社服新消费行业周报

复盘欧莱雅在华并购，美好愿景和失落结局

增持（维持）

2020 年 12 月 27 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

投资要点

■ **本周专题：复盘欧莱雅在华并购，美好的愿景和失落的结局**

百余年发展，外延并购打造金字塔式品牌矩阵，铸就全球美妆龙头。欧莱雅的历史可追溯到 1907 年，染发剂小作坊逐步发展；1963 年于法国上市，开启并购之路，先后并购兰蔻、科颜氏、美宝莲等品牌，形成了目前 36 个品牌，覆盖美妆全领域、消费全层次的金字塔式品牌矩阵。

复盘在华并购案例，期望美好而结局失望。欧莱雅早早即在中国有所布局，1996 年正式进入中国，分别于 03 年、04 年和 13 年完成小护士、羽西和美即 3 笔重磅收购。三次收购伊始，各方均将交易视为双赢，但结局却不甚理想，被收购品牌或基本消失，或亏损，或无甚起色。

收购失败的背后，产品、定位和快反或是重要原因。我们认为**小护士的背后是其自身产品力的不足**，导致欧莱雅仅重视其渠道，而不重视其品牌和产品的发展；**对于羽西，则是由于欧莱雅对其品牌定位不清晰**，而错过了品牌发展的重要时点；而**美即**案例则是**由于对中国下沉市场的不熟悉，以及大集团自身决策效率低下**，无法适应中国快速发展的市场。

国内美妆市场景气持续，国货浪潮可期。与欧莱雅的并购案例相对，国货美妆在强渠道之外，越发重视自身研发与产品力，同时对本土市场更熟悉，更对新兴营销玩法更了解，对多变市场的快速反应力也强于大集团。我们长期看好国货美妆景气和国产替代大趋势。

■ **本周研究精要：名创优品疫情影响渐消退，洗衣液龙头蓝月亮稳健成长**

➢ **11 月新消费与机场快递月度跟踪：出口复苏强劲，美妆、饮料景气延续**

11 月**国际货运**同增 1.9%，今年首次月度正增长，**出口复苏强劲**。受局部疫情反复影响，主要机场国内客运普遍下跌，仅**美兰机场在传统旺季下实现客流增长**，环比+7.78%，免税热度高企。双十一火热带动，**化妆品延续高景气**同增 32.3%、**饮料表现亮眼**同增 21.6%

➢ **名创优品：海外疫情影响渐消退，经营恢复现曙光**

名创优品发布 FY21 Q1（20Q3）业绩，实现收入 20.72 亿元（-30.7%），环比+33.4%；其中，海外收入 3.5 亿元（-70.5%），环比+85.7%，恢复趋势显著。本季度净增 108 家门店，达 4,330 家，国内开店速度恢复常态，100%恢复运营，海外 89%门店已恢复运营。旗下亚洲潮玩集合店 TOP TOY 首家旗舰店于 12 月 18 日在广州火爆开业，或成为第二增长极。

➢ **蓝月亮：进击的蓝月，时间的朋友**

洗衣液一哥蓝月亮，连续 11 年洗衣液行业市占第一，2019 年达到 24.4%。随城乡洗衣机全面普及，未来 5 年洗衣液有望逐步代替洗衣粉，渗透率提升至 59%，蓝月亮凭借着品牌优势、以及营销和渠道双驱动，有望继续保持业绩高增长。同时，后疫情时代洗手液将逐步代替肥皂，公司作为连续 10 多年洗手液行业第一，有望充分受益洗手液全行业 25%的高增速，使洗手液成为公司新的增长点。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **投资建议：**顺周期和需求侧改革下**消费升级**和**服务消费**仍是主旋律，建议关注**餐饮、美妆、文旅、酒店等板块**；同时货邮数据显示**出口复苏**强劲，建议关注**出口受益标的**。

■ **风险提示：**宏观经济波动的风险，行业竞争加剧等风险。

行业走势



相关研究

1、《功效护肤行业专题：理肤泉的“得”与薇姿的“失”，探讨信息平权和电商红利时代下的功效护肤风口》2020-12-27
2、《新消费与机场快递月度跟踪：双十一火热，化妆品高景气，快递量件新高》2020-12-23
3、《社服新消费行业周报：味知香：预制菜第一股，十二年深耕筑成长》2020-12-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 本周专题：复盘欧莱雅在华并购，美好的愿景和失落的结局 4
1.1. 百余年发展打造金字塔式品牌矩阵，铸就全球美妆龙头 4
1.2. 成长史也是一部并购史 6
1.3. 复盘欧莱雅在中国的三次收购，美好的期望和失望的结局 8
1.3.1. 历经 4 年，收购国民品牌小护士 8
1.3.2. 仅隔 2 月再下一城，收购本土奢侈化妆品卓越品牌羽西 9
1.3.3. 十年之后再出手，收购国民面膜品牌美即 9
1.4. 探讨失败收购的背后原因：产品、定位和快速反应力 10
1.4.1. 强渠道为集团所用，而自身产品力偏弱的小护士逐步边缘化 10
1.4.2. 品牌定位摇摆，羽西错过发展关键时点 11
1.4.3. 大集团不熟悉下沉市场规则，加之决策效率低下，品牌失去快反能力 11
1.5. 投资建议 12
1.6. 风险提示 12
2. 本周观点：继续推荐顺周期经济和需求侧改革下的服务消费 13
3. 本周研究精要 14
3.1. 新消费与机场快递月度跟踪：出口复苏强劲，双十一带动美妆高景气 14
3.2. 名创优品 FY21Q1 业绩点评：海外疫情影响渐消退，经营恢复现曙光 15
3.3. 蓝月亮：进击的蓝月，时间的朋友 15
3.4. 其他要闻：海南将加快出台离岛免税新政；社区团购“九不得”新规 16
4. 板块涨跌回顾 18
5. 上市公司重要公告 20
6. 近期公司股东大会及解禁提醒 24
7. 风险提示 24

图表目录

图 1：2019 年全球美妆个护 Top 5，欧莱雅领跑 4
图 2：欧莱雅占据 2019 年国内美妆个护市场头椅 4
图 3：百余年发展打造金字塔式品牌矩阵 5
图 4：欧莱雅集团各部门收入及增速表现 5
图 5：欧莱雅集团各部门利润率（%） 5
图 6：2019 年亚太超越西欧，成欧莱雅最大销售区域 6
图 7：欧莱雅线上渠道持续高增，占比逐年提高 6
图 8：欧莱雅集团的品牌并购和发展历程 7
图 9：板块单周涨跌幅前十的股票 18
图 10：板块单月涨跌幅前十的股票 18
图 11：板块年度涨跌幅前十的股票 19
图 12：本周市场涨跌幅 19

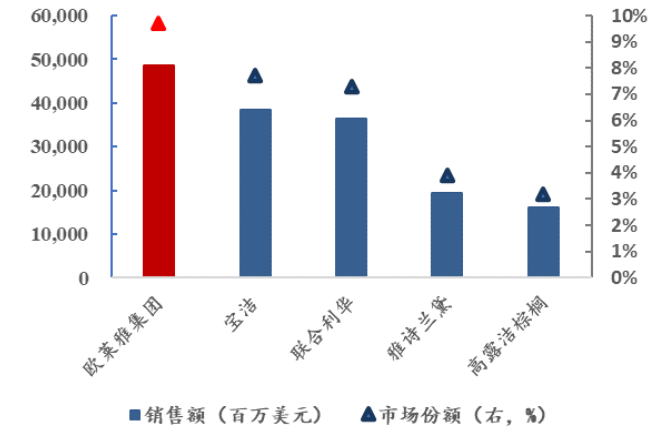
表 1：近期股东大会 24
表 2：解禁提醒 24
表 3：公司估值表（基于 2020 年 12 月 25 日收盘价） 25

1. 本周专题：复盘欧莱雅在华并购，美好的愿景和失落的结局

1.1. 百余年发展打造金字塔式品牌矩阵，铸就全球美妆龙头

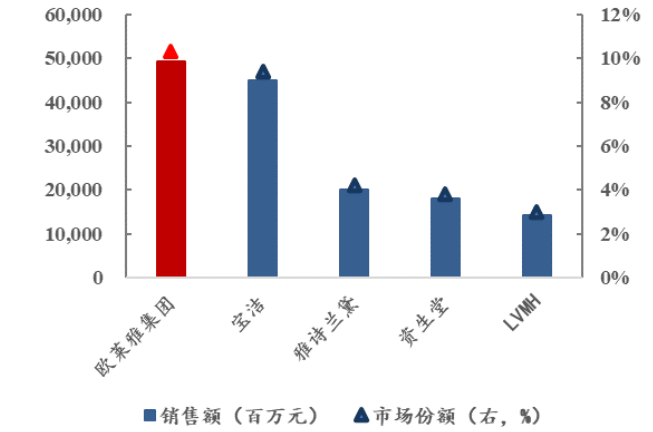
起源于染发剂，百余年发展成就全球美妆龙头。欧莱雅的历史可以追溯到 1907 年，由欧仁·舒莱尔创立，期初是创建于自家餐厅的染发剂小作坊，而经过 113 年的扩张和发展，目前已经成为了遍及 150 个国家，拥有 36 个品牌，覆盖护肤、彩妆、香水、美发等领域的全球美妆龙头。根据 Euromonitor 统计，2019 年欧莱雅集团占据全球美妆个护市场 9.7%的市场份额，终端销售额约 485 亿美元；而在国内欧莱雅同样占据美妆个护市场的头椅，市场份额达 10.3%，终端销售额约 492 亿元人民币。

图 1：2019 年全球美妆个护 Top 5，欧莱雅领跑



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 2：欧莱雅占据 2019 年国内美妆个护市场头椅



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

金字塔式品牌矩阵覆盖多元产品属性和消费人群。欧莱雅集团目前按照各个品牌所属的不同产品属性和消费领域划分为四个事业部，分别为高档化妆品部、大众化妆品部、专业美发产品部、活性健康化妆品部。高档化妆品部包括兰蔻、科颜氏、植村秀、赫莲娜等定位中高档的、甚至具有一定奢侈品属性的美妆品牌；大众化妆品部则以巴黎欧莱雅和美宝莲为核心，聚焦中低档的美妆产品；活性健康化妆品部，即传统意义上的“药妆”事业部，包括薇姿、理肤泉，近几年炙手可热的修丽可和新晋收购的适乐肤等品牌；而专业美发产品则是传承欧莱雅集团起源的产品，包括卡诗、美奇丝等专供美容院/专业美发机构的美发品牌。欧莱雅目前旗下共拥有 36 个品牌，全面覆盖了美妆的各个场景、人群和产品定位，形成了金字塔式的品牌矩阵。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：百余年发展打造金字塔式品牌矩阵

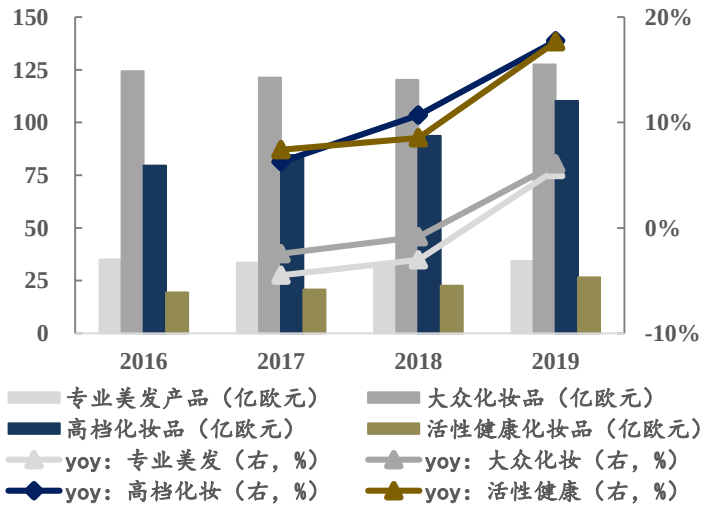


数据来源：欧莱雅集团官网，东吴证券研究所

高档化妆品和活性健康化妆品高增驱动欧莱雅成长。欧莱雅集团 2019 年实现营收 298.7 亿欧元，16-19 年 CAGR 约 4.9%；其中大众化妆品和高档化妆品体量最大，分别为 43%和 37%。而增速则主要由高档化妆品和活性健康化妆品驱动，两大事业部 16-19 年 CAGR 分别为 11.5%和 11.1%。

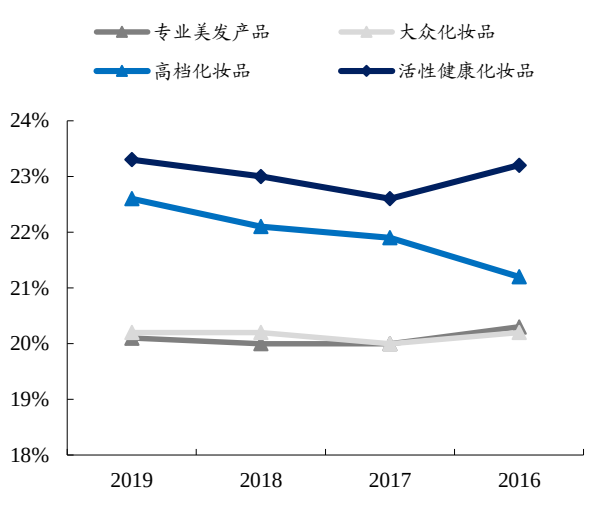
从利润率来看**活性健康护肤品盈利能力可观，未来成长空间广阔。**活性健康化妆品利润率位居四个产品线一位，2019 年其利润率为 23.3%；而高档化妆品紧随其后，结合利润率和体量，是欧莱雅集团的主要利润贡献事业部，但近几年随着行业竞争的日益加剧，高档化妆品部的利润率在逐步下滑。随着消费升级趋势和成分党的全球崛起，我们预计未来高档化妆品和活性健康化妆有望继续增长并贡献客观利润。

图 4：欧莱雅集团各部门收入及增速表现



数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

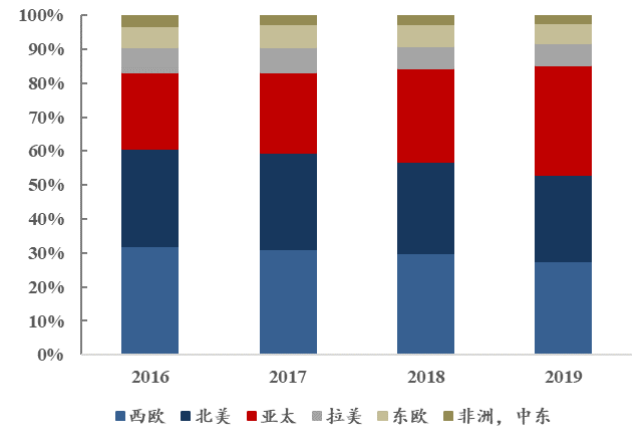
图 5：欧莱雅集团各部门利润率（%）



数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

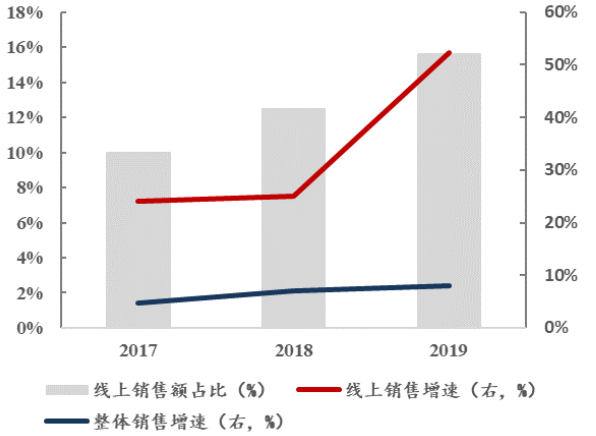
亚太地区增长强劲，紧跟电商快车道。欧莱雅集团近年来在亚太地区保持高速增长，2019 年亚太销售额同比增长 25.5%，远高于排名第二的东欧地区，后者仅同比增长 9.9%。相应的，亚太份额占比由 2016 年的 22.6%上升到 2019 年的 32.3%，成为销售额最大的地区。另一方面，从渠道来看，欧莱雅紧紧抓住了线上渠道的快速发展，2019 年其 16%的销售额来源于电商，同比增长达 52.4%；预计今年在疫情影响下，电商渠道会有更优异的表现。目前电商仍具有很大的成长空间，未来也将是欧莱雅重要的发力点。

图 6：2019 年亚太超越西欧，成欧莱雅最大销售区域



数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

图 7：欧莱雅线上渠道持续高增，占比逐年提高



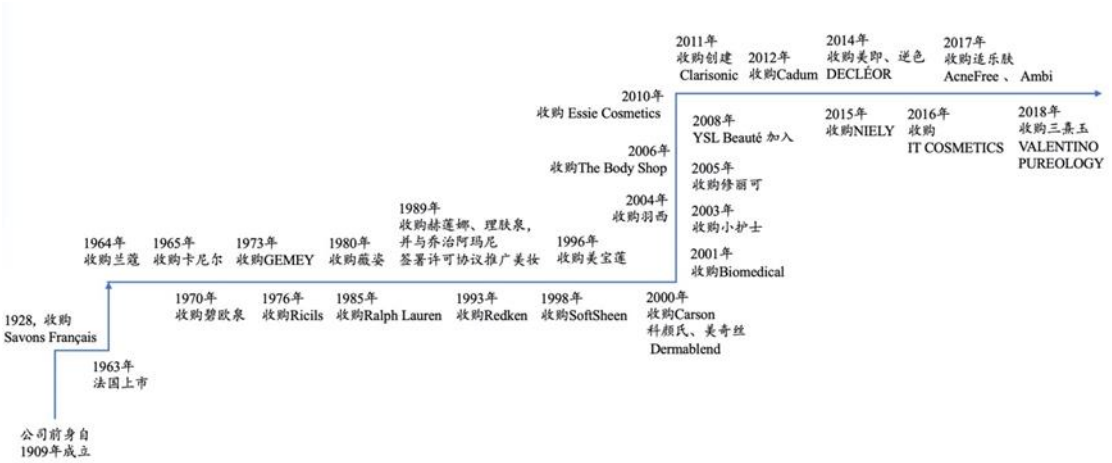
数据来源：欧莱雅集团年报，东吴证券研究所

1.2. 成长史也是一部并购史

“拿来主义”下的并购扩张，有的放矢组建豪华品牌阵容。纵观欧莱雅的发展历史，可以看出其全球扩张战略也可以称之为精彩的并购史。在目前的品牌矩阵中，只有一小部分原有的欧莱雅染发品牌是自有品牌，大多是通过并购取得的，并且这种战略驱动下的并购行为也正随着欧莱雅的日益强大而更加频繁。欧莱雅的并购虽然纷繁，但始终从品牌整合角度出发，如并购美宝莲是为了填补海外市场的空白，占领时尚、前卫人群；而收购碧欧泉则是为了其拥有的活泉水技术并反哺自身的活性健康化妆品部；收购小护士则是为了占领中国年轻市场，而羽西也是为了其遍布中国的 200 多个城市的经销网。正如欧莱雅前全球总裁欧文在《欧莱雅美容王国的财富传奇》一书中提到的“事实上，拿来主义就是购并，这种并购将产生一种协同效应。收购就像拼图游戏，你希望你拿来的你没有的那块来使你的拼图更加完整——与之相对应的就是我们的品牌越来越完善。”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：欧莱雅集团的品牌并购和发展历程



数据来源：欧莱雅集团官网，东吴证券研究所

欧莱雅集团的发展可以主要划分为以下几个阶段：

（1）以染发剂为基础，专注美发洗浴：

欧仁·舒莱尔从小作坊中设计、制造了一款染发剂，并迅速风靡，走出法国；于 1910 年进入意大利、1911 年进入奥地利、1913 年进入荷兰，并远销美国、加拿大、英国和巴西。随着产品的火爆，1935 年欧莱雅公司正式成立。期间还于 1928 年收购了 Savons Français，拓展了香皂业务。

（2）登陆资本市场，开启并购之路：

欧莱雅的染发剂产品持续热销，于 1963 年登陆法国资本市场，并开始了并购之路，向护肤品领域进发。1964 年，欧莱雅收购兰蔻，也成为了其打造奢侈品帝国的进身之阶；1965 年收购了成功营销了多款头发护理产品的卡尼尔；1970 年收购碧欧泉；1973 年收购粉底和散粉的化妆品品牌 GEMEY；1976 年收购睫毛膏品牌 Ricils；1980 年收购薇姿。1985 年收购 Ralph Lauren。这一阶段欧莱雅陆续收购了多元化品牌，逐渐形成了覆盖全线化妆品领域，从大众消费到高档奢侈品，从美发到护肤、彩妆、香水的完整品牌矩阵。

（3）全球扩张，占据美妆头把交椅：

1988 年前文提到的欧文成为公司全球总裁，开始力推布局海外市场，继续公司的外延并购战略，并将实现扩展到全球。1989 年收购美国顶级护肤品牌赫莲娜，并与乔治阿玛尼签署化妆品和香水领域的许可协议；1993 年收购高档美国美发品牌 Redken，这也是欧莱雅在美国实施的一系列战略收购以扩大专业产品部的第一步；1996 年收购美国大众化妆品市场的佼佼者美宝莲，这一项收购不仅让欧莱雅成为美国无可争议的领军者，也让欧莱雅成为了大众化妆品市场的世界领航企业。此外，由于当时美宝莲已经在中国拥有一家工厂，因此也帮助欧莱雅打开了亚洲，尤其是中国的大门。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1998 年欧莱雅收购 SoftSheen，是针对非洲裔人群的洗护品牌，打开了非洲裔人市场。2000 年进一步收购了非洲广受欢迎的 Carson。同年欧莱雅收购了科颜氏和美奇丝、Dermablend。

2003 年，欧莱雅收购中国广为人知的小护士，深入中国市场。同年，收购植村秀的大部分股份进入日本市场，展现了将东京打造成继巴黎和纽约之后的第三大创意和开发中心的决心。2004 年为了满足中国消费者对能满足亚洲人肌肤的品牌的期望，欧莱雅收购了羽西。

欧莱雅不断的通过战略收购的方式打入新兴市场，扩大自身版图，例如中国、日本，还有非洲裔人群也是如此。此后，欧莱雅陆续还收购了修丽可、YSL、Clarisonic 等品牌。持续的外延收购，汇集了众多在不同程度和方面互补的品牌，使集团规模大增，乘上全球化经济发展的快车，并于 2016 年超过宝洁成为全球美妆个护领域的第一名，并保持至今。

1.3. 复盘欧莱雅在中国的三次收购，美好的期望和失望的结局

欧莱雅早早布局，战略并购深入中国市场。欧莱雅于 1933 年起即开始对北京、上海、广州等城市做市场调查；1966 年在香港设立经销处。20 世纪 80 年代，欧莱雅在巴黎成立了中国业务部，专门从事对中国市场的研究。20 世纪 90 年代，欧莱雅在其香港的分公司里设立了中国业务部，准备开拓中国市场，并在广州、北京、上海等地都设立了欧莱雅形象专柜。直到 1996 年在苏州建立苏州欧莱雅有限公司，同年在苏州建立第一家化妆品生产厂家，欧莱雅正式进入中国。此后欧莱雅陆续在 03 年、04 年和 13 年收购了小护士、羽西和美即，深入中国本土品牌布局。

1.3.1. 历经 4 年，收购国民品牌小护士

2003 年 12 月，在历经 4 年谈判后，欧莱雅集团宣布收购中国护肤品品牌“小护士”。小护士品牌是 1992 年创立的国民品牌，这是欧莱雅在中国收购的第一个本土品牌，并将其定位为品牌金字塔的塔基品牌。

小护士当时在中国的品牌知名度高，拥有大量本地客户。据国际市场调研公司尼尔森调查统计，**2003 年被收购前，小护士是中国排名第三的护肤品品牌，仅次于玉兰油和大宝。其品牌认知度高达 99%，市场份额达 4.6%。**而当时的欧莱雅在中国的销售额仅有 15 亿元，在中国化妆品市场的占有率低，且销售渠道主要局限于百货商场。，亟需新渠道来扩展业务。小护士庞大的销售网络（当时其在全国有**约 28 万个销售网点**）可以弥补欧莱雅在销售渠道上的局限，使其面向更大的市场和更多的本地客户。而小护士也期望利用欧莱雅集团在中高端市场的渠道和经验以及集团的研发优势。

好景不长，收购后小护士逐步泯然众人。小护士的品牌、湖北宜昌的生产基地和全国的销售渠道和管理系统均在 2004 年上半年并入欧莱雅。合并后，小护士自身渠道直接为欧莱雅旗下品牌卡尼尔服务。卡尼尔的首款护肤产品即以“卡尼尔小护士”的名称

推出，利用小护士的高品牌认知度以提升卡尼尔的品牌认知度。此后，**卡尼尔销售额不断增长，而小护士的销售额却日渐萎缩。**

根据中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业的监测结果统计显示，**在被收购的第 3 年之后，小护士的市场占有率就早已远远低于 2003 年的 4.4%，品牌排名也落在 10 名之后。**目前，小护士在市场上几乎销声匿迹。而企图替代小护士的卡尼尔品牌，也由于市场反映持续走低，在 2014 年被撤出中国市场。

1.3.2. 仅隔 2 月再下一城，收购本土奢侈化妆品卓越品牌羽西

2004 年 1 月，欧莱雅以约 7000 万欧元的价格从科蒂集团收购了羽西。羽西品牌创立于 1992 年，1998 年在国内的销售额达到 3 亿人民币。羽西一直定位于中高端品牌，一直坚信“转为亚洲女性设计”的理念，在国内市场获得了广泛的认可度。羽西的产品线丰富不仅拥有美容护肤产品，还有彩妆系列。

收购羽西，帮助欧莱雅更好地满足中国消费者对适合亚洲人肌肤的品牌的需求，为集团的国际品牌组合提供了补充。另外，在欧莱雅收购羽西之前，宝洁公司也在和羽西洽谈收购事宜，收购羽西也是一种防守策略。而羽西方面，也期望能借助欧莱雅在中高端市场的渠道和经验，以及其研发优势来发展自身，并且借助欧莱雅丰富的包装经验和国际推广能力，走向国际。

此次收购，欧莱雅获得了羽西的 800 个销售网点以及拥有 6,000 万产能的浦东生产基地，以及除创始人靳羽西之外的所有本土团队。

定位动荡，重走高端化，路途坎坷。被收购后，欧莱雅在上海成立了羽西研发中心和羽西全球市场发展部门，最初欧莱雅将其归为大众化妆品部，处于品牌金字塔的塔基。但在 2006 年初，欧莱雅又重新对其定位，提出将羽西品牌塑造成高端品牌。2006 年，羽西在产品配方上加入了欧莱雅的新技术，推出其明星产品“灵芝生机水”。其零售渠道（门店和柜台）形象也向着高端奢华改造。然而，**羽西品牌的高端化策略并无多大效果，品牌一直不温不火。**2018 年，欧莱雅提出将羽西打造成第一高档中国品牌，羽西同年推出一款全新灵芝新生水，想要通过高端产品来推动品牌的高端化，但也没有收获预期效果。根据化妆品财经在线，**2021 年羽西品牌会精简百货经销渠道，与各地经销商的合同在 2020 年底到期后不再续约。**

1.3.3. 十年之后再出手，收购国民面膜品牌美即

2013 年 8 月，欧莱雅宣布以 65.38 亿港元，合 51.5 亿元，收购美即，是当时外资收购中国大陆日化品牌的最高额度。2014 年，美即在港交所退市，正式成为欧莱雅旗下一员。

美即创立于 2003 年，以“单张卖”的方式打开市场格局。2007 年，美即成为屈臣氏面膜品类销量第一品牌。2009 年，美即以面膜市场 15%左右的市场份额，占据中国面

膜第一位置，并蝉联五年之久。2010 年，美即成为面膜行业第一家上市公司，因超额认购 784 倍，成为当年港交所的“股王”。2012 年，营业额约为 1.5 亿欧元，较 2011 年增长 29%，占据中国面膜市场 26.4%的份额。

而彼时的欧莱雅全球增长陷入滞缓，12 年销售额为 225 亿欧元，而 13 年仅微增 2.1%，达 229.8 亿欧元。同时在欧莱雅自身没有形成深刻的面膜品牌印象，特别是在纸面面膜方面。而面膜的使用周期短、消耗速度快，成本不高，利润空间大。美即作为当时中国面膜市场的占有率第一的品牌，品牌认知度高，在年轻群体中的影响力显著，销售和铺货渠道广。收购美即，利用美即的销售铺货渠道和生产线，和其良好的市场基础及本地管理团队，能**帮助欧莱雅打开年轻化的中低端市场，开发国内纸片面膜市场**。

美即也可以**利用欧莱雅的品牌影响力把产品推向中高端市场，以及借助欧莱雅的研发能力推出新产品以适应市场变化**。当时面膜市场的竞争逐渐激烈，消费者面膜习惯已养成，进入该市场瓜分蛋糕的品牌越来越多，所需营销费用也在逐年增加。另外，美即创始人以及其创业同伴，都从本次收购中套现颇多，获利颇丰。

然而，被收购之后的美即却一路走低。2013 年下半年，美即净利润为 2,732 万港元，同比下滑幅度接近 80%。欧莱雅发布的 2016 年度财报显示，集团在 2016 年整体销售额增长 4.7%，而**美即面膜在上半财年共计亏损 15.8 亿元。**随后，美即又被第三方市场监测机构曝出 2016 年整年的回款不足 2 亿元的消息，**较 2012 年巅峰时期 13.5 亿元下滑 90%。**数据显示，2016 年线上面膜的市场份额中，美即的份额缩减到只有 2.1%，排在第 8 位。**2018 年 5 月，美即在屈臣氏门店全面永久性下架**，而屈臣氏曾经是美即的重要销售渠道之一。

1.4. 探讨失败收购的背后原因：产品、定位和快速反应力

欧莱雅在中国的三次收购，从被收购品牌角度来看，均可谓不理想，或基本消失，或亏损，或无甚起色。特别是当我们对比欧莱雅国际上的成功收购案例，例如美宝莲和修丽可，均在欧莱雅的助力下成功实现国际化的快速扩张，则差异更加明显。我们认为小护士的背后是其自身产品力的不足，导致欧莱雅仅重视其渠道，而不重视其品牌和产品的发展；对于羽西，则是由于欧莱雅对其品牌定位不清晰，而错过了品牌发展的重要时点；而美即则是由于对中国下沉市场的不熟悉，以及集团自身决策效率低下，无法适应中国快速发展的市场。

1.4.1. 强渠道为集团所用，而自身产品力偏弱的小护士逐步边缘化

回顾小护士的收购，欧莱雅对小护士的收购初衷即是希望得到小护士的渠道网络和中国大众护肤市场的一手数据。**欧莱雅或许并未将小护士品牌的产品作为集团现有产品的补充，而是想利用小护士在大众市场的销售渠道等资源，下沉自身其他品牌，并试图用定位相同的卡尼尔替代小护士。**卡尼尔作为欧莱雅定位超市大流通渠道的护肤品品牌，其产品品类、消费人群定位以及产品价格与小护士十分相似。欧莱雅收购小护士之后，

一方面借助小护士的品牌认知度、渠道资源、生产线，为卡尼尔进入及扩张中国市场铺路；另一方面，在卡尼尔 2006 年进入中国后，欧莱雅在渠道上优先推广卡尼尔的产品，小护士几乎是被雪藏。

小护士最终没落的一个重要原因是产品技术含量低、轻易可替代。小护士在中国大众市场的发展，主要得益于其庞大的销售网络，自身产品没有特别的优势。因此其很容易被其他同类品牌所替代，仅留下渠道资源为并购方所用。但是类似的，同样产品力不具有独特优势的卡尼尔进入中国后，虽然最初借力了小护士的渠道快速发展，但是后期卡尼尔被百雀羚、相宜本草和自然堂等在定位、价格方面比较相似的本土品牌所冲击，逐渐丧失竞争优势，最终在 2014 年退出中国市场。

而对比修丽可，**修丽可是一个有研发和专利壁垒支撑的品牌**，各款产品的功能均有针对功效性，具有难以替代的特性。欧莱雅对修丽可的收购则是作为品牌矩阵的补充。随着国内成分党需求的爆发，修丽可在中国近几年增长迅速。对比小护士和修丽可的不同境遇，前者因为产品力偏弱、可替代，而在欧莱雅取得了销售渠道后，被边缘化以至基本消失；后者则因具有强壁垒的产品力，成功利用欧莱雅的渠道和推广能力进行了国际化。而同样没有产品力优势的卡尼尔，即使拥有了小护士的渠道网络，最终结果也是不敌竞争对手而退出中国市场。

1.4.2. 品牌定位摇摆，羽西错过发展关键时点

而羽西则经历了定位不清晰的波动。收购后，欧莱雅将原本中高端定位的羽西归入大众化妆品部，定位品牌金字塔的塔基。而错误的定位导致羽西的业务受到影响，原有客户群体因定位下滑而流失，而羽西相对其他大众化妆品的价格劣势也使其难以吸引新客户。于是，欧莱雅 2 年后又重新将羽西定位成高端产品。但是 2 年时光的摇摆定位，已经伤害了羽西的品牌形象建设和客户基础，渐渐失去市场机会。目前，羽西品牌仍在努力打造高端品牌的形象，但收效甚微。因此当集团对于品牌和所处市场不够了解而定位不当时，品牌错过了发展机会就难以追回

1.4.3. 大集团不熟悉下沉市场规则，加之决策效率低下，品牌失去快反能力

在美即的收购中，欧莱雅确实将美即作为其纸面面膜市场空白的补充，并在收购之后着力于美即的品牌建设。但是由于对下沉市场不够熟悉，仍然使用中高端产品的营销策略，过于注重品牌意识的建设，而**忽略了下沉市场中渠道利润的作用**，使得在渠道上失去了竞争优势。

另一方面，欧莱雅作为跨国大集团，其决策需要层层的审批，效率低效，**使得美即失去了独立时拥有的快速反应能力，因而无法适应竞争日渐激烈的面膜市场，每况愈下**。

尽管欧莱雅在收购之时也纳入美即的原管理团队，但外资大集团的文化冲突依然带给被收购方运营上的重大变革和阻碍。

1.5. 投资建议

纵观国际上的巨头化妆品集团，外延并购都是扩张中的重要驱动力。欧莱雅集团1963年于法国上市后，在资本助力下开启并购扩张之路，不断打造完善自身金字塔式的品牌矩阵，并通过战略收购向全球化扩张，铸就了全球美妆龙头。

而复盘欧莱雅在国内的三次收购，小护士、羽西和美即，尽管收购之初的愿景都很美好，但最终结果均不胜理想。**其背后有品牌自身产品力的不足，也有并购后大集团弊病下对品牌定位不清晰、决策效率低下、快速反应能力缺失的影响。**

国内美妆市场景气持续，国货浪潮可期。消费升级大趋势下，国内化妆品行业持续高增长。与欧莱雅的并购案例相对，国货美妆在强渠道之外，越发重视自身研发与产品力，同时国货品牌对本土市场更熟悉，更对新兴的营销玩法更了解，对多变市场的快速反应力也强于大集团。未来国货品牌也将通过内生多元化或外延收购的进行扩张，前车之鉴下，或将能够更好的实现多品牌的整合与协同发展。我们长期看好国货美妆景气和国产替代大趋势，继续推荐**珀莱雅**、**爱美客**、**华熙生物**，关注**已过会的拟上市企业贝泰妮**、**创尔生物**。

1.6. 风险提示

宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；新品不及预期风险；并购整合风险。

2. 本周观点：继续推荐顺周期经济和需求侧改革下的服务消费

板块观点：

餐饮：受疫情局部反复影响，餐饮复苏有所放缓，但环比仍保持正增长。伴随疫后餐饮连锁化、集中度双升趋势，餐饮龙头逆势扩张、加速开店将超预期，我们看好餐饮龙头后疫情时代的业绩潜力，重点推荐**海底捞**、**九毛九**。

餐饮供应链和餐饮表现关联度高，11 月社零粮油食品同比增长 7.7%，增速环比下降 1.1pct 稳定增长，我们看好餐饮工业化大趋势下的餐饮供应链机会，建议关注**颐海国际**、**金龙鱼**，和已过会的拟上市企业**味知香**。

11 月社零中饮料类同比增长 21.6%，增速环比上升 4.7pct，行业重回高增趋势，推荐饮用水龙头**农夫山泉**。

化妆品：双十一助力，11 月化妆品零售额继续高增，行业景气度持续，长期看好国货美妆的行业景气度，和国产替代的大趋势，推荐**珀莱雅**、**爱美客**、**华熙生物**、**丸美股份**，建议关注已过会拟上市企业**贝泰妮**、**创尔生物**。

文旅板块：从机场和快递恢复情况来看，**国际客流恢复仍需要较长周期**，海南和离岛免税仍是最具吸引力的旅游目的地和购物目的地，持续重点推荐**中国中免**，建议关注**复星旅游文化**；尽管短期受疫情局部反复影响，国内航空客运量有所下滑，但顺周期经济和需求侧改革下的服务消费仍是主旋律，推荐景区龙头**宋城演艺**、**中青旅**、**天目湖**以及酒店龙头**锦江酒店**、**首旅酒店**等，建议关注**华住集团**；同时货邮数据显示出口复苏强劲，建议关注**思摩尔国际**等相关标的。

3. 本周研究精要

3.1. 新消费与机场快递月度跟踪：出口复苏强劲，双十一带动美妆高景气

11 月社零消费数据：在双十一带动下，社会消费品零售总额继续上升，达 39,514 亿元（+5.0%），增幅环比扩大 0.7pct。**（1）餐饮：**11 月餐饮收入达 4,980 亿元（-0.6%），环比增长 13.9%。**因上海等地疫情再现反复，餐饮复苏有所放缓，同比增速转负，但仍保持环比正增长；（2）化妆品延续高景气、饮料表现亮眼：**双十一大促带动下，化妆品景气持续零售额达 511 亿元（+32.3%）、饮料类零售额达 218 亿元（+21.6%），表现亮眼；**（3）澳门博彩业复苏加速：**国庆双节带动，10 月毛收入达 7,343 百万澳门元，环比增长 223.3%；11 月环比下降，但同比继续修复，毛收入达 6,748 百万澳门元，同比下降-70.6%，增速环比提升 1.7 pct。

11 月机场数据：民航客运总量受上海等地疫情影响回落，达 4,441 万人次（-16.3%），环比下降 11.7%。货邮总量环比上升 9.5%，达 68 万吨（-3.5%）；其中，**国际航线货运同比增长 1.9%，今年来首次实现月度正增长，出口复苏强劲。（1）局部疫情影响，主要机场客流环比下滑：**美兰机场受益海南免税火热，延续增长，11 月旅客吞吐量 192.75 万人次（-5.61%），环比增长 7.78%；上海受疫情影响，浦东机场旅客吞吐量 248.11 万人次（-58.3%），环比下降-36.4%。**（2）国际客流仍处冰点，机场免税恢复仍需时间：**浦东、首都、白云、深圳机场国际航线客运量分别 10.70/ 1.77/ 6.67/ 0.90 万人次，同比-96.4%/ -99.0%/ -95.3%/ -98.2%，国际客流复苏尚待疫苗进展。

11 月快递数据：全国规模以上快递业务量新高，达 97.26 亿件（+36.5%），环比增长 18.1%；但行业竞争依旧激烈，单票 9.86 元/件（-11.8%），环比 10 月上升 0.01 元/件。

头部快递量件高增，需求驱动单票价格略有回升：顺丰、韵达、圆通、申通 11 月件量随“双 11”均呈高增长态势，分别达 9.06 亿票(+59.5%)/ 15.82 亿票(+42.9%)/ 15.39 亿票(+42.5%)/ 10.13 亿票(+18.5%)；但激烈竞争下，单票价格持续承压,分别为 16.2 元(-17.9%)/ 2.34 元(-28.7%)/ 2.30 元(-22.0%)/ 2.39 元(-27.0%)，在需求拉动下，环比-7.7%/ +7.3%/ +7.3%/ +6.3%。

投资建议：顺周期和需求侧改革下消费升级和服务消费仍是主旋律，建议关注餐饮、美妆、文旅、酒店等板块；同时货邮数据显示出口复苏强劲，建议关注出口受益标的；快递单票价仍在下降通道，关注价格拐点。

风险提示：疫情二次爆发风险、宏观经济波动风险、政策风险等

3.2. 名创优品 FY21Q1 业绩点评：海外疫情影响渐消退，经营恢复现曙光

FY21 Q1（即 2020 年 9 月 30 日止三个月）名创优品实现收入 20.72 亿元（-30.7%），环比上季度+33.4%，其中，海外市场实现收入 3.5 亿元（-70.5%），环比上季度+85.7%，恢复趋势显著。扣除优先股等公允价值变动、股权支付费用等项目后，**经调整净利润为 1.02 亿元（-74.6%），环比上季度+37.7%。**尽管公司业绩同比仍有下滑，但环比改善趋势明显。

本季度净增 108 家门店，国内开店速度恢复常态：截至 FY21 Q1，公司共有 4,330 家门店，较上季度末增长 108 家。其中国内 2,633 家，已全部恢复营业；国内门店净增 100 家，开店速度超过去年同期。海外在保护加盟商资源的同时寻找位置更佳的店铺，截至 FY21 Q1 公司海外门店数为 1,697 家，较上季度末略增 8 家，其中 89%门店（即 1,516 家）已恢复运营。

最新动态：（1）旗下**亚洲潮玩集合店 TOP TOY** 首家旗舰店已于 12 月 18 日在广州正式开业，主要产品包括潮玩、手办、盲盒等七大品类，或成为第二增长极；（2）设立 JV 建设名创优品广州总部大楼，其中名创持有合资公司的 20%股份，预计向合资公司投资 3.56 亿元。

盈利预测与投资评级：名创优品是好赛道里的好公司，作为国内“十元店”代表，目前国内业务已基本从疫情中恢复、海外业务的好转趋势正在确立，公司预计下季度收入 22 至 24 亿元，环比本季度增长 6%至 16%。同时旗下亚洲潮玩集合店 TOP TOY 首店火热开业，或成未来第二增长极。我们预计 FY2021-23 公司 Non-IFRS 归母净利 8.7/14.2/18.2 亿元，同比-10%/ +63%/ +28%，对应 PE 55/34/27 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，加盟店扩张不及预期，海外经营的政治、经济、法律等风险，市场竞争加剧，宏观经济波动风险等

3.3. 蓝月亮：进击的蓝月，时间的朋友

从洗衣液破局者到行业一哥：蓝月亮是国内家庭清洁护理公司的龙头企业，提供包括衣物清洁，个人清洁和家居清洁在内的全套家庭清洁解决方案，连续 11 年在洗衣液行业市占率排名第一，2019 年达到 24.4%。

洗衣液将逐步替代现有洗衣粉的需求，持续利好蓝月亮：随着城乡洗衣机的全面普及，未来 5 年洗衣液有望逐步代替洗衣粉，据弗诺斯特沙利文统计，19-24 年洗衣液市场规模 CAGR 达到 13.6%，2024 年渗透率提升至 59%。公司作为行业龙头，凭借着品牌优势，以及营销和渠道双驱动，未来跟随行业有望继续保持业绩高增长。

前瞻性布局和高举高打的营销构建强大的品牌认知度：公司自 2008 年邀请郭晶晶代言以来，不断给消费者传递出洁净，专业，高科技，行业领先的品牌形象，打造了“蓝月亮节”，2013 年至 2019 年连续七年赞助央视和湖南卫视的全国性电视节目，借此持续强化品牌认知，连续 10 年获得中国品牌力指数洗衣液和洗手液品牌榜第一。消费者已经建立起了洗衣液就等同于蓝月亮的心理意识。

线下网络广而深，线上渠道提早卡位，积累深厚的区位和资源优势：公司线下销售网络覆盖广泛，目前已经有 1,403 家线下分销商，覆盖了全国超过 2,600 个区县的零售销售点。公司 2012 年便开始线上布局；2019 年线上贡献收入占比达到 47.2%。而在洗衣液的线上份额也达到 33.6%，超过第二名公司一倍多（第二名 14.8%）。

洗手液龙头，后疫情时代享受洗手液逐步代替肥皂的行业红利：公司 2000 年推出首款洗手液产品，连续 10 多年排名行业第一，2019 年市占率达到 17.4%，未来 5 年受益于消费者卫生意识的提高，肥皂逐步被替代，洗手液全行业保持 25%的增速，有望成为公司新的增长点。

盈利预测与投资评级：蓝月亮是国内家庭清洁护理品牌唯一的上市公司，是洗衣液和洗手液行业市占率第一的企业，享受行业未来 5 年的高增长红利。公司品牌深入人心，有较强的营销能力和渠道布局为其保驾护航，预计公司 FY20-22 年将实现净利润 12.5 亿/15.2 亿/17.1 亿港元，同比增速为 15.7%/21.8%/12.1%，港股发行价为 13.16 港币，对应 PE 分别为 61/ 50/ 44 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，疫情反复影响销售，行业竞争加剧

3.4. 其他要闻：海南将加快出台离岛免税新政；社区团购“九不得”新规

海南全面深化改革开放领导小组全体会议召开

12 月 23 日中共中央政治局常委、国务院副总理、推进海南全面深化改革开放领导小组组长韩正 23 日主持召开推进海南全面深化改革开放领导小组全体会议，深入学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，贯彻落实中央经济工作会议部署要求，总结海南全面深化改革开放工作和海南自由贸易港建设进展情况，审议有关政策文件，研究部署 2021 年重点工作。

韩正强调，要紧盯重点产业、重点功能平台，壮大实体经济，推动海南经济高质量发展。要实施一批重大项目，补齐海南自贸港基础设施和公共服务短板，加快推进琼州海峡港航一体化建设。要强化法治建设，扎实推进海南自由贸易港法立法工作。要把生态环境保护贯穿海南自贸港建设全过程，深入推进国家生态文明试验区建设。**要加快出台海南离岛免税购物新政策，进一步推进部分进口商品“零关税”，有效推动贸易投资自由化便利化。**要抓紧编制“十四五”推进海南全面深化改革开放实施方案，进一步明确《海南自由贸易港建设总体方案》确定的重点工作任务。

社区团购“九不得”新规出台

市场监管总局联合商务部 12 月 22 日召开规范社区团购秩序行政指导会，阿里、腾讯、京东、美团、拼多多、滴滴 6 家互联网平台企业参加。

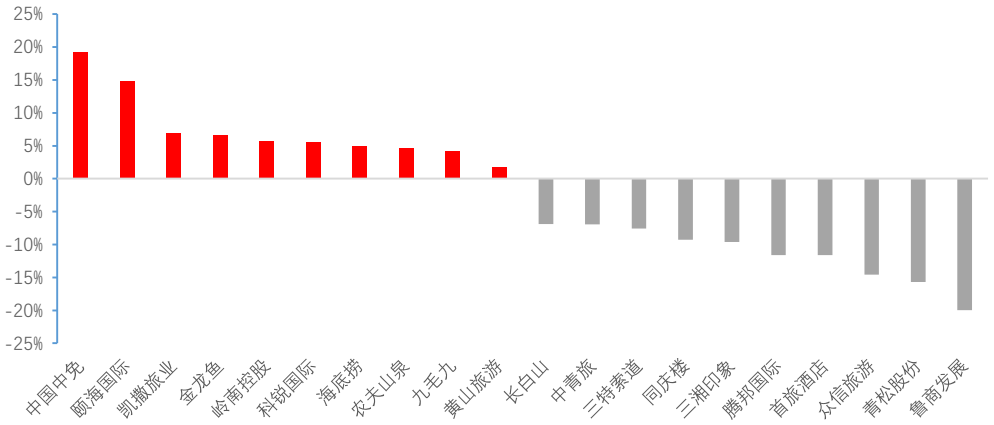
为严格规范社区团购经营行为，会议要求互联网平台企业严格遵守“九不得”：

（1）不得通过低价倾销、价格串通、哄抬价格、价格欺诈等方式滥用自主定价权；（2）不得违法达成、实施固定价格、限制商品生产或销售数量、分割市场等任何形式的垄断协议；（3）不得实施没有正当理由的掠夺性定价、拒绝交易、搭售等滥用市场支配地位行为；（4）不得违法实施经营者集中，排除、限制竞争；（5）不得实施商业混淆、虚假宣传、商业诋毁等不正当竞争行为，危害公平竞争市场环境；（6）不得利用数据优势“杀熟”，损害消费者合法权益；（7）不得利用技术手段损害竞争秩序，妨碍其他市场主体正常经营；（8）不得非法收集、使用消费者个人信息，给消费者带来安全隐患；（9）不得销售假冒伪劣商品，危害安全放心的消费环境。

4. 板块涨跌回顾

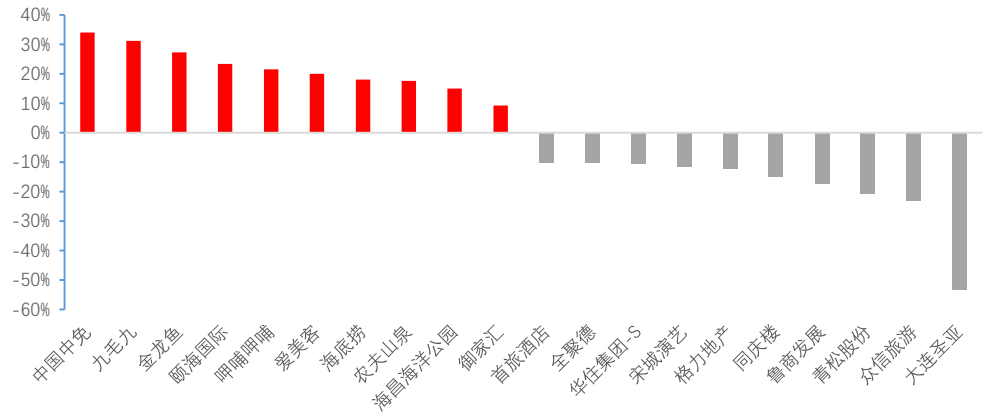
上证综指本周上涨 0.05%，收于 3,396.56 点。深证成指本周上涨 1.18%，收于 14,017.06 点。创业板指本周上涨 2.16%，收于 2,840.80 点。而社服板块（申万）在免税带动下大幅跑赢大盘，本周上涨 10.45%。重点跟踪细分板块明显分化，免税在海外疫情反复的事件和十四五规划影响下，单周上涨 17.38%、而餐饮也在龙头逆势扩张趋势下上涨 5.95%；另一方面，酒店、美妆、景区等则有所回调，分别下跌 6.01%、5.26%、4.82%。个股方面，中免、凯撒领跑免税，分别上涨 19.22%和 6.87%；而餐饮和消费龙头如颐海国际、金龙鱼、海底捞、农夫山泉也分别上涨 14.92%、6.62%、4.99%和 4.60%。

图 9：板块单周涨跌幅前十的股票



数据来源：Wind，东吴证券研究所

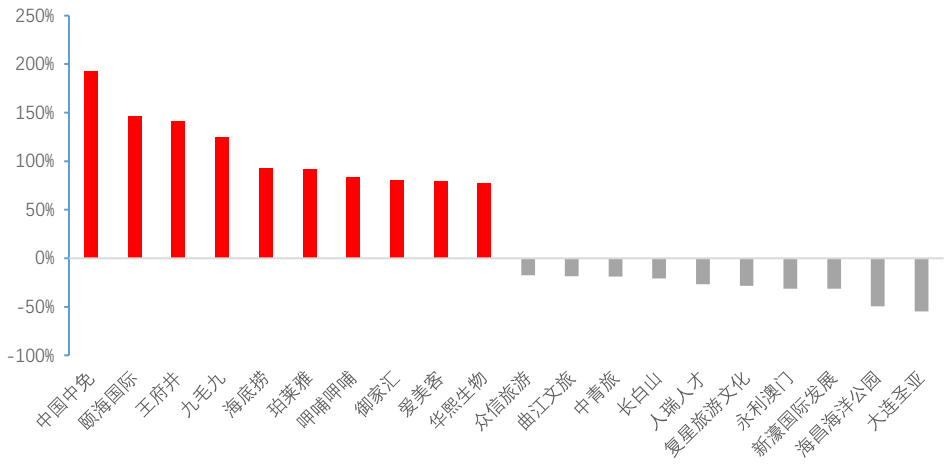
图 10：板块单月涨跌幅前十的股票



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

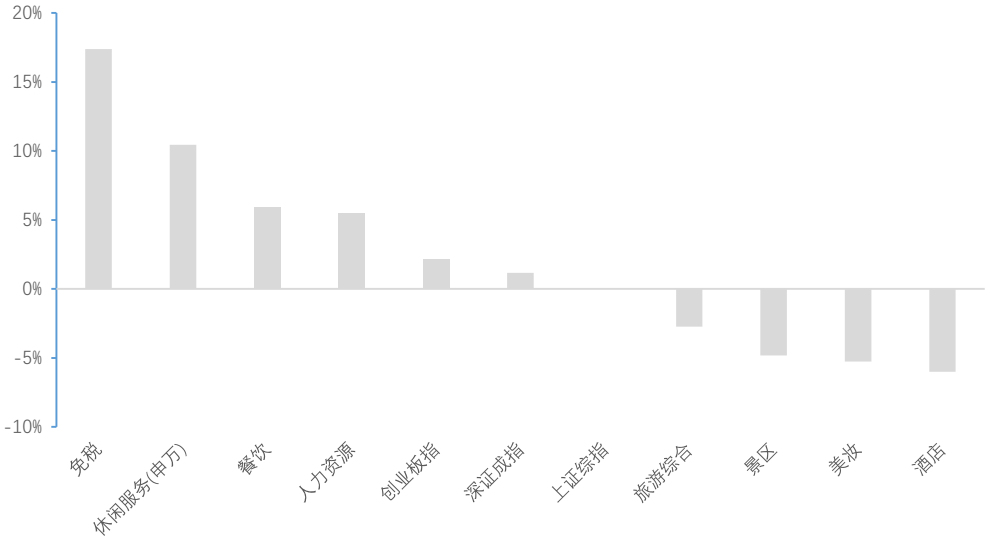
图 11：板块年度涨跌幅前十的股票



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：为 2020 年全年涨跌幅

图 12：本周市场涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5. 上市公司重要公告

海底捞（6862.HK）海底捞总部园区的建设及开发

海底捞已与成都东部新区管理委员会订立投资及合作协议及其补充协议，将依据法律法规取得成都东部新区高明镇白金山水库片区的土地使用权、建设及开发目标土地，以作为海底捞总部园区，**该项目预期五年建成，总投资额将不低于人民币 24 亿元**。

华熙生物（688363.SH）关于公司董事、副总经理兼董事会秘书辞职的公告

公司董事会于近日收到公司董事、副总经理兼董事会秘书蒋瑞先生的书面辞职报告，其因个人原因辞去公司董事、副总经理及董事会秘书职务，辞职后在公司及子公司将不再担任任何职务。"

珀莱雅（603605.SH）关于持股 5%以上股东减持超过 1%的提示性公告

公司持股 5%以上股东方玉友先生自 2020 年 12 月 10 日至 2020 年 12 月 21 日期间，通过集中竞价交易和大宗交易方式合计减持公司股份 2,027,368 股，占公司总股本的 1.0081%。

御家汇（300740.SZ）关于全资子公司参与投资基金的公告

为促进公司长远发展，充分借助专业投资机构的专业资源与能力，实现专业投资机构资源、公司产业资源的良性互动，提升公司综合竞争优势，公司全资子公司上海水羊于近日与青松创投、叠纸科技等签署了《深圳市青松中小微企业发展投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，上海水羊作为有限合伙人拟出资不超过 1,000 万元参与认缴合伙企业部分份额。

锦江酒店（600754.SH）关于非公开发行股票申请获得中国证监会发审会审核通过的公告

2020 年 12 月 21 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会对公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据审核结果，公司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。

众信旅游（002707.SZ）关于控股股东、实际控制人减持股份的预披露公告

持有公司股份 220,539,505 股（占公司股本总额的 24.33%）的公司控股股东、实际控制人冯滨先生计划以集中竞价或大宗交易的方式减持公司股份合计不超过 18,125,435 股（占本公司股本总额的 2%）。

鲁商发展（600223.SH）关于注销 2018 年股票期权激励计划部分股票期权的公告

公司审议通过了《关于注销 2018 年股票期权激励计划部分股票期权的议案》,自授权日确定的预留授予激励对象 68 名，10 名（其中 6 名已注销）预留授予激励对象因离职、调动等丧失本次股票期权激励计划行权资格，本次可行权的预留授予激励对象为 58 名；58 名预留授予股票期权的激励对象中，40 名激励对象的考核结果为良好及以上，按 100%实际可行权比例行权，18 名激励对象考核的结果为合格，按照 90%实际可行权比例行权。公司本次应注销的股票期权数量为 66,004 份，本次可行权的股票期权数量为 314,710 份。

科锐国际（300662.SZ）关于北京科锐国际人力资源股份有限公司 申请向特定对象发行股票的审核问询函

公司于 2020 年 12 月 22 日收到深圳证券交易所上市审核中心出具的《关于北京科锐国际人力资源股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函》。深圳证券交易所发行上市审核机构对公司提交的向特定对象发行股票的申请文件进行了审核，并形成了审核问询函。

云南旅游（002059.SZ）关于签订股权转让协议的公告

为了聚焦旅游主营业务，强化核心业务，有效减少上市公司的关联交易，进一步增强上市公司独立性，提升上市公司盈利能力，加速推进上市公司实现全域旅游综合服务商的战略目标，公司拟将持有的世博园艺 100%股权作价人民币 26,458.31 万元转让给世博集团。

岭南控股（000524.SZ）关于控股子公司收购西安龙之旅秦风国际旅行社有限公司、山西现代国际旅行社有限公司股权的公告

公司控股子公司广之旅拟以自有资金人民币 5,202 万元向自然人莫宝善购买西安秦风国旅 51%的股权。本次交易完成后，广之旅将持有西安秦风国旅 51%股权，成为西安秦风国旅的控股股东。

公司控股子公司广之旅拟以自有资金人民币 1,391.28 万元向自然人王若、张志成购买山西现代国旅 51%的股权。本次交易完成后，广之旅将持有山西现代国旅 51%股权，成为山西现代国旅的控股股东。

桂林旅游（000978.SZ）关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理的公告

公司于 2020 年 12 月 23 日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。中国证监会依法对公司提交的关于非公开发行 A 股股票核准的申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。

腾邦国际（300178.SZ）关于完成董事会、监事会换届选举的公告

公司于 2020 年 12 月 24 日召开了 2020 年第五次临时股东大会，选举钟百胜先生、段乃琦女士、顾勇先生、于文航先生为第五届董事会非独立董事；选举郭志芹女士、肖俊斌先生、彭丽芳女士为第五届董事会独立董事。选举张开明先生、刘京霖先生为第五届监事会非职工代表监事。公司职工代表大会一致同意选举钟壬招女士为公司第五届监事会职工代表监事。

腾邦国际（300178.SZ）关于聘任公司高级管理人员及证券事务代表的公告

公司于 2020 年 12 月 24 日召开了第五届董事会第一次（临时）会议，同意聘任段乃琦女士担任公司总经理，同意聘任顾勇先生为公司副总经理兼财务总监，聘任周静女士为副总经理兼董事会秘书，聘任于文航先生担任公司副总经理，上述高级管理人员任期自本次董事会审议通过之日起至本届董事会任期届满。

长白山（603099.SH）关于控股股东股份质押的公告

建设集团持有公司 158,533,060 股，占公司总股本 59.45%，本次质押后累计质押数量为 79,266,530 股，占其持股比例 50%。

张家界（000430.SZ）关于控股股东部分股份质押的公告

公司于 2020 年 12 月 24 日收到公司控股股东经投集团的通知，经投集团将其持有的本公司部分股份于 2020 年 12 月 22 日办理了质押手续,本次质押数量 31,320,000 股，占其所持股份比例 27.8%，占公司总股本的 7.74%。

西藏旅游（600749.SH）关于接受股东财务资助的公告

为保证公司业务开展所需的流动资金需求，经与国风文化协商，并经公司第七届董事会第二十四次会议审议通过，公司股东国风文化将向公司提供 10,000 万元借款，借款期限不超过 1 年，借款利率参照人民币贷款市场报价利率（LPR）确定。公司无需就上述借款提供任何抵押或担保，公司可以根据实际经营和资金情况提前还款。

6. 近期公司股东大会及解禁提醒

表 1：近期股东大会

序号	代码	名称	会议日期	会议类型
1	6862.HK	海底捞	2020/12/28	临时股东大会
2	300999.SZ	金龙鱼	2020/12/29	临时股东大会
3	000796.SZ	凯撒旅业	2020/12/30	临时股东大会
4	300132.SZ	青松股份	2020/12/30	临时股东大会
5	1579.HK	颐海国际	2020/12/31	临时股东大会
6	603136.SH	天目湖	2021/2/8	临时股东大会

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：解禁提醒

	代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	解禁收益	总股本(万股)	占比(%)	解禁股份类型
1	002707.SZ	众信旅游	2021/1/18	966.76	-51.75	90,626.91	62.02%	定向增发机构配售股份
2	300740.SZ	御家汇	2021/2/8	18,446.99		41,106.05	53.94%	首发原股东限售股份
3	600859.SH	王府井	2021/2/18	20,747.32	148.58	77,625.04	73.27%	定向增发机构配售股份
4	300896.SZ	爱美客	2021/3/29	142.62	414.94	12,020.00	21.64%	首发一般股份,首发机构配售股份

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

宏观经济波动的风险，行业竞争加剧等风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：公司估值表（基于 2020 年 12 月 25 日收盘价）

简称	总市值（亿元）	净利润（百万元）			PE			年内涨跌幅
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	
免税								
中国中免	**5,056.91**	**4,628.99**	**5,028.00**	**9,580.00**	**109.24**	**100.58**	**52.79**	**192.28%**
格力地产	**146.34**	**526.28**	**727.00**	**1,447.00**	**27.81**	**20.13**	**10.11**	**46.69%**
王府井	259.97	961.34	441.74	983.94	27.04	58.85	26.42	141.40%
餐饮								
颐海国际	**988.92**	**718.63**	**930.00**	**1,249.00**	**137.61**	**106.34**	**79.18**	**146.10%**
海底捞	**2,679.66**	**2,344.71**	**945.00**	**5,333.00**	**114.29**	**283.56**	**50.25**	**92.46%**
九毛九	**284.14**	**164.41**	**103.00**	**425.00**	**172.82**	**275.86**	**66.86**	**124.81%**
广州酒家	**153.44**	**384.13**	**432.00**	**574.00**	**39.94**	**35.52**	**26.73**	**26.24%**
呷哺呷哺	168.78	288.10	26.52	525.13	58.58	636.30	32.14	82.97%
西安饮食	21.31	-47.15	-	-	-45.19			3.14%
全聚德	31.15	44.63	-	-	69.81			-1.50%
同庆楼	46.76	197.59	149.80	214.90	23.66	31.22	21.76	-2.79%
农夫山泉	**4,738.47**	**4,948.57**	**5,178.00**	**6,223.00**	**95.75**	**91.51**	**76.14**	**51.06%**
金龙鱼	**4,814.37**	**5,408.03**	**7,167.00**	**8,102.00**	**89.02**	**67.17**	**59.42**	**58.57%**
美妆								
珀莱雅	**338.60**	**392.68**	**476.00**	**600.00**	**86.23**	**71.13**	**56.43**	**91.99%**
爱美客	**732.04**	**305.52**	**408.00**	**625.00**	**239.61**	**179.42**	**117.13**	**79.07%**
华熙生物	**708.77**	**585.61**	**678.00**	**915.00**	**121.03**	**104.54**	**77.46**	**77.50%**
丸美股份	**221.11**	**514.89**	**532.00**	**613.00**	**42.94**	**41.56**	**36.07**	**-7.73%**
上海家化	**248.54**	**557.09**	**373.00**	**445.00**	**44.61**	**66.63**	**55.85**	**19.23%**
青松股份	**94.84**	**453.16**	**564.00**	**662.00**	**20.93**	**16.82**	**14.33**	**67.32%**
鲁商发展	92.71	162.06	483.18	620.96	57.21	19.19	14.93	9.91%
御家汇	70.50	130.72	108.70	180.69	53.93	64.85	39.02	80.72%
新消费								
泡泡玛特	1,018.33	99.52	596.68	1,136.99	1,023.23	170.67	89.56	24.93%
思摩尔国际	2,904.02	733.95	2,849.58	4,692.08	395.67	101.91	61.89	89.68%
名创优品	**616.44**	**969.00**	**872.00**	**1,422.00**	**63.62**	**70.69**	**43.35**	**48.66%**
豪悦护理	250.89	185.10	649.56	710.95	135.54	38.62	35.29	162.35%
酒店								
首旅酒店	**206.63**	**884.97**	**130.00**	**901.00**	**23.35**	**158.95**	**22.93**	**1.89%**
锦江酒店	**475.14**	**1,092.50**	**528.00**	**1,177.00**	**43.49**	**89.99**	**40.37**	**76.35%**
华住集团	940.97	1,769.00	-2,130.58	2,296.47	53.19	-44.16	40.97	12.03%
华天酒店	26.80	-477.61	-	-	-5.61			0.38%

岭南控股	53.35	204.87	-164.00	123.00	26.04	-32.53	43.37	8.39%
西安旅游	19.56	96.27	-	-	20.31			-9.92%
金陵饭店	23.31	77.42	46.00	108.00	30.11	50.67	21.58	-16.18%
景区								
宋城演艺	**445.28**	**1,339.79**	**141.00**	**1,402.00**	**33.24**	**315.80**	**31.76**	**-0.23%**
天目湖	**31.07**	**123.71**	**39.00**	**134.00**	**25.12**	**79.67**	**23.19**	**2.59%**
中青旅	**73.83**	**568.16**	**-111.00**	**528.00**	**12.99**	**-66.52**	**13.98**	**-18.73%**
复星旅游文化	82.95	308.44	-1,517.39	576.64	26.89	-5.47	14.38	-28.51%
黄山旅游	64.99	340.19	54.29	353.22	19.10	119.72	18.40	-1.59%
峨眉山 A	30.88	226.18	-34.40	198.60	13.65	-89.76	15.55	-9.13%
长白山	20.93	75.26	-	-	27.82			-20.66%
张家界	19.51	11.06	-	-	176.49			-7.49%
三湘印象	56.60	282.09	-	-	20.07			7.87%
桂林旅游	16.38	55.02	-238.00	64.00	29.78	-6.88	25.60	-14.11%
大连圣亚	25.23	41.76	-	-	60.42			-54.92%
海昌海洋公园	16.85	39.56	-591.10	287.05	42.60	-2.85	5.87	-49.49%
丽江旅游	34.07	203.48	31.25	188.75	16.74	109.02	18.05	1.22%
云南旅游	46.07	94.70	27.00	246.00	48.64	170.61	18.73	-8.26%
九华旅游	21.41	117.02	-	-	18.29			-17.28%
旅游综合								
众信旅游	**46.67**	**68.61**	**13.00**	**106.00**	68.02	359.02	44.03	**-17.47%**
凯撒旅业	109.93	125.65	-211.52	181.25	87.49	-51.97	60.65	50.27%
三特索道	16.74	11.41	61.50	61.00	146.74	27.21	27.44	-1.95%
腾邦国际	25.89	-1,575.98	-	-	-1.64			-15.32%
曲江文旅	15.49	45.03	-	-	34.40			-18.35%
西藏旅游	19.52	20.84	-	-	93.65			-9.28%
人力资源								
科锐国际	95.63	117.67	181.98	233.57	81.27	52.55	40.94	65.10%
人瑞人才	31.64	-779.83	164.81	258.35	-4.06	19.20	12.25	-26.83%
博彩								
银河娱乐	2,143.14	13,041.55	-3,494.99	8,172.25	16.43	-61.32	26.22	3.06%
永利澳门	576.34	5,056.66	-5,546.39	942.02	11.40	-10.39	61.18	-31.46%
金沙中国	2,293.93	2,033.00	-9,254.98	7,704.81	112.83	-24.79	29.77	-17.05%
新濠国际	191.32	689.77	-5,026.58	-220.06	27.74	-3.81	-86.94	-31.48%
美高梅	370.16	1,931.23	-3,910.15	216.98	19.17	-9.47	170.59	-8.32%
澳博控股	412.30	3,207.30	-2,475.77	1,464.48	12.86	-16.65	28.15	-0.55%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：未加粗公司采用 wind 一致预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：http://www.dwzq.com.cn

