民生证券 MINSHENG SECURITIES

革故鼎新，否极泰来 ——商社/交运2021年投资策略

分 析 师： 顾熹闽 执业证号：S0100519080001

2020年12月14日

风险提示：政策、项目推进进展不及预期；宏观经济持续下滑



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

■ 免税：从传统“免税”迈入“旅游新零售”

我们认为，由政策松绑+疫情驱动带来的变化，将在未来数年对中国旅游零售行业的发展产生深远影响：

（1）新的离岛免税政策+即将落地的国人市内免税政策之下，我们预计国内免税市场销售规模在未来五年之内有望达到1500亿之上，较2019年增长至少3倍。同时，新零售模式正在驱动行业由传统的“免税零售”走向“旅游新零售”，由此带来的经营边界扩张，或将为免税运营商开辟新的增长路径；

（2）与成长边界放开所对应的，是行业竞争格局由此前的寡头垄断，走向适度竞争。但我们认为，受制于中韩两国免税市场的不同客源结构，中国免税业难以重蹈韩国免税业的价格战之殇：在离岛免税层面，适度和差异化竞争将是主旋律；新零售商业模式则将与跨境电商平台共同分割传统海外代购市场份额。

从投资角度而言，在市场扩容、渠道重塑的大背景下，运营商的核心竞争力从牌照转向运营管理。重点推荐供应链完善、市场规模领先、物业优质的龙头公司中国中免，建议关注王府井、格力地产（珠海免税集团）。此外，建议关注消费回流逻辑的飞亚达。

■ 出行：否极泰来，长期无虞

核心枢纽机场的流量垄断价值从未改变，伴随新冠疫苗有望在2021年推出，枢纽机场业务量有望逐步恢复。同时，机场运营方与免税运营商有望进一步合作提升机场免税运营效率，远期机场渠道免税销售空间有望打开。推荐上海机场、白云机场、深圳机场。此外，航空业估值仍处底部，伴随疫苗推出，国际出行逐步有望改善供需格局，建议关注中国国航、南方航空、东方航空。

核心观点

■ 化妆品：危机共存，功能性护肤崛起

我国化妆品行业正处在发展黄金期，数字化赋能+社媒营销催化行业快速扩容，预计中长期化妆品零售规模应在8000亿之上，相较2020有约60%增长空间。尽管外资品牌仍占具高端市场，我们认为定位明确，重视本土消费者需求，并及时把握行业变革的国妆有望胜出。看好1）强研发+高复购的龙头功能性护肤品公司贝泰妮；2）品牌和品类扩张及时，并拥有丰富渠道的优质企业珀莱雅；3）受益于行业整体增长红利的优质龙头代工企业青松股份。

■ 医美：盈利能力突出，兼具成长性和确定性

预计2018-2023年中国医美市场规模GAGR24.2%，增速高居全球第一，风险低、高复购的“轻医美”呈现更高景气。同时，产业链上游严格的准入标准和产品壁垒，使“赛道”同时具备高成长性和良好的竞争格局，中长期持续增长的确定性明确。产品方面除玻尿酸外、未来童颜针、肉毒素等蓝海市场将在基本面上打开成长空间，打造企业的新增长点。建议关注产品矩阵丰富、拿证能力突出的爱美客，以及全产业链布局的华熙生物、鲁商发展。

■ 建议及推荐公司盈利预测：

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2020年12月11日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
免税	601888	中国中免	206	1.30	2.74	4.80	37.52	75.18	42.9	推荐
	600185	格力地产	7.46	0.26	0.18	0.41	28.69	41.44	18.19	推荐
	000026	飞亚达	11.46	0.49	0.72	1.01	22.75	15.91	11.27	推荐
出行	600115	东方航空	4.82	0.20	-0.66	0.16	29.79	-7.32	29.35	未评级
	601111	中国国航	7.76	0.44	-0.82	0.27	21.96	-9.52	28.84	未评级
	600029	南方航空	6.09	0.22	-0.64	0.22	33.22	-9.48	27.35	未评级
	600009	上海机场	75.30	2.20	0.43	2.78	30.17	175.11	27.08	推荐
	600004	白云机场	14.18	0.48	-0.26	0.65	29.54	-54.5	21.81	推荐
	000089	深圳机场	8.24	0.29	0.03	0.28	33.75	242.02	29.33	未评级
医美	300896	爱美客	600.00	3.39	3.46	5.52	176.99	173.55	114.33	未评级
	688363	华熙生物	140.98	1.22	1.40	1.90	68.36	102.56	75.56	未评级
	600223	鲁商发展	11.35	0.34	0.48	0.62	24.49	23.70	18.44	未评级
化妆品	300132	青松股份	21.38	0.88	1.03	1.20	12.57	20.93	17.92	未评级
	603605	珀莱雅	165.7	1.43	2.39	3.18	45.13	69.33	52.10	推荐

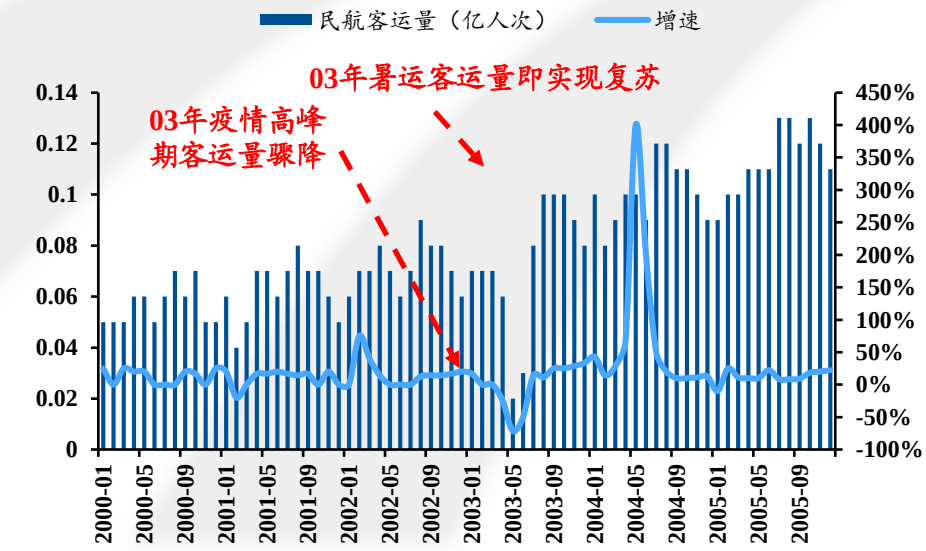
资料来源：WIND，民生证券研究院，未评级来自wind一致预期

■ 2020年行业整体回顾：疫情一次性利空基本出清，模式创新+消费韧性驱动板块新高

疫情对出行板块冲击最为明显，国内韧性较强。与疫情初期我们的判断基本一致，考虑到非典期间国内出行人次的变化，我们判断暑运后，国内居民出行有望恢复正常。从实际情况看，国内航线客运量完全复苏较我们预期略晚1-2月，因期间疫情反复以及当前民航客运结构更为复杂，但整体复苏趋势明显。

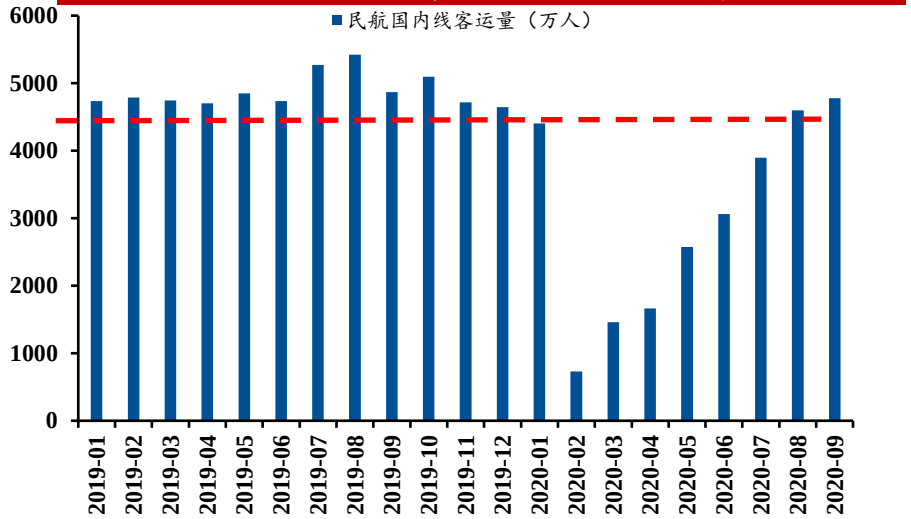
国际间跨境旅行仍处冰点，复苏时点难以预测。由于各国疫情防控措施处置结果不同，目前国际间跨境旅行复苏时点仍难以确定，但我们预计伴随当前航空出境管制更加灵活，部分疫情管控较好区域的跨境旅行有望率先复苏，如国人在东亚最重要两个出境游目的地日韩。

图：2000-2004年民航客运量变化趋势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：2020年民航客运量变化趋势



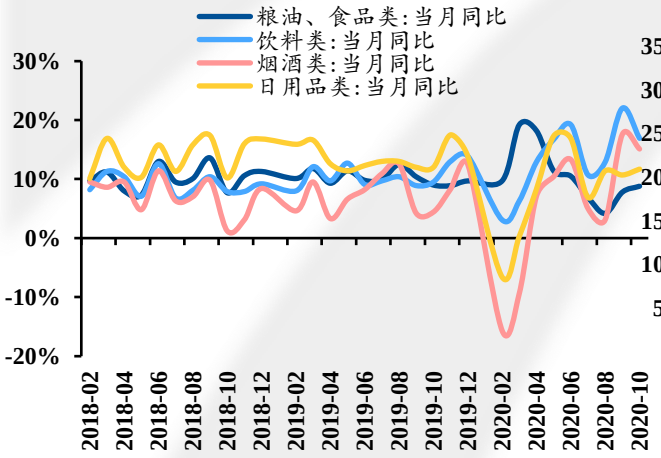
资料来源：Wind，民生证券研究院

■ **2020年行业整体回顾：疫情一次性利空基本出清，模式创新+消费韧性驱动板块新高**

必选消费品：受疫情影响小，整体复苏稳健。疫情期间，必选消费受益刚需属性，影响较小。除烟酒类商品外，大部分必选消费品销量在2020年3-6月同比维持正增长，且受民众囤货心理驱动，增速较去年同期有所上升。但从Q3起，伴随国内疫情逐步稳定，必选消费品增速重回稳健增长轨道。。

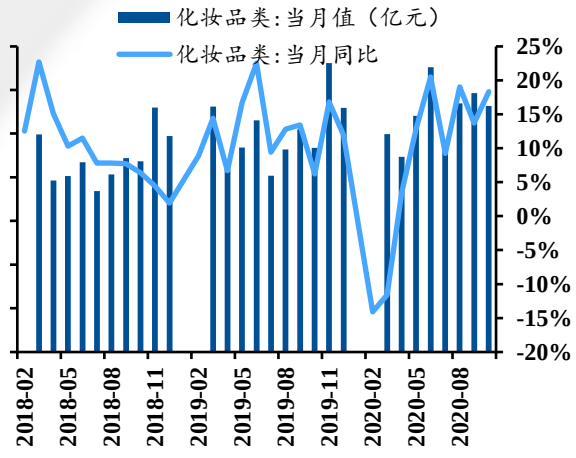
可选消费品：化妆品景气+消费回流，驱动增速恢复。可选消费品在国内疫情稳定后，整体复苏态势强劲。其中，化妆品因其必选属性及电商渠道红利，进入Q2后增速即实现转正。金银珠宝等高价可选消费品复苏略为滞后，但从二季度末起，以手表为代表的贵价可选消费品充分受益于海外消费回流，增速迅猛。

图：必须消费品零售额增速



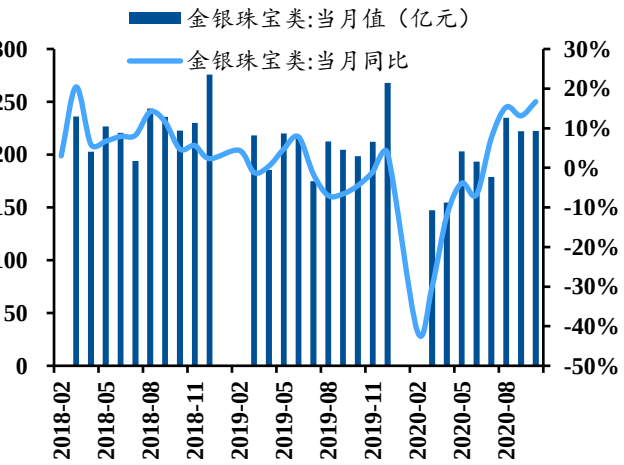
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：化妆品当月零售



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：金银珠宝当月零售

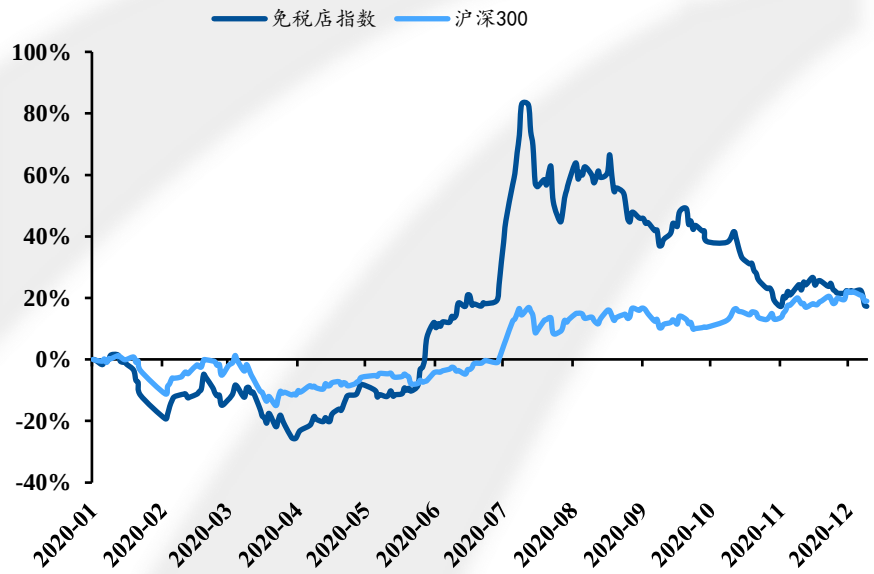


资料来源：Wind，民生证券研究院

■ 免税：模式创新+政策、景气催化驱动估值抬升

免税业疫情前期承压明显，但受益于政策和国际、国内疫情控制进展，以及龙头中国中免迅速调整运营模式，板块自5月开始显著复苏。尤其自6月1日《海南自由贸易港建设总体方案》发布后，伴随离岛免税相关细则的公布，以及市内免税店政策预期渐行渐近，免税板块整体超额收益明显，龙头公司中国中免静态市盈率持续上行，反映市场对未来中国免税市场增长信心。

图：年初至今免税板块与市场累计涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：龙头公司中国中免PE（TTM）

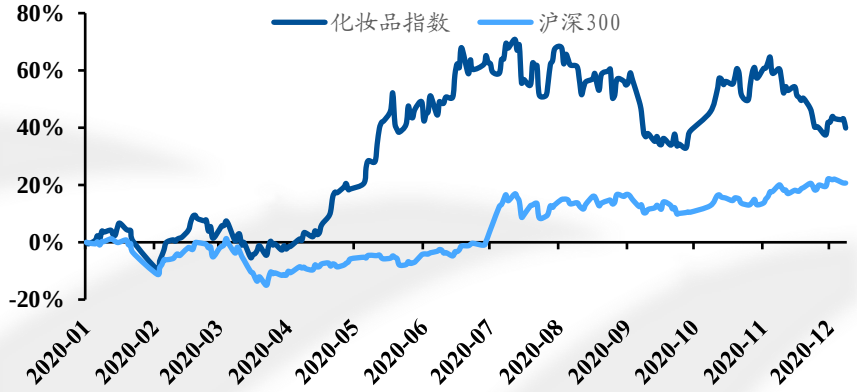


资料来源：Wind，民生证券研究院

■ 美业板块呈现高度景气，显著跑赢大盘

化妆品：选取了珀莱雅、御家汇、华熙生物等7家公司组成了化妆品指数。年初至今，板块上涨40%，跑赢大盘19.23pct。**医美：**“赛道”成长性好、进入壁垒高，享有相对较高估值。

图：年初至今化妆品板块与市场累计涨跌幅（截至12月9日）



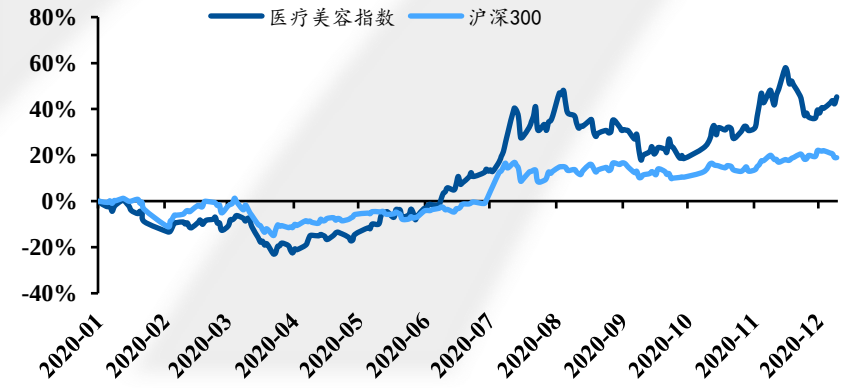
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：化妆品行业PE（截至12月9日）



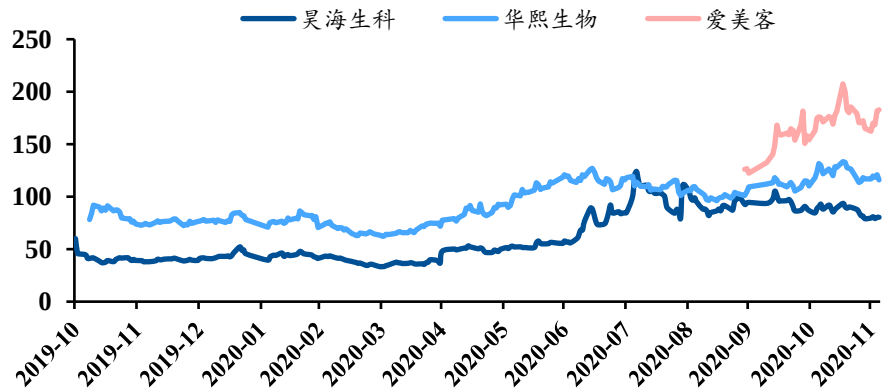
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：年初至今医美板块与市场累计涨跌幅（截至12月9日）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：医美行业主要公司PE（截至12月9日）

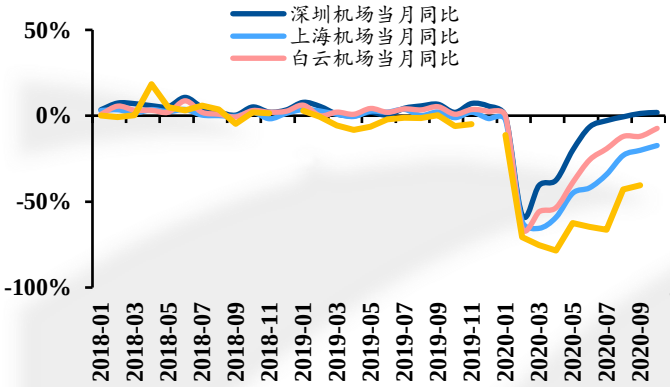


资料来源：Wind，民生证券研究院

■ **出行：凛冬已过，复苏在途**

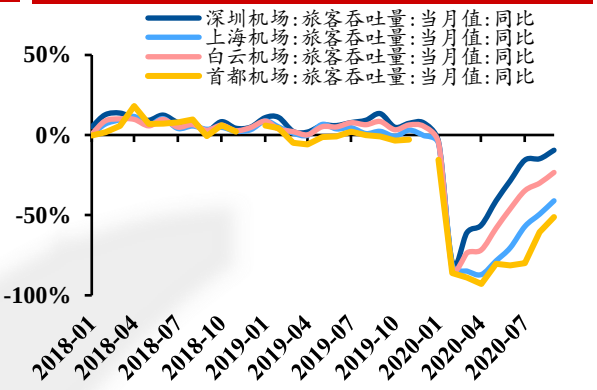
受新冠病毒肺炎疫情影响，Q1国内主要机场起飞架次、旅客吞吐量骤降。而随着国内疫情逐步控制，目前枢纽机场国内业务已逐渐恢复，但国际业务受海外疫情影响仍在底部。酒店公司受益防疫酒店需求，基本面改善最为明显，部分酒店公司近期单月入住率已止跌转正。

图：三大机场起飞架次变化



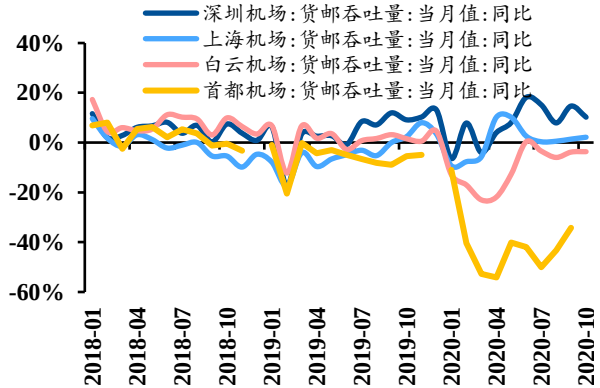
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：三大机场旅客吞吐量变化



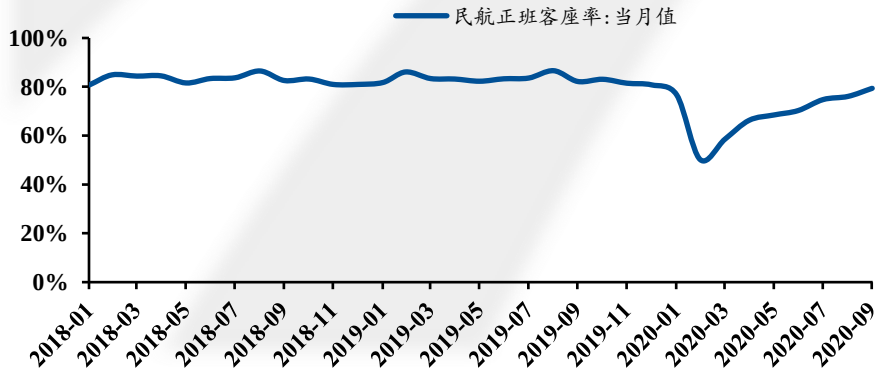
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：三大机场货邮吞吐量变化



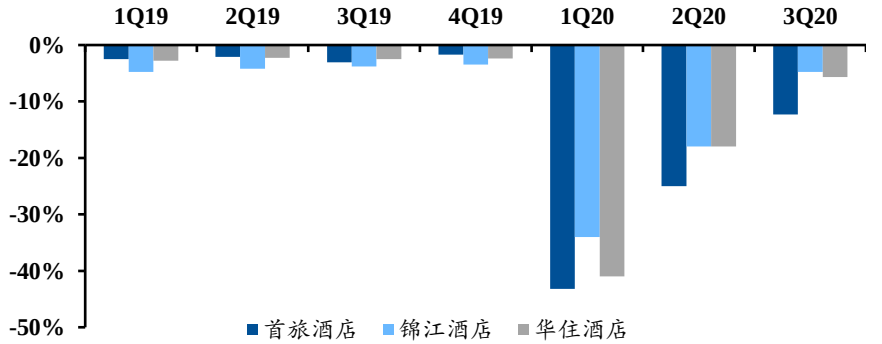
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：民航正班客座率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：三大集团酒店Occ变化

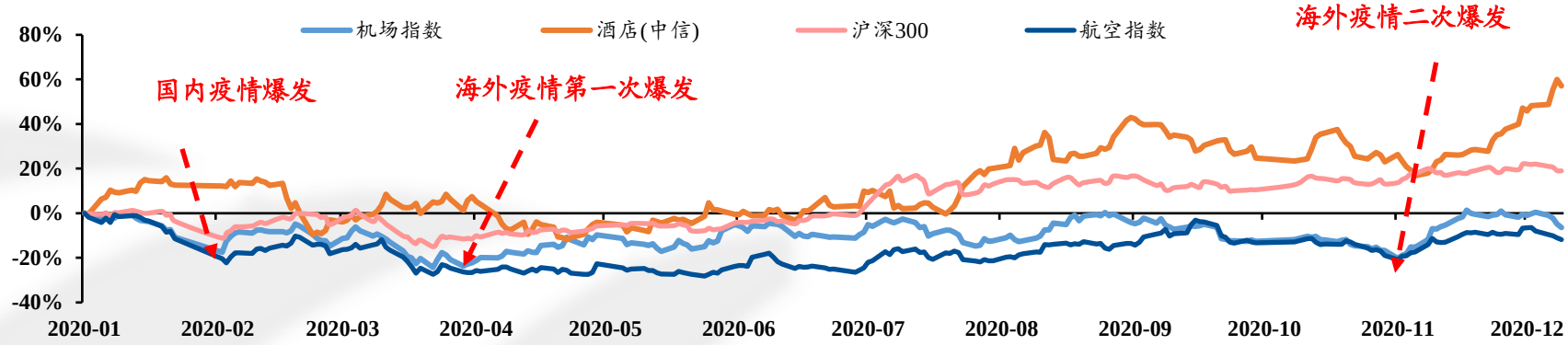


资料来源：三大集团公司公告，民生证券研究院

■ **出行：凛冬已过，复苏在途**

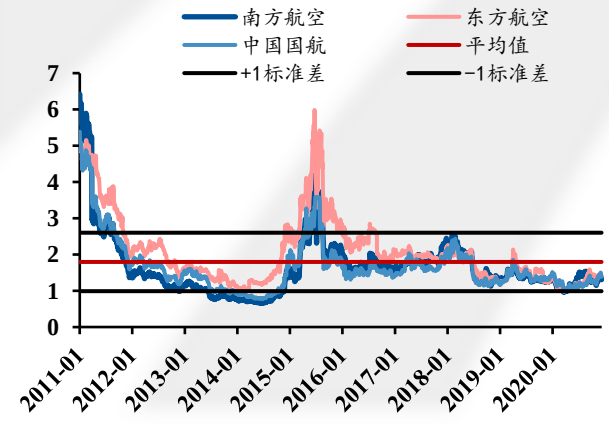
机场、航空、酒店等出行板块公司成本刚性，业绩受疫情影响明显。但伴随国内出行逐步企稳，收入结构以国内为主，展店速度加快的酒店龙头股价反弹显著，机场、航空板块则在Q4跟随顺周期及疫苗推出开始逐步修复估值。

图：年初至今出行板块与市场累计涨跌幅



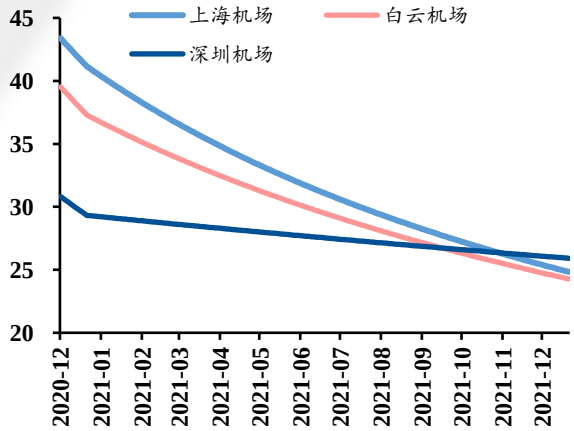
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：三大航空公司历史PB



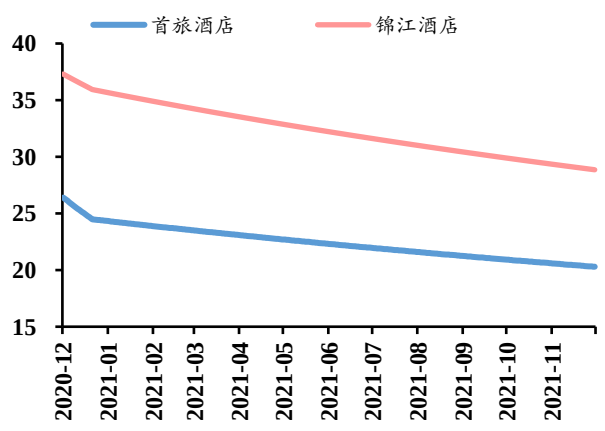
资料来源：Wind，民生证券研究院

图：国际机场未来12个月PE



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：重点酒店未来12个月PE



资料来源：Wind，民生证券研究院

目录

1 革故鼎新之免税：从传统“免税”迈入“旅游新零售”

2 革故鼎新之美业“赛道”：美丽无止境，“颜”术有道

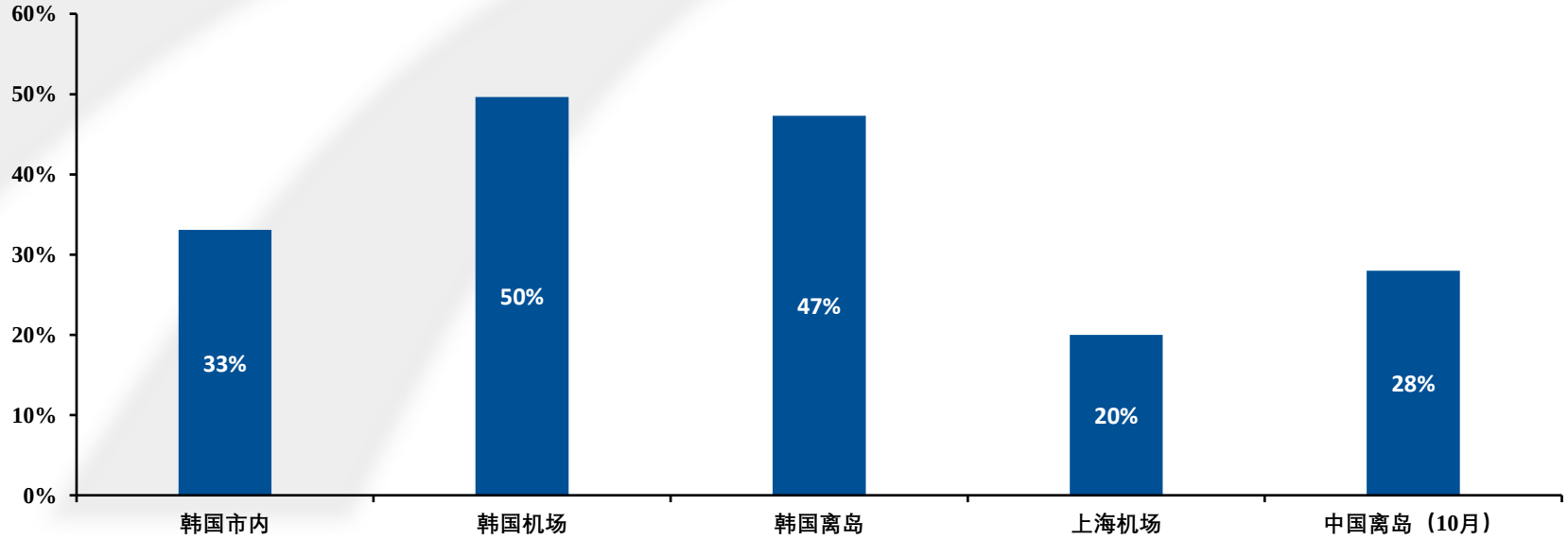
■ 中国免税市场，空间几何？

（1）一个老生常谈的回流空间：中国旅客海外奢侈品消费5000亿元，韩国市场近1000亿元；

（2）我们的出发点：国内不同免税购物渠道的购物转化率提升空间；

我们认为，由于此前政策、供应链等多方限制，中国居民在境内渠道的免税购物渗透率显著低于韩国。而在2020年疫情导致的内循环+免税行业政策放宽后，这一现象有望得到逆转，我们预计受此驱动，中国免税市场规模有望在2020-2025年之间突破1500亿元，较2019年的行业规模增长3倍以上。

图：中韩两国居民，主要免税渠道旅客购物渗透率对比



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 中国免税市场，空间几何？

离岛免税新政之下，市场扩容已经启动。根据我们对新政相关政策放宽后的测算，我们预计此次离岛免税新政带来的化妆品购物件数增加+行邮税起征点取消，将推动离岛免税整体客单价增长至7.8K-17K。以2019年数据静态推算，假设购物人次翻倍增长（即转化率翻倍），则未来海南离岛免税市场规模有望突破1300亿。

客单价：仅看化妆品件数增长			
	海棠湾	海口	全岛
2019年客单价(元）	4823	2432	3513
化妆品件均客单价（12件）	322	162	234
化妆品客单价（增加至30件）	9645	4864	**7026**

客单价：化妆品件数增加+行邮税取消			
情景一		情景二	
原精品销售额（亿）	26.98	原精品销售额（亿）	26.98
原精品购物人次（万）	38.4	原精品购物人次（万）	38.4
替换为8000*（1+行邮税起征点提升幅度）	415	新增1件8000元商品消费	30.72
现精品销售额	415	现精品销售额	57.7
原化妆品销售额	108	原化妆品销售额	108
件数增加后化妆品销售额	243	件数增加后化妆品销售额	243
最终销售额	658	最终销售额	301
客单价	**17123**	**客单价**	**7826**
增长幅度	**387%**	**增长幅度**	**123%**

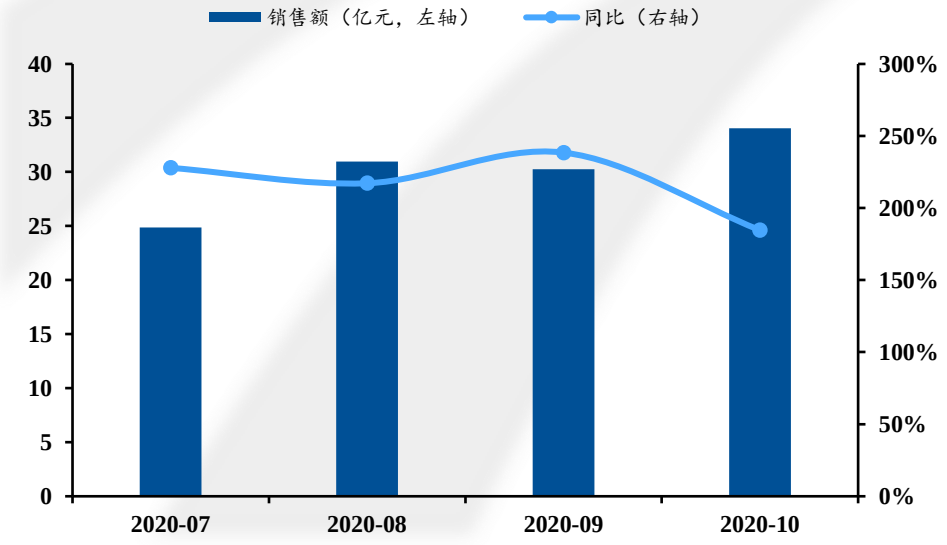
资料来源：海口海关，民生证券研究院

中国免税市场，空间几何？

根据海口海关数据，截止11月，海南离岛免税市场日均销售额已超1.2亿元，整体客单价也已逐步接近我们此前测算下限。我们预计在海南**离岛免税市场运营主体扩容、运营模式不断创新、进驻国际高奢品牌数量增加、进岛客流增长等多重因素影响下**，2021年海南离岛免税市场销售规模有望突破600亿元。

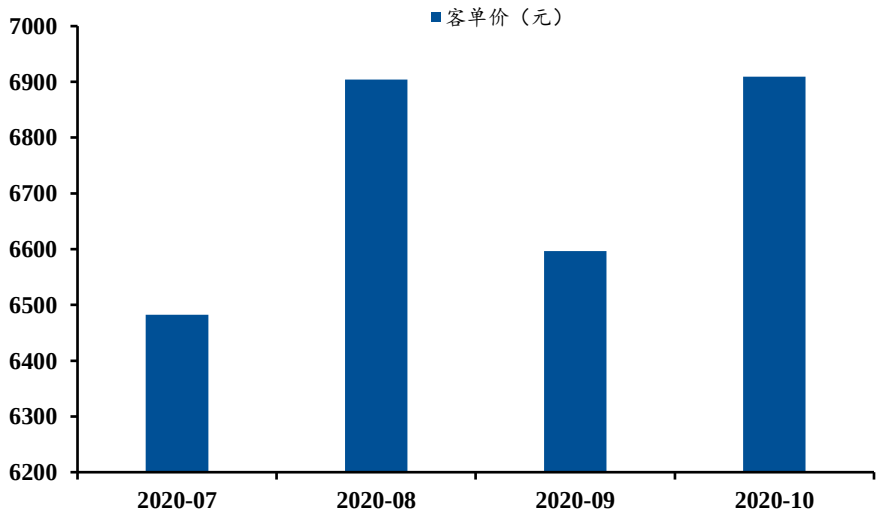
此外，离岛免税购物未来有望支持邮寄，旅客购物转化率有望进步提升。目前，海口海关已牵头免税企业、邮递物流企业完成了邮寄送达相关流程的设计及信息化系统的升级改造等相关工作，待离岛免税政策公告对提离方式予以调整修改后即可实施。

图：新政后离岛免税月度销售额大增



资料来源：海口海关，民生证券研究院

图：离岛免税客单价已接近我们预测下限



资料来源：海口海关，民生证券研究院

■ **离岛免税牌照扩容，但竞争格局仍趋良性：**

（1）行业初期高速增长阶段，价格战范围预计较小。我们预计除新晋离岛免税运营商可能采取短时、少SKU的折扣策略进行引流，对市场整体价格体系冲击较小。而正常的促销活动带来的销售规模扩大，反过来可为免税运营商争取到更好的采购价格，给予终端顾客更多利益，符合国家推动免税行业发展的目标与初心。

（2）中韩之间客源结构的不同，是决定离岛免税市场价格战难以出现的核心。韩国免税市场代购为主，TO B属性明显，中国代购挟中国市场需求，换取更高佣金，是韩国免税业出现价格战的核心因素，进而拖累免税运营商净利润率。中国免税业以国内终端零售顾客为主，难以形成一致的价格同盟。同时，在以本国居民为主的客源市场，品牌商需重点考虑其有税市场利益，无法漠视免税运营商之间的价格战。

海南免税店详情

城市	运营商	合作伙伴	离岛免税店	物业地址	预计开业时间	免税面积（万平米）
三亚	中免	自有采购团队	三亚海棠湾	距离市中心30分钟	已开业	7.08
	中免	自有采购团队	三亚凤凰机场	三亚凤凰机场	2020	-
	中出服	DUFRY	泓洲时代广场	三亚城市核心商业中心	2020.11	3.3
	海旅投	拉格代尔	海旅免税城	居然之家广场	2020.12	10
	珠免	DUFRY	-	凤凰海岸地块	-	-
海口	海免	中免	美兰机场店	海口美兰机场	已开业	2.3
	海免	中免	日月广场店	海口市CBD区域	已开业	2.2
	中免	自有采购团队	海口国际免税城	新海港旁	2021	8.86
	海发控	DUFRY	全球精品海口免税城	海口国兴区块（日月广场）	-	5
	深免	DFS	观澜湖免税店	观澜湖	-	-
琼海	海免	中免	博鳌免税店	博鳌亚洲论坛景区	已开业	0.42
	王府井	正在推动离岛免税项目落地				

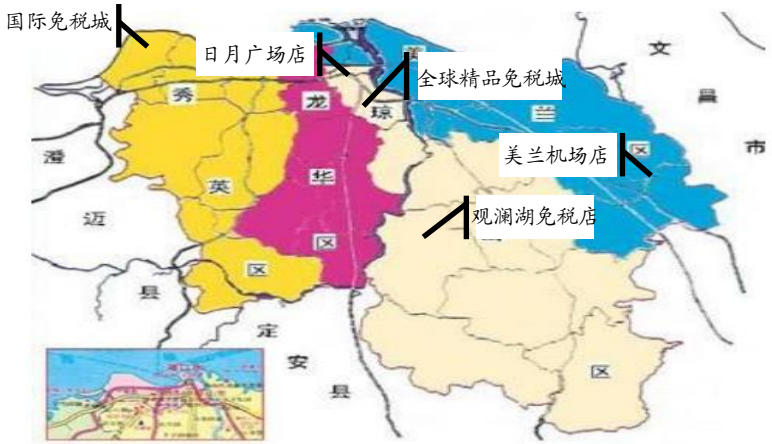
资料来源：海南自贸区官网，民生证券研究院

图：三亚免税店分布图



资料来源：海南自贸区官网，民生证券研究院

图：海口免税店分布图



资料来源：海南自贸区官网，民生证券研究院

中国免税市场，空间几何？

机场仍是免税销售的重要渠道。核心枢纽机场的流量垄断价值从未改变，伴随新冠疫苗有望在2021年推出，枢纽机场业务量有望逐步恢复。同时，机场运营方与免税运营商有望进一步合作提升机场免税运营效率，远期机场渠道免税销售空间有望打开。

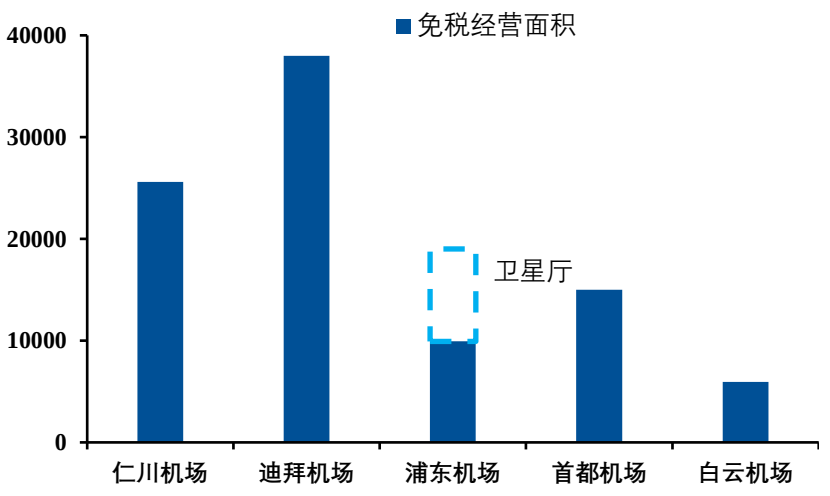
我们预计目前上海机场远期免税销售规模有望达到300亿元，简单推算至其他枢纽机场，预计首都机场接近200亿元，白云机场接近70亿元。

图：上海机场远期免税销售额预测（单位：亿）

转化率/每购物旅客支出（元）	2000	2100	2500	3000	4000
39%	194	204	*242*	291	388
40%	199	209	*249*	298	398
45%	*224*	*235*	*280*	*336*	*448*
50%	249	261	*311*	373	497
60%	298	313	*373*	448	597

资料来源：各机场官网，民生证券研究院

图：主要枢纽机场免税经营面积（平方米）



资料来源：各机场官网，民生证券研究院

■ 中国免税市场，空间几何？

目前，中国中免五家市内免税均已获批重开，在北上等5个城市完成半年左右的试运营，目前主要针对入境的外籍旅客，销售额较为有限，针对国人的市内免税出境购买政策亟待落地。

今年3月以来，多部委密集发声促消费政策，重点提及市内免税店的政策创新，包括北京、上海、广州、西安、武汉等一、二线城市也均表态将积极争取政策设立市内免税，目前多家免税集团也与地方政府签署合作协议，等待政策开放。

	面积（平米）	地理位置	开业时间	备注
北京	513	北京市朝阳公园6号路蓝色港湾购物中心17号楼	19年5月	中免集团持股51%
上海	1155	上海市即墨路和银城路交叉口尚悦湾	19年7月	中免集团持股51%
厦门	331	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	19年5月	中免集团全资
青岛	355	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	19年5月	中免集团全资
大连	500	大连市沙河口区新星星海中心	19年5月	中免集团全资
武汉	8000	武汉长江航运中心大厦	2021年	-
重庆	-	长嘉汇弹子石老街	2020年年底	与中出服合作
西安	-	--	-	中免集团与西安中大国际合作市内免税店项目
广州	-	--	-	广州市花都区与中免集团签署战略合作协议

资料来源：搜狐新闻，文旅部，民生证券研究院

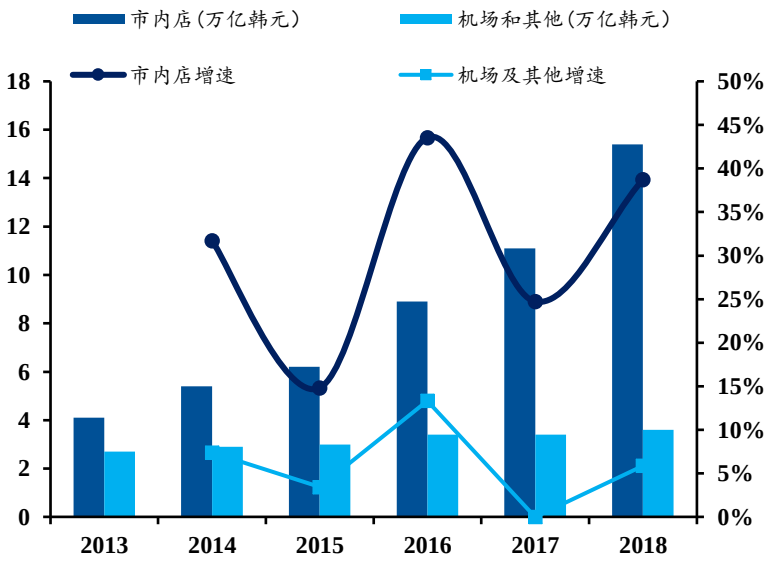
■ 中国免税市场，空间几何？

国人市内出境免税购物政策渐近，京沪市内店百亿增量市场空间可观。我们预计，以2019年两城市空港出入境旅客数量看，未来市场空间最大的京沪市内店有望贡献销售额约100亿，其中北京40亿、上海60亿。如果从韩国经验看，市内免税店销售规模将是机场的两倍以上，则以目前京沪机场销售规模推算，京沪市内免税店各自将成为一个百亿级别的市场。

京沪市内免税店完整年度预测	首都国际机场	浦东机场	虹桥机场
19年国际及地区旅客吞吐量（万人）	2757	3851	166
19年国际中转旅客量（万人）	542	576	29
19年可覆盖客群规模（万人）	837	1349	54
渗透率（%）	10	10	10
购物人次（万）	84	135	5
客单价（元）	4500	4500	4500
营业收入（亿）	38	61	2.4

资料来源：表内公司公司公告，民生证券研究院

图：2013-2018年韩国各免税渠道销售增长情况

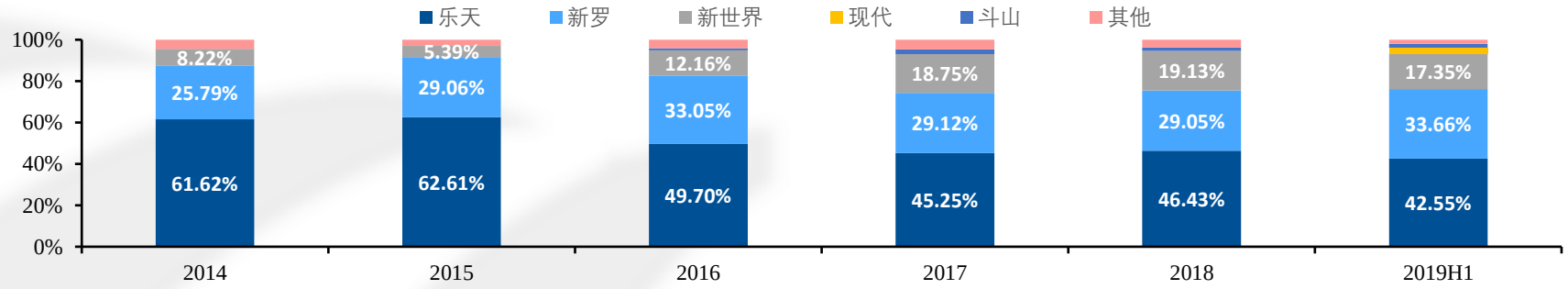


资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 疫情驱动变革，新零售模式价值凸显

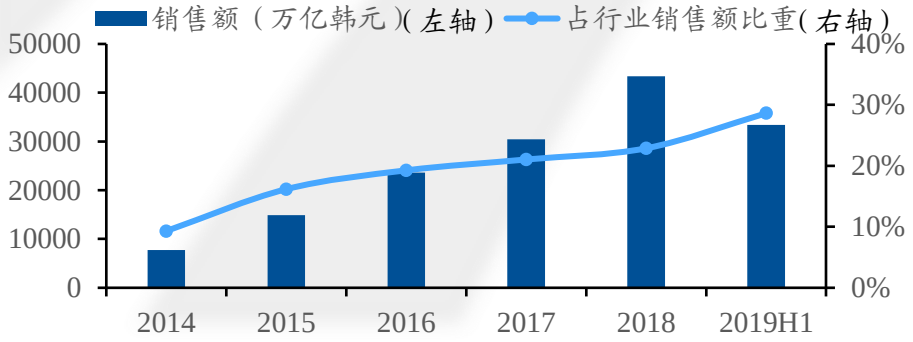
从韩国市场结构看，线上渠道对免税运营商的重要性日益凸显。2014-2019年韩国线上免税销售增长迅猛，CAGR~54%，2019H1占行业整体销售比重约30%，三大龙头乐天、新罗、新世界线上免税销售占比均超过20%。从国内情况看，2019年上海机场、海棠湾免税城的销售额中仅7%~8%来自线上。

图：韩国免税业线上免税销售竞争格局



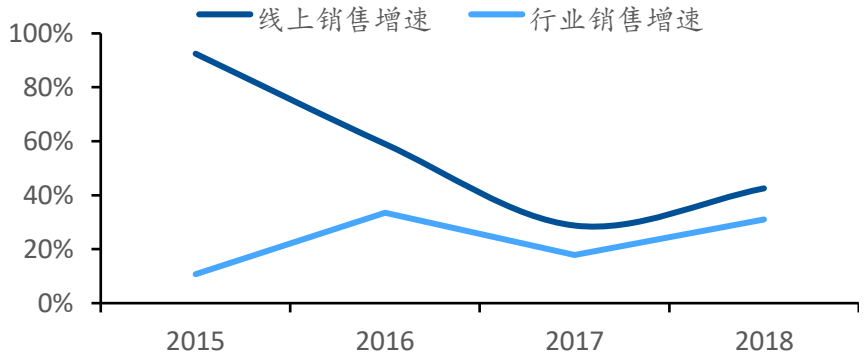
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：韩国免税业线上渠道销售占比



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图：韩国线上免税销售增速迅猛



资料来源：KDFA，民生证券研究院

■ 疫情驱动变革，新零售模式价值凸显

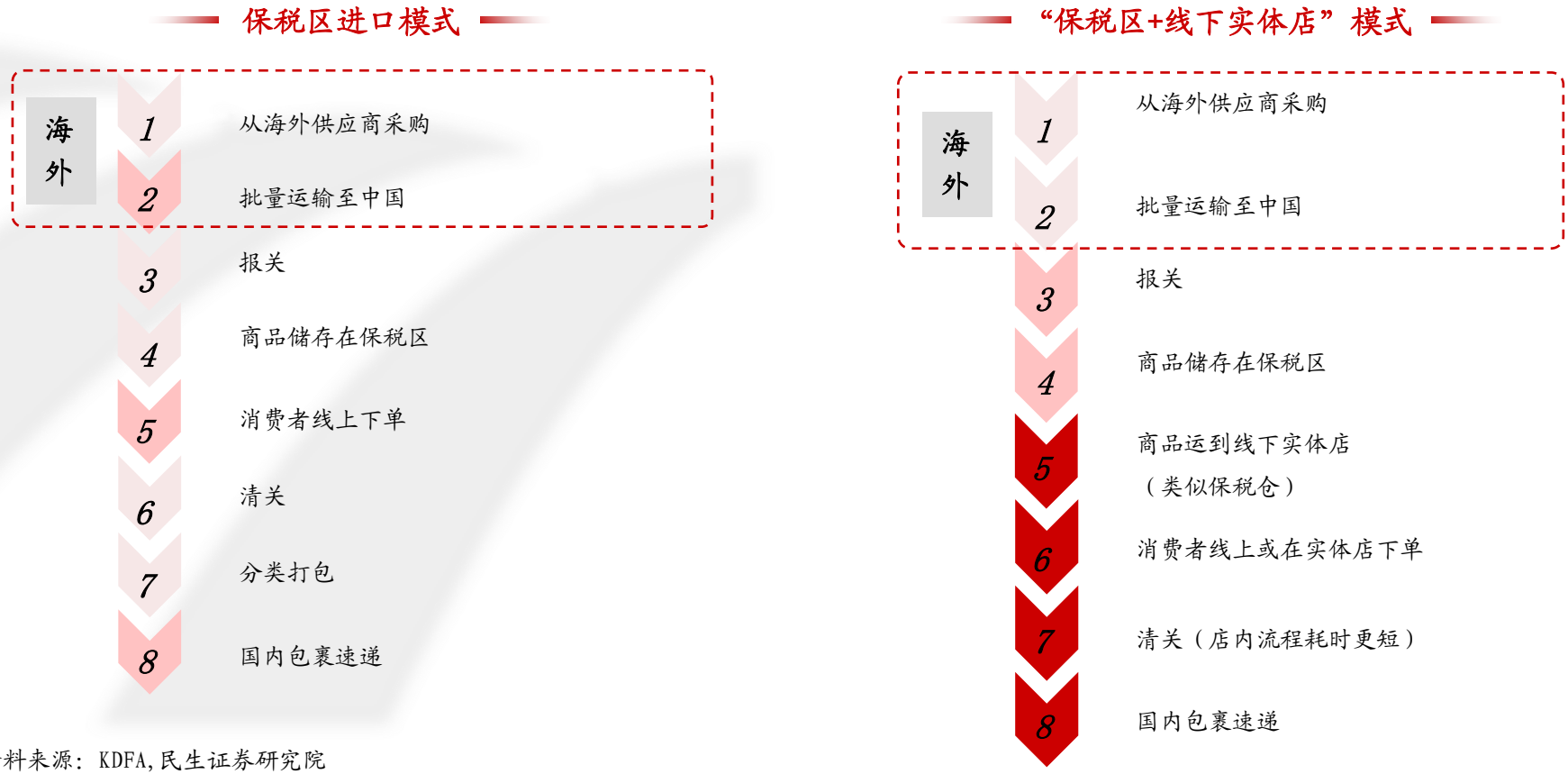
- **中国免税市场的线上销售模式发展迅猛，且商业模式较韩国市场更为创新。**自2020年3月起，中免集团开始于机场和离岛免税两大渠道推动其新零售模式。**目前，估算两大渠道为中免贡献的月均销售额约10-20亿元。**
- **我们认为，中免集团在疫情期间适时推出线上新零售模式，既是管理运营效率的体现，亦是管理层前瞻性视野的体现。**2017年，公司曾于海南实验性的推出CDF回头购业务，通过直采、直营、直邮，+实体店的贴税模式销售商品。同时，公司于2018-19年年报中均提及对于新零售模式的探索，内部亦自2019年开始成立新零售事业部，并提出“结合新零售积极拓展线上营销模式，打造线上增长点”的发展战略。多年筹备之下，目前市面上所见的销售模式才得以在疫情期间迅速推出。

	日上上海	日上北京	海口免税	三亚免税
购买资格	优选券（浦发/携程/玩转旅购）	会员抽奖获得资格，需曾有国际入境航班信息	180天内有离岛及免税购物证明	180天内有离岛及免税购物证明
是否有件数限制	每单限购15件，单件限购4件；每单限购20件，单件限购5件	单件商品限购8个	不限	不限
是否有金额限制	无上限，起购1500元	每单上限5000元，占用跨境电商购物总额	共用个人离岛免税额度	共用个人离岛免税额度
税费	平台全额缴纳	平台全额缴纳	平台全额缴纳	平台全额缴纳

资料来源：免税全球购，民生证券研究院

■ 疫情驱动变革，新零售模式价值凸显

从本质上看，目前中免正在运营的线上零售模式近似于“前店+后仓”的跨境保税进口，通过贴税方式进行销售。因而该模式虽毛利率较常规免税渠道更低，但由于没有高额店面租金/扣点提成等固定成本，净利润率要高于传统机场免税渠道。我们根据中免集团前三季财报估算，**预计该业务净利润率水平或与中免集团海棠湾门店相若。**



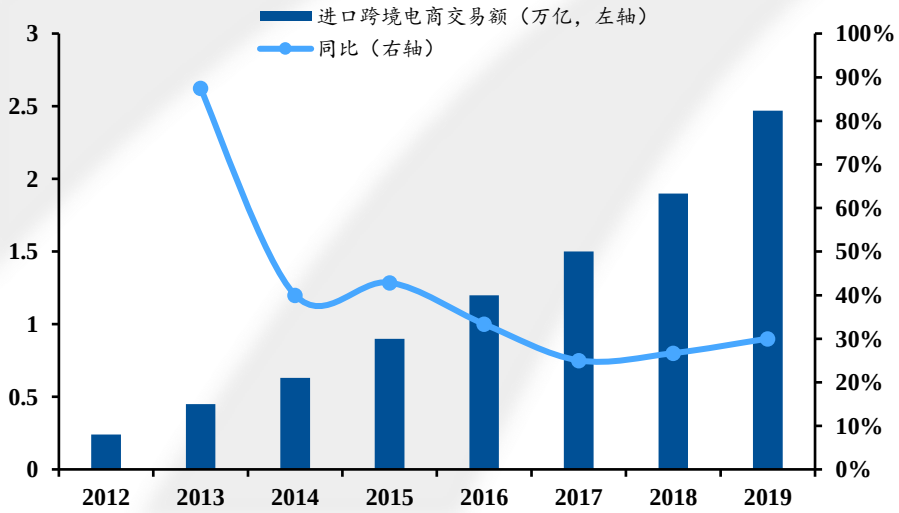
资料来源：KDFA,民生证券研究院

疫情驱动变革，新零售模式价值凸显

进口跨境电商市场广阔，双循环背景下增速有望保持。以海关监管口径和电商平台交易数据口径看：（1）2019年海关验放的跨境电商进口金额达到918亿元，同比增长17%。2017-18年的增速分别为120%、40%；（2）从GMV角度看，2019年进口跨境电商市场交易规模超2万亿，同比增长30%+。

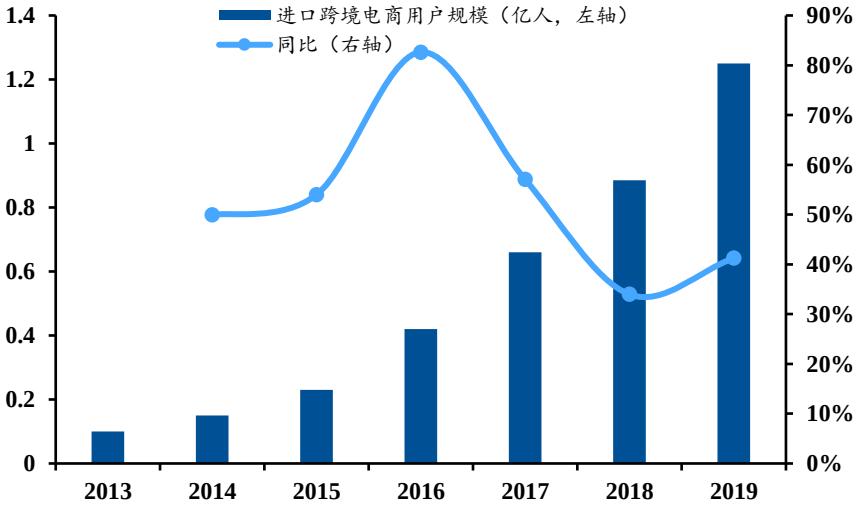
免税企业切入进口跨境电商业务具备先天优势：（1）正品保证。对于消费者而言,海淘商品是否正品为关注焦点，国内跨境进口电商有网易考拉、小红书、京东全球贩等;回头贩平台归属央企独立运营,海关全程监管,正品品质得到保障。（2）获客精准。免税店购买人群对海外商品需求较大且明确，公司线下流量几乎可以无成本转化为线上。（3）价格力强。依托大规模品牌直采，免税运营商可以较低成本，实现商品采购，并将线下低成本流量进行变现，虽毛利率因税费增加较原先免税渠道降低，但整体净利润率则可与免税保持相近水平。

2012-2019年中国进口跨境电商市场交易规模



资料来源：网经社，民生证券研究院

2013-2019年进口跨境电商用户规模



资料来源：KDFA，民生证券研究院

目录

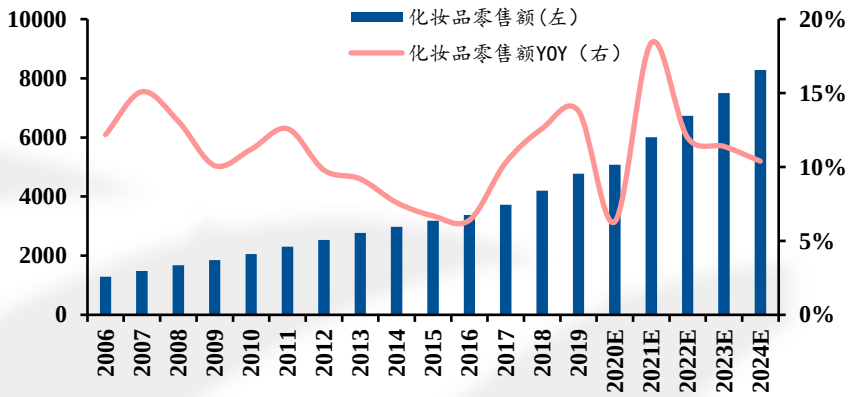
1 革故鼎新之免税：从传统“免税”迈入“旅游新零售”

2 革故鼎新之美业“赛道”：美丽无止境，”颜”术有道

美业：美丽无止境，“颜”术有道

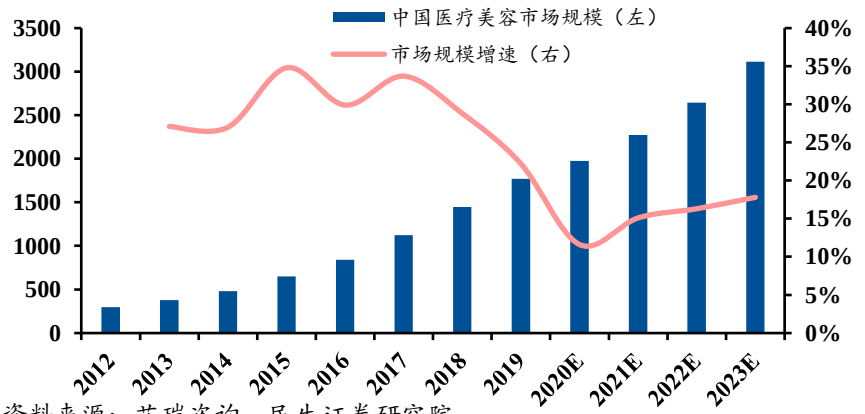
- **颜值大时代，千亿级市场待掘金。**消费升级驱动“颜值经济”进入爆发期，行业规模保持较快增长， 未来空间广阔，万亿规模尚可期.

图：化妆品市场规模（亿元）及增速



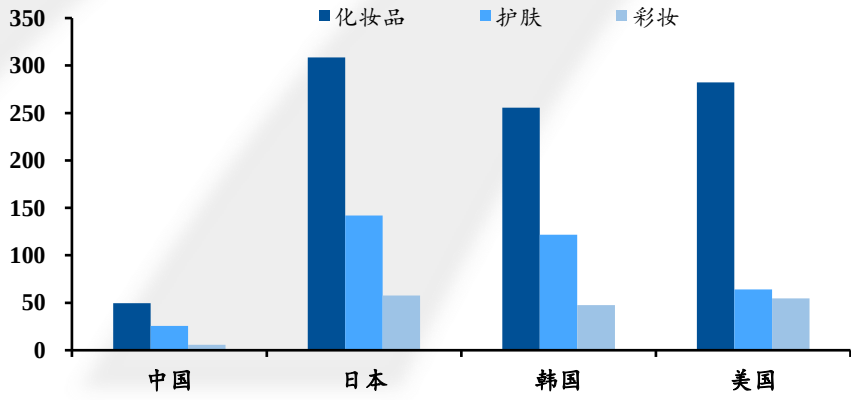
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图：医美市场规模（亿元）及增速



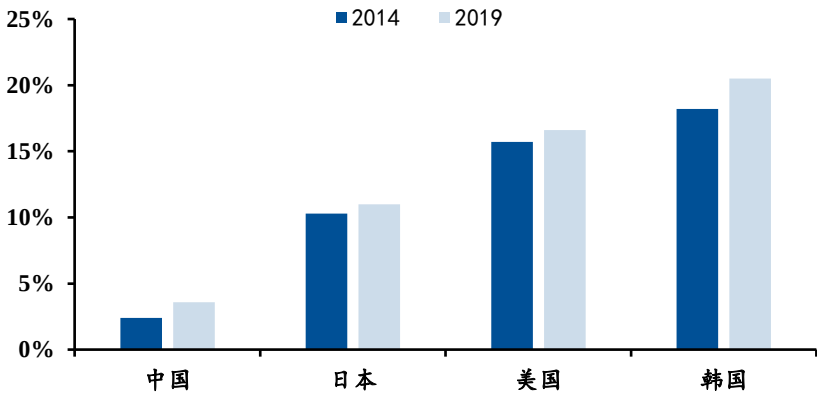
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图：2019年国际人均化妆品消费金额（美元）



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图：主要国家医疗美容渗透率



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

美业：美丽无止境，“颜”术有道

■ **格局：外资主导高端市场，国货花式入局多元“赛道”，本土品牌有望抢占更大份额**

化妆品：市场竞争越发激烈，国货品牌们通过功效、成分、科技到颜值等细分领域着手切入化妆品市场，国产功能性护肤品和彩妆不断释放发展潜能。同时，成熟美容护肤市场本土品牌占据主要份额，日本、美国TOP10美容护肤品牌均为本土品牌。

表：2020年双十一美容护肤成交额TOP30

雅诗兰黛	芙丽芳丝
欧莱雅	自然堂
兰蔻	法国娇运诗
后	黛珂
Olay	肌肤之钥
SK-II	希思黎
雪花秀	HomeFacialPro
资生堂	怡丽丝尔
薇诺娜	珀莱雅
海蓝之谜	百雀羚
科颜氏	倩碧
修丽可	欧舒丹
HR赫莲娜	IPSA
伊丽莎白雅顿	理肤泉
娇兰	玉泽

表：2020年双十一彩妆成交额TOP30

完美日记	汤姆福特
花西子	红地球
魅可	香奈儿
3CE	植村秀
兰蔻	AEKYUNG
雅诗兰黛	苏菲娜
圣罗兰	橘朵
阿玛尼	NARS
纪梵希	芭比布朗
迪奥	纽细之谜
美宝莲	稚优泉
Colorkey	卡姿兰
小奥汀	祖马龙
肌肤之匙	娇兰
玫珂菲	珀莱雅

资料来源：淘数据，民生证券研究院　红色字体为国产品牌

表：2019年日本、美国护肤品TOP10品牌

排名	日本	美国
1	怡丽丝尔	露得清
2	宝丽（POLA）	Rodan+Fields
3	DHC	玉兰油
4	SK-II	Bath&Body works
5	CPB	倩碧
6	芳珂(Fancl)	玫琳凯
7	苏菲娜	兰蔻
8	奥蜜思(Orbis)	高论雅美
9	黛珂	雅诗兰黛
10	奥尔滨	艾惟诺

资料来源：欧睿，民生证券研究院

表：中国境内获批的透明质酸

序号	商品名	国家/获批时间	公司名称
1	瑞蓝	瑞典/200812	Q-Med AB
2	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体逸美一加一	中国/200910	爱美客
3	润百颜、润致	中国/201207	华熙生物
4	伊婉	韩国/2013.07	LG
5	海薇、娇兰	中国/2013.09	昊海生科
6	舒颜	中国/2014.02	蒙博润生物
7	法思丽	中国台湾/2014.04	科研生物
8	艾利薇	韩国/2015.01	Humedix
9	乔雅登	美国/2015.05	Allergan
10	欣菲聆	中国/2015.07	杭州协和
11	肤美登	中国台湾/2016.04	和康生物科技
12	Princess Volume	奥地利/2017.05	CROMA GmbH
13	玻菲	中国/2017.07	山东凯乐普
14	碧萃诗	中国/2017.07	常州药物研究所
15	婕尔	韩国/2019.03	大熊制药
16	An Filler	法国/2019.11	菲骆嘉
17	蒙娜丽莎	韩国/2019.12	吉诺斯

资料来源：爱美客招股说明书，民生证券研究院

- **格局：外资主导主要市场，国货花式入局细分“赛道”，本土品牌有望抢占更大份额**

医美之玻尿酸：目前共有17家公司（9家国内+7家国外）在中国境内取得透明质酸钠相关注册证书,国产品牌仅占大约20%的市场份额，欧美、日韩所产的“舶来品”占约70%，国产产品中大部分来自于爱美客生物、昊海生科和华熙生物这三家公司，近年来市场份额有所扩大。随着本土产品品类的扩充，质量以及技术的提高，本土品牌的市场销份额有望进一步增加。

医美之肉毒素：目前国内只有四家企业收到获得中国批准文号，其中两家于今年获批，预计随着肉毒素技术和审批过程的完善成熟，越来越多的企业有能力和技术制造出合格的肉毒素并加入肉毒素的蓝海市场中。

图：中国境内获批的肉毒素

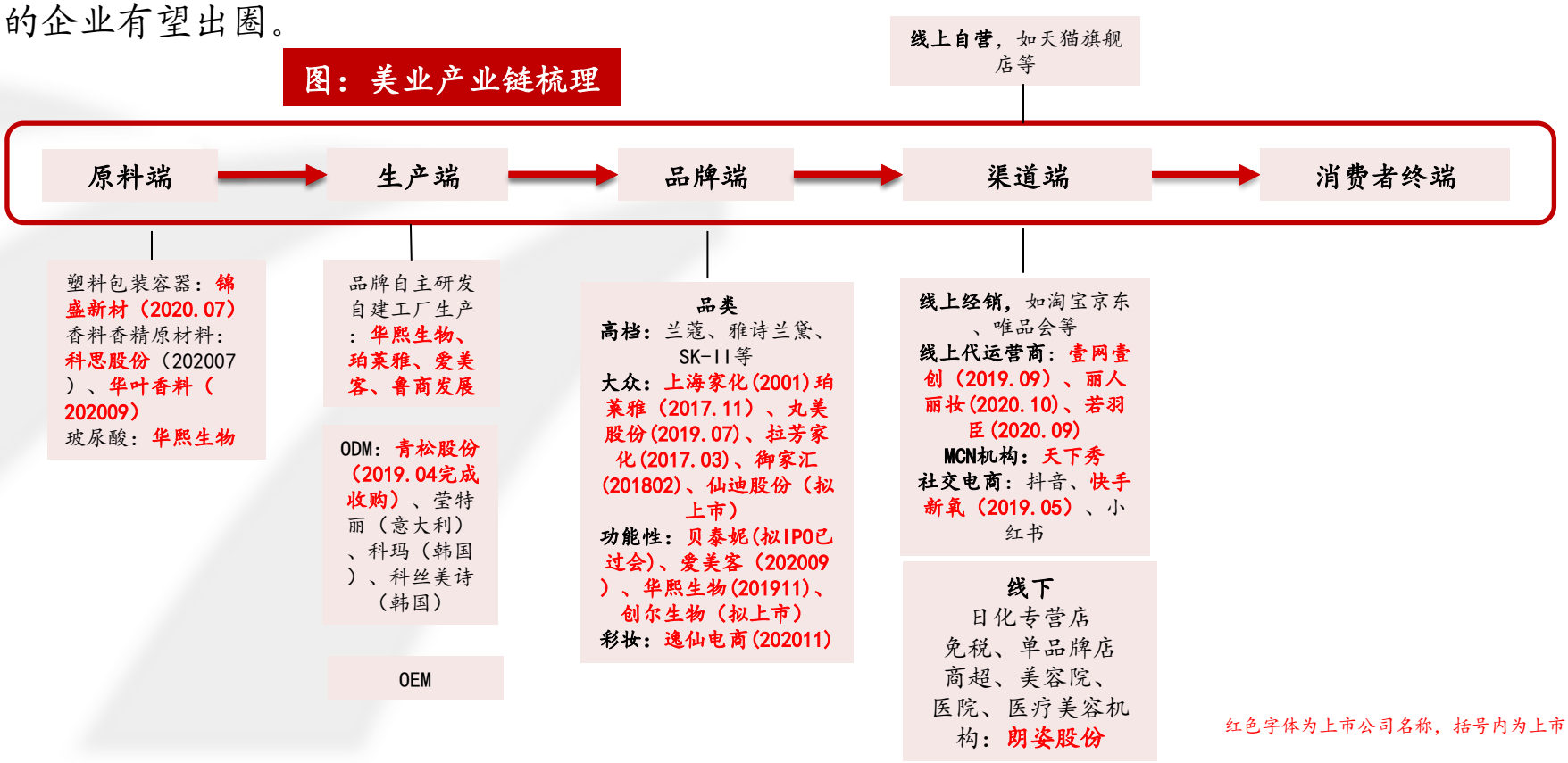
序号	公司名称	国家 /地区	主要产品的商品名
1	Allergan	美国/2009	保妥适
2	兰州生物制品研究所	中国/2015.06	衡力
3	Ipsen	法国/2020.06	吉适
4	HUGEL	韩国/2020.01	乐提葆

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

■ 资本化加速，推动美业的高质量发展

2017年起，美业产业链公司资本化进程不断加速，特别是在创业板注册制的背景下，产业连中各环节均有企业入场资本市场。在资本的支持下企业有望在研发、营销、人才激励、产能和外延并购等方面入手以增强自身竞争力，我们认为可以把握消费者需求并且兼具精细化运营能力的企业有望出圈。

图：美业产业链梳理



红色字体为上市公司名称，括号内为上市时间

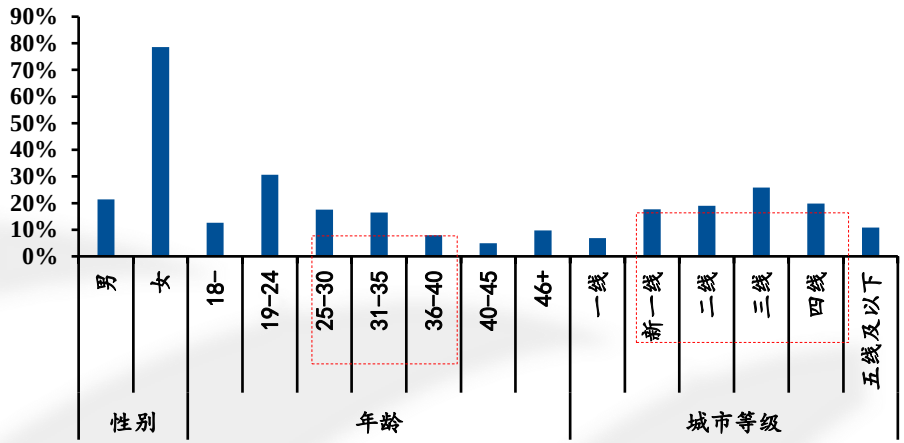
资料来源：wind，民生证券研究院

■ 数字化变革，社媒营销催化“为颜付费”

化妆品：直播电商用户与美妆品牌目标客群高度吻合，网红带货兼具品牌宣传和销售双重功能，对国产化妆品大单品打造，消费者教育和美妆意识觉醒方面有着关键的作用。

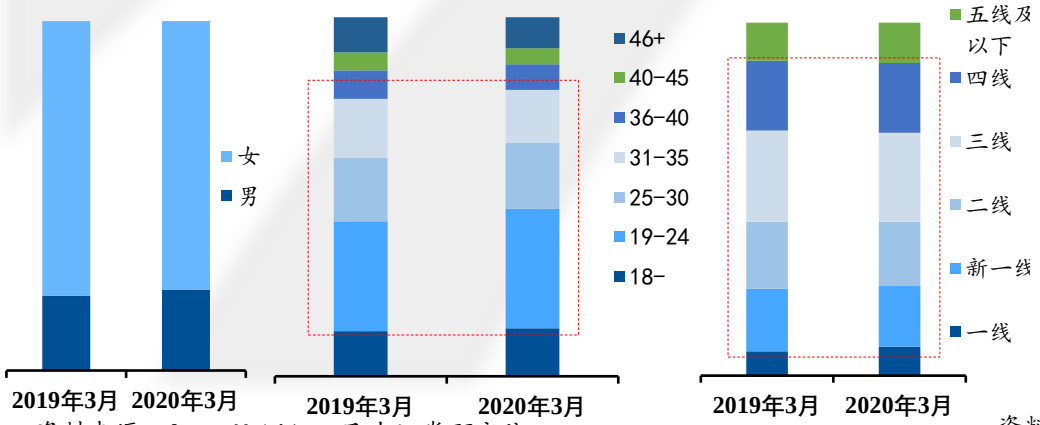
医美： 直播与内容生态密切联动，更多的入口，流量产生。今年双十一期间医美商家普遍在淘宝直播间开播，并且邀请达人或专家科普医美项目，在直播间囤医美成为2020年双十一的新潮流。根据饿了么数据，双十一期间有30%医美订单来自夜晚直播间。

图：KOL美妆人群受众画布



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图：美妆用户画像



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图：医美营销方式的改变



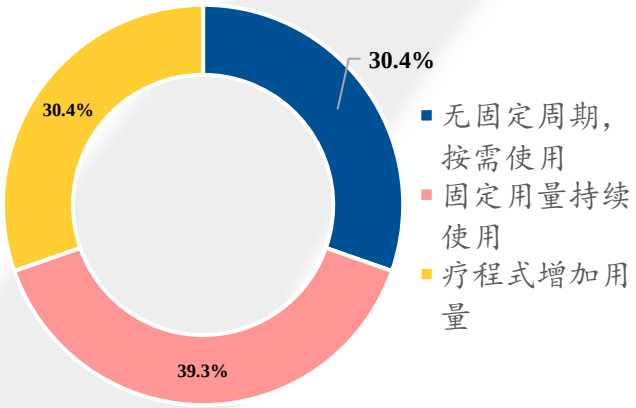
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

■ 化妆品：理性变美，布局功能性细分“赛道”F正当时

肌肤敏感已经成为重点关注的皮肤问题，敏感肌人群是极具成长性的消费群体。随着大众对美妆个护的知识更加丰富，消费者更加追求化妆品的安全性，对产品的选择越发理性。根据中国皮肤性病学杂志《中国敏感肌皮肤诊治专家共识》数据，亚洲有40%-56%的女性是敏感肌，我国约36%的女性有敏感肌的烦恼。敏感肌用户在护肤问题上较为勤快并且可以持续稳定的使用抗敏护肤品，护肤笔记数量排名关键词中“敏感肌”排名第二（小红书2020H)。

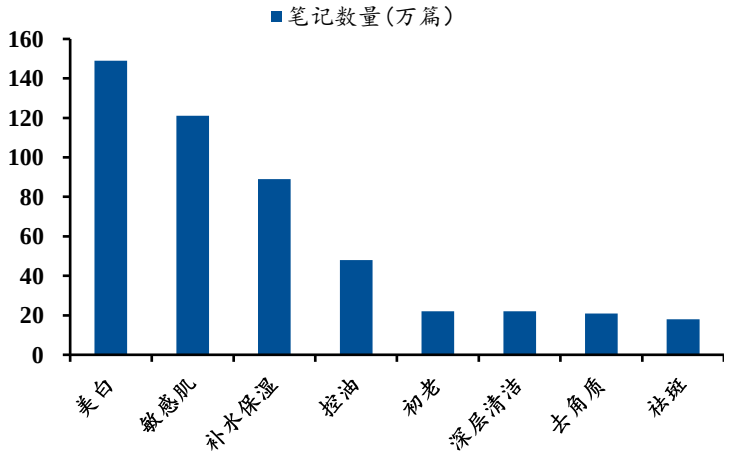
功能性护肤品VS普通护肤品： 针对性+、功效性+、安全性+ 加特，自带流量，产品背书力强，复购率高。

图：2020年中国敏感肌女性抗敏护肤品使用周期



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图：2020年上半年最受关注功效同比增速

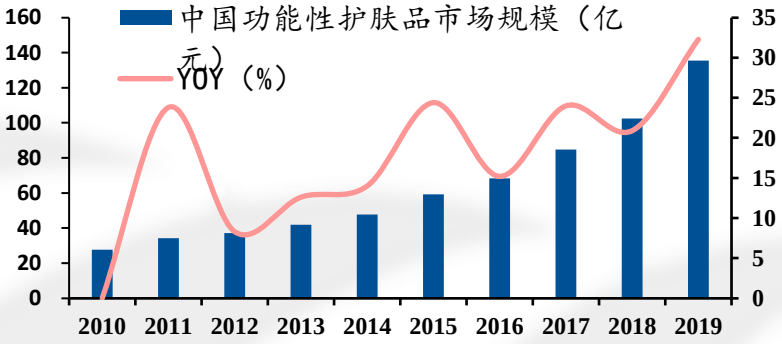


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

■ **化妆品：功能性“赛道”发展速度领先于其他细分品类，预计仍保持高增速**

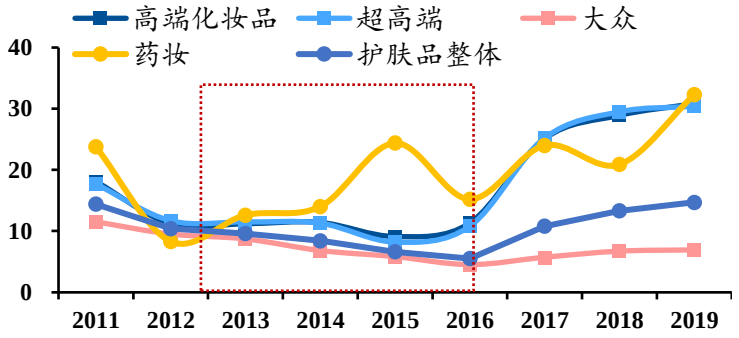
1）功能性护肤品针对的肌肤问题更加聚焦，需求波动较其他化妆品品类的波动更小；2)2020年疫情带来的口罩脸，将进一步增加消费者对功能性护肤品的需求,中长期至少三倍增长空间.

图：功能性护肤品市场规模（左）和增速（右）



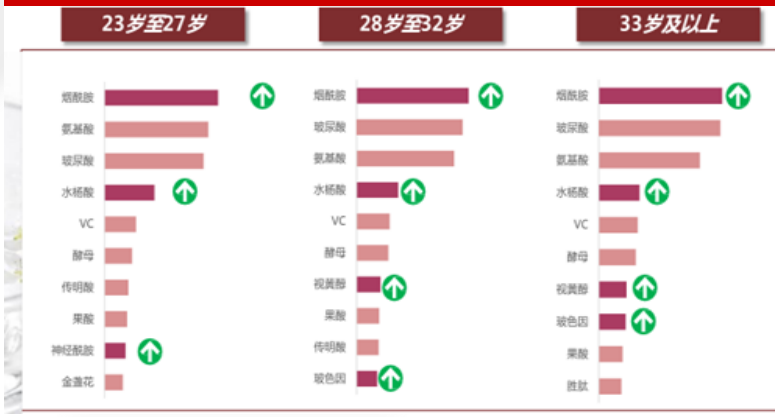
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图：2011-2019化妆品中各细分品类增速



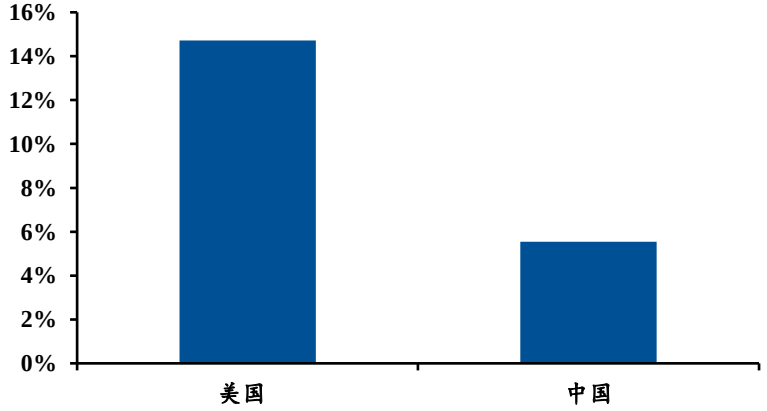
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图：2020年上半年轻熟女对美妆成分的关注度



资料来源：小红书,民生证券研究院

图：功能性护肤品市场渗透率

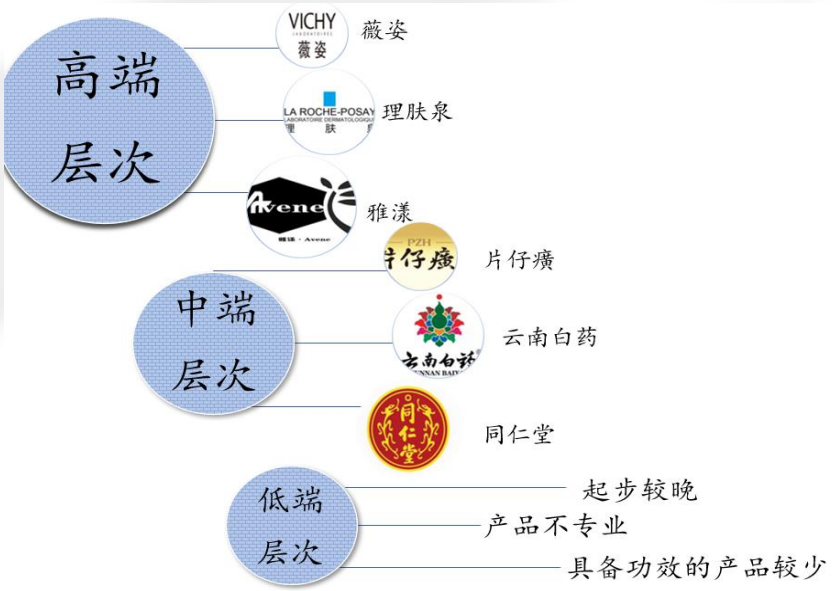


资料来源：欧睿，民生证券研究院

■ 化妆品：功能性护肤品竞争格局开始重塑，优质国货品牌后来居上

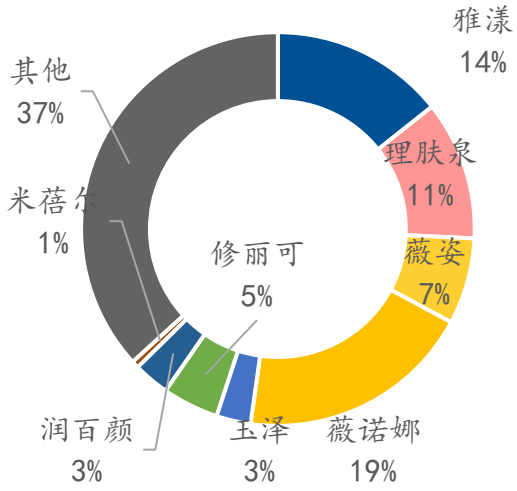
2014年以前我国药妆市场主要分为“高中低”端三个层次，外资品牌占据高端市场，约占国内市场60%的市场份额。近年国货品牌在功能护肤品，增长势头迅猛，薇诺娜、Homefacialpro、玉泽、润百颜等多个品牌精准把握美妆行业细化需求脱颖而出，其中薇诺娜以20%的市占率稳居龙头，母公司贝泰妮于创业板提交的IPO申请已经过会。

图：2014年功能性护肤品竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图：2019年主要功能性护肤品市占率



资料来源：欧睿，民生证券研究院

美业：美丽无止境，“颜”术有道

■ **化妆品：功能性护肤品较为有竞争力的价格，有望率先摆脱国产品牌“质低价廉”定位。**

主要功能性护肤品价格对比：修丽可、润百颜>薇诺娜、理肤泉、雅漾>玉泽

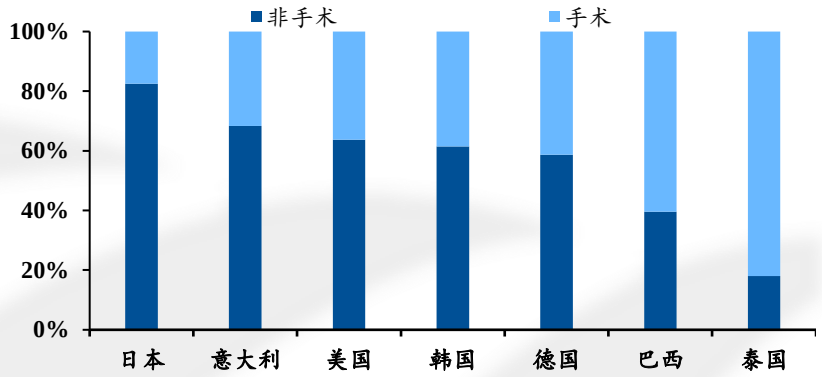
品类	品牌	品名	售价（元）	含量（ml）	单价(ml/g/片)
乳液	薇诺娜	\			
	玉泽	皮肤屏障修护神经酰胺调理乳	168	50	3.36
	修丽可	烟酰胺多效修护乳	1080	50	21.60
	雅漾	雅漾舒缓特护保湿乳	272	50	5.44
	薇姿	温泉矿物水光乳液（多种肤质适用）	319	75	4.25
	理肤泉	修护舒缓修护乳	285	40	7.13
	润百颜	\			
面霜	薇诺娜	舒敏保湿特护霜（g）	268	50	5.36
	玉泽	皮肤屏障修护保湿霜（g）	178	50	3.56
	修丽可	修丽可皮脂膜修护霜	1580	48	32.92
	雅漾	修护舒缓保湿霜	272	50	5.44
	薇姿	温泉矿物保湿水活霜（清爽型）	269	50	5.38
	理肤泉	\			
	润百颜	\			
精华	薇诺娜	舒敏保湿修护精华液	298	30	9.93
	玉泽	皮肤屏障修护精华乳	218	25	8.72
	修丽可	赋颜丰盈精华液	980	30	32.67
	薇姿	赋能89号微精华露	349	50	6.98
	雅漾	恒润保湿精华液	208	200	1.04
	理肤泉	特安舒缓润修护胜肽精华液	280	20	14.00
	润百颜	次抛原液精华	699	30	23.3

资料来源：淘数据，民生证券研究院

■ **医美：玻尿酸和肉毒素主导的非手术类轻医美更受青睐，市场份额持续提升**

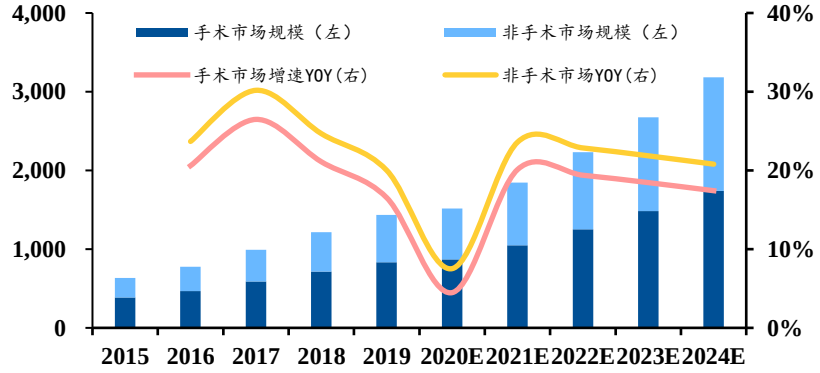
综合国内外注射类医美市场，玻尿酸和肉毒素为注射类医美主要产品，并且肉毒素未来空间更大。

图：2017年主要国家不类型医美项目数量占比



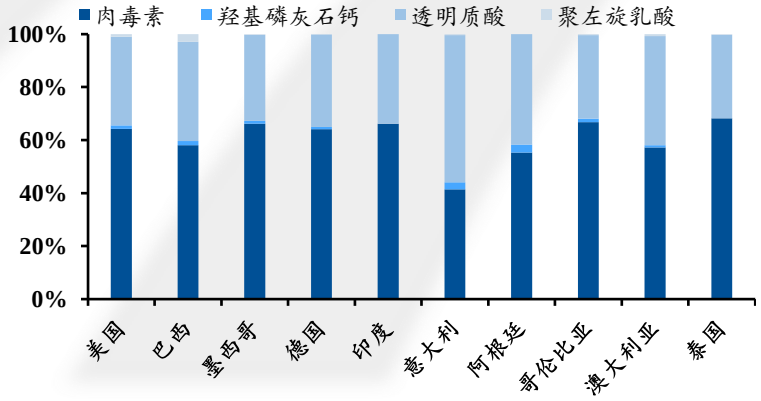
资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图：不同类型医美项目规模（亿元）和增速



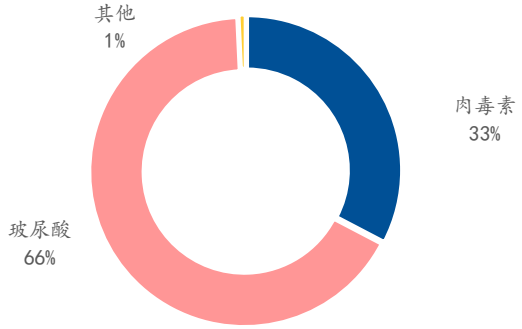
资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图：2018年主要国家注射类医美情况



资料来源：ISAPS，民生证券研究院

图：2019年我国注射类医美情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

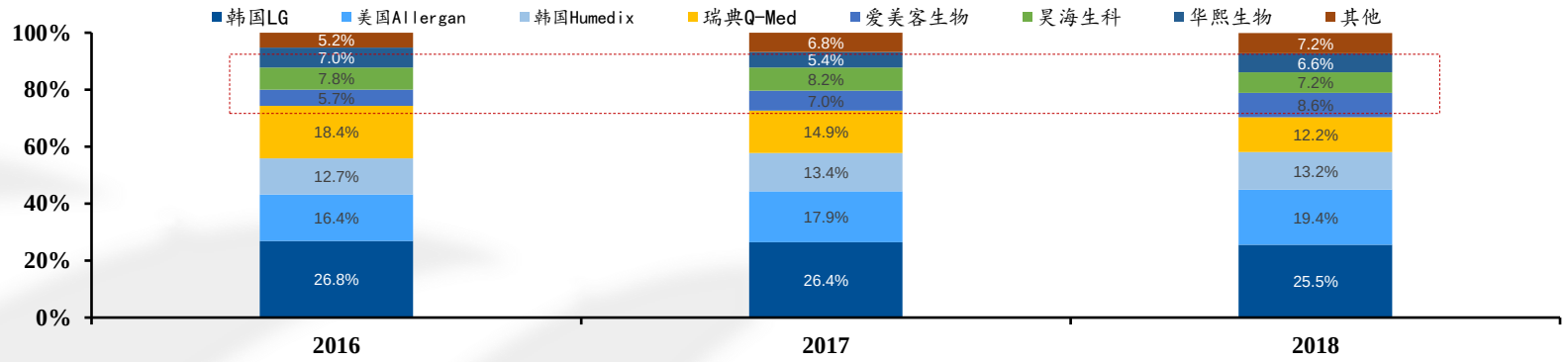
美业：美丽无止境，“颜”术有道

■ **医美：玻尿酸、肉毒素均有翻倍以上的空间，国内优质公司有望分享行业增长红利**

玻尿酸：2015-2019年CAGR达26.2%，2019年规模已达到47.6亿元，**预计未来5年有1.5倍以上增长空间。**

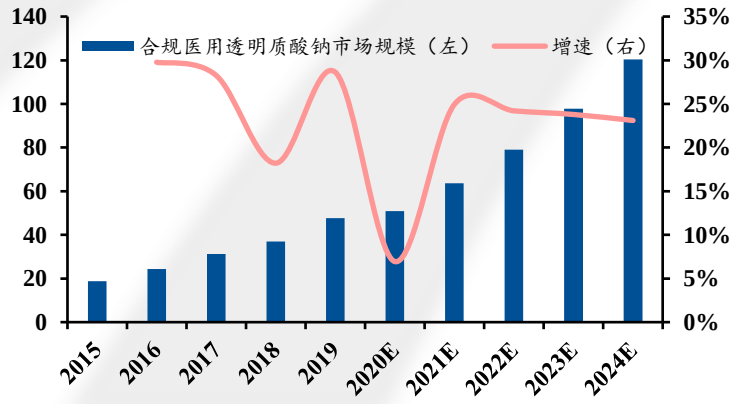
肉毒素：2015-2019年CAGR33.39%，2019年规模为38亿/+27%，预计2024年**规模有望达到80亿。**

图：我国玻尿酸市场竞争格局



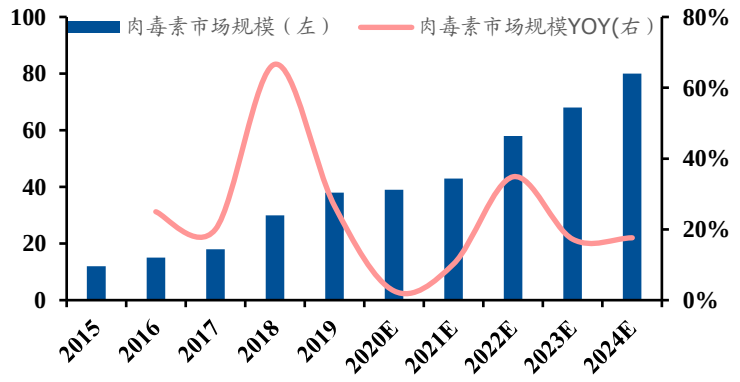
资料来源：爱美客招股书，民生证券研究院

图：我国合格透明质酸市场规模（亿元）



资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

图：我国合规肉毒素市场规模（亿元）

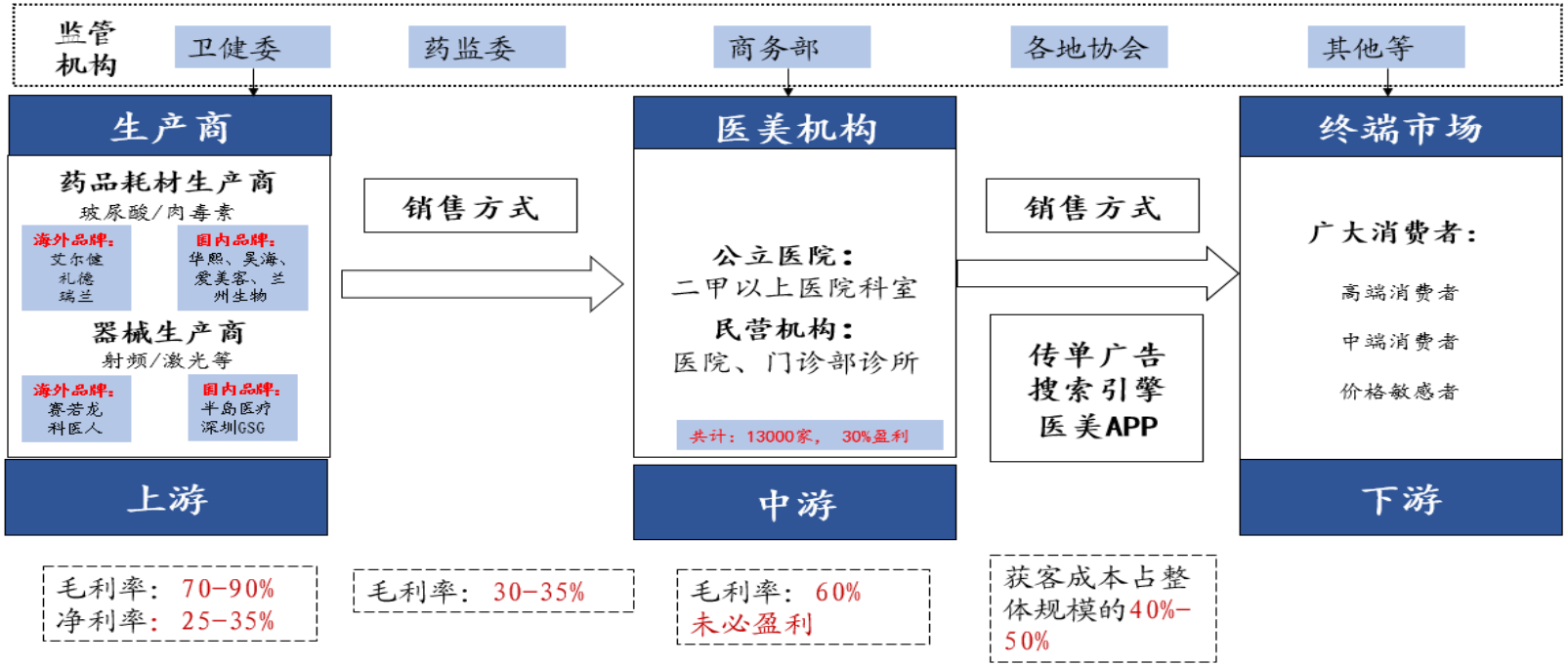


资料来源：沙利文分析，民生证券研究院

■ 医美：严格的审批流程导致上游竞争格局较好，上游原料厂商投资价值凸显

医美产品上游生产商需由药品监督管理部门审查批准，其中三类器械从立项准备到审批结束需大约5年的时间，高昂的时间成本让后来者望而却步，同时，下游医院/医美机构难标准化，并且格局高度分散，缺乏议价能力。**上游龙头厂商毛利率：70-90%，净利率：25-50%。**

图：医美产业链



资料来源：爱美客招股书，艾瑞咨询，民生证券研究院

美业：美丽无止境，“颜”术有道

- 医美：我们认为上游产业同免税行业类似-具备一定“牌照”属性，**过硬的拿证能力是致胜的基础**，同时兼具需求洞察力+强研发力+完善的渠道力+丰富产品矩阵的企业可获行业红利外的成功，**建议关注：爱美客、华熙生物、鲁商发展。**

爱美客：已上市产品

商品	产品介绍	使用范围	批准上市时间
逸美	国内首款复合注射材料	额部、鼻唇部	2009年10月
宝尼达	国内首款含PVA微球注射材料（长效填充）	额部、鼻唇部	2012年10月
爱芙莱/爱美飞	国内首款含多卡因透明质酸钠注射材料	鼻唇部	2015年4月/2019年
嗨体	国内唯一应用于颈纹修复注射材料	颈部	2016年12月
逸美一加一	增加互穿交联技术	额部、鼻唇部	2016年12月
紧恋	国内首款面部埋线产品	鼻唇部	2019年5月

爱美客：在研产品

商品	产品类别	研发阶段	功能及用途
医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶（童颜针）	III 类医疗器械	注册申报	皮肤填充
医用聚羧甲基葡糖胺聚糖凝胶	III 类医疗器械	注册申报	手术防粘连产品
医用生物补片	III 类医疗器械	注册检验	用于硬脑膜和软组织修复
注射用A型肉毒毒素	生物药品	临床	医疗美容中用于去除动态皱纹等
基因重组蛋白药物（减肥）	生物药品	临床前研究	用于糖尿病及肥胖症的治疗

资料来源：爱美客招股书，民生证券研究院

- **分析师简介**

顾熹闽，民生证券研究院社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。