华创证券 HUA CHUANG SECURITIES | 证券研究

# 商社行业2021年度投资策略
# 高景气度推动美业与可选消费高增长

2020年11月24日


**王薇娜**
**社会服务业组首席研究员**
**手机: 15010216559**
**执证编号：S0360517040002**
**Email: wangweina@hcyjs.com**



本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

**请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。**

www.hczq.com

# 年度投资观点

- **1、高景气度+资产证券化加速：持续看好美业**
- 化妆品板块整体增速8-12%，在可选消费里增速靠前；渠道剧烈变化过程中，持续线上化红利帮助DTC品牌、TP及掌握线上投放的企业实现高增长；同时，医美快速崛起，与化妆品并行不悖，成为美业中增速最快的赛道。看好线上投放能力最强的平台型公司珀莱雅、享受制造端集中度提升的国产DTC品牌影子股青松股份、“成分党”品牌中口碑好、产品力强的华熙生物，和卡位医美针剂制造商的国内注射产品龙头爱美客，并强烈看好逐步资产证券化的皮肤医学级护肤品。

- 2、免税作为上半年强主题，带领零售社服板块经历2020H大行情之后，下半年估值切换后，成为长期价值标的，**继续看好中国中免在免税行业龙头地位进一步凸显。**

- **3、可选消费环比改善，明年迎来同比大改善**：景区、酒店、餐饮在疫情中受损最为严重，下半年来环比大改善，明年预计将有显著的同比改善。看好酒店、核心景区底部反转，持续推荐品牌生命周期向上、确定性较强的九毛九；边际改善明显，明年子品牌开店提速的呷哺呷哺，和受海底捞体系影响逐渐减小、新产能逐步放量的颐海国际。

- **风险提示：**宏观经济下行风险，消费者信心恢复不及预期；免税政策不及预期，收购整合风险，新增牌照冲击、出入境人次持续低迷；医美行业监管变化风险，行业竞争加剧等。

# 医美行业

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

1、**医美行业仍处在发展早期。**医疗美容服务与传统医疗服务的刚需性和必需性有所不同，消费属性更强，消费者有较大的自主性和可选性，影响销售的主要是产品的合规、安全、修复效果、品牌、价格及合作关系等。行业发展仍处早期，有约20%以上的年均复合增长，据Frost&Sullivan，2018年我国受监管的医疗美容行业市场规模在1217亿元。其中以注射类为代表的非手术类（又称微整形）项目因时间短、风险小、价格较低而更受欢迎、复购率也更高，2018年的占比约在41%。经过初期的市场普及、教育之后，我国消费者对于医疗美容服务的接纳程度正在提高，行业发展空间大。

2、**上游门槛高，中游竞争激烈。**医疗美容围绕医疗器械及生物药品等展开，均对技术要求高，研发/审批周期长、工艺路线复杂，资金要求高，获批后“牌照垄断”，因此生产端进入壁垒高。而中游（医疗服务机构）进入门槛低，营销驱动强，竞争较激烈。

3、随着收入水平提升、人口老龄化、人们对美的追求、对医美的接纳程度提高，以及颜值经济学效应，未来医疗美容服务的**消费群体料将拓宽，非手术类偏“快餐式”医疗美容服务预计更获青睐，非必选属性下非公立医疗机构、民营资本进行充分竞争后行业也愈加规范化。**

4、**产品创新强+注册审批经验及资源关系+营销出众、且接近消费者的企业更容易洞察市场需求击中消费者痛点，**在行业高速增长的红利期领衔行业发展。

**行业重点公司：**目前A股已上市的华熙生物（688363.SH）、昊海生科（688366.SH）及爱美客（300896.SZ）。

**风险提示：新技术突破、行业监管变化风险，行业竞争加剧等。**

# 爱美客

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

1、医美参与方中能够前瞻性布局差异化、击中消费者痛点的产品的供应商能够享有更大的利益分配。爱美客作为国内医美产品供应商，经历16载发展，市场敏锐度、产品设计和工艺流程等能力得以验证也不断加强，上市后资本力量预计也将助力其加速发展。

**2、医美兼具医疗与美容特点，满足“即时享受+变美”双重人性底层需求，但又与两者不同。**医美追求立竿见影的功效，医美消费具有极大的可选属性，因此对营销依赖更强，诸多红极一时的医美项目背后离不开机构的大力推广。可选消费且服务难以标准化（医生操作技术水平、审美差异，消费者千人千面、需求不一）也导致消费分级，行业更易形成“价高者优”的印象。

3、行业迎来消费代际的切换的红利，背后是消费理念和消费习惯的拐点性转变。在此阶段的医美消费者并不确定自己需要的项目类型，受营销和供给端推力影响更大。

4、2020年公司业绩增长主要由嗨体系列产品带动（主要是颈纹产品），预计占营业收入的6成以上。Q1公司收入下滑20.98%，H1营收基本与上年同期持平（+0.72%），前三季度累计收入增长17.4%达到4.64亿元，相比H1有明显恢复；Q1-Q3归母净利润增长31.83%至2.9亿元，扣非后增长29.91%至2.8亿元，略超招股书披露的指引上限（归母及扣非后上限分别为2.8亿元和2.7亿元），净利率+7.31pct至61.51%。

5、产品管线。公司布局了童颜针、肉毒素及面部埋植线（大线）类产品，童颜针寓意好，功效突出，肉毒素随行业发展由非合规供给向合规供给转变，国人面部结构特征及当前审美文化下提拉线即大线类产品需求较为旺盛。

**投资建议：**目前美丽消费行业较高增长，其中化妆品约10-15%左右增速，医美行业预计20-25%左右增速，注射类占比提升，而公司拥有较为丰富的产品布局，过去几款产品的前瞻性差异化布局在一定程度上自证了实力——产品力、销售能力和过证能力。基于产品管线，爱美客未来三年嗨体持续增长、童颜针爬坡和接力，处在快速发展期，预计2020-2022年业绩约4、6、9亿元，对应EPS分别为3.41、5.22、7.49元，当前市值对应分别约161、105、73倍pe。首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**重大产品安全事故、产品布局战略性失误、产品获批进度不及预期、行业监管变化风险，行业竞争加剧等。

受空气、环境、压力、紫外线、刺激性食物等多种因素的影响，肌肤敏感等皮肤问题发生率也在逐渐提高，频繁化妆卸妆、滥用护肤品、微整医美等因素也为皮肤屏障带来一定压力，加之护肤意识提升，皮肤屏障修护需求预计仍将快速增加。随着垂直KOL影响力增大，消费者教育日益成熟，习惯养成，电商又提高了产品可获得性，过去声量决定销量的现象也在转变，功效性化妆品渐受青睐，修护类化妆品凭借其扎实的功效具有高度粘性、复购率高，也更容易产生大单品。

Euromonitor分类的皮肤学级护肤品2014-2019年的年均复合增长率达到23.2%，远高于化妆品行业的整体增速（同期cagr为9.9%），2019年市场容量为135.51亿元，相对护肤品整体终端市场渗透率不超过5.5%，相对整个化妆品市场占比仅有2.8%，而与此同时国内长期或者阶段性处于“敏感”状态的人群占比接近一半，未来预计具备皮肤医学背景的护肤品仍将继续保持高速增长。

针对于敏感肌、痘痘肌等特定肤质人群，“薇姿”、“理肤泉”、“雅漾”等国际品牌和“薇诺娜”、“玉泽”等国产品牌推出了适用产品。早期的产品更多是成分简单、敏皮试用并带有一定舒缓功能——缓解皮肤受损，但不能解决敏感问题。随着化妆品细分领域的不断发展，开始有医学背景的舒敏产品出现，试图解决国人常见的问题肌肤。薇诺娜的王牌舒敏系列及玉泽产品即是最早想要解决敏感肌肤问题的其中两家，且均获得临床验证和医院渠道背书，最初求助医院和OTC的患者中口耳相传，现在通过线上渠道不断做大，获取远超行业的增长。

**相关上市公司**

**拟上市创业板贝泰妮**：药学起家，国产舒敏王牌。创始人郭振宇家族在药学领域有多年积累，经验、资源、人脉、渠道等等方面形成了坚实的壁垒。公司集中力量做核心成分、核心大单品、硬核研发投入，而且凭借优秀的电商精细化运营，2019年销售收入达约20亿元，且仍然处在高速增长期。

**主板公司上海家化：**旗下针对敏感肌的品牌为玉泽。

**拟上市创业板公司仙帝股份：**旗下果本品牌的舒御果系列也是针对敏感肌肤，目前处在生产阶段。

**风险提示：**行业竞争加剧、销售平台及品牌集中、委托加工风险等。

# 拼多多

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

1、**在系列研究的基础上归纳总结出电商研究框架：**平台型电商营收=用户数*ARPU，其中ARPU值由ASPB（年活跃用户购买金额）*货币化率构成，分别衡量平台面向C端的用户购买粘性、平台面向B端提供营销服务和销货能力；成本则由运营成本和第三方佣金成本构成。不同于阿里在用户和B端共同渗透，双边规模效应，拼多多则是优先完成用户积累后，通过B端C2M及百亿补贴逐步提高ASPB。自营型以进销差为利润来源，对用户体量要求不高。

平台型电商的飞轮——用户体验，共有三种要素：商品+平台+物流；平台营收结构中存在两大循环：B端与C端正循环+平台与C端正循环。

2、**落实到拼多多上，下阶段增长重点在ASPB**——依靠用户粘性和商户数提升合力推动。我们认为电商进入到对用户“精耕细作”阶段，此阶段激活用户购买力；现阶段拼多多着力提高平台规范性，推动小飞轮（B端与C端正循环）带动大飞轮（平台与C端正循环）。

3、**在阿里如今的体量上，平台型电商不可能通过重走阿里的路来赶超阿里，拼多多选择了3+1个品类进行突破：**

**1）发家之本常温农产品：**低试错成本、高频、低客单，适合做高客群基数；对天猫来说是价值较低，利薄品控难，难成重点。产销两端高度分散，流通环节多，而拼多多利用“超短供应链+互联网数字链”对接上游，算法与操作更友好，提升商户库存深度、履约能力。

**2）白牌囤货型低价必选品：**低加价、低情感溢价，弱品牌，但刚需且受众广。产品生命周期短，易耗、购买频次相对高，较高标准化，适合用来做用户粘性（家庭主妇决策）和传播裂变（需求广泛性）。品牌集中度极低，品牌产品与大众流通产品的差异化空间小，消费者品牌忠诚度低。生产端产业集群化+品牌集中度低，渠道层级众多，品牌意识缺乏。所以对接生产端C2M+针对性的平台补贴（每单1元补贴）守住最低价格段，有效强化平台“低价定位”。

3）**百亿补贴大标品：**天猫和传统品牌握手言和之后，表观价盘与大牌线下定价一致，保价盘+决策机制分散，促销方式日渐复杂，被部分消费者诟病；而经销商难以与猫旗店PK，有“出淘”压力。拼多多抓住供需两头诉求，与渠道商进行高价标品百亿补贴，吸引规避复杂促销玩法的城市消费者。

4）**崛起的“拼品牌”：**对有品牌意识和长期OEM逐步丧失成本优势的厂商对接平台流量，C2M数据反哺解决外贸转内销的产品不适配属性。区别于更细分需求和更高定倍率的“猫品牌”，拼品牌更多瞄准极致性价比的家清日用与美妆、小家电品类，承接消费分化需求。

5）**多多买菜成新增量：**（1）社区团购用户中下沉市场占比7成，符合拼多多的用户群；（2）品类中水果生鲜、粮油日护占比高，符合拼多多品类GMV占比。（3）精简SKU（约200）match拼多多的农产品供应链。中台物流与用户：平台提高商家服务要求，开放代运营入口，物流端有望通过城市中心仓以及对最后一公里建设推动，提升用户体验。虽用户增速放缓，但预计仍有2-3亿高度可转化用户，且用户质量与用户粘性不断提升。

**盈利预测：**从研究框架出发我们略上调盈利预期，预计到2022年8.9亿用户，单用户年订单量54单，订单均价有望达80元/单，对应GMV有望在2022年达3.8万亿，综合货币化率有望达3.5%，对应营收1346亿元，给予12倍P/S，对应合理市值为2078亿美元。
**风险提示**：电商行业反垄断监管政策，平台假货风险，市场竞争加剧等。

# 奢侈品

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

1、奢侈品是门槛最高的消费品，接近量产的艺术品，维持强烈的本地属性和个体风格，从“御用匠人”到工业化过程中，做到逐步平民化、可触及而维持不庸俗、不掉价;奢侈品是阶层分化的产物，却在特权阶层消失之后的现代社会中大行其道，以民主方式完成消费意义上的阶层重建，以强烈的象征意义让中上收入使用者产生贵族的自我认知。“管理稀缺性”是奢侈品品牌最重要的能力，企业经营目标较普通消费品更为长期。

2、奢侈品多为以集团形式经营的欧洲老钱公司，旧匠人品牌逐步商业化之后，并购品牌、形成矩阵，集团经营;奢侈品集团业务集中于箱包皮具、服饰眼镜、 珠宝钟表、书写工具、彩妆护肤、酒饮及其他精品零售。良好的质量和高昂的价格只是奢侈品的表象，奢侈品通过定期或不定期提价、严格的价格和渠道管理、手工定制、原产地保护、饥饿营销、限量设计、发售少量稀有材质产品等方式制造稀缺性，推高重置成本;硬通奢侈品牌永不打折、不上电商平台、不进免税店和 outlet、不做 factory store，甚至在经济危机面前选择提价应对，维持“永涨不跌”的价格印象，成为大众心中满足虚荣心、彰显身份地位的重要标志。

3、普通消费品追求经济生产，高档品为品质赋权更重，以更高加价率追求质量/性能优越。奢侈品与高档品的最大区别在于，高档品有定价基准，会被比较，在可行域内追求性价比;而奢侈品是绝对的，不比较，不追求性价比，甚至为了保留个性而不在意缺陷。奢侈品注重历史和品牌故事，部分奢侈品来源于欧洲宫廷和贵族阶层，法国末代皇后欧仁妮御用匠人品牌娇兰、LV、卡地亚均成为奢侈大牌;Hermes 商标源于上流社会身份标志“马车”、劳斯莱斯用英国皇室为“平稳”背书。另一部分奢侈品来源于传奇人物、竞技或与社会文化变迁深刻相关，如法拉利的天才血脉与一级方程式、战争推升 Burberry 形象;女性独立的思潮与 Chanel 创始人“风格永存”的鲜明定位共振，战后 Dior让女性“重归华美”。

4、信息容易检索的今天，历史不可复制，更难于编造，加上阶层消泯，难以诞生新的奢侈品品牌。奢侈品集团不断并购存量品牌，定位细分人群，共享部分集团资源的同时充分尊重各品牌个性，独立运营，通过制造和管理“稀缺性”，获取超额收益，成为复利公司。

5、奢侈品的股价走势，短期看是设计师、品牌的受欢迎程度，长期实质是人类货币财富的增值。本篇报告试图从组织构架、经营方式、规模效应来源等方面探讨“奢侈品集团化经营”的成因。

风险提示：经济下行风险、疫情影响超预期、设计师丑闻影响局部区域销售。

# 餐饮部分



**九毛九：**太二作为上升期品牌，主打老坛子酸菜鱼，每月更新菜单，轻聚会（2-4人），小业态，低客单（77元），年轻人（shopping mall选址+酸鲜辣口味）显示出良好韧性，外卖对营收拉动明显，且4、5月开始屡有门店逆势新高，SSSG领先行业恢复正增长；全行业亏损背景下，太二于20H取得7.7%经营利润率，显示出良好韧性。今年公司业绩受到疫情影响，业绩预期较低，估值对标切向明年。

**颐海国际：**我们强调公司是在好赛道上，以现有的强大品牌+灵活的制度、较强激励卖成瘾性单品，在研发端以低试错成本的灵活机制（产品项目制）鼓励全民研发，销售端以合伙人/师徒制，以及每季度PK制度进行强激励，当前渠道下沉迅速，组合拳配合良好。

**海底捞：**公司在餐饮行业布局全面、基础建设领先、激励机制先进、品牌力强大，疫情给行业带来较大考验，但最困难的时候已经过去，公司进入环比改善；去年新增300家新店叠加今年开店超预期，如明年疫情原因平复，公司有望进入快速增长，业绩弹性较大。

**呷哺呷哺:** 当前主品牌升级带来的老客流失、asp提升带来的翻台下滑已经边际减弱，品牌年轻化效果在持续；2020H首次公开披露副牌“湊湊”经营情况，翻台表现令人惊喜，十月以来同店为正，重点商圈议价能力逐步体现。食材、人力成本虽受疫情影响，仍控制得当，二三线城市有望持续发力，经营拐点将近。

**风险提示：疫情扩散超预期；经济下行超预期；食品安全风险。**

# 风险提示

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

**风险提示：**

宏观经济下行风险，消费者信心恢复不及预期；免税政策不及预期，收购整合风险，新增牌照冲击、出入境人次持续低迷；医美行业监管变化风险，行业竞争加剧等。

# 分析师联系信息

**华创证券研究所**

**王薇娜**
**社会服务业组首席研究员**
手机: 15010216559
执证编号：S0360517040002
Email: wangweina@hcyjs.com

# 免责声明

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。