

商贸零售行业2023年投资策略

国货强势崛起，把握消费复苏主线 ——关注国货化妆品和免税龙头

西南证券研究发展中心
美妆&零售研究团队
2022年12月

核 心 观 点

● 回溯2022年：

2022年整体经济形势表现较平淡，社零总额呈V型趋势，二季度受多地散发疫情影响，社零增速有所下滑，三季度开始缓慢恢复，截至2022年10月社零总额累计同比增长0.6%。美妆行业作为可选消费增长承压，需求较弱，整体呈负增长态势，但龙头仍维持高速增长；传统零售受疫情冲击影响较大，消费疲软，线下业态增长乏力，线上零售延续增长态势；免税行业受益消费回流和政策加码，离岛免税表现亮眼，但受海南疫情影响，二季度开始增长有所承压。

● 展望2023年：

2022年11月开始疫情防控政策逐步调整，预计实体零售逐步恢复正常经营，同时复工复产叠加公共场所出入政策放宽，有望加快消费复苏；另外减轻跨地区流动限制将带动旅游消费增长，2023年将会是全面复苏之年。国货化妆品龙头将延续强势增长态势，核心成分和技术将帮助国货塑造品牌和产品形象，加速国货替代；传统零售将充分受益消费复苏，线下业态有望迎来亮眼反弹；跨地区流动恢复带动旅游业复苏，叠加出入境限制放宽，免税行业有望重回高增趋势。

核 心 观 点

● 投资逻辑（一）：国货化妆品崛起正当时，龙头增长空间大

目前国货化妆品崛起势头强劲，国货替代逻辑已验证可行。今年前三季度化妆品零售额较往年比较低迷，但国货品牌表现分化，龙头公司仍然维持强势增长，中小品牌则受疫情影响较大、经营承压。目前国货化妆品龙头基本上已形成各自深入人心的品牌形象，打造出了独有的核心大单品，未来将在品牌力和产品矩阵方面持续发力，继续维持高增态势。在此逻辑下，我们推荐关注大单品策略进入收获期，已构建起优势产品护城河的**珀莱雅（603605）**；专注细分赛道，形成强大优势壁垒的**贝泰妮（300957）**；四大品牌协同发力，专注核心原料研发的**华熙生物（688363）**。

风险提示：新品推出不及预期、行业竞争加剧、疫情反复风险。

● 投资逻辑（二）：疫情后周期消费复苏在即，免税有望重回高增态势

疫情影响出入境受限，口岸免税和出境消费锐减，离岛免税成为承接消费回流的主要渠道。随着国内疫情防控政策放宽，跨省出行常态化管理，赴岛旅游人次有望逐渐回升至2019年水平。另外离岛免税政策大力扶持蛋糕做大，岛内免税业态越来越丰富，经营主体也有所增加，更多元和完善的离岛旅游购物体系有望带动行业整体实现进一步增长。在此逻辑下，我们推荐关注全岛布局、坐拥全球最大单体购物中心，充分受益政策红利的国内免税业龙头**中国中免（601888）**；国内第二家拥有全渠道免税牌照，即将在海南开设第一家免税店的**王府井（600859）**。

风险提示：行业竞争加剧、消费需求恢复不及预期、疫情反复风险。

目 录

◆ 2022行业回顾

板块回顾

化妆品：消费需求疲软，增长承压

零售：电商持续增长，线下表现低迷

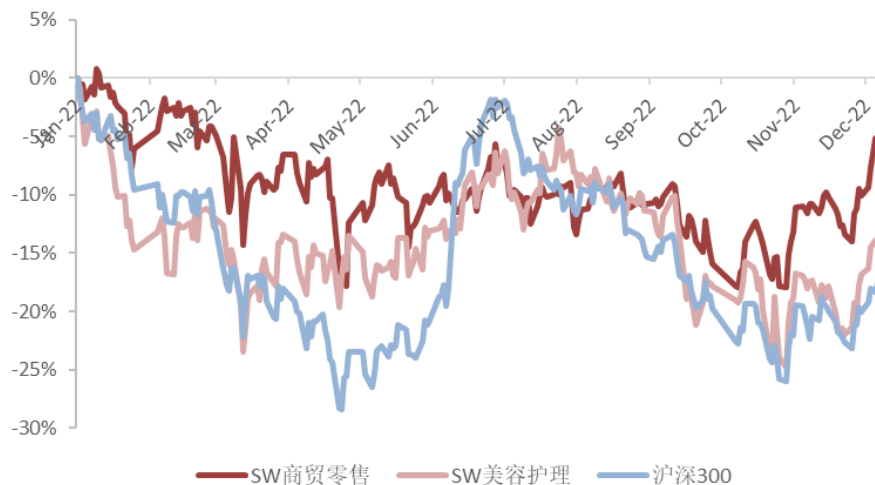
◆ 2023年行业展望及投资策略

◆ 2023年重点推荐投资标的

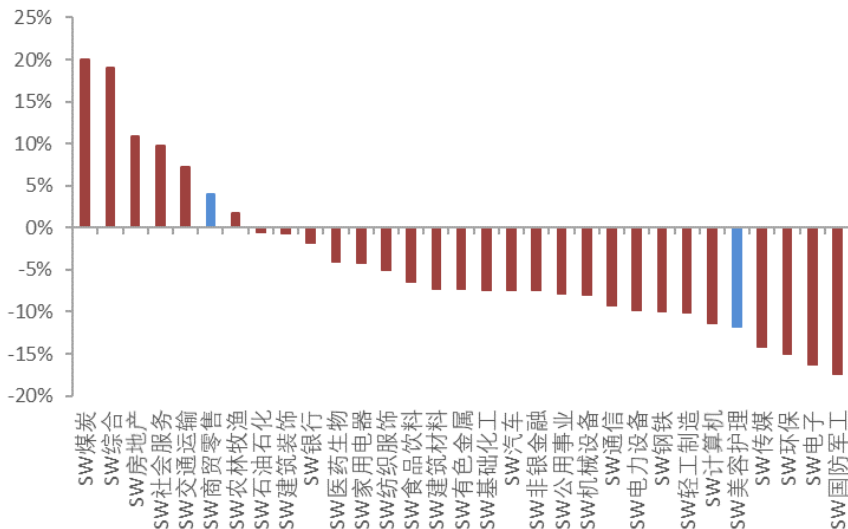
商贸零售跑赢大市，美容护理整体承压

- 2022年初截至12月9日申万商贸零售指数下跌6%，跑赢沪深300指数11.6个百分点，美容护理指数下跌14.3%，跑输沪深300指数3.2个百分点。SW商贸零售在31个申万行业中涨跌幅排名第6，SW美容护理排名第27。
- 在整体经济形势面临下行压力的大背景下，商贸零售行业作为传统弱周期性行业表现较为稳定，在所有行业中排名居中；而美容护理作为可选消费，受消费环境疲软影响较大，表现较为低迷。

相对指数表现



年初至今申万行业涨跌幅排名



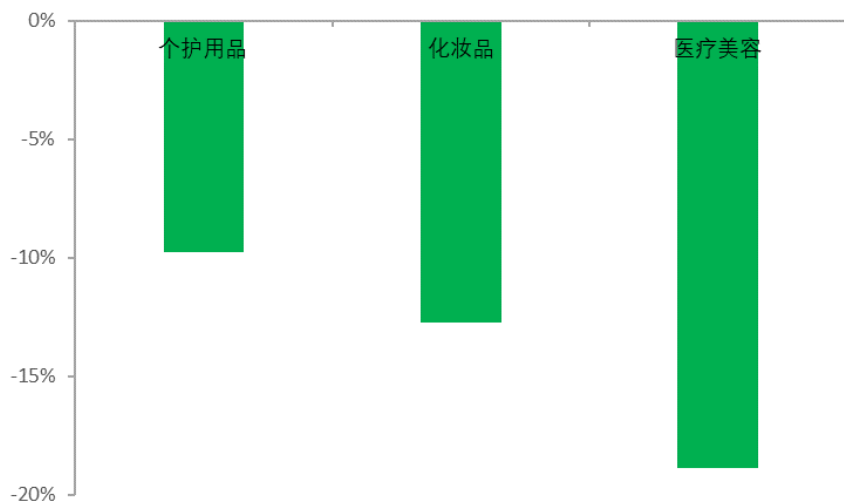
数据来源: wind, 西南证券整理 (数据截止12月9日)

www.swsc.com.cn

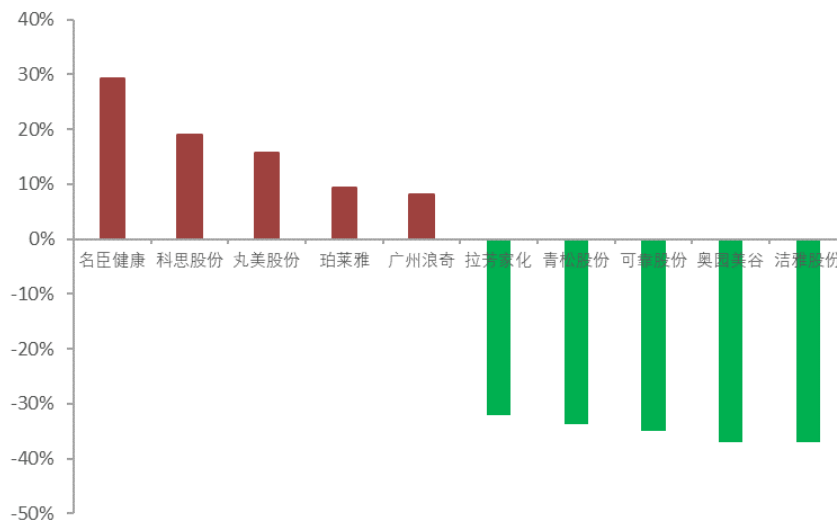
医疗美容表现低迷

- 美容护理行业整体表现偏弱，三个子行业均下跌，其中医疗美容行业领跌（-18.9%）。具体到个股来看，涨幅靠前的个股包括原料生产商和国货化妆品龙头企业，而跌幅靠前的个股包括医美和个护类公司。
- 整体来看，因疫情和整体经济形势承压的原因，美容护理作为可选消费受到影响较大，产品生产和供应链物流都受到一定程度冲击，叠加去年高基数原因，今年整体表现低迷，出现较大幅下滑。

美容护理整体表现较弱



美容护理行业个股涨跌幅前十



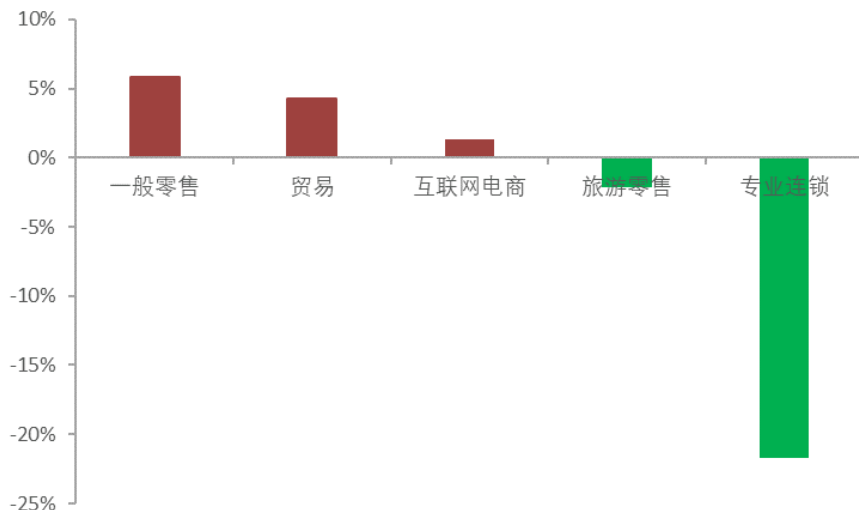
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止12月9日）

www.swsc.com.cn

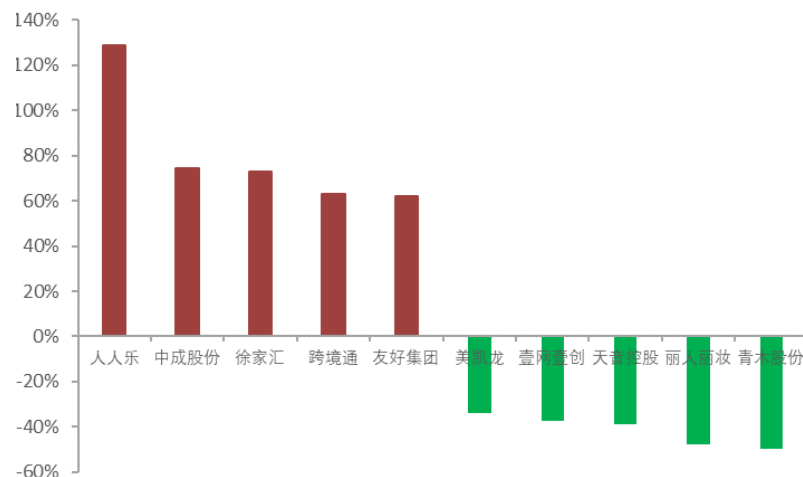
一般零售领涨

- 分板块来看，一般零售、贸易和互联网电商子板块上涨，分别上涨5.8%、4.2%和1.4%，其余板块均下跌，其中专业连锁跌幅最大（-21.7%）。具体到个股来看，领涨居前的多为具备多业态的实体零售商，且大多具有国资背景；跌幅居前的多为电商服务运营商。
- 整体来看，在疫情趋于稳定以及管控政策逐步优化的大环境下，一般零售与贸易走势较好，但因为跨省流通从今年底开始缓慢恢复，旅游零售有所承压；另外互联网电商中尤其是电商服务表现较为低迷，同时实体门店经营受限、消费需求疲软下专业连锁跌幅较大。

一般零售领涨



商贸零售行业个股涨跌幅前十



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止12月9日）

www.swsc.com.cn

目 录

◆ 2022行业回顾

板块回顾

化妆品：消费需求疲软，增长承压

零售：电商持续增长，线下表现低迷

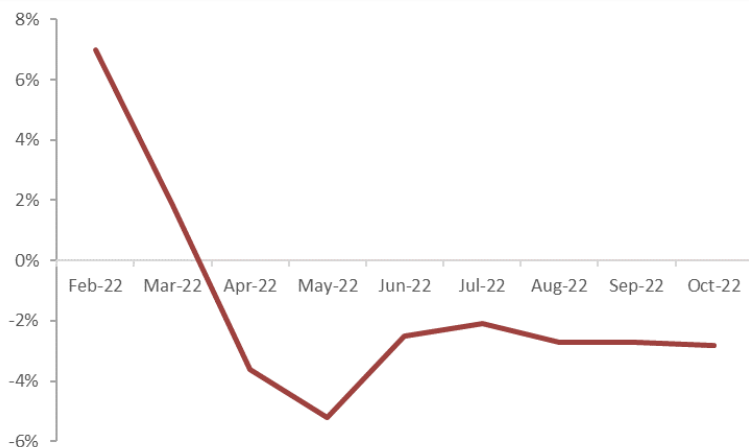
◆ 2023年行业展望及投资策略

◆ 2023年重点推荐投资标的

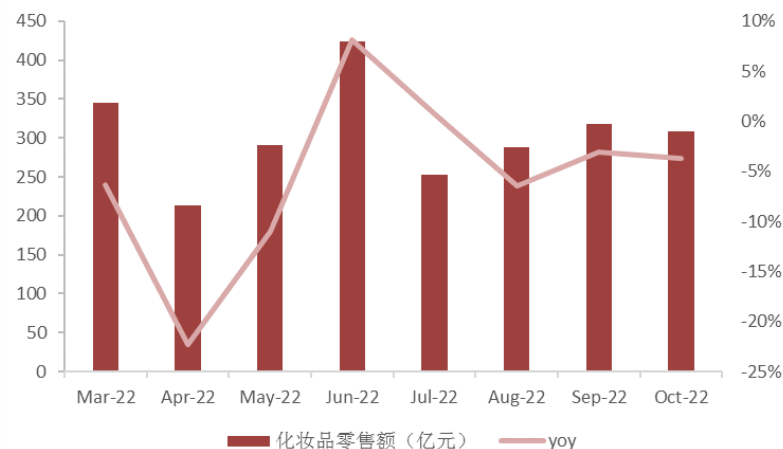
化妆品零售额表现低迷

- ❑ 化妆品零售额累计同比增速高开低走。2022年初，化妆品零售额累计增速达到7%，在2021年同期高基数情况下保持了增长态势，但随着三季度国内散点疫情多发以来，消费需求受到一定影响，化妆品零售额累计增速大幅下滑，4-10月份均为负增长。
- ❑ 分月份来看，三月开始同比增速出现下滑，4月份开始上海等地出现大规模疫情，多地实行封控管理，部分化妆品公司生产和运输受到较大影响，当月国内化妆品零售额同比下降22.3%；随后因618大促活动6月恢复正增长，但Q3开始增速再次下滑。1-10月份整体零售额同比下降2.8%。

化妆品零售额累计同比增速



化妆品月零售额及增速



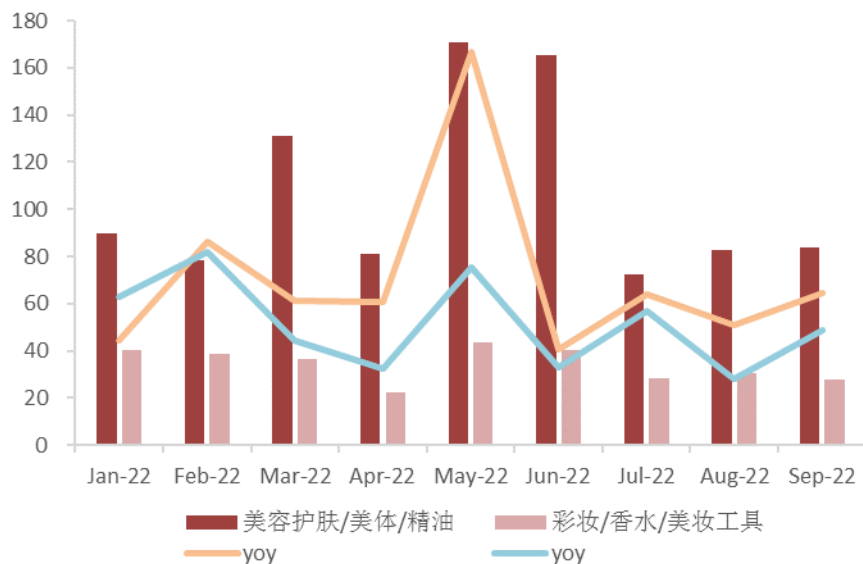
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

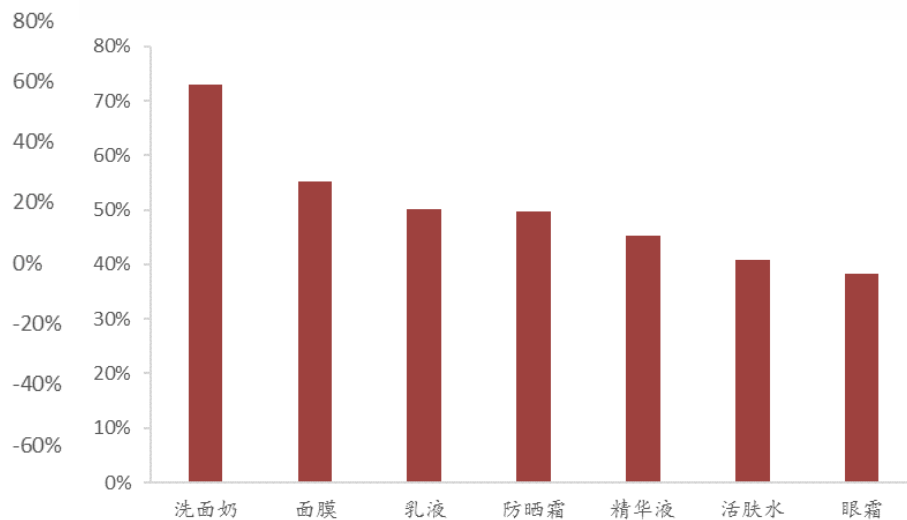
护肤类仍是主流

- 分品类来看，护肤类产品仍是消费主流，今年前三季度护肤类产品销售额共计955亿元，彩妆类产品销售额为308亿元，护肤类体量仍然显著大于彩妆类。同时，护肤类产品增速也要快于彩妆类，5月护肤类增速最高，同比增长70%；彩妆类2月增速最高，同比增长4%。
- 护肤类按细分产品来看，洗面奶是使用频率最高的产品，依次是面膜、乳液、防晒霜、精华液等产品。

护肤&彩妆销售额（亿元）



护肤品分品类使用频率



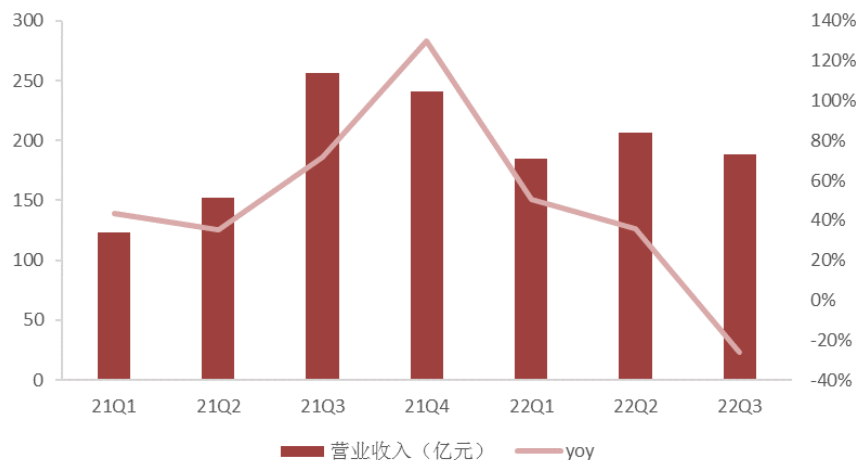
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

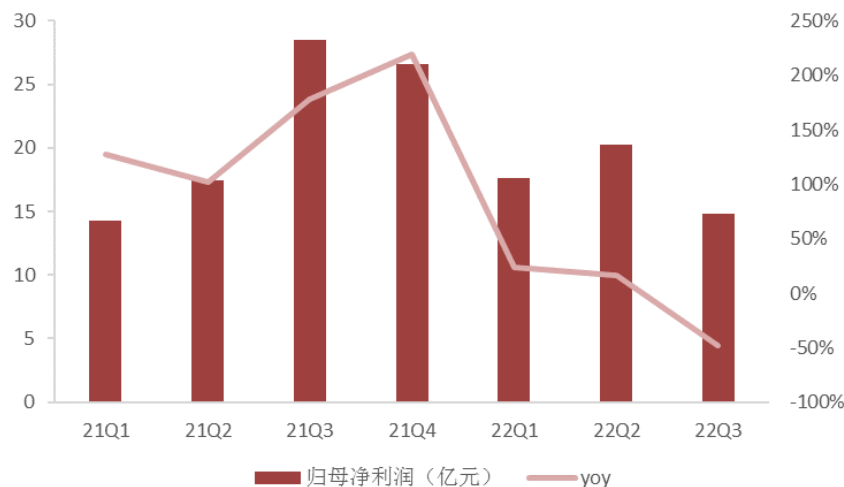
Q3营收利润均下滑

- ❑ SW美容护理企业今年前三季度营收表现先增后减，Q1/Q2/Q3同比增速分别为+50.5%/+35.8%/-26.3%，三季度开始因疫情多发，生产及物流受到较大影响，营业收入出现下滑。
- ❑ SW美容护理企业归母净利润相较营收表现较为乏力，Q1/Q2/Q3同比增速分别为+23.5%/+15.8%/-48.2%，三季度利润端下滑较为明显，主要受到疫情影响化妆品消费需求疲软，叠加部分企业去库存及业务调整，美容护理行业盈利能力承压。

SW美容护理营业收入



SW美容护理归母净利润



数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

双十一大盘增速下滑，国货崛起势头不改

- ❑ 10-11月是每年的化妆品消费旺季，双十一大促活动中美妆类产品销售额会占到全年销售额15%左右。据星图数据显示，今年自10月31日-11月11日的双十一大促活动中，全网美容护肤类产品总销售额为606亿元，同比增长10.8%，增速有所下滑（2021年同比增长35.5%）。
- ❑ 天猫平台在双十一美容护肤类产品销售额中占比67%，以天猫平台为例，越来越多国货品牌上榜成交额前列，尽管仍然以国际大牌为主流，但护肤品类中有3个国货品牌进入前十，彩妆品牌中有2个国货品牌进入前十，国货崛起正强势延续。

天猫护肤品牌销售排行榜

排名	品牌	销售额（元）	销售量（件）
1	L'OREAL/欧莱雅	25.44 亿	746.33 万
2	薇诺娜	18.01 亿	612.63 万
3	lancome/兰蔻	16.85 亿	183.17 万
4	Estee Larder/雅诗兰黛	15.34 亿	194.25 万
5	olay/玉兰油	15.06 亿	456.49 万
6	珀莱雅	15.00 亿	435.89 万
7	SHISEIDO/资生堂	8.34 亿	111.73 万
8	夸迪	7.82 亿	169.39 万
9	修丽可	7.70 亿	76.13 万
10	SK-II	7.31 亿	57.71 万

天猫彩妆品牌销售排行榜

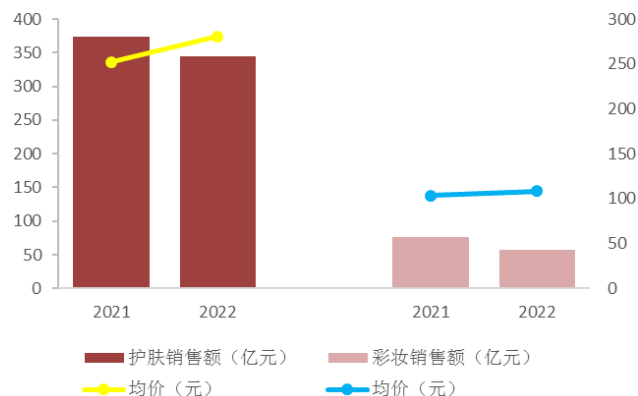
排名	品牌	销售额（元）	销售量（件）
1	MAC/魅可	2.72 亿	76.87 万
2	花西子	2.59 亿	181.8 万
3	3CE/三熹玉	2.44 亿	171.93 万
4	YSL/圣罗兰	2.43 亿	45.31 万
5	Estee Larder/雅诗兰黛	1.98 亿	42.32 万
6	Nars/娜斯	1.81 亿	47.06 万
7	CPB/肌肤之钥	1.66 亿	26.55 万
8	Lancome/兰蔻	1.50 亿	33.16 万
9	MUF/玫珂菲	1.46 亿	43.52 万
10	TIMAGE/彩棠	1.31 亿	70.76 万

数据来源：魔镜市场情报，西南证券整理

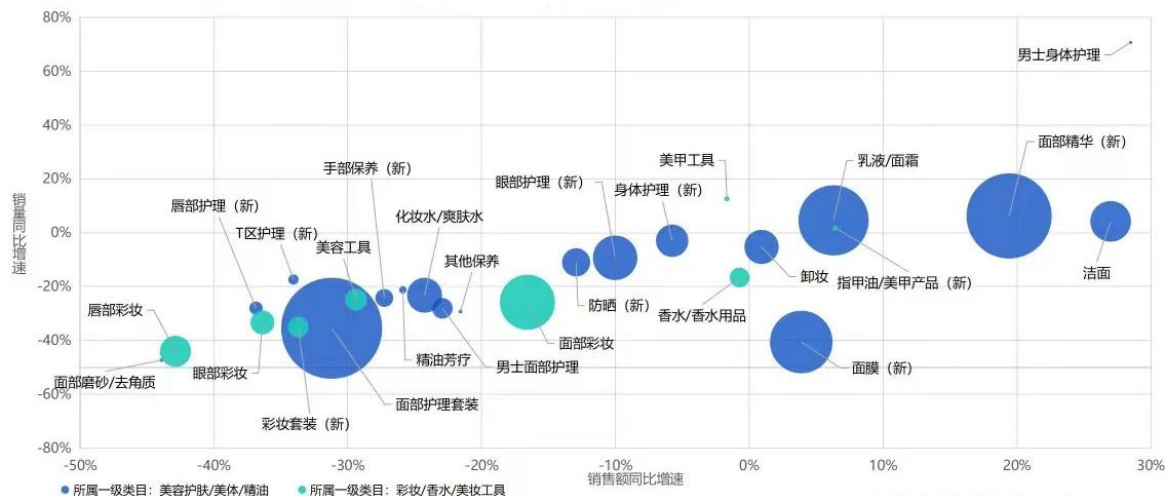
天猫双十一总体量减价增

- 今年天猫双十一美容护肤类总体呈现量减价增趋势，护肤销售额344.7亿元，同比下降7.7%，其中销量下降17.2%，均价上升11.4%（2022年均价为280.6元）；彩妆销售额57.3亿元，同比下降25.1%，其中销量下降28.2%，均价上升4.4%（2022年均价为108.3元）。

天猫双十一美妆产品量减价增



细分产品赛道对比



- 细分产品赛道对比来看，护肤类产品面部护理套装销售额最高，其次是精华、乳液/面霜、面膜等单品；彩妆类产品面部彩妆销售额最高，其次眼唇等部位；按增速来看，男士身体护理增速最高，但体量较小。

数据来源：魔镜市场情报，西南证券整理

www.swsc.com.cn

兴趣电商增长势头强劲

- ❑ 天猫、京东等综合电商平台美妆类产品表现平淡，但以抖音为主的兴趣电商则迎来强势增长，据抖音双11好物节数据报告，2022年10月31日-11月11日双十一期间，抖音美妆类产品日成交额同比增长132%，预售成交额同比增长566%，14个品牌破亿，支付用户数同比增长96%。
- ❑ 抖音美妆成交额分品类来看，护肤品GMV排名前十的品牌中有三个上榜，分别是欧诗漫（5）、珀莱雅（7）、自然堂（9）；彩妆类GMV排名前十的品牌中有4个上榜，分别是花西子（1）、卡姿兰（3）、彩棠（4）、INTOYOU（7）。与天猫相比，抖音成交额排名靠前的品牌定位更加大众，国货排名更靠前。

抖音双十一护肤榜单

排名	品牌
1	后
2	雅诗兰黛
3	欧莱雅
4	SK-II
5	欧诗漫
6	海蓝之谜
7	珀莱雅
8	赫莲娜
9	自然堂
10	兰蔻

抖音双十一彩妆榜单

排名	品牌
1	花西子
2	3CE
3	卡姿兰
4	彩棠
5	尔木萄
6	YSL
7	INTOYOU
8	DIOR
9	JUJUEYOU
10	纪梵希

数据来源：蝉妈妈，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ 2022行业回顾

板块回顾

化妆品：消费需求疲软，增长承压

零售：电商持续增长，线下表现低迷

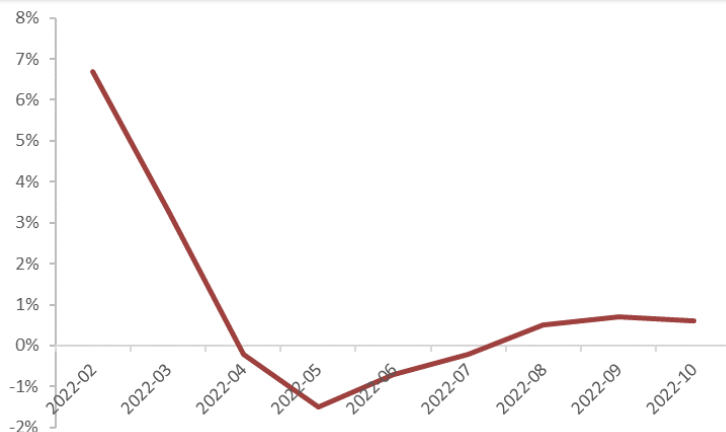
◆ 2023年行业展望及投资策略

◆ 2023年重点推荐投资标的

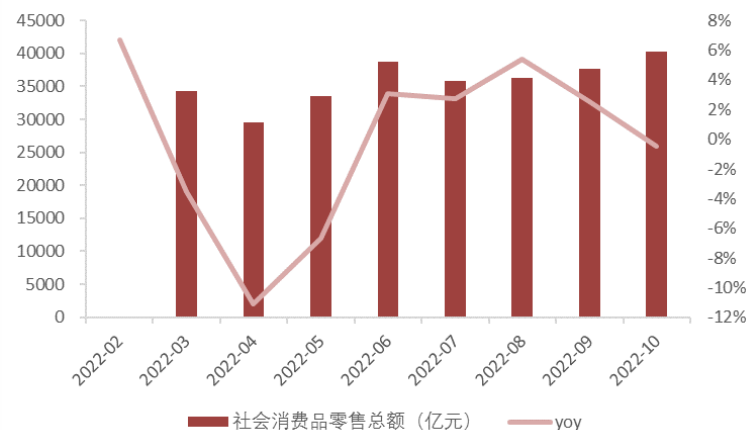
社零总额变化呈V型趋势

- ❑ 截至2022年10月，我国社会消费品总额为36万亿元，累计同比增长0.6%，增幅较小。分季度来看，Q1/Q2/Q3增速分别为+3.3%/-4.6%/+3.5%，整体呈现V型趋势，主要受二季度开始的疫情影响，一度出现负增长，至三季度开始进入缓慢恢复态势。
- ❑ 分月份来看，今年4月份社零总额同比下降11.1%，下滑最为明显，主要因为4月份开始上海等多地出现长达一个月以上的疫情反复现象，多地线下消费和电商物流受限，整体消费环境低迷、居民消费意愿较为疲软；至6-7月份开始疫情管控进入常态化，社零增速恢复正增长。

社零总额累计同比增速



社零总额及同比增速



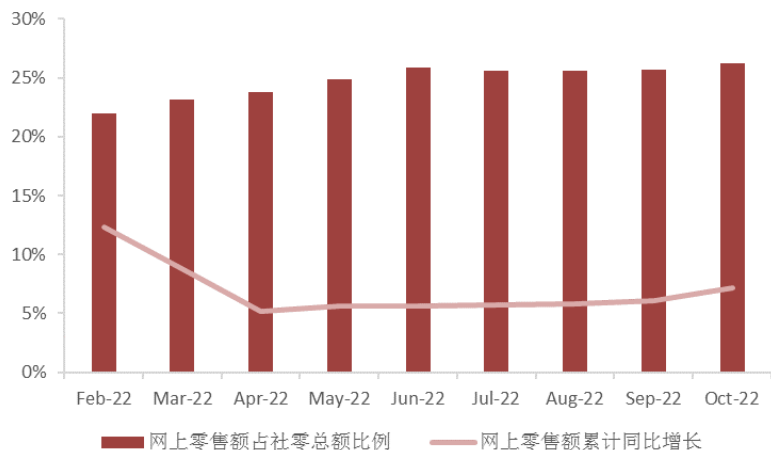
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

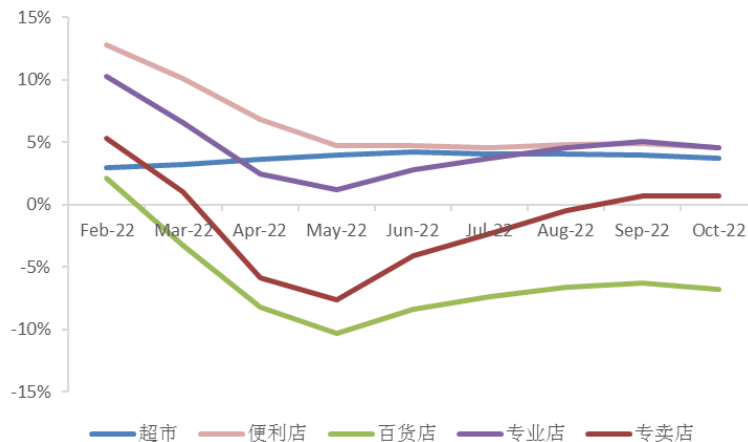
线上增长延续，线下业态表现分化

- ❑ 分渠道来看，线上商品销售延续增长态势，且占社零总额比例逐渐增高，至从年初22%增长至最近10月份26.2%；网上零售额累计同比增长保持在5%以上。线上渠道仍然保持着稳定发展态势。
- ❑ 线下渠道各业态表现出现分化，超市、便利店、专业店始终保持正增长，百货、专卖店则表现较为疲软，尤其是百货业态受疫情冲击较严重，从3月开始始终处于负增长，下半年有缓慢恢复趋势。截至今年10月，限额以上超市、便利店、百货店、专业店、专卖店零售额累计同比变动分别为+3.7%/+4.6%/-6.8%/+4.6%/+0.7%。

线上零售延续增长态势



线下分业态累计同比增速



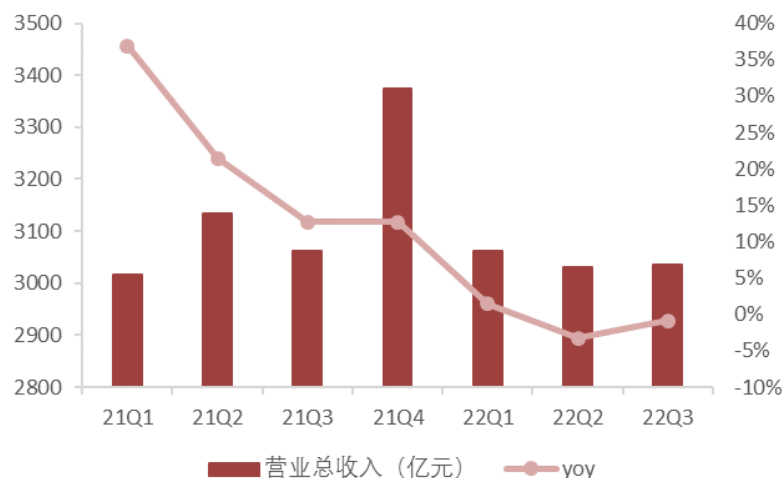
数据来源：国家统计局，西南证券整理

www.swsc.com.cn

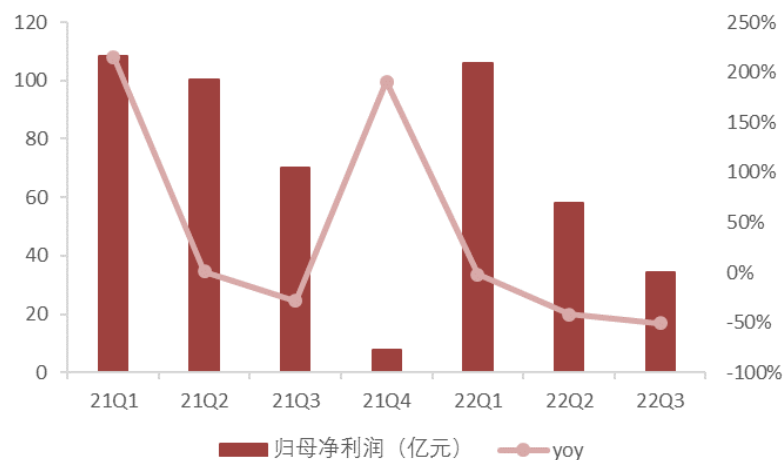
收入利润面临增长压力

- ❑ SW商贸零售企业今年前三季度营收略微下滑，Q1/Q2/Q3同比增速分别为+1.5%/-3.3%/-0.9%，二季度开始受疫情影响收入端出现负增长，三季度随着多地疫情管控进入常态化有所恢复，但整体消费需求仍较为疲软。
- ❑ SW商贸零售企业今年前三季度利润端承压，出现了较大程度的下滑，Q1/Q2/Q3同比增速分别为-2%/-42.1%/-50.9%，下滑幅度逐渐扩大，主要因为疫情影响，线下门店经营首先，居民消费需求低迷，导致企业大量采取促销及产品结构调整等措施，盈利能力有所削弱。

SW商贸零售营业收入



SW商贸零售归母净利润



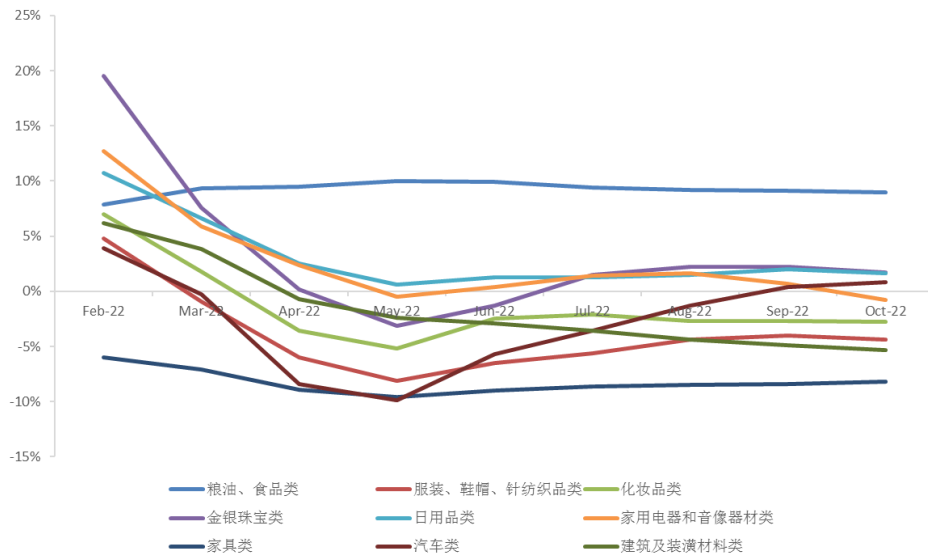
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

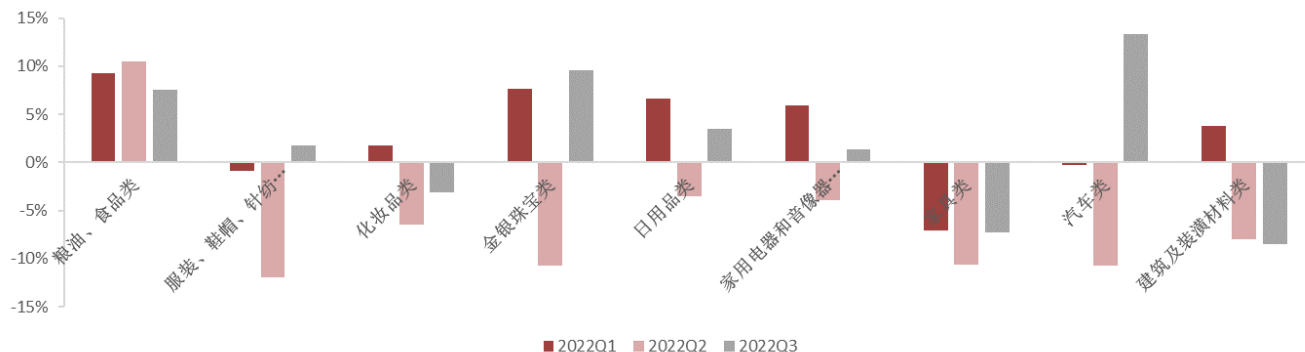
必选消费较可选消费表现更稳定

□ 分品类来看，在受到疫情影响宏观经济形势较为低迷的情况下，可选消费品类增长承压，如服饰鞋帽、化妆品、金银珠宝等在二季度下滑明显，三季度开始进入逐步复苏态势；相较来说必选消费品类表现较为稳定，粮油、食品等保持正增长；家具、建材类受影响较为严重，截至三季度仍没有明显向上拐点出现。

分品类累计同比增长



前三季度各品类同比增速



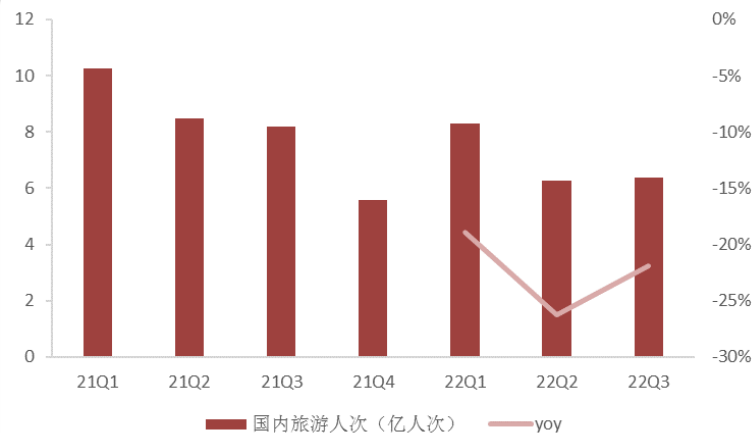
数据来源：国家统计局，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

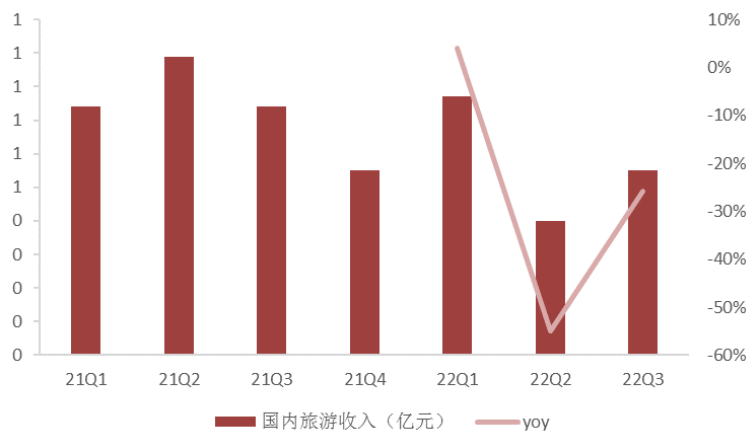
国内旅游市场逐步恢复

- ❑ 2021年国内疫情管控常态化，旅游人次和收入较2020年有大幅度好转，恢复至接近2019年同期水平。2022年国内多地散点疫情多发，上海、成都、海南等旅游大省均有不同程度的管控，前三季度国内旅游人次及收入同比均有所下滑。
- ❑ 各节假日国内旅游人次恢复至2019年同期60-80%左右，国内旅游市场整体仍处于逐步恢复态势。

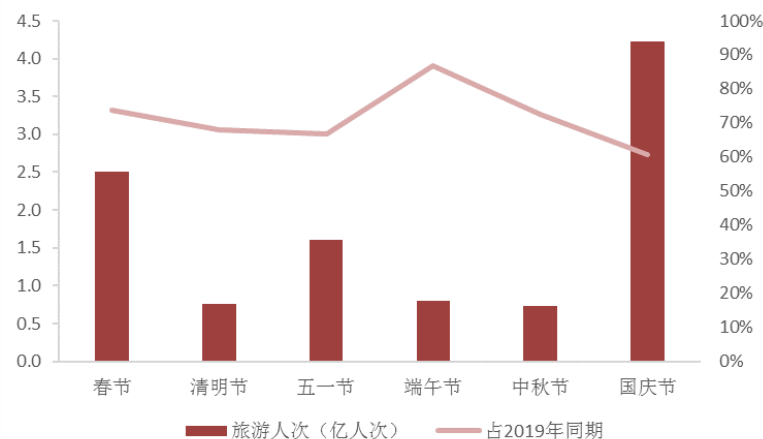
国内旅游人次及增速



国内旅游收入及增速



节假日国内旅游人次及恢复程度



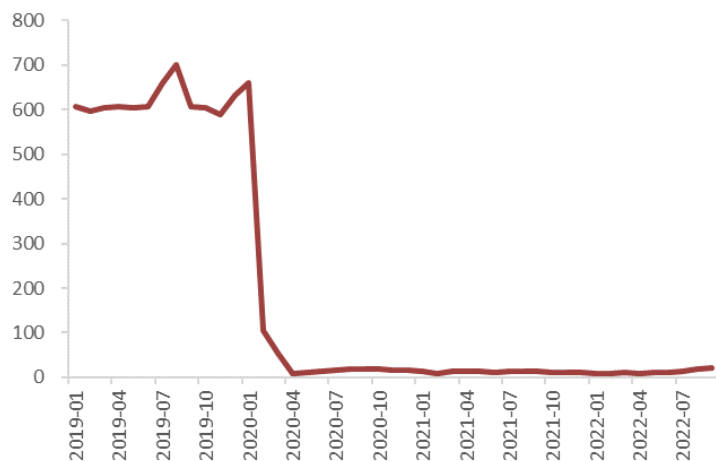
数据来源：中国文化和旅游部，西南证券整理

www.swsc.com.cn

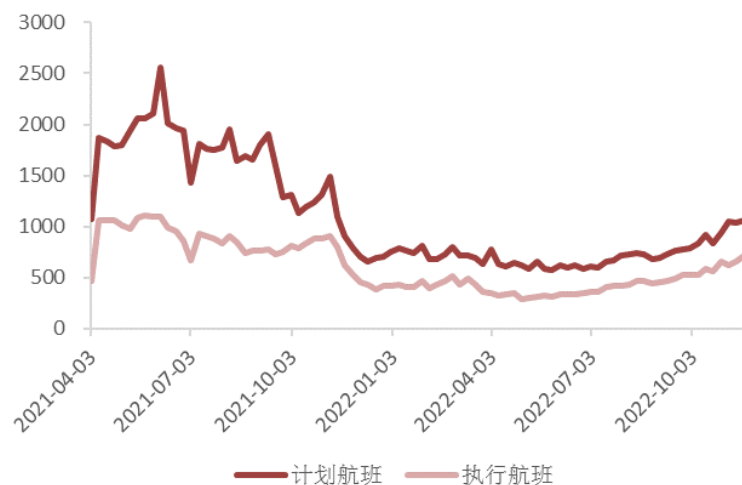
出入境未见明显改善

- 受疫情影响，出入境受到严格管控，航班熔断机制导致民航国际客运量出现断崖式下滑，自2020年3月以来每月国际客运量仅为10万余人，据民航局最新数据，2022年9月国际客运量为21万人，仍未出现明显复苏拐点。预计随着疫情防控政策取消国际航班熔断机制，国际客运量将进入缓慢恢复趋势。
- 今年民航国际航班计划与执行数同比均有所下滑，主要因为今年疫情出现散点爆发和反复多发等情况，出入境航班受到较大影响。但与2021年相比，取消航班架次有所下降，且计划和执行航班数量从四季度开始进入上升态势。

民航国际客运量（万人）



民航国际航班计划&执行（架次/周）



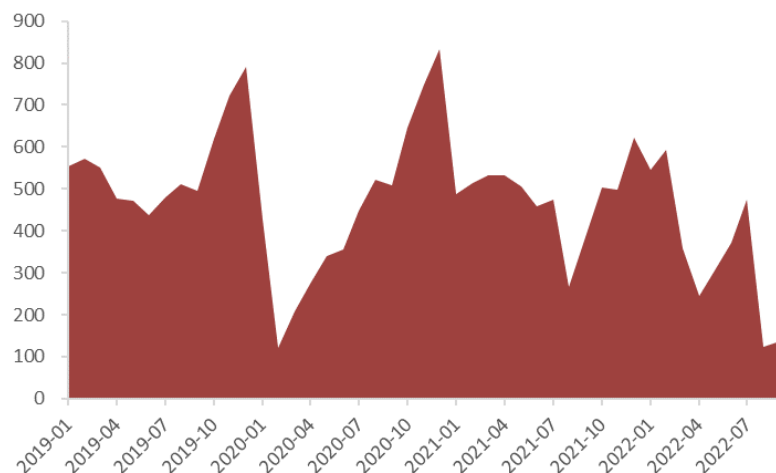
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

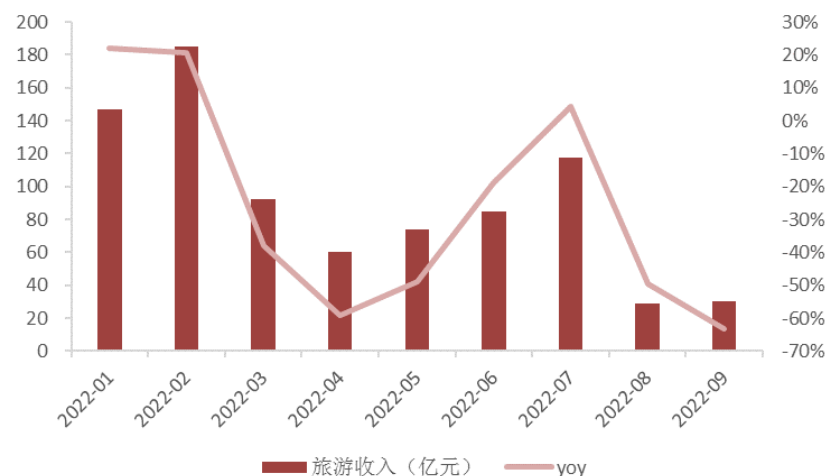
海南旅游人数先增后降

- ❑ 疫情以来，出境旅游人数锐减，境外消费大量回流，离岛免税承接了其中大部分消费需求，海南也迎来了大量游客。但随着国内省市之间疫情管控趋严，出行风险加大，海南接待游客数呈现逐渐下降态势，特别是今年三季度开始海南省出现较为严重的散点疫情，出入岛及岛内线下旅游和购物中心一度暂停，游客人数降至仅一百万余人。
- ❑ 海南旅游收入同样先增后降，Q1/Q2/Q3同比增速分别为+0.5%/-44.8%/-30%，主要受疫情影响，旅游消费人数及需求都较为疲软。

海南接待过夜游客数（万人/月）



海南旅游收入及增速



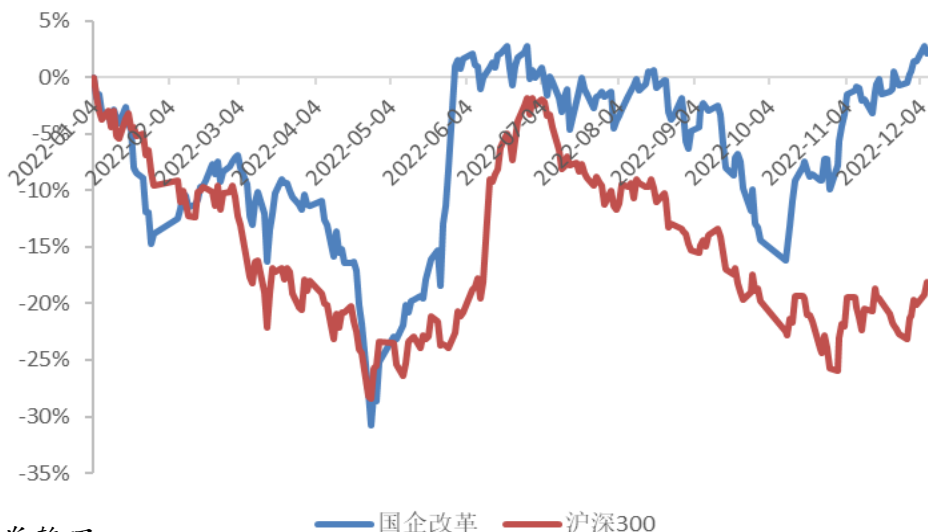
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

国企改革收官之年

- ❑ 2022年为国企改革三年行动的收官之年，这三年以来有力破解了一批体制机制障碍，有效解决了一批长期想解决而没有解决的问题，在许多重要领域和关键环节实现系统性重塑、整体性重构，涌现出一批活力竞相迸发、动力更加充沛的现代新国企。集中体现为三个明显成效：第一，形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和国资监管体制取得明显成效；第二，推动国有经济布局优化和结构调整取得明显成效；第三，提高国有企业活力效率取得明显成效。
- ❑ 回顾今年国企改革概念股走势，今年以来国企改革概念板块基本跟随大市，5-6月，国资委释放利好，印发工作方案拟推动央企控股上市公司高质量发展，国企改革板块实现较大涨幅；年末国企改革收官，截至12月7日，国企改革概念板块上涨2.4%，跑赢沪深300指数20.6个百分点。

国企改革相对指数表现



数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2022年行业展望及投资策略

化妆品：优质龙头性价比凸显

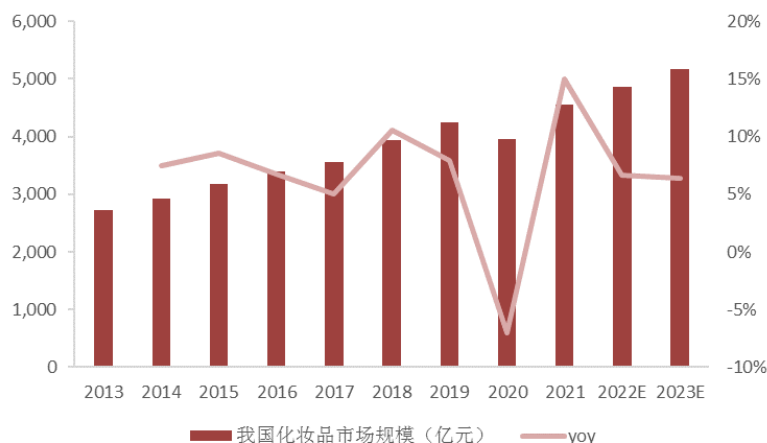
零售：静待消费复苏，免税增长空间大

◆ 2023年重点推荐投资标的

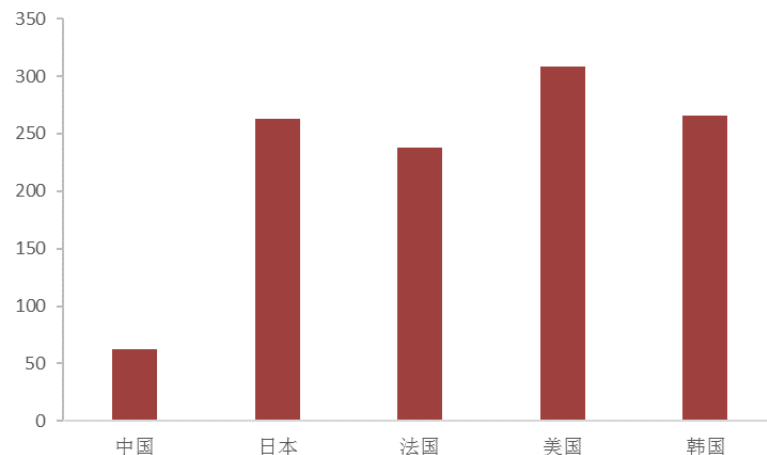
化妆品市场前景广阔，渗透率有待提高

- ❑ 据艾媒咨询统计，2021年我国化妆品市场规模达到4553亿元，已成为全球化妆品消费第二大国，近五年CAGR为6%，预计2023年将超过5000亿元。随着居民可支配收入的提升，以及化妆品必选属性的增强，我国化妆品市场将保持稳定发展趋势，市场空间广阔。
- ❑ 对比几个主要的化妆品消费国家，我国化妆品人均消费支出仍然处于较低水平，仅为日本、法国、美国、韩国等发达国家的1/5左右。我国化妆品渗透率还有较大提升空间，随着更多细分赛道的增长，比如男士护肤、儿童护肤等，人均化妆品消费支出有望得到较快提升，带动我国化妆品市场规模进一步增长。

我国化妆品规模及增速



各个国家人均化妆品消费支出 (美元)



数据来源：艾媒咨询，前瞻产业研究院，西南证券整理

www.swsc.com.cn

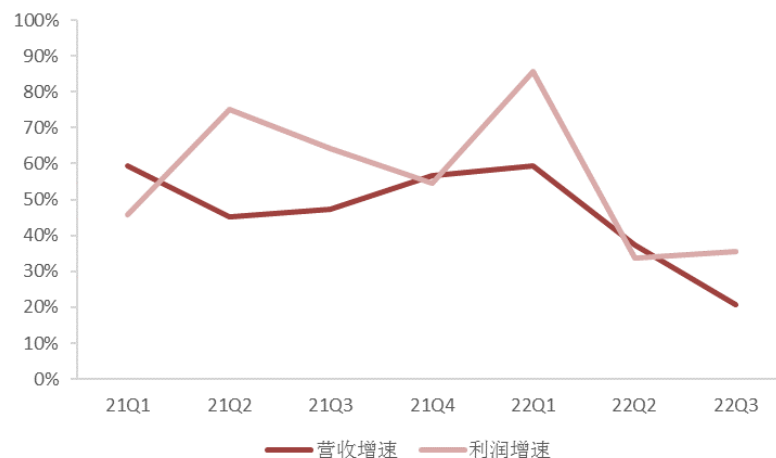
龙头集中度提升，增速远超行业平均

- 尽管今年前三季度化妆品表现较为低迷，增长承压，但以上市公司业绩和双十一销售情况来看，国货品牌表现则出现分化。珀莱雅、薇诺娜、夸迪等国货护肤品牌以及花西子、彩棠等彩妆品牌表现十分亮眼，接连创造新的销售记录，并且在双十一预售活动中凭借产品价格优势与国际大牌正面抗衡，火爆程度甚至超过国际大牌。
- 今年双十一，珀莱雅排名天猫美妆第五，同比增长120%+，京东美妆第五，同比增长110%，3款产品销售额破2亿；彩棠天猫彩妆排名第十，同比增长80%，抖音彩妆排名第十，同比增长380%；薇诺娜连续五年蝉联天猫美容护肤TOP10、天猫美妆类目第六，天猫超市美妆类目第一，唯品会国货美妆第一，京东美妆第七，快手美妆第七；夸迪双十一期间累计销售额7.82亿元，预售首日李佳琦直播间录得3.34亿元GMV。

珀莱雅营收&利润增速



贝泰妮营收&利润增速



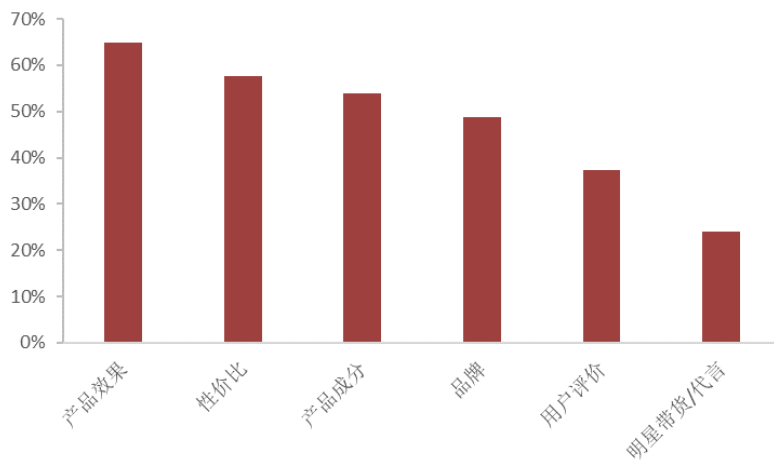
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

大单品策略见效，国货建立优势壁垒

- 据艾媒咨询统计数据，中国消费者在购买化妆品时，产品效果、性价比、产品成分为排名前三的关注点，随着国货品牌对核心成分和技术的研发投入逐渐加大，过去主要以价格和渠道驱动的战略逐步转变为以产品和品牌驱动，凭借对中国消费者需求的精准洞察力，越来越能够契合消费者对于化妆品的消费需求。
- 国际大牌具备数十年甚至上百年的历史积淀，在原料、工艺、配方、终端产品方面都具备较强优势，在此基础上国货采取大单品策略，通过对中国消费者更深入的了解和消费需求变化更快速的反应建立起相对优势。以珀莱雅为例，红宝石精华和双抗精华作为公司主打大单品，已构筑起公司两大王牌系列，形成了坚固的产品护城河。大单品策略已被验证成效显著，未来有望出现更多国货爆款产品，持续提升市占率。

消费者购买化妆品关注点



珀莱雅红宝石&双抗系列



数据来源：艾媒咨询，珀莱雅天猫旗舰店，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

龙头估值回落，长期布局时机已至

- ❑ 以珀莱雅、贝泰妮、上海家化、华熙生物四大国货化妆品龙头来看，估值均有所回落，目前回落至约2020年水平，当前时点投资性价比较高。
- ❑ 具体来看，以珀莱雅和贝泰妮为例的国货化妆品龙头盈利能力表现稳定，且均高于行业平均水平。

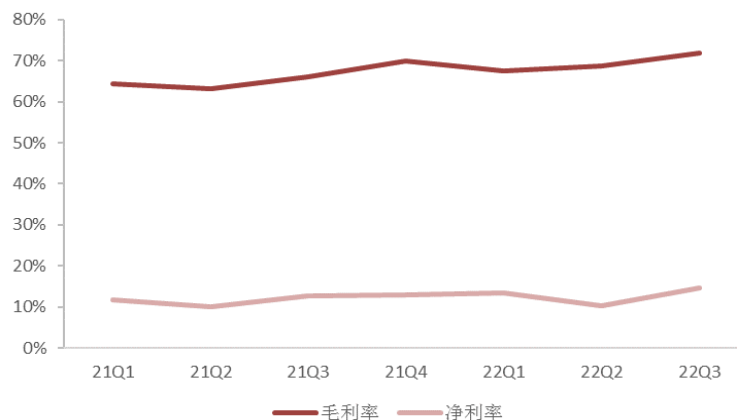
化妆品龙头历史估值



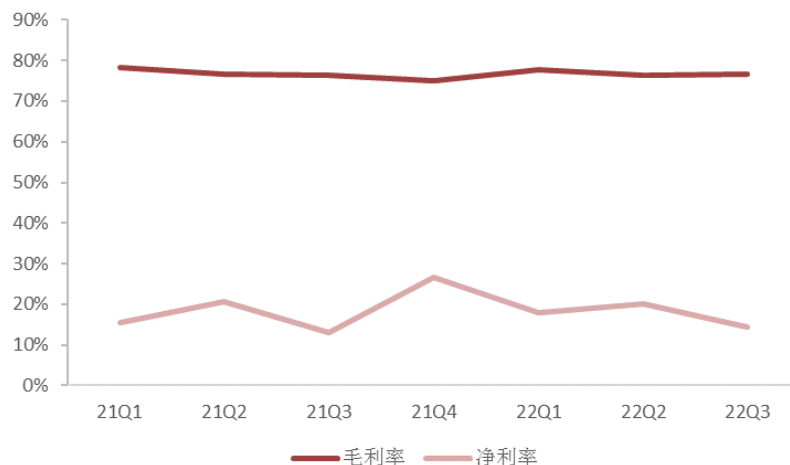
数据来源: wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

珀莱雅单季度盈利表现



贝泰妮单季度盈利表现



目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2022年行业展望及投资策略

化妆品：优质龙头性价比凸显

零售：静待消费复苏，免税增长空间大

◆ 2023年重点推荐投资标的

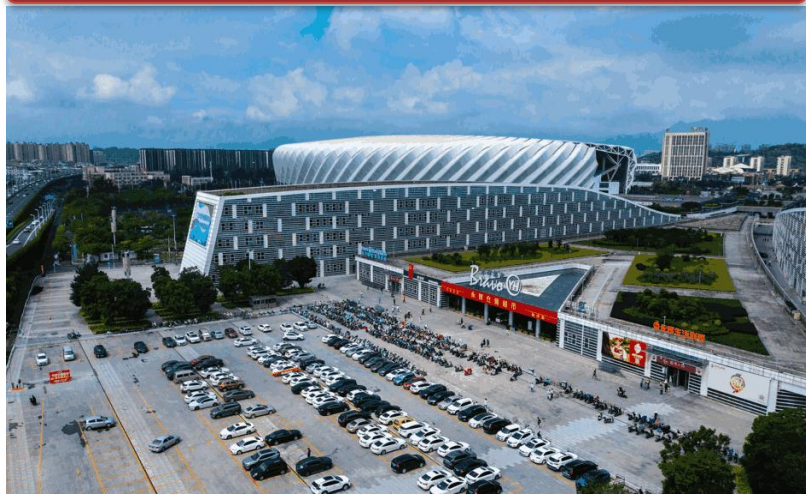
传统零售探索新零售模式

- ❑ **商超构建生鲜供应链**，生鲜是商超重要竞争优势之一，但因为冷链运输的特殊性，需要完善的供应链体系。目前有不少商超都在积极拓建生鲜供应链，如家家悦建设自有生鲜供应体系、红旗连锁与彩食鲜合作搭建生鲜供应链。
- ❑ **线上线下融合发展**，在疫情冲击实体零售的情况下，传统零售商积极拥抱线上业务，推出自有小程序、APP，与美团、饿了么等外卖平台合作，实现线上下单线下提货、线上购买送货到家等服务，打通从社区到家最后一百米。
- ❑ **新零售加速发展**，依托互联网，通过大数据、人工智能等高新技术对生产、运输、门店等进行全面升级改造，如永辉超市推出的仓储会员店、家家悦打造的付费会员制仓储超市等，对标山姆、麦德龙的大型商超，以及对标罗森的便利店，新零售将往更丰富业态、更贴合需求发展。

家家悦生鲜加工中心



永辉仓储超市

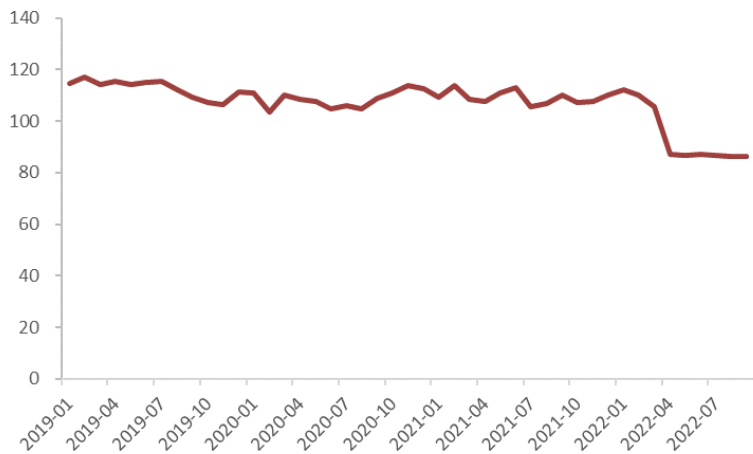


数据来源：家家悦官网，永辉超市官网，西南证券整理
www.swsc.com.cn

促消费政策加码，静待消费复苏

- ❑ 消费意愿恢复较为缓慢，据国家统计局数据，今年以来，从二季度开始，受多地疫情反复影响，出行及线下消费受到抑制，消费者信心指数出现下滑，消费意愿较为疲软，且持续到三季度尚未出现明显拐点
- ❑ 今年以来，为促进居民消费，各地政府都出台相应政策，例如发放消费券、减免停车费等优惠活动。从今年上半年开始，超20个城市都发放了大量购物消费券，累计指出财政资金约40亿元。在全国多地持续加码促消费政策的情况下，明年开始居民消费意愿有望逐步进入恢复态势。

消费者信心指数：消费意愿



成都发放消费券



离岛免税经营业态更加丰富

- ❑ 2022年10月28日，全球最大单体免税店——海口国际免税城开业，开业首日便销售火爆，当日海南11家离岛免税店总销售额超7亿元，创下海南离岛免税店单日销售额历史新高，接近以往历史最高值的2倍。
- ❑ 王府井作为国内唯二具备免税全牌照的免税经营主体，在取得牌照两年后，正是宣布进军离岛免税，王府井首家离岛免税店将于2023年年初与海南万宁正式开业。届时离岛免税经营主体将增加为6家，离岛免税市场格局将愈发丰富和完善，带动免税行业整体迎来新的增长。

海口国际免税城



王府井免税店概念图



数据来源：中国中免公众号，王府井公众号，西南证券整理
www.swsc.com.cn

政策促进离岛免税蛋糕做大

- 离岛免税政策逐渐加码，旨在促进离岛免税市场蛋糕做大。近年来，逐步放宽人均限额、增加产品种类、丰富提货方式，政策放宽推动离岛免税加快发展。

离岛免税政策梳理

发布时间	政策文件	购买条件	免税额度	商品品类	购买次数	提货方式
2011.03	财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	年满 18 周岁乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	5000 元/人/年	18 类	非岛内居民旅客 2 次/人/年，岛内居民旅客 1 次/人/年	机场提货
2012.11	财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	年满 16 周岁乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	8000 元/人/年	21 类	-	-
2015.03	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物的公告	-	-	38 类	-	-
2016.01	财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物的公告	-	1.6 万元/人/年	-	对非岛内居民旅客取消购物次数限制	-
2017.01	财政部关于将铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围的公告	新增年满 16 周岁铁路离岛但不离境的国内外旅客	-	-	-	新增火车站提货
2018.12	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	新增年满 16 周岁乘轮船离岛但不离境的国内外旅客	3 万元/人/年	增加部分家用医疗器械商品	-	新增海口秀英港、新海港
2020.06	关于海南离岛旅客免税购物政策的公告	-	10 万元/人/年	45 类	-	-
2021.02	关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告	-	-	-	-	可选择邮寄送达

数据来源：财政部，西南证券整理
www.swsc.com.cn

口岸管控放宽，国际出行缓慢恢复

- 疫情防控政策持续更新，目前已取消了航班熔断机制，此后国际机票搜索量飞速上涨，国际航班计划执行架次出现明显增长趋势，取消航班也逐渐减少，截至11月29日，当日预计执行航班架次达到185，创今年内新高。

国际航班计划架次

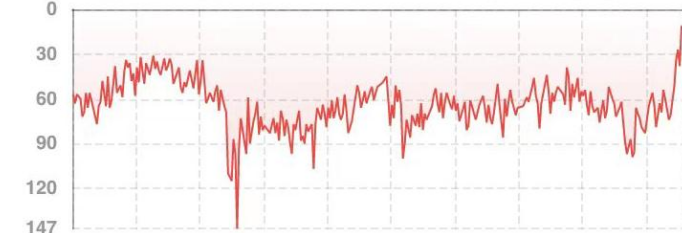
国内↔国际

*包含港澳台

212	185	27	32
计划	预计执行	取消	延误

执行航班

(今天)2022-11-29



取消航班

- 在国际航班恢复常态化运行，航班架次增加的情况下，国际机票价格也出现回落。据航旅纵横数据显示，11月以来国际机票预订量同比增长近140%，上半月国内航司的国际航线实际执行客运航班量近1900架次，基本恢复至去年同期水平，平均票价也稳中有降，约8554元，同比去年下降约15%。

9-10月国际机票价格变动趋势

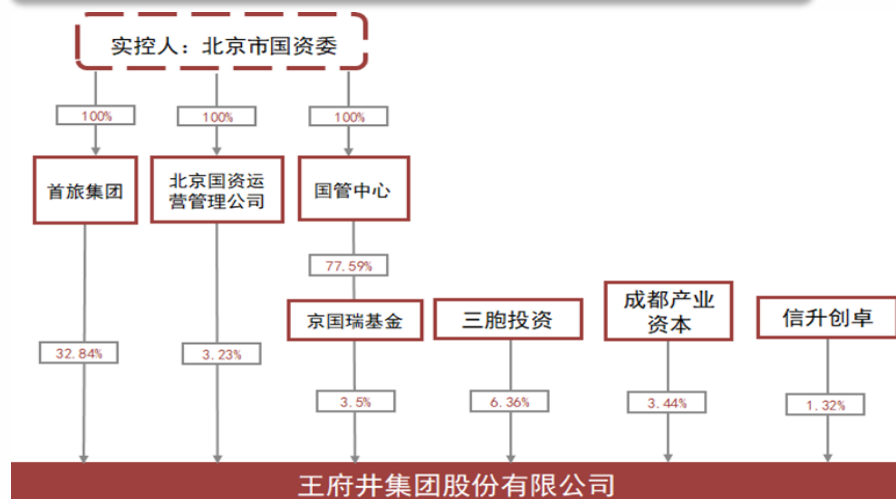


数据来源：飞常准，去哪儿旅行，西南证券整理
www.swsc.com.cn

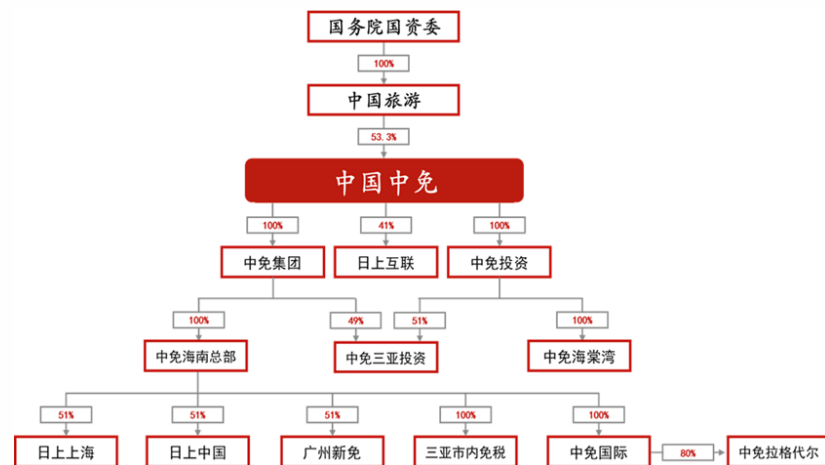
国企改革走进新阶段

- ❑ 在二十大报告上，国企改革内容较十九大有了新的发展趋势，对国资国企改革的理论、方向、使命任务、标准、途径、要求与保障等等方面都有全新的要求，新举措将继续推进国企改革迈向新阶段。
- ❑ 推荐关注国内零售龙头**王府井（600859）**：王府井历经多次股权分置改革及战略投资者引入，2021年通过换股吸收合并首商股份，目前首旅集团为公司最大股东。
- ❑ 推荐关注国内免税龙头**中国中免（601888）**：公司前身为中国免税品公司，与中国国际旅行社总社进行战略重组后组建了中国旅游集团，后更名为中国旅游集团中免股份有限公司，目前中国旅游集团为控股股东。

王府井股权结构



中国中免股权结构



数据来源：wind，西南证券整理
www.swsc.com.cn

目 录

 2022行业回顾

 2022年行业投资策略

 2023年重点推荐投资标的

珀莱雅（603605）：大单品策略成效显著，多品牌布局

□ 投资逻辑：

1) 国货化妆品龙头地位稳固，主打产品表现亮眼、持续高增，市场份额长期保持行业领先。2) 大单品策略卓有成效，围绕核心大单品已形成红宝石+双抗两大王牌产品系列，未来还将持续打造源力等更多爆款大单品。3) 彩妆品牌彩棠、护发品牌OR、年轻肌肤品牌悦芙媞等多品牌协同发力，品牌矩阵持续完善，有望走出新的增长曲线。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司大单品策略进入收获期，多品牌布局持续完善，增长稳定，预计2022-2024年EPS分别为2.65、3.37、4.20元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

国内市场竞争加剧、新品推出不及预期、渠道拓展不及预期。

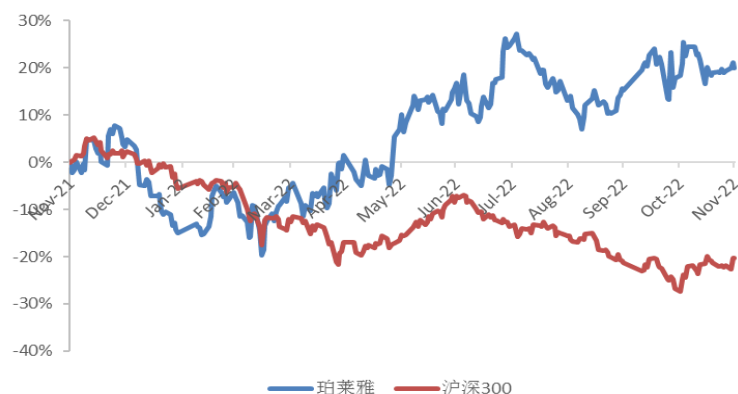
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4633.15	5895.83	7493.09	9233.06
营业收入增长率	23.47%	27.25%	27.09%	23.22%
归母净利润（百万元）	576.12	744.77	949.09	1181.87
净利润增长率	21.03%	29.27%	27.43%	24.53%
EPS（元）	2.05	2.65	3.37	4.20
P/E	80	62	48	39

数据来源：Wind，西南证券

WWW.SWSC.COM.CN

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

贝泰妮（300957）：专注细分赛道，构筑优势壁垒

□ 投资逻辑：

1) 深耕皮肤学级化妆品赛道，打造“舒敏+”系列产品矩阵，研发实力强，位居国内皮肤学级护肤品商场第一位。2) 渠道布局完善，线下渠道具备独特优势，私域运营逐步发力，触达客群有望继续扩宽。3) 子品牌薇诺娜宝贝专注婴幼儿护肤，已有所放量，Aoxmed进入孵化期，空间值得期待。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司主品牌价值持续释放，子品牌厚积薄发持续推进，预计2022-2024年EPS分别为 2.82、3.83、5.14元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

国内市场竞争加剧、新品推出不及预期、渠道拓展不及预期。

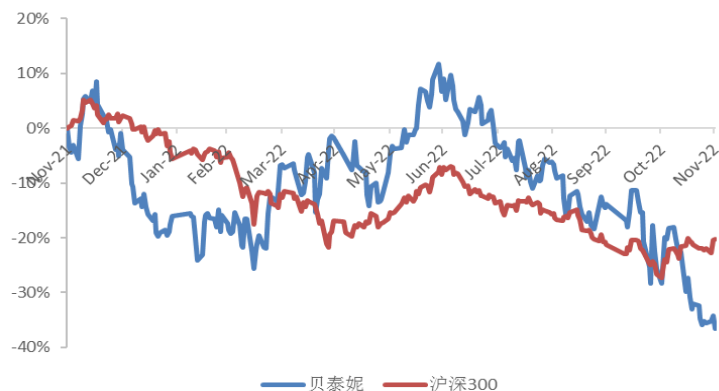
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4022.40	5541.30	7454.72	9846.19
营业收入增长率	52.57%	37.76%	34.53%	32.08%
归母净利润（百万元）	862.92	1192.95	1621.71	2175.65
净利润增长率	58.77%	38.25%	35.94%	34.16%
EPS（元）	2.04	2.82	3.83	5.14
P/E	70	51	37	28

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

华熙生物（688363）：玻尿酸龙头，功能性护肤品业务高增

□ 投资逻辑：

1) 全球透明质酸供应商龙头，占据44%市场份额。2) 透明质酸全产业链发展，布局原料、医疗终端、功能性护肤品、食品赛道，其中功能性护肤品四大品牌协同发力，品牌矩阵已基本形成，通过线上渠道逐渐起量，为公司主要营收来源。3) 合成生物技术布局新赛道，已率先切入胶原蛋白领域，有望复制透明质酸成功路径，带来新的增长曲线。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司四大品牌协同发力，合成技术打造新的核心原料，预计2022-2024年EPS分别为 2.09、2.80、3.61元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

国内市场竞争加剧、新品推出不及预期、渠道拓展不及预期。

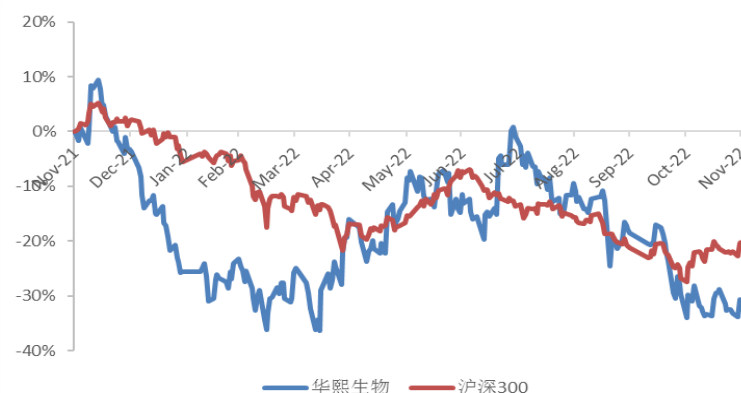
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4947.77	6914.70	9103.75	11403.57
营业收入增长率	87.93%	39.75%	31.66%	25.26%
归母净利润（百万元）	782.33	1006.40	1346.30	1734.90
净利润增长率	21.13%	28.64%	33.77%	28.86%
EPS（元）	1.63	2.09	2.80	3.61
P/E	67	52	39	30

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

中国中免（601888）：国内免税龙头，静待疫后修复

□ 投资逻辑：

1) 离岛免税承接消费回流，公司占离岛免税90%以上市场份额，同时全球最大单体免税店海口国际免税城开业，将带动公司离岛份额持续提升。2) 公司充分受益政策红利，疫情前口岸免税高速增长，疫情后离岛免税为主要驱动力，各业务协同发展，抗风险能力强。3) 国内免税行业龙头，具备全渠道免税牌照，静待疫后消费复苏，公司有望重回高增态势。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司国内免税行业龙头地位稳固，充分受益政策红利，预计2022-2024年EPS分别为 4.38、6.75、8.74元，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

消费复苏不及预期、疫情反复、新店经营不及预期。

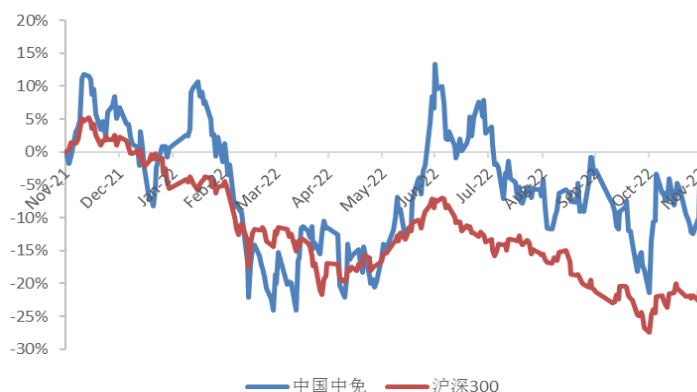
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	67675.52	63500.00	95270.00	123241.60
营业收入增长率	28.67%	-6.17%	50.03%	29.36%
归母净利润（百万元）	9653.74	9070.77	13958.67	18090.32
净利润增长率	57.23%	-6.04%	53.89%	29.60%
EPS（元）	4.67	4.38	6.75	8.74
P/E	40	43	28	21

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

王府井（600859）：国内零售龙头，有税+免税双轮驱动

□ 投资逻辑：

1) 公司作为商贸零售龙头企业之一，具备百货、购物中心、奥特莱斯、超市等多元业态协同发展，形成成熟的多元零售业态。2) 公司首家免税店计划于2023年1月在海南万宁市开业，万宁市是著名的旅游冲浪胜地，免税市场空间较大。3) 背靠大股东，旗下具备丰富的文娱、酒店、餐饮等旅游资源，助力公司有税+免税双轮驱动。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司免税业务稳步推进，与有税业务形成资源协同互补，预计2022-2024年EPS分别为0.60、0.97、1.21元，维持“持有”评级。

□ 风险提示：

免税业态不及预期、消费复苏不及预期、国内市场竞争加剧。

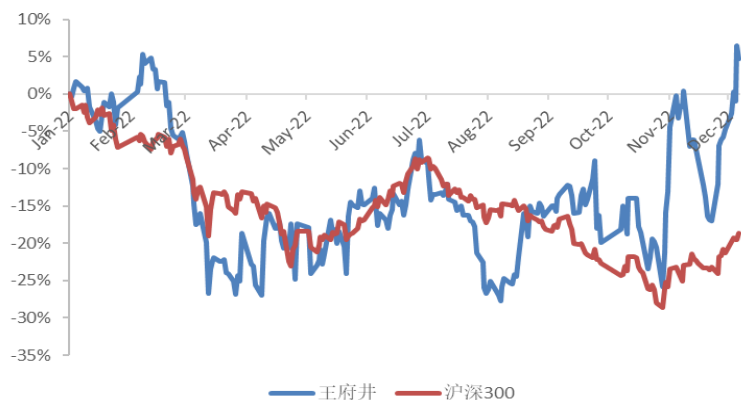
业绩预测和估值指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	12753.08	12069.35	14677.25	17140.01
营业收入增长率	55.08%	-5.36%	21.61%	16.78%
归母净利润（百万元）	1340.24	685.69	1102.72	1376.84
净利润增长率	246.55%	-48.84%	60.82%	24.86%
EPS（元）	1.18	0.60	0.97	1.21
P/E	24	47	29	23

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理



分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：谭陈渝

电话：17782333081

邮箱：tchy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn