

疫情扰动下，美护行业韧性足培育钻石高景气延续

2022 年 09 月 05 日

➤ **美护行业：美护行业受疫情扰动较明显，下半年进入行业旺季，需求有望回补。1) 化妆品：**根据国家统计局，2Q22 化妆品社零销售额增速-4.24%，主要系受到疫情冲击导致物流和供应链受到影响所致，但板块仍具增长韧性，增速高于社零总额增速 0.36pct。以申万美容护理指数中化妆品指数的标的基础，2022 年中报整体实现营收 207.80 亿元/yoy+8.14%，保持稳健增长，实现归母净利润 17.39 亿元/yoy-13.80%；其中 Q2 实现收入 106.22 亿元/yoy+2.37%，归母净利 8.60 亿元/yoy-24.42%。分标的看，头部美妆公司贝泰妮、华熙生物、珀莱雅实现较高的业绩增长，Q2 归母净利分别同比增长 49.06%/31.25%/31.33%。从盈利能力来看，2Q22 化妆品板块实现毛利率 40.96%（整体法）/yoy-3.55pct，受上游原材料涨价及疫情影响较为明显；费率方面，板块销售/管理/研发费用率分别为 33.7%/6.4%/3.5%，同比分别变化 0.67/0.36/1.20pct，其中研发费用率明显上升，在行业法规、市场监管趋严的背景下，研发持续加码。2) 医美：2022 年中报实现营收 250.88 亿元/yoy+2.75%，实现归母净利润 21.31 亿元/yoy-23.92%。从盈利能力来看，整体实现毛利率 38.98%/yoy-1.73pct，销售/管理/研发费用率分别为 18.15%/5.66%/4.97%，分别同比上升 2.06/0.60/1.04pct。整体来看，线下医美受疫情影响较大，随着下半年出行恢复，以及节假日催化，有望恢复业绩增长。

➤ **培育钻石：供需双向驱动，行业持续高景气。**根据 GJEPC，2022 H1，印度培育钻石毛坯进口额为 8.69 亿美元，同比+72.1%，进口额渗透率为 8.1%，同比+2.7PCT。2022Q1，印度厂商存在一定囤货现象；2022Q2，剩余库存基本消化，培育钻石进口额有望延续增长态势。2022H1，印度培育钻石裸钻出口额 8.60 亿美元，同比+80.6%，出口额渗透率 6.4%，同比+2.6PCT。培育钻石的高性价比优势凸显，伴随终端品牌不断布局，消费者认知度有望继续上行。2022H1，培育钻石板块实现营业总收入 75.15 亿元，同比+15.04%；实现归母净利润 12.96 亿元，同比+87.90%。其中，2022H1，力量钻石实现归母净利润 2.39 亿元，同比+121.39%；2022Q2，实现归母净利润 1.38 亿元，同比+105.42%，超此前业绩预告上限。2022H1，中兵红箭实现归母净利润 7.02 亿元，同比+114.61%，2022Q2，实现归母净利润 4.20 亿元，同比+82.49%。我们认为，随着培育钻石公司新建产能逐步落地，终端品牌加速布局，供需双向驱动下，公司的营收与利润有望展现更大弹性。

➤ **黄金珠宝：疫情影响短期经营，“国潮”驱动产品结构优化。**根据中国黄金协会，2022H1，全国黄金消费额 476.82 吨，同比-12.84%。受到疫情的冲击与国际环境多变影响，黄金的避险属性凸显，金价大幅波动支撑投资需求；此外，6 月以来黄金消费呈现恢复势头，有望迎来持续回暖态势。黄金珠宝品牌纷纷推出“国潮”产品，提升高附加值黄金产品所占的比例，产品结构有望进一步优化。2022H1，黄金珠宝行业板块合计实现营业总收入 911.40 亿元，同比+2.46%，略有上行但增速缓慢；受疫情影响较大，2022H1 黄金珠宝板块的归母净利表现疲软，同比-22.64%至 34.33 亿元。

➤ **投资建议：**看好国货医美美妆品牌，推荐爱美客、贝泰妮、华熙生物、珀莱雅及上海家化，建议关注鲁商发展、科思股份、嘉亨家化。培育钻石板块持续高景气，继续推荐力量钻石、中兵红箭、沃尔德、惠丰钻石，建议关注黄河旋风、四方达与国机精工；看好近视防控市场发展前景，推荐明月镜片。

➤ **风险提示：**消费需求整体疲软，行业竞争加剧，新冠疫情反复。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
688363.SH	华熙生物	141.48	1.63	2.15	2.89	87	66	49	推荐
300957.SZ	贝泰妮	181.40	2.04	2.87	3.78	89	63	48	推荐
603605.SH	珀莱雅	157.70	2.05	2.61	3.29	77	60	48	推荐
300856.SZ	科思股份	62.85	0.78	1.67	2.08	81	38	30	推荐
300896.SZ	爱美客	537.37	4.43	6.88	10.05	121	78	53	推荐
300955.SZ	嘉亨家化	22.64	0.96	1.09	1.48	24	21	15	推荐
600315.SH	上海家化	32.47	0.96	0.87	1.12	34	37	29	推荐
301071.SZ	力量钻石	192.67	1.98	4.40	7.85	97	44	25	推荐
000519.SZ	中兵红箭	30.00	0.35	0.93	1.26	86	32	24	推荐
301101.SZ	明月镜片	64.40	0.61	0.99	1.14	106	65	56	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009
电话：13122831967
邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003
电话：17621823792
邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 解慧新

执业证书：S0100122080012
电话：15051878378
邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

- 1.零售周观点：美妆板块短期受节假日及大促备货催化销售回暖，看好中长期行业高景气-2022/08/28
- 2.零售周观点：中报密集披露之际：美护培育钻上游业绩高增，关注 Q3 消费终端回暖-2022/08/21
- 3.胶原蛋白行业深度报告：“胶”月当空前路亮，未来增长犹可期-2022/08/16
- 4.零售周观点：力量钻石 2022H1 业绩表现超预期上限，黄河旋风定增预案获证监会受理-2022/08/14
- 5.社服周观点：上海多因素驱动下看好周边旅游目的地复苏，中免顺利通过港交所上市聆讯-2022/08/14

目录

1 化妆品：板块增长仍具韧性，研发投入持续加码	3
1.1 化妆品板块总览	3
1.2 化妆品产业链各环节财务数据分析	4
1.3 化妆品上市公司情况	9
1.4 海外美妆：亚太地区收入受疫情影响承压	15
2 医美：疫情扰动致业绩承压，期待下半年需求回补	22
2.1 医美板块总览	22
2.2 医美产业链各环节财务数据比较	23
2.3 医美上市公司情况	25
3 培育钻石：供需双向驱动，行业持续高景气	29
3.1 培育钻石板块总览	29
3.2 培育钻石行业财报综述	30
3.3 培育钻石上市公司情况	32
4 黄金珠宝：疫情影响短期经营，“国潮”驱动产品结构优化	32
4.1 黄金珠宝板块总览	32
4.2 黄金珠宝行业财报综述	33
4.3 黄金珠宝上市公司情况	35
5 投资建议	35
6 风险提示	36
插图目录	37
表格目录	38

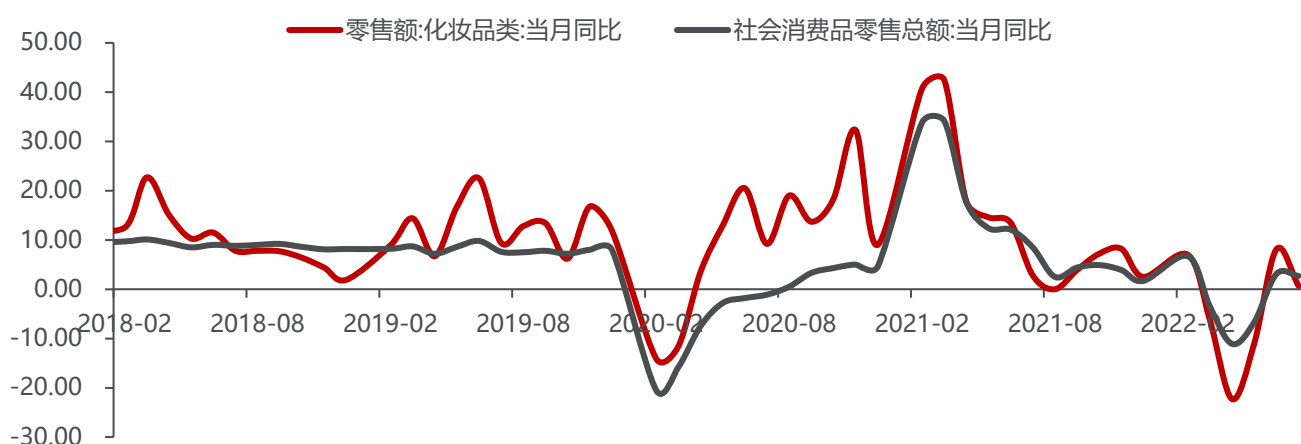
1 化妆品：板块增长仍具韧性，研发投入持续加码

1.1 化妆品板块总览

2022Q2 限额以上化妆品零售额增速为-4.24%，高于社零整体增速0.36pct。

消费行业整体受到疫情反复的冲击，有所回落，但化妆品行业仍然保持增长韧性，同比下降幅度低于整体。

社零总额增速 VS 化妆品行业增速



资料来源：wind，民生证券研究院

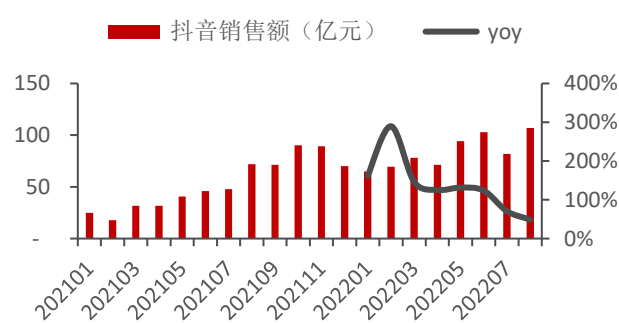
平台流量分化，直播电商模式占比提升。线上平台中抖音、快手等新兴社交电商平台持续崛起，根据魔镜和飞瓜数据，1H22天猫美妆 GMV 同比下降 9%，销量同比下降 13%，其中美容护肤 GMV 同比下降 6%，销量同比下降 13%，彩妆 GMV 同比下降 19%，销量同比下降 23%；抖音平台 Q2 美妆大盘 GMV 同比增长 127%，占天猫 GMV 的 56%，同比上升 33pct，自播占比 15%。

图1：天猫美妆销售额



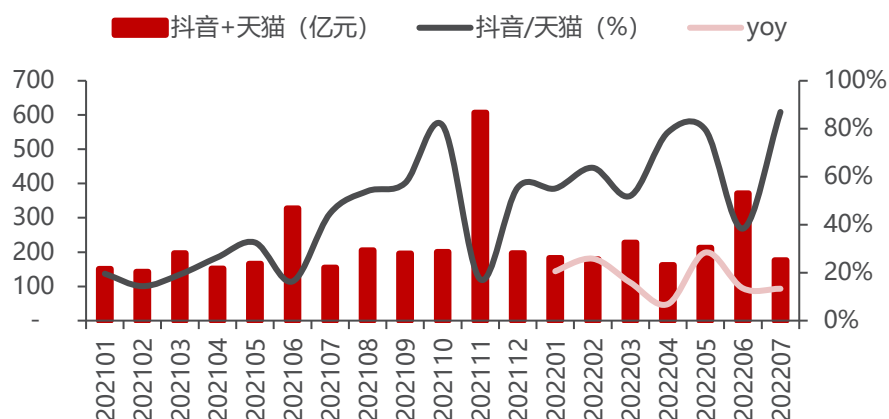
资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

图2：抖音美妆销售额



资料来源：飞瓜数据，民生证券研究院

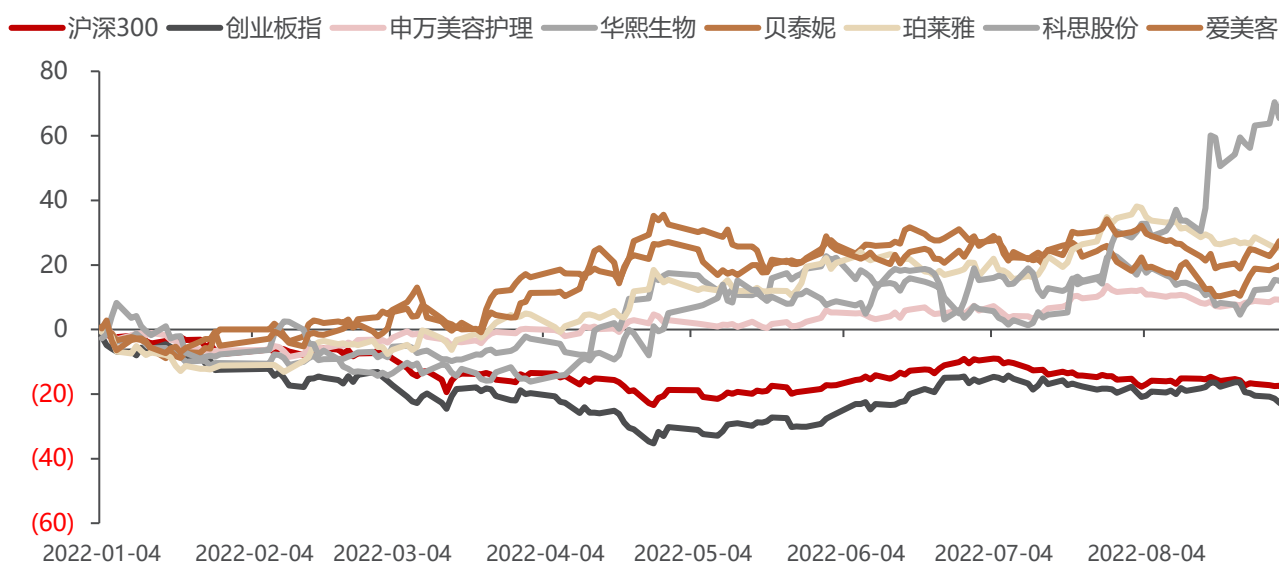
图3：化妆品抖音和天猫平台合计销售额和增速



资料来源：飞瓜数据，魔镜数据，民生证券研究院

2022年Q2头部美护公司超额收益率明显。沪深300、创业板、申万美护指数自年初至今（2022年9月2日）涨跌幅分别为-18.56%、-23.77%、-9.63%，申万美护指数相对沪深300指数的超额收益为8.93%。从个股情况来看，头部医美美妆标的相对创业板指均实现明显的超额收益。

图4：部分指数与上市公司年初至今涨跌幅（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：华熙生物、贝泰妮、科思股份、爱美客为相对创业板的超额收益，珀莱雅为相对沪深300的超额收益。

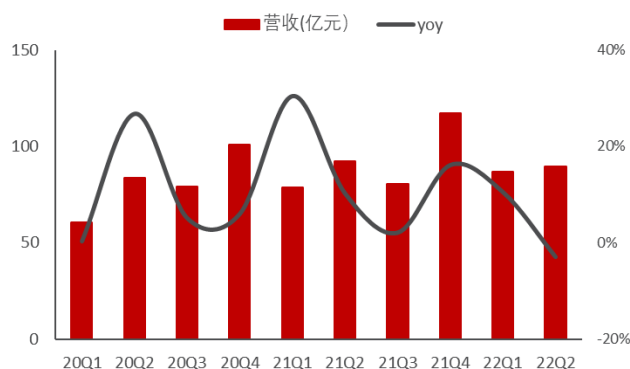
1.2 化妆品产业链各环节财务数据分析

1.2.1 总体收入及盈利能力

板块收入保持增长，研发投入持续加码。以申万美容护理指数中化妆品指数的

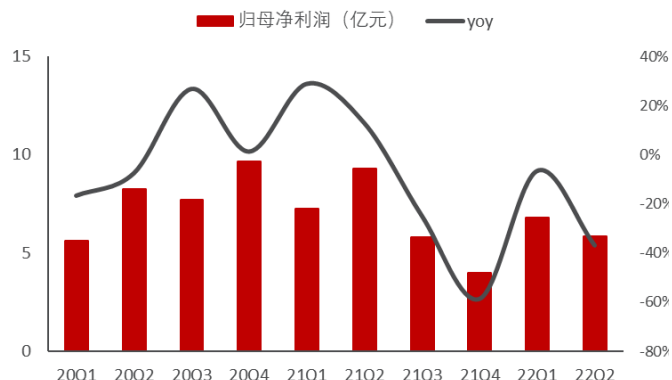
标的基础，2022 年中报整体实现营收 207.77 亿元，同比增长 8.14%，保持稳健增长，实现归母净利润 17.39 亿元，同比下降 13.80%。从盈利能力来看，2Q22 化妆品板块整体实现毛利率 40.96%（整体法），同比下降 3.55pct，受上游原材料涨价及疫情影响较为明显；费率方面，板块整体销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 33.69%/6.42%/3.46%，同比变化 0.67/0.36/1.20pct，其中研发费用率同比明显上升，在行业法规、市场监管趋严的背景下，研发投入有所提升。

图5：美妆标的单季度营收及增长率



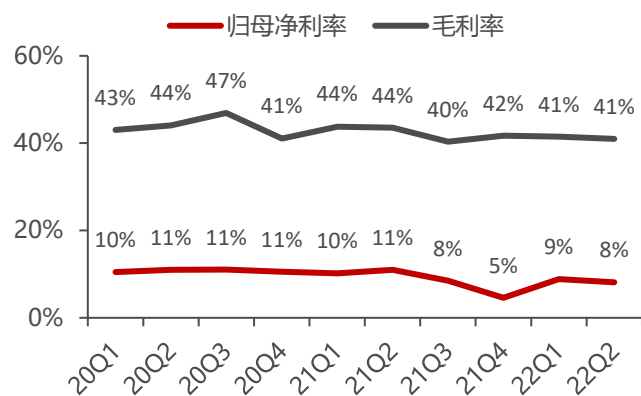
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：美妆标的单季度归母净利润及增长率



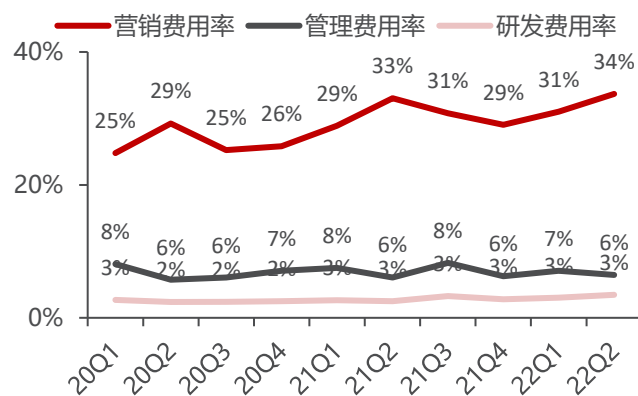
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美妆标的单季度毛利率及归母净利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：美妆标的单季度三费率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

1H22&2Q22 品牌商表现分化，少数企业实现一季度二季度连续正增长。

1H22 品牌商整体营收 205.77 亿元/yoy+8.14%，其中贝泰妮、华熙生物和珀莱雅实现两季度连续正增长，1H22 营收分别为 20.5 亿元/yoy+45.19%、29.35 亿元/yoy+51.58%、26.26 亿元/yoy+36.93%；1H22 品牌商归母净利 17.39 亿元/yoy-13.80%，归母净利率 8.45%/yoy-2.15pct；其中贝泰妮/珀莱雅/水羊股份/鲁商发展/科思股份实现正增长。

上游加工/原料环节在上半年主要受到疫情导致的仓库原料积压/物流配送延

迟/管理成本增加等因素影响拖累板块业绩。1H22 上游厂商整体营收 26.96 亿元/yoy-8%；归母净利 0.15 亿元/yoy-95%，其中青松股份 1H22 归母净利-1.59 亿，归母净利率-0.11%/yoy-2.19%；2Q22 青松股份业绩受多因素扰动尚未修复。

表1：1H22 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	1H22 营收 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)	1H22 归母净利润 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)
贝泰妮	20.50	45.19	-4.75	3.95	49.06	-16.22
珀莱雅	26.26	36.93	-1.60	2.97	31.33	4.85
华熙生物	29.35	51.58	(52.86)	4.73	31.25	(3.76)
上海家化	37.15	-11.76	-26.02	1.58	-44.84	-100.68
丸美股份	8.17	-6.48	-16.57	1.17	-38.11	-8.65
水羊股份	22.01	3.89	-45.94	0.83	-6.88	-171.36
鲁商发展	48.35	18.88	4.19	1.89	-39.18	-68.94
科思股份	8.2	61.29	71.80	1.47	69.79	77.35
嘉亨家化	4.6	-10.57	-41.70	0.27	-28.67	-21.95
青松股份	14.16	-25.89	-32.34	-1.59	-187.76	-167.68
总计	189.4	8.02	-12.73	12.54	-24.93	-42.28

资料来源：Wind，民生证券研究院；

表2：2022Q2 美妆上市公司营收及归母净利润数据

公司名称	2Q22 营收 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)	2Q22 归母净利润 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)
贝泰妮	12.41	37.24	-7.91	2.49	33.57	-41.56
珀莱雅	13.72	35.54	5.12	1.39	19.62	4.61
华熙生物	16.81	44.89	-55.31	2.73	31.38	0.47
上海家化	15.98	-23.73	-27.46	-0.41	-135.16	-216.85
丸美股份	4.34	-7.60	-18.54	0.52	-41.59	-1.22
水羊股份	11.55	-11.29	-56.39	0.41	-29.78	-118.43
鲁商发展	33.53	41.95	31.60	1.23	-45.40	-72.53
科思股份	4.07	62.87	69.02	0.89	131.01	148.12
嘉亨家化	2.08	-21.04	-21.81	0.1	-39.01	13.13
青松股份	7.29	-30.91	-28.06	-0.98	-209.46	-172.39
总计	104.97	8.06	-6.30	5.63	-39.88	-49.76

资料来源：Wind，民生证券研究院；

1.2.2 化妆品产业链各环节毛利率水平比较：头部品牌商毛利率保持稳定

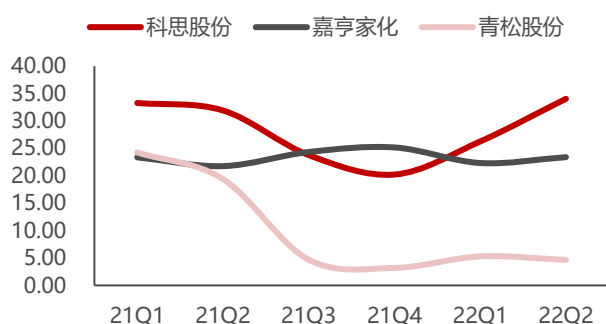
1) 上游厂商毛利有所下滑，持续面临原料及海运成本压力。1H22 上游厂商整体毛利率 19.30%/yoy-6.27pct，主要系青松股份受疫情等宏观因素影响订单数量下降、海运及原料价格上涨等因素影响毛利率出现大幅下滑，1H22 毛利率

4.97%/yoy-16.61pct。科思股份毛利率成功度过拐点，逐步修复，得益于 21Q4 以来为应对原材料和海运费价格大幅上涨而采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放，从 21Q4 开始公司毛利率呈现逐季上升趋势，22Q1/22Q2 毛利率分别为 26.26%/34.04%，环比分别提升 6.04pct/提升 7.78pct。

2) 品牌商整体毛利率企稳回升，系品牌矩阵逐步完善、产品和渠道结构持续优化。1H22 品牌商整体毛利率 60.01%/yoy+1.09pct，其中丸美股份毛利率同比提升最为明显，1H22 毛利率 69.21%/yoy+5.14pct，系公司积极调整产品结构、有序推行降本增效，严控促销和配赠力度所致；上海家化业绩承压，1H22 毛利率 59.91%/yoy-4.34pct，系疫情导致公司生产经营活动受限，公司营业收入同比下降，叠加土地、厂房、设备等固定折旧成本和刚性支出等因素所致。

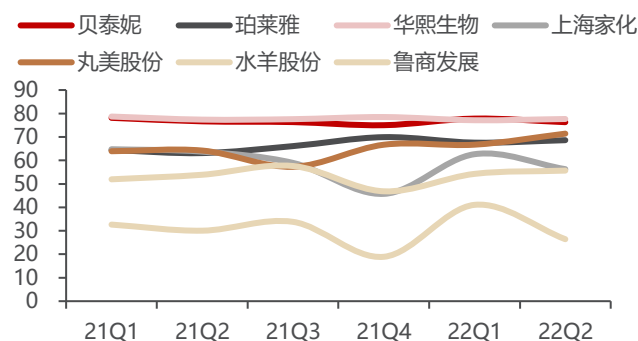
3) 疫情反复导致消费需求下滑、物流受阻，电商运营端毛利率整体承压。1H22 年电商运营整体毛利率 33.26%/yoy-8.13pct，其中丽人丽妆毛利率 30.17%/yoy-11.39pct，主要系公司总部上海市受到较为严重的疫情影响导致公司物流运输受阻。

图9：2021-2022 美妆中上游单季度毛利率 (%)



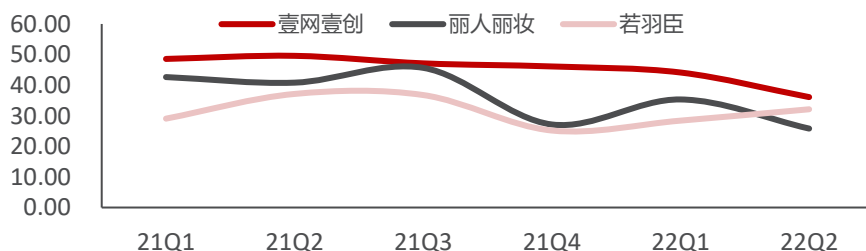
资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：2021-2022 美妆品牌公司单季度毛利率 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：2021-2022 美妆代运营公司单季度毛利率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2.3 化妆品产业链各环节费用率水平比较

1) 中上游美妆制造商持续加大研发投入, 提升研发实力打造差异化产品优势。

1H22 上游美妆制造商整体管理费用率为 8.63%/yoy+0.99pct, 其中科思股份管理费用率为 5.93%/yoy-2.32pct, 出现小幅下滑。整体研发费用率为 3.66%/yoy+0.56pct, 其中青松股份研发费用率同比增长明显, 1H22 研发费用率为 4.57%/yoy+1.79pct, 上半年新增发明专利/实用新型专利/外观设计专利分别为 1 项/18 项/11 项, 研发投入持续加码。

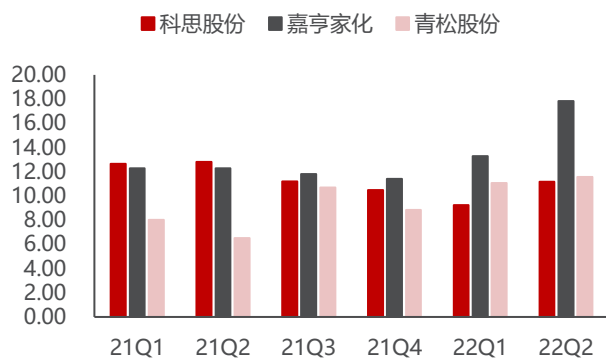
2) 品牌商销售费用率有所上升, 营销投入力度加大助力品牌建设。1H22 品

牌整体期间费用率为 46.96%/yoy+2.36pct, 其中销售费用率增长明显, 1H22 品牌商整体销售费用率为 38.70%/yoy+1.52pct。丸美股份销售费用率投放力度加大, 1H22 销售费用率为 44.10%/yoy+8.02pct, 主因为保障品牌影响力持续进行了必要的品牌宣传和广告推广等投入。仅上海家化销售费用率出现小幅下滑, 1H22 销售费用率为 43.26%/yoy-3.81pct, 系公司后置营销资源所致。

3) 电商运营端加大营销投入, 销售费用率小幅上涨。1H22 电商运营端整体

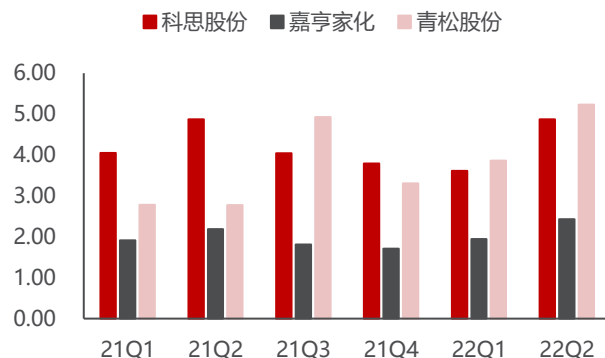
期间费用率为 24.57%/yoy+1.37pct, 其中丽人丽妆期间费用率为 25.86%/yoy-1.78pct; 整体销售费用率为 17.63%/yoy+0.91pct, 其中丽人丽妆销售费用率为 22.52%/yoy-2.06pct, 主要系受到疫情影响相关, 物流费用有所下降。

图12: 2021-2022 中上游美妆制造商单季度管理费用率 (%)

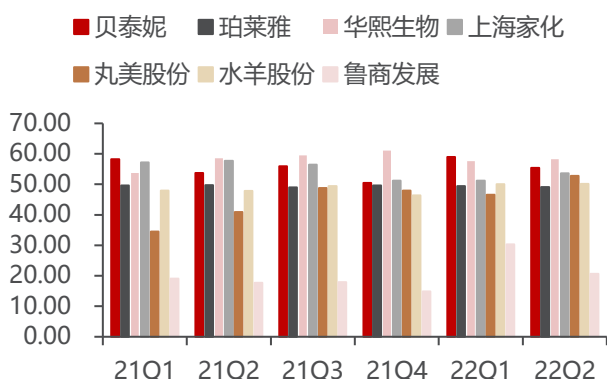


资料来源: ifind, 民生证券研究院

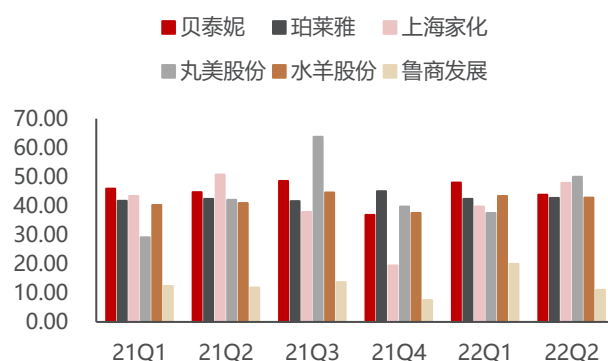
图13: 2021-2022 中上游美妆制造商单季度研发费用率 (%)



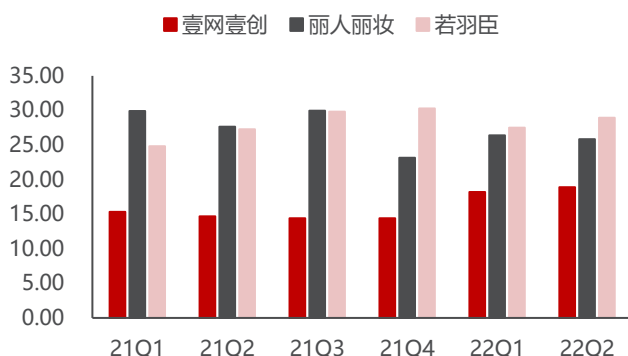
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14：2021-2022 美妆品牌公司单季度期间费用率 (%)


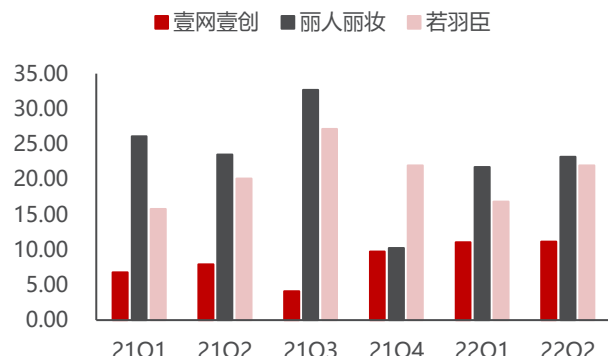
资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：2021-2022 美妆品牌公司单季度销售费用率 (%)


资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2021-2022 电商运营公司单季度期间费用率 (%)


资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：2021-2022 年电商运营公司单季度销售费用率 (%)


资料来源：ifind，民生证券研究院

1.3 化妆品上市公司情况

1.3.1 贝泰妮：逆风而行，敏感肌龙头再交优异答卷

逆势上行，2022H1 公司收入、业绩表现优异。2022H1 公司收入 20.50 亿元，同比+45.19%，Q2 实现 12.41 亿元，同比+37.26%；2022H1 归母净利润 3.95 亿元，同比+49.06%，Q2 实现 2.49 亿元，同比+33.60%。2022 H1 国内疫情扰动及宏观环境存不确定性波动下，国内消费整体呈现疲软，国内社会消费品零售总额约 21.04 万亿元，同比-0.7%，其中限额以上化妆品类社会消费品零售总额约 1904.90 亿元，同比-2.5%，相比之下，贝泰妮逆势上行，收入和业绩领跑行业。**分渠道看，1) 线上：**公司线上以自营模式为主，2022H1 收入为 12.38 亿元，同比+60.20%，占比提升 5.58pct 至 60.69%；线上经销及代销模式收入为 3.88 亿元，同比+18.60%，占比 19.03%。在“618”大促期间，主品牌薇诺娜王牌产

品特护霜销售额破亿、清透防晒乳单品卖超 100 万支、精华家族产品全网卖超 40 万瓶、冻干面膜超 650 万片，拉动公司收入持续高增。据魔镜数据，6 月薇诺娜天猫渠道 GMV 同比增幅 40%+，薇诺娜自营旗舰店荣登天猫美妆榜 TOP8；据飞瓜数据，薇诺娜抖音渠道 GMV 同比增长 160%+，抖音平台国货美妆店铺排行榜 TOP3。2) **线下**：公司线下以经销及代销模式为主，2022H1 收入为 4.11 亿元，同比+36.28%，占比 20.17%，主要系公司持续推动与美妆专卖店和药店合作，其中截至 2022 年 6 月已入驻超过 4000 家屈臣氏店铺，OTC 渠道已覆盖全国 21 个省级行政区；线下自营收入实现 224.84 万元，同比增长 1002.16%，主要系公司新开线下直营店增加 24 户。

盈利能力维持较高水平，销售费用管控得当。毛利率端，2022H1 公司毛利率为 76.90%，同比-0.29pct；其中 Q2 毛利率为 76.30%，同比-0.35pct，公司核心产品结构稳定，盈利能力基本维持。**费率端**，2022H1 销售费率/管理费率/研发费率为 45.44%/6.39%/3.98%，同比+0.30/+0.44/+0.86pct，2022Q2 销售费率/管理费率/研发费率为 43.76%/5.61%/4.07%，同比-0.95/+0.81/+1.74pct。公司持续推进研发活动，对应研发费率存在一定上行；此外，得益于公司销售收入增长，规模效应显著，对应边际销售费用率有所下行。基于毛利率和费率情况，2022H1 公司净利率达 19.27%，同比-0.50pct，其中 Q2 净利率达 20.07%，同比-0.55pct。

主品牌产品矩阵持续拓宽，新品牌加速发力，多样化战略布局，看好公司长期发展。1) **薇诺娜**，公司发力精华家族，在原有大单品上持续拓宽产品矩阵，增加品牌向上新动能；2) **薇诺娜 BABY**，聚焦“宝宝脆弱肌专业护理”进阶需求，成功在婴童护肤品类站稳脚跟，期待产品管线丰富下对品牌增长拉动；3) **AOXMED**，7 月新品牌官网上线，专注于有效延缓老化进程、维持并延长年轻状态，聚焦高端抗衰需求，主打线下医美渠道，有望享有医美需求高增下的品牌增长红利。4) **Beauty Answers**，定位医美术后精准修复，在医美机构中拓展市场；5) **战略布局**，公司通过内部及体外基金孵化和并购方式布局皮肤大健康领域。

风险提示：新品拓展不及预期；疫情反复影响销售；线下渠道合作受阻。

1.3.2 华熙生物：Q2 毛利率环比上升，期待盈利能力边际改善

业绩简述：1H22 公司实现营收 29.4 亿元/yoy+51.6%，归母净利润 4.7 亿元/yoy+31.3%。其中 2Q22 实现营收 16.8 亿元/yoy+44.9%，归母净利润 2.7 亿元/yoy+31.4%。

护肤品业务持续贡献收入增长，功能性食品业务格局初步打开。分业务看，① **原料业务**：1H22 收入 4.6 亿元/yoy+11.0%，占比总营收 15.7%/yoy-5.8pct。生物活性物中依克多因、透明质酸弹性液同比增长超 50%；此外，新原料方面，

公司分别于 2022 年 4 月、7 月完成化妆品“水解透明质酸锌”和“水解透明质酸钙”原料的备案。②医疗终端业务：1H22 收入 3.0 亿元/yoy-4.5%，占比总营收 10.2%/yoy-6.0pct，主要系 Q2 受到新冠疫情的影响。其中皮肤类医疗产品 2.1 亿元/yoy-5.4%，主要原因为新冠肺炎疫情影响及公司主动调整产品策略、优化产品结构所致；骨科注射液收入 0.7 亿元/yoy+21.7%，上半年已覆盖全国 5000 家医院，其中三甲医院超 460 家。③功能性护肤品业务：1H22 收入 21.3 亿元/yoy+77.2%，占比总营收 72.5%/yoy+10.4pct。分品牌看，润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活分别实现收入 6.4/6.0/2.6/4.8 亿元，同比增长 31.2%/65.4%/67.5%/445.8%。夸迪进入品牌建设第二年，超头占比下降，销售费用率有所下降；BM 肌活成功打造了公司首个半年度销售收入超 2 亿元的大单品“糙米水”。④功能性食品业务：实现收入 0.4 亿元，低基数下大幅增长。

毛利率环比逐渐改善，研发投入持续增加。①毛利率方面，1H22 公司实现毛利率 77.4%/yoy-0.5pct，保持稳定，其中 2Q22 毛利率 77.7%/yoy+0.3pct，环比改善 0.5pct。分业务看，原料业务毛利率 72.4%/yoy-0.2pct，其中医药级透明质酸原料保持较高水平，为 87.1%/yoy+0.9pct；医疗终端业务毛利率 81.9%/yoy-0.2pct；功能性护肤品业务毛利率 78.7%/yoy+0.02pct。②费用率方面，销售费用率同比+1.0pct 至 47.3%，主要是销售费用率较高的化妆品业务占比增加所致；管理费用率同比持平为 12.1%；研发费用率同比+0.6pct 至 6.1%，主要原因是研发项目数量同比增加 105 个至 265 个，研发薪酬同比增加 66.9%，以及与高校及科研机构合作增加使得委外研发费用高增。③净利率方面，1H22 实现净利率 15.9%/yoy-2.7pct，其中 2Q22 实现净利率 16.0%/yoy-1.9pct。

原料端积极推进新项目，药械端多款产品获批在即。目前公司已搭建合成生物学全产业链平台，北京研发平台已投入使用；产能方面，公司整体透明质酸产能 770 吨，济南/东营/天津工厂分别拥有产能 320/150/300 吨，进一步巩固公司透明质酸行业龙头地位。下半年，①原料方面，公司将加快推进北京研发平台建设，积极推进包括麦角硫因、雌马酚、NMN、虫草和 N-乙酰氨基葡萄糖等在内的自研与合作项目逐步落地；②功能性护肤业务，“夸迪”将进一步推出高科技抗初老核心成分—CT50，并以 CT50 为基础推出系列产品；③药械端，第一，两款单相填充剂即将完成注册申报工作，取得Ⅲ类医疗器械注册证；第二，第三类医疗器械水光产品已经进入临床试验阶段；第三，胶原蛋白敷料正在工艺验证中；第四，公司多款基于依克多因原料布局的终端产品研发持续推进中。

风险提示：行业竞争加剧，新冠疫情反复，供应链中断。

1.3.3 珀莱雅：业绩持续高增，研发加码品牌持续升级

珀莱雅、彩棠收入增速亮眼，线上渠道高速增长。1) 分品牌看，①珀莱雅：1H22 实现收入 21.3 亿元/yoy+43.1%，占总收入同比提升 3.6pct 至 81.4%。大

单品横向纵向双升级，纵向持续迭代，升级红宝石面霜、小夜灯眼霜；横向产品功效、品类不断延伸，打造保龄球 VC 橘瓶、源力面霜、源力面膜等全新大单品。大单品收入占珀莱雅品牌 35%+，占天猫平台 65%+，占京东平台~40%，抖音渠道 2022Q1 新设第二账号发力主推大单品，大单品销售额进一步提升，占抖音平台 50%左右。天猫平台复购率 35%左右，客单价提升 55 元至 261 元，抖音平台客单价 257 元，其中 1 店 240 元，2 店 416 元。②彩棠：持续深耕“专业化妆师彩妆品牌”印象，1H22 实现收入 2.3 亿元/yoy+110.6%，占总收入 8.9%，同比提升 3.2pct。③悦芙媞、Off&Relax 等其他品牌：实现收入 2.1 亿元/yoy+19.7%，占总收入 7.9%，同比下降 1.1pct。④代理品牌：实现收入 0.5 亿元/yoy-14.9%，占收入 1.9%，同比下降 1.2pct。2) 分渠道看，线上高速增长，线下业绩承压。①线上渠道：实现收入 23.1 亿元/yoy+49.5%，占总收入同比提升 7.5pct 至 88.3%。其中直营收入 17.5 亿元/yoy+60.0%；分销收入 5.6 亿元/yoy+24.2%。主品牌珀莱雅在天猫/抖音/京东的收入占比分别为 45%+/15%+/10%+。②线下渠道：实现收入 3.1 亿元/yoy-16.3%，占总收入 11.7%，同比下降 7.4pct，主要系疫情导致客流减少以及线下终端网店结构调整与优化所致。

大单品占比持续提升+线上收入占比增加推动毛利率提升，整体净利率小幅上升。1) 毛利率，1H22 公司实现毛利率 68.1%/yoy+4.4pct，其中 2Q22 毛利率 68.1%/yoy+5.5pct，系线上直营占比提升、主品牌毛利率提升、精华等高毛利品类占比进一步提升所致。分品牌看，珀莱雅和彩棠毛利率均为 70%+，有所提升。2) 费用率，销售/管理/研发费用率分别为 42.5%/4.8%/ 2.3%，同比分别+0.4pct/-1.2pct /+0.7pct，研发费用率提升主要系公司加大研发投入、研发人工费用、直接投入及委外费用等增加所致。3) 净利率，1H22 实现净利率 11.8%/yoy+0.9pct，盈利能力逐步提升。

风险提示：行业竞争加剧风险，新品推出不及预期，供应链中断风险。

1.3.4 科思股份：Q2 业绩超预期，量价齐升驱动化妆品活性原料业务高成长

下游需求恢复+募投项目投产放量，化妆品活性原料以及境外收入高增。随着下游市场需求持续恢复以及公司募投项目产品逐步放量，1H22 公司营收取得了大幅增长。1) 分业务看，化妆品活性成分及原料收入高增。1H22 化妆品活性成分及其原料实现收入 6.5 亿元/yoy+101.6%，占总收入同比提升 15.9pct 至 79.4%；合成香料实现收入 1.5 亿元/yoy-11.9%，占总收入同比下降 14.9pct 至 17.9%；其他产品实现收入 2192.6 万元/yoy+16.4%，占总收入同比下降 1.0pct 至 2.7%。2) 分地区看，境外出行修复带动防晒需求提升，境外收入拉动增长。公司在境内实现收入 1.1 亿元/yoy+31.9%，境外实现收入 7.1 亿元/yoy+67.4%，境内、境外收入占总收入的比例分别变化-3.1/+3.1pct 至 14.0%/86.0%。

Q2 毛利率环比提升 7.8pct，汇率变动提升公司盈利水平。1H22 公司毛利率同比下降 2.5pct 至 30.1%，Q2 毛利率 34.0%，同比提升 2.1pct，环比提升 7.8pct，主要得益于 21Q4 以来为应对原材料和海运费价格大幅上涨而采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等因素。分业务看，化妆品活性成分及其原料、合成香料、其他产品毛利率分别为 32.2%/25.2%/0.8%，同比变化-3.9/-6.3/+18.7pct。费用率方面，公司销售费用率同比下降 0.3pct 至 0.9%；管理费用率用同比下降 2.3pct 至 6.0%；财务费用率同比下降 2.1pct 至-1.3%，系汇兑损益变动所致；研发费用率同比下降 0.2pct 至 4.2%。费用率的下降带动净利率提升，上半年净利率同比提升 0.9pct 至 17.9%。

拓展产业布局，产能持续扩张。上半年公司马鞍山科思二乙氨基羟苯甲酰基苯甲酸己酯（PA）生产线投料试运行。随着 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂项目一、二期工程及 14200t/a 防晒系列产品项目实施完毕，以及马鞍山（年产 2500 吨）日用化学品原料项目、安徽（年产 500 吨）防晒系列产品扩建项目分别投产 48.39%、23.44%，公司产能进一步扩张。以及预计将在年底完成投产的安庆科思个人护理品研发项目，公司的产能提升空间广阔，进而带动未来业绩增长确定性提升。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；下游需求下降风险。

1.3.5 水羊股份：疫情扰动 Q2 表现，看好下半年业绩改善

线上渠道收入及占比维持增长，产品结构持续优化。1) 分渠道看，线上渠道持续高增，其中自营平台运营良好。①线上渠道 1H22 实现收入 20.0 亿元/yoy+7.9%，占总收入同比提升 3.4pct 至 91.1%。其中，第三方平台实现收入 18.6 亿元/yoy+4.7%，占总收入同比提升 0.7pct 至 84.4%；自营平台实现收入 1.5 亿元/yoy+73.6%，占总收入同比提升 2.7pct 至 6.7%。②线下渠道 1H22 实现收入 2.0 亿元/yoy-24.5%，我们认为主要是受到局部疫情影响，使得供应链及物流受限所致。2) 分品类看，水乳霜膏贡献最多收入，产品结构持续优化。1H22 贴式面膜、非贴式面膜、水乳霜膏实现收入 2.95/1.61/16.41 亿元，同比变化-28.7%/-31.7%/+26.0%，分别占总收入 13.4%/7.4%/74.6%，同比变化-6.1/-6.2/+13.1pct。

毛利率提升 1.9pct，研发与销售费用率略有提升。1) 盈利能力方面，1H22 公司毛利率同比提升 1.9pct 至 55.0%，得益于自有品牌与代理业务双增长，自有品牌持续升级，产品结构逐步改善。分品类看，贴式面膜、水乳霜膏毛利率分别为 61.5%/50.2%，同比变化+3.0pct/+6.7pct，均有增长。2) 费率方面，销售费用率同比提升 2.4pct 至 43.2%，系自主品牌集中升级焕新所致；管理费用率用同比下降 0.2pct 至 4.5%；财务费用率同比下降 0.4pct 至 0.6%；研发费用率同比提升 0.5pct 至 2.0%，系化妆品新规落地后，推新的研发、测试费用增加所致。

高中低三档价格带发力，智造基地投产持续赋能。①品牌矩阵方面，公司收购伊菲丹，自有中高端品牌矩阵空缺得到补全，高中低三档发力，扩大用户覆盖范围，同时带动客单价的提升。②此外，水羊智造工厂 8 月 8 日正式投产，总面积达 160 亩，建筑面积 18 万平方米，目前已与江南大学进行研发合作，实现小分子玻尿酸和依克多因等强功效原料的研发。产能方面，全面投产后将开发面膜、水乳、膏霜等近 50 条生产线，预计产能价值达 40 亿元/年。公司依托水羊智造工厂实现整条产业链一体化，生产加工能力和运营效率进一步提高，“数字化生产+个性化定制”模式带来的差异化竞争优势将逐步凸显，同时规模效应作用下有望带动公司毛利率水平上行。

风险提示：供应链管理风险；新锐品牌快速崛起加剧竞争；用户体验下降。

1.3.6 上海家化：疫情扰动致短期业绩承压，静待下半年边际改善

个护家清品类逆势增长，兴趣渠道占比逐渐提升。1) **分品类看。**护肤品类受疫情扰动明显，六神带动下个护家清逆势增长。①**护肤品：**1H22 实现收入 8.1 亿元/yoy-34.8%，占总收入同比下降 7.8pct 至 21.9%，主要系受疫情影响仓库封控、物流受阻所致。但主要护肤品品牌复购率有所提升，2021 年 7 月至 2022 年 6 月，佰草集、玉泽复购率分别同比+0.2pct/+0.4pct 至 41.8%/43.0%。②**个护家清：**1H22 实现收入 17.3 亿元/yoy+1.3%，占总收入同比提升 6.0pct 至 46.7%。其中六神实现逆势增长，营收同比增长 1%；家安受特渠影响，同比下降 30%以上。③**母婴：**1H22 实现收入 10.2 亿元/yoy-3.7%，占总收入同比提升 2.3pct 至 27.5%，其中启初营收同比下降 15%。④**合作品牌：**1H22 实现收入 1.4 亿元/yoy-22.5%，占收入同比下降 0.5pct 至 3.9%。2) **分渠道看，线上兴趣电商占比提升，线下智慧零售初见成效。**①**线上渠道**实现收入 12.4 亿元/yoy-22.6%，占收入同比下降 4.7pct 至 33.5%。其中国内电商渠道营收同比-25%，兴趣电商占比快速提升，营收同比+600%，特渠同比-45%。②**线下渠道**实现收入 24.7 亿元/yoy-5.0%，占收入同比提升 4.7pct 至 66.5%。智慧零售初见成效，到家营收同比+40%，屈臣氏新零售业务翻番增长。

1H22 毛利率同比下滑 4.3 个点，控费措施效果逐步显现。1) **毛利率：**折旧成本刚性+原材料上涨+运输成本重分类，导致 1H22 毛利率同比下降 4.3pct 至 60.0%，其中 Q2 毛利率 56.3%/yoy-7.5pct。2) **费用率方面：**销售/管理/研发费用率分别为 43.3%/8.6%/1.8%，同比分别-3.8pct/-0.03pct/-0.1pct。销售费用率下降系公司后置营销资源所致。3) **净利率：**同比下降 2.6pct 至 4.2%，净利率下降低于毛利率下降幅度，反映公司控费措施落地。

产品焕新+营销创新赋能，下半年有望实现恢复性增长。品牌创新，继六神沐浴露成功跻身天猫“618”沐浴露品类 TOP5 后，下半年将推出祛痘沐浴露；此外，佰草集将推、启初、高夫下半年均有推新计划，有望贡献新的收入增长点。营销端，Q2 的部分推新及大促营销计划将后移至下半年，在改善业绩与加大营销力度的双

重目标下，公司将通过提升投放效率，提高平台 ROI 来实现目标。

风险提示：战略执行未达预期；新品推广不及预期；新冠疫情反复。

1.3.7 嘉亨家化：受疫情扰动业绩短期承压，期待新增产能贡献收入增量

疫情影响营收小幅下滑，塑包业务收入显著增长。分业务看，1) 化妆品业务收入明显下滑。化妆品业务实现收入 2.1 亿元/yoy-20.1%，系全资子公司上海嘉亨因疫情防控原因，物流运输及人员流动受到较大限制，产能及订单交付、业务开拓受到较大影响。该业务占收入同比下降 5.4pct 至 45.5%。2) 塑包业务收入增长明显，收入贡献提升。塑料包装容器业务实现收入 2.0 亿元/yoy+7.9%，占收入同比提升 7.5pct 至 43.9%。3) 家庭护理产品收入承压。家庭护理产品实现收入 3767.1 万元/yoy-29.2%，占收入同比下降 2.2pct 至 8.2%。公司客户集中度进一步提升，1H22 前五大客户的收入占比为 81.3%，同比提升 4.7pct。

盈利能力短期承压，项目投产筹备致管理费用增加。1) 毛利率方面，1H22 公司实现毛利率 22.8%/yoy+0.3pct，其中 Q2 毛利率 23.4%/yoy+1.6pct。分业务看，化妆品业务毛利率为 19.4%/yoy-2.3pct，系营业收入下降，叠加固定资产折旧及其他固定支出等因素所致。塑料包装容器业务毛利率为 27.7%/yoy+2.8pct。2) 费用率方面，销售费用率为 0.7%，同比上升 0.2pct；管理费用率为 13.2%，同比上升 3.0pct；研发费用率为 2.2%，同比上升 0.1pct。上半年公司通过高新技术企业重新认定；2022 年 1 月至 7 月，公司新增 9 项专利，其中实用新型专利 7 项，发明专利 2 项。3) 净利率方面，在募投项目实施主体湖州嘉亨处于投产筹备阶段未产生效益，相关费用增加的影响下，1H22 公司净利率为 5.8%，同比下降 1.5pct。

募投项目逐步投产，产能制约有望缓解。湖州嘉亨一期（化妆品及塑料包装容器生产基地建设项目）已于 2022 年 6 月开始逐步投产，同时，湖州嘉亨二期（化妆品及家庭护理产品生产基地建设项目）已于 2022 年 6 月开始开工建设。随着湖州嘉亨的投产，公司的智能化生产和数字化管理水平将进一步提升，公司产能制约将得到缓解。此外，募投项目中的技术研发中心升级建设项目投资进度为 25.5%，将于 2023 年 3 月建成，公司研发实力将进一步增强。

风险提示：市场需求波动风险；客户集中度较高；原材料价格波动风险。

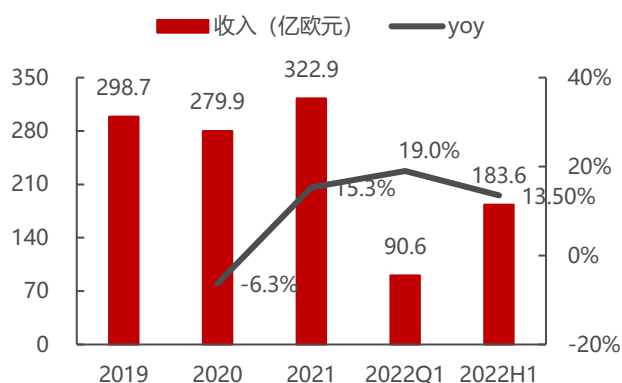
1.4 海外美妆：亚太地区收入受疫情影响承压

1.4.1 欧莱雅集团 2022H1 财报点评：四大事业部全线增长，北亚地

区收入占比跃升至第一位

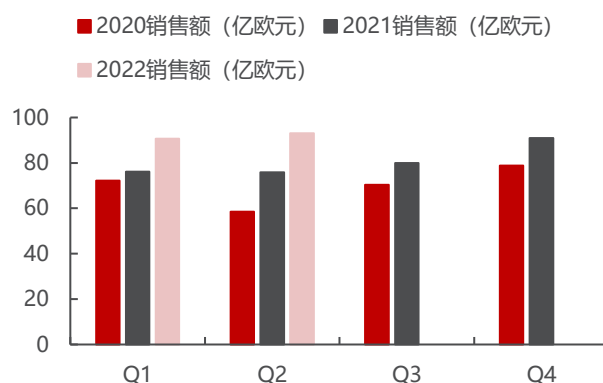
1H22 (截至 2022 年 6 月 30 日的前 6 个月) 业绩报告: 1H22 公司实现营业收入 183.7 亿欧元 (约合人民币 1262.7 亿元) /yoy+13.5%; 实现归母净利润 32.23 亿欧元, 同比上升 36.41%。其中 2022Q2 实现营业收入 93.06 亿欧元 (约合人民币 639.88 亿元) /yoy+13.4%。

图18: 2019-2022H1 珀莱雅集团收入及增速



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图19: 2020-2022 年珀莱雅集团收入分季度情况

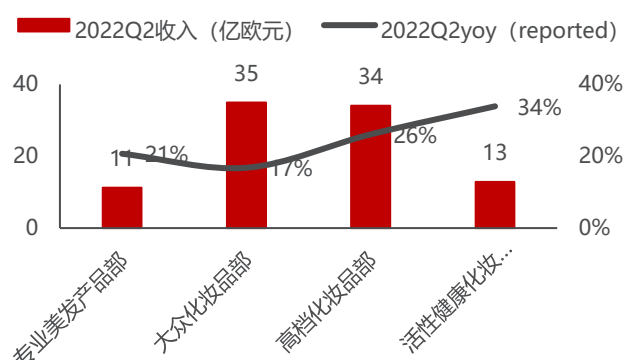


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

四大事业部全线增长, 活性健康部门录得最高增速。2Q22 收入分业务看, ①高档化妆品业务业绩增长高于全球奢侈品美容市场, 收入 68.72 亿欧元 (约为 473 亿元人民币), 同比增长 15.3%; ②活性健康化妆品业务保持高速增长, 收入 25.37 亿欧元 (约 174.4 亿元人民币), 同比增长 23.8%; ③大众化妆品业务稳步增长, 收入 67.94 亿欧元 (约为 467 亿元人民币), 同比增长 9.1%。④美发业务同样稳步增长, 收入 21.64 亿元 (约为 148.6 亿元人民币), 同比增长 11.3%。

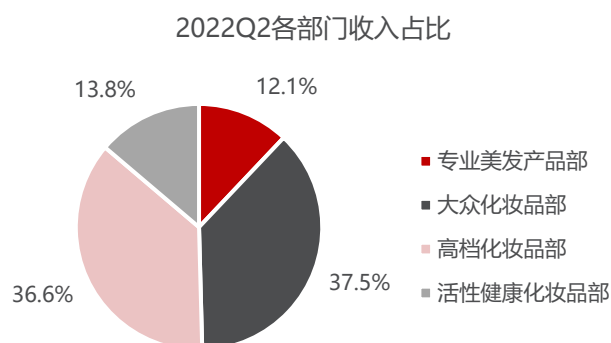
南亚地区和拉丁美洲增速最为强劲, 北亚地区成为收入贡献最大的市场。2Q22 收入分地区看, ①欧洲地区收入 27.13 亿欧元, 同比增长 12.0%; ②北美地区收入 24.47 亿欧元, 同比增长 10.7%; ③北亚地区收入 28.18 亿欧元, 同比增长 11.7%; ④包括马来西亚、泰国、菲律宾和印度尼西亚等国家在内的 SAPMENA-SSA 地区收入 7.22 亿欧元, 同比增长 30.8%; ⑤拉丁美洲收入 6.06 亿欧元, 同比增长 22.4%。

图20：2Q22 欧莱雅集团各部门收入及增速



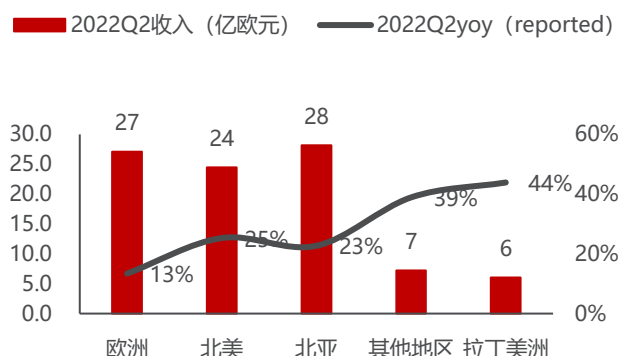
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图22：2Q22 各部门收入占比



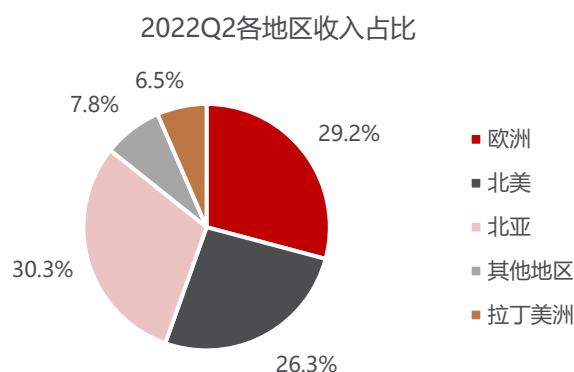
资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2Q22 欧莱雅集团各地区收入及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图23：2Q22 各地区收入占比



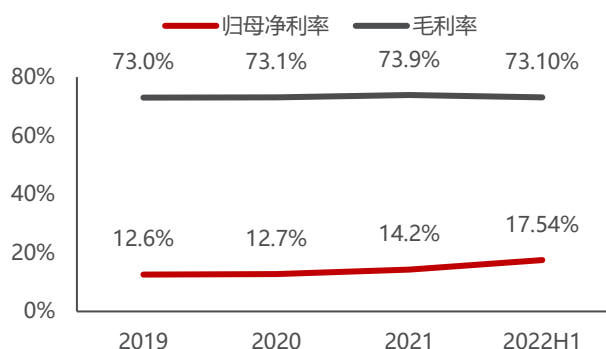
资料来源：wind，民生证券研究院

两大因素支撑亚太地区营收高增。一是公司有强大的品牌矩阵以及品牌的良性增长，北亚地区的高档化妆品、活性健康化妆品以及大众化妆品三大部门均以两位数速度增长。理肤泉、修丽可和卡诗等品牌拉动了活性健康化妆品和专业美发产品业务的业绩增长；二是公司在电商渠道有着极强的运营优势，今年“618”期间，在天猫平台，欧莱雅旗下六大品牌进入了各细分品类销售排行榜前12名。其中，巴黎欧莱雅在美容和护肤方面排名第一；卡诗在护发领域排名第一，而3CE Stylenanda高居彩妆热销榜榜首。同时，在抖音电商平台中，巴黎欧莱雅也位居第一。

全方位布局，中国市场动作频频。2022年上半年，欧莱雅在中国市场设立首家投资公司——上海美次方投资有限公司，致力于投资创新美妆科技；同时，公司重视环保创新与公益，启动循环创新基金，拟出资5000万欧元并推出支持女性主导初创企业的L'Oréal BOLD Female Founders计划。

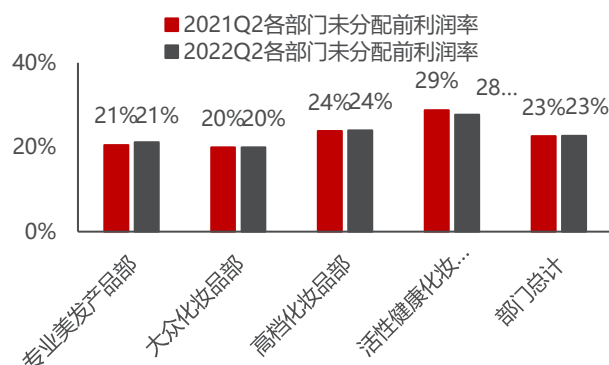
少数股东权益减少，净利率有所提升。2022H1集团实现毛利率73.1%，同比下降1.4pct；实现归母净利润32.23亿欧元，同比上升36.41%，归母净利率17.54%，上升2.0pct。

图24：集团归母净利润率和毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图25：各部门未分配前利润率



资料来源：wind，民生证券研究院

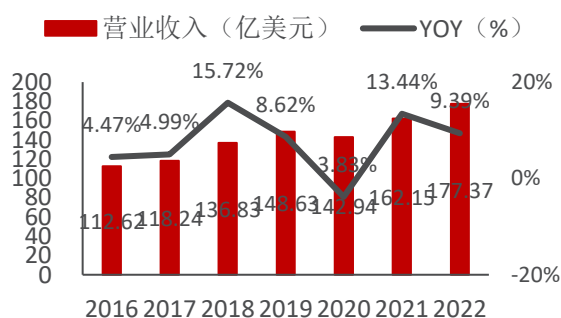
注：以上文字部分同比增长率均为按照同一汇率计算的增长率。

风险提示：行业竞争加剧风险，新品推出不及预期，供应链中断风险。

1.4.2 雅诗兰黛集团 FY2022 及 FY4Q2022 业绩点评：受疫情影响亚太地区收入减少，Q4 归母净利润大幅下滑。

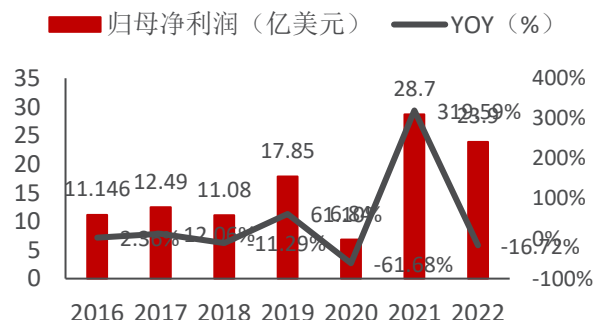
业绩报告： FY2022（截至 2022 年 6 月 30 日的前 12 个月）集团实现收入 177.37 亿美元/yoy+9.3%，实现归母净利润 23.90 亿美元/yoy-16.7%。其中 FY4Q22（截至 2022 年 6 月 30 日的前 3 个月）实现收入 35.61 亿美元/yoy-9.5%，实现归母净利润 5200 万美元/yoy-94.9%。

图26：2016-2022 雅诗兰黛集团营收及增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图27：2016-2022 雅诗兰黛集团归母净利润及增速

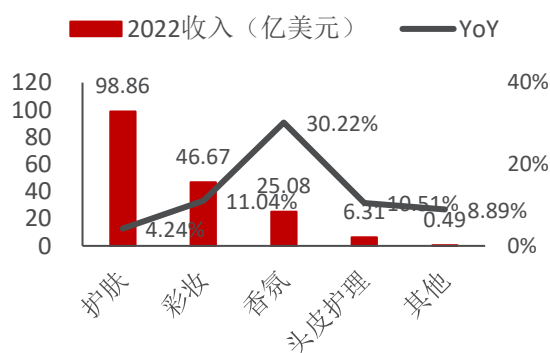


资料来源：公司财报，民生证券研究院

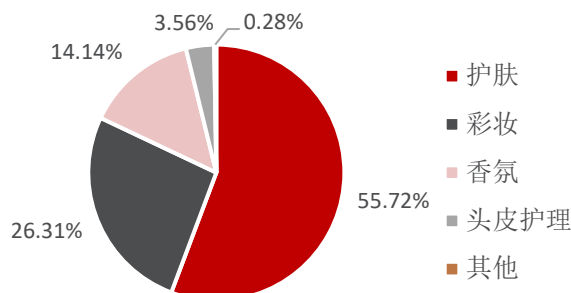
护肤品业务受中国市场疫情拖累，香氛业务为主要增长引擎。收入分业务看，

①护肤品业务仍为主要收入来源，受中国地区疫情影响 FY4Q22 收入有所下滑。护肤品业务 FY2022 收入 98.86 亿美元/yoy+4.24%，占总营收的 55.72%，其中 FY4Q22 收入 18.83 亿美元/yoy-20.58%；②得益于 MAC 和雅诗兰黛彩妆的两位数增长，FY2022 及 FY4Q22 彩妆业务收入均有所增长。彩妆业务 FY2022 收入 46.67 亿美元/yoy+11.04%，占总营收的 26.31%，其中 FY4Q22 收入 9.93 亿美元/yoy+3.44%；③FY2022 及 FY4Q22 香氛业务均强势增长，成为主要增长引擎。

香氛业务 FY2022 收入 25.08 亿美元/yoy+30.22%，占总营收的 14.14%，其中 Q4 收入 5.21 亿美元/yoy+16.29%；其中 Tom Ford Beauty、Jo Malone 和 Le Labo 收入增长最为明显。④头皮护理业务收入亦有所增长。头皮护理业务 2022 年收入 6.31 亿美元/yoy+10.51%，占总营收的 3.56%，其中 Q4 收入 1.56 亿美元/yoy+1.96%；⑤其他业务 FY2022 收入 0.49 亿美元/yoy+8.89%，占总营收的 0.28%，其中 Q4 收入 900 万美元/yoy+12.5%。

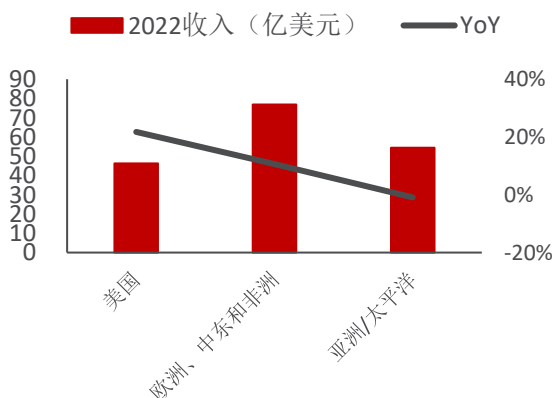
图28：2022 财年按产品划分营业收入及增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

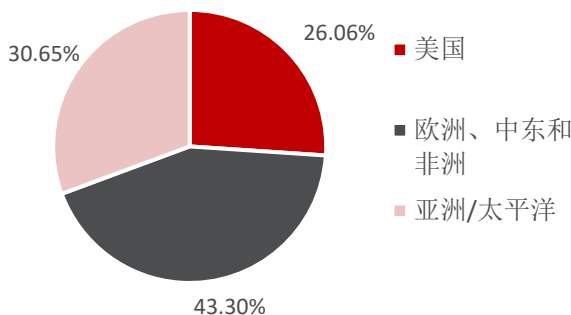
图29：2022 财年各产品收入占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

亚太地区收入有所下滑，随着实体零售流量的恢复美国市场增长强势。①美国市场 FY2022 收入 46.23 亿美元/yoy+21.75%，占总收入的 26.06%，其中 FY4Q22 收入 10.76 亿美元/yoy+12.8%；②欧洲、中东和非洲市场 FY2022 收入 76.81 亿美元/yoy+10.58%，占总收入的 43.30%，其中 FY4Q22 收入 14.80 亿美元/yoy-11.38%；③受中国部分地区的门店因疫情暂停营业以及上海的配送中心短暂停运影响，亚太市场 FY2022 收入 54.37 亿美元/yoy-0.89%，其中 FY4Q22 收入 10.06 亿美元/yoy-23.20%。

图30：2022 财年按地区划分营业收入及增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图31：2022 财年各地区收入占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

加速全面布局，预计 2023 财年营收同比增长 3%-5%。去年以 22 亿美元收购的 Deciem 也为整体业绩的增长做出了贡献，合并后产生了 6.96 亿美元的有利影响。另外，雅诗兰黛旗下香水品牌 Le Labo 将进军中国市场，已完成药监局备案，以一般贸易（非跨境电商）的形式在中国进行全渠道布局。除此之外，2021 年 7 月至 2022 年 6 月雅诗兰黛还加速元宇宙布局，于 2022 年 3 月底宣布成为首届 Metaverse 时装周的独家合作伙伴，推出首款 NFT 产品。2023 财年预计报告的净销售额将比上年同期增长 3%至 5%。

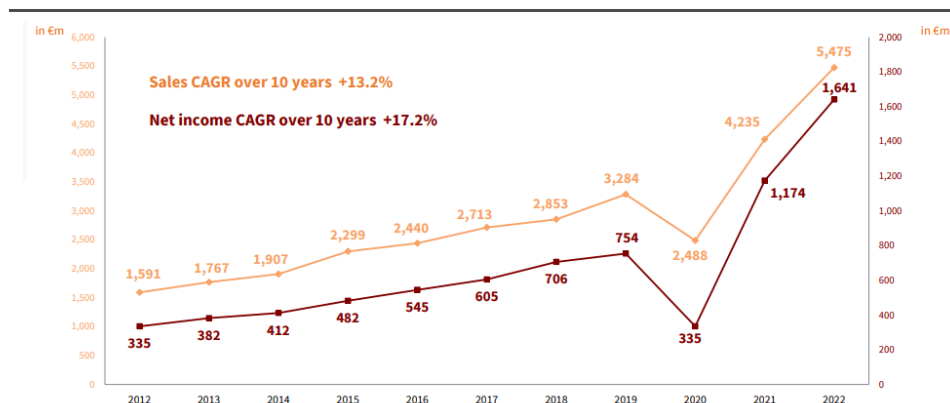
FY4Q22 净利润下滑 95%至 5200 万美元。盈利能力方面，FY4Q22 毛利率同比下降 3.9pct 至 71.0%，净利率下降 24.3pct 至 1.5%，FY4Q22 净利润 5200 万美元/yoy-95%。公司净利润的大幅下降一方面因为毛利率的下滑，另一方面因为重构及其他费用的增加。①全球运输延误、港口拥堵、劳动力和集装箱短缺，以及海运、空运成本上涨导致 FY4Q22 毛利率下滑 3.9pct；②FY4Q22 重构计划费用增长 187.5%至 9200 万美元，该项费率增长 1.8pct 至 2.6%。2020 年 8 月，公司宣布了一项为期两年的重构计划，即 COVID 后业务加速计划（“PCBA 计划”），旨在重新调整其业务，以应对新冠疫情全球蔓延后其分销格局和消费者行为的巨大转变。该计划包括加强线上分销网络建设以消除线下门店关闭的影响，以及品牌营销组织的重新涉及，预计此项计划将持续到 FY2023，将产生 5-5.15 亿美元的税前费用。

风险提示：供应链中断风险，新冠疫情反复，汇率波动风险。

1.4.3 爱马仕集团 2022H1 财报点评：10 年净利润 CAGR 超过收入，净利率稳步提升

业绩报告：2022H1（截至 2022 年 6 月 30 日的前 6 个月）集团实现收入 54.75 亿欧元，同比增长 23.2%，实现归母净利润 16.41 亿欧元，同比增长 30.0%。其中 2022Q2 实现收入 27.10 亿欧元，同比增长 19.5%。

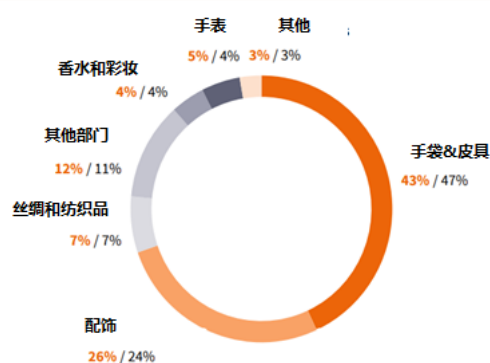
图32：2012-2022H1 爱马仕集团收入和净利润（百万欧元）



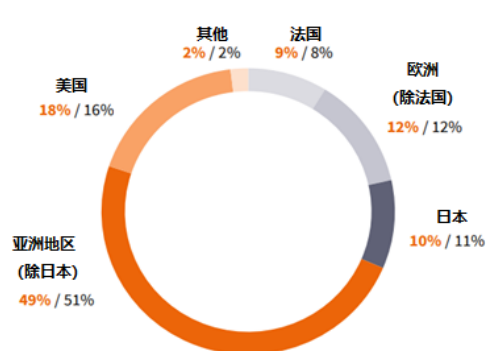
资料来源：公司财报，民生证券研究院

手表成为同比增速最快的业务，手袋皮具仍为主要收入来源。2022H1 收入分业务看，①手袋等皮具业务同比增长 12%至 23.58 亿欧元，占比为 43%，但 Q2 该业务销售额增长放缓至 8.5%；②其次是成衣和配饰类商品，同比增长 35.9%至 14.58 亿欧元，占总收入的 26.6%，Q2 增长 29%。③珠宝和家居用品所属的其它业务收入增长 32.5%至 6.48 亿欧元，Q2 增长 27.8%；④爱马仕香水和美妆收入增长 23%至 2.3 亿欧元，Q2 增速达 28.9%；⑤丝绸和纺织品大涨 29%至 3.72 亿欧元，Q2 强劲增长 31.1%。⑥手表成为增速最快的业务，上半年收入增长 55.3%至 2.62 亿欧元，Q2 增幅也为 48.9%，接近 50%。

随着全球旅游的恢复，上半年爱马仕欧洲和美洲市场销售额同比增速最高。2022H1 收入按地区分，①欧洲地区增长 37%至 11.76 亿欧元，其中法国同比增长 41%至 4.80 亿欧元，欧洲除法国地区增长 34%至 6.96 亿欧元；②亚洲地区同比增长 16%至 32.11 亿欧元，Q2 同比增长 12%至 14.87 亿欧元；其中日本同比增长 20%至 5.46 亿欧元，亚洲除日本地区增长 15%至 26.65 亿欧元；③美国和其他地区分别增长 34%和 29%至 9.82 亿欧元和 1.06 亿欧元。

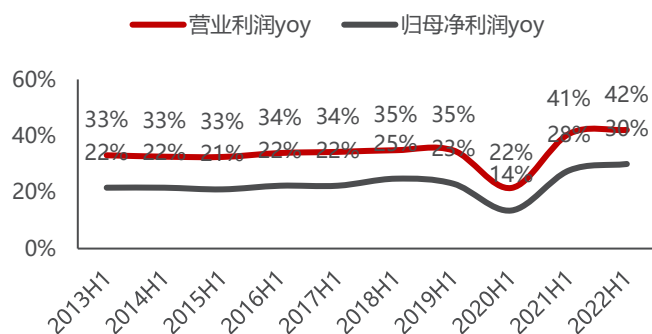
图33：2022H1 各部门收入占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

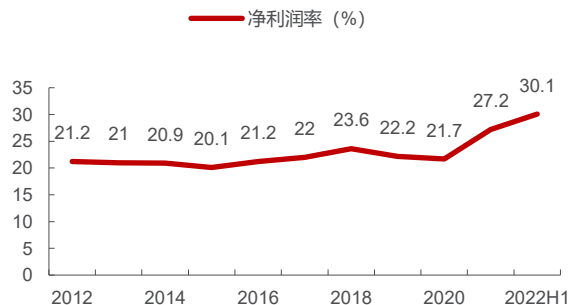
图34：2022H1 各地区收入占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

盈利能力有所提升，净利率同比提升 2.31pct 至 30.10%。

图35：集团营业利润&归母净利润同比增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图36：集团净利率变化


资料来源：公司财报，民生证券研究院

注：以上文字部分同比增长率均为按照同一汇率计算的增长率。

风险提示：行业竞争加剧风险，新品推出不及预期，供应链中断风险。

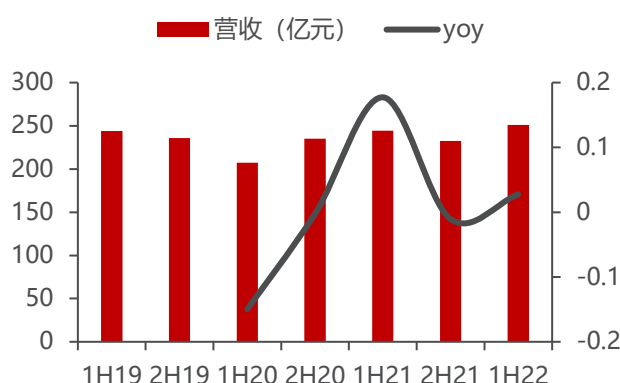
2 医美：疫情扰动致业绩承压，期待下半年需求回补

2.1 医美板块总览

我们以目前拥有合规三类医疗器械证的医美上市公司和医美机构上市公司为标的基础，对 1H22 医美板块的业绩进行总结：

2022 年中报实现营收 250.88 亿元，同比增长 2.75%，实现归母净利润 21.31 亿元，同比下滑 23.92%。从盈利能力来看，整体实现毛利率 38.98%，同比下降 1.73pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 18.15%/5.66%/4.97%，分别同比上升 2.06/0.60/1.04pct。整体来看，线下医美受疫情影响较大，随着下半年出行恢复，以及节假日催化，有望恢复业绩增长。

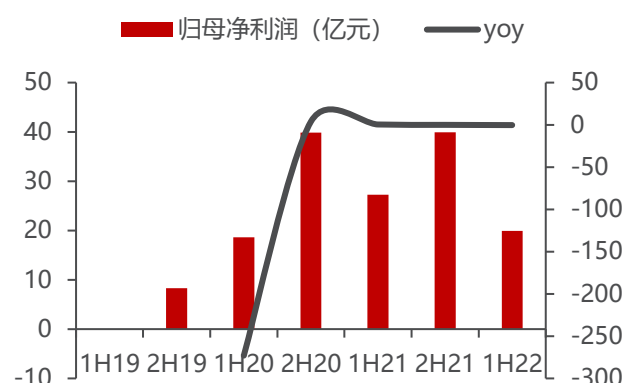
图37：医美标的 1H19-1H22 营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

注：标的范围为爱美客、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技科技、奥园美谷、朗姿股份

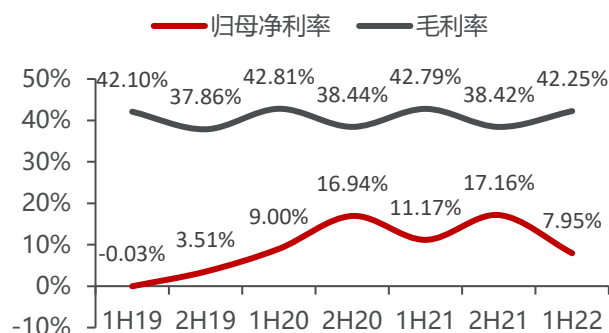
图38：医美标的 1H19-1H22 归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

注：标的范围为爱美客、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技科技、奥园美谷、朗姿股份

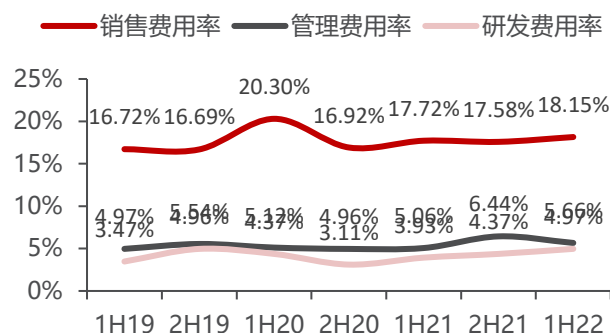
图39：医美标的 1H19-1H22 归母净利率&毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

注：标的范围为爱美客、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技科技

图40：医美标的 1H19-1H22 三费率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

注：标的范围为爱美客、华东医药、昊海生科、四环医药、复锐医疗科技科技

技、奥园美谷、朗姿股份

技、奥园美谷、朗姿股份

1H22 华东医药、昊海生科、爱美客医美业务增速领先，分别高达 130.25%、82.76%、39.70%。整体来看，爱美客、复锐医疗科技、昊海生科增速相对较高，分别为 39.70%、39.39%、13.69%。分产业链环节来看，下游机构端收入下降较多，奥园美谷 1H22 收入同比下降 35.81%，系受到线下疫情影响所致，朗姿股份医美业务同比增长 18.45%，因机构主要分布在西南、华南地区，受疫情影响较小。

表3：医美标的 1H22 营收增速及归母净利润增速情况

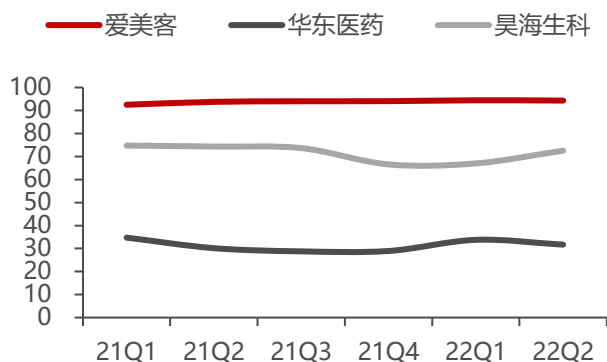
公司名称	1H22 营收 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)	1H22 归母净利润 (亿元)	Yoy (%)	增速同比变化 (pct)
爱美客	8.85	39.70	-122.17	5.91	38.90	-149.96
华东医药	181.98	5.93	2.82	13.41	3.09	27.98
四环医药	14.84	-31.36	-115.99	0.40	-93.40	-401.04
昊海生科	9.68	13.69	-57.94	0.71	-69.25	-808.51
复锐医疗科技	11.75	39.39	-33.33	1.38	25.90	-171.68
奥园美谷	7.49	-35.81	-326.87	-0.78	-256.28	-130.30
朗姿股份	18.09	1.10	-44.50	0.09	-90.09	3253.49
总计	260.88	3.93	-14.59	22.59	-22.22	-67.97

资料来源：wind，民生证券研究院

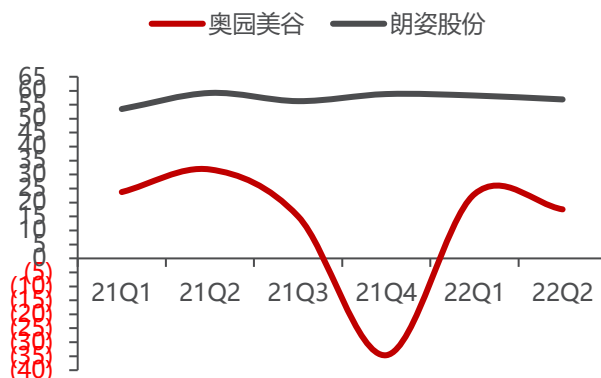
2.2 医美产业链各环节财务数据比较

药械端：龙头药械商爱美客基本面持续向好，毛利率保持稳定，销售费用率、管理费用率相对较低，研发费用率超过其他药械商。

机构端：朗姿股份盈利能力保持稳定，奥园美谷盈利能力逐步企稳。

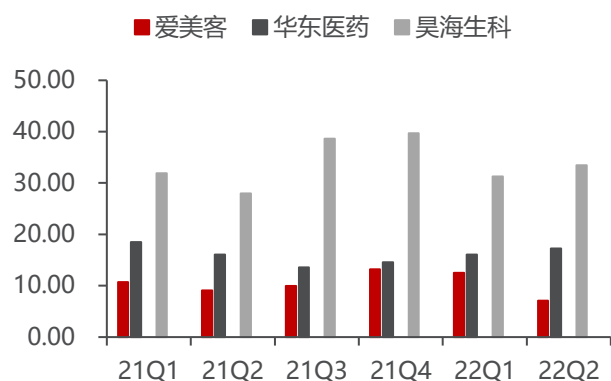
图41：上游药械商毛利率（%）对比


资料来源：wind，民生证券研究院

图42：机构端毛利率（%）对比


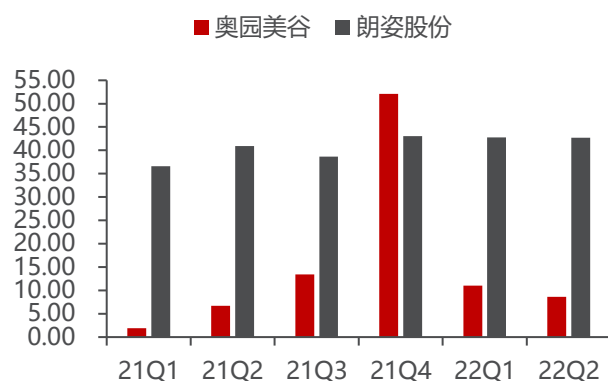
资料来源：wind，民生证券研究院

图43：上游药械商销售费用率（%）对比



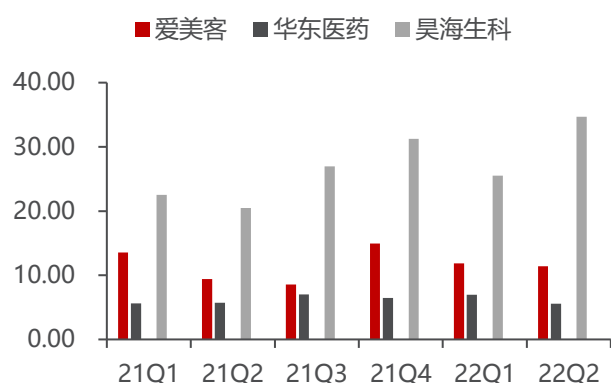
资料来源：wind，民生证券研究院

图44：上游药械商销售费用率（%）对比



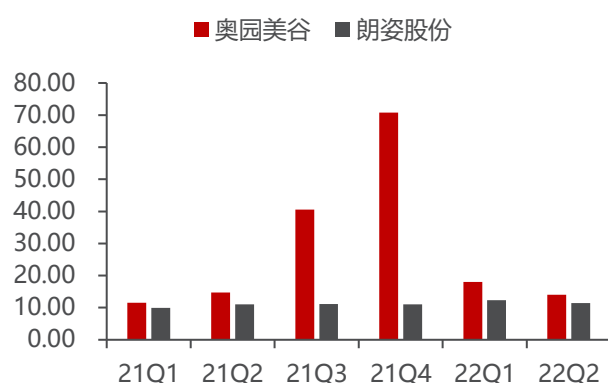
资料来源：wind，民生证券研究院

图45：上游药械商管理费用率（%）对比



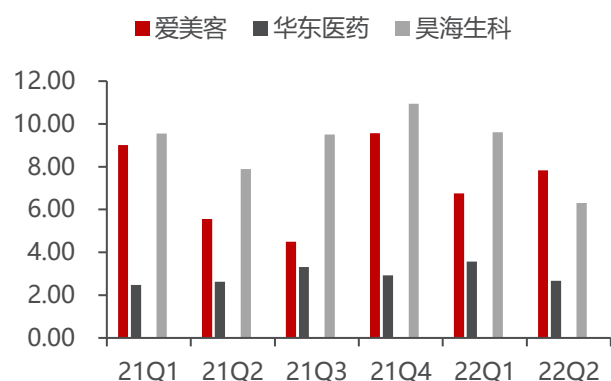
资料来源：wind，民生证券研究院

图46：机构端管理费用率（%）对比



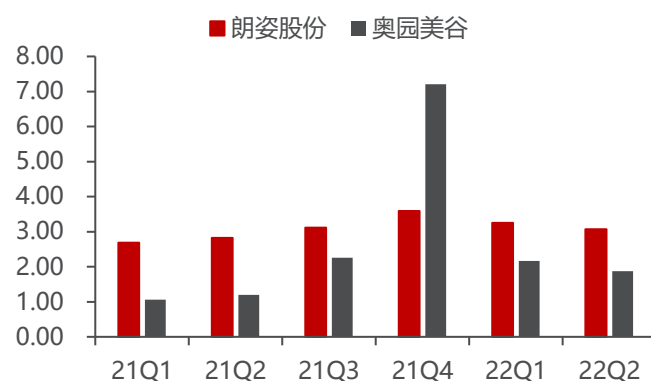
资料来源：wind，民生证券研究院

图47：上游药械商研发费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图48：机构端研发费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 医美上市公司情况

2.3.1 爱美客：疫情之下，高增长韧性依旧

事件概述：公司于 8 月 24 日发布 2022 年半年报，2022 年 H1 公司实现营业收入 8.85 亿元，同比+39.70%，实现归母净利润 5.91 亿元，同比+38.90%。

疫情扰动下，公司收入业绩仍旧保持较高增长。2022H1 公司收入 8.85 亿元，同比+39.70%，Q2 实现 4.54 亿元，同比+21.41%；2022H1 归母净利润 5.91 亿元，同比+38.90%，Q2 实现 3.11 亿元，同比+22.05%。3 月疫情频发，其中上海线下活动存在暂停，而华东区域作为公司产品销售核心区域，对整体收入存在一定冲击，为减轻整体压力，公司加大非疫情区域的产品推广和销售。6 月疫情得到控制，轻医美类产品前期被积压的需求得到较快释放，公司核心产品嗨体实现较快增长，作为溶液类注射类主要产品，拉动 22H1 溶液类注射产品收入实现 6.4 亿元，同比+35%；此外，濡白天使推广顺利，目前已在全国一、二线城市的机构实现快速渗透，成为公司增长新动能，我们预计濡白天使 Q2 销售额环比 Q1 增长显著，拉动 22H1 凝胶类产品收入实现 2.4 亿元，同比+60%。

盈利能力稳中有升，销售费用管控加强。毛利率端，2022H1 公司毛利率达 94.39%，同比+1.14pct；其中 Q2 毛利率 94.33%，同比+0.56pct。毛利率呈现稳中向上态势，主要系公司一方面收入持续上行，规模效应作用下成本下行；同时高端线产品濡白天使占比提升，拉动产品结构向上。**费率端，**2022H1 销售费率/管理费率/研发费率分别为 9.72%/7.31%/4.31%，同比+0/+0.34/+0.19pct，2022Q2 销售费率/管理费率/研发费率分别为 7.07%/7.84%/3.58%，同比-1.98/+2.29/-0.25pct。其中，公司通过线上学术培训等方式实现销售费率管控；此外，加大研发人员激励、提升薪酬，同时加大研发技术费用投入，对应研发费率上行。基于毛利率和费率情况，2022H1 公司净利率为 66.78%，同比-0.38pct，其中 Q2 净利率为 68.44%，同比+0.36pct。

龙头实力强劲，多样化产品矩阵布局，持续接棒放量拉动公司高增长。1) **核心产品嗨体**，祛颈纹市场中消费者复购拉动产品销售；同时眼周年轻化市场需求拉动熊猫针销售；冬活泡泡针作为水光针合规产品，有望受益于行业监管趋严市场份额上行。2) **濡白天使**：2021 Q3 产品正式销售，定位高价位主攻刺激再生市场，随着公司渠道的不断开拓和消费者认知的提升，销售有望呈现较快增长。3) **肉毒素产品**：公司与韩国 Huons BP 签订合作，以研发注册方式引进其肉毒素产品，并在约定中国区域内作为唯一合法经销商进行产品的进口和经销，当前产品完成 III 期临床入组，上市后公司将成功布局肉毒市场，享有该市场增长红利。**后续产品储备丰富**，包括慢性体重管理药物利拉鲁肽注射液、去氧胆酸注射液、利多卡因丁卡因乳膏、透明质酸酶等。

风险提示：渠道拓展不达预期；新品推出不达预期；疫情影响销售。

2.3.2 昊海生科

业绩简述：2022H1，公司实现营业总收入 9.68 亿元，同比+13.69%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比-69.25%。分季度看，2022Q2，实现营业总收入 4.94 亿元，同比+4.91%。净利润 0.1 亿元，同比-92.5%。

医美业务强势增长。1) 分业务看，2022H1，眼科产品实现营业收入 3.6 亿元，较上年同期相比基本持平。医疗美容与创面护理产品共实现营业收入 3.3 亿元，增幅达+82.76%。骨科产品共实现营业收入为 1.8 亿元，同比-13.1%。防粘连及止血产品共实现营业收入 0.8 亿元，同比-11.5%。2) 分具体板块看，眼科板块中 2022H1 白内障产品线共实现营业收入 1.7 亿元，同比-31.7%；视光产品线实现营业收入 1.8 亿元，同比+73.19%。医美板块中，玻尿酸产品线实现营业收入 1.19 亿元，和 2021H1 保持持平。

子公司新赛道拉低公司毛利率。盈利能力方面，1) 毛利率，1H22 公司实现毛利率 69.8%，同比下降 4.7pct，主要系子公司欧华美科所处的射频及激光设备行业的毛利率相对较低，其自 21 年 9 月纳入公司合并报表，拉低公司毛利率约 3.0pct，其次子公司南鹏光学自 22 年 1 月纳入报表，其从事的台湾亨泰 Hiline OK 镜销售业务拉低毛利率约 2.0pct。2) 费用率方面，1H22 公司研发费用率为 7.9%/yoy-0.7pct，管理费用率 30.2%/yoy+8.78pct，销售费用率 32.4%/yoy+2.7pct。3) 净利率，毛利率下降以及费用率上升的情况下，净利率下降 20.2pct 至 7.7%

风险提示：新冠疫情反复，行业竞争加剧，需求恢复不及预期。

2.3.3 华东医药

业绩简述：1H22 公司实现营业收入 182.0 亿元，同比增长 5.9%；实现归母净利润 13.4 亿元，同比增长 3.1%，归母扣非净利润 12.7 亿元，同比增长 6.5%。若剔除子公司华东宁波（同一口径下），公司 1H22 实现营收同比增长 9.6%。归母扣非净利润同比增长 8.5%。其中 2Q22 公司实现营收 92.7 亿元，同比增长 11.9%，实现归母扣非净利润 5.7 亿元，同比增长 15.1%，若剔除华东宁波，营业收入同比增长 15.8%，归母扣非净利润同比增长 18.0%。

核心子公司中美华东核心产品销售均保持增长，成为公司整体业绩增长的核心驱动力。中美华东 2022H1 实现营业收入 55 亿元，同比增长 1.4%；实现扣非净利润 10.6 亿元，同比下降 4.3%，扣非归母净利润 10.64 亿元，同比下降 3.7%，相较第一季度已实现大幅收窄。其中 Q2 实现营业收入 27.1 亿元，同比增长 16.2%；实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 16.5%，实现扣非归母净利润 4.9 亿元，同比增长 12%。

医美业务大幅增长。分板块看，1H22 公司医药商业板块实现营业收入 122.1 亿元，同比+9.0%，占公司总收入近 67%。医美板块实现营业收入 9.0 亿元，按可比口径（剔除华东宁波）同比+130.3%；全资子公司 Sinclair 实现营收 5.3 亿元，同比增长 104.3%，实现 EBITDA 1184 万英镑，创历史最好水平。

在专利申请方面，公司专利申请和维持工作顺利开展，全资子公司中美华东合计申请递交专利申请 23 件，其中发明专利 18 件（PCT 申请 9 件，中国台湾地区申请 1 件），获得国内授权专利 5 件。

风险提示：研发进展不及预期，新冠疫情反复，行业竞争加剧。

2.3.4 朗姿股份

业绩简述：1H22 实现营业收入 18.1 亿元，同比+1.1%；实现归母净利润 925 万元，同比-90.1%。实现扣非归母净利润 1308 万元，同比-85%。分季度看，2Q22 公司实现营收 9.1 亿元，同比+2%；归母净利润 1149 万元，同比-80%；扣非归母净利润 1389 万元，同比-74%。

医美业务和西南市场支撑增长。1) 分业务看，女装业务板块实现营业收入 7.5 亿元/yoy-10.2%；医疗美容业务板块实现营业收入 6.3 亿元/yoy+18.45%；婴童业务板块实现营业收入 4.06 亿元/yoy-0.45%。2) 分地区看，华东、东北、中南地区分别实现收入约 1.7/0.7/0.5 亿元，分别同比下滑 18.75%/23.57%/19.21%，主要系上述地区上半年受疫情影响较为严重，导致时尚女装收入下滑幅度较大；西南地区实现收入约 4.9 亿元/yoy+18.5%，主要系医美业务收入增长所致。

米兰柏羽贡献主要医美收入。医美业务分品牌看，米兰柏羽/高一生/晶肤医美 1H22 分别实现收入 4.1/0.7/1.5 亿元，同比分别变化+21%/+27%/-9%，占医美营收比例分别为 65%/11%/24%，毛利率分别为 50.4%/45.5%/46.6%，同比变化-1.7/5.2/8.2pct。

盈利能力方面，1) 毛利率，公司整体实现毛利率 57.6%，同比增加 1.2pct，其中女装/医美/绿色婴童毛利率分别为 62.7%/48.8%/60.8%，同比变化+2.9/-3.4/+6.7pct，医美业务的毛利率下降主要系新增医美机构培育费用较高，上半年受疫情影响，经营性固定费用支出呈现刚性并略有上升，导致成本上涨幅度超过收入上涨幅度。2) 费用率，销售/管理/财务费用率分别为 11.4%/14.0%/42.9%，分别同比变化+4.0/+1.4/+0.4pct。

风险提示：行业竞争加剧，新冠疫情反复，展店不及预期。

2.3.5 奥园美谷

业绩简述：2022H1 公司的营业收入约 7.5 亿元/yoy-35.8%；归母净利润为 -7834 万元/yoy-256.3%；归母扣非净利润为 -8308 万元/yoy-275.4%。其中

2Q22 公司实现收入 4.4 亿元/yoy-22.0%, 实现归母净利润-0.4 亿元/yoy-295.6%。

房地产业务拖累收入，医美业务强势增长。收入分业务板块来看，2022 年上半年，公司的生物基纤维业务营收 4.4 亿元，/yoy+45.0%，占总营收的比例 58.7%；房地产业务收入未披露，同比-100.0%；医疗美容服务收入 2.7 亿元/yoy+72.9%，占总营收的比例 35.9%。

盈利能力方面，1) 毛利率，公司整体实现毛利率 19.8%，同比-7.8pct。其中生物基纤维/医美业务实现毛利率 45.0%/72.9%，分别同比变化-14.0/11.8pct。2) 费用率，公司销售/管理/研发费用率分别为 9.6%/15.7%/2.0%，分别同比变化+5.4/+2.6/+0.9pct。

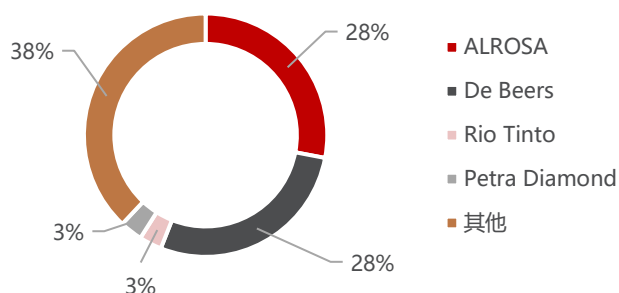
风险提示：新冠疫情反复，医疗安全事故发生，需求不及预期。

3 培育钻石：供需双向驱动，行业持续高景气

3.1 培育钻石板块总览

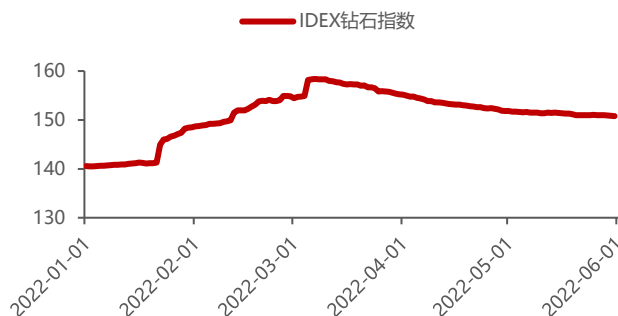
2022 年上半年，受到俄乌冲突、地缘政治的影响，天然钻石供应存在一定程度短缺。美国对产量占全球 28% 的俄罗斯矿商埃罗莎实施制裁，供给短缺造成毛坯钻石价格持续上涨。据 IDEX 指数，2022 年以来，天然钻石价格指数持续上行，一方面，考虑到培育钻石价格锚定天然钻石进行定价，天然钻石的价格上涨对培育钻石的价格趋势有一定正向驱动作用，另一方面，美国作为培育钻石主要的消费国，2022 年以来，美国连续多月通胀指数上行到历史高点，消费者的消费水平受一定影响，拥有高性价比优势的培育钻石有望抢占更多市场份额。

图49：2021 年埃罗莎产量占全球总产量的 28%



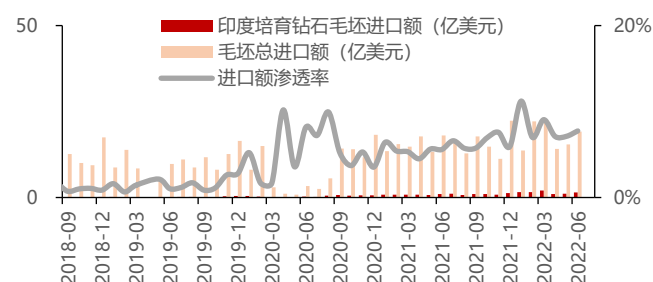
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图50：2022H1 全球钻石指数整体上行

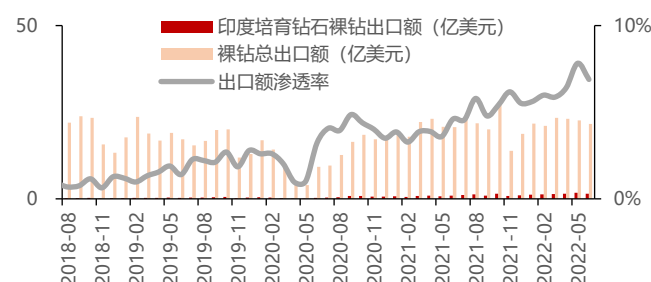


资料来源：wind，民生证券研究院

印度中游切磨加工行业的毛坯进口与裸钻出口数据一定程度上反映培育钻石行业的景气度。1) 培育钻石毛坯进口数据：根据 GJEPC，2022 年 1-6 月，印度培育钻石毛坯进口额为 8.69 亿美元，同比+72.1%，进口额渗透率为 8.1%，同比+2.7PCT。1-3 月，印度厂商存在一定囤货现象，4-6 月基本消化剩余库存，培育钻石的进口额有望延续增长态势。2) 培育钻石裸钻出口数据：1-6 月印度培育钻石裸钻出口额 8.60 亿美元，同比+80.6%，出口额渗透率 6.4%，同比+2.6PCT。美国 CPI 指数不断上行，严重的通胀水平造成了消费者购买能力的下降，培育钻石的高性价比优势凸显，随终端品牌布局，消费者认知度有望继续上行。

图51：2022H1 印度培育钻石毛坯进口额及进口渗透率


资料来源：GJEPC，民生证券研究院

图52：2022H1 印度培育钻石裸钻出口额及出口渗透率


资料来源：GJEPC，民生证券研究院

3.2 培育钻石行业财报综述

3.2.1 收入及净利润

2022H1，培育钻石板块实现营业总收入 75.15 亿元，同比+15.04%。我们选取高温高压法生产培育钻石的企业力量钻石、中兵红箭、黄河旋风、惠丰钻石，采用CVD法生产培育钻石的沃尔德、国机精工、四方达作为培育钻石板块的公司。2022H1，培育钻石板块公司合计实现营业总收入 75.15 亿元，同比+15.04%，增速较稳定；实现归母净利润 12.96 亿元，同比+87.90%，增速较快。2022H1，培育钻石板块中营收规模前三为中兵红箭、国机精工与黄河旋风，分别实现营业收入 32.03、19.81 与 12.75 亿元，营收增速排名前三的包括力量钻石、惠丰钻石与四方达，分别同比+105.14%、+93.84%与+32.66%。

表4：培育钻石公司营业收入（亿元）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比
301071.SZ	力量钻石	1.42	2.04	2.21	2.45	4.98	2.18	4.48	105.14%
000519.SZ	中兵红箭	47.75	49.54	53.22	64.63	75.14	28.81	32.03	11.19%
688028.SH	沃尔德	2.33	2.62	2.55	2.42	3.26	1.50	1.59	5.59%
600172.SH	黄河旋风	29.58	31.66	29.14	24.51	26.52	13.22	12.75	-3.49%
300179.SZ	四方达	3.14	3.77	5.01	3.18	4.17	1.97	2.62	32.66%
002046.SZ	国机精工	14.94	20.66	20.85	23.55	33.28	16.68	19.81	18.75%
839725.BJ	惠丰钻石	0.87	1.46	1.09	1.42	2.19	0.97	1.88	93.84%
合计		100.04	111.74	114.07	122.16	149.54	65.33	75.15	15.04%

资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1，培育钻石板块合计实现归母净利润 12.96 亿元，同比+87.90%。其中，中兵红箭、力量钻石、国机精工排名分列前三，分别实现归母净利润 7.02、2.39 与 1.36 亿元；除沃尔德归母净利同比增速为负，其他公司均实现一定增长，其中，黄河旋风归母净利增速最快，达到 192.22%，与其基数较小且盈利能力逐渐改善有关；力量钻石与中兵红箭归母净利增速较高，分别为 121.29%与 114.61%。

表5：培育钻石公司归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比
301071.SZ	力量钻石	0.42	0.72	0.63	0.73	2.40	1.08	2.39	121.39%
000519.SZ	中兵红箭	1.26	3.47	2.55	2.75	4.85	3.27	7.02	114.61%
688028.SH	沃尔德	0.58	0.66	0.60	0.49	0.54	0.31	0.21	-30.63%
600172.SH	黄河旋风	0.51	-2.38	0.39	-9.80	0.43	0.24	0.70	192.22%
300179.SZ	四方达	0.62	0.65	1.17	0.75	0.92	0.49	0.89	82.93%
002046.SZ	国机精工	0.16	0.23	0.28	0.62	1.27	1.26	1.36	8.06%
839725.BJ	惠丰钻石	0.30	0.40	0.16	0.32	0.56	0.25	0.39	52.65%
合计		3.86	3.75	5.78	-4.13	10.98	6.90	12.96	87.90%

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.2 毛利率

2022H1，培育钻石板块公司的毛利率的平均值为 43.12%，同比+0.74PCT。

从 2017-2022H1，毛利率的平均值整体上呈现上升趋势，主要与培育钻石产品的毛利率水平较高，其在产品中占比提升，结构优化带动毛利率上行。2022H1，中兵红箭的毛利率提升最大，同比+11.08PCT 至 36.23%，而惠丰钻石的毛利率同比-12.77PCT 至 33.22%。

表6：培育钻石公司毛利率

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比(pct)
301071.SZ	力量钻石	46.92%	50.85%	43.95%	43.59%	64.07%	65.21%	68.22%	3.01
000519.SZ	中兵红箭	19.10%	23.13%	21.25%	17.58%	20.74%	25.15%	36.23%	11.08
688028.SH	沃尔德	51.84%	51.82%	48.17%	47.79%	49.22%	51.61%	50.06%	-1.55
600172.SH	黄河旋风	30.16%	22.93%	25.04%	20.17%	30.83%	31.73%	36.55%	4.82
300179.SZ	四方达	48.97%	50.68%	59.40%	48.79%	52.89%	54.08%	55.15%	1.07
002046.SZ	国机精工	30.10%	24.33%	24.70%	23.81%	20.94%	22.84%	22.40%	-0.43
839725.BJ	惠丰钻石	56.22%	51.65%	37.26%	43.02%	41.10%	45.99%	33.22%	-12.77
平均值		40.47%	39.34%	37.11%	34.97%	39.97%	42.37%	43.12%	0.74

资料来源：wind，民生证券研究院

3.2.3 费用率情况

2022H1，培育钻石公司销售费用率、管理费用率、研发费用率的平均值分别为 3.05%、13.57%与 6.02%，分别同比+0.08、-0.28、+0.17pct。与行业均值比较，1) 销售费用率方面：沃尔德、四方达的销售费用率水平较高，2022H1 分别同比+2.17pct、+0.29pct 至 8.64%、6.73%；2) 管理费用率方面：沃尔德与四方达远高于行业均值，2022H1 分别为 25.93%与 21.16%，费用控制水平有待加强；3) 研发费用率方面：四方达与沃尔德的研发费用率水平较高，2022H1 分别 10.52%与 8.35%。

表7：培育钻石公司费用率

证券代码	证券简称	销售费用率			管理费用率			研发费用率		
		2021H1	2022H1	同比(pct)	2021H1	2022H1	同比(pct)	2021H1	2022H1	同比(pct)
301071.SZ	力量钻石	1.25%	0.63%	-0.62	5.76%	6.33%	0.57	3.37%	4.62%	1.25
000519.SZ	中兵红箭	1.00%	0.83%	-0.17	11.38%	10.94%	-0.44	4.80%	4.91%	0.11
688028.SH	沃尔德	6.47%	8.64%	2.17	22.75%	25.93%	3.18	7.33%	8.35%	1.03
600172.SH	黄河旋风	1.87%	2.44%	0.56	10.03%	10.80%	0.77	2.82%	3.55%	0.73
300179.SZ	四方达	6.43%	6.73%	0.29	23.36%	21.16%	-2.21	10.71%	10.52%	-0.19
002046.SZ	国机精工	2.06%	1.38%	-0.67	9.78%	11.19%	1.40	3.15%	5.14%	1.99
839725.BJ	惠丰钻石	1.72%	0.74%	-0.98	13.89%	8.64%	-5.25	8.78%	5.08%	-3.70
平均值		2.97%	3.05%	0.08	13.85%	13.57%	-0.28	5.85%	6.02%	0.17

资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 培育钻石上市公司情况

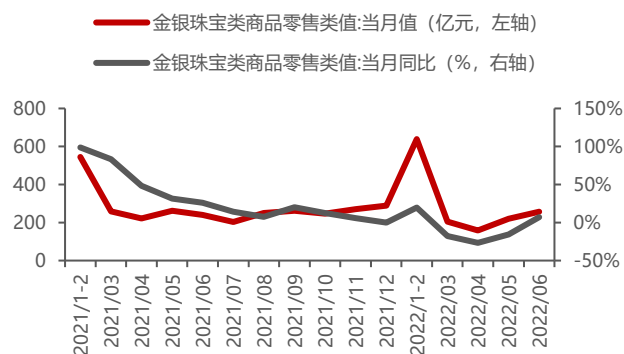
4 黄金珠宝：疫情影响短期经营，“国潮”驱动产品结构优化

结构优化

4.1 黄金珠宝板块总览

根据中国黄金协会，2022H1，全国黄金消费额 476.82 吨，同比-12.84%。

其中，黄金首饰消费量为 320.73 吨，同比-7.98%；金条及金币 112.44 吨，同比-25.59%。一方面，上半年受到疫情的冲击与反复，叠加 2021 年的高基数影响，黄金首饰的消费量下滑明显；另一方面，受到国际环境复杂多边的影响，黄金的避险属性凸显，今年以来金价的大幅波动支撑了黄金的投资需求，6 月份黄金消费呈现恢复势头，有望迎来回暖与恢复的态势。

图53：2022 年 1-6 月金银珠宝零售额及同比


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图54：2022 年 1-6 月黄金价格变动


资料来源：wind，民生证券研究院

“国潮”盛行给老牌珠宝企业提供了新的营销方向。2022 年 6 月，周大生推出与《国家宝藏》联名的 IP 项目，汇集故宫、敦煌等国宝级馆藏文物，打造标志性的中国国宝艺术典藏金品，更好地通过主题创新赋予产品更高的文化价值，将传统珠宝观念植入到年轻群体中，挖掘潜在消费群体。

图55：周大生“国潮”系列产品



资料来源：周大生官网，民生证券研究院

4.2 黄金珠宝行业财报综述

4.2.1 收入与利润

2022H1，黄金珠宝行业板块公司合计实现营业总收入 911.40 亿元，同比+2.46%，略有上行但增速缓慢。主要因为上半年各地疫情频发，影响了珠宝门店的展店速度，线下门店开店计划受阻，影响了公司的盈利能力，随疫情好转，黄金珠宝行业公司稳步推进开店计划，布局线下门店营销推广的同时，大力布局线上业务，看好下半年的行业回暖。从 2022 年上半年的营收情况来看，大部分公司的营业收入同比增速为负，仅周大生、曼卡龙与老凤祥仍保持同比增速为正，其中，周大生实现营业收入 50.97 亿元，同比+82.79%，主要因为其积极调整产品战略，加强了对时尚、文创类黄金的推广力度，今年上半年推出周大生“非凡国潮”黄金文创 IP 产品等，高附加值的黄金产品占比提升的同时，线上业务也保持稳定增速。

表8：黄金珠宝行业营业收入（亿元）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比
600655.SH	豫园股份	171.11	337.77	429.12	440.51	510.63	227.24	220.09	-3.15%
600612.SH	老凤祥	398.10	437.84	496.29	517.22	586.91	315.90	337.40	6.80%
301177.SZ	迪阿股份	11.17	15.00	16.65	24.64	46.23	23.20	20.85	-10.13%
002867.SZ	周大生	38.05	48.70	54.39	50.84	91.55	27.89	50.98	82.79%
600916.SH	中国黄金	282.48	409.11	382.74	337.88	507.58	266.00	253.31	-4.77%
002345.SZ	潮宏基	30.86	32.48	35.43	32.15	46.36	22.96	21.74	-5.31%
300945.SZ	曼卡龙	8.37	9.20	8.97	8.09	12.53	6.29	7.03	11.68%
合计		940.15	1,290.10	1,423.58	1,411.32	1,801.79	889.49	911.40	2.46%

资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1，黄金珠宝行业归母净利润同比-22.64%至 34.33 亿元。除周大生归母净利润同比+9.14%外，其余公司的归母净利润同比增速均为负，受到疫情较大影响，其中豫园股份实现归母净利润 7.54 亿元，同比下行 46.47%，迪阿股份、潮宏基与曼卡龙也同比下滑较多。

表9：黄金珠宝行业归母净利润（亿元）

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比
600655.SH	豫园股份	7.00	30.21	32.08	36.10	38.61	14.09	7.54	-46.47%
600612.SH	老凤祥	11.36	12.05	14.08	15.86	18.76	10.42	8.90	-14.53%
301177.SZ	迪阿股份	2.50	2.73	2.64	5.63	13.02	7.29	5.79	-20.62%
002867.SZ	周大生	5.92	8.06	9.91	10.13	12.25	6.10	5.85	-4.07%
600916.SH	中国黄金	2.99	3.62	4.51	5.00	7.94	4.02	4.39	9.14%
002345.SZ	潮宏基	2.84	0.71	0.81	1.40	3.51	2.02	1.50	-25.63%
300945.SZ	曼卡龙	0.44	0.55	0.65	0.64	0.70	0.44	0.36	-19.43%
合计		33.06	57.92	64.69	74.76	94.79	44.38	34.33	-22.64%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.2 毛利率

2022H1，黄金珠宝行业公司的毛利率平均值为 24.96%，同比-3.23PCT。

其中，以镶嵌珠宝为主要产品的迪阿股份的毛利率超过 70%，且有进一步上行的趋势，主要受到产品结构的影响，以黄金珠宝为主要产品的黄金珠宝公司的毛利率相对较低，其中，2022H1，中国黄金的毛利率仅 4.35%，但随其逐渐布局镶嵌类产品，调整黄金类产品的结构，毛利率有进一步上行的趋势。

表10：黄金珠宝行业毛利率

证券代码	证券简称	2017	2018	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比(pct)
600655.SH	豫园股份	16.02%	25.72%	26.83%	24.50%	24.12%	19.99%	17.56%	-2.42%
600612.SH	老凤祥	8.35%	8.24%	8.47%	8.18%	7.77%	7.82%	7.69%	-0.13%
301177.SZ	迪阿股份	69.71%	69.82%	70.21%	69.37%	70.14%	70.00%	70.63%	0.63%
002867.SZ	周大生	32.38%	34.00%	35.98%	41.03%	27.31%	40.46%	22.16%	-18.31%
600916.SH	中国黄金	3.33%	2.75%	5.13%	4.35%	3.09%	3.02%	4.35%	1.33%
002345.SZ	潮宏基	37.38%	39.34%	37.68%	35.83%	33.39%	34.60%	31.96%	-2.65%
300945.SZ	曼卡龙	22.87%	24.57%	25.78%	28.21%	20.00%	21.39%	20.35%	-1.04%
平均值		27.15%	29.21%	30.01%	30.21%	26.54%	28.18%	24.96%	-3.23%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.2.3 费用率

2022H1，黄金珠宝行业公司分销售费用率、管理费用率、研发费用率的平均值分别为 10.43%、2.96%与 0.34%，分别同比+0.93、+0.06、+0.05PCT。黄金珠宝行业的公司整体上费用率控制水平较好，2022H1 略有上行，但仍保持在合理的区间。

表11：黄金珠宝行业公司的费用率水平

证券代码	证券简称	销售费用率			管理费用率			研发费用率		
		2021H1	2022H1	同比(pct)	2021H1	2022H1	同比(pct)	2021H1	2022H1	同比(pct)
600655.SH	豫园股份	4.96%	6.10%	1.14	6.09%	6.67%	0.58	0.12%	0.24%	0.12
600612.SH	老凤祥	1.47%	1.29%	-0.18	0.78%	0.64%	-0.13	0.04%	0.04%	0.00
301177.SZ	迪阿股份	21.62%	31.98%	10.36	4.28%	4.07%	-0.21	0.27%	0.44%	0.17
002867.SZ	周大生	10.58%	6.26%	-4.33	1.75%	0.94%	-0.81	0.20%	0.12%	-0.08
600916.SH	中国黄金	0.84%	1.00%	0.15	0.26%	0.30%	0.03	0.01%	0.05%	0.04
002345.SZ	潮宏基	18.57%	17.75%	-0.83	3.38%	3.50%	0.12	1.30%	1.43%	0.13
300945.SZ	曼卡龙	8.45%	8.64%	0.19	3.72%	4.58%	0.86	0.08%	0.05%	-0.02
平均值		9.50%	10.43%	0.93	2.89%	2.96%	0.06	0.29%	0.34%	0.05

资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 黄金珠宝上市公司情况

5 投资建议

表12：重点公司盈利预测及估值（截至 2022.9.2）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收 盘价 (元)	净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
688363.SH	华熙生物	680.64	141.48	7.82	10.32	13.91	21.10%	31.91%	34.79%	87	66	49
300957.SZ	贝泰妮	768.41	181.40	8.63	12.15	16.03	58.82%	40.80%	31.90%	89	63	48
603605.SH	珀莱雅	443.79	157.70	5.76	7.33	9.25	23.20%	27.30%	26.10%	77	60	48
300856.SZ	科思股份	106.42	62.85	1.33	2.83	3.52	-18.70%	112.70%	24.80%	81	38	30
300896.SZ	爱美客	1162.65	537.37	9.58	14.89	21.74	117.80%	55.4%	46.00%	121	78	53
300955.SZ	嘉亨家化	22.82	22.64	0.97	1.32	1.79	4.00%	36.00%	35.61%	24	21	15
600315.SH	上海家化	220.68	32.47	6.49	5.88	7.60	50.93%	-9.40%	29.20%	34	37	29
301071.SZ	力量钻石	232.64	192.67	2.40	5.31	9.48	228.20%	121.60%	78.67%	97	44	25
000519.SZ	中兵红箭	417.77	30.00	4.85	12.98	17.52	76.80%	167.40%	35.00%	86	32	24
301101.SZ	明月镜片	86.52	64.40	0.82	1.32	1.53	17.30%	61.30%	15.50%	106	65	56

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 2 日收盘价）

6 风险提示

1) 消费需求整体疲软：消费需求不足会导致居民收入降低，以及提高居民储蓄率，市场中的资金量随之减少，企业投资减少，从而影响企业的发展；

2) 行业竞争加剧：化妆品、黄金珠宝、超市、百货行业有较多的参与者，竞争加剧将产生更多挤出效应，降低企业的收入、提升费用，削弱盈利能力；

3) 新冠疫情反复：新冠疫情主要对快递物流和工厂开工造成影响，若不能及时发货，可能使得产品销售的退货率较高，之后的确认收入可能低于当前的 GMV。

插图目录

图 1: 天猫美妆销售额.....	3
图 2: 抖音美妆销售额.....	3
图 3: 化妆品抖音和天猫平台合计销售额和增速.....	4
图 4: 部分指数与上市公司年初至今涨跌幅 (%)	4
图 5: 美妆标的单季度营收及增长率.....	5
图 6: 美妆标的单季度归母净利润及增长率.....	5
图 7: 美妆标的单季度毛利率及归母净利率.....	5
图 8: 美妆标的单季度三费率情况.....	5
图 9: 2021-2022 美妆中上游单季度毛利率 (%)	7
图 10: 2021-2022 美妆品牌公司单季度毛利率 (%)	7
图 11: 2021-2022 美妆代运营公司单季度毛利率 (%)	7
图 12: 2021-2022 中上游美妆制造商单季度管理费用率 (%)	8
图 13: 2021-2022 中上游美妆制造商单季度研发费用率 (%)	8
图 14: 2021-2022 美妆品牌公司单季度期间费用率 (%)	9
图 15: 2021-2022 美妆品牌公司单季度销售费用率 (%)	9
图 16: 2021-2022 电商运营公司单季度期间费用率 (%)	9
图 17: 2021-2022 年电商运营公司单季度销售费用率 (%)	9
图 18: 2019-2022H1 珀莱雅集团收入及增速.....	16
图 19: 2020-2022 年珀莱雅集团收入分季度情况.....	16
图 20: 2Q22 欧莱雅集团各部门收入及增速	17
图 21: 2Q22 欧莱雅集团各地区收入及增速	17
图 22: 2Q22 各部门收入占比	17
图 23: 2Q22 各地区收入占比	17
图 24: 集团归母净利率和毛利率.....	18
图 25: 各部门未分配前利润率.....	18
图 26: 2016-2022 雅诗兰黛集团营收及增速	18
图 27: 2016-2022 雅诗兰黛集团归母净利润及增速.....	18
图 28: 2022 财年按产品划分营业收入及增速	19
图 29: 2022 财年各产品收入占比	19
图 30: 2022 财年按地区划分营业收入及增速	19
图 31: 2022 财年各地区收入占比	19
图 32: 2012-2022H1 爱马仕集团收入和净利润 (百万欧元)	20
图 33: 2022H1 各部门收入占比.....	21
图 34: 2022H1 各地区收入占比.....	21
图 35: 集团营业利润&归母净利润同比增速	21
图 36: 集团净利率变化	21
图 37: 医美标的 1H19-1H22 营业收入	22
图 38: 医美标的 1H19-1H22 归母净利润.....	22
图 39: 医美标的 1H19-1H22 归母净利率&毛利率.....	22
图 40: 医美标的 1H19-1H22 三费率情况.....	22
图 41: 上游药械商毛利率 (%) 对比.....	23
图 42: 机构端毛利率 (%) 对比	23
图 43: 上游药械商销售费用率 (%) 对比	24
图 44: 上游药械商销售费用率 (%) 对比	24
图 45: 上游药械商管理费用率 (%) 对比	24
图 46: 机构端管理费用率 (%) 对比.....	24
图 47: 上游药械商研发费用率 (%)	24
图 48: 机构端研发费用率 (%)	24
图 49: 2021 年埃罗莎产量占全球总产量的 28%.....	29
图 50: 2022H1 全球钻石指数整体上行	29
图 51: 2022H1 印度培育钻石毛坯进口额及进口渗透率.....	30
图 52: 2022H1 印度培育钻石裸钻出口额及出口渗透率.....	30
图 53: 2022 年 1-6 月金银珠宝零售额及同比.....	32
图 54: 2022 年 1-6 月黄金价格变动	32

图 55: 周大生“国潮”系列产品	33
-------------------------	----

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 1H22 美妆上市公司营收及归母净利润数据	6
表 2: 2022Q2 美妆上市公司营收及归母净利润数据	6
表 3: 医美标的 1H22 营收增速及归母净利润增速情况	23
表 4: 培育钻石公司营业收入 (亿元)	30
表 5: 培育钻石公司归母净利润 (亿元)	31
表 6: 培育钻石公司毛利率	31
表 7: 培育钻石公司费用率	32
表 8: 黄金珠宝行业营业收入 (亿元)	33
表 9: 黄金珠宝行业归母净利润 (亿元)	34
表 10: 黄金珠宝行业毛利率	34
表 11: 黄金珠宝行业公司的费用率水平	35
表 12: 重点公司盈利预测及估值 (截至 2022.9.2)	35

分析师承诺

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的投资建议。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。

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 18 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