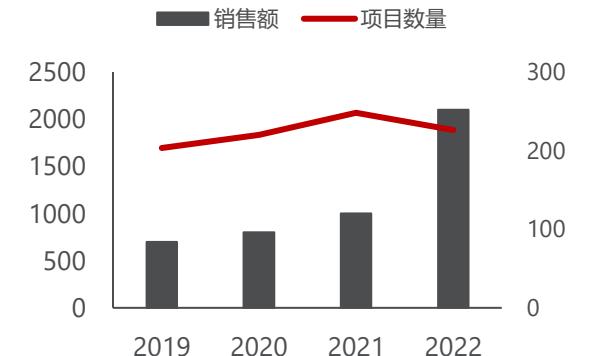
图表：国内折扣店&杂货店规模（亿元）及yoy



图表：23Q2盒马各业态销售额增长率



图表：全国奥莱项目数量（个）及销售额（亿元）



资料来源：欧睿，民生证券研究院

资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

资料来源：亿欧智库，民生证券研究院

2.2 折扣零售成为趋势：疫后供需两端共振，折扣店增速超过整体杂货零售

图表：硬折扣&软折扣商业模式对比

| | 硬折扣 | 软折扣 |
|------|--|--|
| 低价来源 | 硬折扣零售模式通常依靠高效的供应链管理、规模经济和成本控制来实现降本增效，从而实现低价销售。 | 以折价出售临期商品、尾货、微瑕品等为主要特征的商业模式。是品牌商或厂家清理库存的重要渠道，也是消费者寻找低价好货的目的地。 |
| 商业模式 | 减少中间环节，直达产地或自有加工厂 降低SKU的数量，增加自有品牌占比 降低价格的同时保证相同品质 可以看作“社区山姆店” | 是上游为非知名品牌，品牌商、渠道商生存需要一定的毛利空间，去中间商； 如好特卖，有相当一部分来自于尾货，整体的尾货市场在中国国内有限。 |
| 代表企业 | 盒马奥莱、ALDI、COSTCO、山姆会员店、麦德龙、盒马X会员店 | 好特卖、量贩零食店（零食很忙、赵一鸣等）、嗨特购、小象生活 |
| 门槛 | 1) 供应链要求高，直采居多，零食店进货往往通过经销商；2) 采购规模大，有议价能力；3) 有日配的能力；4) 生鲜加工、包装；5) 门店运营管理能力。 | |
| 区别 | 1、 毛利率方面： 硬折扣毛利率15% (ALDI) 不会超过18%，普遍是15%-16%。对应的软折扣毛利率25%-35%之间，取决于商品来源的组成部分，比如临期产品占比高毛利率高，如果做不到25-35%毛利率，软折扣店无法生存。 2、 供给的稳定性： 临期工厂的供货不掌握在零售终端，硬折扣的品牌供货是自己主导。比如好特卖的产品同样的货架不同时期陈列不同的产品，不能给消费者带来稳定的预期及购物体验，不能建立稳定的消费者粘性。 3、 硬折扣的SKU数目少： 如ALDI初期发展把SKU控制在600-700个，后面扩张到900个。随着欧盟经济的发展SKU数量增加但总量保持在1500-1800个，SKU多会带来成本上升。软折扣的SKU数目好特买3-4000个。 | |

资料来源：亿欧智库、远川研究院、联商网，民生证券研究院

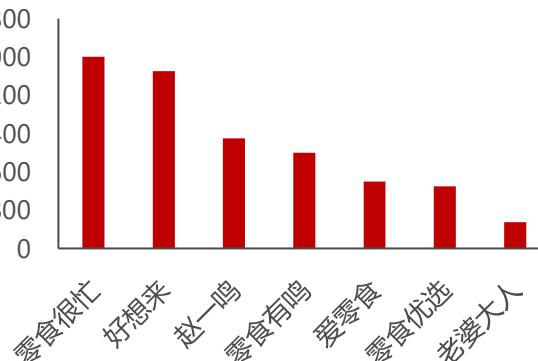
2.2

折扣零售成为趋势：量贩零食店快速增长，主攻下沉市场

避开传统零食品牌，主攻下沉市场。传统零食品牌良品铺子和来伊份明显在高线城市有更多门市，而对比来看，零食很忙和赵一鸣主攻下沉市场，且都在四线城市有更多门店。其中，截至23年11月，赵一鸣在中低线城市的门店占比高达86%，零食很忙在中底线城市的门店占比也有76%，而在一线城市的门店仅占1%。

量贩零食店备受资本青睐。从2021年开始，资本集中下注折扣零食这一赛道，不乏红杉中国、黑蚁资本、高榕资本等明星机构。零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等品牌都在近三年获得资本的加持。零食有鸣已完成6轮融资，零食很忙在2021年获得2.4亿元A轮融资，赵一鸣在今年年初拿到1.5亿的A轮融资。赵一鸣零食目前全国门店数量已突破2300家，今年净增1600+家。零食很忙不到10个月时间新开超2000家店，是过去三年开店的总和。截至8月，零食有鸣全国门店数量突破2000家，并以每月新开200家门店的速率进行全国化布局。零食很忙2022年全国门店（2000+家店）总营收超64.45亿元。2023H1赵一鸣零食营收为27.86亿元。

图表：2023年量贩零食店部分品牌门店数（个）

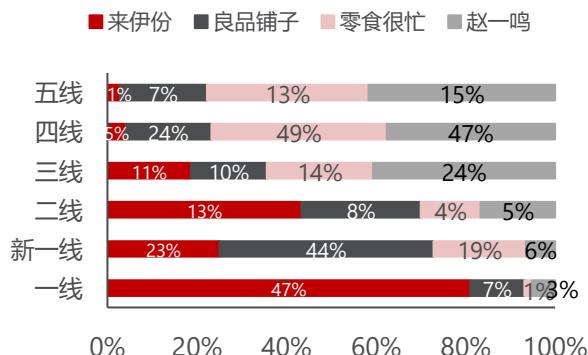


图表：量贩零食店的融资情况

| 品牌名称 | 融资情况 |
|------|---------------|
| 零食有鸣 | B+轮，金额未披露 |
| 零食很忙 | A轮，2.4亿人民币 |
| 赵一鸣 | A轮，1.5亿人民币 |
| 爱零食 | 战略融资，千万级美元 |
| 零食女孩 | A轮，数千万人民币 |
| 邻食魔法 | Pre-A轮，数千万人民币 |

资料来源：联商网，民生证券研究院

图表：截至23M11，各品牌在各等级城市门店数占比



资料来源：联商网，民生证券研究院

2.2

折扣零售核心竞争要素：供应链、物流、选品

注重打造供应链和物流仓储体系，增加直采减少成本。从工厂直发的商品，减少了一个物流环节，其中运费、出入仓费用、管理费用节省10%。头部量贩零食零食很忙截至23年9月，零食很忙拥有8大供应链中心，包括长沙总仓，衡阳、南昌、荆门、坏话、江夏、东莞、贵阳分仓，超14万m²现代化物流仓，保障全国门店货物24小时必达，公司计划投资5亿建设数字化总部供应链中心，打造行业领先的智能物流运营体系。

高效选品，精简SKU以提高管理效率、节省管理成本。软折扣的SKU数量明显高于硬折扣，主要源于其供应链的不稳定。而硬折扣零售注重精简品类，选择高效的产品提高坪效。好特卖全店临期产品大约占70%，正期产品约占30%。山姆的4000多个SKU中，鲜食类占比40%-45%，干货类占比30%，非食品类占比20%。

图表：家家悦物流仓储中心

| 仓储类型 | 数量 | 地点 | 建筑面积 | 日均吞吐量 | 2022年同比 |
|-----------|----|--------------|------|-------|---------|
| 常温物流中心 | 7 | 威海、烟台、莱芜、青岛、 | 12 | 33万件 | 10% |
| 生鲜物流仓 | 7 | 威海、烟台、莱芜、青岛、 | 32 | 3400吨 | 3.03% |
| 生鲜加工、中央厨房 | 7 | 威海、烟台、莱芜、青岛、 | 20 | 产值20亿 | |

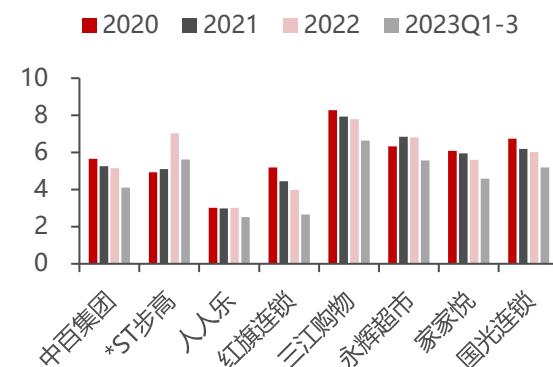
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：折扣店的面积和SKU数量对比

| | 面积 (m ²) | SKU数量 |
|--------|----------------------|-----------|
| 好特卖 | 1600 | 3000-4000 |
| 盒马奥莱 | 600-700 | 1300 |
| 家家悦好惠星 | 300-400 | 800-900 |

资料来源：第三只眼看零售，供应链范式，民生证券研究院

图表：零售业态存货周转率



资料来源：wind，民生证券研究院

2.5 家家悦：零食量贩+社区硬折扣，双新业态增强盈利能力

➤ 空间：主打社区和乡镇市场，山东1亿人口，按3万人/家，开到3000家店

①硬折扣店：2023年6月，好惠星烟台福山万花城店开业，合同面积500.74m²，截至2023年12月，已开4家硬折扣店，其中烟台2家、济南2家。②零食店：公司推出零食连锁品牌“悦记零食”，定位一站式极致性价比的零食集合店，2023年4月首家直营门店开业后，Q2新开5家零食店，Q3新开10家零食店，截至23Q3，开设零食直营店15家。

图表：量贩零食店单店模型

| 零食很忙 | |
|-------|--|
| 初始投资 | 55万元 |
| 门店面积 | 150m ² + |
| SKU | 1600-2000 |
| 日销 | 1-1.5w； 月销：30-45w (坪效2-3000元/m ²) |
| 租金、人工 | 3-4w/月 |
| 毛利 | 5.4-8.1w左右 |
| 毛利率 | 18% |
| 单店盈利 | 1.5-3.2w/月 |
| 净利率 | 5-7% |
| 投资回收期 | 1.5-2年 |

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：济南好惠星门店

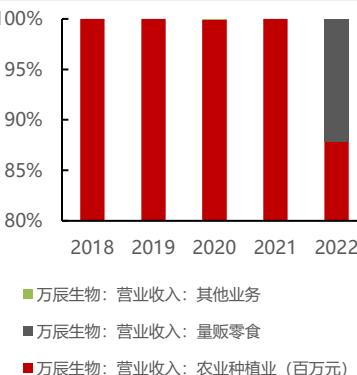


资料来源：公司官网，民生证券研究院

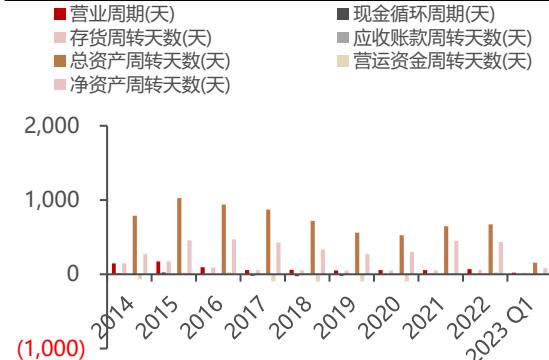
2.3 万辰生物：“专精特新”零食量贩店，替代旧经销模式的新渠道革命

- 万辰生物科技股份有限公司主营业务为鲜品食用菌的研发、工厂化培育与销售，成立于2011年，经营范围包括农业生物基因工程技术开发、转让、咨询及服务，保健食品研发，食用菌、花卉、蔬菜的种植、销售及进出口，以及农业观光旅游开发等。2022年8月开始涉足商业领域，投资设立控股子公司南京万兴，从事量贩零食业务，22年营业收入增加；但因量贩零食业务尚处于发展初期，未形成销售规模，22年仍处于亏损阶段。
- “专、精、特”：**1) 精简、缩短供应链条，善用白牌产品价格优势，取得更低进货成本。万辰生物自有品牌“陆小馋”零食量贩店受益于更扁平的渠道层级及更低的各环节加价率，能够以更便宜的价格出售给消费者。跳过一、二批经销商，直接从厂家拿货，进货成本低；相比于传统商超、便利店等，在商品结构中引入众多白牌产品，其区域品牌及工厂品牌溢价较低。2) 大批量采购、不收取渠道费用，压低出厂价格，保证终端价格竞争力。零食量贩店向加盟店供货环节毛利率在5-10%，从出厂价至终端加价率约为25%，效率提升明显。3) 品类结构独特，主打差异化竞争。与商超卖场、便利店相比，售卖货品的品类结构高度差异化，在糖巧、辣卤、果干等品类上更加丰富，该品类刚需、高频、购买决策流程短、周转率高，成就“两低一高”的业态特点：高周转、低毛利、低费率。单店财务模型优质，盈利能力强，门店投资回报可观，加盟商参与热情高，奠定零食量贩店部门乃至整个行业快速发展的基础。

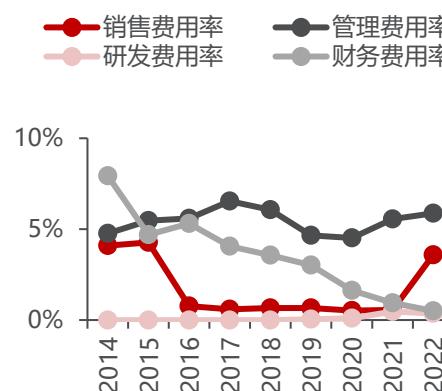
图表：22年开启零食量贩业务



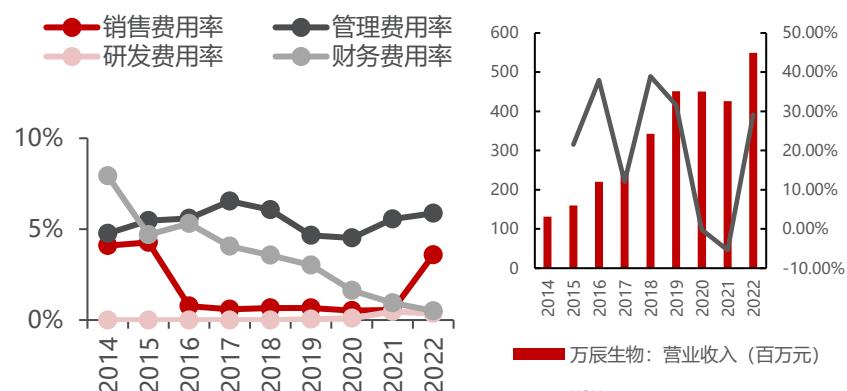
图表：营运能力表现为供应链短、周转快



图表：22年开启零食量贩业务，销售费用率上升



图表：公司营收14-22CAGR19.58%



资料来源：iFind，民生证券研究院

资料来源：iFind，民生证券研究院

资料来源：iFind，民生证券研究院

资料来源：iFind，民生证券研究院

2.3 名创优品：基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链与良性库存管理能力，打造极致产品体验

- 基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链与良性库存管理能力，打造极致产品体验，23年起推行品牌升级。“三高”指高颜值、高品质、高频率，是前端吸引消费者的消费动因：名创优品以“以量定价+买断定制+不压货款”的合作模式深度绑定莹特丽、嘉诚等国内外头部供应商，并在此基础上吸纳全球优质设计资源，实现产品的高颜值设计和高速迭代；同时通过高效的数字化商品运营体系和物流体系优化库存和周转效率，以实现长期的良性高频上新。“三低”指低成本、低毛利、低价格，是提供高性价比的底层支撑：名创优品通过向全球各类工厂大规模直采降低采购成本，自建八个20000m²+的物流仓储中心提升运输效率，并控制供应商至门店环节8%的加价空间以及32%~38%的终端毛利率空间保障低加价，实现低价格。23年2月，名创优品启动全球品牌战略升级，官宣全新品牌定位和品牌超级符号、全球化发展战略，并将产品策略迭代升级为好看、好玩、好用的“三好”战略，实现从渠道品牌升级为产品品牌、由零售公司升级为内容公司、将顾客升级为用户的三大转变，致力于成为全球化超级品牌。

图表：名创优品主要合作供应商

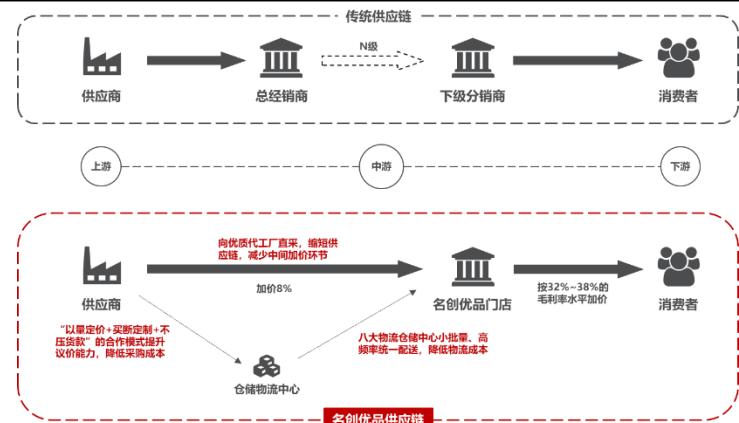
| 合作领域 | 合作企业 |
|------|----------------------------------|
| 彩妆护肤 | 莹特丽、安特、博克集团、艾圣、雅颜、科丝美诗、中山中研、诺斯贝尔 |
| 香水香精 | 奇华顿、德之馨 |
| 餐具 | 嘉诚工业 |
| 电子配件 | 立讯精密 |
| 家电 | 新宝电器 |
| 洗漱用品 | 优护优家、江苏三笑 |
| 纸品湿巾 | 百亚 |
| 文具用品 | 青岛点石 |

图表：名创优品数字化管理系统



资料来源：名创优品招股书，民生证券研究院整理

图表：名创优品供应链与传统供应链的区别及优势



资料来源：公司公告、Vista看天下公众号、辰商软件等，民生证券研究院

2.3 名创优品：百国万店战略支撑全球化进程稳步推进，出海打开品牌长期成长空间

- 百国万店战略支撑全球化进程稳步推进，打开品牌成长空间。**2015年，名创优品在新加坡开设第一家海外门店，正式开启出海步伐，此后名创优品“以代理商模式为主，直营店与加盟店为辅”的模式，成功将门店拓至全球107个国家和地区。23年初，名创优品宣布进行全球品牌战略升级，并将“超级门店”作为驱动品牌升级的关键因素，通过在全球重要商业地标开设全球旗舰店、国家旗舰店、城市旗舰店/形象店三个层次的旗舰店，展示全新品牌形象和产品体验，深化消费者对超级品牌的店型感知。截至23年8月，名创优品已在印度、秘鲁、孟加拉、越南、美国等国家的核心商圈开设旗舰店；并计划继续在欧洲伦敦牛津街、马德里太阳门广场等高势能商圈开设超千平米的大店。

图表：名创优品全球门店布局



图表：名创优品美国纽约时代广场旗舰店



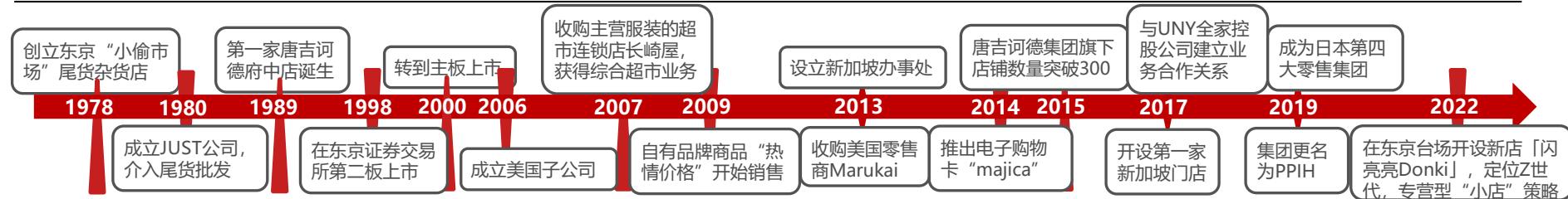
资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

资料来源：广东省电子数码行业协会公众号，民生证券研究院

2.3 唐吉诃德：日本便利折扣店商业奇迹，尾货+普通商品的“零售骑士”

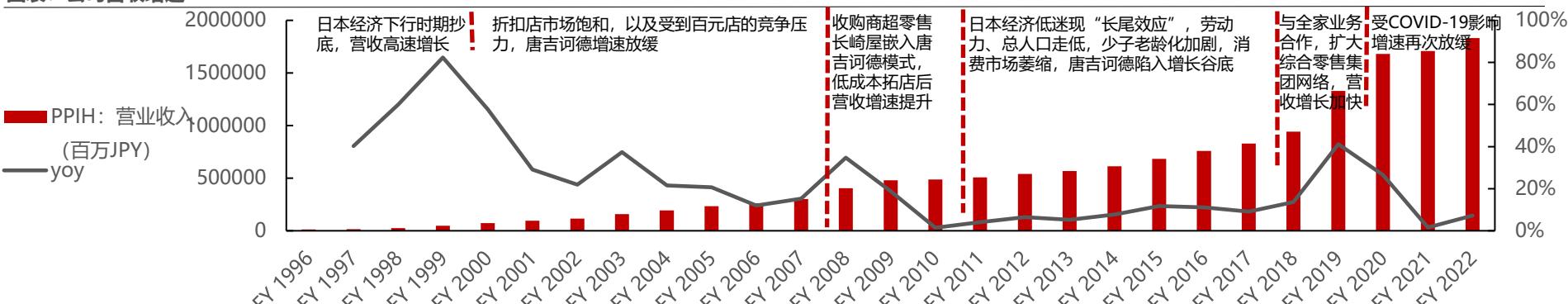
- 唐吉诃德是一家从日用品到品牌产品一应俱全的，为顾客带来新鲜刺激的购物体验的综合折扣店。唐吉诃德创立于1978年，采用了全直营、门店面积在3000平米以上的大店模式，以上万SKU密集陈列、30%低价尾货+70%正价折扣混合的销售模式开辟了一类符合彼时日本消费者习惯的折扣零售。唐吉诃德集合了便利店、折扣店、免税店、二手物品店等等多重“身份”，涵盖药妆、食品、酒类、玩具礼品、家居杂货、服装箱包、小型电器等品类，大部分门店的商品种类超过了4万种。以东京首都圈为中心，日本本土超过600家门店，折扣店超过400家，海外店铺遍布美国与东南亚，2022年收入超过18000亿日元。

图表：公司历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图表：公司营收增速



资料来源：bloomberg，公司官网，民生证券研究院

2.3 唐吉诃德：同时代折扣店“玩家”折戟沉沙，唐吉诃德杀出重围

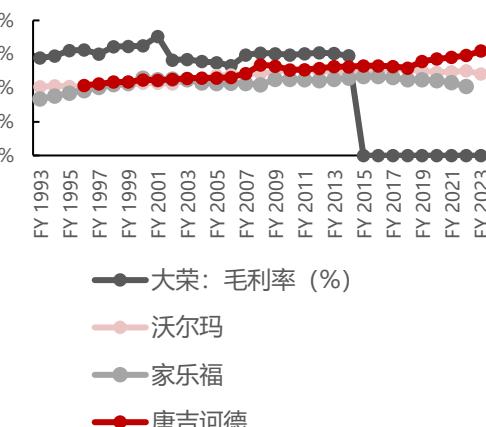
- 相比于传统零售店，以及硬折扣零售，堂吉诃德在90年代的日本快速扩张，成为软折扣零售的代表企业。硬折扣在当时的日本难以形成较大的规模，其中失败原因包含消费中的文化和社会属性，以及品牌面临的垂直供应产能不足难题。
- ①对于彼时追求个性化的日本消费者来说，购物体验仍是消费的决定因素之一。硬折扣为了降低成本往往牺牲了购物体验。让购物过程变得枯燥，堂吉诃德的挖宝式购物为消费者提供了足够的新鲜感。
- ②消费习惯逐渐趋于理性，购物时需“货比三家”。日本城市密集度高，渠道和渠道之间距离近，因此消费者移动成本低。消费者养成了“货比三家”的习惯，硬折扣模式往往涵盖全品类，匹配一站式购物，和日本消费习惯不相符。
- ③产能不足，难以实现垂直供应。硬折扣的重要一点在于推出自有品牌(Private Brands)，但日本的生产利用率常年处于不足状态，生产厂家仅会在景气下滑期接渠道的订单，一旦景气复苏便会拒绝生产毛利过低的自有品牌订单。2000年后，英国的Tesco、法国的家乐福纷纷进入日本市场推进折扣店模式，但都在数年内撤出日本市场。Costco则在日本获得较大成功。Costco没有在日本进行本土化调整，而是让日本消费者适应Costco的模式。

图表：90年代唐吉诃德主要软折扣竞争对手

| 1991年 | Rogers | Mr.Max | 木村屋（04年破产） | 唐吉诃德 |
|-------|---|------------------------|--|---------------------------------|
| 成立时间 | 1973年 | 1978年 | 1960年 | 1989年 |
| 店铺数量 | 5 | 17 | 9 | 1直营+13加盟 |
| 模式 | 尾货软折扣+NB打折 | 硬折扣EDLP+PB | NB折扣+金融抵押品 | 尾货软折扣（“探宝”） |
| 品类组合 | 3万SKU，1000PB： 食品30%、家电24%、日杂12%、 汽车10%、家清6%、其他18% | 不明，PB较多，现在为百货业态，时有促销活动 | 家电35%，办公用品15%， 手表贵金属15%，体育15%， 相机10%，其他10% | 家电35%，食品占比不多， 其他多为百货类，具体占比不明 |
| 收入 | 40亿RMB | 20亿RMB（现在80亿） | 22亿RMB | 1.1亿RMB |
| 毛利 | 16% | - | 16-18% | 18% |
| 消费人群 | 家庭 | 家庭 | 分散（2-3万人来店） | 便利店人群（年轻一代） |
| 其他特点 | 反复受品牌打击 | 对标Kmart和沃尔玛 | 管理粗放，未找到郊区模式 | 尾货供应链转型零售 |

资料来源：联商网，民生证券研究院 注：资料信息为1991年情况

图表：唐吉诃德与同时代硬折扣“玩家”毛利率比较



资料来源：bloomberg, 民生证券研究院

2.4

专业零售之明月镜片：传统镜片大单品放量升级，近视防控业务仍存广阔成长空间

- 常规镜片收入结构优化，明星产品收入占比持续提升。**公司在常规镜片业务实行产品聚焦策略，PMC超亮、1.71镜片、防蓝光镜片等明星产品销售收入及收入占比持续增长，截至23Q3末三大明星产品收入占常规镜片收入的比重已过半，消费者对明月镜片产品力及品牌力的认可度提升。中长期看，公司有望承接更多来自白牌用户及原先外资品牌客户的需求，常规镜片收入结构优化，收入与盈利能力已进入稳步上行通道。
- 近视防控产品高景气，产品、渠道与品牌三大竞争优势助力离焦镜业务持续高增长。**产品方面，截至23Q3，公司“轻松控”系列共有20款SKU（零售渠道12款，医疗渠道8款），折射率覆盖1.56、1.60、1.67及1.71，有日常使用和防蓝光两个类别，价格带覆盖1500~3000+元，行业交付速度最快，可满足不同消费者的不同需求；渠道方面，公司近视防控产品合作的线下门店数量超万家，同时公司积极布局医院渠道打开渠道新增量；品牌方面，公司通过亮相央视多档节目黄金时段及核心城市各大CBD和交通枢纽等方式加大产品及品牌曝光，深化品牌力的同时助力终端销售放量。中长期来看，持续看好青少年近视防控镜片渗透率稳步提升趋势下，明月镜片作为行业龙头有望攫取更多市场份额。

图表：明月镜片零售渠道“轻松控”系列产品矩阵

| 技术原理 | 型号 | 产品名 | 原料 | 阿贝数 | 折射率 | 膜层 | 功能 | 售价 | 推出时间 |
|------|--------|----------------|-------|-----|-------|------------------|-------|----------|------|
| 周边离焦 | D60MF | 1.60轻松控 | PMC超亮 | 40 | 1.603 | 近视管理 | 1598元 | 2021.6 | |
| | D71MF | 1.71轻松控 | | 37 | 1.701 | | 2298元 | 2022.6 | |
| | D60MFL | 1.60轻松控防蓝光 | | 40 | 1.603 | 天视A6膜 (可以减反射) | 1798元 | 2022Q1 | |
| | D71MFL | 1.71轻松控防蓝光 | | 37 | 1.701 | 少镜片表 双重防蓝光 | 2598元 | 2022.6 | |
| 多点离焦 | D56TF | 1.56轻松控 Pro | PMC超亮 | 43 | 1.558 | 面的广反 射、防水、 | 1998元 | 2023.8.1 | |
| | D60TF | 1.60轻松控 Pro | PMC超亮 | 40 | 1.603 | 近视管理 | 2398元 | 2022.6 | |
| | D67TF | 1.67轻松控 Pro | KR树脂 | 32 | 1.665 | 指纹和油 污、减少 | 2798元 | 2021.12 | |
| | D71TF | 1.71轻松控 Pro | PMC超亮 | 37 | 1.701 | 灰尘吸附 | 3398元 | 2022.12 | |
| | D56TFL | 1.56轻松控 Pro防蓝光 | PMC超亮 | 43 | 1.558 | 镜片表面 | 2298元 | 2023.8.1 | |
| | D60TFL | 1.60轻松控 Pro防蓝光 | PMC超亮 | 40 | 1.603 | 近视管理+ | 2698元 | 2022.6 | |
| | D67TFL | 1.67轻松控 Pro防蓝光 | KR树脂 | 32 | 1.665 | 双重防蓝光 | 3098元 | 2022Q1 | |
| | D71TFL | 1.71轻松控 Pro防蓝光 | PMC超亮 | 37 | 1.701 | | 3698元 | 2023.4.1 | |

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

图表：近视防控市场主流品牌的近视防控离焦镜片产品

| 技术原理 | 品牌 | 产品名 | 推出时间 | 材料 | 折射率 | 阿贝数 | 微透镜数 | 终端建议售价(元/副) |
|------|-----|------|---------|----|----------------|-----|------|--------------------------|
| 周边离焦 | 蔡司 | 成长乐 | 2010.08 | 树脂 | 1.50/1.60/1.67 | / | / | 1230-1730/1960-2460/3580 |
| | 万新 | 易百分 | 2020年初 | 树脂 | 1.67 | 32 | / | 1980 |
| | 蔡司 | 成长乐版 | 2021.08 | 树脂 | 1.50/1.60/1.67 | / | / | 2380/3380/4580 |
| | 豪雅 | 新乐学 | 2018.07 | PC | 1.591 | 30 | 396 | 3980 |
| 多点离焦 | 依视路 | 星趣控 | 2020.11 | PC | 1.591 | 31 | 1021 | 3680/4580 |
| | 伟星 | 星乐视 | 2020年底 | 树脂 | 1.553 | 39 | 407 | 3680 |
| | 蔡司 | 小乐圆 | 2022.04 | PC | 1.591/1.60 | 31 | / | 3980/4280 |

资料来源：各公司官网，各品牌微信小程序等，民生证券研究院

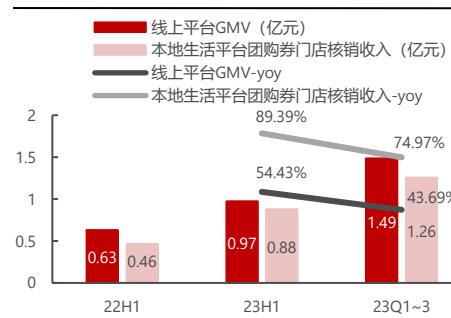
2.4 专业零售之博士眼镜：主业优化加速发展，放开加盟渠道构筑新增长极

- 持续丰富产品结构，布局抖音本地生活，主业优化加速发展。**
①发力近视防控镜片，积极培育自有品牌：公司不断优化离焦镜片等青少年近视防控镜片的品牌SKU矩阵，在积极培育自有品牌德纳司的同时，引入蔡司、豪雅、依视路等国际知名品牌，并与头部品牌联名开展产品营销推广活动，推动近视防控镜片销售提升。
②布局抖音本地生活：公司已布局天猫、京东、微信等主流平台，并积极拥抱抖音、大众点评、美团等本地生活服务平台，通过构建门店流量分配机制、利用内容营销与团购券互为补充进行客户引流到店，实现线上线下联动发展。
- 稳步推进数字化加盟，跑马圈地加速市场份额提升。**依托汉高信息数字化平台，公司制定一站式开店方案和极具吸引力的加盟政策吸引夫妻老婆店、非连锁小店主动寻求加盟合作，打开公司市占率及业绩规模扩张空间。公司开放加盟渠道至今，加盟门店用户数量稳步爬升，截至23Q3末，镜联易购平台上完成注册流程的用户共计8749家，完成加盟签约流程的加盟门店用户共计507家。

图表：博士眼镜功能性镜片销售额增速和销售量增速

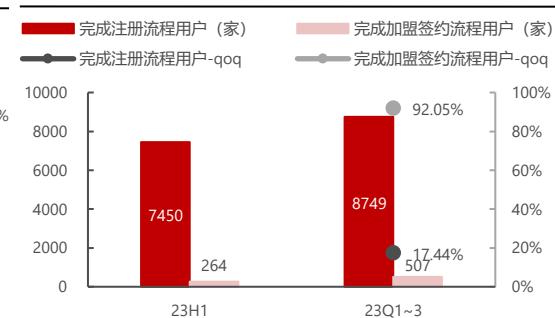
| | 2021年 | 22H1 | 2022年 | 23H1 | 23Q1~3 |
|----------|-------|------|-------|--------|--------|
| 近视防控离焦镜片 | 销售量 | 30%+ | 23% | 19.96% | 55.64% |
| | 销售额 | - | 40% | - | - |
| 成人渐进镜片 | 销售量 | 40%+ | 53% | 21.81% | 13.14% |
| | 销售额 | - | 27% | - | - |
| 抗疲劳型镜片 | 销售量 | 40%+ | - | - | - |

图表：公司线上及本地生活平台经营情况



资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

图表：镜联易购完成注册及完成加盟签约用户



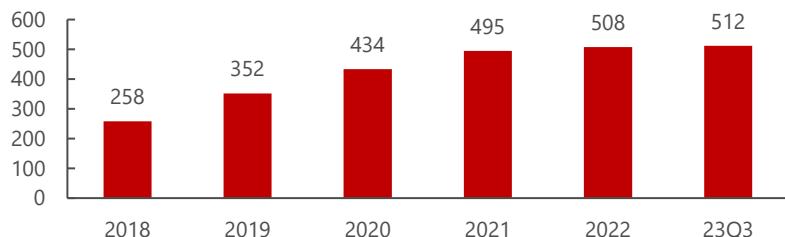
资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

资料来源：博士眼镜公司公告，民生证券研究院

2.4 专业零售之母婴-孩子王：全年龄段儿童生活馆持续推进，期待中长期发展

- 直营门店持续加密，收购乐友加速北方市场布局，内延外伸稳步推进全国化布局。**截至23Q3，孩子王直营门店数量512家，门店覆盖江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国20个省（市）。23年6月，公司收购北方母婴龙头乐友65%的股权，乐友在北京、天津、陕西、河北、辽宁等北部地区门店占比超70%，市场网格化程度较高，已在当地具有较强影响力和品牌知名度，助力公司有效提升在北部地区的市场布局。截至23Q3，公司已成功打造“孩子王大店+乐友精品店+加盟店”模式进行全国性门店扩张，孩子王及乐友合计开店近1200家。
- 儿童生活馆单店模型跑通，加速全国门店布局。**孩子王以中大童群体为核心锚点，开创全年龄段儿童一站式购物及成长服务新业态，南京弘阳的全球首家儿童生活馆自7月28日开业以来，截至9月30日，4-14岁儿童商品交易额同比增长超30%，服务交易额同比增长超90%，儿童生活馆单店模型已跑通。基于此，公司加速儿童生活馆建设，11月5日推出孩子王全国最大儿童生活馆旗舰店——建邺万达店，并计划到2023年底在近20个城市布局儿童生活馆，未来2~3年在全国布局超200家儿童生活馆，进一步盘活母婴市场的存量和增量。

图表：孩子王直营渠道门店数（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：孩子王儿童生活馆门店



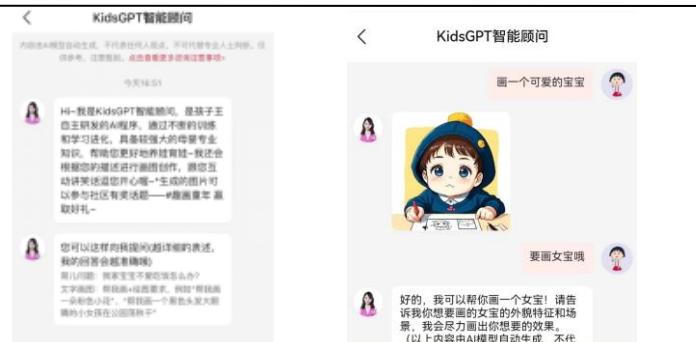
资料来源：孩子王文化窗，民生证券研究院

2.4

孩子王：全年龄段儿童生活馆持续推进，期待中长期发展

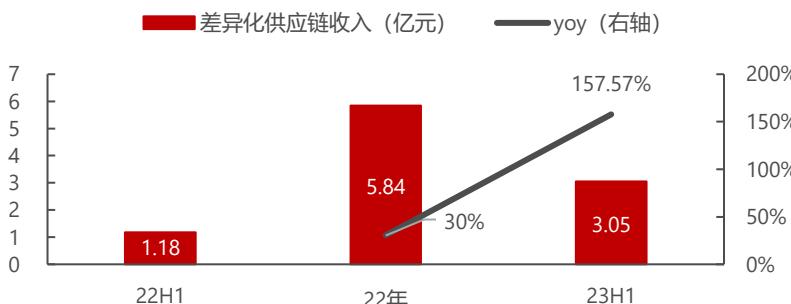
- 加码数字化建设、打造差异化供应链、深化本地生活服务，多条成长曲线显现成效。** 1) 数字化方面，公司于23年6月推出自主开发“AI 育儿顾问大模型”KidsGPT智能顾问，有效拓宽育儿顾问服务边界、增强服务深度，提升管理效率和运营效益。同时，公司依托“仓网布局+门店场景+确定性配送服务”，加快发展同城数字化到家服务，实现订单小时达、当日达，订单及时履约率99%，提供高维度的用户体验+高效率的交付。2) 差异化供应链方面，公司打造贝特倍护、初衣萌、慧殿堂、柚咪柚、植物王国、可蒂家和 Vivid Bear等七大自有品牌，收购乐友进一步扩充自有品牌矩阵，差异化、创新高性价比、高颜值产品助力公司经营效益提升。23Q1~3，孩子王自有品牌（包含乐友的家纺类歌瑞家、用品类幼蓓、食品类歌瑞贝儿等在内的自有品牌）收入占总收入的比重约8%，同比+4.7pct。3) 本地生活服务方面，建立本地生活专业运营团队，实施百城万店计划，联合城市头部盟军，实现会员资源共享，目前已有近万家商户入驻盟军阵营。

图表：孩子王KidsGPT



资料来源：孩子王公司公告，民生证券研究院

图表：孩子王差异化供应链收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告等，民生证券研究院

03. 黄金珠宝：板块行情持续向上，产品与渠道焕发新活力

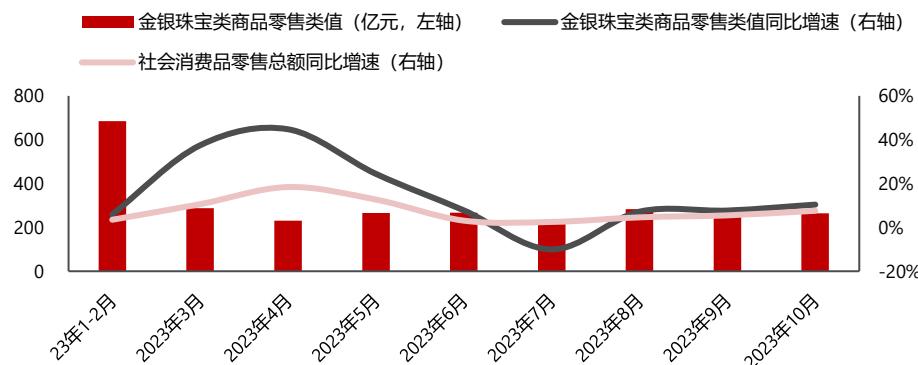
3.1 黄金珠宝总览&投资主线

- 通过复盘2023年黄金珠宝行业与企业在产品、渠道、品牌力塑造方面的布局，我们认为2024年珠宝行业与企业存在如下的分析框架与投资逻辑：
- 行业层面：**1) 关注金价波动：**黄金价格波动对板块景气度的影响较大，需要核心关注美联储货币政策预期、汇率变动等指标；采用直营模式为主、克重类黄金占比高的企业受金价波动影响较大，金价上行带动毛利率提升的同时，也需关注企业采取的对于黄金价格的套期保值的操作及套保比例作为非经常性损益对扣非净利产生的影响；对于加盟模式为主的珠宝企业，需要关注加盟商订货会期间金价水平波动，通过存货价格波动传导至上市公司报表。**2) 关注线下消费意愿：**线上电商收入增速较快，但线下消费高客单价产品的属性仍然不变，所以需关注节假日期间线下门店的客流量、进店率、终端消费者的消费意愿等；**3) 关注古法黄金、硬足金、黄金镶嵌等高附加值产品：**古法黄金优势显著，根据弗若斯特沙利文，中国古法黄金市场规模（按销售收入计）由2017年的30亿元快速增长至2022年的973亿元，复合年增长率达100.5%，古法金在黄金珠宝市场的占比逐年稳步上升；硬足金与黄金镶嵌产品因其精致设计感与丰富的IP合作联名款式，满足年轻消费者的需求，终端需求日益增长。
- 个股层面：**1) 渠道端：从快速扩张门店数量到注重门店数量与门店质量，在门店数量增长的同时，注重单店的精细化运营以提升单店效益。**我们认为，老凤祥从利用经销商加速拓店模式逐步切换为店铺数量稳步上行叠加单店模型持续优化，通过“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店提升单店盈利能力，塑造差异化的品牌形象，其强劲的品牌力也成为其在行业平稳时期仍取得稳步增长的原因，且在金价快速上行期间，可以享受行业快速增长红利；而周大生、潮宏基，过往净开店数量较为平稳，今年以来开店速度边际提升，并提出切实可行的门店数量增长目标，主要通过门店数量快速扩张带来增量；**2) 产品与品牌影响力：塑造情感价值，打造珠宝门店零售新形象。**曼卡龙珠宝品牌定位为都市年轻女性“每一天的珠宝”，打造轻奢时尚内涵的首饰；周大生坚持“情景风格珠宝”定位，推出钻石镶嵌产品组合，构建六大黄金产品线，跨界联合国家宝藏、梵高、莫奈、Hellokity、宝可梦、兔斯基推出IP联名系列珠宝，并通过“文创+国潮+珠宝”的形式，推出吉祥布达拉、如意普陀、遇见国潮系列等非凡古法金产品；潮宏基珠宝通过非遗花丝概念体验店持续深化其品牌形象，一城一非遗CO-CITY非遗共创艺术首站落地成都；老凤祥的藏宝金主题店定位于以“金银细工”技艺为基础，结合现代新工艺精心制作的典藏级作品和高端精品，“凤祥喜事”以婚嫁、添丁、金榜、晋升、乔迁、庆生、团圆、吉庆等“人生八喜”为创意，针对年轻群体，兼容各个年龄段的不同喜庆消费需求。**因此核心关注增长稳健、产品创新能力突出、渠道收入有增量的企业，推荐周大生、老凤祥、潮宏基、菜百股份、中国黄金、曼卡龙，建议关注周大福。**
- 风险提示：金价上涨受抑制，终端需求不及预期，渠道拓展不及预期等。

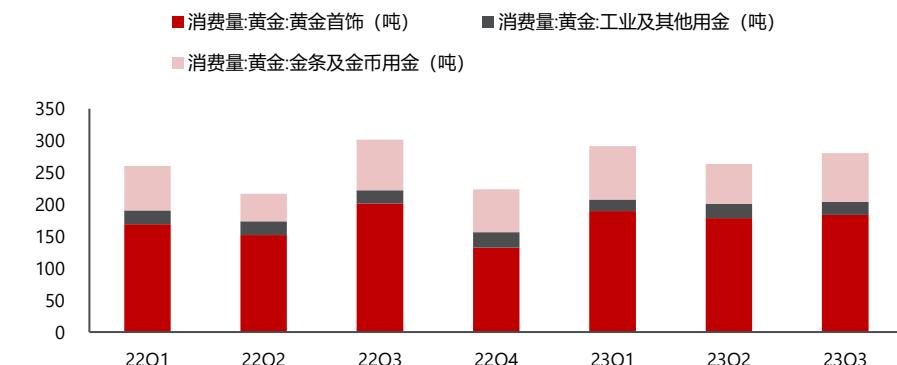
3.1 2023年度复盘—基本面复盘

- 黄金珠宝消费需求旺盛，发展趋势良好。** 受益于宏观经济回暖及线下消费场景复苏，珠宝消费需求得到释放。2023年1-10月，金银珠宝类商品零售额为2749亿元，同比+12.0%，增幅位列商品零售额增速前列，高于社会消费品零售总额整体增幅（6.9%），体现黄金珠宝行业特有的韧性。
- 从零售终端表现看，23Q1，春节+情人节的节假日叠加下，驱动金银珠宝零售额上行；23Q2-23Q3，金价持续高位震荡，黄金珠宝首饰消费受部分抑制，8月下旬七夕节日的消费市场表现突出，提前释放部分9月末中秋节与随后的十一国庆的购买力，“双节”期间黄金首饰的观望情绪较强，且出游分流部分进店客流量；黄金价格持续上行趋势下，金币及金条等投资类黄金消费量走势较好。**

图表：金银珠宝类商品零售值及同比增速、社会消费品零售总额同比增速



图表：分季度黄金消费量（吨）



资料来源：iFinD，国家统计局，民生证券研究院

资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.1

2023年度复盘—基本面复盘

- 金价稳步提升，长期处于高位。**2023年，地缘政治冲突避险情绪推动投资者涌入黄金市场，在多因素的影响下，国际黄金价格高位震荡。国内金价受国际形势影响，呈稳定上涨的趋势，9月底至10月初出现短暂下滑后，在短时间内迅速回升，保持整体上行走势不变。**黄金珠宝板块投资+消费，成长+周期属性凸显。**金价持续上行预期下，消费者注重黄金保值与投资属性，黄金投资类产品有较大发展空间，黄金饰品消费有望保持稳定增长。
- 天然钻石价格指数持续走低，镶嵌市场表现低迷。**一方面，在结婚率下行等多重因素影响下，消费者的情绪趋于谨慎，今年以来钻石镶嵌市场增速放缓；另一方面，培育钻石在零售市场发展迅速，因其低价与高品质，部分程度上对天然钻石市场造成冲击。

图表：上海黄金交易所金价走势图



资料来源：iFinD，上海黄金交易所，民生证券研究院

图表：天然钻石价格指数 (%)



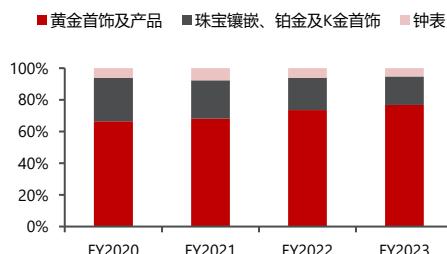
资料来源：INDEX，民生证券研究院

3.1 2023年度复盘一产品结构

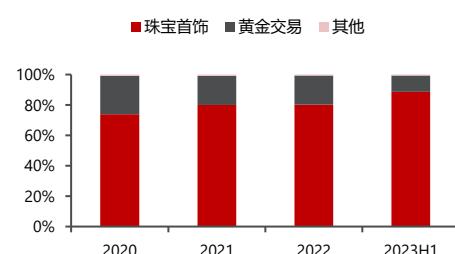
- 黄金产品占据市场的主导地位，彩宝、天然珍珠增速较快。

根据中国黄金报社与世界黄金协会的调研数据，2023年我国黄金珠宝市场存在如下表现：1) 金饰品消费表现亮眼，钻石镶嵌占比下滑，彩色宝石和珍珠等终端也有突出表现；2) 黄金产品中古法金、硬足金构成零售商主要利润来源；3) 轻量化的金饰品客单价较低，将金饰品与各种宝石等进行结合，设计具备创新性且较为新颖，受到消费者的青睐，且按克重计价的产品为主要发展趋势。

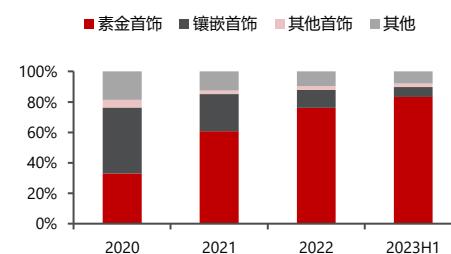
图表：周大福产品收入占比 (%)



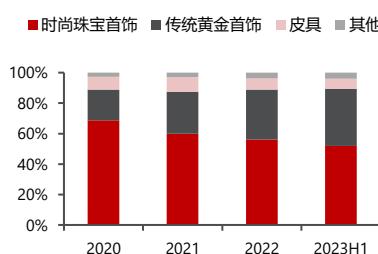
图表：老凤祥产品收入占比 (%)



图表：周大生产品收入占比 (%)

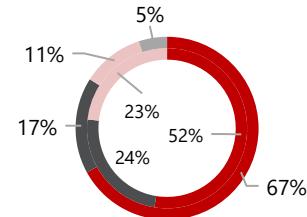


图表：潮宏基产品收入占比 (%)



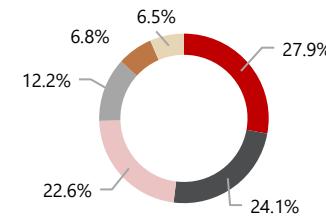
图表：2023年不同产品类别的库存份额（按价值计）

■ 黄金产品 ■ 钻石镶嵌 ■ 其他（玉石、彩宝、珍珠等） ■ 铂金首饰



图表：2023年黄金产品库存分类（按价值）

■ 古法金 ■ 普货 ■ 硬足金 ■ K金 ■ 金条金币 ■ 高纯金



资料来源：《2023年中国金饰零售市场洞察》，中国黄金报社，世界黄金协会，民生证券研究院；（黄金产品包括24K和18/22K素金产品、以及投资产品。2021年只追踪了黄金、钻石和其他类别产品的库存情况。在2023年的调查中，黄金产品85%是黄金首饰产品。）

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

3.1

2023年度复盘—渠道扩展

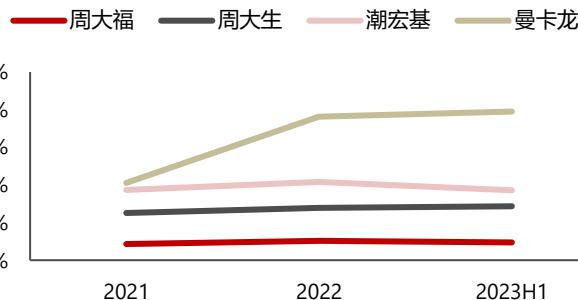
- 通过渠道深耕，提升品牌势能。**一方面，快速扩店模式下，提升加盟店数量与覆盖广度；另一方面，门店精细化运营，以提升单店收入与单店毛利水平。
- 线上收入占比提升。**各品牌线上收入占比呈增长趋势，年轻珠宝品牌线上增长势头强劲。在电商平台快速发展的带动下，消费者购物观念的变化以及黄金珠宝产品的特点等，线上渠道的销售占比持续提升，珠宝品牌实现线上线下全覆盖，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度也将随之提高。

图表：各珠宝公司开店情况(单位：个)

| 公司名称 | 2021 | | | 2022 | | | 2023H1 | | | 2023Q3 | | | 优势省份（区域） |
|------|------|------|------|------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|----------|
| | 直营 | 加盟 | 合计 | 直营 | 加盟 | 合计 | 直营 | 加盟 | 合计 | 直营 | 加盟 | 合计 | |
| 周大福 | 1439 | 2659 | 4098 | 1445 | 4014 | 5459 | 1716 | 5648 | 7364 | 1865 | 5734 | 7458 | - |
| 周大生 | 238 | 4264 | 4502 | 249 | 4367 | 4616 | 282 | 4453 | 4735 | 310 | 4521 | 4831 | 华东、华北、华中 |
| 潮宏基 | 365 | 711 | 1076 | 324 | 834 | 1158 | 295 | 923 | 1218 | 396 | 1235 | 1631 | 华东、华北、华南 |
| 老凤祥 | 186 | 4759 | 4945 | 194 | 5415 | 5609 | - | - | 5631 | - | - | - | - |
| 菜百股份 | 59 | - | 59 | 70 | - | 70 | 74 | - | 74 | 80 | - | 80 | 华北、华东、华南 |
| 豫园股份 | 223 | 3959 | 4182 | 250 | 4565 | 4815 | 255 | 4637 | 4892 | 279 | 4782 | 5061 | 上海、江苏、甘肃 |
| 曼卡龙 | 102 | 104 | 206 | 99 | 111 | 210 | 96 | 113 | 209 | - | - | - | 浙江 |
| 中国黄金 | 91 | 3630 | 3721 | 105 | 3537 | 3642 | 108 | 3552 | 3660 | 112 | 3754 | 3866 | 华东、华北、华南 |
| 迪阿股份 | 461 | - | 461 | 688 | - | 688 | 676 | - | 676 | 594 | - | 594 | 华东、华南、华北 |
| 周生生 | | | 872 | | | 977 | | | 1016 | | | | |
| 六福集团 | | | 2809 | | | 3105 | | | 159 | 3130 | 3289 | | |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：各品牌线上收入占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图表：各珠宝公司单店收入与单店毛利拆分

| 公司 | 指标 | 直营门店单店经营情况 | | | 加盟门店单店经营情况 | | | |
|------------|----------|------------|---------|---------|------------|--------|--------|--------|
| | | 2021 | 2022 | 2023H1 | | | | |
| 周大福 | 收入 (万港元) | 2760.00 | 2290.42 | 2228.22 | 毛利 (万港元) | 746.32 | 620.15 | - |
| 周大生 | 收入 (万元) | 522.70 | 451.10 | 305.49 | 毛利 (万元) | 39.15 | 34.06 | 19.95 |
| 潮宏基 | 收入 (万元) | 614.44 | 878.09 | 608.93 | 毛利 (万元) | 228.69 | 299.43 | 193.64 |
| 曼卡龙 | 收入 (万元) | 492.14 | 484.38 | 292.12 | 毛利 (万元) | 155.76 | 155.68 | 93.21 |
| 加盟门店单店经营情况 | | | | | | | | |
| 公司 | 指标 | 2021 | 2022 | 2023H1 | | | | |
| 周大福 | 收入 (万港元) | 1239.00 | 1378.04 | 814.67 | 毛利 (万港元) | 285.73 | 290.56 | - |
| 周大生 | 收入 (万元) | 161.44 | 194.24 | 136.29 | 毛利 (万元) | 39.15 | 34.06 | 19.95 |
| 潮宏基 | 收入 (万元) | 188.97 | 177.57 | 124.21 | 毛利 (万元) | 42.39 | 42.01 | 24.74 |
| 曼卡龙 | 收入 (万元) | 335.05 | 328.23 | 163.15 | 毛利 (万元) | 39.13 | 32.79 | 14.63 |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.1

2023年度复盘—业绩复盘

- 业绩复盘：1) 产品端：**黄金产品需求持续高增，珠宝公司提升黄金产品占比，收入增速稳健。一方面，因黄金产品的占比提升，毛利率普遍低于镶嵌产品，盈利能力有所收窄；另一方面，品牌方选择布局高毛利率的古法金产品、硬足金、黄金镶嵌产品，提升整体毛利率水平。**2) 渠道端：**从数量看，新开店速度快，驱动门店数量增长；从质量看，直营门店的运营能力普遍优于加盟店，故门店运营能力较强的珠宝企业更受益于金价上涨。

图表：黄金珠宝港股品牌财务数据复盘

| 证券简称 | 具体分项 | H2FY2022 | H1FY2023 | H2FY2023 | H1FY2024 |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 周大福 | 营业收入（亿港元） | 547.52 | 465.35 | 481.49 | 495.26 |
| | YoY | 20.36% | 5.32% | -12.06% | 6.43% |
| | 归母净利润（亿港元） | 31.31 | 33.36 | 20.48 | 45.51 |
| | YoY | -17.48% | -6.84% | -34.59% | 36.42% |
| | 毛利率 | 21.09% | 23.56% | 21.21% | 24.92% |
| | 净利率 | 6.54% | 6.73% | 6.93% | 9.19% |
| 六福集团 | 营业收入（亿港元） | 61.47 | 55.73 | 64.05 | |
| | YoY | 11.42% | -0.32% | 4.20% | |
| | 归母净利润（亿港元） | 7.38 | 6.58 | 6.27 | |
| | YoY | 1.65% | 0.61% | -15.04% | |
| | 毛利率 | 28.21% | 26.13% | 27.70% | |
| | 净利率 | 12.01% | 11.81% | 9.79% | |
| 证券简称 | 具体分项 | 22H1 | 22H2 | 23H1 | |
| 周生生 | 营业收入（亿港元） | 100.92 | 104.65 | 130.00 | |
| | YoY | -6.89% | -6.24% | 28.81% | |
| | 归母净利润（亿港元） | 4.72 | -0.2 | 8.27 | |
| | YoY | -11.94% | -118.69% | 75.21% | |
| | 毛利率 | 28.53% | 24.25% | 27.98% | |
| | 净利率 | 4.68% | -0.19% | 6.36% | |

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院

图表：黄金珠宝内地品牌财务数据复盘

| 证券简称 | 具体分项 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------|-----------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|--------|
| 中国黄金 | 营业收入（亿元） | 143.68 | 109.63 | 103.59 | 114.35 | 161.39 | 134.28 | 117.46 |
| | YoY | 8.02% | -17.57% | 0.38% | -17.37% | 12.33% | 22.48% | 13.39% |
| | 归母净利润（亿元） | 2.52 | 1.87 | 1.75 | 1.51 | 3.00 | 2.37 | 2.04 |
| | YoY | 22.06% | -4.45% | 12.01% | -35.87% | 19.13% | 26.58% | 16.53% |
| | 毛利率 | 4.09% | 4.70% | 2.52% | 4.13% | 3.99% | 4.53% | 4.22% |
| | 净利率 | 1.76% | 1.73% | 1.68% | 1.32% | 1.87% | 1.78% | 1.74% |
| 周大生 | 营业收入（亿元） | 27.54 | 23.44 | 38.39 | 21.82 | 41.22 | 39.52 | 44.20 |
| | YoY | 138.15% | 43.57% | 4.19% | -18.66% | 49.65% | 68.63% | 15.15% |
| | 归母净利润（亿元） | 2.90 | 2.95 | 3.45 | 1.60 | 3.65 | 3.74 | 3.55 |
| | YoY | 23.26% | -21.22% | -12.72% | -26.88% | 26.06% | 26.82% | 2.86% |
| | 毛利率 | 20.17% | 24.49% | 17.91% | 22.62% | 17.91% | 19.04% | 17.78% |
| | 净利率 | 10.49% | 12.57% | 8.98% | 7.29% | 8.84% | 9.45% | 8.02% |
| 老凤祥 | 营业收入（亿元） | 184.42 | 152.98 | 197.98 | 94.72 | 245.58 | 157.85 | 217.22 |
| | YoY | 7.23% | 6.29% | 8.80% | 6.38% | 33.17% | 3.18% | 9.72% |
| | 归母净利润（亿元） | 4.07 | 4.84 | 4.66 | 3.44 | 7.16 | 5.57 | 6.92 |
| | YoY | -37.30% | 23.00% | 2.04% | -8.95% | 76.10% | 15.10% | 48.52% |
| | 毛利率 | 7.87% | 7.47% | 6.67% | 9.10% | 8.02% | 9.14% | 7.50% |
| | 净利率 | 3.02% | 4.19% | 3.14% | 4.73% | 3.89% | 4.74% | 4.24% |
| 曼卡龙 | 营业收入（亿元） | 3.36 | 3.67 | 3.80 | 5.28 | 3.45 | 4.85 | 3.89 |
| | YoY | -6.62% | 36.07% | 54.16% | 40.03% | 2.67% | 32.12% | 2.43% |
| | 归母净利润（亿元） | 0.21 | 0.15 | 0.14 | 0.05 | 0.27 | 0.24 | 0.18 |
| | YoY | -11.96% | -27.76% | -16.36% | -49.79% | 29.27% | 60.83% | 23.45% |
| | 毛利率 | 22.26% | 18.59% | 18.18% | 10.44% | 23.21% | 14.48% | 16.18% |
| | 净利率 | 6.13% | 4.04% | 3.65% | 0.80% | 7.70% | 5.00% | 4.51% |
| 潮宏基 | 营业收入（亿元） | 12.53 | 9.21 | 12.07 | 10.37 | 15.24 | 14.82 | 14.93 |
| | YoY | 11.88% | -21.70% | 4.64% | -12.69% | 21.59% | 60.96% | 23.72% |
| | 归母净利润（亿元） | 0.95 | 0.55 | 0.85 | -0.36 | 1.24 | 0.84 | 1.04 |
| | YoY | -9.41% | -43.27% | 1.75% | -154.38% | 30.11% | 54.02% | 23.40% |
| | 毛利率 | 31.27% | 32.90% | 28.62% | 28.26% | 28.03% | 25.73% | 26.45% |
| | 净利率 | 7.82% | 6.12% | 7.15% | -3.43% | 8.34% | 5.70% | 6.99% |
| 菜百股份 | 营业收入（亿元） | 34.70 | 18.61 | 31.96 | 24.64 | 50.52 | 33.08 | 40.09 |
| | YoY | 17.55% | -15.21% | 51.18% | -21.68% | 45.62% | 77.80% | 25.45% |
| | 归母净利润（亿元） | 1.80 | 0.69 | 1.08 | 1.04 | 2.35 | 1.78 | 1.79 |
| | YoY | 71.54% | -25.15% | 55.44% | 5.75% | 30.57% | 159.10% | 65.53% |
| | 毛利率 | 12.64% | 10.29% | 10.52% | 10.83% | 11.38% | 11.65% | 10.45% |
| | 净利率 | 5.22% | 3.65% | 3.37% | 4.22% | 4.67% | 5.40% | 4.48% |

* 请务必阅读最后一页免责声明

3.1

2023行情复盘—资金面复盘

➤ 资金面总结：偏好低估值、安全边际高、股息率高的个股。

- 饰品板块资金面：**23Q1-23Q3，公募基金持股市值占流通市值比分别为1.73%、2.25%与1.86%；饰品板块股息率在2%以上，与其他消费品板块的股息率相比处于较高水平；饰品板块市盈率在20倍以下，符合低估值、高股息率的特征。

图表：板块公募基金配置比例（%）与公募基金持股市值（亿元）

| 板块名称 | 公募基金配置比例(%) | | | 公募基金持股市值(亿元) | | |
|--------|-------------|--------|--------|--------------|-------|-------|
| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 饰品 | 0.0541 | 0.0789 | 0.0651 | 15.82 | 22.37 | 17.61 |
| 医疗美容 | 0.4586 | 0.3124 | 0.2684 | 134.19 | 88.58 | 72.60 |
| 化妆品 | 0.1939 | 0.1412 | 0.1122 | 56.74 | 40.05 | 30.34 |
| 个护用品 | 0.0169 | 0.0191 | 0.0169 | 4.95 | 5.43 | 4.57 |
| 贸易II | 0.0000 | 0.0021 | 0.0028 | 0.00 | 0.60 | 0.76 |
| 一般零售 | 0.1190 | 0.1622 | 0.1970 | 34.82 | 45.99 | 53.29 |
| 专业连锁II | 0.0055 | 0.0014 | 0.0013 | 1.61 | 0.39 | 0.35 |
| 互联网电商 | 0.2616 | 0.1106 | 0.1312 | 76.55 | 31.36 | 35.49 |
| 旅游零售II | 0.5155 | 0.2367 | 0.2440 | 150.86 | 67.11 | 66.00 |
| 体育II | 0.0008 | 0.0011 | 0.0003 | 0.25 | 0.32 | 0.09 |
| 专业服务 | 0.3138 | 0.3115 | 0.3027 | 91.82 | 88.34 | 81.88 |
| 酒店餐饮 | 0.3246 | 0.1692 | 0.1659 | 94.98 | 47.99 | 44.88 |
| 旅游及景区 | 0.1318 | 0.1064 | 0.1144 | 38.58 | 30.18 | 30.94 |
| 教育 | 0.0122 | 0.0124 | 0.0155 | 3.56 | 3.52 | 4.20 |
| 造纸 | 0.1487 | 0.1430 | 0.1848 | 43.51 | 40.56 | 49.99 |
| 包装印刷 | 0.0458 | 0.0472 | 0.0467 | 13.42 | 13.40 | 12.63 |
| 文娱用品 | 0.0367 | 0.1334 | 0.0553 | 10.73 | 37.83 | 14.97 |
| 纺织制造 | 0.0457 | 0.0756 | 0.0819 | 13.39 | 21.45 | 22.16 |
| 服装家纺 | 0.1667 | 0.2109 | 0.2564 | 48.77 | 59.80 | 69.35 |

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：公募基金配置比例及持仓市值为报告期末最后一个交易日）

图表：板块股息率对比（%）

| 板块名称 | 股息率_近12个月(算术平均) (%) | 股息率_近12个月(算术平均) (%) | 股息率_近12个月(算术平均) (%) |
|--------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 20230331 | | |
| 饰品 | 2.0390 | 2.3517 | 2.2653 |
| 医疗美容 | 0.4040 | 0.6567 | 0.7104 |
| 化妆品 | 0.6792 | 0.7693 | 0.8759 |
| 个护用品 | 1.4077 | 1.8321 | 1.7630 |
| 贸易II | 2.0688 | 2.0609 | 1.9069 |
| 一般零售 | 2.7210 | 2.1473 | 2.0393 |
| 专业连锁II | 1.6826 | 2.2055 | 2.2436 |
| 互联网电商 | 1.1088 | 1.0563 | 1.1889 |
| 旅游零售II | 0.7725 | 1.2808 | 0.7549 |
| 体育II | 0.1889 | 0.2165 | 0.0455 |
| 专业服务 | 1.3592 | 2.2957 | 1.9507 |
| 酒店餐饮 | 0.4499 | 0.3869 | 0.4955 |
| 旅游及景区 | 0.5108 | 0.4634 | 1.5458 |
| 教育 | 0.6573 | 2.1031 | 2.7096 |
| 造纸 | 2.1199 | 2.6447 | 1.8410 |
| 包装印刷 | 2.0799 | 2.2477 | 2.1325 |
| 家居用品 | 1.7219 | 2.2979 | 2.0166 |
| 文娱用品 | 0.7952 | 1.0253 | 0.9970 |
| 纺织制造 | 2.3494 | 2.7480 | 2.6597 |
| 服装家纺 | 3.4978 | 3.6752 | 2.6299 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：板块市盈率对比

| 板块名称 | 市盈率(TTM,整体法)20230331 | 市盈率(TTM,整体法)20230630 | 市盈率(TTM,整体法)20230930 |
|--------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | 19 | | |
| 饰品 | 19 | 20 | 18 |
| 医疗美容 | 79 | 54 | 51 |
| 化妆品 | 49 | 35 | 31 |
| 个护用品 | 26 | 25 | 18 |
| 贸易II | 15 | 20 | 16 |
| 一般零售 | 18 | 17 | 18 |
| 专业连锁II | 32 | 37 | 35 |
| 互联网电商 | 41 | 32 | 29 |
| 旅游零售II | 75 | 46 | 39 |
| 体育II | 215 | 517 | 561 |
| 专业服务 | 39 | 32 | 31 |
| 酒店餐饮 | 225 | 70 | 41 |
| 旅游及景区 | 509 | 65 | 39 |
| 教育 | 75 | 49 | 43 |
| 造纸 | 21 | 21 | 22 |
| 包装印刷 | 25 | 26 | 25 |
| 家居用品 | 25 | 21 | 21 |
| 文娱用品 | 40 | 38 | 33 |
| 纺织制造 | 17 | 19 | 19 |
| 服装家纺 | 17 | 19 | 19 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

3.1 2023行情复盘—资金面复盘

➤ 个股基金持仓比例及变动：

- 2023Q1-2023Q3，钟表珠宝板块的公募基金持仓市值占流通市值比分别为1.85%、2.38%与1.97%；钟表珠宝板块的公募基金配置比例分别为0.05%、0.08%与0.07%。钟表珠宝板块个股中，基金持仓比例普遍于23Q1环比下行，23Q2反弹，23Q3环比下滑。

图表：分板块公募基金配置比例（%）与公募基金持股市值（亿元）

| 板块名称 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|--------------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 公募基金配置比例（%） | | | | | | | |
| 饰品 | 0.04 | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 0.05 | 0.08 | 0.07 |
| 钟表珠宝 | 0.04 | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 0.05 | 0.08 | 0.07 |
| 公募基金持股市值（亿元） | | | | | | | |
| 饰品 | 12.35 | 11.24 | 7.04 | 8.89 | 15.82 | 22.37 | 17.61 |
| 钟表珠宝 | 12.35 | 11.24 | 7.04 | 8.89 | 15.82 | 22.37 | 17.61 |

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：公募基金配置比例及持仓市值为报告期末最后一个交易日）

图表：黄金珠宝板块个股基金持仓比例（%）

| 证券代码 | 证券简称 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------|-----------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 老凤祥 | 600612.SH | 5.78 | 11.09 | 4.39 | 5.28 | 2.89 | 9.52 | 3.58 |
| 潮宏基 | 002345.SZ | 0.16 | 4.11 | 4.54 | 9.30 | 13.03 | 19.69 | 10.98 |
| 周大生 | 002867.SZ | 3.28 | 6.33 | 1.51 | 3.68 | 3.18 | 10.93 | 3.66 |
| 菜百股份 | 605599.SH | 0.00 | 2.75 | 0.00 | 0.32 | 0.05 | 3.88 | 0.31 |
| 中国黄金 | 600916.SH | 0.00 | 1.11 | 0.10 | 10.62 | 0.07 | 1.80 | 0.84 |
| 曼卡龙 | 300945.SZ | 0.00 | 0.37 | 0.00 | 0.92 | 0.00 | 0.20 | 6.90 |
| 迪阿股份 | 301177.SZ | 15.43 | 34.60 | 2.17 | 18.08 | 5.28 | 5.88 | 1.76 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：黄金珠宝板块个股基金持仓比例环比变动（%）

| 证券代码 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------|-------|--------|-------|--------|------|-------|
| 老凤祥 | 5.31 | -6.70 | 0.89 | -2.40 | 6.63 | -5.94 |
| 潮宏基 | 3.94 | 0.43 | 4.77 | 3.73 | 6.66 | -8.71 |
| 周大生 | 3.05 | -4.82 | 2.17 | -0.51 | 7.75 | -7.26 |
| 菜百股份 | 2.75 | -2.75 | 0.32 | -0.27 | 3.84 | -3.57 |
| 中国黄金 | 1.11 | -1.01 | 10.53 | -10.55 | 1.73 | -0.96 |
| 曼卡龙 | 0.37 | -0.37 | 0.92 | -0.92 | 0.20 | 6.70 |
| 迪阿股份 | 19.17 | -32.43 | 15.91 | -12.80 | 0.60 | -4.12 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

3.1

2023行情复盘—股价复盘

图表：黄金珠宝个股年初以来股价走势图



资料来源：iFinD，民生证券研究院（截至23.11.29日收盘价）

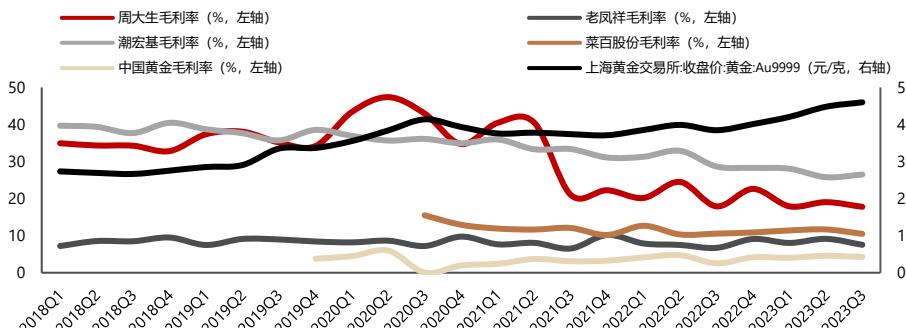
- 从行业层面，黄金价格持续上行趋势下，驱动板块整体走势向上。从个股分化看：
- 内地品牌：**23Q1，春节期间销售数据表现亮眼的潮宏基迎来上涨行情，一季报披露后，业绩表现较好的老凤祥、菜百股份持续上行，23Q2-23Q3金价高位震荡，股价表现存在阶段性回调。Q3因七夕节助力，股价呈上扬走势；但进入23Q4，中秋+国庆珠宝销售情况普遍不及预期，且金价骤跌导致观望情绪强烈，股价表现略显疲软。在个股分化上，主要受到开店进展、同店销售恢复情况及部分消息面刺激。如曼卡龙主要受到培育钻、杭州亚运会等刺激出现阶段性的波动。
- 港资品牌：**年初以来整体趋势上出现下滑走势（23Q1走势或与内地品牌采用克减等促销方式，但周大福仍保持原有价格政策有关），23Q3开启震荡阶段，之后随季报披露与经营指引而波动。

3.2

2024行业展望—黄金价格变动趋势

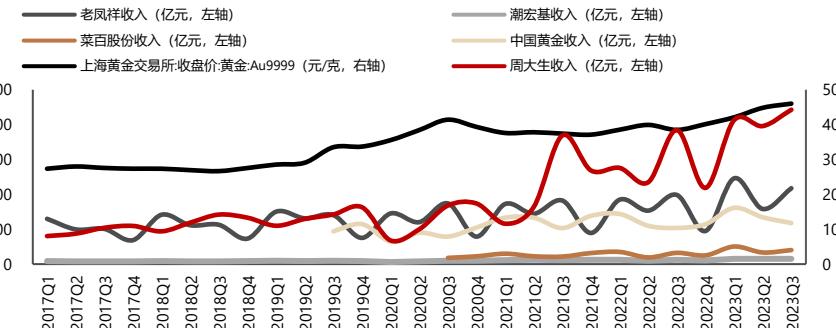
- 金价波动对珠宝企业的影响：**从行业层面讲，黄金价格持续上行趋势下，带动珠宝企业收入与毛利、毛利率上行，驱动盈利能力提升。其中，产品结构角度，黄金产品比重大、克重黄金占比高的企业更受益于金价的上行趋势；渠道布局角度，直营连锁模式占比高的企业，终端零售门店可以直接对金价波动作出反应，而对加盟与经销模式而言，部分黄金价格波动由加盟商承担，黄金价格波动的影响更多在于订货会、加盟商会等公司出货量较大的时期。

图表：珠宝公司单季度毛利率（%）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



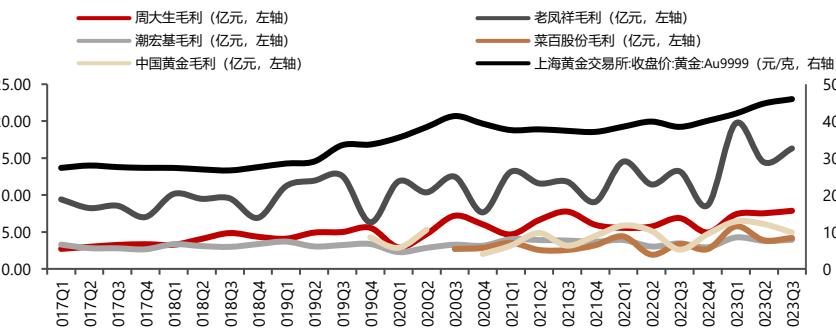
资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

图表：珠宝公司单季度收入（亿元）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

图表：珠宝公司单季度毛利（亿元）与上金所季度收盘价平均值（元/克）



资料来源：iFinD，各公司公告，民生证券研究院

3.2

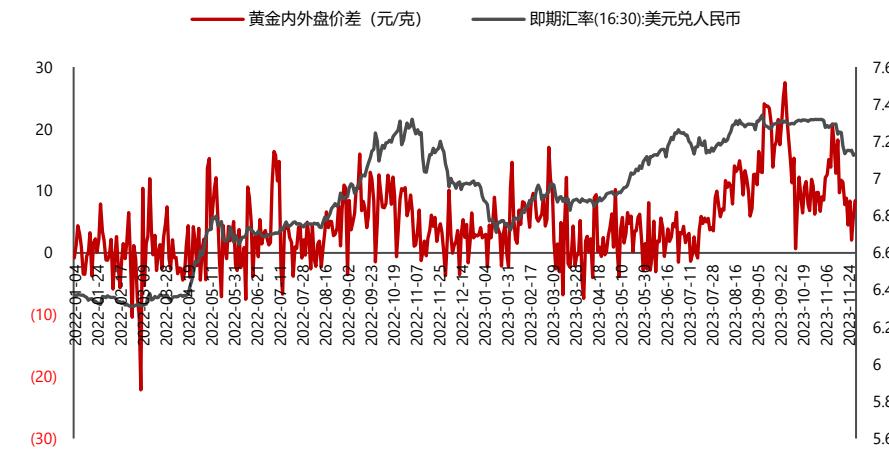
2024行业展望—黄金价格变动趋势

- 金价走势的影响因素：**黄金价格的波动受到多种因素的共同作用，内部因素来源于供需关系，外部因素的影响来自货币金融形势、国际政治格局及消费习惯等。其中，供需关系对金价的影响源于黄金有商品属性；外部因素中，美元指数与黄金价格走势基本处于相反变动走势。
- 黄金对冲政策：**黄金珠宝企业主要采取的黄金对冲政策有黄金租赁、黄金远期、T+D交易等，用来降低金价波动对企业产生的风险。

图表：沪金与纽约金期货收盘价



图表：黄金内外盘价差与即期汇率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.2

2024行业展望—黄金价格变动趋势

- 2024年黄金价格变动预期：**据世界黄金协会，基于市场共识和其他指标，根据黄金估值框架研判不同经济情景、发生概率和黄金市场的主要动力，市场认为美国经济“软着陆”的概率更大，以及展望2024年，多个主要国家与经济体将迎来大选，全球范围内地缘政治局势加剧，加之各国央行持续购入黄金，都将成为黄金的驱动因素。
- 黄金兼具消费品与投资品的属性，需要综合考虑投资流向、金饰品需求以及央行购进需求等。在经济扩张期间，利好黄金消费；因风险与不确定性，利好黄金投资；在机会成本驱使下，黄金投资承压；在趋势动能方向取决于价格水平与投资者持仓，多种因素将共同影响到黄金走势。

图表：2024年，全球经济面临三种可能（经济情境、发生概率和黄金市场的重要动力）

| 经济情境 | 软着陆 | 硬着陆 | 不着陆 |
|--------------|------------|------------|------------------|
| 概率 | 45%-65% | 25%-55% | 5%-10% |
| 黄金驱动因素 | 机会成本 | 机会成本 | 机会成本 |
| | 经济扩展 | 经济扩展 | 经济扩展 |
| | 风险和不确定性 | 风险和不确定性 | 风险和不确定性 |
| | 动力 | 动力 | 动力 |
| | 基本持平，有上涨潜力 | 显著上涨（创下新高） | 基本持平，初期有可能承受下行压力 |
| 颜色说明（对黄金的影响） | 积极 | 中性 | 消极 |

资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

3.2

2024行业展望—渠道端

- 渠道拓展与集中度提升是我国黄金珠宝行业的发展趋势。**对比中国香港、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。
- 从门店数量看：直营店布局核心城市，加盟店下沉终端市场。**在经销模式上，黄金珠宝品牌有总部直接进行管理，也有设置省代模式或省级经销商到加盟商模式。多数国内珠宝品牌都采用“自营+加盟”模式的连锁网络，如周大生、潮宏基、老凤祥等。百货商店是主要的珠宝销售渠道，因此在购物中心中的珠宝门店的下沉也是各家珠宝企业发力布局的市场，除了店中店，也有街边店等的布局。各品牌也通过多种举措，提高加盟店的库存周转率，提供更为充分的利润空间，以吸引更多优质加盟商进行开店布局，在加盟商的助力下提升门店开拓速度，并进一步提升品牌的市场占有率为。
- 从门店质量看：门店的精细化运营以提升单店盈利能力为主要方向；此外，门店层次逐步丰富，覆盖各类人群。**周大福线下门店有精致店、时尚店等分类，此外包括子品牌周大福荟馆。周大福精致店主要面向高端消费者，以高档、精致、典雅的风格为主，店内装修和陈列都非常考究，产品质量和服务也非常高端。而时尚店则更注重时尚、潮流、年轻化的元素，店内装修和陈列更加时尚、前卫，产品款式也更加多样化，价格相对较为亲民。老凤祥布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店发展，展示整体零售新形象。潮宏基花丝概念店强化品牌印记。

图表：周大福荟馆



资料来源：周大福微信公众号，民生证券研究院

图表：老凤祥藏宝金



资料来源：老凤祥微信公众号，民生证券研究院

图表：潮宏基花丝概念店



资料来源：潮宏基珠宝微信公众号，民生证券研究院

3.2

2024行业展望—产品端

➤ **中国黄金饰品消费趋势：**1) **古法金：**2017年以来各家珠宝品牌纷纷推出“国潮风”的产品，采用传统有代表性的图案、主题等，表达对中华传统文化的喜爱，并且也在首饰中加入很多传统文化的元素的设计，增添情感价值；2) **硬足金：**在金价上行的趋势下，克重黄金往往因克数较大而对应较高的客单价，而硬足金首饰具备轻便与高性价比的优势，在年轻消费者中逐渐流行，而硬足金首饰或将迎来快速增长；3) **金镶玉、金镶宝石与金镶钻石：**比如潮宏基的臻金臻钻系列，采用花丝工艺与黄金镶嵌工艺组合点缀钻石、红玛瑙、合成绿松石等。

图表：各品牌古法金系列产品

| 品牌 | 产品 | 时间 | 产品特点 | 产品图片 |
|------|-------------|------|---|---|
| 周大福 | 传承系列 | 2017 | 采用中国传统的古法浇铸倒模工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以錾刻及浮雕工艺进行表面处理，呈哑光质感，层次丰富 |  |
| 老庙 | 古韵金系列 | 2018 | 采用来自古代宫廷的古法铸造工艺，醇厚静美的质感，低调奢华的光彩，尽力还原黄金本色 |  |
| 明牌珠宝 | 传家金系列 | 2018 | 通过古法金工艺将中国古代文化图腾充分融合，采用高浮雕工艺，回归黄金的古朴浑茂、厚重沉着 |  |
| 周生生 | 文化祝福系列、传奇系列 | 2019 | 从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话及宗教文化上汲取灵感，将千年的手工艺糅合，更具现代感的时尚审美理念 |  |
| 金一文化 | 古越金系列 | 2019 | 由陈氏四代制金工艺大师传承，将传统巅峰工艺与当今时尚美学高度融合，每件产品都经过十几道工序手工精制而成，加以锤击工艺进行表面肌理处理 |  |
| 中国黄金 | 承福金系列 | 2019 | “中国黄金·承福纹样”已申请著作权，该纹样以福字为设计载体，将黄金为人民的形象，福多财旺的美好祝愿赋予其中，手镯、戒指内壁、吊坠顶珠、珠串均会雕刻承福纹样，确保产品专利独有唯一性 |  |
| 周大生 | 非凡系列、非凡国潮系列 | 2021 | 用国家非物质文化遗产的古老铸造工艺，借助花丝、雕刻、镂空、锤揲、镶嵌、修金等传统加工手法对黄金饰品进行手工的精雕细琢，将源于中国历史长河中的顶尖文化艺术重现鲜活并再创造 |  |
| 潮宏基 | 臻金珍藏系列 | 2022 | 回归制金工艺的本质魅力，用诚挚匠心让古法传承，再现高贵且极富质感的黄金风范 |  |

资料来源：各公司官网，各公司公告，天猫旗舰店等，民生证券研究院整理

图表：我国金饰消费与黄金消费力指数



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

图表：潮宏基臻金臻钻系列



资料来源：潮宏基天猫旗舰店，民生证券研究院

3.2

2024行业展望—龙年元素产品设计

- 龙年设计产品推出，有望带来销售新增量。各品牌对即将到来的龙年进行了产品设计端的布局，以龙年元素为核心，创新吊坠、金币、投资金条、手镯和转运珠等各品类产品。以龙为主题的黄金产品外观大气，可塑性强，受到消费者的喜爱，有望带来收入与业绩的增量。

图表：周大福龙年产品



【龙章凤姿】白玉吊坠



【龙章凤姿】白玉吊坠

图表：潮宏基“百灵龙”系列产品



图表：菜百股份2024甲辰年贺岁金条



图表：曼卡龙龙年产品系列



资料来源：公司官网、微信公众号等，民生证券研究院

资料来源：微信公众号，民生证券研究院

资料来源：微信公众号，民生证券研究院

3.3

2024行情展望一个股α

周大生：渠道开拓+产品创新预期充足

- 产品端：顺势而为——钻石镶嵌首饰为核心到多元黄金饰品为主力。**以钻石镶嵌首饰起家，核心产品是百面切工钻石。2021年，公司顺应行业趋势和消费者习惯的改变，将发展重心转移到黄金产品。积极与国内外知名IP合作，周大生坚持“情景风格珠宝”定位，推出丰富的钻石镶嵌产品组合，构建丰富的大黄金产品线，跨界联合国家宝藏、梵高、莫奈、Hellokity、宝可梦、兔斯基推出IP联名系列珠宝，并通过“文创+国潮+珠宝”的形式，推出吉祥布达拉、如意普陀、遇见国潮系列等非凡古法金产品。高度重视公司的产品特色，研发工艺与产品品质方面精益求精，追求卓越，产品生产注重质量把关，积极研发新产品，提升品牌势能。
- 渠道端：积极变革——布局省代和经典店模式，电商渠道重点发展。**1) 积极拓展线下门店数量，推行“周大生经典店”的新加盟模式，加深渠道覆盖深度。2018年到2023Q3，品牌终端门店数量从3073家到4831家；**根据机构投资者调研纪要，2023年预计净增加门店数量400家（主要以加盟店为主）。**2) 省代模式激发终端渠道活力，黄金产品配货模型形成，带动黄金产品收入增长迅速。3) 提前把握机遇，积极发展线上电商。线上销售实现快速增长，从2018年的3.50亿元增至2022年的15.46亿元，4年CAGR为44.97%，占收入比例从7.18%增至13.90%。线上电商有较强发展活力，顺应行业整体走势，有效赋能公司成长。
- 品牌端：厚积薄发——立足高质量发展，多维度打造独有品牌定位。**坚持“因爱而美，为爱而生”的品牌理念，多维度打造品牌定位，连续11年获得世界品牌实验室“中国500最具价值品牌”，2022年，官宣全新代言人任嘉伦，以当红明星的加持为品牌提供流量支持。
- 投资建议：**预计2023-2025年公司实现营业收入161.58、201.69、239.14亿元，分别同比+45.3%、+24.8%、+18.6%；归母净利润分别为14.00、17.23与19.94亿元，同比+28.4%、+23.1%与+15.7%，12月19日收盘价对应PE为12/10/9倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**渠道拓展不及预期，产品推广不及预期，终端需求不及预期等。

图表：周大生分产品与分渠道收入拆分

| 单位：亿元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q1-Q3 |
|---------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入 | 38.05 | 48.7 | 54.39 | 50.84 | 91.55 | 111.18 | 124.94 |
| yoy | - | 27.99% | 11.68% | -6.53% | 80.07% | 21.44% | 39.81% |
| 按产品拆分 | | | | | | | |
| 素金首饰 | 9.87 | 11.37 | 15.85 | 16.75 | 55.65 | 84.68 | 104.71 |
| yoy | - | 15.20% | 39.40% | 5.68% | 232.24% | 52.17% | 51.67% |
| 占比 | 25.94% | 23.34% | 29.14% | 32.95% | 60.79% | 76.17% | 83.81% |
| 镶嵌首饰 | 23.15 | 30.83 | 29.99 | 22.09 | 22.29 | 13.00 | 7.55 |
| yoy | - | 33.17% | -2.72% | -26.34% | 0.91% | -41.68% | -22.48% |
| 占比 | 60.83% | 63.30% | 55.14% | 43.45% | 24.34% | 11.69% | 6.04% |
| 按渠道拆分 | | | | | | | |
| 自营(线下) | 10.17 | 11.27 | 10.95 | 7.2 | 12.6 | 10.69 | 12.33 |
| yoy | - | 10.86% | -2.83% | -34.26% | 74.97% | -15.14% | 43.15% |
| 占比 | 26.72% | 23.14% | 20.13% | 14.16% | 13.76% | 9.62% | 9.87% |
| 互联网(线上) | 2.83 | 3.50 | 5.01 | 9.71 | 11.48 | 15.46 | 15.60 |
| yoy | - | 23.69% | 43.22% | 93.90% | 18.17% | 34.65% | 74.51% |
| 占比 | 7.43% | 7.18% | 9.21% | 19.11% | 12.54% | 13.90% | 12.49% |
| 加盟 | 24.03 | 32.47 | 36.21 | 32.02 | 65.22 | 82.96 | 95.46 |
| yoy | - | 35.14% | 11.53% | -11.56% | 103.66% | 27.20% | 36.07% |
| 占比 | 63.14% | 66.67% | 66.57% | 62.99% | 71.24% | 74.62% | 76.40% |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

3.3 2024行情展望一个股α

➤ 老凤祥：关注老凤祥有限非国有股权的转让进展，有望带动员工积极性提升

- 产品：“金银细工”工艺精湛，产品设计“匠心独运”。**老凤祥独特的金银细工制作技艺工艺精湛，入选国家级非物质文化遗产，匠心打造精美饰品；拥有从源头采购到设计、生产、销售较为完整的产业链和规模化生产制造能力，2022年在海南建立了加工基地并开始投产运营，与东莞生产基地形成了互补互动，为公司进军国际市场和实现黄金珠宝产品自主研发、生产和销售助力。
- 渠道：“五位一体”营销模式，营销网络布局深远。**截至2022年底，公司营销网点达5609家（含海外银楼15家），全年净增664家，其中自营银楼和网点共计194家，连锁加盟店5415家。老凤祥2019年提出下沉战略，市场占有率不断提升，据欧睿数据，2022年，中国珠宝首饰行业前十企业中老凤祥市占率达7.9%，排名行业公司第二，优势突出。通过布局“藏宝金”、“凤祥喜事”等主题店的发展，进一步展示老凤祥整体零售新形象。
- 品牌：立足“百年金字招牌”，持续提升品牌势能。**作为业内“百年金字招牌”，拥有独特品牌文化。2023年，公司将以老凤祥175周年为契机，深挖“经典”与“时尚”品牌文化内涵，组织系列推广活动，提升社会影响力。
- 投资建议：**预计2023-2025年公司实现营收742.34、842.48、943.60亿元，分别同比+17.8%、+13.5%、+12.0%；归母净利润为23.55、27.21、31.10亿元，分别同比+38.5%、+15.5%、+14.3%，12月19日收盘价对应PE为15/13/11倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

- 为推进国有企业改革，解决老凤祥有限股东架构方面的历史遗留问题，打破职工股权固化僵局，老凤祥股份对老凤祥有限的非国有股权进行转让，今年以来股权转让持续顺利推进：**
- 9月11日，东方明珠与工美基金、老凤祥有限签订转让协议，东方明珠以人民币4.99亿元购买工美基金持有的老凤祥有限2.44%的股权；
- 9月20日，工艺美术基金与国新资产、国新上海签署股权转让协议，国新资产以4.99亿元购买工艺美术基金持有的老凤祥有限2.44%的股权；国新上海以人民币2.00亿元购买工艺美术基金持有的老凤祥有限0.98%的股权。
- 11月30日，工艺美术基金拟将其持有的老凤祥有限3.30%股权分别转让给中国华融、泰安蹇兴基金、南京禾合谷、宁波君和同详，转让的股权比例分别为1.43%、0.95%、0.53%、0.39%。

图表：预计全部股权转让工商登记完成后老凤祥有限的股权结构（截至11月30日）

| 股东名称 | 股权比例 (%) | 进展 | 股东名称 | 股权比例 (%) | 进展 |
|--------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
| 老凤祥股份 | 57.51 | | 央视融媒体 | 1.50 | 已办理工商变更登记 |
| 第一铅笔 | 20.50 | | 中保投仁祥基金 | 1.29 | |
| 海南金猊晓 | 5.58 | 已办理工商变更登记 | 国新上海 | 0.98 | 签订股权转让协议 |
| 工艺美术基金 | 0.95 | | 国改二期基金 | 0.98 | 签订股权转让协议 |
| 国新资产 | 2.44 | 签订股权转让协议 | 安徽中安优选壹号 | 0.49 | |
| 东方明珠 | 2.44 | 签订股权转让协议 | 中国华融 | 1.43 | |
| 宁波君和同详 | 2.44 | | 泰安蹇兴基金 | 0.95 | |
| | | | 南京禾合谷 | 0.53 | |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

3.3 2024行情展望一个股α

➤ 潮宏基：产品创新+渠道开拓，助力品牌力提升

- 产品端：把握国潮机遇，提升产品力。**围绕“时尚东方，精致百搭”打造国潮专区系列，保持18K镶嵌素品类优势基础，加大特色黄金产品研发。积极探索培育钻石市场，与力量钻石合资公司“生而闪耀”旗下品牌 Cévol在23H1正式推出，线下体验店9月20日在上海BFC外滩金融中心正式开业。
- 品牌端：强化品牌差异优势，多维度提升品牌影响力。**以“非遗新生”为传播主线，以手工花丝为锚定，强化潮宏基在时尚东方的品牌调性。23H1，产品“铃兰花”入选小红书十周年“营销种草案例”。潮宏基一城一非遗CO-CITY非遗共创艺术首站选址成都，将手工花丝与当地竹编工艺结合，演绎东方之美。
- 渠道端：加快市场开拓，推动渠道下沉。**1-3Q23，“CHJ潮宏基”珠宝加盟店净增203家，截至3Q23，潮宏基总店数为1631家，按行业划分，包括皮具门店318家，珠宝门店1313家；分模式划分，含代理店1235家、直营店396家。**据机构投资者调研纪要，潮宏基珠宝今年全年开店目标维持在200-250家不变，每年净增300家的速度推进，争取在2025年总门店达到2000家规模的目标。**
- 投资建议：**预计2023-2025年公司实现营收57.44、70.34、83.54亿元，分别同比+30.0%、+22.5%与+18.8%；归母净利润为4.10、4.95、5.89亿元，分别同比+105.9%、+20.6%与+19.1%，12月19日对应PE为14/12/10倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

图表：潮宏基“非遗花丝概念店”



资料来源：潮宏基微信公众号，民生证券研究院

图表：潮宏基“一城一非遗CO-CITY非遗共创艺术·成都站”



资料来源：潮宏基珠宝微信公众号，民生证券研究院

3.3

2024行情展望一个股α

➤ 菜百股份：金价上行预期下最受益标的

- 北京总店：**大店提供“一站式”购齐服务体验，建立消费者品牌认知。公司的北京总店是国内黄金珠宝行业规模领先的单体零售门店，营业面积达到8800平方米，为消费者提供集“博物馆式的鉴赏、专业知识的普及、体验式的购物、个性化的定制”于一体的沉浸式购物体验。
- 线下渠道：**线下直营模式下，业绩弹性彰显。直营模式加强经营端毛利率、费用率控制，确保服务质量。
- 渠道扩张：**线下直营持续加码，线上渠道扩大消费者覆盖度。公司发力全渠道营销策略，未来有望实现区域破圈。
- 产品矩阵：**产品矩阵日臻完善，文化IP持续赋能。注重产品情感互动设计，持续挖掘文化IP，探索多品牌矩阵发展。
- 金价增长最受益标的：**因公司产品结构中投资类黄金产品的占比近一半，且公司采取全直营模式，可以对黄金价格做出快速反应，故其为金价上行预期下最受益标的。
- 投资建议：**预计2023-2025年公司实现营业收入162.38、191.85、218.05亿元，分别同比+47.8%、+18.2%、+13.7%；归母净利润分别为7.29、8.62与9.79亿元，同比+58.3%、+18.3%、+13.6%，12月19日对应PE为14/12/11倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

图表：菜百股份分产品与分渠道收入拆分

| 单位：亿元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入 | 86.12 | 83.99 | 70.68 | 104.06 | 109.9 |
| yoy | 7.77% | -2.47% | -15.85% | 47.23% | 5.61% |
| 按产品拆分 | | | | | |
| 贵金属投资产品 | 27.56 | 27.36 | 33.47 | 45.99 | 57.02 |
| 占比 | 32.00% | 32.58% | 47.35% | 44.20% | 52% |
| yoy | 30.35% | -0.70% | 22.33% | 37.37% | 24.00% |
| 黄金饰品 | 37.68 | 37.70 | 26.22 | 43.21 | 39.96 |
| 占比 | 43.75% | 44.89% | 37.10% | 41.52% | 36.36% |
| yoy | 1.54% | 0.05% | -30.47% | 64.82% | -7.51% |
| 贵金属文化产品 | 8.58 | 8.95 | 7.96 | 10.47 | 9.37 |
| 占比 | 9.96% | 10.66% | 11.26% | 10.06% | 8.53% |
| yoy | 0.83% | 4.33% | -11.03% | 31.49% | -10.52% |
| 钻石珠宝饰品 | 12.06 | 9.60 | 1.29 | 2.29 | 2.14 |
| 占比 | 14.00% | 11.43% | 1.83% | 2.20% | 1.95% |
| yoy | -7.16% | -20.35% | -86.52% | 76.62% | -6.24% |
| 联营佣金收入 | - | - | 1.57 | 2.01 | 1.31 |
| 占比 | - | - | 0.0222 | 1.93% | 1.19% |
| yoy | - | - | - | 27.70% | -34.99% |
| 按渠道分类 | | | | | |
| 直营渠道 | 82.56 | 78.62 | 62.53 | 91.23 | 93.35 |
| 占比 | 95.87% | 93.61% | 88.46% | 87.67% | 84.94% |
| yoy | - | -4.77% | -20.47% | 45.91% | 2.32% |
| 自行开店 | 76.71 | 71.94 | 56.8 | - | - |
| 联营合作店 | 5.85 | 6.68 | 5.73 | - | - |
| 电商渠道 | 2.95 | 4.56 | 6.92 | 10.95 | 14.71 |
| 占比 | 3.42% | 5.43% | 9.79% | 10.52% | 13.38% |
| yoy | - | 54.93% | 51.63% | 58.20% | 34.34% |
| 银行渠道 | 0.36 | 0.43 | 1.08 | 1.78 | 1.75 |
| 占比 | 0.42% | 0.51% | 1.52% | 1.71% | 1.59% |
| yoy | - | 18.62% | 148.71% | 65.58% | -1.69% |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

3.3

2024行情展望—盈利预测与估值分析

- 通过总结资金面特征，发现饰品板块市盈率处消费品子版块中较低的位置，而其股息率处于较高的水平，符合低估值、高股息率的特征。**
- 行业层面：**黄金珠宝板块的整体波动与国际金价、汇率等关联较大，尤其与美元指数整体呈现反向变动关系，由于通胀压力已经趋于缓解，明年美联储降息的预期较大，目前对金价的一致性看涨预期较为强烈，或存在金价上行区间的阶段性回调，对黄金珠宝板块的看法较为乐观。行业层面的风险点主要为黄金价格增长受压制的风险。
- 个股层面：**考虑个股估值及看点，推荐周大生（低估值、渠道拓展与产品创新）、老凤祥（工美基金股权转让）、潮宏基（低估值、渠道拓展）、菜百股份（金价上行受益标的）、中国黄金（培育钻信息刺激）、曼卡龙（新品推出利好），建议关注周大福（内地周大福珠宝门店销售额修复速度）。

图表：黄金珠宝个股盈利预测与估值分析

| 证券代码 | 证券简称 | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | 22A | 23E | 24E | 25E | 当前市值 (亿元) | 股息率 (%) | 评级 | 个股风险点 | 行业风险点 |
|-----------|------|--------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-----|-------|-----|-----|--------------|------------|----|---------------------------|---------|
| | | 收入(亿元) | 归母净利润(亿元) | | | | PE(倍) | | | | PE(倍) | | | | | | | |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 44.17 | 57.44 | 70.34 | 83.54 | 1.99 | 4.10 | 4.95 | 5.89 | 30 | 14 | 12 | 10 | 59 | 3.08 | 推荐 | 净开店不及预期、同店销售数据不及预期 | |
| 002867.SZ | 周大生 | 111.18 | 161.58 | 201.69 | 239.14 | 10.91 | 14.00 | 17.23 | 19.94 | 15 | 12 | 10 | 8 | 168 | 5.88 | 推荐 | 开店速度不及预期、同店销售数据不及预期 | |
| 600612.SH | 老凤祥 | 630.10 | 742.34 | 842.48 | 943.60 | 17.00 | 23.55 | 27.21 | 31.10 | 21 | 15 | 13 | 11 | 365 | 2.18 | 推荐 | 老凤祥有限非国有资产股权转让不及预期；开店不及预期 | |
| 605599.SH | 菜百股份 | 109.90 | 162.38 | 191.85 | 218.05 | 4.60 | 7.29 | 8.62 | 9.79 | 23 | 15 | 12 | 11 | 107 | 3.37 | 推荐 | 黄金价格增长受抑制 | 金价增长受抑制 |
| 600916.SH | 中国黄金 | 471.24 | 559.12 | 645.21 | 723.10 | 7.65 | 9.96 | 11.84 | 13.90 | 22 | 17 | 14 | 12 | 164 | 3.00 | 推荐 | 培育钻产品推广不及预期 | |
| 300945.SZ | 曼卡龙 | 16.10 | 18.84 | 22.75 | 26.99 | 0.54 | 0.97 | 1.07 | 1.16 | 67 | 38 | 35 | 32 | 37 | 0.58 | 推荐 | 新品推广不及预期 | |
| 1929.HK | 周大福 | 946.84 | 1082.57 | 1204.76 | 1320.64 | 53.84 | 75.70 | 87.91 | 98.80 | 19 | 14 | 12 | 10 | 1093 | - | - | 中国内地同店数据修复不及预期 | |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院预测（收盘价为12月19日，周大福选择wind一致预期，单位为港元），股息率为截至12月8日前12个月的数据

04. 医美：消费偏谨慎，寻找受影响较小的标的

4.1

医美行业总览&投资主线

复盘过去一年医美行业的发展趋势：新产品与新材料的应用与推广顺利，重组胶原蛋白市场发展态势良好；机构端的获客难度加大，重视老客升单，高端材料表现优于大众品类。

展望医美消费趋势：在消费大环境较为谨慎的趋势下，我们寻找受影响较小的医美消费品类，我们认为医美高端消费者消费能力持续，且在医美消费的投入稳健，其关注更具品质化的玻尿酸注射以及紧致/抗衰类光电等项目，因此该类型高端品受到消费下行的影响较小，再生材料、胶原蛋白、高端玻尿酸等高端品仍会有较好表现；另一方面基础维养产品如水光针属于高频使用的产品，复购率与消费粘性较高，且受到出境游冲击小，叠加行业监管边际趋严，加速水光针行业出清，利好合规水光产品保持良好的消费趋势。

细分市场发展趋势：

1) **玻尿酸：**玻尿酸的发展向注射层次精细化/部位精细化方向发展。参照成熟医美市场发展，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占据较大市场份额，且玻尿酸填充剂不再满足于仅解决改善鼻唇沟的单一部位适应症，而是扩展包括鼻唇沟、面颊部、唇部、鼻部、下颌等全面部多部位适应症。

2) **再生材料：**再生材料产品认知度持续提升，期待新品推广提供新增量。不同再生材料类产品在注射层次、打法与效果等方面存在差异，产品的应用与推广也需要时间形成充分的市场教育，才能达到最好的注射效果；爱美客、长春圣博玛与华东医药的再生产品已具备较深强的医生教育和消费者认知度。江苏吴中童颜针AestheFill以聚双旋乳酸PDLLA+羧甲基纤维素CMC为主要成分，23H1已收到NMPA的进口医疗器械注册申请受理书，预计2024年上半年获批上市；此外，多款再生产品在持续推进中，未来获批上市将贡献新增量。

3) **胶原蛋白：**重组胶原蛋白特性显著，在医美注射领域加速其市场拓展，新蓝海市场浮现。在水光针市场，重组胶原蛋白注射材料质地较软，功效方面不仅可以满足补水保湿，还可以提供多样化氨基酸营养，同时具备刺激再生胶原蛋白等特点；在眼周年轻化市场，得益于其保湿及刺激再生效果，在祛眼周细纹等领域应用；此外，在填充塑形市场中，交联型重组胶原蛋白有望拓展市场。

4) **肉毒素：**当前国内肉毒市场，各产品加速布局。重组肉毒因其可以解决从宿主肉毒杆菌提取天然肉毒毒素的生物安全问题，产品有高纯度、良好的安全性及生产可延展性等优点，因明生物/华东医药、君合盟均在布局研发重组肉毒素。

5) **光电项目：**主要市场份额由国外企业占领，国内企业加速布局中。国内市场中，激光类及脉冲类项目主要市场份额由海外企业占领，但国内企业或通过收购或凭借高性价比优势占领一定市场；射频类则主要由海外企业占领市场，但国内企业在加速布局中；建议关注布局光电市场的国内标的复锐医疗科技、华东医药、昊海生科、普门科技。

6) **此外，减重市场、毛发健康市场等也需关注产品最新进展。**

投资建议：在经济弱复苏下，叠加资金持续流出，大盘板块性大机会比较难以确定，更多关注于阶段性的机会；此外，在不确定环境下，我们预计资金依旧对于具备较高安全边际的标的会更青睐，综合考虑目前估值水平、公司所处细分行业预期增速与竞争格局展望，公司优势产品推广情况与后续产品推广步调，推荐锦波生物、爱美客，建议关注昊海生科。

风险提示：终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

4.1 2023行情复盘—基本面复盘

➤ 医美发展趋势复盘：新客获客难度增大，机构端重视老客升单，高端材料表现优于大众品

- **从机构客流量的角度：**23Q1，随着消费场景的修复，过往受抑制的消费需求得到集中释放，叠加春节后的医美需求高增，机构客流量短期内得到集中释放；23Q2，客流量仍保持良好增长态势，6月份因机构大促等迎来阶段性的高点；23Q3，客流量环比下滑，主要因6月消化提前部分消费需求，而8月底开始迎来反弹，机构端客流量恢复明显。23Q4，10月以来因国庆出游分流了部分客流量，造成机构端客流量处于较低水平，预期11-12月的年终大促将带来机构端的客流量反弹。
- **从新客与老客的角度：**1) 拉新表现不佳: 具体表现在新客引流速度不及预期，与整体消费力减弱、消费趋势偏谨慎有关，渗透率仍保持提升趋势，但是提升速度显著低于过去几年。2) 机构端从考核新客拉新到考核老客升单: 主要因为引入新客变得更为困难，所以业绩支撑主要由消费力较强的老客提供。
- **从产品类型的角度：**1) 新材料的应用获得市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白产品的市场发展态势良好: 因产品的效果佳、安全性高、机构利润空间充足，机构端普遍对再生材料、重组胶原蛋白类新材料的推广与应用反馈较好，有较强的推广动力，上游生产商出货端体现在爱美客的濡白天使、华东医药少女针、锦波生物薇旖美推广顺利。2) 高端材料表现优于大众品: 机构端为了保证充足的利润水平会选择推广高端材料及定制化的产品组合。

2023行情复盘—基本面复盘

业绩复盘：上游药械端收入与利润稳步上行，新材料获市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白发展态势良好；中游机构端盈利能力明显恢复

- 上游药械端：**从单季度的收入同比增速的表现来看，爱美客、昊海生科表现为Q2>Q1>Q3，锦波生物（Q2>Q3>Q1），爱美客、昊海生科、锦波生物Q2收入同比增速前三季度中表现最好，与22Q2为低基数，22Q3释放压制的需求，出货量为高基数有关；从盈利能力看，收入增长与毛利率稳健、费用控制良好下，带动利润端增速良好。
- 新材料获市场青睐，再生材料与重组胶原蛋白发展态势良好。**
 - 再生材料：**爱美客濡白天使针推广顺利，2023H1，濡白天使呈现高速增长，对应带动凝胶类注射产品收入实现5.66亿元，同比+139.00%，占收入的比重进一步提升至38.8%。截至22年末，濡白天使针进入超600家医美机构，授权700余名医生；如生天使于7月末发布，具备较大的产品优势，兼具填充与紧致效果，与濡白天使联合销售，拉动公司快速成长。华东医药欣可丽美学持续推广核心明星产品伊妍仕，2023Q1-Q3，合计实现营业收入8.24亿元，同比+88.79%。
 - 重组胶原蛋白：**2023H1，锦波生物单一材料医疗器械收入2.34亿元，同比+278.53%，主要系重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维“薇旖美”、重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶的销售收入增长较快所致。
- 中游机构端：**收入与业绩受到客流量、客单价影响下的收银、划扣业绩影响较大，朗姿股份的毛利率与净利率表现看，Q2>Q1>Q3。23H1，美丽田园的收入与归母净利润同比增速的表现突出。

图表：医美A股上市公司分季度财务数据

| 证券简称 | 具体分项 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------|-----------------|----------|---------|---------|---------|----------|----------|---------|
| 爱美客 | 营业收入（亿元） | 4.31 | 4.54 | 6.05 | 4.49 | 6.30 | 8.29 | 7.11 |
| | yoy | 66.07% | 21.41% | 55.15% | 5.80% | 46.30% | 82.60% | 17.58% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | 2.80 | 3.11 | 4.01 | 2.71 | 4.14 | 5.49 | 4.55 |
| | yoy | 64.03% | 22.05% | 41.55% | 9.03% | 47.83% | 76.70% | 13.38% |
| | 销售毛利率(%) | 94.45 | 94.33 | 94.94 | 95.63 | 95.29 | 95.51 | 95.07 |
| | 销售净利率(%) | 65.03 | 68.44 | 66.34 | 61.32 | 65.54 | 66.10 | 63.95 |
| 锦波生物 | 营业收入（亿元） | 0.65 | 0.90 | 0.97 | 1.39 | 1.28 | 1.88 | 2.01 |
| | yoy | 28.98% | 71.47% | 114.52% | 61.78% | 98.28% | 110.10% | 106.43% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | 0.15 | 0.24 | 0.31 | 0.39 | 0.43 | 0.66 | 0.83 |
| | yoy | -6.70% | 72.51% | 500.45% | 78.01% | 180.94% | 175.58% | 168.75% |
| | 销售毛利率(%) | 84.78 | 82.41 | 85.90 | 87.37 | 89.94 | 88.61 | 91.26 |
| | 销售净利率(%) | 23.38 | 26.29 | 31.48 | 28.57 | 33.48 | 35.00 | 41.19 |
| 华东医药 | 营业收入（亿元） | 89.33 | 92.65 | 96.61 | 98.56 | 101.15 | 102.71 | 100.09 |
| | yoy | 0.40% | 11.86% | 10.43% | 14.13% | 13.23% | 10.85% | 3.61% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | 7.04 | 6.36 | 6.41 | 5.18 | 7.55 | 6.79 | 7.55 |
| | yoy | -7.12% | 17.39% | 7.71% | 27.45% | 7.23% | 6.65% | 17.84% |
| | 销售毛利率(%) | 33.78 | 31.70 | 29.99 | 32.27 | 32.86 | 30.61 | 32.12 |
| | 销售净利率(%) | 7.99 | 6.91 | 6.75 | 5.34 | 7.51 | 6.62 | 7.53 |
| 昊海生科 | 营业收入（亿元） | 4.74 | 4.94 | 6.15 | 5.48 | 6.11 | 7.02 | 6.69 |
| | yoy | 23.79% | 5.45% | 45.14% | 11.28% | 29.06% | 41.99% | 8.80% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | 0.61 | 0.10 | 0.91 | 0.19 | 0.81 | 1.24 | 1.22 |
| | yoy | -37.17% | -92.47% | 14.15% | -55.15% | 33.21% | 1129.67% | 34.00% |
| | 销售毛利率(%) | 67.02 | 72.54 | 70.41 | 65.87 | 71.49 | 70.64 | 72.84 |
| | 销售净利率(%) | 13.40 | 2.15 | 14.99 | 4.40 | 13.90 | 17.63 | 17.68 |
| 朗姿股份 | 营业收入（亿元） | 8.94 | 9.15 | 8.55 | 12.14 | 11.39 | 11.74 | 13.81 |
| | yoy | 0.26% | 1.95% | -0.73% | 19.67% | 27.42% | 28.27% | 61.49% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | -0.02 | 0.11 | 0.08 | -0.01 | 0.62 | 0.72 | 0.60 |
| | yoy | -106.37% | -80.23% | -87.25% | - | 2867.87% | 527.56% | 621.88% |
| | 销售毛利率(%) | 58.29 | 56.89 | 56.92 | 57.83 | 56.39 | 61.66 | 55.08 |
| | 销售净利率(%) | - | 2.63 | 1.23 | 0.84 | 5.03 | 7.34 | 4.93 |
| 江苏吴中 | 营业收入（亿元） | 4.44 | 3.42 | 5.94 | 6.46 | 6.12 | 4.89 | 4.03 |
| | yoy | -18.42% | -30.24% | 37.19% | 109.92% | 37.69% | 43.04% | -32.23% |
| | 归属母公司股东的净利润（亿元） | 0.08 | -0.27 | -0.27 | -0.29 | 0.28 | -0.01 | -0.16 |
| | yoy | -91.98% | -6.61% | -35.62% | -10.11% | 269.61% | 97.22% | 40.01% |
| | 销售毛利率(%) | 33.69 | 35.53 | 24.82 | 24.93 | 25.17 | 31.36 | 29.49 |
| | 销售净利率(%) | 1.58 | - | - | - | 4.51 | - | - |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

图表：医美港股上市公司分季度财务数据

| 证券简称 | 具体分项 | 2022H1 | 2022 | 2023H1 |
|----------|------------------|---------|---------|---------|
| 复锐医疗科技 | 营业收入（亿元） | 11.69 | 24.53 | 12.47 |
| | yoy | 39.28% | 20.45% | -1.65% |
| | 归属于母公司股东的净利润（亿元） | 1.38 | 2.78 | 1.37 |
| | yoy | 25.90% | 28.56% | -8.35% |
| | 销售净利率(%) | 11.76 | 11.31 | 10.94 |
| | 销售毛利率(%) | 57.08 | 57.05 | 61.36 |
| 美丽田园医疗健康 | 营业收入（亿元） | 7.34 | 16.35 | 10.37 |
| | yoy | -12.25% | -8.16% | 41.20% |
| | 归属于母公司股东的净利润（亿元） | 0.15 | 1.03 | 1.12 |
| | yoy | -84.40% | -46.71% | 639.47% |
| | 销售净利率(%) | 2.70 | 6.76 | 11.68 |
| | 销售毛利率(%) | 42.76 | 43.89 | 46.11 |

资料来源：iFinD，公司公告，民生证券研究院

4.1

2023行情复盘—资金面复盘

➤ 资金面总结：偏好低估值、安全边际高、有反弹逻辑、股息率高的个股/板块。

- 医疗美容板块资金面总结：**23Q1-23Q3，医疗美容板块的公募基金持股市值分别为134.19、88.58、72.60亿元，呈现环比收窄走势；股息率呈现环比提升趋势，由23Q1的0.40%提升至23Q3的0.71%，估值逐步回调。

图表：板块公募基金配置比例（%）与公募基金持股市值（亿元）

| 板块名称 | 公募基金配置比例(%) | | | 公募基金持股市值(亿元) | | |
|--------|-------------|--------|--------|--------------|-------|-------|
| | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 医疗美容 | 0.4586 | 0.3124 | 0.2684 | 134.19 | 88.58 | 72.60 |
| 化妆品 | 0.1939 | 0.1412 | 0.1122 | 56.74 | 40.05 | 30.34 |
| 个护用品 | 0.0169 | 0.0191 | 0.0169 | 4.95 | 5.43 | 4.57 |
| 贸易II | 0.0000 | 0.0021 | 0.0028 | 0.00 | 0.60 | 0.76 |
| 一般零售 | 0.1190 | 0.1622 | 0.1970 | 34.82 | 45.99 | 53.29 |
| 专业连锁II | 0.0055 | 0.0014 | 0.0013 | 1.61 | 0.39 | 0.35 |
| 互联网电商 | 0.2616 | 0.1106 | 0.1312 | 76.55 | 31.36 | 35.49 |
| 旅游零售II | 0.5155 | 0.2367 | 0.2440 | 150.86 | 67.11 | 66.00 |
| 体育II | 0.0008 | 0.0011 | 0.0003 | 0.25 | 0.32 | 0.09 |
| 专业服务 | 0.3138 | 0.3115 | 0.3027 | 91.82 | 88.34 | 81.88 |
| 酒店餐饮 | 0.3246 | 0.1692 | 0.1659 | 94.98 | 47.99 | 44.88 |
| 旅游及景区 | 0.1318 | 0.1064 | 0.1144 | 38.58 | 30.18 | 30.94 |
| 教育 | 0.0122 | 0.0124 | 0.0155 | 3.56 | 3.52 | 4.20 |
| 造纸 | 0.1487 | 0.1430 | 0.1848 | 43.51 | 40.56 | 49.99 |
| 包装印刷 | 0.0458 | 0.0472 | 0.0467 | 13.42 | 13.40 | 12.63 |
| 文娱用品 | 0.0367 | 0.1334 | 0.0553 | 10.73 | 37.83 | 14.97 |
| 纺织制造 | 0.0457 | 0.0756 | 0.0819 | 13.39 | 21.45 | 22.16 |
| 服装家纺 | 0.1667 | 0.2109 | 0.2564 | 48.77 | 59.80 | 69.35 |
| 饰品 | 0.0541 | 0.0789 | 0.0651 | 15.82 | 22.37 | 17.61 |

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：公募基金配置比例及持仓市值对应报告期内最后一个交易日）

图表：板块股息率对比（%）

| 板块名称 | 股息率 近12个月 (算术平均) 20230331 (%) | 股息率 近12个月 (算术平均) 20230630 (%) | 股息率 近12个月 (算术平均) 20230930 (%) |
|--------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| | 医疗美容 | 0.4040 | 0.6567 |
| 化妆品 | 0.6792 | 0.7693 | 0.8759 |
| 个护用品 | 1.4077 | 1.8321 | 1.7630 |
| 贸易II | 2.0688 | 2.0609 | 1.9069 |
| 一般零售 | 2.7210 | 2.1473 | 2.0393 |
| 专业连锁II | 1.6826 | 2.2055 | 2.2436 |
| 互联网电商 | 1.1088 | 1.0563 | 1.1889 |
| 旅游零售II | 0.7725 | 1.2808 | 0.7549 |
| 体育II | 0.1889 | 0.2165 | 0.0455 |
| 专业服务 | 1.3592 | 2.2957 | 1.9507 |
| 酒店餐饮 | 0.4499 | 0.3869 | 0.4955 |
| 旅游及景区 | 0.5108 | 0.4634 | 1.5458 |
| 教育 | 0.6573 | 2.1031 | 2.7096 |
| 造纸 | 2.1199 | 2.6447 | 1.8410 |
| 包装印刷 | 2.0799 | 2.2477 | 2.1325 |
| 家居用品 | 1.7219 | 2.2979 | 2.0166 |
| 文娱用品 | 0.7952 | 1.0253 | 0.9970 |
| 纺织制造 | 2.3494 | 2.7480 | 2.6597 |
| 服装家纺 | 3.4978 | 3.6752 | 2.6299 |
| 饰品 | 2.0390 | 2.3517 | 2.2653 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：板块市盈率对比

| 板块名称 | 市盈率(TTM,整体 法)20230331 | 市盈率(TTM,整体 法)20230630 | 市盈率(TTM,整体 法)20230930 |
|--------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | 医疗美容 | 79 | 54 |
| 化妆品 | 49 | 35 | 31 |
| 个护用品 | 26 | 25 | 18 |
| 贸易II | 15 | 20 | 16 |
| 一般零售 | 18 | 17 | 18 |
| 专业连锁II | 32 | 37 | 35 |
| 互联网电商 | 41 | 32 | 29 |
| 旅游零售II | 75 | 46 | 39 |
| 体育II | 215 | 517 | 561 |
| 专业服务 | 39 | 32 | 31 |
| 酒店餐饮 | 225 | 70 | 41 |
| 旅游及景区 | 509 | 65 | 39 |
| 教育 | 75 | 49 | 43 |
| 造纸 | 21 | 21 | 22 |
| 包装印刷 | 25 | 26 | 25 |
| 家居用品 | 25 | 21 | 21 |
| 文娱用品 | 40 | 38 | 33 |
| 纺织制造 | 17 | 19 | 19 |
| 服装家纺 | 17 | 19 | 19 |
| 饰品 | 19 | 20 | 18 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

4.1

2023行情复盘—资金面复盘

➤ 个股基金持仓比例及变动：基金配置比例整体呈现下滑趋势，资金面收窄。

- 2023Q1-2023Q3，医疗美容板块的公募基金持仓市值占流通市值比分别为17.44%、14.47%与12.04%；医疗美容板块的公募基金配置比例分别为0.46%、0.31%与0.27%。医疗美容板块个股中，基金持仓比例普遍于23Q1环比下行，23Q2反弹，而23Q3除锦波生物基金持仓比例上升至1.58%，其他个股的基金持仓比例均出现不同程度的环比下滑。

图表：分板块公募基金配置比例（%）与公募基金持股市值（亿元）

| 板块名称 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公募基金配置比例（%） | | | | | | | |
| 美容护理 | 0.39 | 0.62 | 0.70 | 0.77 | 0.67 | 0.47 | 0.40 |
| 医疗美容 | 0.27 | 0.42 | 0.44 | 0.53 | 0.46 | 0.31 | 0.27 |
| 公募基金持股市值(亿元) | | | | | | | |
| 板块名称 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 美容护理 | 116.69 | 203.09 | 203.49 | 222.80 | 195.88 | 134.06 | 107.51 |
| 医疗美容 | 80.94 | 139.61 | 127.10 | 153.53 | 134.19 | 88.58 | 72.60 |

资料来源：iFind，民生证券研究院

图表：医疗美容板块个股基金持仓比例（%）

| 证券代码 | 证券简称 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 | 证券代码 | 证券简称 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 爱美客 | 300896.SZ | 19.04 | 42.69 | 28.93 | 44.09 | 26.27 | 37.00 | 21.28 | 爱美客 | 300896.SZ | 23.65 | -13.76 | 15.15 | -17.82 | 10.73 | -15.72 |
| 锦波生物 | 832982.BJ | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.58 | 锦波生物 | 832982.BJ | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.58 | |
| 华东医药 | 000963.SZ | 2.98 | 10.59 | 8.01 | 13.27 | 9.41 | 12.68 | 7.72 | 华东医药 | 000963.SZ | 7.61 | -2.58 | 5.26 | -3.86 | 3.27 | -4.96 |
| 江苏吴中 | 600200.SH | 0.00 | 0.28 | 0.00 | 1.83 | 2.29 | 5.42 | 3.07 | 江苏吴中 | 600200.SH | 0.28 | -0.28 | 1.83 | 0.46 | 3.13 | -2.36 |
| 朗姿股份 | 002612.SZ | 0.10 | 1.46 | 0.85 | 7.37 | 2.03 | 6.83 | 2.61 | 朗姿股份 | 002612.SZ | 1.36 | -0.61 | 6.53 | -5.34 | 4.80 | -4.22 |
| 昊海生科 | 688366.SH | 2.48 | 4.51 | 0.00 | 6.93 | 3.89 | 3.55 | 2.03 | 昊海生科 | 688366.SH | 2.03 | -4.51 | 6.93 | -3.04 | -0.34 | -1.52 |

资料来源：iFind，民生证券研究院（注：公募基金配置比例及持仓市值对应报告期内最后一个交易日）

图表：医疗美容板块个股基金持仓比例环比变动（%）

资料来源：iFind，民生证券研究院

4.1

2023行情复盘—股价复盘

- 上游药械端：**爱美客、华东医药因再生材料渠道铺货与产品销售推广顺利、季报披露业绩表现超预期等存在阶段性反弹，但整体上行情持续走弱；昊海生科出现阶段性反弹，与其高端玻尿酸产品海魅销售情况突出，带动23H1收入与利润端快速上行有关；锦波生物受益于重组胶原蛋白行业新蓝海与唯一重组胶原蛋白产品注射类三类械的先发优势，叠加北交所修订了《北京证券交易所上市公司持续监管指引第7号——转板》等利好驱动下，持续上演上行行情；江苏吴中受益于重组胶原蛋白合作等信息催化，呈现阶段性的上涨走势；
- 中游机构端：**朗姿股份年内行情波动较大，与其内生增长+外延并购的发展战略关联密切，朗姿股份旗下医美机构收入端表现较好时，助力整体收入与利润上行，且外延收购医美机构让公司为未来看点充足，短期催化上行；美丽田园今年以来整体行情走弱，公司基本面经营稳健，主要与今年以来港股资金流动性较弱，叠加消费者信心不足、消费趋于谨慎等原因有关。

爱美客：年初至今整体下跌，短暂回弹



华东医药：持续震荡



江苏吴中：消息面利好催化下，阶段上行



朗姿股份：波动下行



锦波生物：上市至今涨幅超100%



昊海生科：持续震荡



复锐医疗科技：先升后降



美丽田园医疗健康：整体下行



资料来源：iFind，民生证券研究院（截至23.11.29日收盘价）

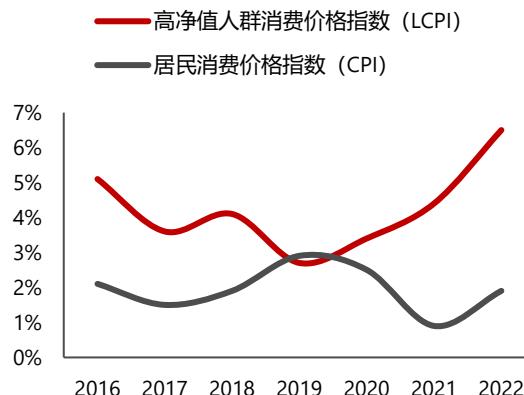
4.2

2024行情展望——行业基本面角度

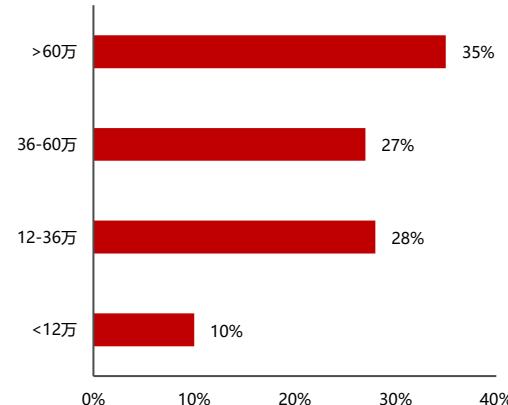
➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——高端消费品受影响小

- **高端消费品受影响小。**医美行业属于中高端可选消费，消费力低迷的大环境下，医美机构纳新困难，而高端消费客群消费能力保持稳定，据艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，医美高端消费人群平均家庭年收入约82万，家庭年收入>12万的占90%（2022年医美高端人群平均医美支出约9.4万元，占家庭年收入11%），高端消费群体消费能力依旧稳健，该类客群较强的购买力支撑了医美消费的增长。因此在新客获客难的背景下，医美机构把握住核心高端消费群体，获得销售收入稳步提升。**对比其他人群，医美高端人群对注射类项目和光电类项目的关注度均更高，其中，注射类项目中最关注玻尿酸注射、光电类项目中最关注紧致/抗衰类项目。**

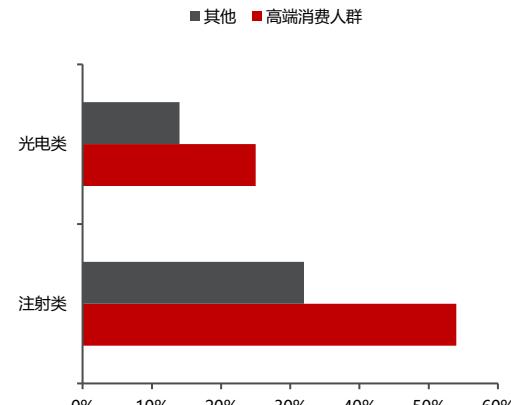
图表：高净值人群消费价格指数与居民消费价格指数



图表：医美高端消费群体家庭年收入分布



图表：医美高端消费群体TOP关注项目



资料来源：国家统计局，胡润百富，民生证券研究院

资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，民生证券研究院

资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，民生证券研究院

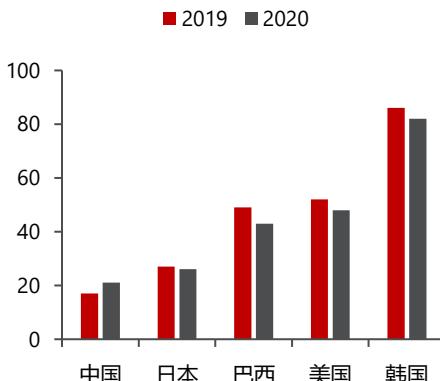
4.2

2024行情展望—行业基本面角度

➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——高端消费品受影响小

- 高端玻尿酸、再生材料与胶原蛋白类、紧致/抗衰类光电项目等受影响小。短期看，消费力疲软，但是对于医美高端消费的影响有限，关注高端消费品的推出、新材料的应用，可以提供给医美机构端充足的利益空间的产品，具备充足的推广动力；长期看，医美渗透率提升逻辑不改。根据医美消费产品的终端价格、治疗疗程以及对比同类其他产品所需花费的金额，我们梳理了如下医美高端消费产品，包括高端玻尿酸（包括乔雅登丰颜、缇颜、质颜，昊海生科的海魅、高德美的瑞蓝唯瑅等）、再生材料（包括爱美客的濡白天使、如生天使，华东医药少女针、圣博玛艾维岚）、胶原蛋白（包括双美的肤柔美、肤丽美、肤力原，长春博泰的弗缦，锦波生物的薇旖美）。**在消费环境偏谨慎下，医美高端消费者消费能力持续，且在医美消费的投入稳健，其关注更具品质化的玻尿酸注射以及紧致/抗衰类光电等项目，因此该类型高端品受到消费下行的影响较小。**

图表：中日巴美韩每千人医美次数



图表：艾尔建乔雅登销售数据（百万美元）及同比增速



图表：医美高端消费产品梳理

| 产品类型 | 厂商 | 品牌 | 产品 | 适应症 | 终端价格区间 |
|------|-------|------|--------------|---------------------------------|--------------|
| 玻尿酸 | 艾尔建 | 乔雅登 | 丰颜 | 下巴深层填充、颧弓提升 | 12880-14880元 |
| | | | 缇颜 | 浅层脂肪层填充 | 12880元 |
| | | | 质颜 | 真皮层填充 | 12880元 |
| 再生材料 | 昊海生科 | 海魅 | 海魅 | 塑形为主，打内外轮廓较为硬朗的部位 | 8800元 |
| | | | 海魅·韵 | 鼻唇沟、鼻背、鼻根 | 12800元 |
| | | | 瑞蓝·丽瑅 | 中面部（皮下至骨膜上） | 12800元 |
| 胶原蛋白 | 高德美 | 瑞蓝 | 瑞蓝·丽瑅·丽多 | 手背 | 6800元 |
| | | | 瑞蓝··唯瑅 | 鼻唇沟 | 16800元 |
| | | | 瑞蓝·定采 | 骨膜上 | 12800元 |
| 双美生物 | 爱美客 | 濡白天使 | 濡白天使 | 皮下浅层 | 18800元 |
| | | | 如生天使 | 适用于面部凹陷、太阳穴、苹果肌、木偶纹、法令纹、额头纹 | 12800-23800元 |
| | | | 少女针伊妍仕 | 适用苹果肌、眉弓、太阳穴、鼻基底、下巴、下颌骨、嘴角、木偶纹 | 18800元 |
| 长春博泰 | 长春圣博玛 | 双美 | 肤柔美 | 面部真皮组织填充纠正额部动态皱纹 | 5300元 |
| | | | 肤丽美 | 面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹 | 13800元 |
| | | | 肤力原 | 面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹 | 1-1.2万元 |
| 锦波生物 | 长春博泰 | 弗缦 | 薇旖美极纯 (4mg) | 面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟 | 6800元 |
| | | | 薇旖美至真 (10mg) | 面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（眉间纹、额头纹、鱼尾纹） | 6800元 |

资料来源：NMPA, 各公司公告, 大众点评等, 民生证券研究院

资料来源：弗若斯特沙利文, 艾尔建美学与德勤管理咨询, 民生证券研究院

资料来源：艾伯维公司公告, 民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——必选品受影响小

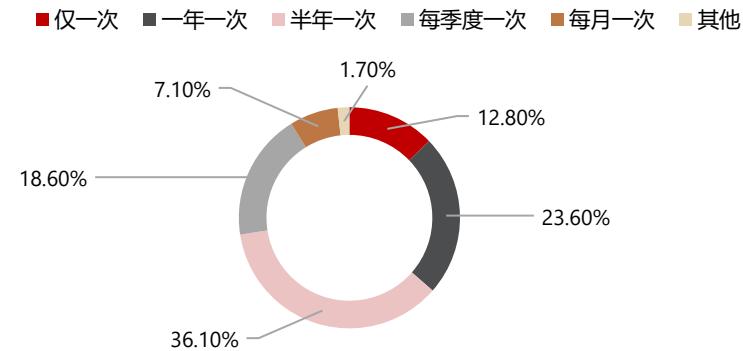
- 维养型项目如水光针等必选品更具消费韧性和可持续性。**根据德勤和美团联合发布的数据，轻医美项目的热度远高于手术类项目，据艾媒咨询调研数据，超过80%的轻医美用户会周期性体验轻医美项目，反映出消费者对于轻医美产品的粘性较高。**而水光针属于皮肤保养类的医美项目，一般需按疗程注射，每次间隔1个月，后期为维持效果需要重复注射，才能保持肌肤良好状态，其是医美消费中的高频使用的产品，复购和消费粘性较高。**
- 行业监管边际趋严，加速水光针行业出清，利好上游生产厂商的合规产品。**水光针市场合规化趋势下，三类械牌照为上游厂商产品竞争的主要壁垒，在存量医美客户的复购消费中，消费频次较高的维养型项目如合规水光产品的发展占优。

图表：合规面部除皱水光产品

| 类型 | 核心成分 | 厂商/国内代理 | 产品 |
|------|--------|---------|---------|
| 玻尿酸 | 透明质酸钠 | 爱美客 | 嗨体2.5 |
| 玻尿酸 | 透明质酸钠 | 爱美客 | 嗨体冻活泡泡针 |
| 玻尿酸 | 透明质酸钠 | 华熙生物 | 润致娃娃针 |
| 玻尿酸 | 透明质酸钠 | 华熙生物 | 润致熨纹针 |
| 玻尿酸 | 透明质酸钠 | 瑞典Q-Med | 瑞蓝唯瑅 |
| 胶原蛋白 | 重组胶原蛋白 | 锦波生物 | 薇旖美 |

资料来源：新氧，各公司官网，NMPA，大众点评，民生证券研究院整理

图表：我国轻医美用户复购频率（2021年）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度1：寻找受影响较小的消费类型——受出境消费影响较小的品类

- 受出境消费影响较小的品类日常维养型消费，对消费频次高、疗程时间长的项目影响较小。**据艾尔建美学与德勤咨询的报告，在2022年有过医美消费或在2023年有意愿进行医美消费的人群中，16%表示在2023年有出境求美意愿，以中国港澳台地区、日本及韩国为主要偏好地区，主要偏好手术类、玻尿酸注射及紧致/抗衰类光电项目。故出境消费会对高端玻尿酸产品如乔雅登、紧致及抗衰光电项目如热玛吉等产生影响，而影响较小的为日常维养型消费以及消费频次高、疗程时间长的项目。对于注射类项目中的水光针（效果持续时间不同产品有所差异，通常为几周到几个月；通常需要6次及以上，每次注射间隔2-3周）、胶原蛋白针（以眶周年轻化为主，一般周期为3个月），光电项目中光子嫩肤（4-6次为一个疗程）、皮秒激光（1-3个月一次）、射频及超声类项目影响较小。**因此注射类产品胶原蛋白针、水光针，光电类项目光子嫩肤、皮秒激光等日常维养型消费品类受影响较小。**

图表：受出境消费影响较小的品类梳理

| 项目种类 | 项目名称 | 价格区间（元/次） | 消费频率 |
|-------|-------|------------|------------------|
| 注射类项目 | 胶原蛋白针 | 5000-10000 | 2个月 |
| | 水光针 | 1000-3000 | 2~3周间隔，3~5次为一个疗程 |
| 光电项目 | 光子嫩肤 | 1000-3000 | 4-6次为一个疗程 |
| | 皮秒激光 | 3980-9800 | 1-3个月一次 |
| | 射频溶脂 | 1000-5000 | 3-5次为一个疗程 |
| | 超声溶脂 | 600-6000 | 6-12次为一个疗程 |

资料来源：艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，前瞻产业研究院，民生证券研究院

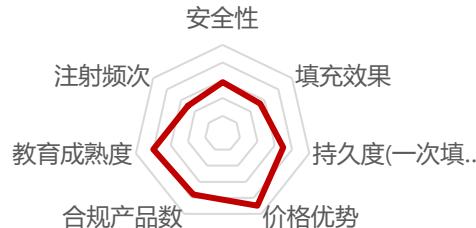
4.2

2024行情展望—基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——玻尿酸篇

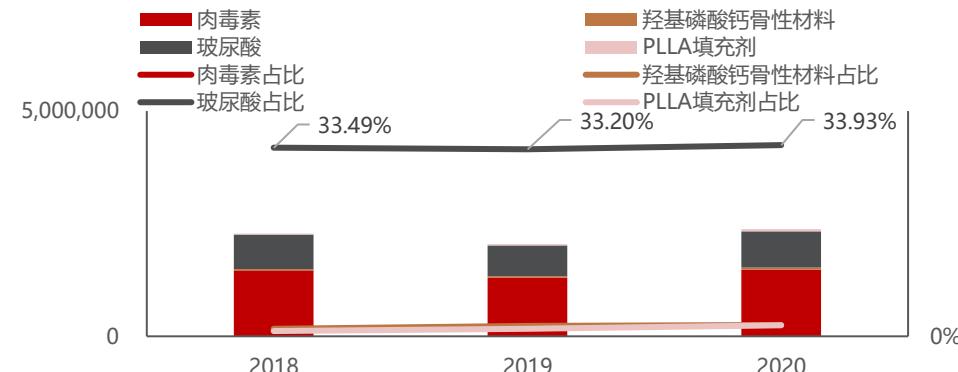
- 从产品和市场教育角度：**虽玻尿酸赛道同质化程度较高，但凭借其积累的市场经验及丰富的合规产品，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占有较大份额。
- 参照成熟医美市场发展角度：**美国医美市场起步于1880年，当前已步入成熟期，其注射类产品丰富，包括玻尿酸、肉毒毒素、基于PLLA的填充剂和羟基磷酸钙骨性材料，后两者具备较好的塑性作用，同样对大分子玻尿酸呈现一定程度替代作用，但根据ISAPS统计，即使发展至2020年，美国市场的玻尿酸疗程量仍占据注射类疗程的30%以上。

图表：玻尿酸注射剂优势雷达图（模拟值得分）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

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，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——玻尿酸篇

- 玻尿酸发展向注射层次精细化/部位精细化发展。**过往消费者使用玻尿酸填充剂满足改善鼻唇沟的单一部位适应症，但随着玻尿酸的发展日臻成熟，且医美厂商不断开发新的产品、满足新的适应症，且医美机构与医生正向引导消费者，玻尿酸填充剂不再满足于仅解决改善鼻唇沟的单一部位适应症，而是扩展包括鼻唇沟、面颊部、唇部、鼻部、下颌等全面部多部位适应症。

图表：获批新的适应症的玻尿酸产品

| 厂商/国内代理 | 品牌 | 产品 | 适应症 | 获批时间 | 终端价格区间 |
|---------|-----|----------|--|-------|--------|
| 艾尔建 | 乔雅登 | 丰颜 | 面颊部深层（皮下或骨膜上） | 2019年 | 13500元 |
| | | 质颜 | 鼻部适应症 | 2023年 | |
| | | 瑞蓝·丽瑅·丽多 | 唇部 | 2021年 | 17840元 |
| 高德美 | 瑞蓝 | 瑞蓝·唯瑅 | 中面部（皮下至骨膜上） | 2020年 | 12800元 |
| | | 瑞蓝·定采 | 注射入骨膜上层用于鼻背和/或鼻根塑形 | 2023年 | |
| | | | 手背 | 2020年 | 6800元 |
| 爱美客 | 宝尼达 | 宝尼达 | 注射到骨膜上，填充下颌区域，以改善轻度至中度下颌后缩患者的下颌轮廓 | 2023年 | 16800元 |
| | | 嗨体 | 中重度额部皱纹和鼻唇部皱纹 | 2012年 | 16800元 |
| | | 嗨体1.5 | 颈部中重度颈纹 | 2016年 | 2500元 |
| 华熙生物 | 润致 | 熊猫针 | 眶周 | 2020年 | 3000元 |
| | | 润致5号 | 注射到皮下至骨膜上层用于矫正中面部容量缺失/中面部轮廓缺陷 | 2022年 | 4000元 |
| 昊海生科 | 娇兰 | - | 注射唇红缘及唇红体的皮下（或粘膜下）至口轮匝肌层，以增加唇部组织容积 | 2023年 | - |
| | | 娇兰玻尿酸 | 用于唇红体和唇红缘的皮下（或粘膜下）注射填充唇部以达到增加唇部组织容积的目的 | 2023年 | 3500元 |

资料来源：NMPA、各公司官网、医美部落，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——再生材料篇

- 再生材料产品认知度持续提升。**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快速向上，加速消费者对于再生材料的认知，吸引更多企业的布局再生材料市场。2023年7月，爱美客推出再生材料新品如生天使，主打面部轮廓紧致和柔美化（与濡白天使进行外轮廓支撑和内轮廓高光的塑造形成差异化互补）。**不同再生材料类产品在注射层次、打法与效果等方面存在差异，产品的应用与推广也需要时间形成充分的市场教育，才能达到最好的注射效果；爱美客、长春圣博玛与华东医药的再生产品已具备较深强的医生教育和消费者认知度。**

图表：已上市再生材料医美产品

| 公司 | 产品 | 上市时间 | 主要成分 | 打法与效果 | 终端参考价格 | 规格 |
|-------|--------|-----------|------------------------------|---|---------------------|--------|
| 爱美客 | 濡白天使 | 2021/6/24 | 左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+交联透明质酸钠+盐酸利多卡因 | 打法：适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹；效果：面部立体，丰眉弓，去法令纹，隆鼻，祛皱紧肤，抗衰抗初老。效果持续2年左右 | ¥ 12,800 | 0.75ml |
| | 如生天使 | 2023/7/27 | | 打法：适用于真皮深层、皮下浅层及深层注射填充纠正中、重度鼻唇沟皱纹；效果：定位“支架重塑”，更适合浅层注射，主要用于面部软组织浅层纹路填充，塑造轮廓柔美感、避免“慢化感”，注射后可以达到轮廓紧致收紧+面部柔和的柔美轮廓 | ¥ 18,800 | 1ml |
| 长春圣博玛 | 艾维岚 | 2021/4/19 | 聚乳酸+甘露醇+羧甲纤维素钠 | 打法：适用于面颊凹陷、太阳穴、苹果肌、木偶纹、法令纹、额头纹；效果：填充太阳穴、丰面颊、改善法令纹、嘴角皮肤皱褶、饱满下颚、抚平泪沟、改善印第安纹、紧致下巴轮廓等其他需要饱满的位置 | ¥ 12800- ¥ 23800 | 340mg |
| | 少女针伊妍仕 | 2021/4/8 | PCL 微球+CMC 凝胶载体 | 打法：适用苹果肌、眉弓、太阳穴、鼻基底、下巴、下颚骨、嘴角、木偶纹；效果：即时填充，立体轮廓，去法令纹，去皱紧肤，抗衰抗初老。 | ¥ 18,800 | 1ml |

资料来源：NMPA，新氧，民生证券研究院

4.2

2024行情展望—基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——再生材料篇

- 再生材料产品认知度持续提升，期待新品推广提供新增量。**江苏吴中童颜针AestheFill以聚双旋乳酸PDLLA+羧甲基纤维素CMC为主要成分，23H1已收到NMPA的进口医疗器械注册申请受理书，预计2024年上半年获批上市；除此之外，高德美塑然雅、普丽妍童颜针、华东医药少女针伊妍仕M型、四环医药少女针与童颜针、尚礼童颜针、西宏童颜针等产品在持续推进中，未来获批上市将为再生材料领域贡献新增量。

图表：待上市再生材料医美产品

| 公司 | 产品 | 预计拿三类械证书时间 |
|-------|-----------------|---|
| 江苏吴中 | AestheFill童颜针 | 2024年 |
| 高德美 | 塑然雅 | 2024年 |
| 普丽妍医疗 | 普丽妍童颜针 | 2024年 |
| 兴科蓉医药 | 少女针 | 2024年 |
| 华东医药 | 少女针伊妍仕M型 童颜针 | 23年3月完成中国临床试验全部受试者入组，正在进行随访 正在准备国内注册相关工作 |
| 四环医药 | 童颜针 少女针 | 2025年 注册审批 |
| 尚礼 | 童颜针 | 2025-2026年 |
| 杭盖生物 | 瑞博童颜针 | 申报中 |
| 西宏生物 | 西宏童颜 | 22年1月启动注册 |
| 益诚生物 | 二代“少女针” | 启动国内注册临床 |
| 康哲药业 | 童颜针 | 临床试验 |

资料来源：各公司公告，医与美前沿微信公众号，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——胶原蛋白篇

- 当前天然胶原提取法为产业主要制备方法，但随着技术进步，基因工程法制备的重组胶原蛋白为未来趋势。采用微生物发酵的重组胶原蛋白有较好可加工性（如水溶性和乳化特性），能更好控制致病病毒传播的风险，且可通过序列设计尽可能的降低免疫原性。
- 国家药监局通过制定标准、规范行业，推动重组胶原蛋白的研发和成果转型。根据国家药监局发布的《重组胶原蛋白生命材料命名指导原则》，基于蛋白质组成和结构，重组胶原蛋白可分为重组人胶原蛋白/人源化胶原蛋白/类胶原蛋白三大类型。
- 当前国内多个企业均加速部分胶原蛋白的研发及布局。胶原蛋白三类械证书获批数量较少，目前获得国家药监局三类械证书的胶原蛋白产品仅动物胶原蛋白的双美生物（肤柔美、肤丽美、肤力原）、长春博泰的弗缦；重组胶原蛋白产品仅锦波生物获批三类械证书，先后上新不同规格的重组胶原蛋白冻干纤维产品薇旖美极纯与薇旖美至真，分别对应于眼部抗衰与面部抗衰；23年8月，注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液获批三类械证书。

图表：胶原蛋白三类械产品

| 材料 | 公司 | 产品类型 | 产品名称 | 获批时间 | 管理类别 |
|--------|------|--|------|-------|------|
| 动物胶原蛋白 | 双美生物 | 胶原蛋白植入剂 "Sunmax" Collagen Implant I | 肤柔美 | 2009年 | 第三类 |
| | | 胶原蛋白植入剂Sunmax Collagen Implant I-Plus | 肤丽美 | 2017年 | 第三类 |
| | 长春博泰 | 含利多卡因胶原蛋白植入剂 | 肤力原 | 2019年 | 第三类 |
| 重组胶原蛋白 | 锦波生物 | 医用胶原充填剂 | 弗缦 | 2016年 | 第三类 |

资料来源：NMPA，民生证券研究院

图表：锦波生物获批重组胶原蛋白三类械产品

| 产品类型 | 产品名称 | 获批/上市时间 | 产品规格 | 终端定价 |
|--------------------|---------|---------|--------|-------|
| 重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维 | 薇旖美极纯 | 2021年6月 | 4mg/瓶 | 6800元 |
| 薇旖美至真 | 2023年6月 | 10mg/瓶 | 1~1.2万 | |
| 注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液 | - | 2023年8月 | 2mg/ml | - |

资料来源：NMPA，薇旖美微信公众号，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——胶原蛋白篇

- 重组胶原蛋白特性显著，在医美注射领域加速其市场拓展，新蓝海市场浮现。**在水光针市场，重组胶原蛋白注射材料质地较软，功效方面不仅可以满足补水保湿，还可以提供多样化氨基酸营养，同时具备刺激再生胶原蛋白等特点；在眼周年轻化市场，得益于其保湿及刺激再生效果，在祛眼周细纹等领域应用；此外，在填充塑形市场中，交联型重组胶原蛋白有望拓展市场。

图表：预计2025年胶原蛋白水光针规模超55亿元

| | 2020年 | 2020-2025年 | 2025E |
|----------------|-------|------------|--------|
| 水光项目次数 (万次) | 912 | 24.5% | 2728.0 |
| 水光项目均价 (元) | 1000 | 3-4% | 1200 |
| 水光针市场规模 (亿元) | 91.2 | 29.1% | 327.4 |
| 胶原蛋白水光疗程占比 | 1% | - | 5% |
| 胶原蛋白水光次数 (万次) | 9.12 | - | 136.4 |
| 胶原蛋白水光单价 (元/支) | 5300 | -4% | 4320 |
| 胶原蛋白水光针市场 (亿元) | 4.83 | 64.9% | 58.9 |

资料来源：巨子生物招股书，新氧，民生证券研究院；（注：水光针项目一次一支产品，一年3次）

图表：预计2025年胶原蛋白眼周注射市场规模超15亿元

| | 2021年 | 2021-2025年 | 2025 E |
|----------------------|-------|------------|--------|
| 轻医美项目次数 (百万次) | 28.7 | 20.3% | 60.1 |
| 泪沟+黑眼圈+祛细纹占比 | 4.0% | - | 9.0% |
| 泪沟+黑眼圈+祛细纹项目次数 (百万次) | 1.15 | - | 5.41 |
| 胶原蛋白类占泪沟+黑眼圈+祛细纹项目比 | 2.5% | - | 5.0% |
| 胶原蛋白类眼周注射项目次数 (百万次) | 0.029 | - | 0.27 |
| 胶原蛋白类眼周注射项目均价 (元/次) | 7500 | -3.5% | 6500 |
| 胶原蛋白类眼周注射市场规模 (亿元) | 2.15 | 69.1% | 17.6 |

资料来源：巨子生物招股书，新氧，民生证券研究院；（注：水光针项目一次一支产品，一年3次）

图表：在研胶原蛋白产品及进展

| 公司 | 产品 | 预计拿三类证时间 |
|-------|-------------------|----------------|
| 创健医疗 | 悦白之几重组胶原蛋白冻干纤维 | 预计2023-2024年获批 |
| | 悦白之几重组胶原蛋白植入剂 | 预计2023-2024年获批 |
| 巨子生物 | 重组III型胶原蛋白冻干纤维 | 预计2023-2024年获批 |
| | 重组胶原蛋白液体制剂 | 预计2024H1获批 |
| 巨子生物 | 重组胶原蛋白固体制剂 | 预计2024H1获批 |
| | 自研胶原蛋白 | 预计2025年左右上市 |
| 江苏吴中 | 重组胶原蛋白凝胶 | 预计2025H1获批 |
| | 交联重组胶原蛋白凝胶 | 预计2025H1获批 |
| 锦波生物 | 自研胶原蛋白 | 预计2025年左右上市 |
| | 重组I型人胶原蛋白植入剂 | 实验室阶段 |
| 聚源生物 | 医用胶原蛋白仿生纤维 | 在研临床 |
| | 重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维 | 预计2024年 |
| 聚源生物 | 重组I型人源化胶原蛋白冻干纤维 | 预计2024年 |
| | 胶原蛋白填充剂 | 预计2025年 |
| 湘雅生物 | 动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂 | 开发阶段 |
| 益尔康生物 | 动物源胶原蛋白+重组胶原蛋白注射剂 | 开发阶段 |
| 双美生物 | 第四代胶原蛋白植入剂 | 临床阶段 |

资料来源：医与美前沿，各公司公告，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——肉毒素篇

- 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°C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。

图表：我国医疗美容肉毒素产品销售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院；(注：基于出厂价)

图表：国内已上市肉毒素产品

| 已上市 | 商品名 | 适用部位 | 定位 | 出厂定价 (元) | 终端定价 (元) |
|--------------|-----|-------|----|----------|-----------|
| 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

图表：国内部分临床中肉毒素产品

| 临床中 | 商品名 | 适用部位 | 定位 | 进展 | 预计时间 |
|----------------|--------|-------|----|---------|-----------|
| 德国Merz/精鼎医药 | Xeomin | 精细化部位 | 高端 | 已完成临床试验 | 2023-2024 |
| 韩国Huons/爱美客 | Hutox | 大面积部位 | 低端 | III期 | 2023-2024 |
| 韩国大熊/绿毒 | Nabota | 精细化部位 | 低端 | III期 | 2023-2024 |
| 美国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

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——重组肉毒素篇

- 重组肉毒素对比肉毒素：**目前国内外所有A型肉毒毒素的产品都来自致病性肉毒杆菌，安全生产风险高，而且绝大多数A型肉毒毒素产品都有活性蛋白纯度低的缺陷。而重组蛋白生产途径生产的肉毒毒素，可以解决从宿主肉毒杆菌提取天然肉毒毒素的生物安全问题，产品具有高纯度、良好的安全性及生产可扩展性等多种优点，降低了将外源蛋白引入人体有关的免疫原性风险，提高整体安全性。
- 重组肉毒素的布局企业：**因明生物控股的生物医药创新公司重庆誉颜从基因工程入手，研发成功了重组A型肉毒毒素蛋白，截至目前，YY0001是国内首个获批进行临床试验的重组A型肉毒毒素在研产品，也为全球唯一临床阶段的重组A型肉毒毒素在研产品。据华东医药11月14日公告，公司与重庆誉颜签署《独家经销协议》，获得重庆誉颜拥有的重组A型肉毒毒素YY001产品在中国大陆、香港、澳门医美适应症领域的独家商业化权益。

图表：重组肉毒素布局公司及产品进展

| 公司名称 | 产品名称 | 产品进展 |
|-----------|------------------------|---|
| 因明生物/华东医药 | YY001 | 已完成用于改善中度至重度眉间纹的中国2期临床试验，目前正在推进3期临床试验。药品补充申请于2023年10月获国家药监局审评受理 |
| 君合盟 | Botulinum Toxin Type A | 临床申请中。新药注册申请于2023年9月获国家药监局审评受理 |

资料来源：CDE，各公司公告，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——光电项目篇

- 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。**国内市场中，激光类及脉冲类项目主要市场份额由海外企业占领，但国内企业或通过收购或凭借高性价比优势占领一定市场；射频类则主要由海外企业占领市场，但国内企业在加速布局中；建议关注布局光电市场的国内标的复锐医疗科技、华东医药、昊海生科、普门科技。**
- 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。**从公司布局看**，11月8日，爱美客与Jeisys签署了《经销协议》，Jeisys公司授权其负责其旗下Density和LinearZ医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地（不含香港、澳门、台湾）的推广、分销、销售和相关服务，为中国内地独家经销商。其中，LinearZ为超声皮肤医美设备，可根据治疗区域和皮肤结构选择深度，达到皮肤年轻化的治疗效果；Density为射频皮肤医美设备，将6.78MHz单极高频深入传递至皮肤层，到达皮下脂肪层和筋膜层，通过对皮肤层产生热量并帮助凝固皮肤来实现提升效果。

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% | | |
| 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% |

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

图表：2022年我国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 | 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 | 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

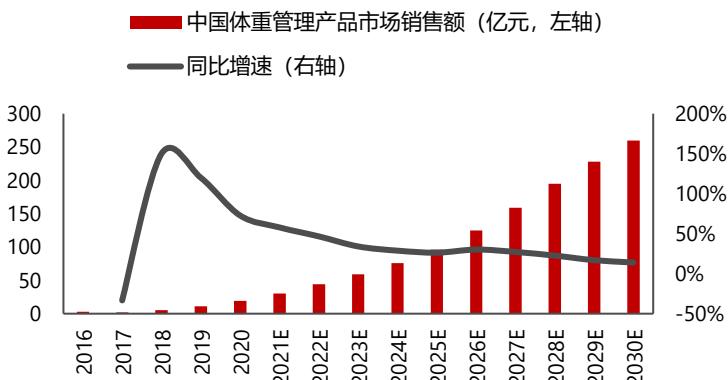
4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——减重项目篇

- 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：中国体重管理产品市场销售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客港股招股说明书，民生证券研究院

图表：体重管理项目研发进展

| 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 |
|------------------|----------|------|---------------------------------|--------------------------------------|---|
| | 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)；减肥 (2014-12-23) | 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 |
| 短效GLP-1R 激动剂 | 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上市申报 (2022-7-14) | 获批：糖尿病 (2023年3月)、肥胖或超重适应症 (2023年6月) |
| | 利拉鲁肽 | 爱美客 | -- | 一期临床完成 (2021-10-15) | 获批：II型糖尿病；III期：阿尔茨海默病、肥胖； |
| 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； |
| | 聚乙二醇洛塞那肽 | 豪森药业 | -- | 上市 (2019-05-05) | 获批：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；III期：肥胖、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病； |

资料来源：医药魔方，各公司公告，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

角度2：把握行业发展趋势——毛发健康篇

- 市场规模：**据弗若斯特沙利文，2017-2021年，中国脱发症治疗及护理产品的市场规模复合增速为8.8%，预计21-25年复合增速为7.8%。
- 雄激素性脱发：**雄激素性脱发是脱发的一种常见形式，目前点典型治疗包括药物治疗及植发。目前非那雄胺（口服）及米诺地尔（外药）已在中国获批用于治疗男性激素性脱发，而外用药因引起副作用的风险较低而更容易被患者接受。

图表：中国脱发症治疗及护理产品的市场规模及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

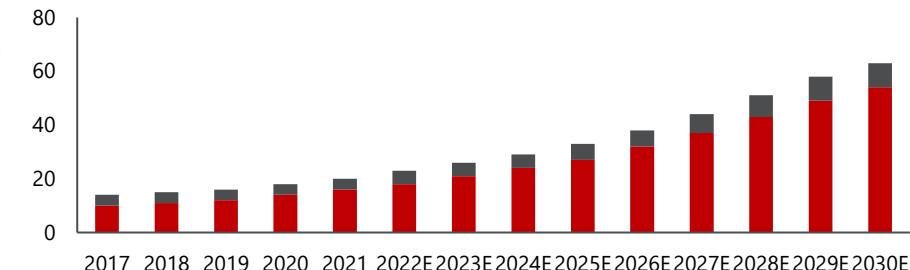
图表：雄激素性脱发的治疗模式

| 雄激素性脱发的治疗模式 | 引入及批准药物 | 安全性 | 治疗效果 |
|---------------|---|--|---|
| 治疗雄激素性脱发的外用药物 | 外用药物被广泛用于治疗非遗传性脱发。米诺地尔已被FDA和国家药监局批准用于治疗雄激素性多毛症 (22%)、脱发 (11%) 等 | | 每平方厘米头发数量增加：治疗24周后10.7根/平方厘米，治疗48周后14.6根/平方厘米 |
| 治疗雄激素性脱发的口服药物 | 口服药物是雄激素性脱发的一种典型治疗方法。其中一种广泛使用的口服药是非那雄胺，已被FDA和国家药监局批准用于雄激素性脱发。非那多毛症 (3%) 等 | 头皮刺激 (15%)、非那雄胺通过抑制睾酮转化为二羟睾酮起作用 | 每平方厘米头发数量增加：治疗24周后30.0根/平方厘米，治疗48周后40.7根/平方厘米 |
| 雄激素性脱发的植发 | 植发虽然不能真正治疗雄激素性脱发，但却是缓解脱发的有效方法。方法是将正常毛囊组织移植到脱发部位，并保持其活性 | 术后头皮肿胀 (70%)、术后暂时性脱发 (43%)、术后需要双氯芬酸注射 (11.9%)、术后疼痛 (35%) 等 | 患者评价（植发术后1年）效果很好 (86.2%)，满意 (11.9%)，效果差 (2.0%)。 |

资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

图表：中国雄激素性脱发获批药物的市场规模（亿元）

■ 外用（亿元） ■ 口服（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院

4.2

2024行情展望——基本面角度

➤ 角度2：把握行业发展趋势——毛发健康篇

- 中国用于雄激素性脱发的获批药物的竞争格局：**目前我国用于雄激素性脱发的获批药物仅米诺地尔（外用）、非那雄胺（口服）、环丙孕酮（口服）。
- 中国正进行临床试验的雄激素性脱发药物的竞争格局：**据科笛集团公告，治疗雄激素性脱发产品CU-40102（外用非那雄胺喷雾剂）在中国进行的III期注册性临床试验达到主要终点；治疗雄激素性脱发产品CU-40101（外用小分子甲状腺激素受体激动剂搽剂）在中国进行的I期临床试验达到主要终点。

图表：中国用于雄激素性脱发的获批药物的竞争格局

| 药物 | 剂型 | 给药途径 | RLD持有人/首家获批准公司 | 适应症 | 首次获批准日期 | 非处方药/处方药 | 产品数量(仿制药/总计) | 每个疗程费用(人民币元) | 国家医疗保险 |
|------|----|------|----------------|------------|-----------------|----------|--------------|--------------|--------|
| 米诺地尔 | 喷雾 | 外用 | 京卫药业 | 雄激素性脱发 | 2011年1月处方药 | 1/1 | 1242 | 否 | |
| | 凝胶 | 外用 | 博士伦 | 雄激素性脱发 | 2005年1月非处方药 | 1/1 | 1368 | 否 | |
| | 搽剂 | 外用 | 振东安欣 | 雄激素性脱发 | 2002年1月非处方药 | 2/2 | 709 | 否 | |
| | 酊剂 | 外用 | 万晟药业 | 雄激素性脱发 | 2001年1月非处方药及处方药 | 2/2 | 680 | 否 | |
| 非那雄胺 | 片剂 | 口服 | 默沙东 | 男性雄激素性脱发 | 2004年1月处方药 | 7/8 | 961 | 是 | |
| 环丙孕酮 | 片剂 | 口服 | 拜耳 | 女性重度雄激素性脱发 | 1990年12月处方药 | 2/2 | 1975 | 是 | |

资料来源：国家药监局，弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，民生证券研究院（截至2023年3月4日）

图表：中国正进行临床试验的雄激素性脱发药物的竞争格局

| 药物 | 公司 | 活性成分 | 适应症 | 剂型 | 给药途径 | 阶段 | 首次发布日期 | 药物类型 |
|----------|-------------------|---------------------|----------------|-------|------|------|-------------|------|
| 米诺地尔溶液 | 江苏晨牌邦德 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年12月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | 甘肃西峰 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年10月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | 浙江鼎泰 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年9月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | 安徽先锋 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年8月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | 中山万汉 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年7月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | Zhejiang Vanguard | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年6月仿制药 | |
| 米诺地尔溶液 | Tianjin Chenguang | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 外用溶液 | 外用 | ANDA | 2022年6月仿制药 | |
| 米诺地尔搽剂 | 浙江赛默 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 搽剂 | 外用 | ANDA | 2022年3月仿制药 | |
| 米诺地尔酊剂 | 江苏康缘 | 米诺地尔 | 雄激素性脱发 | 酊剂 | 外用 | ANDA | 2021年3月仿制药 | |
| KX-826 | 开拓/开禧(Koshine) | 福润他恩(小分子AR拮抗剂) | 雄激素性脱发 | 酊剂/凝胶 | 外用 | III期 | 2021年11月新药 | |
| CU-40102 | 科笛 | 非那雄胺(5-alpha还原酶抑制剂) | 雄激素性脱发 | 喷雾 | 外用 | III期 | 2021年10月新药 | |
| CU-40101 | 科笛 | 甲状腺激素受体激动剂 | 雄激素性脱发 | 搽剂 | 外用 | I期 | 2022年4月新药 | |
| GT20029 | 开拓 | 外用AR-PROTAC | 雄激素性脱发 寻常痤疮 | 酊剂/凝胶 | 外用 | I期 | 2021年6月新药 | |
| CU-40104 | 科笛 | 度他雄胺(5-alpha还原酶抑制剂) | 雄激素性脱发 | 外用制剂 | 外用 | 临床前 | 不适用 | 新药 |

资料来源：药品评审中心(CDE)，弗若斯特沙利文，科笛集团招股说明书，公司公告，民生证券研究院

4.2

2024行情展望—盈利预测与估值分析

- 资金面观点：**在经济弱复苏下，叠加北向资金持续流出，大盘板块性大机会比较难以确定，更多关注阶段性机会的出现；此外，在不确定环境下，我们预计资金依旧对于具备较高安全边际的标的会更青睐，包括高股息+低估值+存在反弹逻辑的板块与个股，建议关注昊海生科。
- 综合考虑目前估值水平、公司所处细分行业预期增速与竞争格局展望，公司优势产品推广情况与后续产品推广步调，推荐锦波生物、爱美客，建议关注昊海生科。**
- 锦波生物：**在重组胶原蛋白注射类产品中具备先发优势，4mg进入快速铺货期、10mg进入机构推广期，明年发力点在于10mg产品放量，以及新获批三类械证书的重组胶原蛋白溶液有望提供新增量，但需考虑胶原蛋白市场其他竞品研发进展，行业竞争格局改变的风险。
- 爱美客：**再生材料如生天使7月末发布，兼具填充与紧致效果，产品优势突出，对医生的手法要求更低，与濡白天使联合销售，如生天使终端推广有望实现更快的放量速度，拉动公司快速增长；仍需关注嗨体增速放缓、再生材料推广进展不及预期等风险。
- 江苏吴中：**具有身后药企基因，发力布局医美业务，有望在高成长赛道拉动整体利润上行。24年关注再生材料爱塑美的获批进展与产品推广情况，重组胶原蛋白领域进展，以及产品储备情况，但需关注产品研发进展不及预期、新品推广不及预期的风险。

图表：医疗美容个股盈利预测与估值分析

| 代码 | 简称 | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E | 当前市值（亿元） | 风险提示 | 评级 |
|-----------|----------|--------|-----------|--------|-------|-------|-------|-----|-----|-----|----------|---------------------|------|
| | | 收入（亿元） | 归母净利润（亿元） | | | PE（倍） | | | | | | | |
| 300896.SZ | 爱美客 | 29.28 | 40.22 | 54.09 | 18.34 | 25.50 | 34.09 | 33 | 24 | 18 | 592 | 如生天使推广不及预期；水光产品竞争激烈 | 推荐 |
| 832982.BJ | 锦波生物 | 8.01 | 12.76 | 17.36 | 2.88 | 4.67 | 6.50 | 62 | 39 | 28 | 182 | 重组胶原蛋白产品竞争激烈 | 推荐 |
| 688366.SH | 昊海生科 | 26.46 | 32.14 | 38.37 | 4.53 | 5.63 | 6.81 | 41 | 33 | 27 | 177 | 海魅推广不及预期 | - |
| 000963.SZ | 华东医药 | 418.69 | 463.93 | 511.76 | 29.52 | 35.68 | 43.13 | 24 | 19 | 16 | 700 | 少女针销售不及预期 | - |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 50.67 | 60.07 | 68.84 | 2.60 | 3.41 | 4.01 | 33 | 25 | 21 | 83 | 医美机构客流量不及预期 | 推荐 |
| 2373.HK | 美丽田园医疗健康 | 21.24 | 26.26 | 31.99 | 2.60 | 3.32 | 4.20 | 12 | 9 | 7 | 27 | 生美向医美导流不及预期 | 推荐 |
| 600200.SH | 江苏吴中 | 22.84 | 28.32 | 31.74 | 0.08 | 1.38 | 1.81 | 860 | 45 | 34 | 59 | 产品研发进展不及预期，新品推广不及预期 | 谨慎推荐 |

资料来源：公司公告，iFind, wind, 民生证券研究院预测（其中，昊海生科、华东医药采用wind一致预期；市值对应日期为2023年12月19日;1HKD=0.92RMB）

05. 美妆：增速承压、分化加速、关注产品渠道与品牌端龙头

5.1

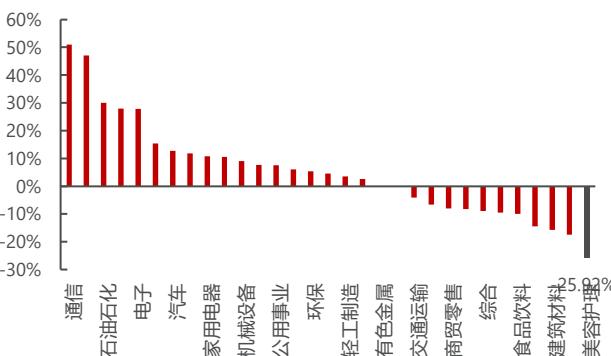
行情复盘：申万美护指数表现弱于大盘，下游品牌端马太效应加剧

- 申万美容护理指数基本跟随大盘走势，但表现弱于大盘。**2023年1月1日至2023年12月7日，上证指数/沪深300/创业板指的涨跌幅分别为-3.98%/-12.19%/-19.81%，而美容护理（申万）指数跌幅为-31.85%，表现弱于大盘，且涨跌幅在申万31个一级行业排名31/31，处于后位。
- 产业链上游整体表现相对更优，下游品牌端马太效应加剧。**1) 上游原料&制造端: 表现较优，23年初至今（12月7日）实现8.10%的正增长，其中科思股份上涨23.07%；2) 代运营板块: 表现好于美护整体，23年初至今（12月7日）涨幅为2.21%，其中若羽臣/青木股份/值得买股价实现25.32%/20.77%/8.48%的正增长；3) 品牌板块: 表现欠佳，23年初至今（12月7日）跌幅为31.11%，其中水羊股份逆势上涨，年初至今涨幅为8.12%。

图表：年初至今美护板块和大盘指数累计涨跌幅走势



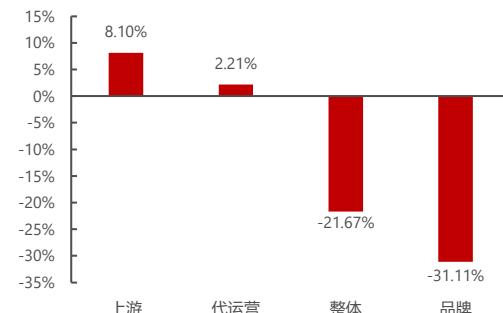
图表：申万一级行业2023年年初至今涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2023.1.1-12.7

资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2023.1.1-12.7

图表：美护细分板块年初至今累计涨跌幅



资料来源：ifind，民生证券研究院；数据时间：2023.1.1-12.7

5.1 社零数据：社零整体弱复苏，化妆品整体增速略弱于社零

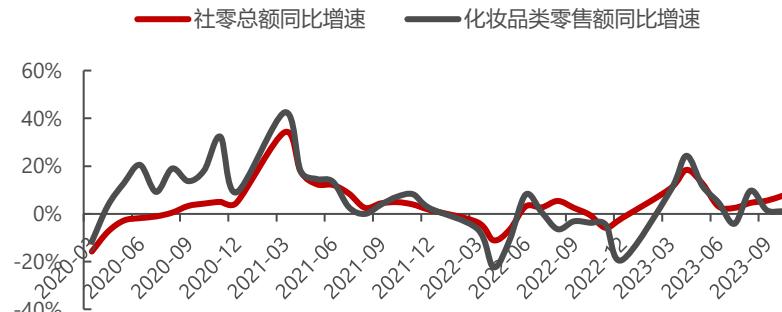
- 社零总额：**23年上半年快速复苏，下半年增速有所放缓，整体维持稳健增长。2023年上半年，受疫情防控政策优化影响，整体社会消费潜力得到释放，3-5月社零总额同比均维持双位数增长，同比增速分别为10.6%、18.4%、12.7%；6月受高基数效应影响，社零总额同比增速有所下滑；7-10月，可选品表现较弱，必选品增速稳健支撑社零总额增速逐月改善。23年1~10月，社零总额为38.54万亿元，同比+6.9%；单10月社零总额为4.33万亿元，同比+7.6%，增速较9月+2.1pct。
- 化妆品类：**1~10月零售额增速略弱于社零整体。23年1~10月，化妆品零售额为3291亿元，同比+6.2%；单10月零售额为317亿元，同比+1.1%，整体增速略低于社零总额。

图表：社零总额（万亿元）及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：社零总额增速与化妆品零售额增速对比



资料来源：ifind，民生证券研究院

5.1 估值复盘：行业弱复苏，板块业绩与估值同步下修，当前估值具备性价比

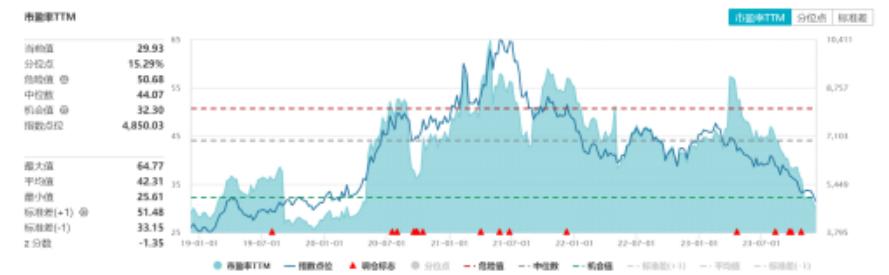
- 美护板块市盈率已跌至近五年低位，当前估值具备性价比。** 23年疫后美护板块弱复苏，1-10月化妆品社零同比+6.2%，低于社零总额6.9%的同比增速，板块业绩与估值同步下修；截至2023年12月7日，申万美容护理指数PE (TTM) 为29.93，位于近5年来的历史15.29%分位；行业估值当前已经调整到历史低位，当前估值具备性价比。

图表：申万美护板块近五年归母净利润预测情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：申万美护板块近五年市盈率变动

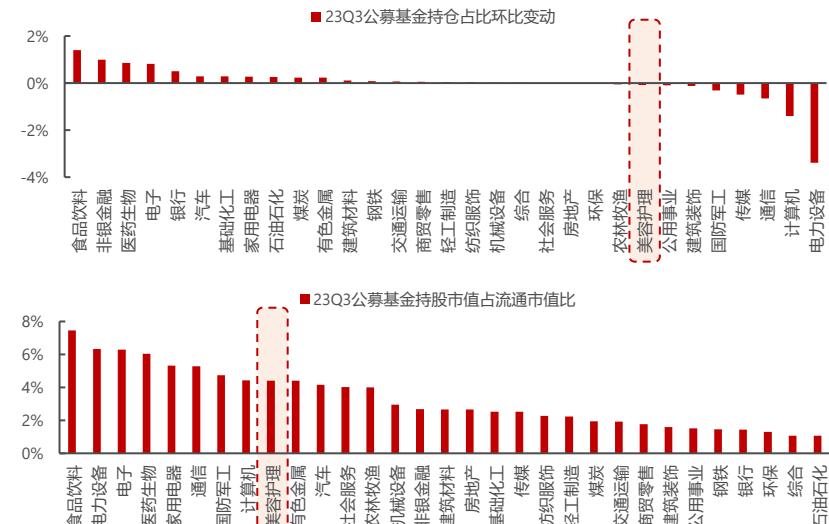
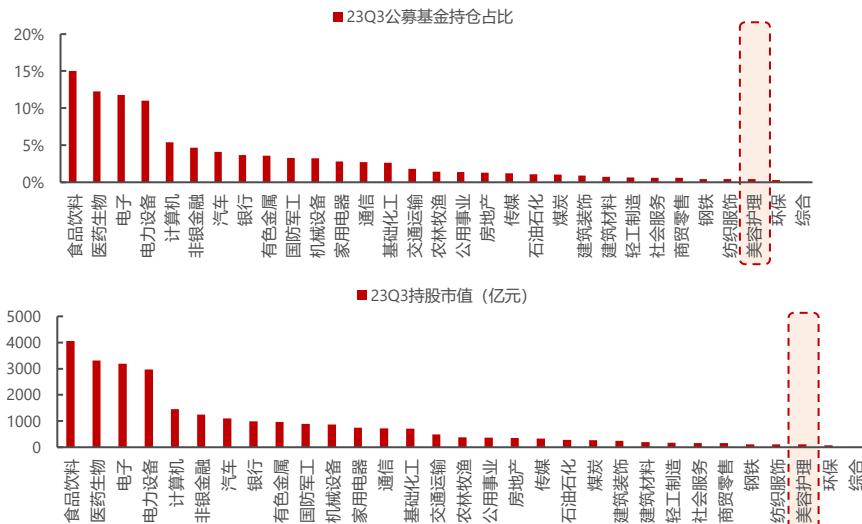


资料来源：wind，民生证券研究院；注：个股估值均指PE (TTM)，日期截至2023年12月7日

5.1 基金持仓：23Q3美护行业公募基金配置比例降低，仓位环比降0.08pct

- 从持仓占比来看，截至23Q3，申万美护板块公募基金持仓占比为0.4%/环比-0.08pct，在申万31个一级行业排名29/31。
 - 从持股市值及占比来看，截至23Q3，申万美护板块公募基金持股市值为107.51亿元/环比-19.80%；持股市值占流通市值比为4.42%/环比-1.25pct，在申万31个一级行业排名9/31。

图表：美护板块基金持仓及持股情况



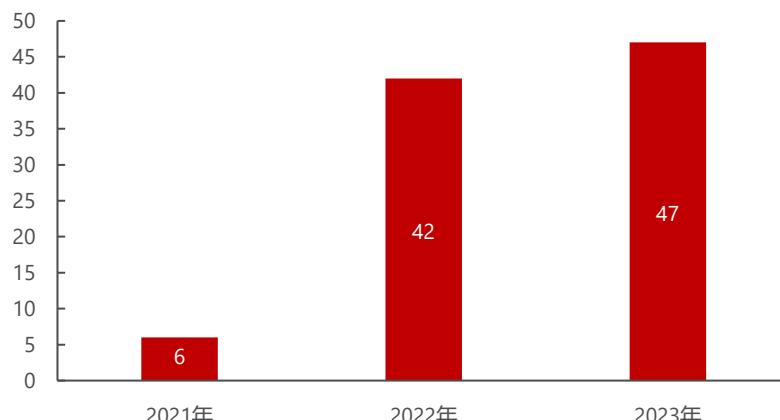
资料来源：ifind，民生证券研究院；注：公募基金持仓占比及公募基金持仓市值对应报告期末最后一个交易日。

5.2

行业趋势—原料端：现有原料主要用以满足保湿/抗衰/舒敏/修护等需求

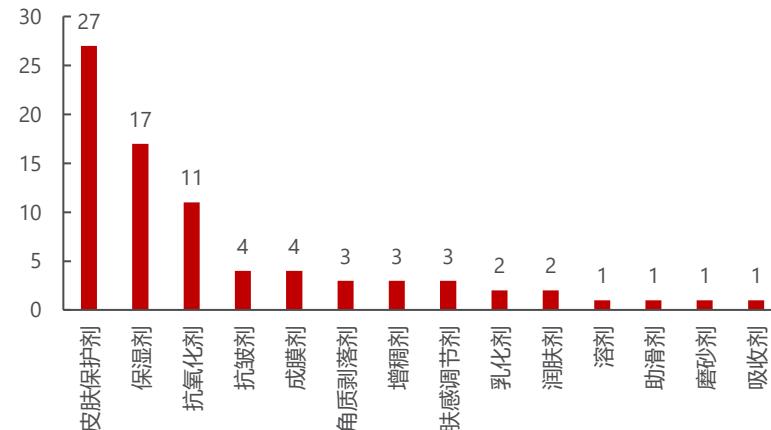
- 化妆品新原料备案提速，原料用途以皮肤保护、保湿、修护、抗衰为主。**根据国家药品监督管理局数据，截至2023年11月13日，已有47个化妆品新原料完成备案，进入检测期，完成备案的化妆品新原料数量已超过22年全年的42个，我国化妆品新原料备案逐年提速。分原料用途看，起皮肤保护、保湿、抗氧化、抗皱等功效的新原料数量占比超50%，截至2023年11月13日，皮肤保护剂新原料数量为27个，保湿剂新原料17个，抗氧化剂新原料11个，抗皱剂新原料4个。

图表：2021-2023年（截至11月13日）化妆品新原料备案数（个）



资料来源：国家药监局，民生证券研究院

图表：化妆品新原料使用目的分布（个）



资料来源：国家药监局，未来迹，民生证券研究院

5.2 行业趋势—原料端：生产技术从生物发酵主流技术向合成生物学技术演变

- 合成生物技术优势显著，成为美妆企业研发竞争的新领域，玻尿酸、重组胶原蛋白为主要布局新原料。**目前原料生产技术主要包括化学合成、萃取技术、生物发酵和合成生物学四大类型，其中萃取技术和生物发酵技术为目前行业主流生产技术；合成生物技术较其他技术在原料可获得性、产量、纯度、碳排放等方面具备绝对优势，成为美妆企业研发竞争的新领域，但由于合成生物技术难度较高，目前技术研发仍处于起步阶段。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，其中华熙生物和福瑞达主要用合成生物学的技术生产透明质酸，近年来开始逐步布局重组胶原蛋白原料及产品；巨子生物为重组胶原蛋白龙头企业，已将重组胶原蛋白用于旗下可复美和可丽金品牌产品中，并计划在未来推出重组胶原蛋白三类械产品。

图表：四种化妆品原料制备技术对比

| | 化学合成 | 萃取技术 | 生物发酵 | 合成生物 |
|---------|---------------|--------------------------|---------|-----------|
| 原材料 | 化石原料为主 | 天然动植物 | 菌株 | 葡萄糖生物质原料等 |
| 原材料可获得性 | 较易获得，不可再生 | 可再生，受地理位置、时间等因素限制 | 易获得、可再生 | 易获得、可再生 |
| 核心步骤 | 化学反应催化 | 强酸/超临界流体/生物酶/微波/超声波等方式提取 | 微生物发酵 | 改造底盘细胞 |
| 产量 | 高 | 低 | 高 | 高 |
| 纯度 | 低 | 低 | 高 | 高 |
| 制备成本 | 高 (下降空间较小) | 高 | 较高 | 低 |
| 碳排放 | 高 | 高 | 较低 | 低 |
| 技术难度 | 低 | 较低 | 较高 | 高 |

资料来源：《2023 化妆品原料技术应用盘点》，民生证券研究院

图表：国内布局合成生物学的化妆品龙头企业

| 品牌/原料商 | 主要方向/定位 |
|--------|---|
| 巨子生物 | 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，旗下运营可复美、可丽金等品牌。把合成生物定位为集团发展重点；2022年3月完成合成生物学相关的平台搭建和实验室筹备；与赋远投资联合成立的赋远合成生物基金；旗下产业基金华熙朗亚与东方富海联合领投壹嘉生物A轮融资。华熙生物的生物合成技术将与壹嘉生物的超分子催化技术相结合，共同建立绿色化学与酶协同偶联催化体系。 |
| 珀莱雅 | 战略投资中科欣场；与浙江湃肤生物有限公司签订战略合作协议，致力于多肽研发、多肽绿色合成以及改善原料生产供应。 |
| 贝泰妮 | 组建合成生物实验室； |
| 水羊股份 | 首席科学家陈坚在水羊股份建立院士专家工作站，从发酵法生物面膜及功能性基质的开发、发酵四氢咤咤的重组菌的构建等方面启动合成生物学领域的合作。 |
| 丸美股份 | 成立丸美国际合成生物学工程中心，开启“合生造物”模式，并开展“绿色生物制造”、“生物化妆品”的成分和产品研究。 |
| 锦波生物 | 以重组胶原蛋白为主要产品，从事医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售。 |
| 中科欣场 | 全球领先的合成生物学创新智造企业，代表产品有依克多因、麦角硫因、NMN、亚骄胺等。 |
| 未名拾光 | 专注于美妆个护领域生物活性材料创新研发和生产制造的生物科技公司。 |

资料来源：青眼，民生证券研究院

5.2

行业趋势—原料端：多品牌加大环肽、重组胶原蛋白等上游原料研发布局

- 环肽：**空间立体结构的环状小分子多肽，结构稳定性、渗透性、功效性均优于其他传统线性多肽。23年5月，韩束推出自研新一代抗衰成分“环六肽-9”，具有抵御细纹、紧致皮肤的效果，该成分的抗衰老能力较普通直链肽提升7.15倍，为传统抗衰成分玻色因的179倍。23年10月，珀莱雅发布首款独家专利环肽新原料“环肽-161”以及应用该原料的产品红宝石面霜3.0升级版，“环肽-161”的渗透率优于传统乙酰基六肽-1，进入表皮-真皮上层的时间更短且在相同单位时间内渗透量是传统六肽的2倍，进一步夯实产品抗衰功效。
- 重组胶原蛋白：**以生物体内胶原蛋白的氨基酸序列为模板，对其进行合理的设计、酶切和拼接后借助合成生物学技术转入到以大肠杆菌、毕赤酵母菌为主的工程细胞内，并利用工程细胞的快速生产能力制备获得的胶原蛋白；具有无病毒隐患、细胞毒性低，免疫原性极低，导致过敏、炎症等问题的可能性小，具有水溶性和乳化等特性等优点，巨子生物、锦波生物、丸美股份等企业积极布局重组胶原蛋白并广泛应用于医疗和美容领域。

图表：传统线性肽和环肽对比

| 传统线性肽 | | 环肽 |
|-------|----------------|---|
| 结构 | |  |
| 渗透性 | 差 | 环肽人体皮肤渗透量是传统六肽的2倍 |
| 稳定性 | 易被酶水解 | 环肽避开水解酶识别，更稳定更长效续存，让胶原长更多 |
| 精准度 | 空间结构不可控 | 环肽比传统六肽空间结构更可控结合功效更多、更快、更精准 |
| 表情纹抑制 | 起效速度慢 | 环肽不仅能抑制乙酰胆碱还能显著抑制动作电位，更快缓解动态表情纹问题 |
| 数据链路 | 传统六肽对人体肌肤的抗老基因 | 环肽可对十几种抗老相关基因表达起促进作用，且靶点促进均显著优于传统六肽 |

资料来源：化妆品成分分析等公众号，民生证券研究院

图表：重点公司重组胶原蛋白布局进展

| 公司 | 胶原类型 | 布局进度 |
|------|---------|--|
| 巨子生物 | I型、III型 | II类械：在研（预计24年推出两款II类械重组胶原蛋白填充剂（液体/固体），分别定位水光和眼周细纹填充；25年两款II类械产品重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶获批） |
| 丸美股份 | I型、III型 | II类械：在研，计划于26年推出重组胶原蛋白水光针II类医疗器械产品；28年推出重组胶原蛋白填充类II类医疗器械产品； II类械：23年9月发布II类械产品“医用重组胶原蛋白贴敷料”和“医用重组胶原蛋白液体敷料”； 其他：30年推出重组胶原蛋白人工角膜和人工关节；32年推出第一款重组胶原蛋白3D打印的人体器官； |
| 华熙生物 | III型 | 原料端：目前有7-8种在研胶原蛋白，已经实现大分子的重组胶原蛋白制备，并于8月份完成了重组III型人源胶原蛋白原料产品的上市。 |
| 福瑞达 | III型 | 原料端：布局胶原原料；未来将积极布局胶原蛋白及医美器械业务，成立胶原蛋白重点项目工作专班，推进原料及医美生产线建设项目。 |

资料来源：公司公告，腾讯网，医疗器械创新网等，民生证券研究院

5.2

行业趋势一生产端：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；

5.2

行业趋势—品牌端：美护行业规模增速放缓，预计22-27年CAGR~6.5%

- 美护行业规模增速放缓，预计22-27年行业CAGR~6.5%。根据欧睿数据，2007-2021年，中国美护市场的市场规模从1481.75亿元增至5686.05亿元，对应CAGR为10.08%。2022年，受疫情和消费环境变化影响，美护行业市场规模同比下滑6.47%至5318亿元，为近15年来首次下滑。2023年，随疫后消费市场复苏，预计中国美护行业市场规模将回升至5792亿元；23-27年，随基数增长及流量红利消减，美护行业或将进入低速增长阶段，欧睿预计23-27年我国美护行业将以5.91%的CAGR持续增长，预计27年达到7288亿元。

图表：2007年-2027E中国美护行业整体市场规模（亿元）及增速

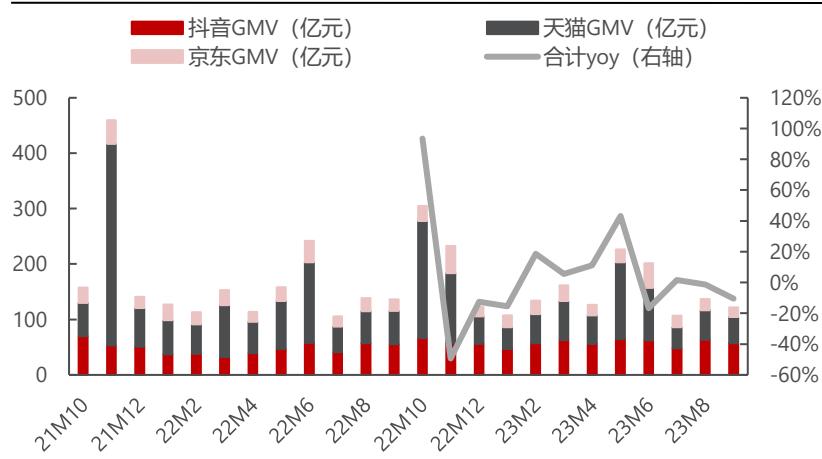


资料来源：欧睿，民生证券研究院

5.2 行业趋势—品牌端：护肤品类占据主要美护市场，彩妆增速高于护肤

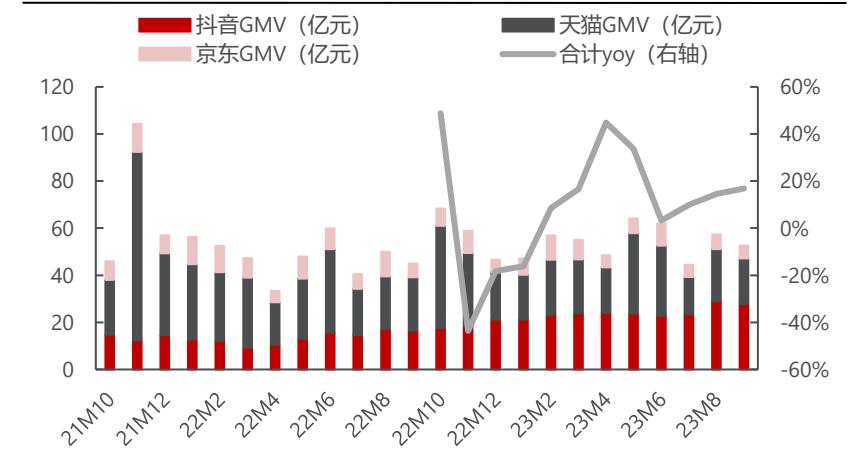
- 从细分领域看，护肤品为美护主要销售品类，彩妆增速高于护肤。从占比看，护肤品类占据美护行业主要市场，彩妆行业次之，根据欧睿数据，22年护肤/彩妆行业市场规模占国内美护整体市场规模的比例分别为51.95%/10.44%。从行业增速看，2022年下半年，受疫情扰动及消费需求下降，护肤和彩妆品类在天猫、抖音、京东三渠道的合计GMV下滑明显；23H1随消费场景增加、消费需求复苏，护肤及彩妆品类恢复性增长，且彩妆品类增长速度高于护肤品类。根据久谦中台数据，23年1~9月，护肤/彩妆在天猫+抖音+京东的合计GMV分别为1322/488亿元，同比2.78%/12.79%。

图表：天猫+抖音+京东三渠道护肤品类销售额（亿元）及增速



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图表：天猫+抖音+京东三渠道彩妆品类销售额（亿元）及增速

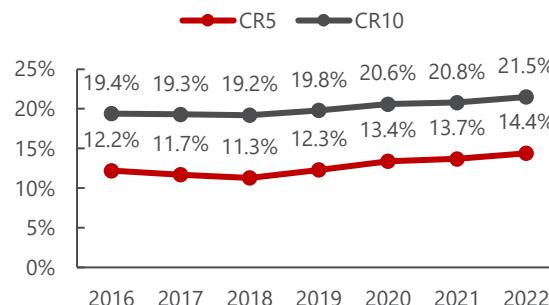


资料来源：久谦中台，民生证券研究院

5.2 行业趋势—品牌端：美护行业集中度提升，马太效应凸显行业格局优化

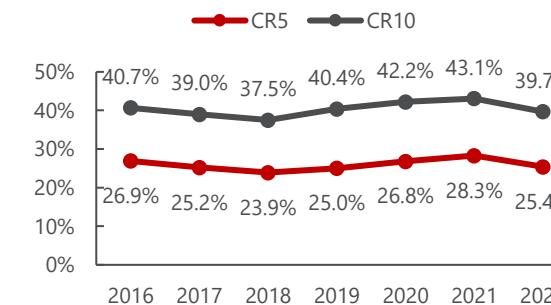
- 疫后市场份额加速向头部聚集，22年CR10同比+0.7pct至21.5%。2016-2021年，国内美护市场行业集中度不断提升，CR5/CR10分别从12.2%/19.4%提升至13.7%/20.8%；2022年，在行业相关政策监管持续加码、消费者品牌意识提升的趋势下，头部品牌竞争优势凸显，市场份额加速向头部集中，22年中国美护行业CR5/CR10分别同比+0.7/0.7pct至14.4%/21.5%。
- 从细分领域来看，彩妆和护肤类目表现分化，彩妆行业市场竞争加剧。2016-2022年，随颜值经济兴起，彩妆行业市场参与者增加，我国彩妆行业集中度有所下滑，CR5/CR10分别从26.9%/40.7%降至25.4%/39.7%；护肤行业市场集中度呈提升趋势，从CR5/CR10分别从16年的20.1%/30.4%提升至23.3%/35.4%。

图表：2016-2022年中国美护行业市场集中度



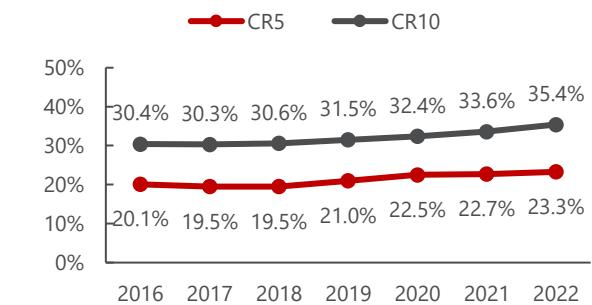
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2016-2022年中国彩妆行业市场集中度



资料来源：欧睿，民生证券研究院

图表：2016-2022年护肤行业市场集中度



资料来源：欧睿，民生证券研究院

5.2 行业趋势—品牌端：美护行业集中度提升，马太效应凸显行业格局优化

- 板块内部业绩表现分化，头部公司Q3淡季不淡，行业格局有望持续优化。从23年前三季度及单Q3业绩看，珀莱雅、贝泰妮业绩持续稳健增长，Q3淡季不淡，23Q3营收分别同比+21.36%/25.77%，归母净利润分别同比+24.24%/5.66%；福瑞达化妆品业务增长态势良好，23年1-9月/单Q3同比增速为15.75%/31.63%；华熙生物、上海家化、嘉亨家化23Q3归母净利润下滑，同比增速分别为-56.03%/-40.12%/-42.49%。

图表：美护板块重点公司收入及归母净利润表现

| 公司 | 收入 (亿元) | | | | 收入同比增速 | | | | 归母净利润 (亿元) | | | | 归母净利润同比增速 | | | |
|------|---------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|------------|-------|--------|-------|-----------|---------|---------|---------|
| | 21A | 22A | 23Q1-3 | 23Q3 | 21A | 22A | 23Q1-3 | 23Q3 | 21A | 22A | 23Q1-3 | 23Q3 | 21A | 22A | 23Q1-3 | 23Q3 |
| 华熙生物 | 49.48 | 63.59 | 42.21 | 11.46 | 87.93% | 28.53% | -2.29% | -17.26% | 7.82 | 9.71 | 5.14 | 0.90 | 21.13% | 24.11% | -24.07% | -56.03% |
| 珀莱雅 | 46.33 | 63.85 | 52.49 | 16.22 | 23.47% | 37.82% | 32.47% | 21.36% | 5.76 | 8.17 | 7.46 | 2.46 | 21.03% | 41.88% | 50.60% | 24.24% |
| 上海家化 | 76.46 | 71.06 | 50.91 | 14.62 | 8.73% | -7.06% | -4.91% | -10.82% | 6.49 | 4.72 | 3.94 | 0.93 | 50.92% | -27.29% | 25.83% | -40.12% |
| 水羊股份 | 50.10 | 47.22 | 33.77 | 10.88 | 34.86% | -5.74% | 1.04% | -4.68% | 2.36 | 1.25 | 1.80 | 0.38 | 68.54% | -47.22% | 51.36% | 4.03% |
| 科思股份 | 10.90 | 17.65 | 17.74 | 5.84 | 8.13% | 61.85% | 42.07% | 36.28% | 1.33 | 3.88 | 5.36 | 1.86 | -18.72% | 192.13% | 110.99% | 73.06% |
| 贝泰妮 | 40.22 | 50.14 | 34.31 | 10.64 | 52.57% | 24.65% | 18.51% | 25.77% | 8.63 | 10.51 | 5.79 | 1.29 | 58.77% | 21.82% | 11.96% | 5.66% |
| 福瑞达 | 123.63 | 129.51 | 33.95 | 9.22 | -9.20% | 4.76% | -60.20% | -75.05% | 3.62 | 0.45 | 2.38 | 0.48 | -43.34% | -87.44% | 54.79% | 234.38% |
| 青松股份 | 36.93 | 29.17 | 14.41 | 5.17 | -4.44% | -21.01% | -32.73% | -28.79% | -9.12 | -7.42 | -0.64 | -0.02 | -297.85% | 18.56% | 90.30% | 99.56% |
| 嘉亨家化 | 11.61 | 10.52 | 7.29 | 2.84 | 19.89% | -9.45% | -4.51% | -6.35% | 0.97 | 0.70 | 0.26 | 0.13 | 4.02% | -28.30% | -45.77% | -42.49% |

资料来源：iFinD，民生证券研究院

5.2

行业趋势—品牌端：外资品牌市占率先，头部国货加速崛起

- 外资品牌市占率先，头部国货加速崛起排名逐步向前。**根据欧睿数据，16-22年我国美护行业由外资品牌主导，市占率前十名中外资品牌占据超半数席位，以欧莱雅、雅诗兰黛等为代表的国际大牌依托长期积淀的强大品牌凝聚力和深度的消费者认知，牢牢位居行业前列，且市占率呈现逐年提升趋势。2022年，中国美护行业市占率前十中外资品牌占据6席，排名前三品牌分别为欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，对应市占率为4.4%、3.5%、2.7%。
- 此外，在新一代消费群体的国潮消费趋势驱动下，头部国货及时洞察消费者变化，在研发、产品、营销等方面持续创新，竞争力持续增强；同时在性价比消费趋势的驱动下，优质国货品牌竞争优势进一步凸显。根据天猫“双11”美护行业销售榜单，2023年双“11”，天猫美护销售额TOP10品牌中共有2个国产品牌，为珀莱雅和薇诺娜，分别位于第1/5位，排名较22年提升3/1位。

图表：2016-2022年中国美护行业市占率排名

| 排名 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 1 | 欧莱雅(3.7%) | 欧莱雅(3.4%) | 欧莱雅(3.4%) | 欧莱雅(3.6%) | 欧莱雅(3.9%) | 欧莱雅(4.1%) | 欧莱雅(4.4%) |
| 2 | 玫琳凯(2.4%) | 百雀羚(2.3%) | 百雀羚(2.3%) | 兰蔻(2.4%) | 兰蔻(2.9%) | 兰蔻(3.1%) | 兰蔻(3.5%) |
| 3 | 海飞丝(2.2%) | 玫琳凯(2.1%) | 海飞丝(1.9%) | 百雀羚(2.3%) | 雅诗兰黛(2.6%) | 雅诗兰黛(2.8%) | 雅诗兰黛(2.7%) |
| 4 | 百雀羚(2%) | 海飞丝(2.1%) | 兰蔻(1.9%) | 雅诗兰黛(2.1%) | 百雀羚(2.2%) | 百雀羚(2%) | Olay (1.9%) |
| 5 | Olay (1.9%) | 自然堂(1.8%) | 自然堂(1.8%) | Olay (1.9%) | Olay (1.8%) | Olay (1.7%) | 百雀羚(1.9%) |
| 6 | 飘柔(1.6%) | Olay (1.7%) | Olay (1.8%) | 自然堂(1.8%) | 自然堂(1.7%) | 自然堂(1.6%) | 海飞丝(1.5%) |
| 7 | 自然堂(1.5%) | 兰蔻(1.6%) | 玫琳凯(1.7%) | 海飞丝(1.7%) | 海飞丝(1.6%) | Dior (1.6%) | 自然堂(1.5%) |
| 8 | 高露洁(1.4%) | 飘柔(1.5%) | 雅诗兰黛(1.7%) | Dior (1.5%) | Dior (1.5%) | 海飞丝(1.5%) | Dior迪奥(1.4%) |
| 9 | 好来 (1.4%) | 雅诗兰黛(1.4%) | Dior (1.4%) | 玫琳凯(1.3%) | 阿道夫(1.2%) | SK-II(1.2%) | 薇诺娜(1.4%) |
| 10 | 完美(1.3%) | 好来 (1.4%) | 飘柔(1.3%) | 飘柔(1.2%) | SK-II(1.2%) | 海蓝之谜(1.2%) | 珀莱雅(1.3%) |

资料来源：欧睿，民生证券研究院；注：有底色的为国货品牌

图表：2016-2023年天猫“双11”美容护肤类目销售额TOP10品牌

| 排名 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 百雀羚 | 百雀羚 | 兰蔻 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 欧莱雅 | 珀莱雅 |
| 2 | 欧莱雅 | 自然堂 | Olay | 兰蔻 | 欧莱雅 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 欧莱雅 |
| 3 | SK-II | 兰蔻 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 |
| 4 | 一叶子 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | Olay | WHOO | WHOO | Olay | 雅诗兰黛 |
| 5 | 自然堂 | SK-II | SK-II | Olay | 资生堂 | 珀莱雅 | 薇诺娜 | |
| 6 | 雅诗兰黛 | Olay | 百雀羚 | 自然堂 | SK-II | 薇诺娜 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 |
| 7 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | 百雀羚 | 雪花秀 | Olay | 海蓝之谜 | OLAY |
| 8 | 佰草集 | 一叶子 | HFP | WHOO | 资生堂 | SK-II | SK-II | 修丽可 |
| 9 | Olay | 悦诗风吟 | 薇诺娜 | 完美日记 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 | 赫莲娜 | 赫莲娜 |
| 10 | 兰蔻 | 资生堂 | 悦诗风吟 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 | 赫莲娜 | 资生堂 | 娇兰 |

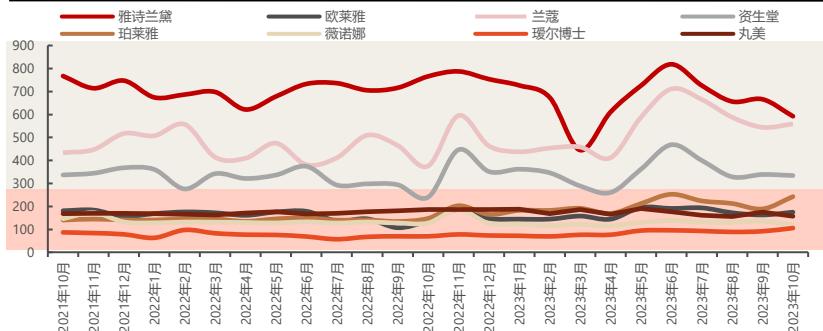
资料来源：青眼情报，民生证券研究院；注：有底色的为国货品牌

5.2

解密美妆品牌格局变革：国内消费环境承压，中高端消费受挤压明显

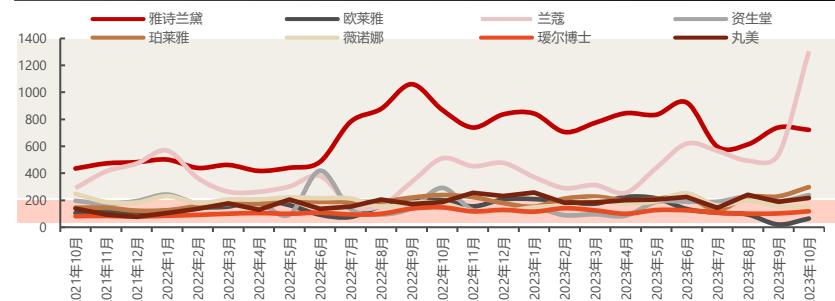
- 国内消费环境相对承压，中高端消费挤压明显。**过去中国化妆品市场主要被外资品牌占据，而外资品牌定位中高端市场，产品单价多高于国货，根据久谦数据，雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际大牌的销售均价多高于400元，而珀莱雅、薇诺娜等头部国货的产品销售均价多低于300元。此外，根据麦肯锡的中国消费洞察，2023年国内消费环境承压，中国消费者信心下降，约五分之一的中国消费者正在转向更低价品牌，美妆品类的中高端消费受到挤压。

图表：21年10月-23年10月京东平台各品牌护肤品销售均价（元/件）



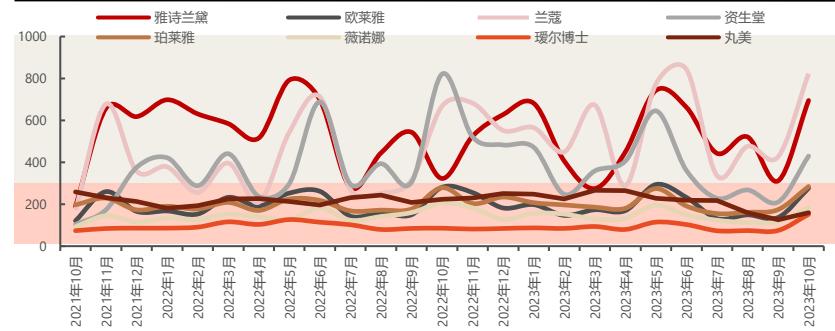
资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图表：21年10月-23年10月抖音平台各品牌护肤品销售均价（元/件）



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图表：21年10月-23年10月天猫平台各品牌护肤品销售均价（元/件）



资料来源：久谦中台，民生证券研究院

5.2

解密美妆品牌格局变革：国际大牌研发进度不及市场需求变化

- 功效护肤需求增加，雅诗兰黛研发进度不及市场需求变化，品牌增长受限。**肌肤护理越来越受到消费者重视，2016-2022年功能性护肤品市场规模逐年上升且增速大于同期整体护肤品市场，化妆品行业逐步进入功效护肤时代。雅诗兰黛品牌早在1982年就推出主打功效护肤的大单品“小棕瓶”，但由于小棕瓶产品迭代升级速度慢于市场变化，且后续无其他大单品接力，品牌增长受限。
- 头部国货加码研发，聚焦核心功效持续进行产品迭代和品类扩容。**1) 国货品牌精准理解本土消费者需求，聚焦消费者的抗老焦虑以及公式护肤、屏障修护等热门护肤理念，推出主打修护维稳、抗衰抗皱功效的大单品，如薇诺娜舒缓保湿特护霜、韩束红蛮腰套装。2) 头部国货围绕核心功效持续进行产品迭代和品类扩容，延长产品生命周期。以珀莱雅为例，珀莱雅的双抗、红宝石等系列于20年推出的核心产品至今已迭代至2.0/3.0版，并围绕系列功效推出精华、水乳、面霜、眼霜等多个品类；23年10月推出升级版红宝石面霜3.0，产品使用中国美妆首款独家专利环肽新原料。

图表：雅诗兰黛小棕瓶迭代历程



资料来源：雅诗兰黛官网，民生证券研究院；

图表：2023年部分国货产品迭代情况

| 产品 | 红宝石面霜 | | 双抗精华 | | 泊力面膜 | |
|------|-----------------------|---------|--|----------|--|---------|
| 版本 | 2.0 | 3.0 | 2.0 | 3.0 | 1.0 | 2.0 |
| 包装 | | | | | | |
| 升级时间 | 2023年9月 | | 2023年4月 | | 2023年7月 | |
| 价格 | 339/50g | 359/50g | 280/30ml | 439/50ml | 225/10片 | 235/10片 |
| 升级点 | 线性六肽升级为环肽-161；新增清润霜质地 | | 新增NOX-AGE成分，同时99.9%高纯度麦角硫因MAX搭载革新分层导入技术；升级精密泵头并使用真空双仓替换芯 | | 单一面膜变为涂抹精华+面膜； 新增重组纤连蛋白和南五味子提取物；膜布更薄更贴肤 | |

资料来源：珀莱雅品牌官方旗舰店、珀莱雅官网、珀莱雅官博，民生证券研究院；

5.2

解密美妆品牌格局变革：国货品牌抢先拥抱新渠道，布局抖音自播

- 兴趣电商快速发展，国货品牌抢先外资品牌布局抖音，抢占新渠道流量红利。2020年以来，兴趣电商平台快速发展，抖音平台美妆销售额在天猫、京东等传统渠道低增长甚至下滑的情况下实现高速增长，抖音电商在美妆赛道中的增量价值凸显，成为各大品牌重点发力的新渠道。头部国货品牌区抢先布局抖音平台，例如珀莱雅2018年入局抖音平台，2020年布局抖音自播；韩束2019年入局抖音，并通过合作姜十七等达人扩大品牌声量；而雅诗兰黛、SK-II、海蓝之谜等外资大牌多于22年涌入抖音并搭建自播矩阵，布局进度晚于头部国货。从抖音账号粉丝数看，截至23年12月4日，珀莱雅自播号粉丝数合计超千万，韩束自播号粉丝数合计超800万，薇诺娜自播号粉丝数合计超500万，与欧莱雅（845万+）、雅诗兰黛（590万+）、Olay（490万+）、兰蔻（450万+）相当，远高于资生堂（110万+）、SK-II（184万+），头部国货已率先占据抖音平台消费者心智。

图表：部分外资品牌布局抖音自播时间及当前主账号粉丝数

| 品牌 | 首播时间 | 主账号粉丝数 (万) |
|-------|----------|------------|
| 兰蔻 | 2022年5月 | 397.5 |
| 馥蕾诗 | 2022年5月 | 40.5 |
| 雅诗兰黛 | 2022年6月 | 591.7 |
| 芭比波朗 | 2022年6月 | 61.7 |
| 娇兰 | 2022年8月 | 70.2 |
| 悦木之源 | 2022年8月 | 23.5 |
| 海蓝之谜 | 2022年9月 | 180.0 |
| 祖玛珑 | 2022年9月 | 43.8 |
| SK-II | 2022年10月 | 153.0 |
| 赫莲娜 | 2022年11月 | 108.7 |

资料来源：抖音，聚美丽，民生证券研究院；粉丝数截至23年12月7日

图表：部分国货品牌入驻抖音时间及当前主账号粉丝数

| 品牌 | 入驻抖音时间 | 主账号粉丝数 (万人) |
|-----|----------|-------------|
| 珀莱雅 | 2018年 | 785.9 |
| 韩束 | 2019年 | 701.7 |
| 薇诺娜 | 2021年 | 423.4 |
| 可复美 | 2021年7月 | 135.9 |
| 可丽金 | 2021年11月 | 45.6 |
| 丸美 | 2020年 | 163.1 |

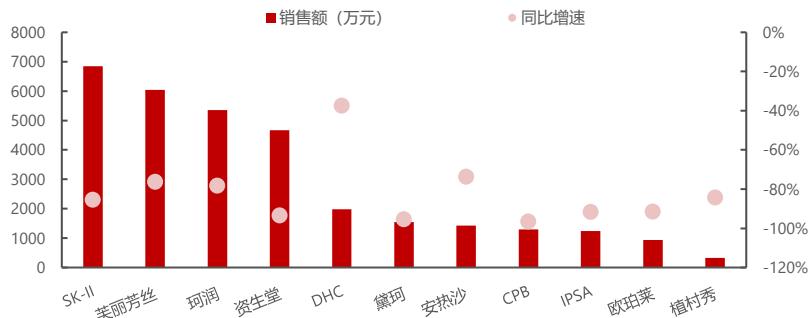
资料来源：抖音、美妆网、解数咨询等，民生证券研究院；注：粉丝数截至23年12月7日

5.2

解密美妆品牌格局变革：日系品牌销售受到核废水排放事件影响

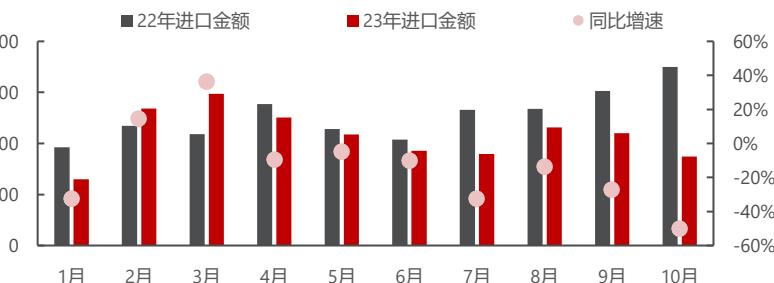
- 日系品牌销售受到核废水排放事件影响，SK-II、资生堂等头部日系品牌销售下滑明显。根据中国海关总署的数据，23年4月起，日本化妆品进口金额同比下滑明显，且在8月末日本正式开始排放核废水后，我国日本化妆品进口金额同比增速下滑加速，10月同比增速为-50.24%，增速环比下降22.97pct。从各品牌具体表现看，根据久谦中台及青眼情报数据，23年10月及“双11”，资生堂、CPB、SK-II等头部日系品牌销售下滑明显，部分消费者需求转至国货品牌。

图表：23年10月天猫平台主要日系品牌护肤品销售额(万元)及增速



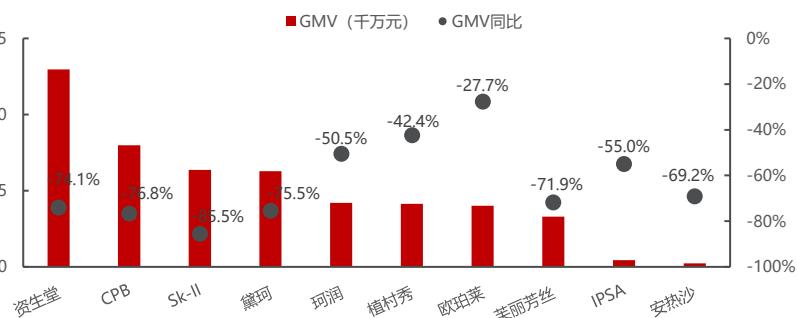
资料来源：久谦中台，民生证券研究院

图表：23年日本美容护肤产品进口金额(千万元)及增速



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图表：23年天猫双11预售首日GMV TOP10日系品牌销售表现



资料来源：青眼情报，民生证券研究院

5.2

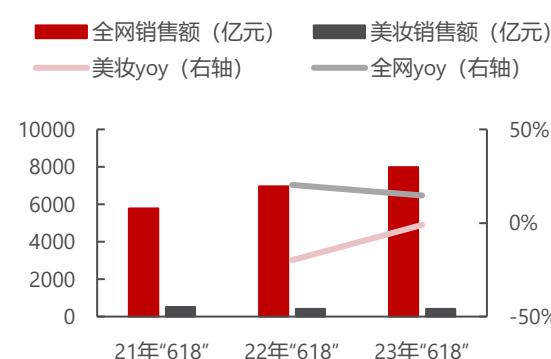
行业趋势一渠道端：抖音平台高增，大促销售增长承压

- 电商平台竞争激烈，抖音平台实现高增。**根据久谦数据，2023年1-9月，天猫+抖音+京东实现销售额2168亿元，同比+2.1%。分平台看，天猫平台销售额为792亿元，同比-11.5%；抖音平台销售额为736亿元，同比+40.0%；京东平台销售额为282亿元，同比-5.3%。
- 消费者大促心智降低，“双11”、“618”等大促美妆销售额增长承压。**在2021-2023年的“618”及“双11”大促中，全网销售额持续增长，而美妆销售额持续下滑。根据星图数据，22年和23年“618”全网销售额同比增速分别为+20.30%/+14.77%，美妆（护肤+彩妆）销售额同比增速分别为-19.77%/-0.98%；23年“双11”全网销售额同比增速为+2.08%，美妆销售额同比增速为-4.38%。

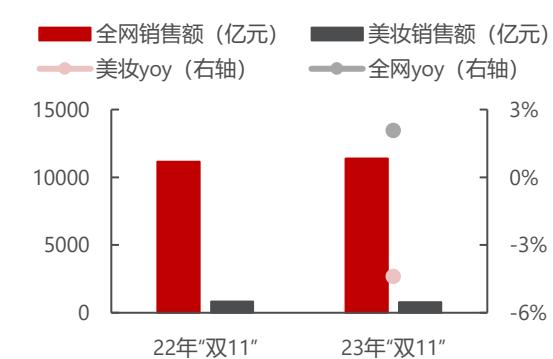
图表：天猫+抖音+京东三平台美妆销售额(亿元)及增速



图表：“618”大促销售额(亿元)及增速



图表：“双11”大促销售额(亿元)及增速



资料来源：久谦数据，民生证券研究院

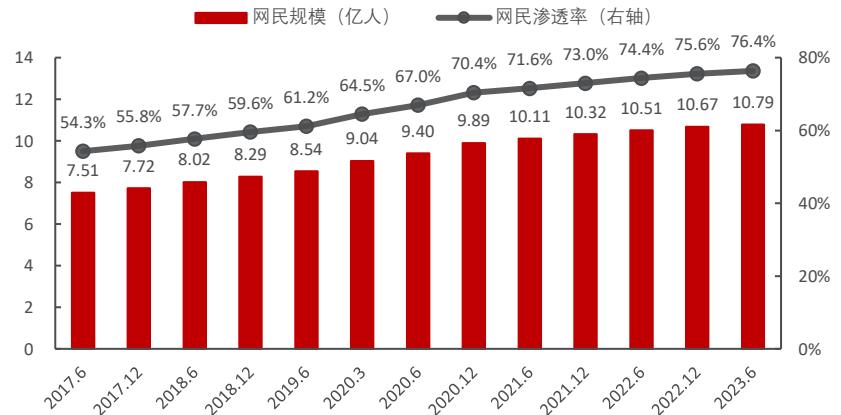
资料来源：星图数据，民生证券研究院

资料来源：星图数据，民生证券研究院

5.2 行业趋势一渠道端：线上流量红利进一步式微，行业竞争加剧

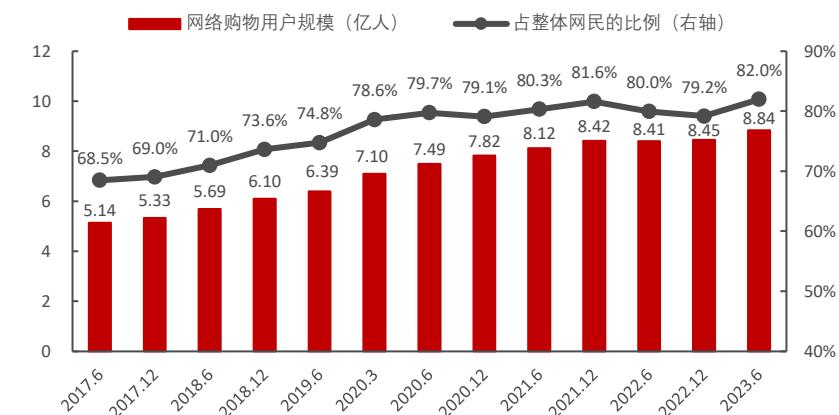
- 流量红利增长受限，存量竞争加剧，品牌内生增长的必要性提升。根据CNNIC数据，2017-2022年，中国网民规模从7.72亿人增至10.67亿人，对应CAGR为6.70%；网民渗透率从55.80%提升至75.60%，中国网民规模及网民渗透率逐年升高。截至23年6月30日，中国网民规模高达10.79亿人，较22年末增1.04%，环比增速-0.51pct；网民渗透率为76.4%，较22年末+0.80pct，我国网民规模环比增速呈现放缓态势，且网民渗透率已达到较高水平，线上流量红利向上增长空间受限。随线上流量红利进一步式微，行业竞争加剧，美妆品牌必须提升品牌力和产品力以巩固自身竞争优势，维持长期稳健增长。

图表：中国网民规模（亿人）及网民渗透率（%）



资料来源：CNNIC，民生证券研究院

图表：中国网络购物用户规模（亿人）及占整体网民的比例（%）



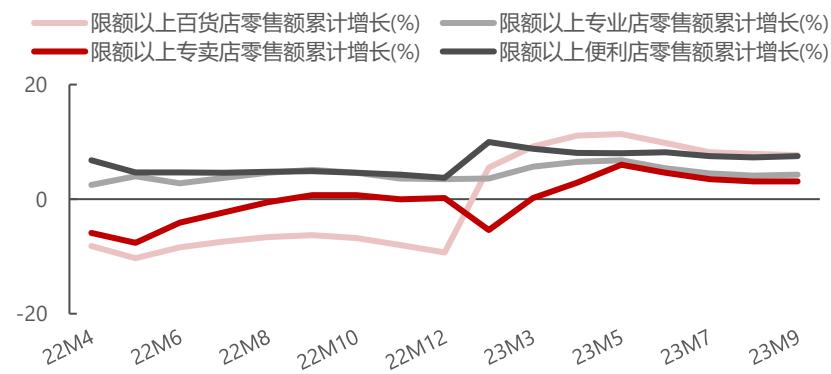
资料来源：CNNIC，民生证券研究院

5.2

行业趋势一渠道端：线下消费场景恢复，美妆品牌加速布局线下渠道

- 线下消费场景恢复，美妆品牌加速布局线下渠道。**根据国家统计局数据，23年1-10月，限额以上实体店零售额同比增长4.3%，其中便利店、专业店、品牌专卖店、百货店零售额同比分别增长7.3%、4.7%、3.6%、7.2%，线下零售环境逐步改善。在线上流量红利减退，线下消费场景逐步恢复的背景下，线下门店作为美妆产品直接触达消费者的重要渠道，各品牌加速布局和完善，例如福瑞达23年5月13日提出首年打造共计3.5亿回款的线下市场规模，覆盖线下2亿消费者的目标，目前已进驻屈臣氏、KK集团、喜燃、信誉楼、陕西君汇等多家线下美妆零售大连锁；珀莱雅优化线下渠道，升级或新设一二线城市商场柜台，同时推出能量系列新品助力打入城市高端商场；巨子生物旗下可复美品牌20-22年进驻KKV、Ole'、THE COLORIST调色师、妍丽、屈臣氏等线下渠道，23年11月开设全国首家标准店进一步拉近品牌与消费者的距离，加强品牌线下宣传与推广。

图表：22年4月-23年9月国内限额以上实体店分业态零售额累计增长率



资料来源：国家统计局，民生证券研究院；

图表：可复美西安王府井百货首店



资料来源：新浪财经，民生证券研究院

图表：珀莱雅北京银泰大红门新店

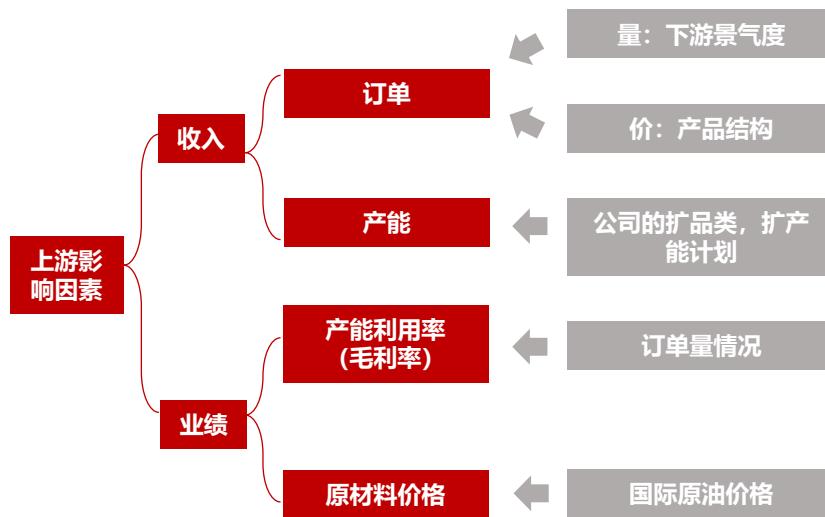


资料来源：大众点评，民生证券研究院

5.2 产业链各环节影响因素分析

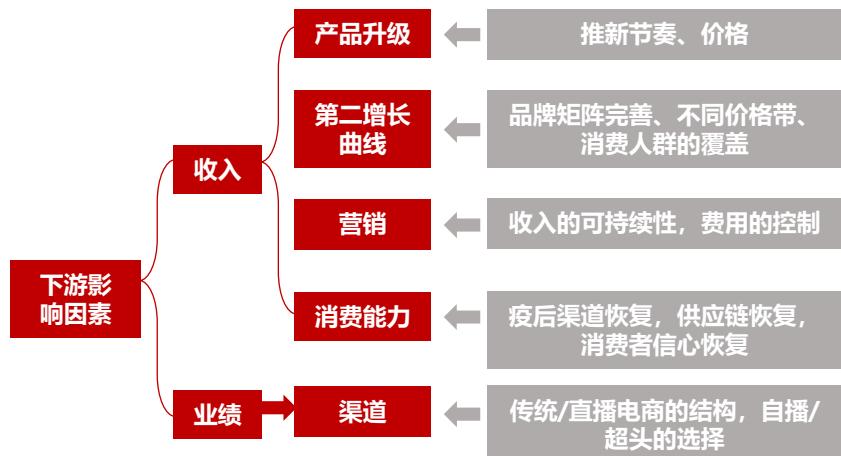
- 上游—制造端：**①订单—看下游景气程度、下游的竞争阶段；②产能—看公司自身的扩产品、扩产能计划；③产能利用率—依赖公司订单。
- 下游—品牌&消费：**①产品升级—价格；②品牌矩阵—第二增长曲线；③渠道&营销—销量&费用。

图表：上游原料、制造端影响因素



资料来源：民生证券研究院绘制

图表：下游品牌端影响因素



资料来源：民生证券研究院绘制

5.3 科思股份：产品矩阵扩充，高毛利产品带动盈利能力稳步提升

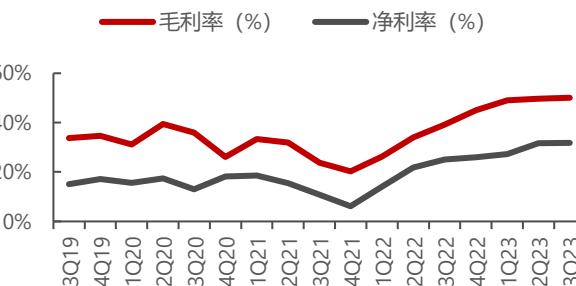
- 科思股份：新型防晒剂投产，带动毛利率稳步提升。**自22年6月以来，国际原油现货价格进入下行通道；人民币汇率自Q2以来持续贬值，利好公司的出口业务；此外，俄罗斯宣布“北溪1号”输气管道无限期停运后，欧洲能源危机加剧，能源价格不断上升，公司市场份额有望进一步提升。公司市场地位稳步提升，防晒需求持续增长，公司在21Q4提价以来，从2022年开始，连续7个季度毛利率和归母净利率环比提升，盈利能力持续改善。氨基酸表活以及PO进入收尾阶段，看好23年新型防晒剂P-S、氨基酸表活以及PO贡献收入，以及未来2-3年的新项目不断放量。在贸易环境利好，叠加海外出行复苏带动需求量增加及成本端下行，公司收入有望持续增长，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/DHBB）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 |
| 氨基酸表活、高分子增稠剂、去屑剂（PO） | | 23年中报：首批12800 吨/年氨基酸表面活性剂项目进入收尾，PO收尾 |
| 物理防晒二氧化钛、新型防晒P-S | | 二氧化钛22年末进入试生产 |

资料来源：科思股份公司公告，民生证券研究院；

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

5.3

嘉亨家化：产能爬坡+外部环境利好，24年有望加速

- 重研发、扩产能，提升日化产品及配套塑料包装的一站式服务能力。**公司为行业内为数不多的具有较大生产规模、同时具备塑料包装设计与模具开发、ODM/OEM成品生产及仓储物流服务能力的企业。1) 技术研发方面，公司着力构建和完善研发体系，积极引进资深研发及市场研究人员，为公司化妆品和塑料包装的研发奠定坚实基础，研发从宝洁、上海家化引进人才。2) 产能建设方面，湖州嘉亨化妆品生产线22年6月开始逐步投产，处于产能爬坡阶段，湖州嘉亨二期化妆品及家庭护理产品生产基地项目于22年6月开始建设，目前正在逐步推进。未来，依托公司研发及质量管理等方面的竞争优势，随着湖州嘉亨产线建设的不断完善以及新建产能的逐步释放，公司有望提供更为丰富和优质的一体化综合服务，满足更多客户需求。
- 外部环境+政策利好：**①日本核污水排放：有利于国内的头部品牌的市占率提升以及生产转移到国内；②新个税专项附加扣除标准：对于有3岁以下小孩照护以及子女教育支出的家庭有扣税利好，有望刺激母婴消费；公司的第一大客户为母婴龙头强生，未来有助订单提升。

图表：嘉亨家化产能情况（截至22年末）

| 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 | 43000吨 | 46.00% | 79500吨 | 尚未完工 |
| 塑料包装容器 | 87000万个 | 84.00% | 30000万个 | 尚未完工 |
| 家庭护理产品 | 25000吨 | 21.00% | 20000吨 | 尚未完工 |

资料来源：嘉亨家化公司公告，民生证券研究院

图表：嘉亨家化主营业务产量及销售量

| | 项目 | 2021年 | 2022年 |
|--------|---------|-------|-------|
| 化妆品 | 销售量（万吨） | 2.36 | 2.00 |
| | 生产量（万吨） | 2.41 | 1.99 |
| 塑料包装容器 | 销售量（亿个） | 6.73 | 7.16 |
| | 生产量（万个） | 6.69 | 7.31 |
| 家庭护理产品 | 销售量（万吨） | 0.89 | 0.54 |
| | 生产量（万吨） | 0.87 | 0.52 |

资料来源：嘉亨家化公司公告，民生证券研究院

5.3

巨子生物：护肤品持续发力，期待医美业务放量贡献业绩增量

- 化妆品产品矩阵持续完善，可复美/可丽金销售高增，品牌势能持续向上。**目前可复美与可丽金为公司旗下化妆品业务核心品牌，其中①可复美定位大众消费市场，主打皮肤科级别专业皮肤护理；②可丽金定位中高端市场，主打抗衰功效；23年“双11”，可复美旗下医用敷料与胶原棒、可丽金旗下嘭嘭次抛与胶原大膜王等多款大单品销售表现亮眼，持续强化消费者品牌心智。此外，23年公司持续推新，可复美上新胶原乳、柔肤水2.0、吨吨次抛、秩序系列等十余款产品，可丽金赋能系列上新清爽版保龄霜，安护系列新增修护面膜、焕颜面膜等面膜类产品，多款新品接棒发力有望进一步推动品牌实现长期增长。
- 两款Ⅲ类械产品预计24年获批，期待医美业务放量贡献业绩增量。**公司预计24年推出两款Ⅲ类械重组胶原蛋白填充剂（液体产品定位水光/固体产品定位眼周细纹填充），25年两款Ⅲ类械产品重组胶原蛋白凝胶和交联重组胶原蛋白凝胶有望获批。巨子生物系国内重组胶原蛋白领域的领军企业，其较强的研发能力和技术优势有望赋能医美业务发展，看好医美业务带来的业绩增量。

图表：23年“双11”可复美及可丽金品牌各渠道销售表现



资料来源：巨子生物公众号，民生证券研究院；

注：可复美抖音增速为官方旗舰店增速，可丽金抖音增速为官方自播间增速

图表：巨子生物在研三类械产品管线

| 产品 | 适应症 | 预计研发时间 | 研发阶段 | | | 预计获得的医疗器械注册证 | 预计取证时间 |
|------------|--|-------------------|--------|------|--------|--------------|------------|
| | | | 产品开发阶段 | 型检阶段 | 临床试验阶段 | | |
| 重组胶原蛋白液体制剂 | 用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活 产品(主要针对面部皮肤) | 超过36个月 包括临床试验) | | | | | 第三类 2024年 |
| 重组胶原蛋白固体制剂 | 用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活 产品(主要针对面部皱纹，如抬头 纹及鱼尾纹) | 超过36个月 包括临床试验) | | | | | 第三类 2024年 |
| 重组胶原蛋白凝胶 | 用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活 产品(主要针对中度至重度的颈纹) | 超过36个月 包括临床试验) | | | | | 第三类 2025H1 |
| 交联重组胶原蛋白凝胶 | 用于抗衰老的皮内及皮下肌肤焕活 产品(主要针对中度至重度法令纹) | 超过36个月 包括临床试验) | | | | | 第三类 2025H1 |

资料来源：巨子生物招股书说明书，民生证券研究院

5.3 珀莱雅：大单品&多品牌策略卓有成效，国货龙头持续领先

- 积极推新+升级迭代，持续夯实“大单品策略”。**公司深耕大单品策略，持续对现有产品在成分、功效、包装等方面进行升级，23年推出红宝石2.0、红宝石面霜3.0、红宝石眼霜2.0、双抗精华2.0、源力面膜2.0等迭代产品；同时积极围绕现有大单品进行进一步的破圈渗透，23年推出红宝石面膜、能量系列等新产品，丰富产品矩阵SKU，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。
- 多品牌集团化发展，潜力可期。**公司旗下共有珀莱雅、彩棠、悦芙媞和OR四大核心品牌，其中1) 珀莱雅：夯实“大单品策略”，双抗、红宝石、源力三大系列持续放量，品牌销量高增；2) 彩棠：重点布局底妆，在保持核心大单品高光、修容、遮瑕等类目的领先地位的同时，发力粉底液、气垫、粉饼、粉霜等底妆产品的升级和推新，后续有望加速发展；3) 悦芙媞：升级原料及科技，明晰品牌定位；4) OR：短期受核废水事件影响，后续将优化品牌定位，改善品牌形象。公司内生外延，多品牌持续发力，在公司优质管理模式的助力下，看好后续成长性。

图表：珀莱雅产品推新及升级进程



资料来源：公司公告，珀莱雅天猫旗舰店，民生证券研究院

图表：彩棠/悦芙媞/OR品牌产品类型

| 品牌 | 产品类型 | 产品示例 |
|-----------|--|---|
| 彩棠 | 修容盘、妆前乳、遮瑕盘、腮红盘、定妆、遮瑕笔、气垫、粉底液、高光、粉饼、口红、眉笔等 |  |
| 悦芙媞 | 精华、喷雾、修护水、面膜、洁面、吸油粉等 |  |
| Off&Relax | 洗发水、护发素、发膜、护发精油、防脱/控油精华等 |  |

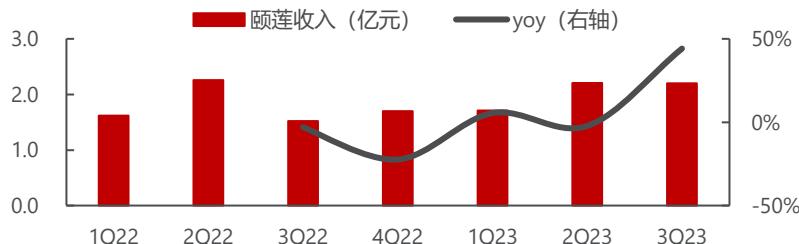
资料来源：公司官网，各品牌天猫旗舰店，民生证券研究院

5.3

福瑞达：组织优化+渠道完善，大健康业务加速发展

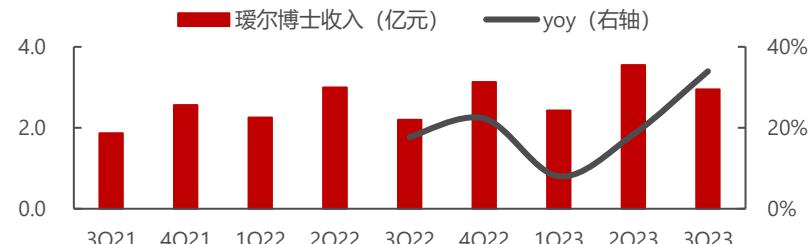
- 新聘高管原多任职医药、化妆品领域，人事调整实现主业聚焦，利于公司中长期发展。**23年10月，公司人事调整落地，新聘公司总经理贾庆文先生曾任职山东福瑞达医药总经理、党委书记、董事长，新聘公司副总经理高春明先生和郑德强先生曾任山东福瑞达生物总经理以及山东福瑞达医药总助和副总、窦茜茜女士曾任山东福瑞达医药总助，新聘公司财务总监许百强先生曾任山东福瑞达医药财务总监，新聘高管具备丰富的医药、化妆品业务经验，助力公司推进大健康业务战略落地，利好公司中长期发展。
- 化妆品业务增长提速，完善线下渠道打造新增长引擎。**基于“4+N”品牌发展战略及“1托N”聚焦策略，公司化妆品业务加速增长，23Q3公司化妆品业务同比+31.63%，其中颐莲/瑷尔博士品牌分别同比+44.32%/+33.95%。根据公司22年年报，瑷尔博士和颐莲的线上销售占比均超90%，线下仍存较大待挖掘空间，由此公司于23年5月提出“1234”战略，即1个中心、2个基本点、3大战略、4大保障，多维度赋能线下渠道。截至目前，公司已与屈臣氏、KK集团、喜燃、信誉楼、陕西君汇等多家线下美妆零售大连锁达成合作。

图表：颐莲22Q1-23Q3季度收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：瑷尔博士21Q1-23Q3季度收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

06. 零售板块投资建议

6

零售板块投资建议

- 跨境电商：**24年欧美需求有望在通胀回落及补库周期开启背景下有所改善，一带一路市场在国家政策的支持下有望进一步扩大规模。细分行业关注性价比出海的相关标的，以及建设独立站、发展流量分配能力的标的，推荐华凯易佰、小商品城、赛维时代、致欧科技，建议关注焦点科技、吉宏股份、安克创新。
- 百货商超零售：**随获客成本增加等，线上红利逐步消退，线下渠道有望迎来发展新机遇。关注区域性零售企业传统业态的修复，以及多业态的协同发展和新业态拓展的标的。细分行业关注布局折扣零售的相关标的，推荐重庆百货、名创优品、丽尚国潮，建议关注家家悦。
- 专业零售：**国内近视防控市场需求空间大、渗透率低，离焦镜产品在青少年近视防控方面具有突出比较优势，未来成长空间广阔，龙头品牌加速布局离焦镜业务产品持续抢占市场份额，推荐国产镜片龙头明月镜片及眼镜零售龙头博士眼镜。生育政策持续出台助推出生率边际改善，消费提质升级驱动母婴市场持续增长，供给端加速出清利好龙头加速夺取市场份额，推荐专业母婴零售龙头孩子王。
- 黄金珠宝：**行业层面关注国际金价走势，一致性看涨预期较强烈，但或存在阶段性回调；个股层面，关注渠道拓展速度及同店销售增长情况、订货会情况、产品设计与创新能力等，关注国企改革标的，推荐老凤祥、菜百股份、周大生、潮宏基、中国黄金、曼卡龙。
- 医美：**消费能力承压下，关注受影响小的消费类型。基础维养如水光针等消费粘性高且受益于合规化趋势，市场份额有望不断提升；再生材料、胶原蛋白、高端玻尿酸受影响较小，重点关注再生类材料推广、重组胶原蛋白与重组肉毒的产品布局进展，推荐锦波生物、爱美客，建议关注昊海生科。
- 化妆品：**国内消费环境相对承压，中高端消费受挤压明显，头部国货加速崛起，重点关注各品牌新材料布局进度及产品推新情况，推荐巨子生物、福瑞达、珀莱雅、科思股份、嘉亨家化。
- 风险提示：**终端需求不及预期，新品推广不及预期，竞争格局恶化等。

图表：盈利预测与估值分析

| 板块 | 证券代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 收盘价(元) | 营业收入(亿元) | | | 归母净利润(亿元) | | | EPS(元) | | | PE | | 评级 | |
|------|-----------|----------|---------|--------|----------|--------|--------|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|-----|-----|----|------|
| | | | | | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E | 23E | 24E | 25E | 24E | 25E | | |
| 跨境电商 | 300592.SZ | 华凯易佰 | 74.58 | 25.79 | 64.53 | 85.27 | 108.02 | 3.80 | 6.26 | 8.69 | 1.31 | 2.17 | 3.00 | 20 | 12 | 9 | 推荐 |
| | 600415.SH | 小商品城 | 415.16 | 7.57 | 117.37 | 143.19 | 171.03 | 27.05 | 29.39 | 34.75 | 0.49 | 0.54 | 0.63 | 15 | 14 | 12 | 推荐 |
| | 600729.SH | 重庆百货 | 115.17 | 28.33 | 195.22 | 206.47 | 217.96 | 14.07 | 15.83 | 17.59 | 3.46 | 3.89 | 4.33 | 8 | 7 | 7 | 推荐 |
| 专业零售 | 9896.HK | 名创优品 | 478.31 | 37.85 | 144.38 | 174.49 | 201.66 | 22.34 | 27.76 | 32.58 | 1.77 | 2.20 | 2.58 | 21 | 17 | 15 | 推荐 |
| | 301101.SZ | 明月镜片 | 77.92 | 38.67 | 7.85 | 10.01 | 12.78 | 1.64 | 2.14 | 3.09 | 0.81 | 1.06 | 1.53 | 48 | 36 | 25 | 推荐 |
| | 300622.SZ | 博士眼镜 | 33.73 | 19.36 | 12.54 | 16.49 | 21.17 | 1.31 | 1.96 | 2.83 | 0.75 | 1.13 | 1.63 | 26 | 17 | 12 | 推荐 |
| 黄金珠宝 | 301078.SZ | 孩子王 | 91.22 | 8.22 | 100.03 | 124.71 | 140.91 | 2.22 | 3.97 | 5.16 | 0.20 | 0.36 | 0.46 | 41 | 23 | 18 | 推荐 |
| | 600612.SH | 老凤祥 | 269.68 | 69.77 | 742.34 | 842.48 | 943.60 | 23.55 | 27.21 | 31.10 | 4.50 | 5.20 | 5.94 | 16 | 13 | 12 | 推荐 |
| | 002867.SZ | 周大生 | 168.33 | 15.36 | 161.58 | 201.69 | 239.14 | 14.00 | 17.23 | 19.94 | 1.28 | 1.57 | 1.82 | 12 | 10 | 8 | 推荐 |
| 医美 | 002345.SZ | 潮宏基 | 59.44 | 6.69 | 57.44 | 70.34 | 83.54 | 4.10 | 4.95 | 5.89 | 0.46 | 0.56 | 0.66 | 15 | 12 | 10 | 推荐 |
| | 605599.SH | 菜百股份 | 107.33 | 13.80 | 162.38 | 191.85 | 218.05 | 7.29 | 8.62 | 9.79 | 0.94 | 1.11 | 1.26 | 15 | 12 | 11 | 推荐 |
| | 600916.SH | 中国黄金 | 163.97 | 9.76 | 559.12 | 645.21 | 723.10 | 9.96 | 11.84 | 13.90 | 0.59 | 0.70 | 0.83 | 17 | 14 | 12 | 推荐 |
| 化妆品 | 300945.SZ | 曼卡龙 | 36.94 | 14.10 | 18.84 | 22.75 | 26.99 | 0.97 | 1.07 | 1.16 | 0.37 | 0.41 | 0.44 | 38 | 34 | 32 | 推荐 |
| | 688366.SH | 昊海生科 | 154.64 | 103.07 | 26.46 | 32.14 | 38.37 | 4.53 | 5.63 | 6.81 | 2.64 | 3.29 | 3.97 | 39 | 31 | 26 | - |
| | 832982.BJ | 锦波生物 | 182.47 | 268.00 | 8.01 | 12.76 | 17.36 | 2.88 | 4.67 | 6.50 | 4.24 | 6.86 | 9.55 | 63 | 39 | 28 | 推荐 |
| 医美 | 300896.SZ | 爱美客 | 592.39 | 273.80 | 29.28 | 40.22 | 54.09 | 18.34 | 25.50 | 34.09 | 8.48 | 11.79 | 15.76 | 32 | 23 | 17 | 推荐 |
| | 002612.SZ | 朗姿股份 | 82.78 | 18.71 | 50.67 | 60.07 | 68.84 | 2.60 | 3.41 | 4.01 | 0.59 | 0.77 | 0.91 | 32 | 24 | 21 | 推荐 |
| | 600200.SH | 江苏吴中 | 58.83 | 8.26 | 22.84 | 28.32 | 31.74 | 0.08 | 1.38 | 1.81 | 0.01 | 0.19 | 0.25 | 826 | 43 | 33 | 谨慎推荐 |
| 化妆品 | 2373.HK | 美丽田园医疗健康 | 29.50 | 12.48 | 21.24 | 26.26 | 31.99 | 2.60 | 3.32 | 4.20 | 1.11 | 1.48 | 1.90 | 11 | 8 | 7 | 推荐 |
| | 2367.HK | 巨子生物 | 329.35 | 33.10 | 33.49 | 44.14 | 55.87 | 13.75 | 16.82 | 20.28 | 1.36 | 1.67 | 2.02 | 24 | 20 | 16 | 推荐 |
| | 600223.SH | 福瑞达 | 96.98 | 9.54 | 50.46 | 50.00 | 61.68 | 3.86 | 4.75 | 6.02 | 0.38 | 0.47 | 0.59 | 25 | 20 | 16 | 推荐 |
| 化妆品 | 603605.SH | 珀莱雅 | 381.58 | 96.15 | 80.36 | 98.05 | 116.04 | 10.57 | 13.11 | 15.58 | 2.66 | 3.30 | 3.93 | 36 | 29 | 24 | 推荐 |
| | 300856.SZ | 科思股份 | 104.76 | 61.87 | 25.22 | 34.48 | 46.28 | 7.33 | 9.24 | 11.22 | 4.33 | 5.46 | 6.63 | 14 | 11 | 9 | 推荐 |
| | 300955.SZ | 嘉亨家化 | 21.89 | 21.72 | 11.33 | 14.21 | 19.03 | 0.54 | 1.10 | 1.62 | 0.53 | 1.09 | 1.61 | 41 | 20 | 13 | 推荐 |

资料来源：wind，民生证券研究院；（收盘价为12月19日，当日汇率收盘价1HKD=0.92RMB；其中，昊海生科为未覆盖标的，采用wind一致预期。）

07. 风险提示

7

风险提示

- 1) 需求不及预期：若终端需求不及预期，居民的消费信心下滑，将会影响到可选消费属性较强的医美、珠宝等企业的经营，影响公司整体的盈利能力。
- 2) 新品推广不及预期：若消费者的市场需求不及预期，公司的品牌推广受到一定限制，将会影响到公司新品牌的培育，进而阻碍公司盈利能力的提升。
- 3) 竞争格局恶化：化妆品、黄金珠宝等行业的参与者不断增多，竞争加剧或将影响行业竞争格局与市场供需情况，对企业盈利能力造成一定影响。

THANKS 致谢



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: S01005221100001
电话: 15051878378
邮件: xiehuixin@mszq.com



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



研究助理 褚菁菁
执业编号: S0100123060038
电话: 13716336788
邮件: zhujingjing@mszq.com



研究助理 杨颖
执业编号: S0100123070030
电话: 17621712895
邮件: yangying@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19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

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。