

阴霾逐渐退散，把握低位布局良机

——2022 年下半年商贸零售行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2022 年 06 月 10 日

投资要点:

行业回顾: 疫情影响超预期，居民消费疲弱，二级市场板块普跌。2022 年初以来，由于受到国际环境更加复杂严峻及国内疫情冲击超预期的影响，经济下行的压力偏大，我国居民人均可支配收入同比增速放缓，2022Q1，城镇居民人均可支配收入同比增速为+5.4%，农村居民人均可支配收入同比增速为+7.0%。而由于受国内疫情长时间的影响，居民消费疲弱，社零增速由 2022 年初的+6.70%降至 4 月的-11.10%，从二级市场来看，2022 年初至 2022 年 5 月 31 日，多个板块出现下跌，商贸零售累计下跌 13.17%，跑输上证综指 0.72 个 pct。从各细分板块的重点个股来看，仅珀莱雅、爱美客录得涨幅，分别上涨 4.93%、1.33%，贝泰妮、华熙生物、华东医药跌幅较小。

细分行业推荐：看好化妆品、医美、黄金珠宝、免税赛道

化妆品: 短期受疫情影响行业增速放缓，但中长期来看，美妆消费低龄化、“他经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业稳步扩大。另外，近年化妆品法律密集发布，监管趋严背景下，利好强研发、强渠道的合规龙头。看好高成长性、竞争格局优秀的功效型护肤品赛道。

医美: 尽管短期内疫情放缓医美需求，但中长期来看，颜值经济下医美整体市场发展空间广阔，轻医美也正当其时。近年来医美法规密集发布，行业监管趋严之助力合规产品与机构进一步替代。看好成长快，国内竞争格局向好的透明质酸赛道、尚在起步阶段但 III 类医疗器械产品抢占先发优势的再生类注射材料赛道、目前属于蓝海市场且研发和资质壁垒高的肉毒毒素赛道。

黄金珠宝: 需求端短期内受疫情冲击影响，但中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。同时，受地缘政治摩擦的影响，黄金价格震荡上行，2022 年 4 月超 400 元/克，量价齐升推动行业长期向好。供给端行业龙头在疫情期间积极开拓品类并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。

免税: 短期内国内疫情散点爆发，国门开放时间未定，免税业务受到一定程度的影响。但中长期来看，我国旅游零售市场潜力大，随着离岛免税的放开，叠加在近年来政策支持下，中国人奢侈品消费回流，未来中国免税市场发展空间大。从竞争格局来看，国内免税牌照长期保持严控，目前仅有 10 家具备免税品经营资质的企业，龙头有望乘免税发展东风成为最大受益者。

风险因素: 疫情反复、行业竞争加剧、产品渠道拓展不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

拉芳家化认购医美国际 23.2%股份，本周继续关注 618 大促数据

爱美客与韩国 HuonsBP 签订经销协议，美妆创投天图投资发起 IPO

4 月美妆行业线上销售承压，但部分头部公司表现亮眼

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师: 李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

研究助理: 叶柏良

电话: 18125933783

邮箱: yebl@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾：疫情影响超预期，二级市场板块普跌	5
1.1 行业回顾：疫情影响超预期，稳经济、促消费政策出台	5
1.2 行情回顾：商贸零售略微跑输大盘，重点个股中珀莱雅、爱美客收涨	7
2 细分行业推荐：看好化妆品、医美、黄金珠宝、免税	8
2.1 化妆品：短期内行业波动无虞，龙头强者恒强	8
2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展	8
2.1.2 供给侧：法规密集发布，监管趋严促行业进一步规范化	10
2.1.3 细分：看好高成长性、竞争格局优秀的功效性护肤品赛道	12
2.2 医美：监管趋严，合规企业受益	14
2.2.1 需求侧：短期疫情放缓需求，颜值经济下长期向好	14
2.2.2 供给侧：合规替代为国产医美耗材企业打开空间	15
2.2.3 细分：看好透明质酸、再生类、肉毒毒素赛道	18
2.3 黄金珠宝：短期受疫情影响较大，国潮文化兴起拉动黄金消费	24
2.3.1 需求侧：短期表现受疫情影响，量价齐升推动行业长期向好	24
2.3.2 供给侧：龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强	26
2.4 免税：政策积极引导消费回流，龙头有望成最大受益者	28
2.4.1 短期：疫情呈现点多面广，国门开放时间未定	28
2.4.2 长期：政策积极引导消费回流，海南免税店营收剑指千亿	29
2.4.3 中韩免税竞争将成常态，海南有望弯道超车	33
2.4.4 国内免税行业壁垒高筑，龙头将成为最大受益者	34
3 投资建议	36
4 风险因素	36
图表 1: 2022H1 疫情散点爆发的时间线及防控梳理及对应的防控政策	5
图表 2: 全国/城镇/农村居民人均可支配收入同比	5
图表 3: 社零总额同比增速及实际增速	6
图表 4: 社零餐饮收入、商品零售同比增速	6
图表 5: 2022H1 部分地区发放消费券政策梳理	6
图表 6: 申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)	7
图表 7: 医美、化妆品、黄金珠宝与免税行业重点个股区间涨跌幅(%)	7
图表 8: 限额以上企业化妆品同比增速与社零同比增速	8
图表 9: 中国化妆品市场规模及同比增速	8
图表 10: 淘系平台美妆行业成交额及增速	8
图表 11: 京东、苏宁、拼多多平台美妆成交额同比增速	8
图表 12: 2022 年来部分化妆品龙头淘系平台销售额同比增速	9
图表 13: 2020 年 Z 世代化妆品使用频率	9
图表 14: 中国男士护肤市场规模、增速和预测	9
图表 15: 中国居民人均可支配收入及其增长率	10
图表 16: 中国化妆品人均消费额及其增长率	10
图表 17: 化妆品行业法规密集发布	11
图表 18: 中国功效性护肤品市场规模及增速	12
图表 19: 2021 年中国女性护肤品消费观念情况	12
图表 20: 功效性护肤品企业研发费用率高	13
图表 21: 薇诺娜大单品矩阵	13
图表 22: 2012-2021 年我国皮肤学级护肤品品牌市占率 (%)	13

图表 23: 近五年医美上游龙头公司营收同比增速	14
图表 24: 近五年医美下游龙头公司营收同比增速	14
图表 25: 中国医美市场规模增长变化	14
图表 26: 中国医美市场用户规模 (万人)	14
图表 27: 2014-2019 年各国医美项目渗透率对比	15
图表 28: 2019 年每千人医美治疗次数	15
图表 29: 手术类、非手术类项目规模及占比变化	15
图表 30: 2020 年前中国医美用户关注信息	15
图表 31: 2018 年中国医美正规与非正规市场规模占比	16
图表 32: 2019 年中国医美机构分布情况	16
图表 33: 近年医美行业部分监管政策或行动一览	17
图表 34: 中国基于透明质酸的皮肤填充剂市场规模及预测	18
图表 35: 2020 年爱美客医美透明质酸产品国内市场份额	18
图表 36: 2016-2018 年中国医美透明质酸竞争格局(按销售金额)	18
图表 37: 中国医疗美容透明质酸产品市场 NMPA 认证企业	19
图表 38: 中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模	20
图表 39: 再生注射材料竞品	20
图表 40: 中国医美肉毒毒素市场规模及增速	22
图表 41: 肉毒毒素已上市和在研产品	22
图表 42: 金银珠宝类商品零售额增速与社零增速对比	24
图表 43: 淘系平台近期黄金首饰成交额及增速	24
图表 44: 淘系平台近期铂金首饰成交额及增速	24
图表 45: 淘系平台近期钻石首饰成交额及增速	25
图表 46: 淘系平台近期 K 金首饰成交额及增速	25
图表 47: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速	25
图表 48: 各类黄金消费情况	25
图表 49: 黄金/铂金/白银价格走势	26
图表 50: 周大福中国内地各产品零售值占比	26
图表 51: 周大福黄金、镶嵌类潮流产品	26
图表 52: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品	27
图表 53: 行业龙头近期门店数量情况	27
图表 54: 行业龙头近期门店数量净增加情况	27
图表 55: 中国新冠疫情累计确诊人数及死亡率	28
图表 56: 全球新冠疫情累计确诊人数及死亡率	28
图表 57: 社零总额当月同比 vs 实际当月同比	28
图表 58: 国内旅游人数总计 (亿次)	28
图表 59: 中国大陆免税市场销售额及全球占比	29
图表 60: 海南离岛免税商品购物金额 (亿元)	29
图表 61: 中国人全球奢侈品消费额及占比	29
图表 62: 中国人境内奢侈品消费额及同比	29
图表 63: 近两年消费回流相关政策	30
图表 64: 2020 年以来海南离岛免税相关政策	31
图表 65: 海南主要免税门店	32
图表 66: 三亚&海口国际免税城	32
图表 67: 韩国免税市场规模	33
图表 68: 韩国免税市场购物人数	33
图表 69: 韩国免税额度不断放宽	33

图表 70: 海南与韩国免税店年度销售额比较.....	34
图表 71: 国内免税牌照企业基本信息.....	34
图表 72: 2020 年国内免税市场格局.....	35

1 行业回顾：疫情影响超预期，二级市场板块普跌

1.1 行业回顾：疫情影响超预期，稳经济、促消费政策出台

2022年以来，国内疫情散点爆发。新冠疫情持续两年多的时间，尽管国内疫情控制良好，但国外形势严峻难挡输入压力。近期国内疫情呈现散点式爆发态势，波及全国多个地区，各省市均采取了严格的防控措施。随着奥密克戎变异株传入国内，疫情传播速度加快、辐射范围扩大，线下实体经济尤其是旅游、餐饮、零售等行业遭受着长时间、实质性的打击。

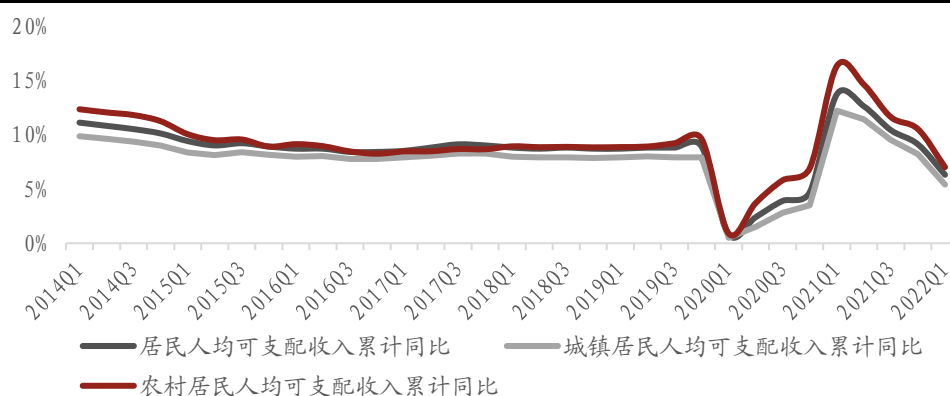
图表1:2022H1 疫情散点爆发的时间线及防控梳理及对应的防控政策

时间	地点	防控政策	备注
1月1日	浙江宁波	相关区域管控，人员核酸检测	
1月7日	广东深圳	相关区域管控，全市人员核酸检测	
1月7日	天津	全员核酸检测	
1月13日	上海	相关人员隔离管控，相关场所管控	
1月15日	北京	相关区域人员核酸检测	
1月25日	黑龙江	相关人员隔离管控，相关场所管控	
1月26日	浙江杭州	相关人员隔离管控，相关场所管控	
1月31日	广东深圳	相关人员隔离管控，相关场所管控，3月14日起实行“7天封闭式管理”	
2月22日	北京	相关区域管控，人员核酸检测	
2月28日	黑龙江	相关人员核酸检测	
3月1日	上海	相关人员隔离管控，相关场所管控，3月30日起全域静态管理，全员核酸筛查	传播链辐射全国
3月9日	浙江杭州	相关人员隔离管控，相关场所管控	
4月1日	辽宁大连	相关人员核酸检测	
5月9日	四川广安	相关人员隔离管控，相关场所管控，5月17日起全域静态管理	

资料来源：各省/市政府官网、卫健委、澎湃新闻、万联证券研究所

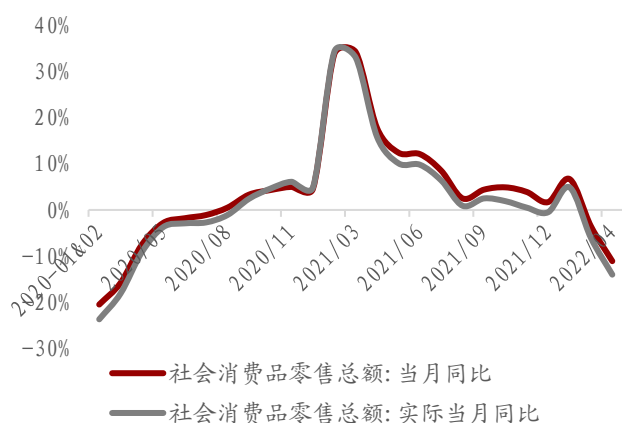
受疫情长时间影响，居民消费疲弱。由于受到国际环境更加复杂严峻及国内疫情冲击超预期的影响，经济下行的压力偏大。从统计局数据来看，近期我国居民人均可支配收入同比增速放缓，2022Q1，城镇居民人均可支配收入同比增速为+5.4%；农村居民人均可支配收入同比增速为+7.0%。而由于受国内疫情长时间的影响，上半年居民消费疲弱，社零增速也由年初的+6.70%降至4月的-11.10%。

图表2:全国/城镇/农村居民人均可支配收入同比

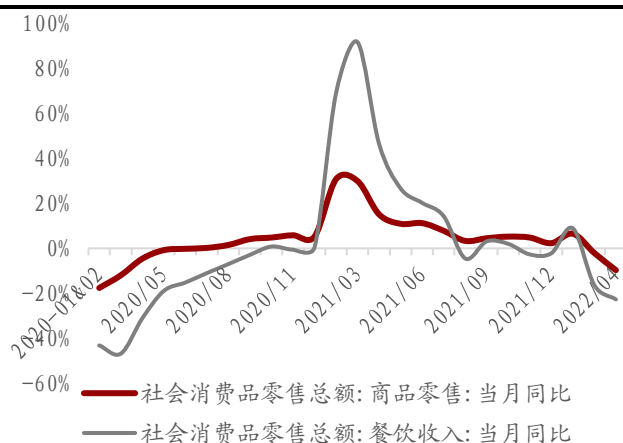


资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表3:社零总额同比增速及实际增速



图表4:社零餐饮收入、商品零售同比增速



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

资料来源：国家统计局、万联证券研究所

稳经济、促消费政策密集出台，多地发放消费券。为了快速拉动消费意愿，打通实体经济消费循环，各地密集出台刺激消费的措施。2022年4月25日，国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出了五大方面20项重点举措，通过综合施策释放消费潜力，在“稳”“保”“新”上下功夫，促进消费持续恢复。2022年5月31日，国务院印发《扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，同样涉及促消费相关政策，包括稳定增加汽车、家电等大宗消费等。另外，从今年1月份以来，北京、广东、上海等地相继发放消费券，以倡导市民留当地过节及促进当地消费。

图表5:2022H1 部分地区发放消费券政策梳理

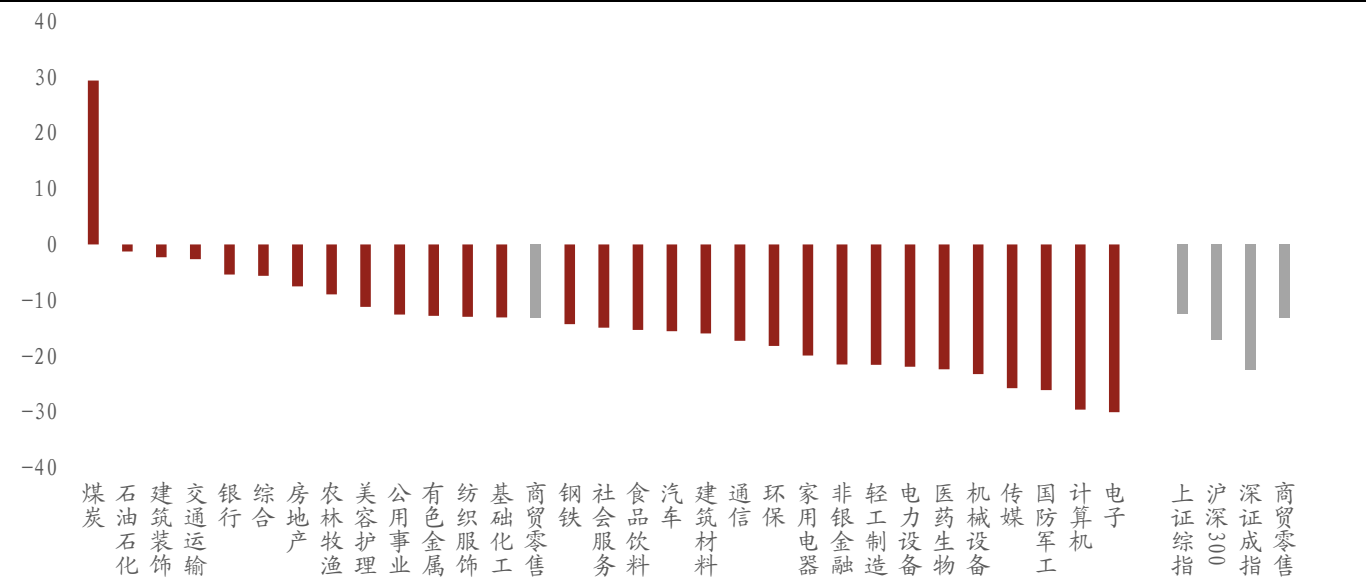
时间	地点	内容
1月12日	北京	各企业为留京过年的消费者派送万元消费券。
3月1日	北京	“2022北京消费季”将于3月1日正式启动，丰台、西城、经开等区陆续发放消费券。
4月9日	北京	4月12日，北京市发布促进绿色节能消费政策将于今年4月至9月面向在京消费者发放超过3亿元北京绿色节能消费券。
5月1日	北京	“五一”期间在京消费者登录京东等10家企业线上平台即可领取北京绿色节能消费券。
1月28日	广东	江门市举办2022年“乐购侨都”春季消费节活动，于1月28日至2月15日派发新春消费券，总价值达1500万元。
4月28日	广东	4月28日发布的《广东省进一步促进消费若干措施》提出，省对各地促消费行动实行奖补政策。连日来，各地已陆续发放消费券。
4月28日	广东	深圳通过美团、京东平台，向深圳消费者陆续发放5亿元消费券，更好满足市民购物、美食、旅游等留深过节消费需求
1月3日	上海	上海市发放体育消费券，每一次的体育消费券的抵扣从50（元）至80（元）不等。
4月11日	天津	天津多点发力精准施策，推出定向、非定向消费券，激发市民消费热情，提振市场信心
4月29日	重庆	4月28日，巴南区发布消息，在延续原有惠企政策基础上，新安排财政资金约6000万元，计划发放消费券500万元
5月1日	重庆	今年“五一”假期，市启动2022爱尚重庆·乐享“五一”数币惠民消费活动，各环节都有发放数字人民币消费券、红包以及折上折等优惠活动。

资料来源：各省/市政府官网、万联证券研究所

1.2 行情回顾：商贸零售略微跑输大盘，重点个股中珀莱雅、爱美客收涨

2022年1月1日至5月31日，除煤炭板块(+29.34%)实现上涨外，其余板块均不同程度地下跌。其中，石油石化、建筑装饰、交通运输、银行、综合、房地产、农林牧渔、美容护理板块领先大盘，商贸零售累计下跌13.17%，跑输上证综指0.72个pct。从各细分板块的重点个股来看，珀莱雅、爱美客录得涨幅，分别上涨4.93%、1.33%，贝泰妮、华熙生物、华东医药跌幅较小。

图表6:申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：(1) 时间区间为2022年1月1日至5月31日；

(2) 股价涨跌幅使用复权计算。

图表7:医美、化妆品、黄金珠宝与免税行业重点个股区间涨跌幅(%)

区间涨跌幅 (2022年初至2022/5/31)					
板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅
化妆品	-16.67	医美	-5.50	黄金珠宝	-11.85
珀莱雅	4.93	爱美客	1.33	豫园股份	-2.91
贝泰妮	-0.84	华东医药	-3.56	周大福	-3.14
华熙生物	-4.86	华熙生物	-4.86	老凤祥	-11.34
上海家化	-14.25	朗姿股份	-13.40	莱绅通灵	-13.21
拉芳家化	-19.80	完美医疗	-19.61	六福集团	-13.33
科思股份	-20.09	苏宁环球	-22.51	谢瑞麟	-13.79
水羊股份	-22.28	医思健康	-26.39	中国黄金	-19.52
若羽臣	-25.28	华韩股份	-27.84	周生生	-19.53
丸美股份	-28.05	奥园美谷	-29.41	周大生	-20.13
片仔癀	-29.15	昊海生科	-30.43	菜百股份	-20.21
鲁商发展	-31.17	瑞丽医美	-40.34	潮宏基	-20.51
壹网壹创	-33.33	医美国际	-46.84	迪阿股份	-45.35
丽人丽妆	-35.56	新氧	-63.01	免税	-18.83
青松股份	-46.77			王府井	-10.74
逸仙电商	-77.07			中国中免	-19.47

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：(1) 时间区间为2022年1月1日至5月31日；

(2) 医美、化妆品、黄金珠宝与免税板块由我们团队划分；

(3) 板块涨跌幅计算公式为： $(\sum \text{个股涨跌幅} * \text{个股流通市值}) / (\sum \text{个股流通市值})$ 。

2 细分行业推荐：看好化妆品、医美、黄金珠宝、免税

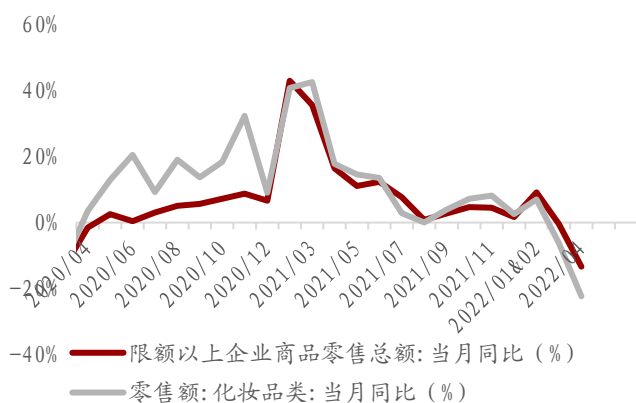
2.1 化妆品：短期内行业波动无虞，龙头强者恒强

2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展

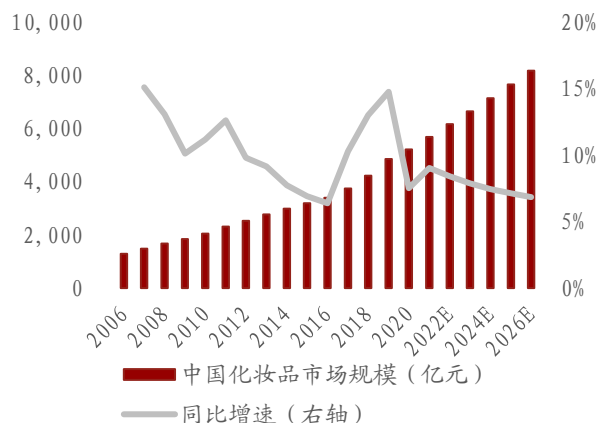
➤ 短期：

近期化妆品增速有所波动，但龙头公司表现优秀。2020年以来，疫情影响线下消费场景和线上消费物流，化妆品零售同比一路放缓，直至2022年3月，受新一轮疫情冲击，化妆品零售额近两年来首次出现负增长。疫情影响下，化妆品整体行业的电商数据表现不佳，尤其是4月份，淘系平台化妆品成交额为162亿元，同比-22%，京东、苏宁、拼多多等其他平台的化妆品成交额也呈现同比负增长。然而，化妆品龙头贝泰妮、珀莱雅和鲁商发展在淘系平台的成绩喜人，贝泰妮淘系平台1-4月成交额分别同比+36%/+57%/+96%/+22%，珀莱雅分别同比+12%/+30%/+61%/+34%，鲁商发展分别同比+33%/+81%/+22%/+23%。

图表8:限额以上企业化妆品同比增速与社零同比增速



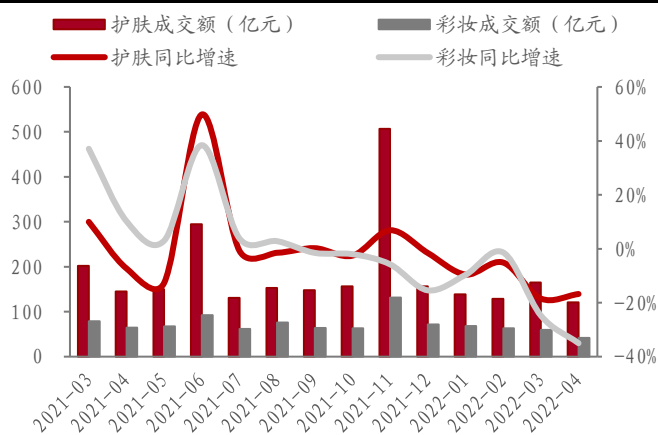
图表9:中国化妆品市场规模及同比增速



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

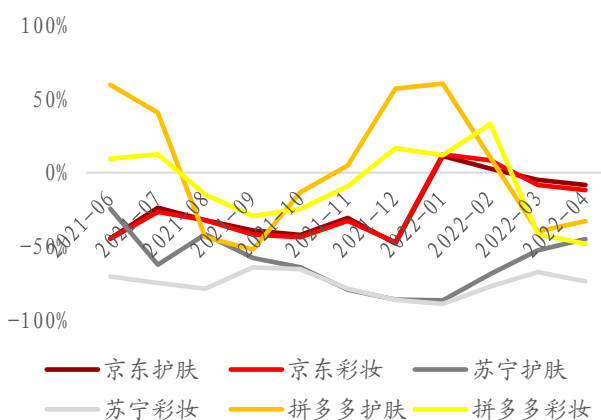
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表10:淘系平台美妆行业成交额及增速



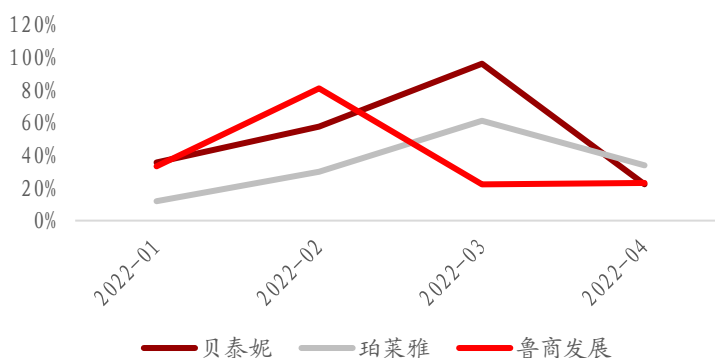
资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

图表11:京东、苏宁、拼多多平台美妆成交额同比增速



资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

图表12:2022 年来部分化妆品龙头淘系平台销售额同比增速



资料来源：萝卜投资，万联证券研究所

长期:

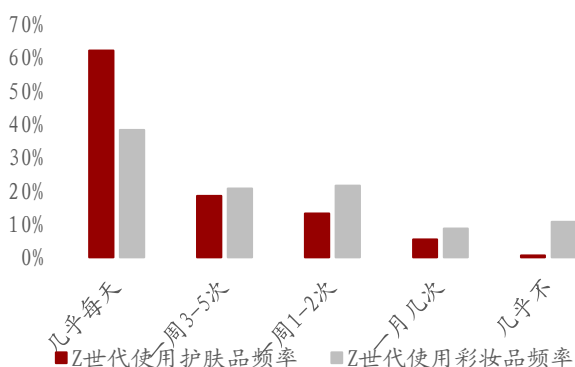
短期波动无虞，仍看好美妆行业中长期的发展。根据Euromonitor的数据显示，2021年中国化妆品市场规模达到5686亿元，同比增长9.0%。我们认为，尽管近期化妆品零售额增速出现放缓，但这主要由于疫情对实体经济产生了冲击，使得短时间内消费疲软。随着未来防疫更加精准有效以及“稳增长”政策的加持，国内消费有望重回正常区间。中长期来看，颜值时代下，量（低龄化、男性消费）和价（消费升级下人均消费额增加）的提升驱动美妆市场向好的大逻辑仍然不变。

（1）量：美妆消费人群扩容，低龄化、男性消费趋势明显

低龄化：“颜值即正义”，美妆产品迅速渗透于精致的Z世代。相比较70后、80后，Z世代（1995-2009年出生的人）更注重外表，认同“颜值即正义”，而物质条件的提升使得这类年轻群体有更高的可支配收入，更加追求生活品质和个性，更愿意为颜值经济和潮流买单，根据艾瑞咨询的数据显示，2020年，高达62.2%的Z世代几乎每天进行护肤，几乎不进行护肤的Z世代仅占0.6%；彩妆方面，38.3%的Z世代每天化妆，仅10.7%的Z世代几乎不化妆。

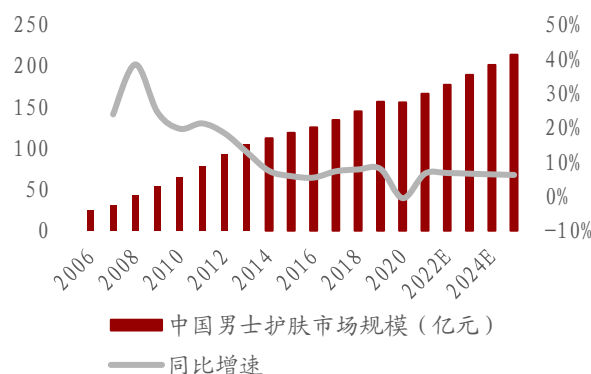
男性消费：“他经济”快速崛起，男性化妆品消费市场值得期待。随着大众对于多元文化接受度的提升，越来越多的男性开始更加注重自身形象管理，男性逐渐摆脱了传统的性别定位，加入到了“精致”的行列中。根据Euromonitor的数据，男性护肤市场呈现逐年增长的态势，从2006年的25.27亿元增长到2021年的165.85亿元，预计未来还会以6-7%的增速增长，到2024年突破200亿元大关。

图表13:2020 年 Z 世代化妆品使用频率



资料来源：艾瑞咨询，万联证券研究所

图表14:中国男士护肤市场规模、增速和预测

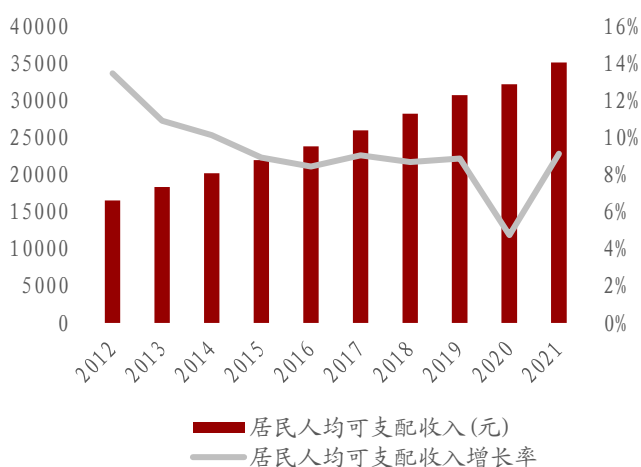


资料来源：Euromonitor，万联证券研究所

(2) 价：消费升级之下，化妆品人均消费额增加

人均可支配收入提升，消费者化妆品购买力日渐增强，人均消费有望进一步提升。随着国家的发展，人民生活水平日渐提高，我国居民人均可支配收入逐年上涨，除2020年受疫情影响增速有所放缓外，人均可支配收入能够保持8%以上的增速。人均可支配收入的提升推动可选消费的进一步提升，近年来中国人均化妆品消费额增长迅猛，尤其是2018年和2019年，分别实现了12.35%和14.08%高增长，并且2017-2020年，化妆品人均消费增速明显高于居民人均可支配收入增速。根据Euromonitor的数据显示，2021年，我国化妆品人均消费额达到62.5美元，而美国/英国/日本/韩国的化妆品人均消费额为260-310美元，若以这些发达国家的化妆品人均消费额作为天花板，则中国化妆品市场仍有5倍的发展空间。

图表15:中国居民人均可支配收入及其增长率



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表16:中国化妆品人均消费额及其增长率



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

2.1.2 供给侧：法规密集发布，监管趋严促行业进一步规范化

多项法规密集发布，监管趋严促行业进一步规范化，利好强研发、强管理的合规头部企业。2021年1月1日，国务院发布的《化妆品监督管理条例》新规正式实施，随后，国家市场监管总局与国家药品监督管理局相继发布多条配套法规。《条例》的重点包括：

①原料与产品方面：a. **分类：**按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理；b. **注册/备案管理：**特殊化妆品、风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，普通化妆品、其他化妆品新原料实行备案管理；c. **功效宣称：**化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。

②生产经营方面：a. **生产：**从事化妆品生产活动，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请；委托加工的，则受托生产化妆品的企业对生产活动负责；b. **管理制度：**化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当建立化妆品生产质量管理体系。

③监督管理：a. 国家建立不良反应检测制度；b. 监管部门建立化妆品生产经营者信用档案。我们认为，对于头部化妆品企业而言，其自身具备条件，可完成注册备案以及功效宣称测评，相应成本减轻，且原料与产品的合规性强、原有的生产流程和管理规范，受条例影响的程度低；而对于中小企业而言，条例的发布或将带来注册备案、功效宣称测评、建立规范化的管理和生产制度等方面的成本与时间压力，利好强研发、强管理的合规龙头企业。

图表17:化妆品行业法规密集发布

最新化妆品相关政策文件梳理		
政策类别	重点要求	政策文件
原料与产品	1、国家按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理。化妆品分为特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）和普通化妆品，化妆品原料分为新原料（在我国境内首次使用于化妆品的天然或者人工原料）和已使用的原料。 2、化妆品应当按照《化妆品分类规则和分类目录》所附的功效宣称、作用部位、使用人群、产品剂型和使用方法的分类目录依次选择对应序号，各组目录编码之间用“-”进行连接，形成完整的产品分类编码。 3、化妆品注册人、备案人不得生产、进口产品配方中使用了《化妆品禁用原料目录》《化妆品禁用植（动）物原料目录》规定的禁用原料的化妆品。	化妆品注册备案管理办法 化妆品新原料注册备案资料管理规定 化妆品注册备案资料管理规定
	1、国家对特殊化妆品（用于染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品以及宣称新功效的化妆品）实行注册管理，对普通化妆品实行备案管理； 2、国家对风险程度较高的化妆品新原料（具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能）实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理；	关于做好新旧化妆品注册备案信息管理平台衔接有关工作的通知 化妆品分类规则和分类目录 关于更新化妆品禁用原料目录的公告 已使用化妆品原料目录（2021年版）
	1、化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责。 2、化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案前，必须依据《技术导则》的要求开展化妆品安全评估，提交产品安全评估资料。	化妆品功效宣称评价规范 化妆品安全评估技术导则（2021年版）
	确保化妆品的最小销售单元有标签，标签应符合相关法律、行政法规、强制性国家标准，标签内容真实、完整、准确，儿童化妆品按规定标注儿童化妆品标志。	化妆品标签管理办法
生产经营	1、从事化妆品生产活动，应当向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门提出申请，化妆品生产许可证有效期为5年； 2、受托生产化妆品的企业对生产活动负责； 3、化妆品注册人、备案人、受托生产企业应当建立化妆品生产质量管理体系，建立并执行供应商遴选、原料验收、生产过程及质量控制（设质量安全负责人）、设备管理、产品检验及留样等管理制度。	关于发布儿童化妆品标志的公告 化妆品生产质量管理规范
	国家建立化妆品不良反应监测制度，化妆品注册人、备案人应当监测其上市销售化妆品的不良反应，受托生产企业、化妆品经营者和医疗机构发现可能与使用化妆品有关的不良反应的应当报告。	化妆品生产经营监督管理办法
监督管理	化妆品生产经营者是化妆品安全第一责任人，应当配合负责药品监督管理的部门组织实施的抽样检验工作，不得干扰、阻挠或拒绝抽样检验，不得转移、藏匿化妆品，不得拒绝提供证明材料或提供虚假资料。	化妆品抽样检验管理规范（征求意见稿）
	化妆品注册人、备案人应当根据儿童的生理特点和可能的应用场景，遵循科学性、必要性的原则，研制开发儿童化妆品，在销售包装展示面标注国家药品监督管理局规定的儿童化妆品标志。	化妆品不良反应监测管理办法

信用监管 负责药品监督管理的部门应当建立化妆品生产经营者信用档案。

儿童化妆品监督管理规定

资料来源：国务院、国家市场监督管理总局、国家药监局、万联证券研究所

2.1.3 细分：看好高成长性、竞争格局优秀的功效性护肤品赛道

功效性护肤品赛道市场成长迅速、前景广阔，2016年至2020年功效性护肤品市场年复合增速为36.8%。根据艾瑞咨询的分类，功效性护肤品是指介于普通护肤品与皮肤科药品之间，运用活性成分修复皮肤屏障并能针对性解决皮肤问题的护肤品，主要功效包括补水、祛红、祛痘、美白、抗衰老、防晒等。其主要范围为敏感肌护理类产品、高效成分型护肤品与敷料面膜类产品等有科学文献佐证并经过临床测试的产品。2020年，中国功效性护肤品的市场规模为260.1亿元，同比增速达到31.4%，2016年至2020年CAGR为36.8%，根据艾瑞咨询最新预测显示2023年中国功效性护肤品的市场规模将达到589.7亿元，2021年至2023年的CAGR为29.4%。

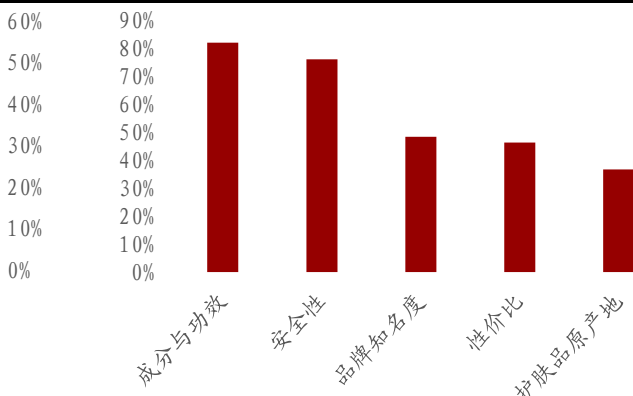
国人敏感肌护肤意识逐渐增强叠加“功效党”崛起。随着互联网的普及，微博、小红书等新媒体平台上的护肤知识与产品推荐内容逐渐丰富，消费者对自己肌肤状态的了解逐渐深入，也有更多敏感肌群体加入到敏感肌护肤中，消费者们学会了关注化妆品成分与功效。根据艾瑞咨询最新调查显示，79.3%的受调查人群表示自己的护肤关注点较三年前发生了变化，相比于品牌、原产地等，护肤品的成分与功效、安全性成为消费的最主要关注点。

图表18:中国功效性护肤品市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

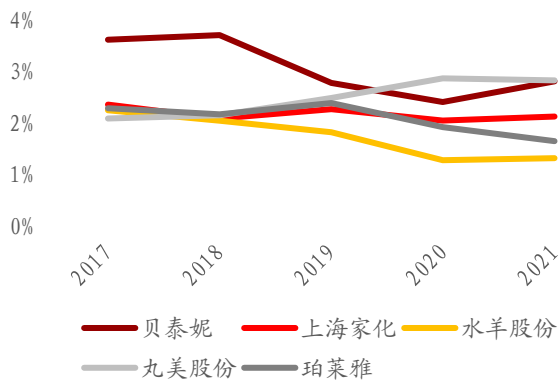
图表19:2021年中国女性护肤品消费观念情况



资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

研发和渠道壁垒铸就优秀的竞争格局，贝泰妮旗下薇诺娜脱颖而出。由于功效性护肤品需要投入更多的研发费用，且与医院、药房渠道的合作均需考验品牌方的研发实力、产品力与资质，因而功效性护肤品赛道的竞争格局较为优秀，集中度高。以皮肤学级护肤品子赛道为例，我国皮肤学级护肤品市场2021年的品牌市占率CR3/CR5分别为37.6%/50.4%。其中，2012-2021年，贝泰妮旗下的薇诺娜市占率从1.6%上升至19.5%，并一路赶超薇姿、雅漾、理肤泉等国际大牌，在2019-2021年夺下第一。而薇诺娜成功的背后，则是离不开母公司贝泰妮对研发的重视（研发投入高、研发团队背景强大、创始人及多位高管出身滇虹药业）、强大的渠道优势（线下与皮肤科医院合作获得医学背书、积极拓展连锁药店渠道，线上多平台营销、开拓私域流量、各平台自播达播带货）以及清晰明朗的经营战略（打造中国健康皮肤生态、践行大单品战略）。

图表20:功效性护肤品企业研发费用率高



资料来源: 东方财富、万联证券研究所

图表21:薇诺娜大单品矩阵



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表22:2012-2021 年我国皮肤学级护肤品品牌市占率 (%)

品牌名	所属国	所属公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
薇诺娜	中国	昆明贝泰妮	1.6	2.1	3.1	6.7	10.4	12.6	14.7	15.6	16.8	19.5
理肤泉	法国	L'Oréal 集团	11.4	12.0	11.9	12.4	12.4	11.4	9.9	8.8	8.7	9.9
敷尔佳	中国	哈尔滨敷尔佳	-	-	-	-	-	-	-	8.9	8.8	8.2
雅漾	法国	Pierre Fabre SA	29.5	29.0	29.9	27.6	25.0	21.1	15.4	10.6	8.3	7.1
修丽可	法国	L'Oréal 集团	-	-	-	-	1.2	1.4	1.9	3.4	4.7	5.7
贝德玛	法国	NAOS SAS	0.5	0.8	2.0	3.6	6.8	8.8	7.9	6.6	5.1	4.6
芙丽芳丝	日本	Kao Corp	6.8	6.3	6.0	5.6	5.3	5.6	5.4	4.6	4.6	4.3
城野医生	日本	强生	-	-	-	-	-	-	-	5.0	4.3	4.3
玉泽	中国	上海家化	0.8	1.0	1.3	1.6	2.1	2.4	2.4	2.1	4.1	3.7
珂润	日本	Kao Corp	-	-	-	-	-	-	-	-	3.2	3.6
WIS	中国	广州慕可	-	-	-	-	-	-	6.7	6.9	4.9	3.5
薇姿	法国	L'Oréal 集团	25.2	24.0	21.4	16.5	13.2	10.1	7.7	5.2	4.2	3.2
艾惟诺	美国	强生	-	-	-	-	0.8	1.5	2.4	2.9	3.0	3.0
润百颜	中国	华熙生物	-	-	-	-	-	-	-	-	1.9	2.5
比度克	中国	湖北比度克	4.3	5.4	6.3	6.9	5.3	5.0	4.1	2.9	2.4	2.1

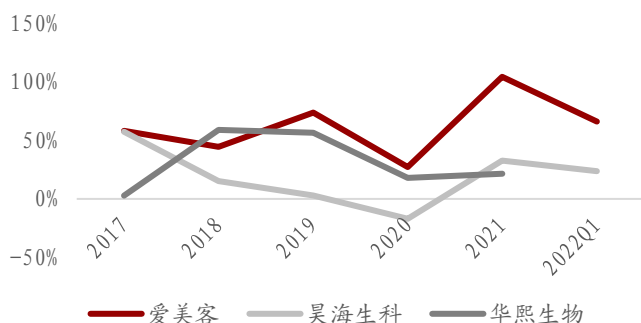
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

2.2 医美：监管趋严，合规企业受益

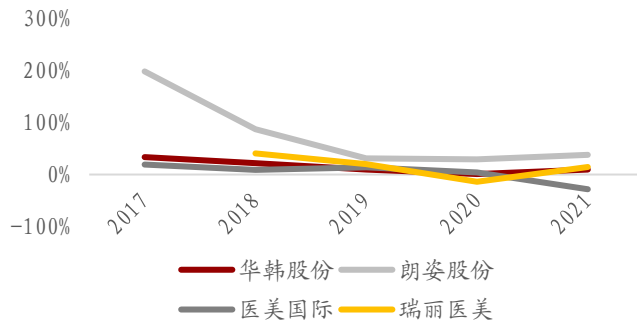
2.2.1 需求侧：短期疫情放缓需求，颜值经济下长期向好

短期内疫情放缓医美需求，市场实际表现低于原预期。2017年以来，医美行业龙头扩张迅速，不少公司医美业务营收实现了两位数以上的同比增长。2020年疫情爆发冲击线下消费，部分医美行业龙头公司仍然能维持正增长，而后2021年实现强势反弹，由此可见医美消费的韧性。2022Q1，受全国多个省市新一轮疫情超预期的影响，短期内部分公司例如爱美客和昊海生科的营收同比增速有所放缓。

图表23:近五年医美上游龙头公司营收同比增速



图表24:近五年医美下游龙头公司营收同比增速



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

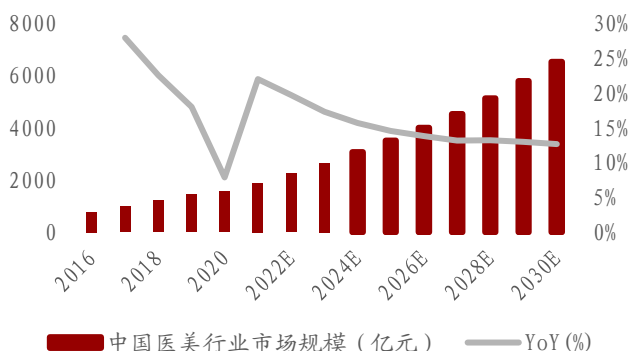
注：为增强可比性，爱美客、昊海生科取整体营收yoy，华熙生物取医疗终端产品收入yoy。

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

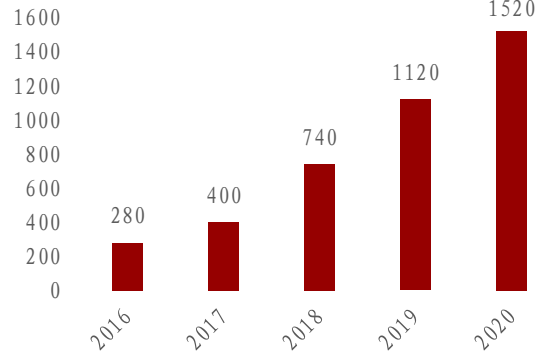
注：华韩股份取整形科收入yoy，朗姿股份取非手术类+手术类医美yoy，医美国际和瑞丽医美取整体yoy。

长期来看，我国医美市场发展空间广阔。随着近年来中国经济的循序发展，国民经济水平不断提升，大众在物质满足的基础上产生强烈的审美需求，叠加社会舆论对于“颜值红利”的宣传，消费者为美付费的意愿不断增强，国内医疗美容市场在近年呈现出快速发展的趋势。根据弗若斯特沙利文数据，2020年中国医美市场规模增加至1549亿元，2016-2020年年复合增速18.9%，2020年由于疫情的影响同比增速稍有放缓，预计疫情后增速回暖，2030年市场规模将达到6535亿元，2020-2030年的年复合增速为15.5%。与此同时，医疗美容市场用户规模也不断攀升，2016-2020年复合增长率达到52.64%。与医美市场成熟的发达国家比较，2014年-2019年，我国医美渗透率从2.4%增至3.6%，但与韩国2019年20.5%的渗透率相比至少存在4倍的发展空间，此外2019年我国医美诊疗次数为17.4次/千人，不及韩国的五分之一，随着90后消费主力军消费能力提升、70后对医美接受度提高，我国医美市场将进入更加长期稳定的增长模式。

图表25:中国医美市场规模增长变化



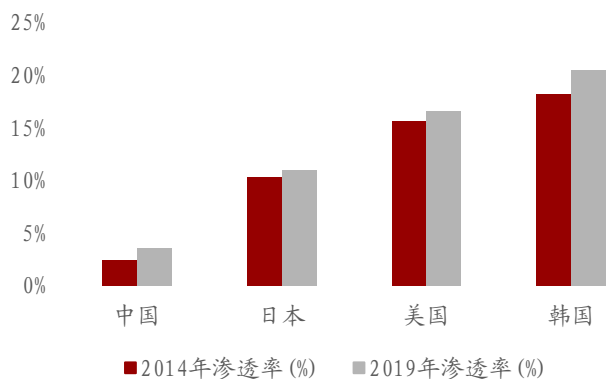
图表26:中国医美市场用户规模 (万人)



资料来源：Frost&Sullivan、万联证券研究所

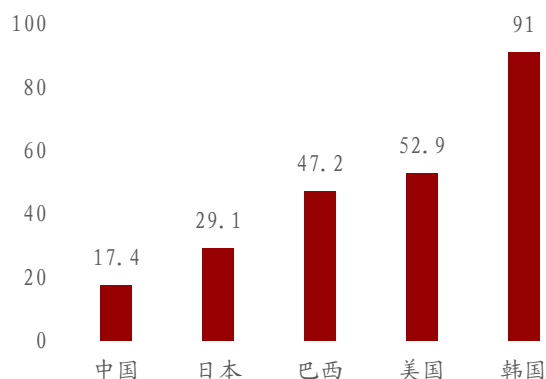
资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

图表27:2014-2019 年各国医美项目渗透率对比



资料来源: Deloitte, 万联证券研究所

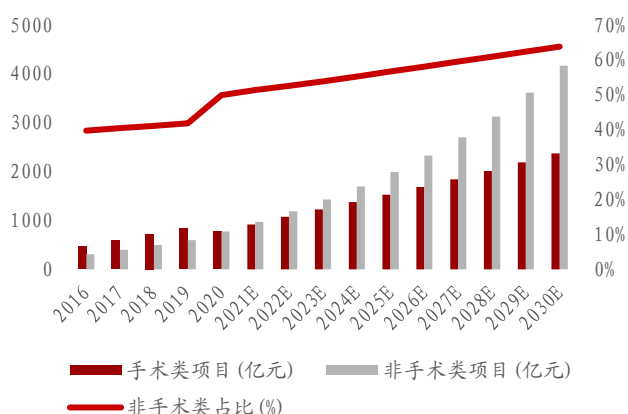
图表28:2019 年每千人医美治疗次数



资料来源: Frost&Sullivan, 万联证券研究所

轻医美市场快速发展。近几年,随着轻医美技术的升级、国家相关政策准则的出台以及消费者对于医疗美容安全性关注度的提高,轻医美进入快速上升期。自2014年起,中国轻医美行业市场规模一直保持着稳定快速增长。弗若斯特沙利文数据显示,2016-2020年,中国非手术类医美行业市场规模从308亿元人民币增长至773亿元人民币,年复合增长率达25.9%,占比由39.7%增至49.9%,预计未来仍将持续增长。

图表29:手术类、非手术类项目规模及占比变化



资料来源: Frost&Sullivan, 万联证券研究所

图表30:2020 年前中国医美用户关注信息

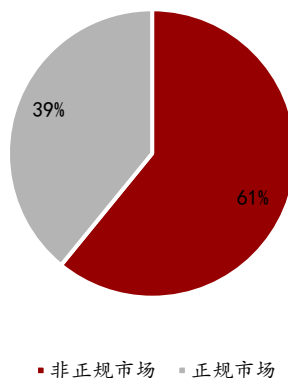


资料来源: iResearch inc, 万联证券研究所

2.2.2 供给侧: 合规替代为国产医美耗材企业打开空间

合规产品缺位领域较多, 可选治疗方案较少。根据动脉网数据显示, 我国目前正规医美注射剂市场的产品种类还比较匮乏, NMPA批准的各类皮肤填充剂合计不超过50个品类, 而韩国KFDA于2015年就已经批准了112个品规, 这直接导致正规医美机构可提供给消费者的组合治疗方案不甚完善。市场上较受欢迎的溶脂针项目目前都没有NMPA批准的合规上市产品, 未来相关产品上市将直接占领空白市场。

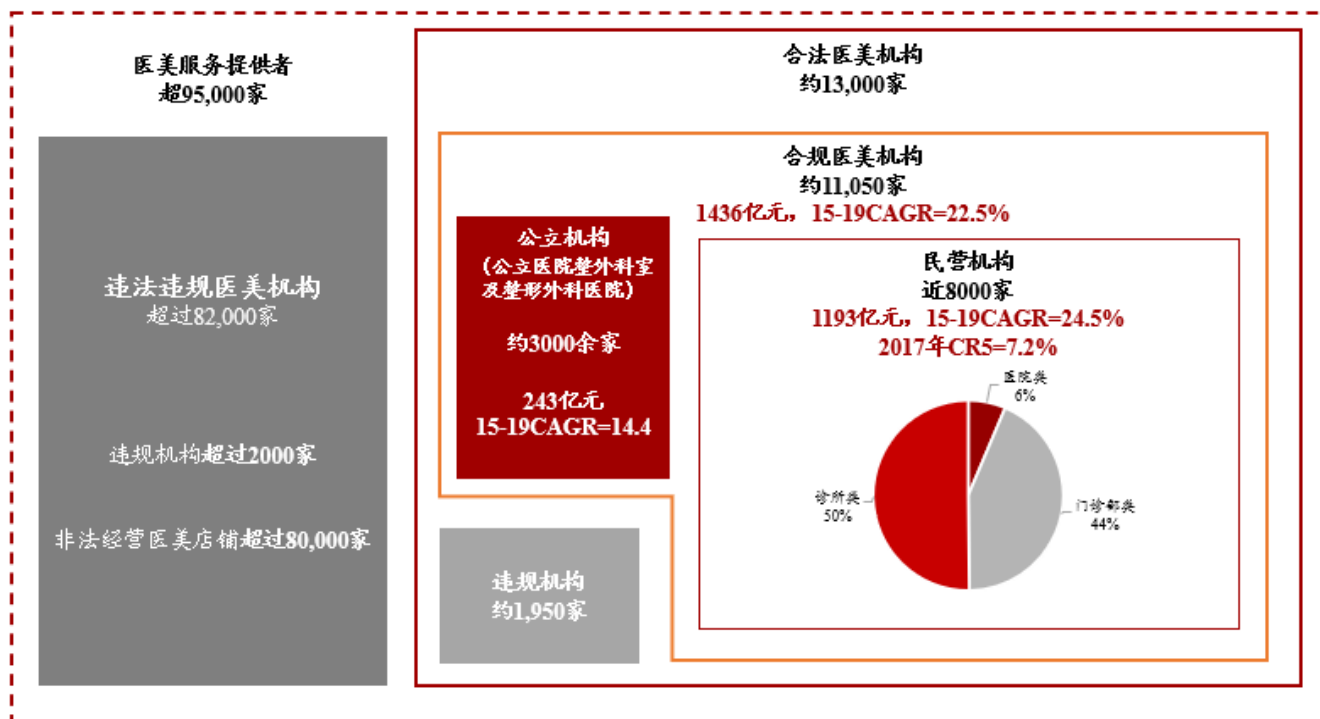
图表31:2018 年中国医美正规与非正规市场规模占比



资料来源：新氧，万联证券研究所

我国违法违规医美服务提供者泛滥，民营机构贡献合规市场主要收入。2019年，我国约有超过9.5万家医美服务提供者，其中超过8.2万家是违法违规医美机构，约1.3万家属于合法医美机构，其中1.1万家属于合规机构，贡献了1436亿元的收入。合规市场中，民营机构是中坚力量，近8000家民营机构贡献收入1193亿元，占比达到83%，且增长迅猛，2015-2019年CAGR达到24.5%，超过公立机构10pcts左右。民营机构中多数是门诊部及诊所，据我国《2020年卫生健康统计年鉴数据》，我国民营整形外科医院及美容医院合计498家，在民营机构里边的占比约6%。

图表32:2019 年中国医美机构分布情况



资料来源：《2020中国卫生统计年鉴》，艾瑞咨询，Frost & Sullivan，公司公告，万联证券研究所

注：此处合法机构指具备医疗美容资质的机构，合规机构指无超范围经营情况的医美机构。

机构数量数据中除公立机构数量（多为公立医院整形外科科室）是根据艾瑞咨询公布的医院类总数减去统计年鉴公布的民营整形外科医院及美容医院数量所得外，其余均采用艾瑞咨询统计。由于艾瑞公布的民营机构各类机构数量占比为合法机构情况，上图假设合法合规机构中门诊部类与诊所类数量相对比重与合法机构中分布一致。

医美监管趋严态势明显，将助力合规医美服务商承接非合规服务商的溢出需求。近年来监管整治行动不断出台，目标严厉打击非法医美活动，严格规范医美相关药品器械生产、流通和使用监管等，最新一轮整治工作联合国家邮政局，预计将对打击水货、假货等药品器械流通的“最后一公里”起到重要作用。政策从制定规范逐渐转向制定禁行清单，呈现细节化、精准化趋势，并加大相关政策执行力度。大量非法机构在政策强压下倒闭或被查处，加速非合规医美机构出清，利好合规企业和产品的发展。

图表33:近年医美行业部分监管政策或行动一览

年份	政策或行动	主要内容
2021	八部委联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	严厉打击非法开展医疗美容的机构，严格规范医疗美容服务行为，打击非法制售药品医疗器械行为，严肃查处违法广告和互联网信息。
2021	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	倡议：金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作，不向任何不法医疗美容机构客户提供相关金融产品和服务；金融机构应在提供医疗美容相关金融产品和服务时，按照适当性原则，充分评估消费者的还款能力，自主确定客户授信额度和贷款定价标准，做好风险控制等。
2021	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	市场监管部门依法整治各类医疗美容广告乱象，着力解决危害性大、群众反映集中的问题，对以下情形予以重点打击，例如：制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比或者作证明、生活美容机构等非医疗机构开展医疗美容广告宣传等。
2021	《医疗器械分类目录》（调整意见）	部分医美产品类别监管调整，如射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、高频电场皮肤热治疗仪等。
2022	国家卫生健康委医政医管局联合国家中医药管理局医政司发布《诊所备案管理暂行办法（征求意见稿）》及《诊所基本标准（2022年修订版，征求意见稿）》	增加了医疗美容诊所、中医（综合）诊所及中西医结合诊所三类诊所，并规定医疗美容诊所设立门槛。
2022	中国整形美容协会公布《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》	给出了医疗美容行业超过50个标准，内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准4个方面，为医美行业的标准体系建设作出了规划。
2022	国家药监局修订发布《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》、《禁止委托生产医疗器械目录》、《医疗器械委托生产质量协议编制指南》	要求提高医疗器械生产环节质量，强化产品质量安全主体责任的落实。并对分类目录做出了修订：将“整形植入物”详细拆分为整形填充材料、整形用注射填充物以及乳房填充物三种器械。
2022	国家药品监督管理局对外发布《关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告》	部分内容调整表对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。

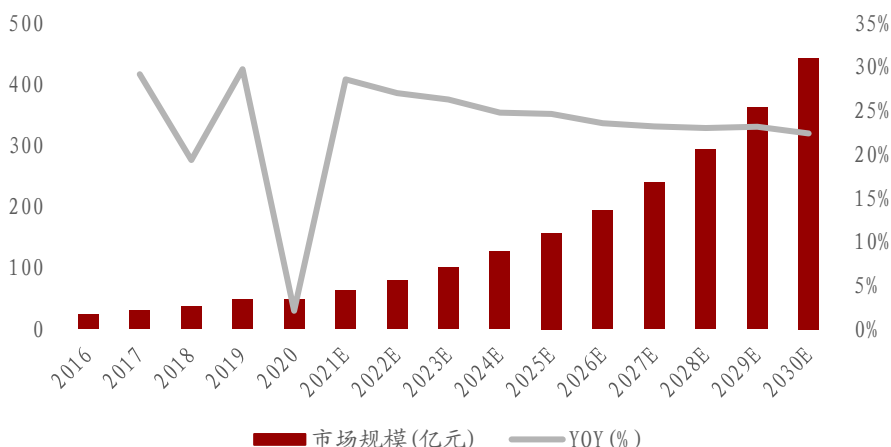
资料来源：卫生健康委办公厅，市场监管总局办公厅，国家药品监督管理局等，万联证券研究所

2.2.3 细分：看好透明质酸、再生类、肉毒素赛道

➤ 透明质酸：成长快，国内竞争格局向好

近年来随着我国颜值经济的迅速发展，求美者对于透明质酸类产品的需求与日俱增。我国透明质酸的皮肤填充剂市场规模显著扩张，从2016年的24亿元增至2020年的49亿元，年复合增速19.54%。预计2025年将达到157亿元，2021-2025年的年复合增速为25.64%，到2030年达443亿元。

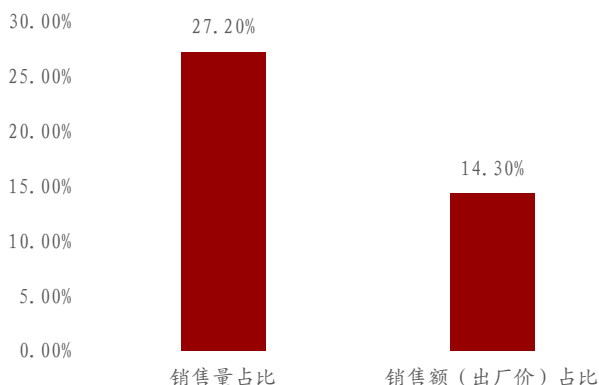
图表34:中国基于透明质酸的皮肤填充剂市场规模及预测



资料来源: Frost&Sullivan, 万联证券研究所

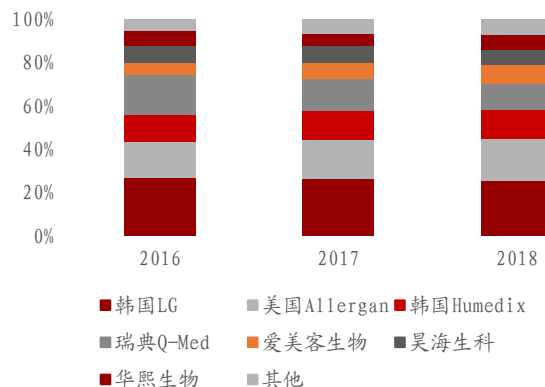
产品迭代打开价格上行空间，放量增长挤占外企份额，国内竞争格局向好。我国医美透明质酸市场中，虽然国产品牌占比逐步提升，目前仍由韩国LG、美国Allergan等老牌医美外企占据主导地位，以2018年为例，我国“医美三巨头”爱美客、昊海生科、华熙生物销售金额占比仅达22.4%，主因国产透明质酸类产品单价较低，进口产品平均出厂价为国产产品的约3倍。如爱美客2020年透明质酸产品在国内的销售量占比27.2%，排名第一，销售额占比仅14.3%，排名第三，在国产品牌中排名第一。未来随着本土品牌知名度不断提升、产品质量功效迭代升级进一步打开产品价格上行空间，高性价比赢得放量增长，市场销售收入有望进一步挤占外企份额。

图表35:2020 年爱美客医美透明质酸产品国内市场份额



资料来源: 爱美客招股书, 万联证券研究所

图表36:2016-2018 年中国医美透明质酸竞争格局(按销售金额)



资料来源: 爱美客招股书, 万联证券研究所

目前我国已经批准17家国内外药企共30余款透明质酸产品上市生产销售。主要国际品牌涉及多个跨国公司，例如艾尔建美学（拥有乔雅登系列），LG Chem Ltd.（拥有伊婉系列）以及Q-Med AB（拥有瑞蓝系列）。主要国内公司包括爱美客（拥有嗨体、爱芙莱和宝尼达系列）；华熙生物（拥有润致系列）以及昊海生科（拥有娇兰系列）。为不同应用场景、价格区间、产品性能提供全方位、差异化的选择范围，2016-2020年内资企业的相关研究成果纷纷转化落地，国产替代进程逐渐加快，我国本土透明质酸产品前景广阔，销售收入和市场占有率有望进一步提升。

图表37:中国医疗美容透明质酸产品市场 NMPA 认证企业

企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	生产地点
内资企业	爱美客	逸美	2009	北京
		宝尼达	2012	北京
		爱芙莱	2015	北京
		逸美一加一	2016	北京
		嗨体	2016	北京
	其胜生物	海薇	2013	上海
		姣兰	2015	上海
		海魅	2020	上海
	华熙生物	润百颜	2012	山东
		润致	2016	山东
		TWINHA	2019	山东
	蒙博润生物	舒颜	2014	北京
	科研生物	法思丽	2014	台湾
	协和医疗	欣菲聆	2015	杭州
		欣得美	2020	杭州
	和康生物	肤美登	2016	台湾
	凯乐普生物	玻菲	2017	山东
	常州药物研究所	碧萃诗	2018	江苏
外资企业	Q-MED	瑞蓝2号	2008	瑞典
		Restylane Vital	2019	瑞典
		瑞蓝丽瑅	2018	瑞典
	艾尔建	乔雅登	2015	美国
	LG	伊婉 classic s/plus	2013	韩国
		伊婉 volume s	2014	韩国
		伊婉 volume plus	2016	韩国
	Humedix	艾莉薇	2015	韩国
	CROMA	Princess Voume	2017	奥地利
	大熊制药	婕尔	2019	韩国
	菲洛嘉	Art Filler	2019	比利时
	吉诺斯	蒙娜丽莎	2019	韩国

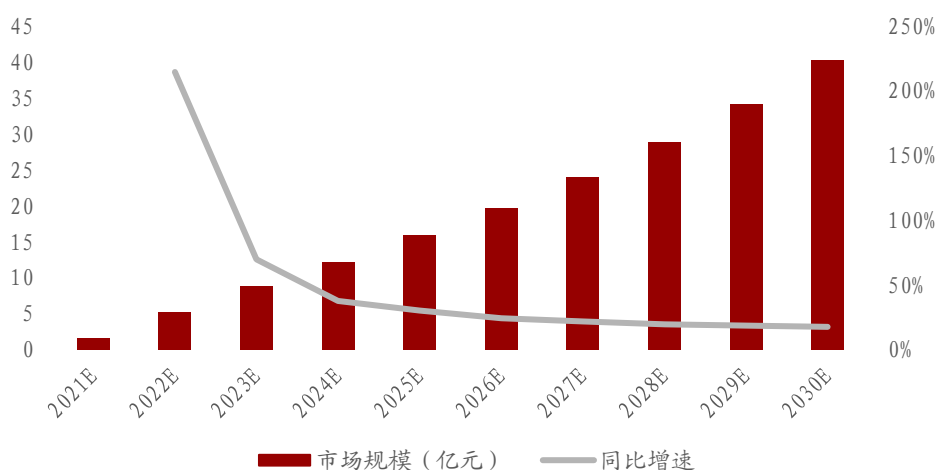
资料来源: NMPA, Frost&Sullivan, 万联证券研究所

➤ 再生类注射材料：起步阶段，III类医疗器械产品抢占先发优势

相较于玻尿酸、胶原蛋白仅具有物理填充作用而言，再生类注射材料如聚左旋乳酸具有生物刺激作用，注射后的几个月内会引起轻微炎症反应，刺激人体产生新的胶原蛋白和其他结缔组织胶原，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老的目的。市面上的主要产品有童颜针、少女针等。

我国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场仍处于起步阶段。按销售额（出厂价）计，预计将由2021年的1.66亿元增至2025年的15.86亿元，2021-2025年的年复合增长率为75.93%，预计2030年将达到40.19亿元，2026-2030年的年复合增长率为19.50%。

图表38:中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模



资料来源: Frost&Sullivan, 万联证券研究所

医美合规监管趋严，III类医疗器械产品抢占先发优势。目前再生注射材料市场上存在的相关竞品既有国产品牌也有一些进口产品，然而国内较知名产品如仙诺德、瑞博童颜水凝等取得的都是NMPA I类、II类医疗器械审批，进口产品也大多以百洛娜等获妆字号批文的产品以及一些还未获得国内上市批准的美、韩、法国进口产品为主。仅爱美客濡白天使，长春圣博玛艾维岚童颜针，华东医药伊妍仕少女针三款胶原可再生注射剂产品获批III类医疗器械产品。由于国内医美合规监管趋严，未获得III类医疗器械的产品将不允许用于皮下注射，利好合规产品的发展。

图表39:再生注射材料竞品

产品名称	成分	生产企业	产地	市场价格 (浮动)	国内资质	类别	全球资质	疗程
濡白天使	透明质酸、聚左旋乳酸	爱美客	中国	12800 元/次	获 NMPA 批准	III类	暂无	单次，二次补打不小于9个月
艾维岚童颜针	聚左旋乳酸	长春圣博玛	中国	188000 元/次	获 NMPA 批准	III类	暂无	3次一疗程，每次间隔1月
欧倍颜 Eroplla	聚左旋乳酸、水	吉林科罗纳多	中国	6800-9800 元/次	获 NMPA 批准	I类	暂无	3-6次一疗程，每次间隔2周
仙诺德 PLLA 童颜水凝	聚左旋乳酸、聚乙二醇、水	浙江微度	中国	11600-12000 元/次	获 NMPA 批准	I类	暂无	注射3-6次，每次间隔3-4周
瑞博童颜水凝	聚左旋乳酸、甘露醇	杭盖桐博生物	中国	6980-23800 元/次	获 NMPA 批准	II类	暂无	3-6次一疗程，每次间隔3-4周

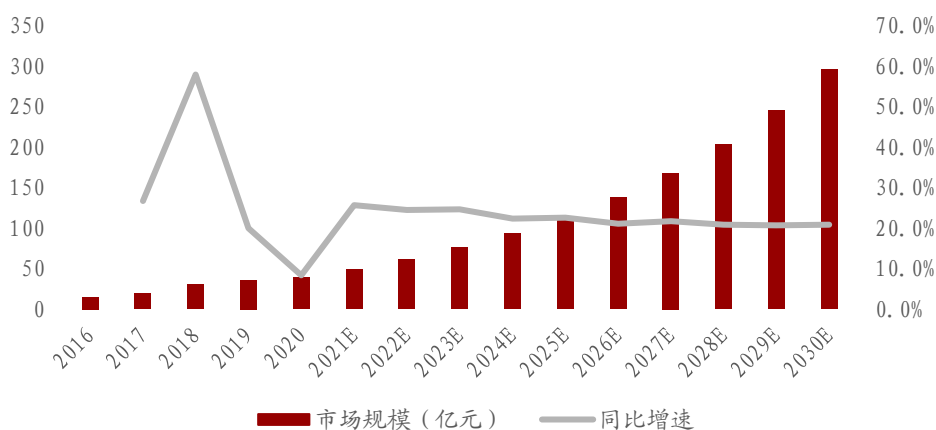
贝洛芙	聚左旋乳酸	浙江微度	中国	3000-20000 元/次	获 NMPA 批准	I 类	暂无	3-6 次一疗程，每次间隔 1 月
舒颜萃 Sculptra	聚左旋乳酸	意大利 Galderma	法国	5000-7000 元/ml	暂无	-	FDA	单次，可在两年后再次治疗
爱塑美 AestheFill	聚左旋乳酸、聚右旋乳酸、羧甲基纤维素钠	VEL.KOREA	韩国	2000-4000 元/次	暂未获批	-	KFDA	单次，可在 3 个月后进行再次治疗
得美颜 DermaVeil	聚左旋乳酸、甘醇酸	美国 Anteco Pharma	美国	3000-5000 元/次	暂未获批	-	FDA	2-3 次一疗程，每次间隔 4-6 周
加纳菲 GanaFill	聚左旋乳酸、次磷双乳酸	GANNA 生物制药	韩国	2000-15000 元/次	暂未获批	-	KFDA	1-2 次，1 个月后进行第二次
百佳丽 Bellezza	聚左旋乳酸	Elastem	韩国	5000-8000 元/次	暂未获批	-	暂无	最多注射 3-4 次，每次注射间隔 4-6 周
美拉克 Touch Up	聚己内酯	韩国纽菲思	韩国	3000-8000 元/次	获 NMPA 批准	妆字号	KFDA	注射 3-6 次，每次间隔 1-4 周
百洛娜 Bellona	聚己内酯	韩国 G-MED	韩国	5000-8000 元/次	获 NMPA 批准	妆字号	暂无	3-6 次一疗程，每次间隔 2 周
伊妍仕 Ellanse	聚己内酯微球、羧甲基纤维素	华东医药	中国	18800 元/ml	获 NMPA 批准	III 类	暂无	3-4 次一疗程，每次间隔 1 月

资料来源：新氧，公司官网，万联证券研究所

➤ 肉毒毒素：蓝海市场，研发和资质壁垒高

国内医美肉毒毒素市场规模以20%以上的年复合增长率快速扩张。国内医疗美容肉毒毒素产品市场规模由2016年的15亿元增至2020年的39亿元，2016年至2020年的年复合增长率为26.98%，在医疗美容注射类治疗服务不断发展和医疗美容肉毒毒素产品种类不断增加的推动下，预计于2025年将达到114亿元，自2021年至2025年的年复合增长率为23.50%，于2030年将达到296亿元，自2026年至2030年的年复合增长率为21.02%。国内医美肉毒毒素市场规模的扩容主要得益于三个层面。①需求层面：中国乃至全世界人口老龄化的趋势使得有抗老需求的消费者持续增加，同时人均收入和居民生活水平的提升也升级了居民消费需求。②供给层面：肉毒毒素产品的产量质量都随着技术进步有所提升，国内药企相继布局肉毒毒素赛道。③消费频次：肉毒毒素一般需要多次注射以维持其效果。

图表40:中国医美肉毒毒素市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 万联证券研究所

研发资质壁垒高, 审批耗时长。国家对于肉毒素相关产品的资质审查十分严格, 有着很强的监管以及漫长的审批周期。例如, 爱美客与韩国Huons合作的注射用A型肉毒毒素项目预计耗时5年以上, 投资预算达1.2亿元。根据爱美客招股书资料, 项目可细分为前期准备和临床前研究 (耗时18M+耗资5000万元)、临床研究 (耗时27M+耗资5000万元)、注册审批 (耗时20M+ 耗资2000万元), 此外, 由于肉毒毒素属于生物制品, 注册审批通过之后需获批签发方可上市。

竞争格局优秀, 目前属蓝海市场。当前国内市场仅有四款肉毒毒素产品获批上市, 包括美国Allergan的Botox、兰州生物的衡力, 英国Ipsen的Dysport(吉适)以及韩国Hugel的Letybo(乐提葆)。2020年以前, Botox与衡力二分天下, Botox定位高端, 因其弥散面积小, 定位精准除皱, 成为风靡全球的大单品。然而, 国货之光衡力虽然在整体效果上不占优, 但其依托极具性价比的定位成功占据一席之地。Letybo践行强差异化策略, 瞄准衡力与Botox的中间价格带, 定位轻奢 (中高端)。Dysport则主打显效时间短, 维持时间长的特点。另外, Xeomin、Nabota、Hutox等肉毒毒素产品也开始进入技术审批或临床阶段, 预计将于2023年后陆续获批上市。

图表41:肉毒毒素已上市和在研产品

已获NMPA注册审批				
	Botox	衡力	Dysport (吉适)	Letybo(乐提葆)
生产商	Allergan	兰州生物	Ipsen	Hugel
原产国	美国	中国	英国	韩国
国内经销商	艾尔建	56家经销商	高德美	四环医药
类型	A型	A型	A型	A型
分子量	900kDa	300-900kDa	500-900kDa	900kDa
赋形剂	人血清白蛋白	医用明胶	人血清白蛋白	人血清白蛋白
弥散面积	0.5	1	>0.5	小
生产工艺	真空干燥	冻干干燥	冻干干燥	冻干干燥
获批时间	2009	2012	2020	2020
规格	50U、100U	50U、100U	300SU	50U、100U
价格	BOTOX>Dysport>Letybo>衡力			
产品定位	高端、精准	大众、国货之光	偏高端、皇室肉毒	中高端、轻奢、年

						轻人的第一款进口肉毒
待NMPA注册审批						
	Xeomin	Nabota (绿毒)	Hutox (橙毒)	RT002	The Toxin (拟称)	BOTOX (咬肌适应症)
生产商	Merz	大熊制药	Huons	Revance	Jetema	Allergan
国内经销商	麦施	大熊制药北分	爱美客	复星医药	华东医药	艾尔建
类型	A型	A型	A型	A型	A型	A型
菌株	Hall菌株	KJ997761菌株	-	-	-	Hall菌株
分子量	150kDa	900kDa	900kDa	150kDa		900kDa
赋形剂	不含辅助蛋白	人血清白蛋白	人血清白蛋白	胜肽 不含辅助蛋白		人血清白蛋白
弥散面积	-	0.5	-	-		0.5
生产工艺	冻干粉	冻干粉	冻干粉	-		真空干燥
所处阶段	技术审评 (21/01/08)	III期临床, 尚未招募 (20/04/20)	III期临床, 尚未招募 (21/06/15)	III期临床, 尚未招募 (20/12/15)	签署战略合作 协议	III期临床, 招募中 (19/11/29)
预计获批	2023	2024	2024	-	-	-

资料来源: NMPA, 公司官网, 头豹研究院, 新氧, 药智数据库, 万联证券研究所

注: 资料截至 2021 年 6 月 21 日。Dysport 规格单位为 SU, 根据临床经验, 300SU 约为 120U, 根据部位不同有所调整。价格排序采用可比单位下的单位价格。所处阶段括号中日期若处于审评审批中则指 CDE 承办日期, 若处于临床试验中则指最新状态日期。预计获批时间为根据公告及审批流程制度等推算, 仅供参考。

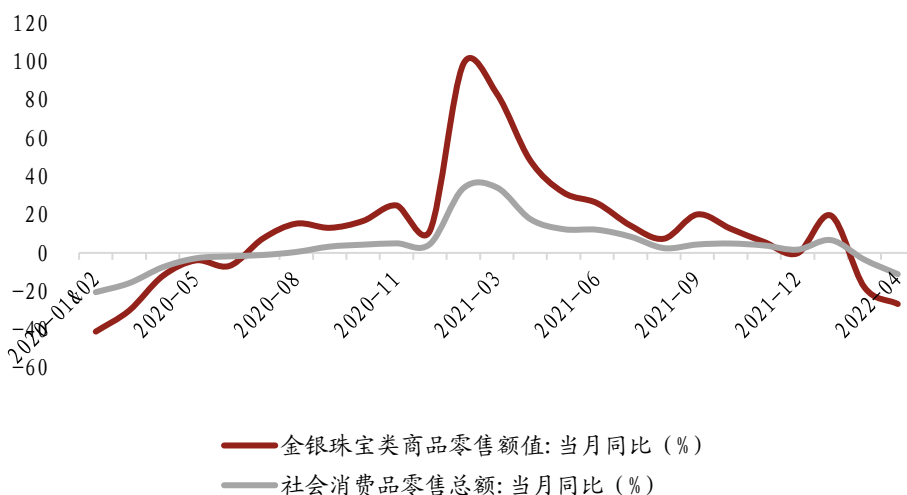
2.3 黄金珠宝：短期受疫情影响较大，国潮文化兴起拉动黄金消费

2.3.1 需求侧：短期表现受疫情影响，量价齐升推动行业长期向好

➤ 短期：疫情下行业增速放缓，国潮文化兴起拉动黄金消费

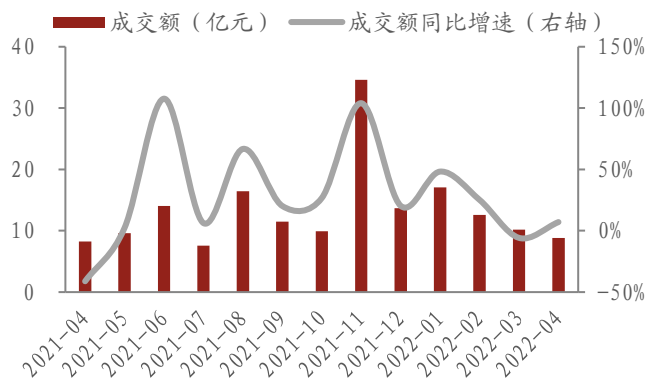
受国内疫情散点爆发影响，黄金珠宝行业2022年H1增速放缓，但黄金品类线上消费强劲。根据统计局的数据，金银珠宝类商品月度零售额自2021年12月以来增速逐渐放缓至负增长，2022年3月及4月金银珠宝类零售额同比分别-18%/-27%，同期社零总额同比分别为-4%/-11%。从线上数据来看，受国潮文化兴起影响，黄金首饰与K金首饰在淘系平台上的成交额表现优异，其中，K金首饰自2021Q4至2022年2月保持强劲增长，3月受疫情影响增速略有放缓，2022年1-4月逐月分别+55%/+151%/+16%/+1%；黄金首饰近月成交额增长强劲，2022年1-4月逐月分别为+48%/+25%/-6%/+7%。相对黄金而言，铂金与钻石在淘系平台的表现较差，多个月同比下滑。

图表42:金银珠宝类商品零售额增速与社零增速对比



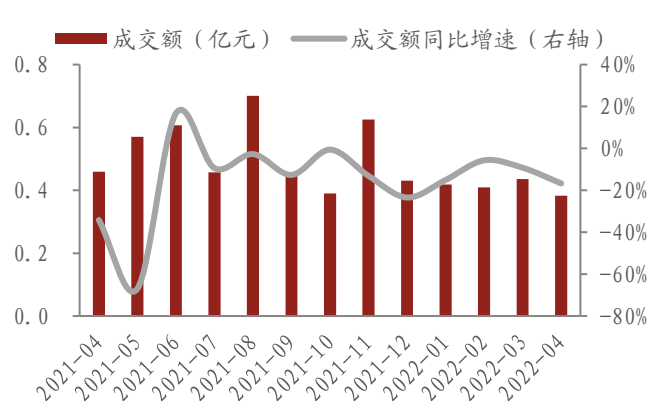
资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表43:淘系平台近期黄金首饰成交额及增速



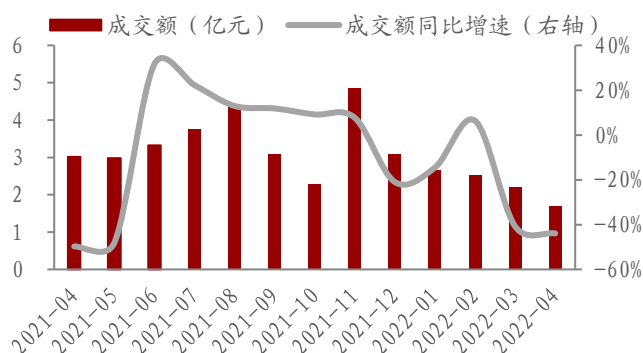
资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表44:淘系平台近期铂金首饰成交额及增速



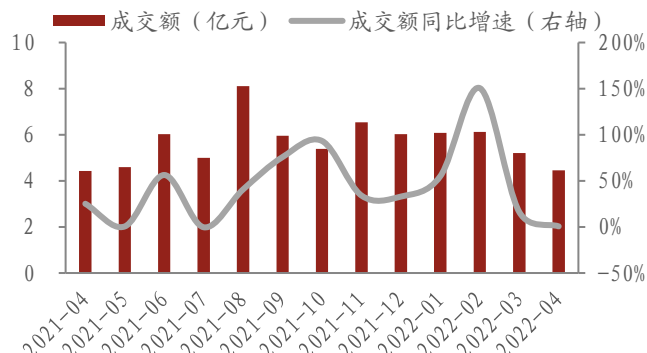
资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表45:淘系平台近期钻石首饰成交额及增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

图表46:淘系平台近期K金首饰成交额及增速

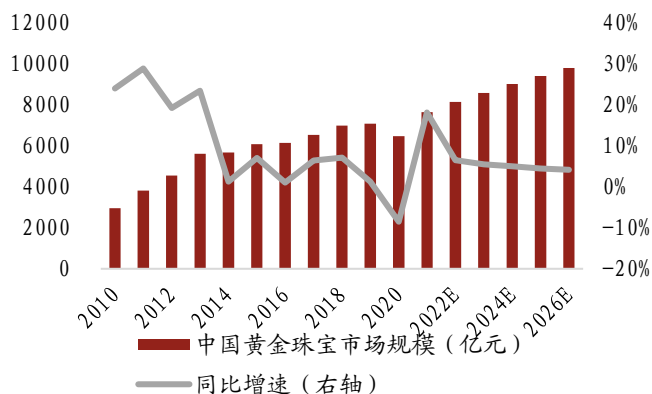


资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

长期: 多场景渗透率提升, 行业规模逐步扩大

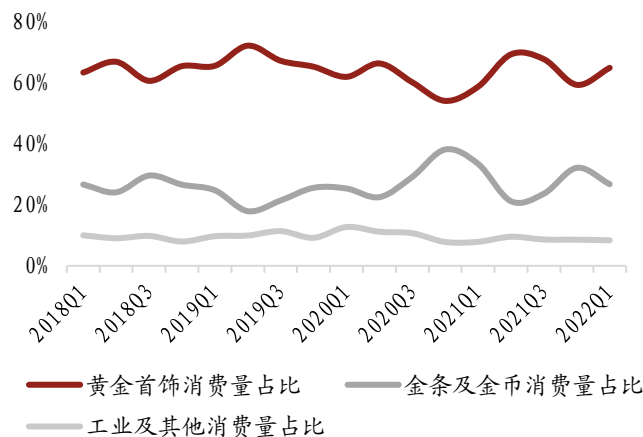
从量的角度看, 黄金珠宝具备婚嫁、投资、送礼、日常消费等属性, 黄金长期作为抗通胀的工具仍然受到投资者青睐, 而节假日送礼、“悦己”消费的占比不断提升, 促进黄金珠宝行业规模的扩大。据Euromonitor数据, 受疫情影响, 2020年中国黄金珠宝市场规模为6470亿元, 同比-9%。随着逐步控制疫情, 2021年市场规模恢复至7642亿元, 同比+18%。2010-2021年CAGR达9.01%。Euromonitor估计, 2022-2026年中国黄金珠宝市场规模增速将恢复至4%-6%水平。从分类别消费量来看, 黄金首饰消费占比近期稳中有升, 由2021Q1的58.7%升至2022Q1的64.88%, 金条及金币消费占比由33.42%降至26.75%, 工业及其他消费占比长期稳定在8%-10%水平。

图表47:中国黄金珠宝市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

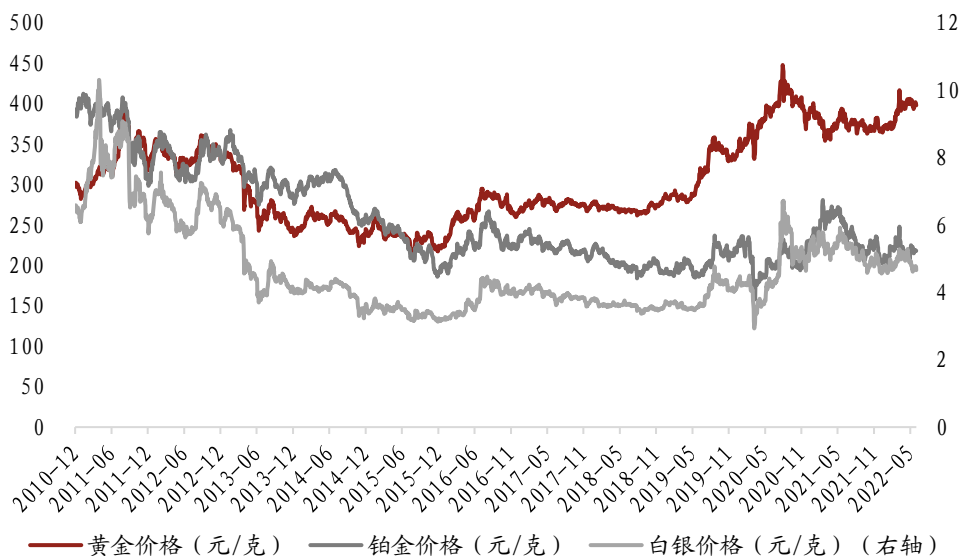
图表48:各类黄金消费情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

从价的角度来看, 金价在2020年下半年经历了下跌后趋于平稳, 而2022年上半年因地缘政治摩擦升级, 刺激近期黄金价格震荡上行。2021年12月, 黄金9999报价为374元/克, 2022年4月升至405元/克, 上涨8.29%。铂金与白银价格于2021年下半年趋于平稳, 铂金价格在210-220元/克区间震荡, 白银价格则徘徊在5元/克左右。

图表49:黄金/铂金/白银价格走势



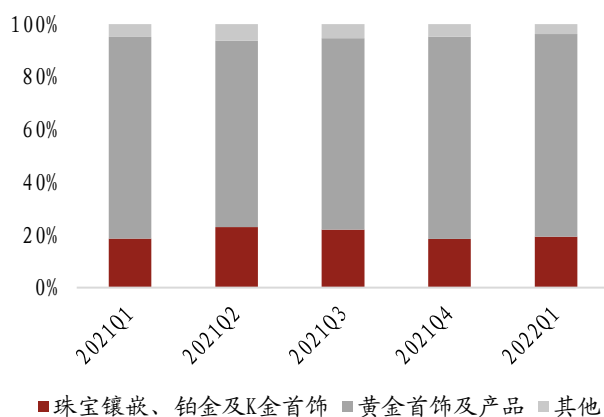
资料来源: CSMAR、万联证券研究所

注: 黄金为Au9999, 铂金为Pt99.95, 白银为Ag99.99

2.3.2 供给侧: 龙头积极开拓品类、扩渠道, 有望实现强者恒强

拓品类: 在国潮文化和“悦己”观念的影响之下, 越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷, 同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流, 纷纷对产品进行创新, 加大对黄金类产品的研发, 推出古法金、生肖金等品类, 积极与各大IP联名, 同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰, 受到消费者追捧。

图表50:周大福中国内地各产品零售值占比



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

注: 时间轴按实际时间对应。

图表51:周大福黄金、镶嵌类潮流产品



资料来源: 天猫旗舰店、万联证券研究所

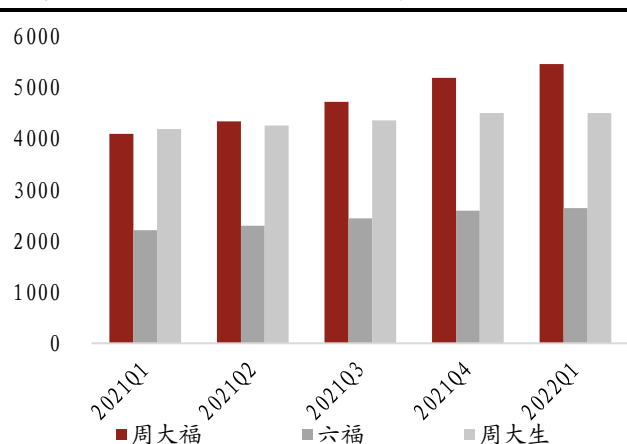
图表52:各品牌 IP 联名产品、古法金产品

品牌	产品系列	产品详情		
周大生	遇见国潮系列	吉庆祥鹿手镯	龙凤和美对戒	太平有象手镯
				
菜百	故宫“宫匠黄金”系列	宝锁吊坠	如意吊坠	皇家福在眼前串珠
				
中国黄金	花木兰系列	凤天成运吊坠	龙腾盛世吊坠	锦上添花吊坠
				
周大福	故宫百宝阁系列	御前侍卫御猫吊坠	护身虎吊坠	招财进宝御猫吊坠
				

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

扩渠道：疫情促进黄金珠宝行业洗牌，头部黄金珠宝企业逆势加速开店。2021-2022Q1，周大福珠宝（内地）逐季分别净增加129/239/385/470/267家门店，六福（内地）逐季分别净增加46/86/145/153/50家门店。周大生也继周大福/老凤祥等之后，于2021年下半年推出省代模式加速开店抢占市场，据公司公告，周大生品牌同期逐季分别净增加2/66/100/145/2家门店。

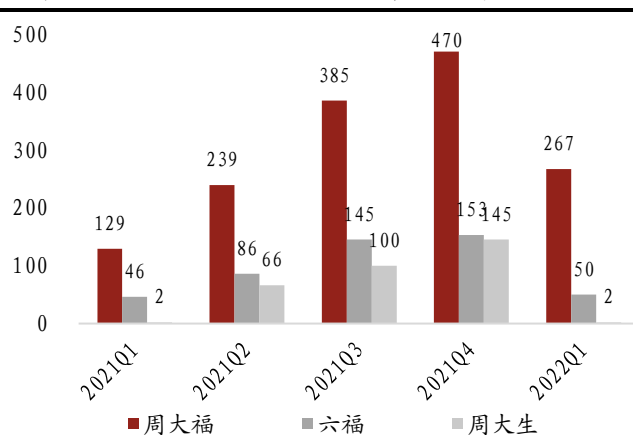
图表53:行业龙头近期门店数量情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌门店数。

图表54:行业龙头近期门店数量净增加情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

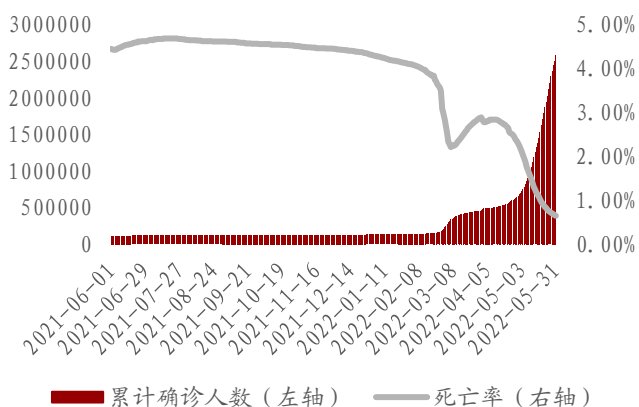
注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

2.4 免税：政策积极引导消费回流，龙头有望成最大受益者

2.4.1 短期：疫情呈现点多面广，国门开放时间未定

全国疫情防控形势整体趋稳但仍存在反弹风险。2021年末，新冠病毒奥密克戎来袭，导致全球新冠新增确诊人数不断攀升，单日确诊人数最高突破380万人，但随着新冠疫苗普及率上升，全球新冠死亡率呈现下滑态势。我国“动态清零”政策卓有成效，2021年全年累计确诊人数保持平稳，多次出现的局部疫情均得到有效控制。但今年春节以来，深圳、上海、吉林等地多次爆发大规模散点疫情，截至2022年5月31日我国累计确诊人数已破258万人，面临的防控形势仍然严峻。局部疫情多次爆发不但打击消费者出行意愿，更有可能波及海南导致免税店停业，造成经济损失。

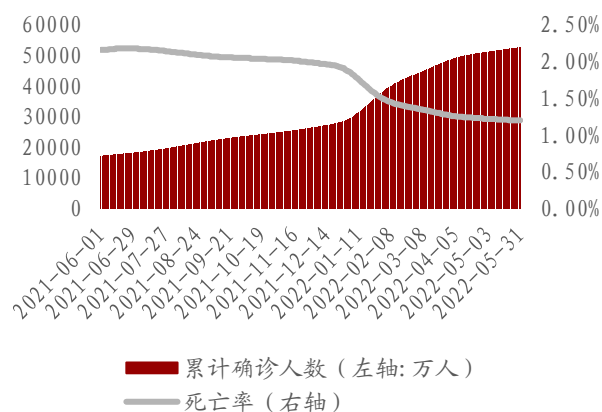
图表55:中国新冠疫情累计确诊人数及死亡率



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

注：死亡率=累计死亡人数/累计确诊人数*100%

图表56:全球新冠疫情累计确诊人数及死亡率

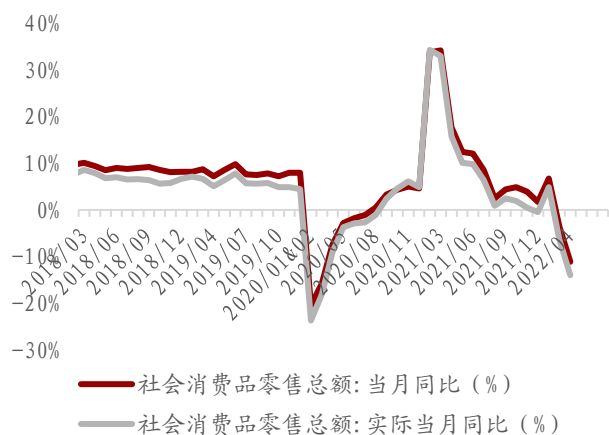


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

注：死亡率=累计死亡人数/累计确诊人数*100%

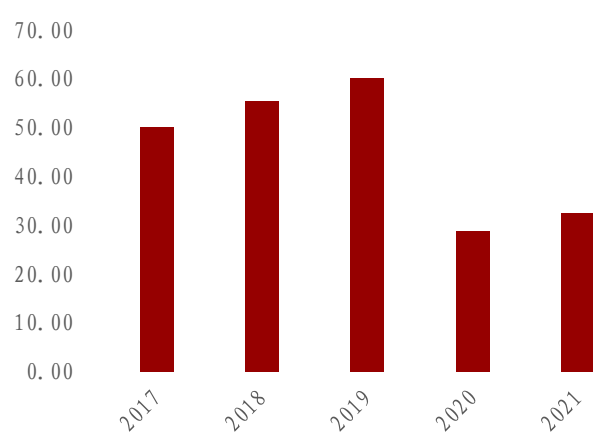
经济下行压力加大，国门开放时间未定。据国家统计局网站消息，今年以来，受国际环境更趋复杂严峻和国内疫情冲击明显的超预期影响，经济新的下行压力进一步加大。短期来看，疫情前景尚不明朗，国内旅游恢复发展，但近两年旅游人数仅为2019年一半左右；国际旅游方面，尽管部分国家相继解除新冠肺炎旅行限制和放松边境开放措施，但目前国人仍对出境/出国旅游安全有所顾虑。国内坚持动态清零防疫政策，而国外疫情形势仍然严峻，短期来看，国家对于开放国门的态度仍然较为谨慎。

图表57:社零总额当月同比 vs 实际当月同比



资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

图表58:国内旅游人数总计（亿次）

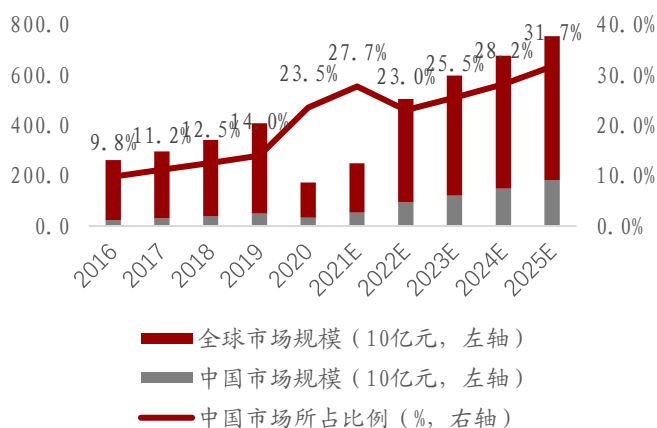


资料来源：同花顺iFinD，万联证券研究所

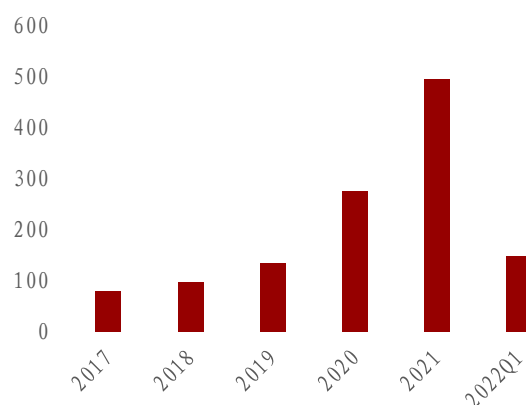
2.4.2 长期：政策积极引导消费回流，海南免税店营收剑指千亿

中国旅游零售市场增速高于全球平均水平，免税市场占比稳步提升。根据弗若斯特沙利文研究数据，2016-2019年中国旅游零售销售额年复合增长率为25.0%。得益于中国有效的防疫政策和政府发展免税品市场的有利政策，预计中国旅游零售市场未来将维持较快的增长，2020-2025年预期年复合增长率为35.2%。而受益于中国旅游业的快速发展和居民收入的提升，中国免税市场迅速发展，中国市场在全球市场中的占比由2016年的9.8%攀升至2020年的23.5%，预计2025年将达到31.7%，中国市场逐步成为全球免税市场举足轻重的一部分。海南离岛免税商品购物金额逐年递增，增长趋势明显，2021年累计购物金额达494.7亿元；2022Q1累计购物金额达147.16亿元。随着今年国庆前后海口国际免税城的开放营业，预计2022年度离岛免税商品购物金额将创新高。

图表59:中国大陆免税市场销售额及全球占比



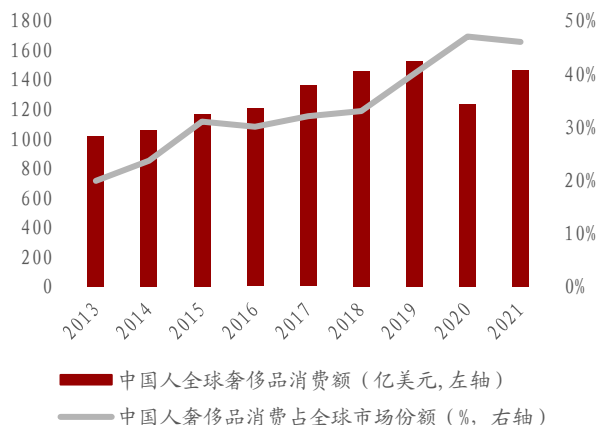
图表60:海南离岛免税商品购物金额（亿元）



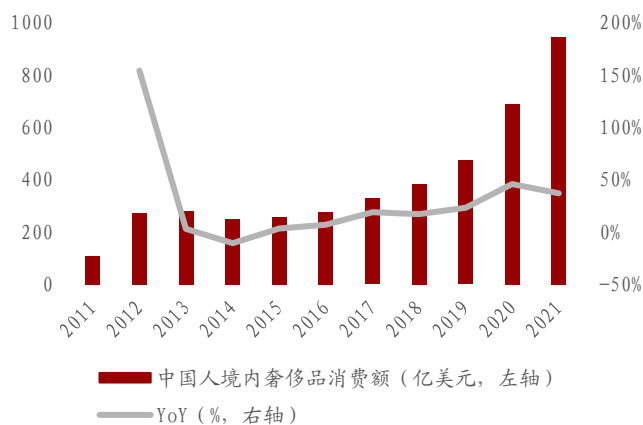
资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免港股招股说明书，万联证券研究所
资料来源：同花顺iFind，万联证券研究所

中国人奢侈品消费快速增长但外流严重，疫情期间回流明显。奢侈品与免税品高度相关，根据要客研究院发布的《2020-2021中国奢侈品报告》，中国人奢侈品消费在全球市场中的占比迅速提升，2020年贡献了47%的市场份额，成为疫情后全球奢侈品市场的救命稻草。尽管中国人奢侈品市场发展强劲，但疫情前大部分的国人奢侈品消费流向国外，新冠疫情爆发后，由于出国消费受阻叠加国内促消费回流政策，中国人境内奢侈品消费额由2019年的473亿美元提升至2021年的944亿美元，年复合增长率高达41.27%。其中，2020年中国人境内奢侈品消费额首次超过境外消费额。

图表61:中国人全球奢侈品消费额及占比



图表62:中国人境内奢侈品消费额及同比



资料来源：要客研究院，万联证券研究所

资料来源：要客研究院，万联证券研究所

多项政策积极引导境外消费回流。消费、投资、出口是拉动经济的三驾马车，为了应对日益严重的消费外流，有效地引导海外消费回流，振兴国内消费需求，我国政府近年来陆续出台了一系列降低关税、增设口岸免税店、减少免税品限制等政策。2020年，经国务院批准，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局四部委正式批复海南省新设立6家离岛免税店。2021年国务院提出完善引导境外消费回流政策，增加海南离岛免税城市和门店。各级政府部门升级旅游消费政策，引导境外消费回流，持续释放免税政策利好。2022年国务院继续降低部分消费品关税，深圳市继续加快建设国际消费中心城市步伐。

图表63:近两年消费回流相关政策

时间	部门	主要内容
2020年1月	国务院	自2020年1月1日起，调整部分商品进口关税。在859项将实施进口暂定税率的商品中，增加了多项国内相对紧缺或具有国外特色的日用消费品进口，包括了冻猪肉、冷冻鳄梨、非冷冻橙汁等，以更好地满足人民生活需要。
2020年6月	中共中央、国务院	印发《海南自由贸易港建设总体方案》，实行部分进口商品零关税政策，按照零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段的原则，逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度。制定出台海南自由贸易港放宽市场准入特别清单、外商投资准入负面清单。实施更加便利的免签入境措施。
2020年6月	财政部、海关总署、税务总局	印发《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，免税购物额度从每年每人3万元提高至10万元，离岛免税商品品种由38种增至45种。取消单件商品8000元免税限额规定，以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。
2020年9月	财政部、海关总署、税务总局	印发《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》，自2020年11月1日起，离岛免税店销售离岛免税商品，按本办法规定免征增值税和消费税。
2020年12月	财政部、商务部、海关总署、税务总局	正式批复海南省新设立6家离岛免税店。其中，三亚新设立1家机场店、2家市内店，海口新设立1家机场店、2家市内店。
2021年1月	中共中央办公厅、国务院办公厅	印发《建设高标准市场体系行动方案》，提出完善引导境外消费回流政策。鼓励重点城市增设一批离境退税商店，在确保有效监管、风险可控前提下，在符合条件的离境退税商店推广开展“即买即退”业务。增加海南离岛免税城市和门店。
2022年1月	国务院	2022年1月1日起，我国将对954项商品实施低于最惠国税率的进口暂定税率。降低部分消费品的进口关税，包括鲑鱼、鳕鱼等优质水产品，婴儿服装，洗碗机，滑雪用具等。
2022年2月	深圳市商务局	《深圳市关于加快建设国际消费中心城市的若干措施》印发。措施提出，争取国家政策支持，推动建设具有深圳特色的市内免税店，引导境外消费回流。优化通关和签证便利措施，完善境外旅客服务中心等配套，优化“离境退税”服务和加强消费维权，推动“即买即退”政策落地，探索“电子退税”政策试点，力争到2025年在全市新增200家离境退税定点商店。

资料来源：政策文件整理，万联证券研究所

离岛免税额度不断放宽。2020年6月财政部、海关总署与税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，将离岛旅客每年购物额度放宽至10万元，取消单件商品限额；免税商品品类新增7类至45种，取消免税商品数量限制。财政部、海关总署、税务总局2021年初联合发布了《关于增加海南岛旅客免税购物提货方式的公告》，新增岛外居民邮寄送达和岛内居民返岛提取两种提货方式，为消费者提供更多便利，吸引更多游客前往海南离岛免税店旅游购物。今年海口国际免税城若能如期开业，将进一步刺激国内旅客旅游与消费热情，政策加持下离岛免税业务大有可为。

图表64:2020年以来海南离岛免税相关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2020/6/1	中共中央 国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	在2025年前，对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买，放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类；从方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%征收企业所得税。
2020/6/29	财政部 海关总署 税务总局	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等7类消费者青睐商品；仅限定化妆品（30件）、手机（4部）和酒类（合计不超过1500毫升）商品的单次购买数量；具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
2020/7/10	省财政厅 省商务厅 省市监管局	《关于海南离岛免税购物经营主体有关问题的公告》	按照经营品牌、品种、价格和国际三同步的原则，采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。
2020/9/29	国税局	《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》	对离岛免税店销售离岛免税商品增值税和消费税管理进行了规范。
2020/11/16	海口商务局	《海口市落实海南省促消费七条措施的工作方案》	增加免税经营主体；扩大奢侈品牌营业面积，在海口美兰机场二期扩建免税店，营业面积9千平方米，计划在日月广场新增免税店面积5万平方米，同步引进增加奢侈品牌。
2021/02/02	财政部 海关总署 税务总局	《关于增加海南岛旅客免税购物提货方式的公告》	新增岛外居民邮寄送达和岛内居民返岛提取两种提货方式
2021/05/07	省办公厅	《海南自由贸易港投资新政三年行动方案（2021-2023年）》	加快推进海口国际免税城等项目建设，打好离岛免税“牌”。
2021/06/10	全国人民代表 大会及其 常委会	《中华人民共和国海南自由贸易港法》	对注册在海南自由贸易港符合条件的企业，实行企业所得税优惠；对海南自由贸易港内符合条件的个人，实行个人所得税优惠。
2021/11/24	省商务厅	《海南省商务发展“十四五”规划》	提升离岛免税消费供给，充分发挥离岛免税政策效应，完善离岛免税销售网络建设，合理增加离岛免税购物城市和门店。
2022/02/10	省发改委	《关于海南省2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划的报告》	塑造免税购物金字招牌，持续优化购物环境，改善购物服务，增加邮寄送达和返岛提货方式，推动“品牌、品种、价格”与国际三同步。离岛免税经营主体销售额突破600亿元、大幅增长84%。

资料来源：政策文件整理，万联证券研究所

海南免税店营收剑指千亿。2022年1月21日，海南省六届人大五次会议开幕。根据《海南省2021年国民经济和社会发展规划执行情况与2022年国民经济和社会发展规划》草案描述，2022年，海南将重点提升海南免税购物国际竞争力，实现离岛免税销售1000亿元。虽然千亿目标是指海南各家离岛免税店销售汇总——包括有税、跨境、离岛免税在内的总销售额，但离岛免税作为营收主力当仁不让。由于政府销售目标面临着疫情波动打击消费者出行意愿以及韩国免税新政落地等外部挑战，更多优惠政策逐步释放势在必行，新的免税门店也持续投资建设中。

图表65:海南主要免税门店

集团	免税门店	城市	营业面积 (万㎡)
中免	三亚国际免税城	三亚	7.2
	三亚凤凰机场免税店	三亚	0.68
	CDF 海口日月广场免税店	海口	2.2
	海口美兰机场免税店	海口	1.4
	琼海博鳌免税店	琼海	0.42
海旅	海旅免税城	三亚	9.5
中出服	中服三亚免税购物公园	三亚	3.3
海控	海控全球精品免税城	海口	3.89
深免	深免观澜湖免税店	海口	10

资料来源：公司官网，三亚市、琼海市人民政府等，万联证券研究所

新海口国际免税城有望今年内投入使用，与三亚国际免税城共同助力海南免税发展。海口国际免税城项目是涵盖免税商业、有税商业、高档办公、高端酒店、人才社区等业态的大型免税旅游综合体建筑群，其中地块五免税商业中心是核心部分。相较于此前已经投入使用的三亚国际免税城，新建的海口国际免税城的投资金额更多，营业面积更大。在建中的海口国际免税城位于海口西海岸，紧邻新海港，处在港口离岛游客的必经之路，其免税商业中心总建筑面积将达28.9万平方米，地上营业面积为15万平方米。预计今年内，海口国际免税城将正式投入使用，与三亚国际免税城南北呼应，共同助力海南建设国际旅游消费中心。

图表66:三亚&海口国际免税城

名称	营业时间	投资金额 (亿元)	营业面积 (万㎡)	经营范围
三亚国际免税城	2014/9/1	50	7.2	免税购物、有税购物 餐饮娱乐、文化展示
海口国际免税城	2022 国庆前	128.6	15	免税商业、有税商业 高档办公、高端酒店 人才社区等业态

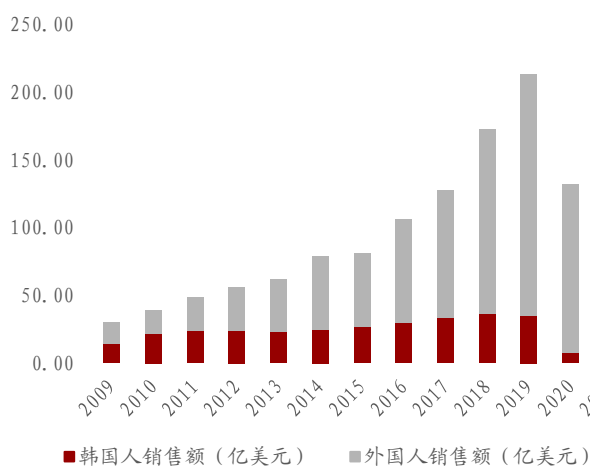
资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

2.4.3 中韩免税竞争将成常态，海南有望弯道超车

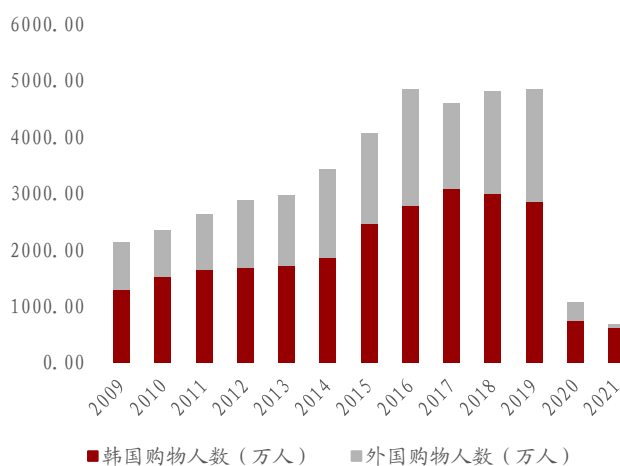
韩国市场国外占比较高，中国消费贡献很大份额。2019年之前，韩国免税凭借规模效应与渠道优势高速发展，国内免税市场起步较晚，发展缓慢。2020年受新冠疫情影响，韩国免税业遭受严重冲击，免税销售额同比大跌38.07%至132.01亿美元，目前仍有待恢复。韩国免税市场外国购买消费额占比扩大，贡献绝大部分份额。国外消费者（主要是中国消费者）的购物人数虽然不及韩国消费者，但却包揽了绝大部分免税销售额。国外消费者2021年的免税购物人数占比仅为9.83%，但免税销售额占比却高达95.34%，是韩国免税近些年保持较快增长的主要动力。

韩国政府出台多项免税政策或将刺激中国人赴韩消费。2021年末，韩国政府宣布自2022年3月1日起取消出境国民在韩国免税店购物的额度上限5000美元，政府称此举是将海外消费转化为国内消费的一种尝试。此外，今年1月韩国政府宣布拟推出海外居民无需出入韩国即可在线购买韩国国内免税品的新政，该倡议预计最早将在三个月内实施。韩国政策放宽或将刺激中国人赴韩消费。

图表67:韩国免税市场规模



图表68:韩国免税市场购物人数



资料来源：韩国免税协会，万联证券研究所

资料来源：韩国免税协会，万联证券研究所

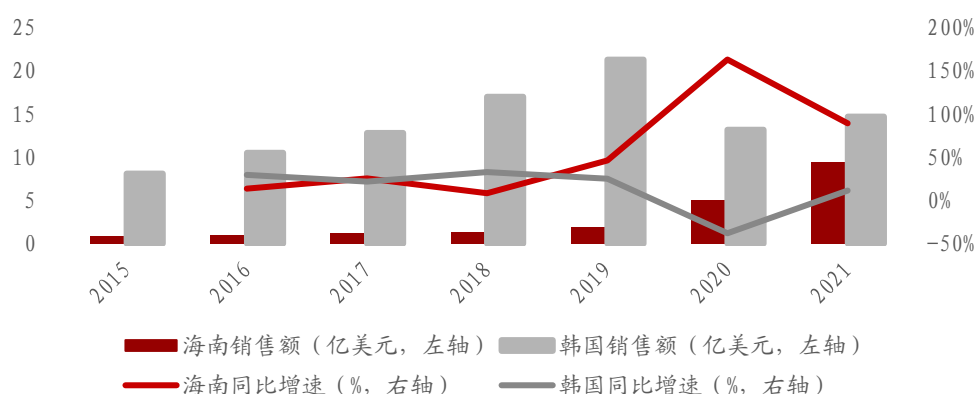
图表69:韩国免税额度不断放宽

免税渠道	时间	政策
离境免税	2006 年	离境免税额度上调至 3000 美元
	2019 年	离境免税额度上调至 5000 美元
	2022 年	取消离境免税额度上限
离岛免税	2015 年	离岛免税额度提升至 600 美元/次，每人每年限 6 次
入境免税	2014 年	入境免税额度提升至 600 美元，以及 1 瓶 1 升以下或 400 美元以下的酒水、60ml 以下的香水以及 1 条香烟

资料来源：韩国税法，韩国海关总署，万联证券研究所

海南开启弯道超越，国内业态日趋完善背景下中韩免税竞争将成为常态。2020年新冠疫情来袭后，得益于国内疫情防控措施得力、国外出境受阻消费回流，叠加政策加持多管齐下，海南离岛免税开启弯道超越。2019-2021年，海南免税店销售额由1.9亿美元提升至9.5亿美元，年复合增长率高达123.25%。在韩国免税业遭到重大打击、销售额近乎腰斩的背景下，2021年海南免税店销售额已达韩国市场的64.42%，且增速远高于韩国。未来随着促消费回流政策的推行、海南离岛免税的放宽以及国内免税业态的日趋完善，境外消费有望进一步回流，中韩免税业竞争将成为行业常态。

图表70:海南与韩国免税店年度销售额比较



资料来源: 穆迪达维特报告, 万联证券研究所

2.4.4 国内免税行业壁垒高筑, 龙头将成为最大受益者

国内免税持牌经营, 免税行业壁垒高筑。我国免税采用国企专营牌照管理, 目前仅有10家具备免税品经营资质的企业, 其中中国中免又分别控股日上免税行和海免集团各51%的股份, 10家企业的实际控制人均为国务院或地方政府国资委。免税牌照长期保持严控, 多年维持7张牌照总量, 但近年来有限度放宽, 2020年王府井、海发控、海旅投子公司相继获得免税牌照, 海发控和海旅投的新发牌照均为海南离岛免税牌照。中国中免作为目前唯一具有全牌照的全国性运营商, 门店数量远超其他免税企业。

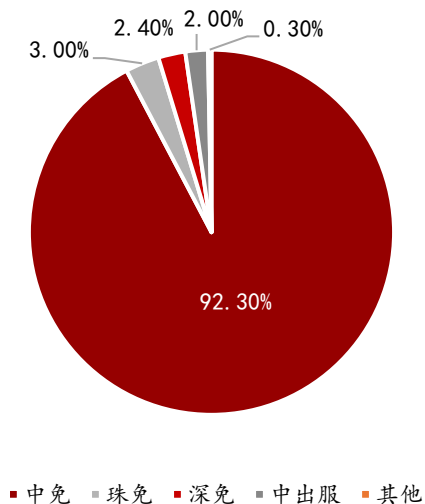
图表71:国内免税牌照企业基本信息

名称	种类	牌照	主要经营范围	国内门店数量
中国中免	全国运营商	全牌照	全国范围内机场免税、离岛免税、市内免税等9类业务	240+
日上免税行	特殊运营商	机场出入境免税牌照 (中免控股51%)	北京、上海机场免税业务	10
海免集团	区域运营商	海南离岛免税牌照 (中免控股51%)	海南离岛免税和口岸免税业务	4
深免集团	区域运营商	出入境免税牌照 海南离岛免税牌照	深圳、上海等7地离岛免税和口岸免税业务	43
珠免集团	区域运营商	出入境免税牌照	海南、广东等7地离岛免税、市内免税和口岸免税业务	20+
中出服	市内运营商	出入境免税牌照 归国人员市内入境免税店牌照 海南离岛免税牌照	北京、上海等7地离岛免税、市内免税和口岸免税业务	29
中侨	市内运营商	归国人员市内入境免税店牌照 (中免收购)	黑龙江市内免税业务	1
海旅投	区域运营商	海南离岛免税牌照	海南离岛免税业务	1
海发控	区域运营商	海南离岛免税牌照	海南离岛免税业务	1
王府井	未明确	未明确	未明确	暂无

资料来源: 各公司官网, 万联证券研究所

免税市场格局扩大，龙头中免有望成最大受益者。根据中免招股书，2020年中免的国内免税市场份额高达92.30%，远高于珠免、深免和中出服的3.00%、2.40%和2.00%。免税行业规模效应十分明显，中免充分发挥先发优势，在运营经验、渠道、供应链以及产品品类等方面均具有竞争优势，在政府支持下行业龙头地位稳固，随着国内免税市场的进一步扩大，龙头中免有望成为最大受益者。

图表72:2020 年国内免税市场格局



资料来源：中国中免港股招股说明书，万联证券研究所

注：市占率基于零售销售额计算。

3 投资建议

2022年初以来，由于受到国际环境更加复杂严峻及国内疫情冲击超预期的影响，经济下行的压力偏大，我国居民人均可支配收入同比增速放缓，2022Q1，城镇居民人均可支配收入同比增速为+5.4%，农村居民人均可支配收入同比增速为+7.0%。而由于受国内疫情长时间的影响，居民消费疲弱，社零增速由2022年初的+6.70%降至4月的-11.10%，从二级市场来看，2022年初至2022年5月31日，多个板块出现下跌，商贸零售累计下跌13.17%，跑输上证综指0.72个pct。从各细分板块的重点个股来看，仅珀莱雅、爱美客录得涨幅，分别上涨4.93%、1.33%，贝泰妮、华熙生物、华东医药跌幅较小。

细分行业推荐：看好化妆品、医美、黄金珠宝、免税赛道。

化妆品：短期受疫情影响行业增速放缓，但中长期来看，美妆消费低龄化、“他经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业稳步扩大。另外，近年化妆品法律密集发布，监管趋严背景下，利好强研发、强渠道的合规龙头。看好高成长性、竞争格局优秀的功效型护肤品赛道。

医美：尽管短期内疫情放缓医美需求，但中长期来看，颜值经济下医美整体市场发展空间广阔，轻医美也正当其时。近年来医美法规密集发布，行业监管趋严之助力合规产品与机构进一步替代。看好成长快，国内竞争格局向好的透明质酸赛道、尚在起步阶段但III类医疗器械产品抢占先发优势的再生类注射材料赛道、目前属于蓝海市场且研发和资质壁垒高的肉毒毒素赛道。

黄金珠宝：需求端短期内受疫情冲击影响，但中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。同时，受地缘政治摩擦的影响，黄金价格震荡上行，2022年4月超400元/克，量价齐升推动行业长期向好。供给端行业龙头在疫情期间积极开拓品类并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。

免税：短期内国内疫情散点爆发，国门开放时间未定，免税业务受到一定程度的影响。但中长期来看，我国旅游零售市场潜力大，随着离岛免税的放开，叠加在近年来政策支持下，中国人奢侈品消费回流，未来中国免税市场发展空间大。从竞争格局来看，国内免税牌照长期保持严控，目前仅有10家具备免税品经营资质的企业，龙头有望乘免税发展东风成为最大受益者。

4 风险因素

疫情反复风险、行业竞争加剧风险、产品渠道拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场