

拥抱变化，把握结构性机会

——2024年美容护理/商贸零售/社会服务年度策略

推荐|维持

报告要点：

● 行情基本面及消费市场回顾与展望

2023年1-11月社会消费品零售总额同比增长7.2%，预计2024年消费温和增长，增速“前低后高”。结构上来看，消费场景恢复带动服务型消费，23年餐饮收入好于商品零售。可选消费中金银珠宝、服装类等表现良好，必选消费整体表现稳健，地产相关消费品承压。居民收入及未来预期有待修复，展望2024平价消费、国货头部品牌崛起、跨境电商及品牌出海等方向值得关注。

● 化妆品：关注国货份额提升以及上游成分创新

1-11月行业增速4.70%，未能跑赢消费大盘，景气度有所回落。行业整体价格中枢有所下移，结构上国货凭借价格及性价比优势市场份额提升。展望2024年：1)上游：原料重要性在化妆品产业链中凸显，政策+资本双重赋能，关注国内头部原料商“中国成分”的开发以及合成生物等技术落地。2)品牌商：国货品牌市场份额持续提升，抖音渠道依然是明年品牌增长“胜负手”的关键渠道，其月活跃用户达到7.43亿，人群资产具备较大挖掘空间，重点关注人群运营和营销破圈综合打法。同时头部品牌积极探索出海赛道。

● 医美：机构老客重要性凸显，上游关注新产品新材料新适应症

医美行业2023在去年低基数下行业增长良好，老客运营重要性持续凸显；上游方面，重点关注再生、重组胶原蛋白、减重、光电等潜力赛道。(1)再生产品：进入第三年放量良好，24年预计有新品获批，老产品关注系列化、新剂型、新适应症开发(2)重组胶原蛋白：仅锦波生物两款产品获批，整体重组胶原蛋白赛道市场空间广阔，目前仍处于发展的早期阶段，多个国内厂商加速布局，明年有望迎来新品上市。(3)光电方面，国内厂商研发创新以及资本化提速，关注具备核心技术和孵化爆品能力的头部厂商以及外延布局能量源医美赛道的美护上市标的。

● 黄金珠宝：景气度有望延续，头部品牌集中度提升

2023年投资与消费需求共振，整体行业特别是黄金品类展现了较好的景气度。展望2024年，我们认为金价上涨预期未改支撑投资需求，悦己需求+国潮+工艺迭代支撑佩戴需求提升。头部品牌门店持续扩张，行业集中度提升明显，看好头部品牌市场份额的持续扩大。

● 酒店旅游：酒店估值低位预期有望改善，关注出境游

酒店目前头部公司股价已经回到2020年上半年水平，市场对于明年行业景气度保持谨慎态度，存在可能的预期差。我们认为2024休闲需求将更加均衡，商旅需求有望随宏观经济复苏稳步向好；供给方面，疫情三年供给端收缩明显，2023年整体供给虽有加速趋势，但考虑到地产周期下行，未来新增酒店物业供给有限，整体供给有望趋于稳定。头部公司逆势扩张且不断提高经营效率迭代产品，议价能力和品牌及集团化优势不断凸显。旅游方面，国内景区板块重点关注交通改善以及有项目拓展预期的上市公司，同时出境游今年主要受到供给端的压制，目前签证和航班等供给因素逐渐改善，看好明年出境游的恢复。

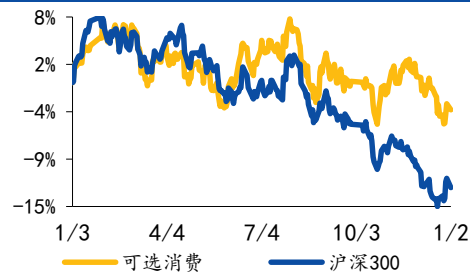
● 投资建议

关注复苏进度，把握变化，积极布局结构性机会。维持行业“推荐”评级

● 风险提示

复苏不及预期，行业竞争加剧，地缘政治风险

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 陈徐升
电话 021-51097188
邮箱 chenxusheng2@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603605	珀莱雅	买入	99.40	39448.11	2.06	2.67	3.36	48.27	37.19	29.58
300957	贝泰妮	买入	68.17	28876.81	2.48	3.14	3.96	27.47	21.68	17.20
688363	华熙生物	增持	66.93	32238.72	2.02	1.70	2.08	33.16	39.30	32.11
600223	福瑞达	买入	9.63	9789.56	0.04	0.37	0.48	215.37	25.74	20.27
603983	丸美股份	买入	25.27	10133.27	0.43	0.69	0.92	58.24	36.78	27.53
600315	上海家化	增持	21.18	14322.42	0.70	0.87	1.05	30.46	24.34	20.18
300740	水羊股份	增持	16.67	6492.39	0.32	0.77	1.01	51.97	21.73	16.49
300856	科思股份	买入	62.23	10536.78	2.29	4.48	5.87	27.17	13.89	10.60
300955	嘉亨家化	增持	22.11	2228.69	0.69	0.58	1.14	31.99	38.43	19.40
603059	倍加洁	买入	22.56	2262.75	0.97	1.35	1.67	23.18	16.68	13.51
301108	洁雅股份	买入	34.54	2804.99	1.74	1.52	1.81	19.90	22.76	19.13
002612	朗姿股份	买入	19.23	8508.22	0.04	0.58	0.73	529.25	33.44	26.19
300896	爱美客	买入	294.33	63681.24	5.84	8.68	11.97	50.40	33.90	24.58
2367.HK	巨子生物	买入	35.60	35422.00	1.01	1.35	1.74	29.93	22.34	17.28
832982.BJ	锦波生物	买入	261.27	17788.83	1.75	4.02	6.34	149.18	65.04	41.19
300888	稳健医疗	增持	37.25	22140.93	2.76	3.91	1.97	13.47	9.53	18.88
002867	周大生	增持	15.18	16636.16	1.00	1.24	1.49	15.25	12.21	10.21
002345	潮宏基	增持	6.81	6050.77	0.22	0.45	0.55	30.39	15.08	12.31
600916	中国黄金	增持	9.87	16581.60	0.46	0.61	0.72	21.46	16.18	13.71
600612	老凤祥	增持	69.00	26915.90	3.25	4.47	5.00	21.23	15.45	13.80
301078	孩子王	增持	8.21	9110.97	0.11	0.19	0.35	74.64	43.21	23.46
600861	北京人力	买入	18.74	10608.95	-0.38	1.08	1.83	-49.30	17.33	10.26
605098	行动教育	买入	38.55	4551.93	0.94	1.90	2.30	41.01	20.29	16.76
600258	首旅酒店	增持	15.62	17441.34	-0.52	0.69	0.97	-30.02	22.67	16.07
600754	锦江酒店	增持	29.90	28720.99	0.11	1.32	1.89	281.92	22.61	15.81
301073	君亭酒店	增持	22.69	4412.09	0.15	0.28	0.75	150.48	82.78	30.58
300144	宋城演艺	增持	9.87	25860.33	0.00	0.35	0.50	2672.10	28.33	19.61
603136	天目湖	增持	18.37	3422.23	0.11	0.87	1.15	169.35	21.21	16.00
9922.HK	九毛九	增持	6.10	8763.06	0.03	0.39	0.63	15.27	9.50	7.10
2150.HK	奈雪的茶	增持	3.17	5436.95	-0.27	0.14	0.32	-10.78	20.79	9.13

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：收盘价截至 2023.12.31

目录

1.行情基本面及消费市场回顾与展望.....	7
1.1 行情与基本面：板块整体回调，旅游及医美估值处于历史低位.....	7
1.2 消费市场：收入及未来预期有待修复，预计2024年消费温和增长，增速“前低后高”.....	11
1.3 趋势展望：平价消费、国货头部品牌崛起、跨境电商及品牌出海等方向值得关注.....	15
2.化妆品：关注上游成分创新及行业结构变化中国货份额提升.....	17
2.1 行业：大盘增速放缓，价格中枢下移.....	17
2.2 产品及成分：原料备案稳步增长，上游厂商资本化提速，品牌加码原研布局筑高壁垒.....	18
2.3 渠道：抖音成品牌“胜负手”关键渠道，品牌持续调整线下布局.....	21
2.4 品牌：国货崛起正当时，美妆出海潜力广阔.....	25
3.医美：机构老客重要性凸显，上游关注新产品新材料新适应症.....	30
3.1 医美行业：老客经济重要性凸显，长期渗透率提升逻辑不改.....	30
3.2 产品端：关注再生、重组胶原蛋白、减重、光电等潜力赛道.....	32
4.黄金珠宝：景气度有望延续，头部品牌集中度提升.....	38
5.酒店旅游：酒店估值低位预期有望改善，关注出境游.....	42
5.1 酒店：估值低位，关注头部酒店集团.....	43
5.2 旅游景区：国内景区业绩亮眼，关注出境游的恢复.....	48
6.投资建议.....	51
7.风险提示.....	53

图表目录

图 1：商贸零售、社会服务和美容护理（申万）指数与沪深 300 指数涨跌幅对比.....	7
图 2：零售、社服、美护和主要指数 2023 年涨跌幅对比.....	7
图 3：申万一级行业 2023 年涨跌幅对比.....	7
图 4：申万二级子行业 2023 年涨跌幅对比.....	8
图 5：申万三级子行业 2023 年涨跌幅对比.....	8
图 6：美护、零售、社服二级行业前三季度营业收入增速.....	9
图 7：美护、零售、社服二级行业前三季度利润增速.....	9
图 8：2023Q3 公募基金重仓股持仓比例.....	9
图 9：申万零售、社服、美护 23Q3 前五大重仓股市值.....	10
图 10：2023 年以来社会消费品零售总额月度同比增速（%）.....	11
图 11：社零实际增速与 Wind 一致预期增速对比.....	12
图 12：2021 年以来社会消费品零售总额商品零售及餐饮收入月度同比增速（%）.....	12
图 13：国内小长假旅游人次/旅游收入/旅游客单价较 2019 年恢复度（%）..	13

图 14: 消费者信心指数	14
图 15: 收入感受与收入信心指数 (%)	14
图 16: 居民消费、储蓄、投资意愿 (%)	15
图 17: 性价比消费代表上市公司季度营收增速	15
图 18: 国内旅游客单价恢复情况 (2023 年 VS 2019 同期)	16
图 19: 2020 年至 2023 上半年奈雪的茶客单价 (元)	16
图 20: 天猫美妆国货市场份额变动情况	16
图 21: 2015-2023 年限额以上化妆品类增长情况	17
图 22: 2020-2023 年限额以上化妆品类月度增长情况	17
图 23: 2023 年 1-11 月限额以上各品类零售额 VS 2021 年同期增速对比	17
图 24: 淘系化妆品大盘均价 (元)	18
图 25: 淘系化妆品大盘销量 (亿件)	18
图 26: 我国化妆品备案商品数	18
图 27: 23 年分月度化妆品备案商品数 (个)	18
图 28: 2023 年国内化妆品新原料备案数量	19
图 29: 部分上游原料公司融资情况	19
图 30: 珀莱雅与湃肽生物共同研发环肽-161 应用于红宝石面霜 3.0	21
图 31: 美丽修行 2023 成分生命周期曲线及潜力成分	21
图 32: 淘系及抖音渠道 M1-M11 销售额 (亿元) 及增速	22
图 33: 淘系及抖音渠道分月度销额增速	22
图 34: 抖音巨量引擎 O-5A 人群资产模型	23
图 35: 珀莱雅定制剧聚焦女性主题推广红宝石系列	24
图 36: 2023 年韩束抖音 GMV 在短剧撬动下实现高增	24
图 37: 天猫平台 Top100 美妆品牌按国别分类占比	25
图 38: 天猫平台各排名段国货比例	26
图 39: 国内头部化妆品公司收入增速	27
图 40: 部分国际品牌亚太/中国区收入增速	27
图 41: 2020-2023 中国美容化妆品及洗护用品出口金额	28
图 42: 医美上游代表上市公司收入增长情况	30
图 43: 华韩股份及朗姿股份医美业务净利润率	30
图 44: 美丽田园直营门店服务会员数	31
图 45: 美丽田园直营门店顾客平均到店次数及平均消费	31
图 46: 2016-2025E 中国医美市场规模	31
图 47: 代表国家每千人医疗美容治疗次数 (2020 年)	31
图 48: 华东医药旗下欣可丽美学季度收入 (亿元)	33
图 49: 锦波生物-重组 III 型人源化胶原蛋白植入剂收入/单一材料医疗器械 (万) 及增速	34
图 50: 限额以上金银珠宝类当月同比变化情况	38
图 51: 中国珠宝首饰行业细分品类占比	39
图 52: 周大福/周大生 (直营门店) 镶嵌类及黄金类产品销售占比 (%)	39
图 53: 我国黄金消费量及黄金首饰消费量季度情况及增速	39
图 54: 国内黄金价格和国际黄金价格变化情况	40

图 55: 我国登记结婚人数 (万对) 及增速 (%)	40
图 56: 黄金产品中不同工艺黄金饰品收入及增速	40
图 57: 2017-2023H1 珠宝行业主要上市公司门店变化情况	41
图 58: 2013-2022 国内黄金珠宝行业集中度	41
图 59: 全国客运总量 (万) 及恢复度 (%)	42
图 60: 公路客运量 (万) 及恢复度 (%)	42
图 61: 铁路客运量 (万) 及恢复度 (%)	42
图 62: 民航客运量 (万) 及恢复度 (%)	42
图 63: 2023 全国客运航班执飞量及恢复度 (%)	43
图 64: 2023 国际客运航班执飞量及恢复度 (%)	43
图 65: 2023 年 1-10 月中国内地 RevPAR 表现情况	43
图 66: 三大酒店集团 RevPAR 恢复度 (%)	44
图 67: 三大酒店集团 RevPAR (元)	44
图 68: 三大酒店集团 OCC (%)	44
图 69: 三大酒店集团 ADR (元)	44
图 70: 全国住宿业设施数量 (万家)	45
图 71: 全国住宿业设施数量 (万间)	45
图 72: 近几年住宿市场不同档位酒店存量变化情况 (家)	45
图 73: 近几年住宿市场不同档位酒店客房存量变化图 (家)	45
图 74: 国内连锁化率及分档次连锁化率变动情况 (%)	46
图 75: 分城市等级连锁化率变化情况 (%)	46
图 76: 三大酒店集团酒店数量 (家) 及增速 (%)	46
图 77: 三大酒店集团新开酒店数量 (家)	46
图 78: 三大酒店集团中端及以上酒店占比 (%)	47
图 79: 三大酒店集团加盟酒店数量占比 (%)	47
图 80: 三大酒店集团前三季度归母净利润 (百万元) 及相对 2019 同期增长情况 (%)	47
图 81: 三大酒店集团前三季度归母净利润率 (%) 及 2019 同期情况 (%)	47
图 82: 制造业 PMI	48
图 83: 小长假旅游人次/收入/客单价较疫情前恢复情况 (%)	49
图 84: 2023 前三季度国内旅游人次 (亿人) 及相比 2019 年恢复度	49
图 85: 部分景区类上市公司 2023 前三季度和 2019 年前三季度对比收入和归母净利润增速 (%)	49
图 86: 三批恢复出境游国家和地区数量	50
图 87: 2023 国际客运航班执飞量及恢复情况	50
表 1: 申万商贸零售/社会服务/美容护理及其二级子行业估值水平	10
表 2: 2023 年限额以上企业商品零售总额及各消费品月度同比增速情况	14
表 3: 今年以来多地相继出台新原料备案及特品申报激励政策	19
表 4: 国内化妆品品牌加码原料端布局	20
表 5: 2023 双 11 抖音美妆品牌 TOP10	22

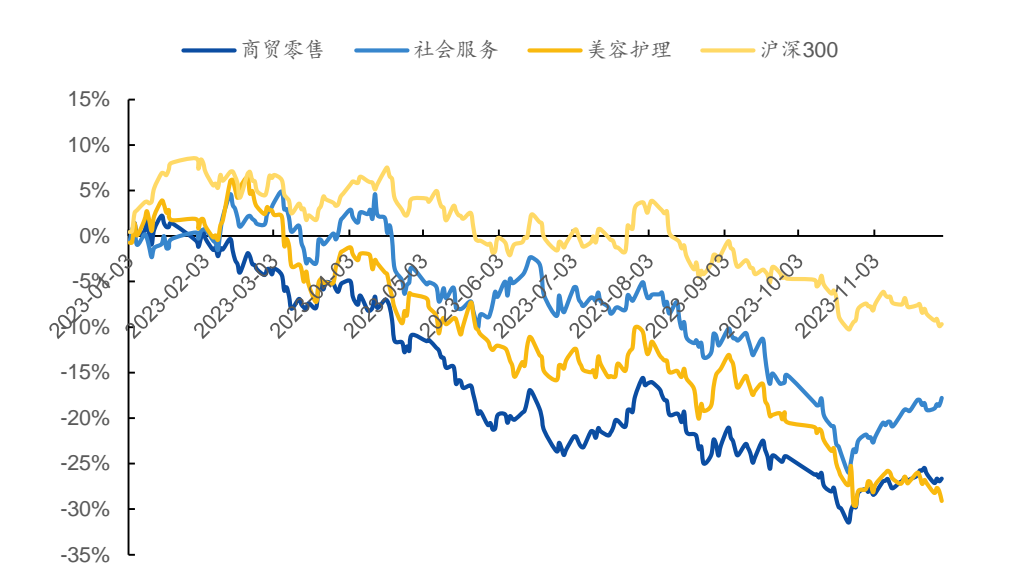
表 6：2022-2023 年美妆品牌相关短剧统计	24
表 7：天猫护肤+彩妆店铺销售额排名	26
表 8：抖音品牌 TOP10 情况	27
表 9：国货美妆品牌出海情况	29
表 10：2023 年中国医美相关监管活动梳理	32
表 11：薇旻美产品情况	34
表 12：XVII 型胶原蛋白与 I 型、III 型胶原蛋白对比	35
表 13：重组胶原蛋白行业重点公司布局	36
表 14：2023 年贝泰妮及爱美客光电医美布局	37
表 15：相关公司盈利预测及估值	52

1.行情基本面及消费市场回顾与展望

1.1 行情与基本面：板块整体回调，旅游及医美估值处于历史低位

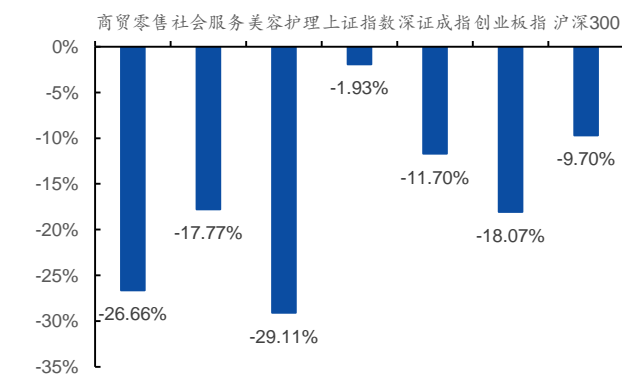
整体消费偏弱的背景下，商贸零售、社会服务、美容护理行业均跑输大盘。2023年初至11月30日，商贸零售/社会服务/美容护理（申万）行业涨跌幅分别为-26.66%/-17.77%/-29.11%，同期沪深300涨跌幅为-9.70%，三大板块分别跑输大盘16.96/8.07/19.41pct，在申万31个一级子行业中排名30/26/31，股价表现相对疲软。

图1：商贸零售、社会服务和美容护理（申万）指数与沪深300指数涨跌幅对比



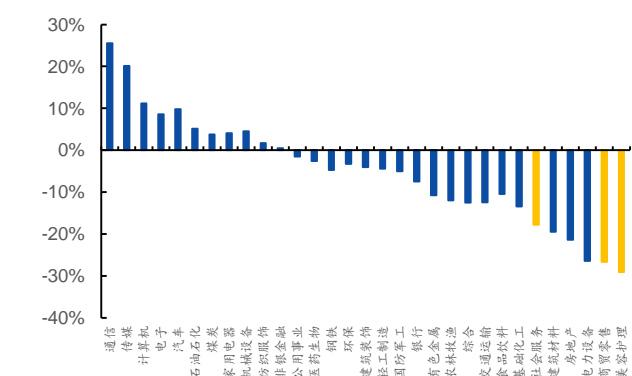
资料来源：Wind，国元证券研究所注：截止到2023.11.30

图2：零售、社服、美护和主要指数2023年涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所注：区间涨跌幅截止到2023.11.30

图3：申万一级行业2023年涨跌幅对比

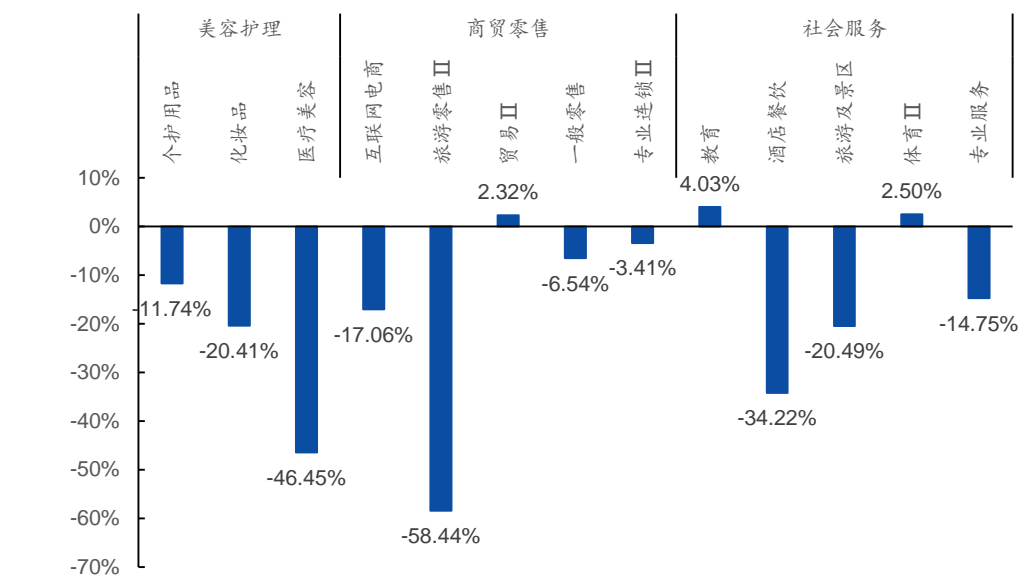


资料来源：Wind，国元证券研究所注：区间涨跌幅截止到2023.11.30

细分板块涨跌幅方面，其他专业服务、跨境电商、会展板块涨幅居前，高端消费及出行链等板块表现不佳。分板块来看，2023年初至11月30日申万二级子行业中教育、体育、贸易涨幅居前。旅游零售、医疗美容作为高端消费跌幅居前，分别下跌58.44%/46.45%，酒店餐饮由于股价先于基本面反映，市场提前已经交易出行链的

“困境反转”且对于 2024 行业景气度预期偏谨慎，导致行业下跌 34.22%。三级行业中，其他专业服务、跨境电商、会展服务涨幅居前，分别上涨 36.00%/17.57%/11.23%；而旅游零售、医美耗材、综合电商跌幅居前，分别下跌 58.44%/46.08%/37.70%。

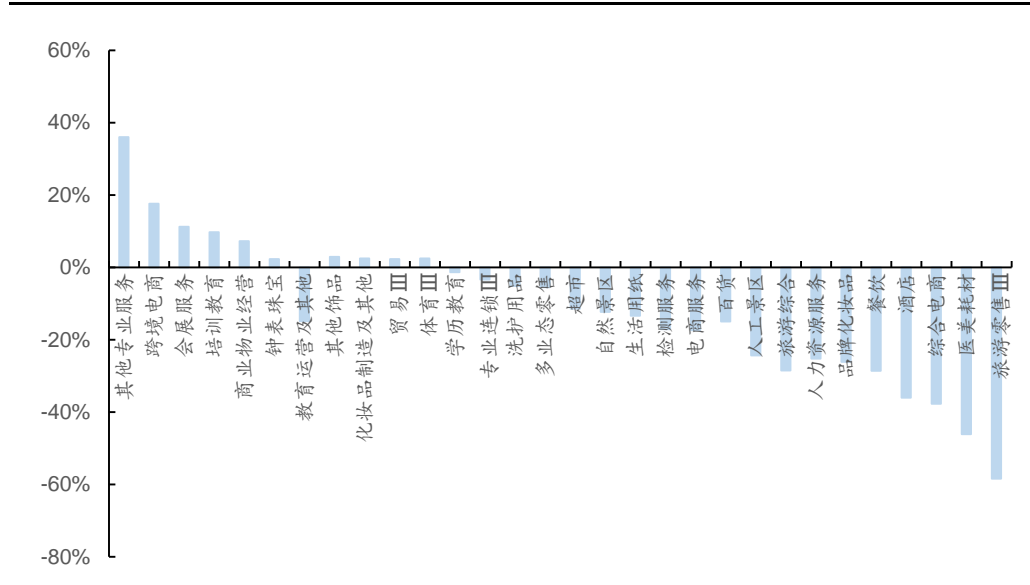
图 4：申万二级子行业 2023 年涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：涨跌幅计算截至 2023.11.30；板块涨跌幅采用市值加权法计算

图 5：申万三级子行业 2023 年涨跌幅对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

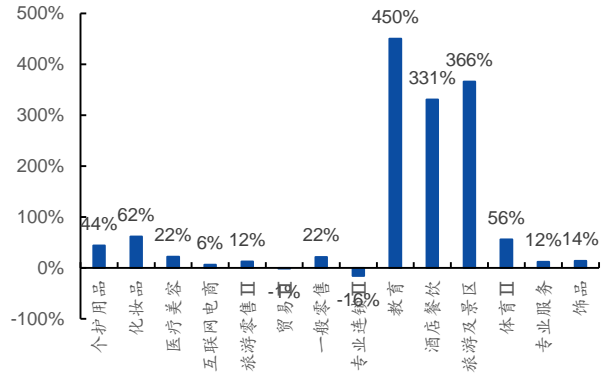
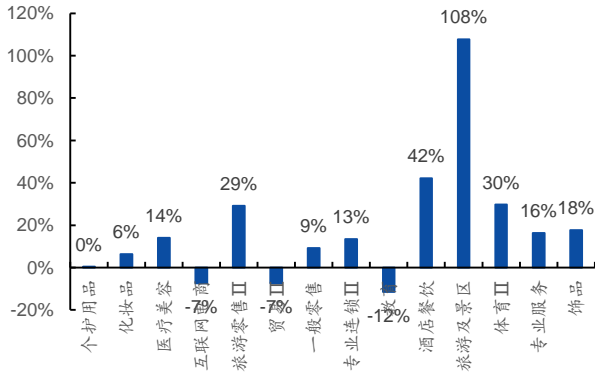
注：涨跌幅计算截至 2023.11.30；板块涨跌幅采用市值加权法计算

基本面来看，受到疫后补偿性消费影响，出行链相关旅游景区、酒店餐饮板块疫后景气度较高。三大板块细分行业基本面与 2022 年相比多数有所改善，仅贸易行业营收净利不及去年。旅游及景区、酒店餐饮板块营收净利增长较为显著，主要受益

于疫后集中出行，酒店餐饮营收/净利增速为 42.19%/331%，旅游及景区表现尤为亮眼，营收/净利增速达 107.76%/365.99%。贸易板块收入/利润分别-7.50%/-1.36%。

图 6：美护、零售、社服二级行业前三季度营业收入增速

图 7：美护、零售、社服二级行业前三季度利润增速

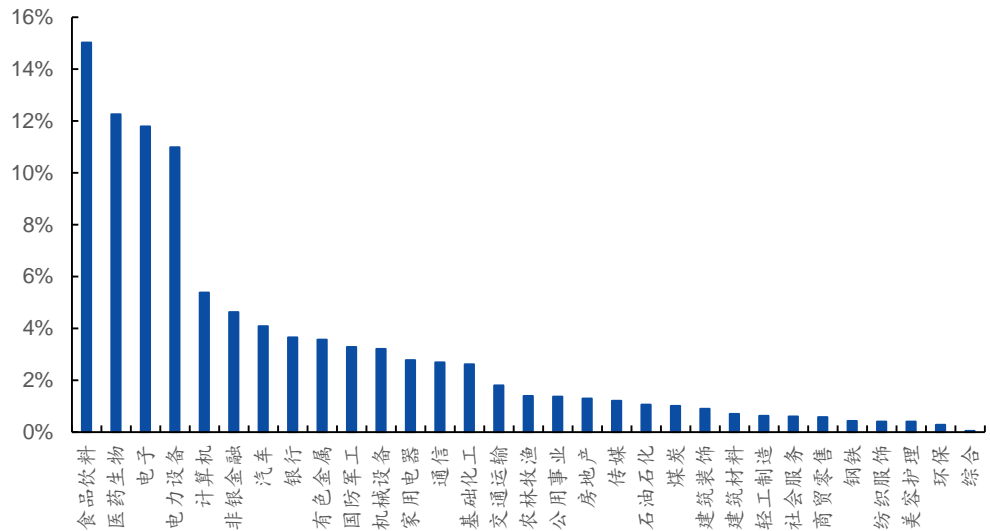


资料来源：Wind，国元证券研究所
注：板块收入计算剔除 ST 个股

资料来源：Wind，国元证券研究所
注：板块利润计算剔除 ST 个股

基金持仓方面，2023Q3 社会服务/商贸零售/美容护理公募基金重仓股配置比例分别 0.60%/0.58%/0.40%，在 31 个行业中排名第 25/26/29 位，环比 Q2 分别变化-2.99%/-0.20%/-2.79%，社服及美护板块较二季度持仓环比下滑较多。2023Q3 社会服务/商贸零售/美容护理超配比例分别为 0.07%/-0.55%/-0.04%。

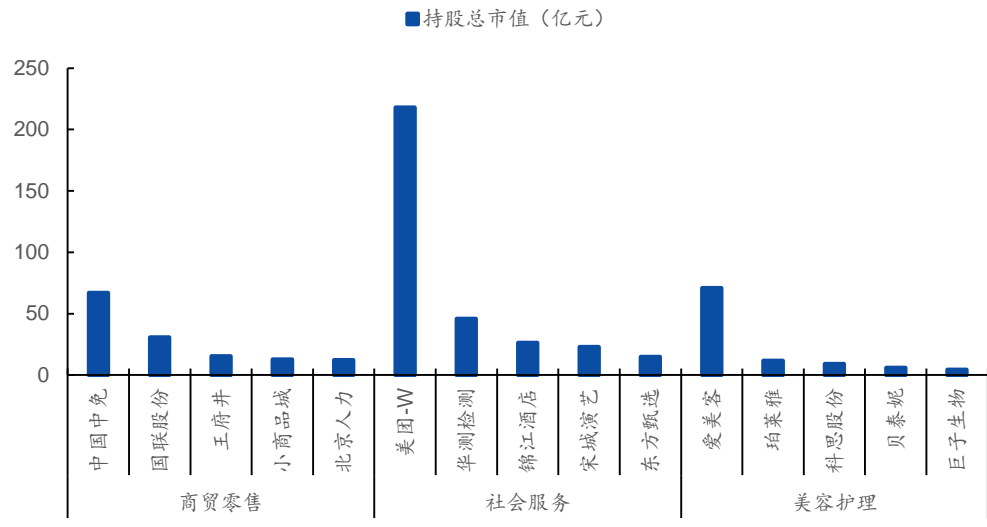
图 8：2023Q3 公募基金重仓股持仓比例



资料来源：iFinD，国元证券研究所

重仓股方面，商贸零售行业前三大重仓股分别为中国中免、国联股份、王府井，社会服务行业前三大重仓股分别为美团、华测检测、锦江酒店，美容护理行业前三大重仓股分别为爱美客、珀莱雅、科思股份。

图 9：申万零售、社服、美护 23Q3 前五大重仓股市值



资料来源：Wind，国元证券研究所

估值角度来看，目前社会服务以及美容护理估值处于 3 年来历史估值底部，商贸零售处于近三年 15.49%分位水平，二级板块来看，医疗美容、化妆品、旅游及景区、旅游零售、酒店餐饮估值均在低位。

表 1：申万商贸零售/社会服务/美容护理及其二级子行业估值水平

板块	市盈率	近 3 年最低市盈率 (TTM)	近 3 年最高市盈率 (TTM)	目前估值所处近 3 年分位水平
商贸零售	22.37	20.63	31.88	15.49%
贸易II	16.41	13.74	27.84	18.93%
一般零售	18.48	14.80	28.77	26.34%
专业连锁II	39.18	15.46	40.52	94.69%
互联网电商	28.68	24.61	52.81	14.43%
旅游零售II	32.89	31.77	85.64	2.06%
社会服务	34.59	33.12	121.90	1.66%
体育II	530.97	123.06	746.18	65.46%
专业服务	28.24	25.64	52.99	9.48%
酒店餐饮	40.71	35.79	258.68	2.21%
旅游及景区	36.22	25.83	653.56	1.66%
教育	46.01	30.50	103.21	21.33%
美容护理	28.20	27.54	95.45	0.97%
个护用品	18.29	15.78	42.15	9.52%
化妆品	28.36	27.83	82.00	0.97%
医疗美容	43.62	42.18	256.83	0.67%

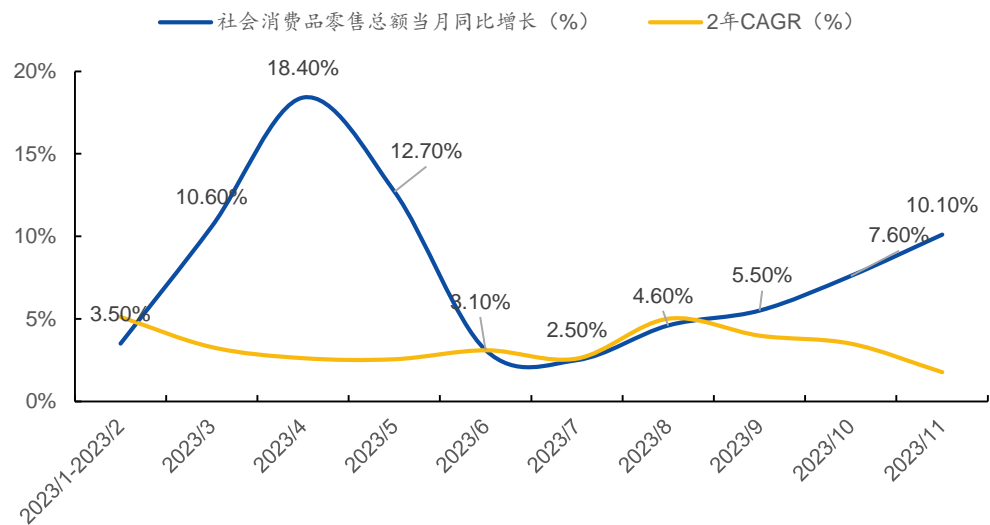
资料来源：Wind，国元证券研究所

注：估值采用 PE(TTM)整体法，剔除负数

1.2 消费市场：收入及未来预期有待修复，预计 2024 年消费温和增长，增速“前低后高”

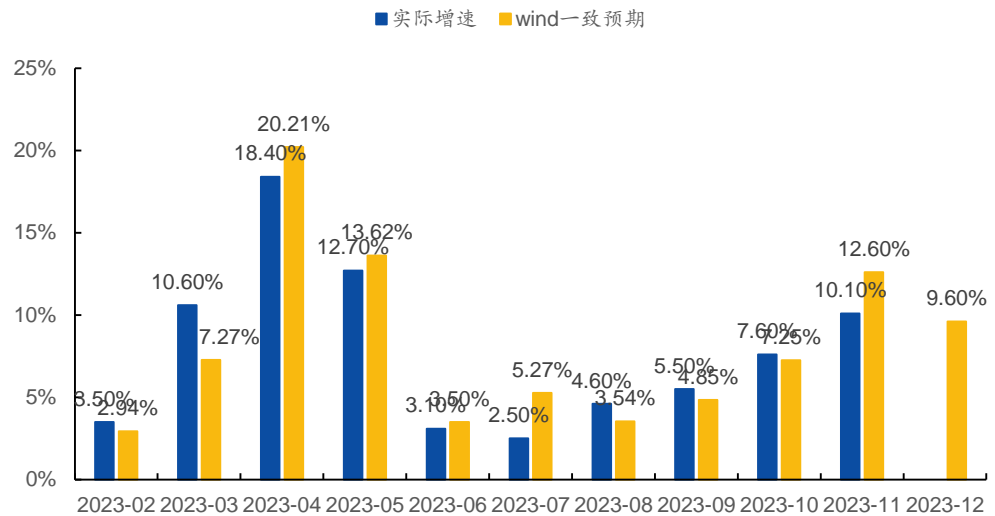
2023 年 1-11 月社会消费品零售总额同比增长 7.2%，2 年复合增速 3.49%，预计 2024 年消费温和增长，增速“前低后高”。前三季度 GDP 增速为 5.2%，同期社零增速 6.8%，消费增速高于 GDP 增速，2023 年 1-11 月社会消费品零售总额 42.79 万亿，同比增长 7.2%，2 年复合增速 3.49%。消费疫后整体经历补偿性快速恢复-低于预期-数据企稳的三个阶段。逐月来看，1-2 月受疫情多地散发影响，社零同比低增长，3 月疫后补偿性消费带动社零同比增速快速攀升，而进入到二季度整体消费复苏低于市场预期，8-10 月整体数据逐渐企稳。2023 年经过疫后消费补偿性反弹，我们预计 2024 年整体消费温和增长，增速“前低后高”。

图 10：2023 年以来社会消费品零售总额月度同比增长（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

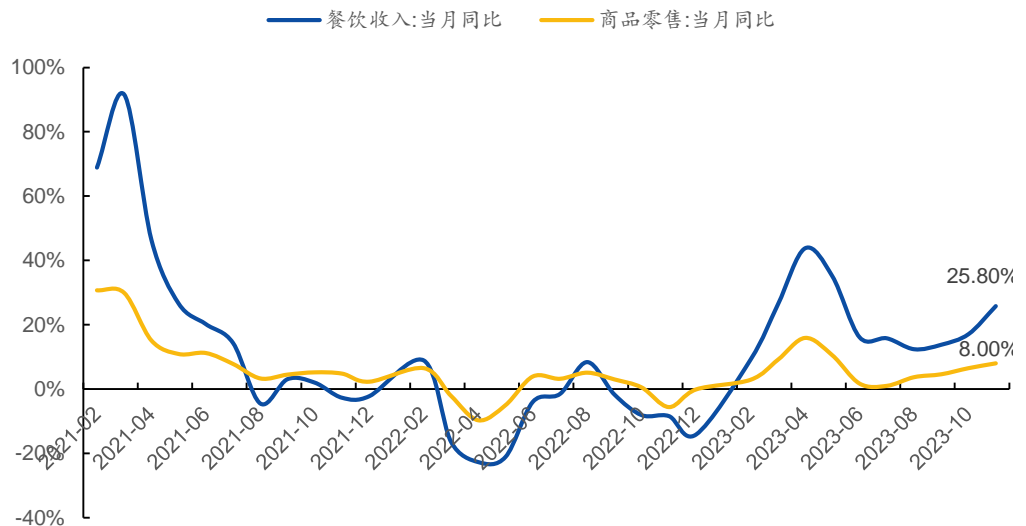
图 11：社零实际增速与 Wind 一致预期增速对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

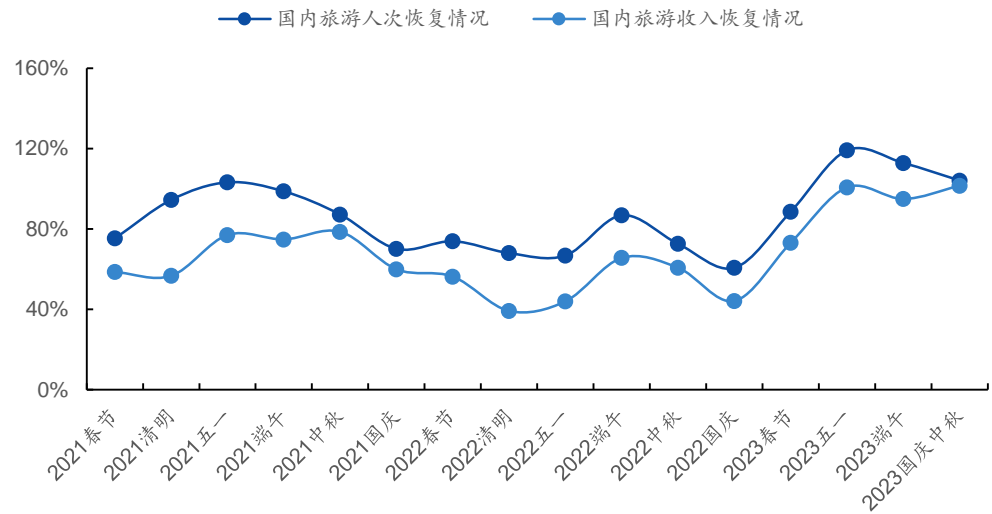
结构上来看，消费场景恢复带动服务型消费，23 年餐饮收入好于商品零售。分消费类型来看，2023 年 1-11 月，商品零售累计值达到 38.05 万亿，同比增长 5.90%；餐饮收入 4.75 万亿，同比增长 19.40%。受益于疫后社交场景恢复，餐饮收入整体好于商品零售。从出行情况来看，人次的恢复较好，根据文旅部 2023 年小长假出行数据，2023 年五一/端午/国庆中秋小长假，旅游人次分别恢复到 2019 年的 119%/113%/104%，带动旅游收入恢复至 2019 年的 101%/95%/102%。

图 12：2021 年以来社会消费品零售总额商品零售及餐饮收入月度同比增速 (%)



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 13：国内小长假旅游人次/旅游收入/旅游客单价较 2019 年恢复度 (%)



资料来源：文旅部，国元证券研究所

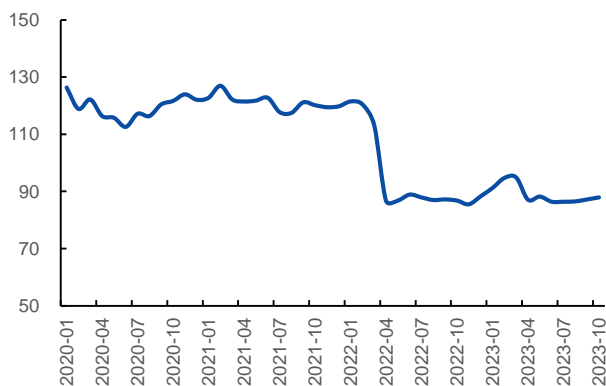
商品零售分行业来看，可选消费中金银珠宝、服装类等表现良好，必选消费整体表现稳健，地产相关消费品承压。必选方面，粮油、食品类，中西药品类都保持稳健增长，其中粮油、食品类同比增长 5.10%，日用品增长 3.60%，中西药品类增长 8.50%。可选消费中饮料类同比增长 2.80%，烟酒类增长 10.90%，金银珠宝增长 11.90%。化妆品类及服装品类分别增长 4.70%/11.50%，通讯器材及汽车类分别增长 6.60%/6.20%。地产相关的家用电器和音像器材以及家具类分别同比增长 0.60%/2.80%，建筑及装潢材料类下滑 7.80%。其他方面来看，石油及制品类增长 6.50%，主要受价格因素影响。

表 2：2023 年限额以上企业商品零售总额及各消费品月度同比增速情况

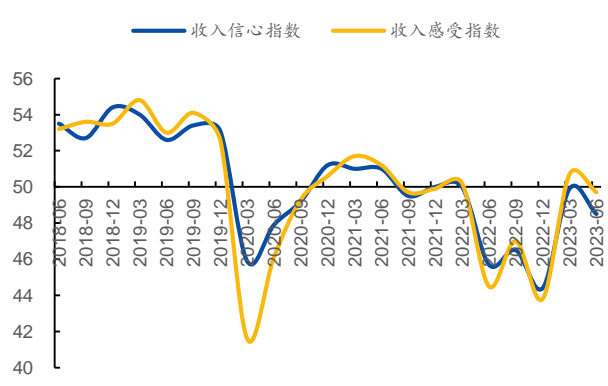
指标		单月同比增速 (%)										1-11 月	
		1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	绝对量 (亿)	增速 (%)
社会消费品零售总额		3.5%	10.6%	18.4%	12.7%	3.1%	2.5%	4.6%	5.5%	7.6%	10.1%	427945	7.2%
限额以上企业商品零售总额		1.5%	8.5%	17.3%	11.1%	1.4%	-0.5%	2.5%	4.7%	7.9%	9.0%	149378	5.6%
必选消费	粮油、食品类	9.0%	4.4%	1.0%	-0.7%	5.4%	5.5%	4.5%	8.3%	4.4%	4.4%	17180	5.1%
	日用品类	3.9%	7.7%	10.1%	9.4%	-2.2%	-1.0%	1.5%	0.7%	4.4%	3.5%	6923	3.6%
	中西药品类	19.3%	11.7%	3.7%	7.1%	6.6%	3.7%	3.7%	4.5%	8.2%	7.1%	6095	8.5%
	饮料类	5.2%	-5.1%	-3.4%	-0.7%	3.6%	3.1%	0.8%	8.0%	6.2%	6.3%	2734	2.8%
	烟酒类	6.1%	9.0%	14.9%	8.6%	9.6%	7.2%	4.3%	23.1%	15.4%	16.2%	4993	10.9%
可选消费	服装鞋帽、针纺织品类	5.4%	17.7%	32.4%	17.6%	6.9%	2.3%	4.5%	9.9%	7.5%	22.0%	12595	11.5%
	化妆品类	3.8%	9.6%	24.3%	11.7%	4.8%	-4.1%	9.7%	1.6%	1.1%	-3.5%	3843	4.7%
	金银珠宝类	5.9%	37.4%	44.7%	24.4%	7.8%	-10.0%	7.2%	7.7%	10.4%	10.7%	3024	11.9%
	文化办公用品类	-1.1%	-1.9%	-4.9%	-1.2%	-9.9%	-13.1%	-8.4%	-13.6%	7.7%	-8.2%	3743	-5.8%
	汽车类	-9.4%	11.5%	38.0%	24.2%	-1.1%	-1.5%	1.1%	2.8%	11.4%	14.7%	43280	6.2%
地产相关	通讯器材类	-8.2%	1.8%	14.6%	27.4%	6.6%	3.0%	8.5%	0.4%	14.6%	16.8%	6185	6.6%
	家用电器和音像器材类	-1.9%	-1.4%	4.7%	0.1%	4.5%	-5.5%	-2.9%	-2.3%	9.6%	2.7%	7970	0.6%
	家具类	5.2%	3.5%	3.4%	5.0%	1.2%	0.1%	4.8%	0.5%	1.7%	2.2%	1377	2.8%
	建筑及装潢材料类	-0.9%	-4.7%	-11.2%	-14.6%	-6.8%	-11.2%	-11.4%	-8.2%	-4.8%	-10.4%	1417	-7.8%
	其它	10.9%	9.2%	13.5%	4.1%	-2.2%	-0.6%	6.0%	8.9%	5.4%	7.2%	21327	6.5%

资料来源：国家统计局，iFinD，国元证券研究所

收入及未来预期有待修复，消费者信心低位徘徊，居民储蓄意愿持续居于高位。消费者信心指数自 2022 年 4 月跌落至 100 以下后，目前依旧在底部区间徘徊，10 月消费者信心指数为 87.90。Q1 居民收入感受指数及入信心指数探底回升，Q2 小幅下降，整体仍处于历史低位，有待改善。从消费/储蓄/投资意愿来看，储蓄意愿 Q2 占比 58%，持续居于高位，消费意愿 Q2 占比 24.50%。

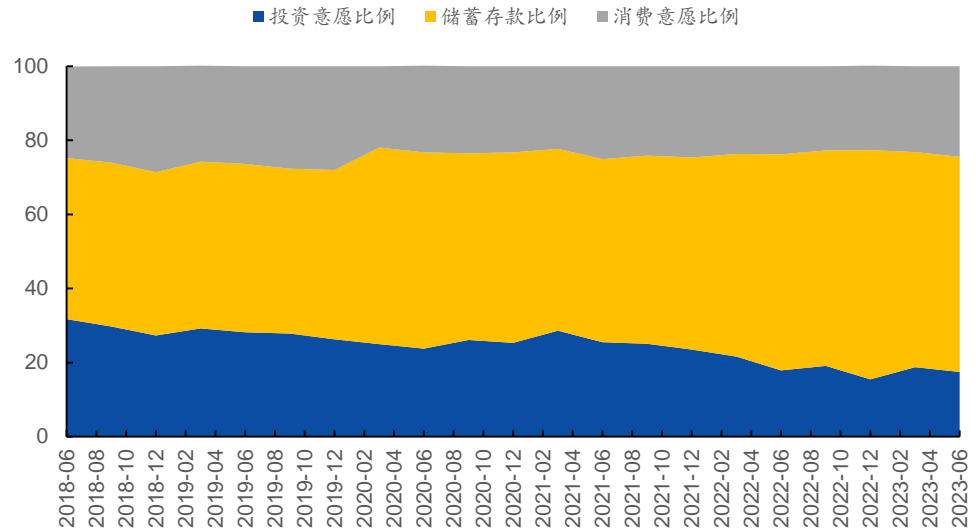
图 14：消费者信心指数


资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

图 15：收入感受与收入信心指数 (%)


资料来源：Datayes，中国人民银行调查统计司，国元证券研究所

图 16: 居民消费、储蓄、投资意愿 (%)

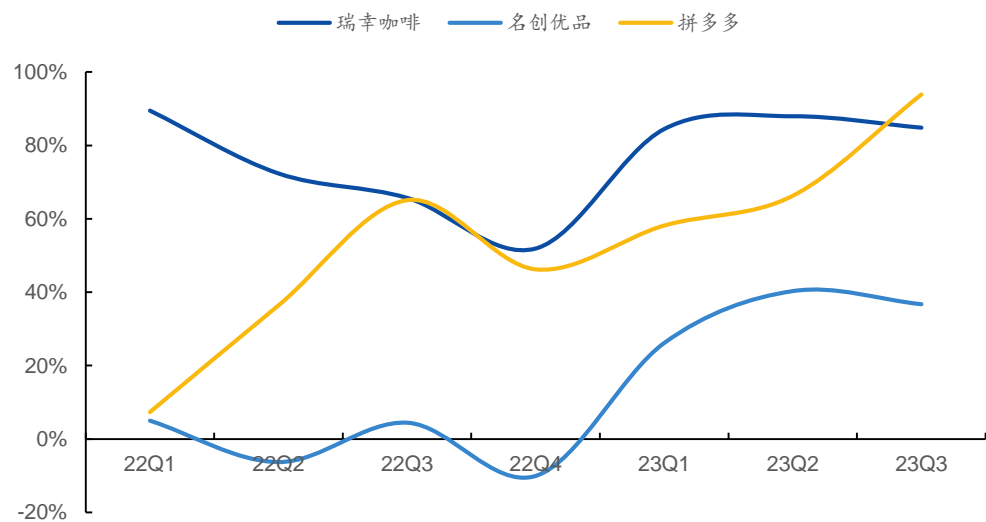


资料来源: Datayes, 中国人民银行调查统计司, 国元证券研究所

1.3 趋势展望: 平价消费、国货头部品牌崛起、跨境电商及品牌出海等方向值得关注

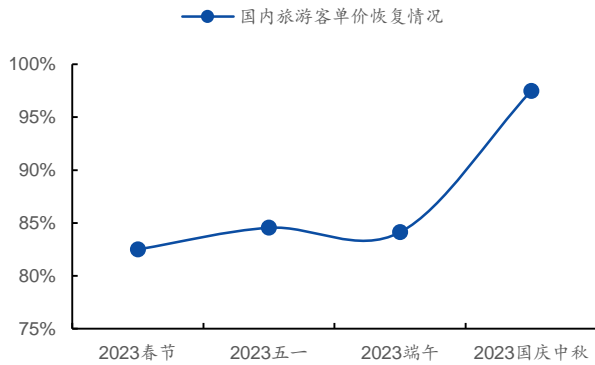
性价比消费凸显，消费趋于理性。今年以来我们看到整体性价比消费表现突出，以名创优品、瑞幸、拼多多为代表的平价消费品牌或平台业绩增长良好甚至超预期。出行方面，今年旅游的量恢复好于价格，“特种兵”旅游概念火爆，旅游人次恢复迅速，但国内旅游客单尚未恢复至疫情前。餐饮方面，以高端茶饮品牌奈雪的茶为例，近年来整体对于客单进行了调整以适应消费趋势的变化，客单价从 2020 年 43 元下降至 2023 上半年的 32.4 元，降幅 25%。整体消费趋于理性，消费者更加注重性价比，平价消费崛起。

图 17: 性价比消费代表上市公司季度营收增速

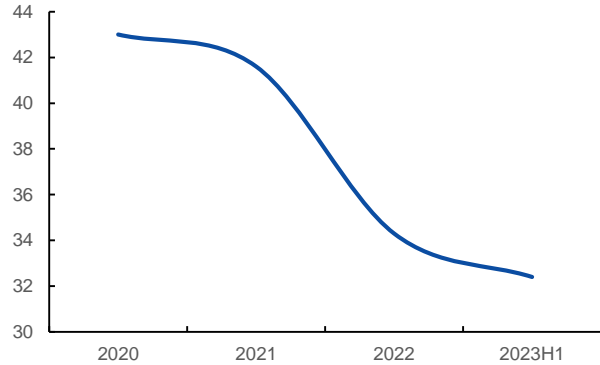


资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 18: 国内旅游客单价恢复情况 (2023 年 VS 2019 同期) 图 19: 2020 年至 2023 上半年奈雪的茶客单价 (元)



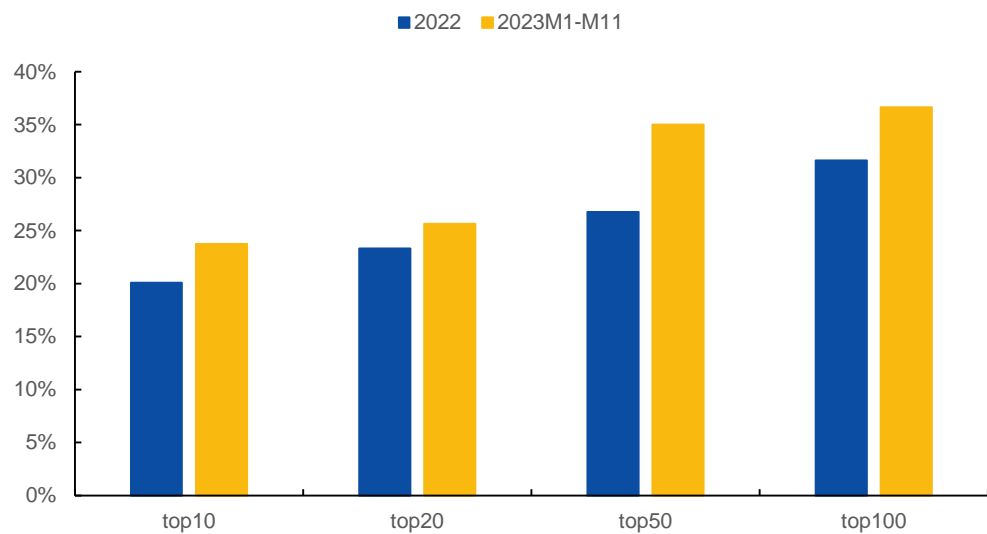
资料来源: 文旅部, 国元证券研究所



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

看好兼具产品力及性价比的国货崛起, 以及市场份额的提升。和海外品牌相比, 国货品牌在细分赛道中具备更强的性价比和快速反应的优势, 近年来国潮兴起, 而整个理性消费趋势带动下, 我们认为兼具产品力及性价比的国货品牌市场份额有望持续提升。以化妆品品牌为例, 今年高端市场受到冲击, 价格带下移, 在这种趋势下, 反而国货份额提升明显。

图 20: 天猫美妆国货市场份额变动情况



资料来源: 魔镜数据, 国元证券研究所

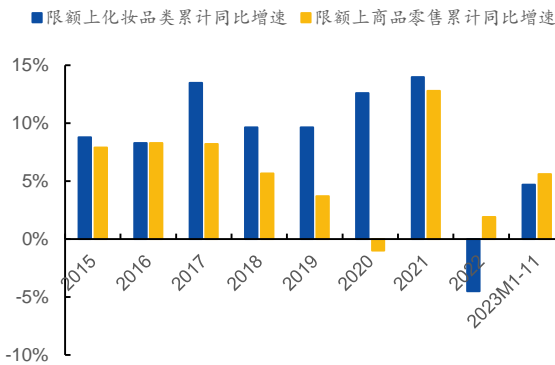
看好跨境电商及品牌出海。传统外贸以 ODM/OEM 代工为主, 2004 年开始跨境电商 B2B 发展模式起来, 2013 年-2019 年跨境 B2C 模式起航, 以亚马逊、速卖通为代表的跨境电商渠道不断涌现, 线上生态更为完善。同随着国内供应链能力大幅提升, 高质量品牌出海正式拉开帷幕, 跨境自主品牌、自建独立站、直播电商、全托管等模式出现。随着国内市场需求增速放缓, 海外市场成为国内品牌的“下一个增长点”。

2. 化妆品：关注上游成分创新及行业结构变化中国货份额提升

2.1 行业：大盘增速放缓，价格中枢下移

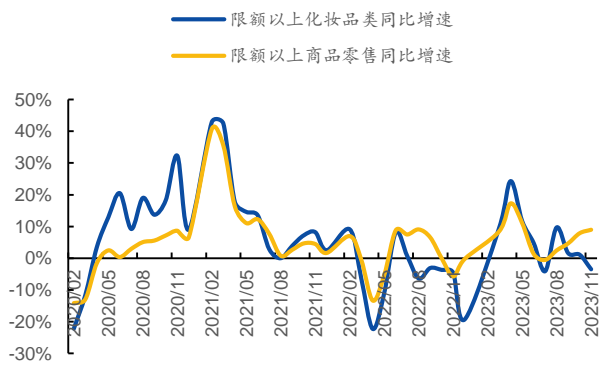
23 年化妆品社零消费增速低于大盘，整体表现偏弱。2023 年 1-11 月限额以上化妆品类商品零售额同比增长 4.7%，低于大盘增速，同期限额以上单位商品零售额增长 5.6%。分月度来看，4 月同比低基数下化妆品社零增速 24.3%，618 大促后 7 月行业同比增速转跌，9-11 月行业表现持续弱于大盘。横向比较社会消费品 15 个品类，相比 2021 年同期，化妆品增速位于第 9 位。

图 21：2015-2023 年限额以上化妆品类增长情况



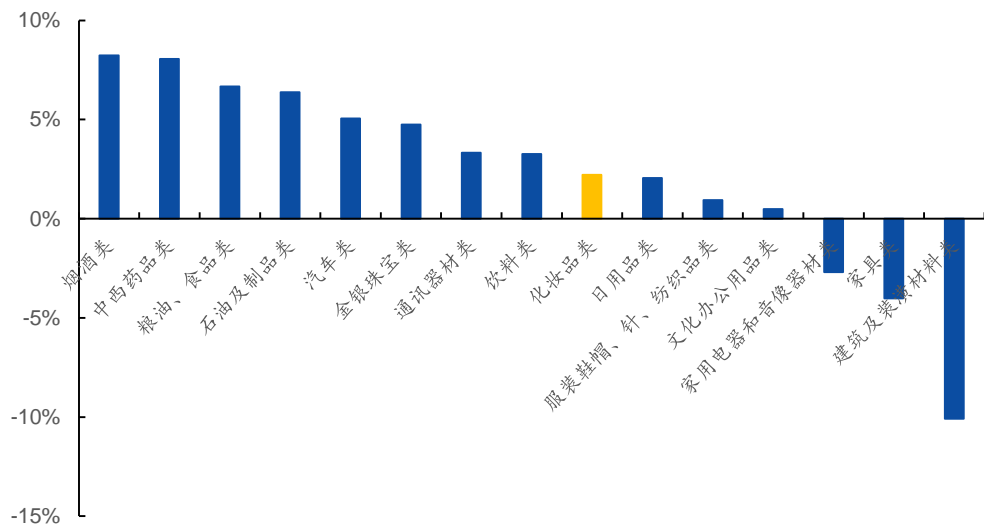
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 22：2020-2023 年限额以上化妆品类月度增长情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 23：2023 年 1-11 月限额以上各品类零售额 VS 2021 年同期增速对比



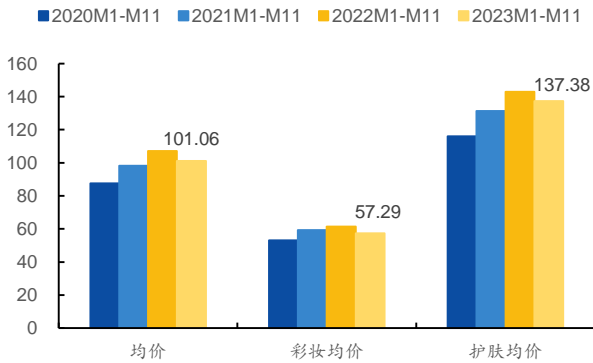
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

拆分量价来看，淘系价格中枢下移，销量端企稳，整体美妆消费趋于理性。我们拆分了淘系平台 2020-2023 年的表现，根据魔镜数据，化妆品大盘的整体均价从 22

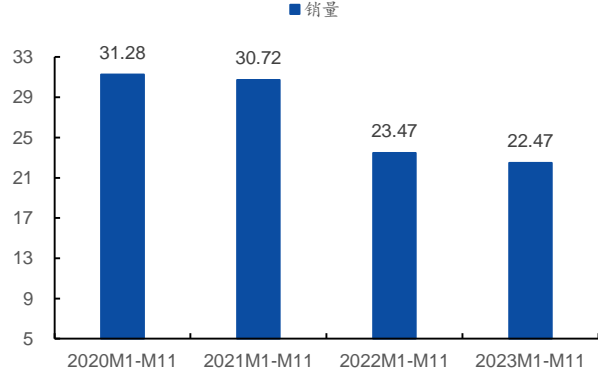
年 1-11 月的 107.01 元下降至 23 年 1-11 月的 101.06 元；其中彩妆均价由 61.35 元下滑至 57.29 元，护肤均价由 143.01 元下滑至 137.38 元。销量端，2023M1-M11 淘系化妆品大盘销量约 22.47 亿件，同比下滑 4.27%。

图 24：淘系化妆品大盘均价（元）

图 25：淘系化妆品大盘销量（亿件）



资料来源：魔镜数据，国元证券研究所



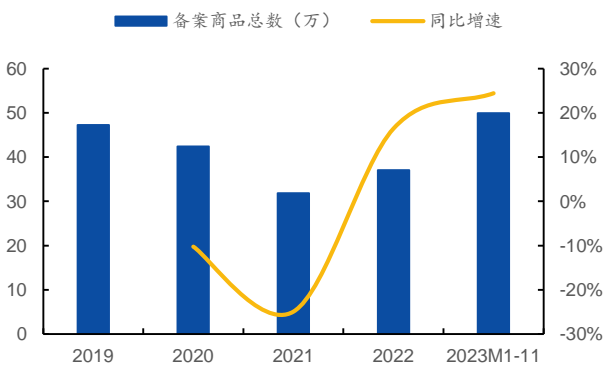
资料来源：魔镜数据，国元证券研究所

2.2 产品及成分：原料备案稳步增长，上游厂商资本化提速，品牌加码原研布局筑高壁垒

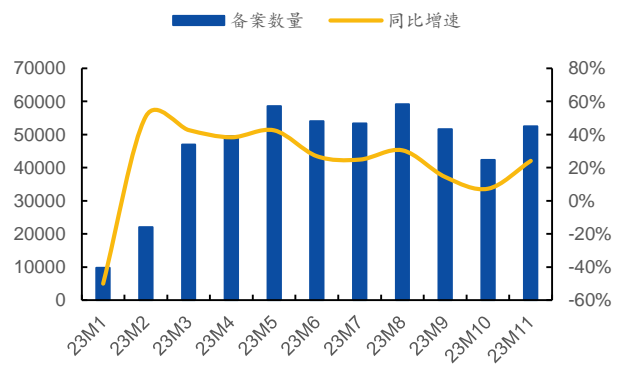
供给端来看，2 年磨合期后化妆品行业已平稳步入新规时代，23 年 1-11 月累计新增备案商品总量 49.98 万个，总量较 2022 年同期增长 24.44%。2021 年《化妆品功效宣称评价规范出台》，中国化妆品行业进入功效评价时代。新规下新产品上市周期和成本提高，对于品牌方而言推新门槛提升。2021 年化妆品备案数量收缩明显，2022 年备案数量开始回暖，同比增长 16.45%，2023 年 1-11 月累计化妆品备案数 49.98 万个，总量较 2022 年同比增长 24.44%。从备案清理情况来看，2022 年全国约有 27 万个化妆品备案号被取消，而 2023 年截至 8 月各地拟取消的化妆品备案产品总数仅 1.5 万件。整体来看化妆品行业经历两年磨合期已步入高质量发展阶段，备案热度回升。

图 26：我国化妆品备案商品数

图 27：23 年分月度化妆品备案商品数（个）



资料来源：国家药品监督管理局，美丽修行大数据，国元证券研究所



资料来源：国家药品监督管理局，美丽修行大数据，国元证券研究所

政策扶持原料创新，新原料备案数稳步增长，上游厂商资本化提速。2020 年起国家对化妆品行业新原料推出注册和备案制，新原料备案逐渐放开。2023 年备案化妆品新原料达 69 个，超去年全年，其中国产原料达 53 个。今年以来多地相继出台新

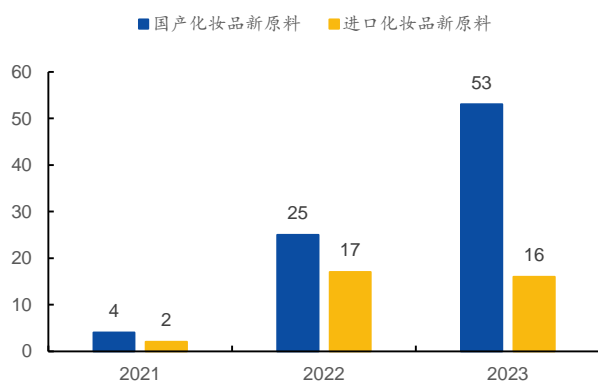
原料备案及特品申报激励政策，11月药监局发布《关于化妆品新原料鼓励创新和规范管理有关事宜的公告》，对于结合我国传统优势项目和特色植物资源的原料开发以及运用现代科学技术的原料创新给予明确支持。12月1日中检院发布《化妆品新原料沟通交流工作机制（试行）》，从流程上畅通和规范化妆品新原料注册人、备案人与技术审评部门之间的沟通交流。另一方面，经历疫情期间化妆品企业原料断供、短缺、成本上升等多重困难，资本市场对于原料端重视度不断提升，多肽、蛋白、多糖、核酸等生命活性成分以及合成生物学相关企业受到关注。2022年以来，包括瑞德林、中科欣扬、杉海创新、维琪科技、创健医疗等超10家原料企业获得融资，其中瑞德林、中科欣扬、创健医疗均有合成生物相关布局。此外，国内多肽头部原料商湃肽生物已递交招股书冲击创业板IPO。

表 3：今年以来多地相继出台新原料备案及特品申报激励政策

城市	相关政策	发布日期	相关激励政策
杭州市	《支持合成生物产业高质量发展的若干措施》	2023/9/7	对在 NMPA 注册或备案并成功纳入《已使用化妆品原料目录（2021 年版）》的化妆品新原料，核准后每项给予最高 30 万元资助；对从事化妆品研发生产的企业，通过注册程序获得特殊化妆品产品注册证，每个品种给予最高 10 万元奖励。
湖州市	《湖州市加快生物医药产业高质量发展若干政策》	2023/6/30	取得化妆品新原料注册证的，每个品种奖补 100 万元；取得化妆品新原料备案的，每个品种奖补 50 万元。单个企业每年奖补总金额不超过 200 万元。
广州市	《关于推动化妆品产业高质量发展的实施意见》	2023/2/24	对化妆品首次应用并被纳入我国已使用的化妆品原料目录的注册新原料一次性扶持 100 万元，单个企业每年不高于 500 万元。
常州市	《常州市关于支持合成生物产业高质量发展的若干措施》	2023/11/1	对于通过国家药监局备案的普通化妆品新原料和注册批准的特殊化妆品新原料，每个产品分别给予 50 万元和 100 万元奖励。
北京市	《关于支持美丽健康产业高质量发展的若干措施》	2023/9/25	按照《北京市高精尖产业发展资金管理暂行办法》，对符合条件的美丽健康企业给予支持。设立化妆品新原料创新奖励，对注册备案化妆品新原料的企业、取得新功效化妆品注册证的企业，分别给予奖励。
深圳市	《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	2023/7/24	对在 NMPA 注册备案并成功纳入《已使用化妆品原料目录》的化妆品新原料，经核准后每项给予最高不超过 100 万元资助。对利用中国特色植物资源，在 NMPA 注册备案并成功纳入《已使用化妆品原料目录》的化妆品新原料，经核准后每项给予最高不超过 200 万元资助。

资料来源：各地政府官网，国元证券研究所

图 28：2023 年国内化妆品新原料备案数量



资料来源：NMPA，国元证券研究所。

图 29：部分上游原料公司融资情况

公司名称	融资情况
瑞德林	2021 年公司完成了 A+ 轮及 A++ 轮超 2 亿元股权融资，2022 年完成近 3 亿元 B 轮融资，2023 年完成 B+ 轮融资，至此已完成六轮融资，累计获得基石资本、松来资本、东方富海、力合创投、珠海金航、横琴创投等机构投资近 7 亿元。
中科欣扬	2022 年完成 2 亿元 B 轮融资，由中金资本旗下中金佳泰基金领投，爱尔医疗、珀莱雅旗下嘉兴沃水战略投资参与。
杉海创新	2022 年完成了近 2 亿元人民币 A 轮融资，由朗姿韩亚，东方富海参与领投。2023 年获获欧莱雅集团旗下战略创新杉海创新风险投资基金 BOLD 少数股权投资。
维琪科技	2022 年完成超过 2 亿的 A 轮融资，由中金佳泰基金领投，松来资本和中信建投资本等跟投。
创健医疗	2022 年完成近 2 亿元 A 轮融资，由资生堂悦基金领投；2023 年完成超 2 亿元 B 轮融资，由全球最大的消费品 PE 机构、LVMH 集团旗下的创健医疗 LCatterton 和中信证券旗下中信里昂资本联合领投。
湃肽生物	2023 年递交招股书，冲击创业板 IPO，拟募资 12 亿元。

资料来源：公司公众号，湃肽生物招股书，国元证券研究所

品牌加码研发，布局上游原料端，构建护城河。上游原料商之外，品牌端公司也已成为化妆品新原料的重要备案方。2021 年来国内头部化妆品上市公司珀莱雅、贝泰妮、丸美股份、水羊股份、敷尔佳均有新原料备案。部分品牌选择与上游共研原料的方式进行布局，如珀莱雅与湃肽生物合作研发环肽-161，目前已在红宝石面霜

3.0 中得到商业应用。从消费者角度来看，品牌通过自研或共研原料的方式构筑壁垒顺应了功效时代消费者对于成分的关注，为新成分的推广提供沃土。从品牌方角度来看，原料由研发到应用全链路打通，下游产品应用也能够反哺上游研发创新形成良好闭环，助力品牌持续夯实产品力。我们认为品牌独家成分能够帮助品牌打造差异化竞争优势，同时加深强研发的品牌烙印，树立品牌形象。先发布局原料端的国货品牌有望在激烈的行业竞争中抓住消费者心智。

表 4：国内化妆品品牌加码原料端布局

国内化妆品品牌相关企业	备案号	标准中文名称	备案日期	使用目的
	国妆原备字 20220008	水解透明质酸锌	2022/4/20	皮肤保护剂，保湿剂
	国妆原备字 20220016	水解透明质酸钙	2022/7/12	皮肤保护剂，保湿剂
华熙生物科技股份有限公司	国妆原备字 20220026	N-乙酰神经氨酸	2022/8/19	抗皱剂，皮肤保护剂，保湿剂，抗氧化剂
	国妆原备字 20230046	氨基乙酰丙酸 HCl	2023/11/7	发用调理剂，保湿剂，抗氧化剂，角质剥落剂
珀莱雅化妆品股份有限公司	国妆原备字 20230045	3,3,5-三甲基环己醇琥珀酸酯二甲基酰胺	2023/11/3	皮肤保护剂，抗氧化剂
浙江湃肽生物股份有限公司	国妆原备字 20230023	环肽-161	2023/6/20	皮肤保护剂，保湿剂
湖南水羊生物科技有限公司	国妆原备字 20230030	吡咯并喹啉酮二钠盐	2023/8/2	皮肤保护剂
广东丸美生物技术股份有限公司	国妆原备字 20230042	黑参提取物	2023/10/25	抗皱剂，皮肤保护剂
	国妆原备字 20230034	指橙提取物	2023/09/25	皮肤保护剂，保湿剂
哈尔滨敷尔佳科技股份有限公司	国妆原备字 20230044	β-烟酰胺单核苷酸	2023/11/1	抗皱剂，皮肤保护剂，保湿剂，抗氧化剂
浙江欧诗漫集团德清生物科技有限公司	国妆原备字 20220029	酵母菌/珍珠发酵溶胞产物滤液	2022/9/13	皮肤保护剂，保湿剂，抗氧化剂
	国妆原备字 20230029	水龙(LUDWIGIA ADSCENDENS) 提取物	2023/7/26	皮肤保护剂，保湿剂
云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司	国妆原备字 20230059	蜂生假丝酵母/葡萄糖/扁核木油发酵产物	2023/12/11	-
	国妆原备字 20230060	蜂生假丝酵母/葡萄糖/椰子油/扁核木油发酵产物	2023/12/11	-
广州逸仙电子商务有限公司	国妆原备字 20230032	双歧杆菌/乳酸杆菌/大豆籽提取物发酵产	2023/9/21	皮肤保护剂，控油剂，保湿剂，角质剥落剂

资料来源：NMPA，国元证券研究所

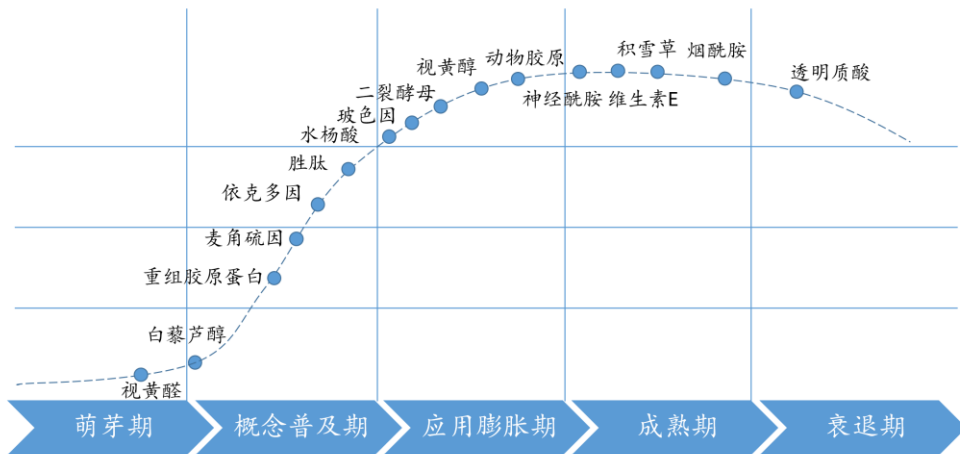
图 30：珀莱雅与湃肽生物共同研发环肽-161 应用于红宝石面霜 3.0



资料来源：珀莱雅公众号，国元证券研究所

具体到成分来看，供需共振下植物提取物和肽类成分热度居前，看好更多中国特色成分和中国科技在原料端的应用。需求端来看，根据美丽修行，2022 年热门榜单成分 Top500 中，植物提取物占比 70.93%，按照成分组别来看肽类成分占比居首达 19.21%。供给端来看，我国特色植物原料以及合成生物技术的运用是政策鼓励的重点。供需共振下，23 年上市公司有黑参提取物、指橙提取物、水龙提取物等多个植物新原料备案，湃肽生物采用独特生物技术对直链肽进行环化，制备出新原料环肽-161。长期来看，更多中国特色成分和中国科技在原料端的应用值得期待。

图 31：美丽修行 2023 成分生命周期曲线及潜力成分



资料来源：美丽修行大数据，国元证券研究所

2.3 渠道：抖音成品牌“胜负手”关键渠道，品牌持续调整线下布局

线上分平台来看，抖音延续高增长，成为品牌增长的关键渠道。从 2023 年 1-11 月销售情况来看，淘系仍为美妆线上销售第一大渠道，实现 GMV2271 亿元，同比-9.59%。抖音自 21 年明确兴趣电商定位，基于内容连接商品与兴趣用户后迅速起量，2023M1-M11 同比增速达 76%。品牌方面，2023 年头部国货品牌在抖音平台表现亮眼。从双 11 情况来看，护肤类目中国货品牌增速明显高于海外品牌，珀莱雅/韩

束/可复美增速分别为 269%/337%/263%。展望 24 年来看，我们认为抖音将依然是贡献品牌增长的核心渠道。

表 5: 2023 双 11 抖音美妆品牌 TOP10

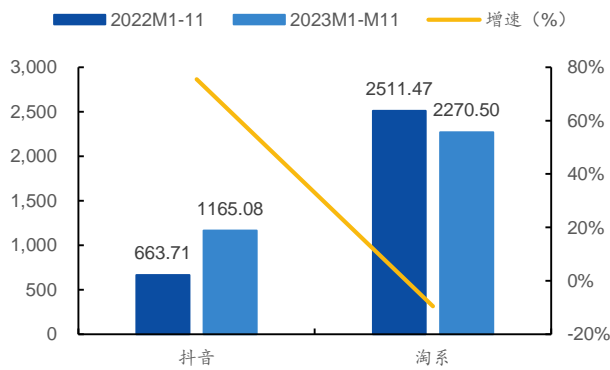
排名	品牌-护肤	销售额	增速	排名	品牌-彩妆	销售额	增速
1	珀莱雅	1 亿+	269%	1	VC	1 亿+	-
2	韩束	1 亿+	337%	2	彩棠	1 亿+	175%
3	欧莱雅	1 亿+	109%	3	圣罗兰	7500 万-1 亿	3525%
4	雅诗兰黛	1 亿+	62%	4	花西子	7500 万-1 亿	-
5	兰蔻	1 亿+	174%	5	卡姿兰	7500 万-1 亿	82%
6	海蓝之谜	1 亿+	106%	6	方里	7500 万-1 亿	420%
7	赫莲娜	1 亿+	136%	7	AKF	7500 万-1 亿	240%
8	后	1 亿+	-45%	8	3CE	7500 万-1 亿	32%
9	可复美	1 亿+	263%	9	柏瑞美	7500 万-1 亿	247%
10	玉兰油	1 亿+	-	10	柳丝木	5000 万-7500 万	331%

资料来源：青眼，蝉妈妈，国元证券研究所

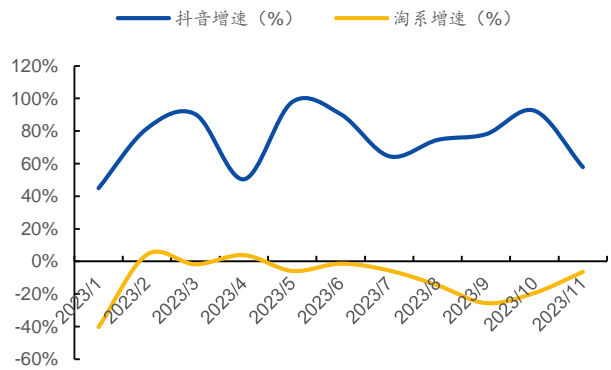
注：2023 年抖音双十一数据统计口径自 10 月 20 日-11 月 11 日。

图 32: 淘系及抖音渠道 M1-M11 销售额 (亿元) 及增速

图 33: 淘系及抖音渠道分月度销额增速



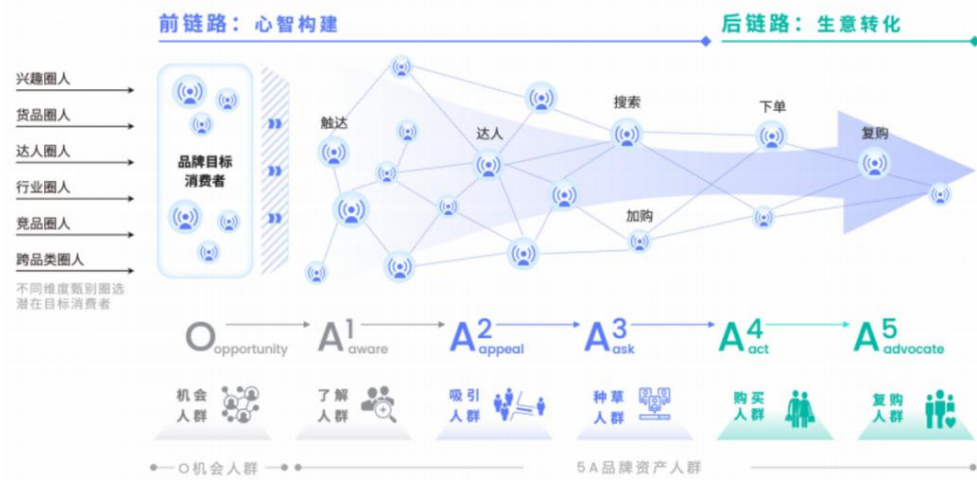
资料来源：魔镜，Datayes，国元证券研究所



资料来源：魔镜，Datayes，国元证券研究所

根据 Questmobile，抖音平台月活跃用户达到 7.43 亿，用户数量庞大，平台以内容生态为基，人群资产具备较大挖掘空间。QuestMobile2023 年 9 月数据显示，抖音 APP 覆盖用户规模达到 7.43 亿，同比增长 5.1%，平台用户数量庞大。根据巨量引擎推出的 O-5A 模型，按照消费者和品牌方关系的远近可将品牌方的人群资产分为 O 机会人群和 5A 品牌资产人群，即 A1 (了解人群)、A2 (吸引人群)、A3 (种草人群)、A4 (购买人群)、A5 (复购人群)，其中 A3 人群往往具备较高的购买潜力，对确定性转化起着核心作用。传统平台电商的运营往往是从 A3 阶段做起，着眼于后端的生意转化，而抖音凭借独特的内容生态积累了庞大的用户基础，能够提供大量的 O 机会人群以及将其逐步转化为 A3 人群的心智构建路径。具备较强人群精细化运营能力的品牌有望借助抖音进一步破圈，享平台增长红利。

图 34：抖音巨量引擎 O-5A 人群资产模型



资料来源：巨量引擎公众号，国元证券研究所

美妆短剧撬动流量杠杆，助力品牌破圈下沉市场。2023 年来抖音微短剧生态实现快速搭建，人均时长相比 2022 年同期则增加了 79%，多个美妆品牌通过定制短剧带动品牌销售。从内容上来看，美妆短剧多以爱情、家庭、职场等情感类话题为切入点，覆盖面更广，用户定位更精准，情景化的内容种草和软性植入使得消费者更易接受。以珀莱雅为例，短剧全职主妇培养计划聚焦“女性独立”主题，话题下的观众画像集中 24-40 岁年龄层，且女性占主体，这部分人群的护肤需求也与珀莱雅红宝石系列抗衰、紧致的产品理念相吻合。从效果上来看，对比传统 KOL 投放和平台种草，短剧能够以相对较低的制作成本在短时间内撬动较大流量，极大地缩短 O 机会人群向 A3 人群的转化链路，拉新更强、转化率更高。以韩束为例，2023 年与抖音头部短剧达人姜十七合作五部短剧，播放量超 50 亿。韩束通过短剧的形式放大了达人的拓新价值，积累了海量 A3 人群。A3 种草人群通过系统推荐或者品牌推流的方式进入到品牌的自播间，直接带动了植入产品红蛮腰礼盒的销量增长。根据青眼数据，1-11 月韩束品牌抖音平台累计 GMV 为 28.5 亿元，增速达 705.55%，居 1-11 月抖音美妆类目 TOP1。

表 6：2022-2023 年美妆品牌相关短剧统计

品牌	短剧	首播时间	播放量	集数	播放平台
丸美	靠近双子星	2022 年 10 月	1.2 亿	26	快手
韩熙贞	破浪	2022 年 10 月	1.0 亿	22	快手
韩束	以成长来装束	2023 年 2 月	6.5 亿	16	抖音
AHC	命中注定就是你	2023 年 3 月	1.2 亿	24	快手
韩束	心动不止一刻	2023 年 4 月	11.9 亿	16	抖音
韩束	一束阳光一束爱	2023 年 5 月	11.4 亿	16	抖音
福瑞达	那年那人那片花海	2023 年 6 月	/	24	优酷
韩束	全是爱与你	2023 年 7 月	9.9 亿	16	抖音
韩束	你终将会红	2023 年 7 月	9.4 亿	16	抖音
珀莱雅	反抗背后	2023 年 9 月	0.8 亿	6	抖音
珀莱雅	反击吧妻子	2023 年 9 月	0.9 亿	6	抖音
C 咖	我猜你爱我	2023 年 9 月	9.1 亿	16	抖音
丸美	快乐的“遗愿”清单	2023 年 10 月	0.4 亿	6	抖音
丸美	被偷走的富婆人生	2023 年 10 月	0.2 亿	6	抖音
丸美	双 A 夫妇又美又飒	2023 年 10 月	1.4 亿	6	抖音
珀莱雅	全职主夫培养计划	2023 年 10 月	2.6 亿	16	抖音
珀莱雅	觉醒吧！恋爱脑	2023 年 11 月	2.3 亿	16	抖音

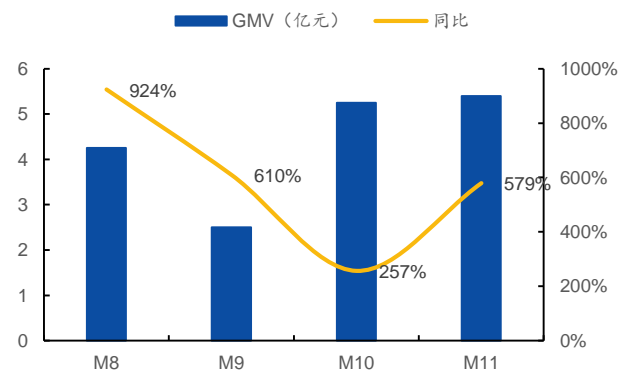
资料来源：化妆品观察，国元证券研究所
注：播放量统计截至 2023 年 12 月 1 日

图 35：珀莱雅定制剧聚焦女性主题推广红宝石系列



资料来源：抖音 APP，国元证券研究所

图 36：2023 年韩束抖音 GMV 在短剧撬动下实现高增



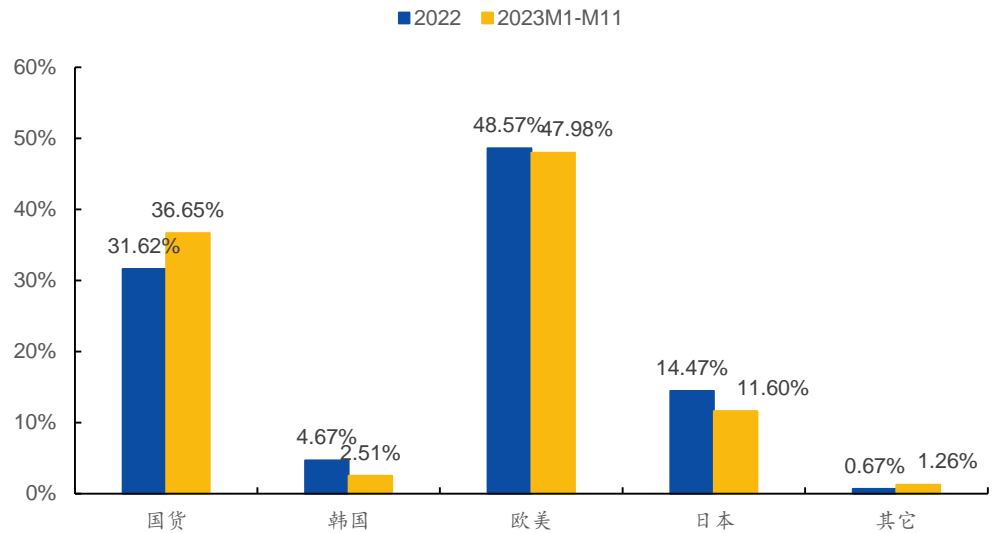
资料来源：青眼，国元证券研究所

线下方面，品牌持续调整线下渠道，布局优质点位，通过互动体验建立消费者链接，提升品牌调性。珀莱雅 2022 年起进行了多城市多点位的“早 C 晚 A 酒咖”线下快闪活动，进一步加强百货商场专柜建设，至今已入驻杭州西湖银泰、南京中央商场、成都伊藤洋华堂等多个核心商场。贝泰妮 23H1 新开线下直营店 35 家。可复美全国首家标准店 11 月落地西安王府井百货，水羊股份旗下高奢品牌伊菲丹中国首柜 9 月落地杭州武林银泰。

2.4 品牌：国货崛起正当时，美妆出海潜力广阔

性价比消费趋势下国货品牌快速崛起，从竞争格局上看，国货品牌占比显著提升，国际品牌中欧美品牌份额略有回落，受核污水排海影响日本品牌遇冷，韩系品牌式微。以天猫平台为例，分品牌国别来看，23年1-11月TOP100品牌中国货份额约37%，较去年全年提升5.03个百分点。欧美及日韩品牌占比均有不同程度下滑。其中欧美品牌仍占据天猫美妆半壁江山，下滑约0.6个百分点，日本及韩国品牌分别下滑2.87/2.16个百分点至11.6%/2.51%。从品牌国货和海外品牌市占率对比角度来看，1-11月天猫美妆TOP10/20/50/100的品牌中，国货GMV占比分别为24%/26%/35%/37%，各排名段份额较去年全年均有明显提升。头部品牌中，珀莱雅超过雅诗兰黛和兰蔻居第二，双十一登顶天猫美妆榜。日韩品牌承压背景下，中腰部品牌迅速补位，HBN旗舰店M1-M11销售额进入前20。抖音平台方面，1-11月TOP10品牌中国货占到5席，较去年增加一位，韩束登顶、珀莱雅居第三，极萌居第五，TOP10品牌中无一日韩品牌。

图 37：天猫平台 Top100 美妆品牌按国别分类占比



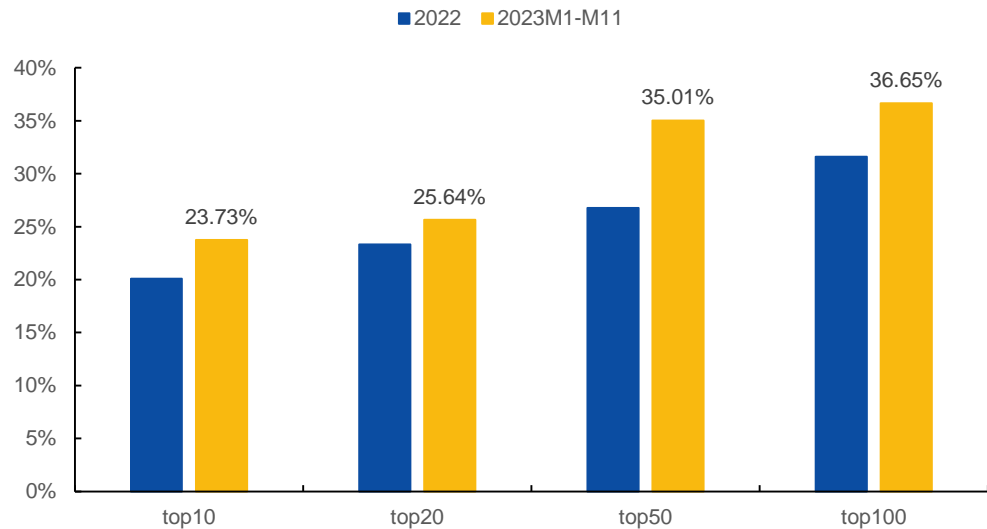
资料来源：魔镜数据，国元证券研究所

表 7：天猫护肤+彩妆店铺销售额排名

2020		2021		2022		2023M1-M11	
1	雅诗兰黛	1	欧莱雅	1	欧莱雅	1	欧莱雅
2	欧莱雅	2	雅诗兰黛	2	兰蔻	2	珀莱雅
3	兰蔻	3	兰蔻	3	雅诗兰黛	3	兰蔻
4	perfectdiary	4	花西子	4	珀莱雅	4	雅诗兰黛
5	花西子	5	perfectdiary	5	olay	5	olay
6	SK-II	6	SHISEIDO 资生堂	6	薇诺娜	6	薇诺娜
7	olay	7	薇诺娜	7	LA MER 海蓝之谜	7	修丽可
8	薇诺娜	8	珀莱雅	8	SK-II	8	LA MER 海蓝之谜
9	后	9	LA MER 海蓝之谜	9	KIEHL'S 科颜氏	9	HR 赫莲娜
10	HomeFacialPro	10	SK-II	10	SHISEIDO 资生堂	10	SHISEIDO 资生堂
11	自然堂	11	KIEHL'S 科颜氏	11	YSL 圣罗兰美妆	11	YSL 圣罗兰美妆
12	KIEHL'S 科颜氏	12	后	12	花西子	12	自然堂
13	SHISEIDO 资生堂	13	olay	13	修丽可	13	KIEHL'S 科颜氏
14	LA MER 海蓝之谜	14	HR 赫莲娜	14	HR 赫莲娜	14	法国娇韵诗
15	珀莱雅	15	修丽可	15	法国娇韵诗	15	SK-II
16	YSL 圣罗兰美妆	16	Colorkey 珂拉琪	16	自然堂	16	花西子
17	MAC 魅可	17	自然堂	17	Guerlain 娇兰	17	理肤泉
18	WIS	18	YSL 圣罗兰美妆	18	夸迪	18	HBN
19	geoskincare	19	Sulwhasoo 雪花秀	19	香奈儿	19	香奈儿
20	Colorkey 珂拉琪	20	3CE	20	肌肤之钥	20	Guerlain 娇兰

资料来源：魔镜数据，国元证券研究所
注：标黄为国货品牌。

图 38：天猫平台各排名段国货比例



资料来源：魔镜数据，国元证券研究所

表 8：抖音品牌 TOP10 情况

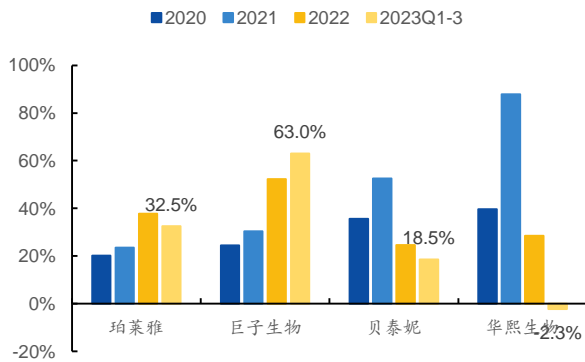
2021		2022M1-M11		2023M1-M11	
1	后	1	雅诗兰黛	1	韩束
2	花西子	2	后	2	欧莱雅
3	欧诗漫	3	花西子	3	珀莱雅
4	韩束	4	SK-II	4	雅诗兰黛
5	珀莱雅	5	珀莱雅	5	极萌
6	雪花秀	6	欧莱雅	6	海蓝之谜
7	雅诗兰黛	7	欧诗漫	7	兰蔻
8	SK-II	8	觅光	8	赫莲娜
9	自然堂	9	海蓝之谜	9	觅光
10	薇诺娜	10	兰蔻	10	花西子

资料来源：飞瓜数据，青眼，国元证券研究所
注：标黄为国货品牌。

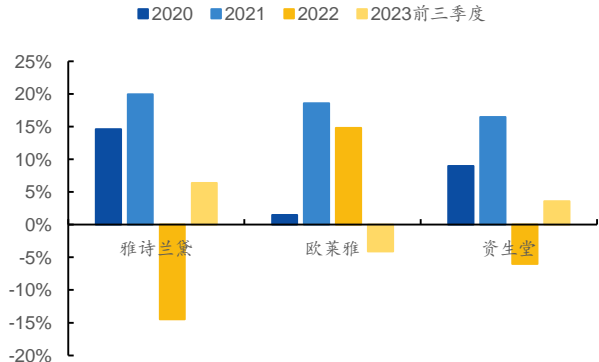
从财报表现来看，国际大牌在中国区增长明显疲软，国货头部品牌增长亮眼。珀莱雅、巨子生物、贝泰妮均保持较为快速的增长，2023 前三季度分别同比增长 33%、63%、19%。根据平台及品牌官方战报，今年双 11 珀莱雅登顶天猫及抖音美妆榜，可复美双 11 期间全渠道 GMV 同比增长 100%+，薇诺娜跻身天猫美妆类目 TOP5，取得历史最高排名。从 23 年国际大牌亚太/中国区市场表现看，增速均明显承压，前三季度雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂的营收增速分别为 6.4%、-4.1%和 3.6%，单 Q3 增速分别为 -6%/-15%/-9%。

图 39：国内头部化妆品公司收入增速

图 40：部分国际品牌亚太/中国区收入增速



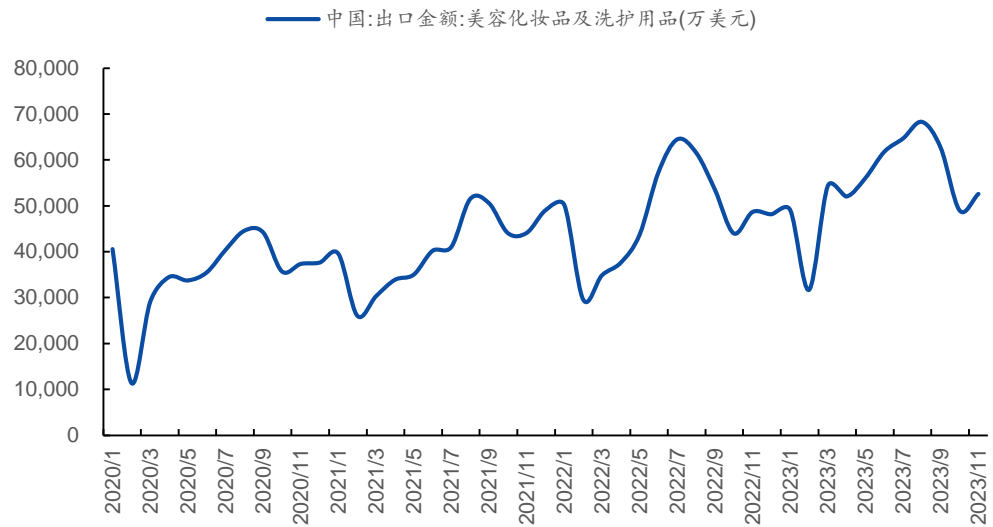
资料来源：iFinD，国元证券研究所



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

国货美妆多渠道出海，美妆产品出口金额逐年攀升。国内市场步入稳定增长阶段，品牌开始寻求通过跨境电商、自建独立站以及线下渠道方式实现品牌出海。23M1-M11 中国美容化妆品及洗护用品出口金额 60.21 亿美金，2 年 CAGR 达 17.48%。

图 41：2020-2023 中国美容化妆品及洗护用品出口金额



资料来源：海关总署，国元证券研究所

中国美妆出海品牌以新锐为主，品类集中于彩妆类目，地区以东南亚为主。未来，护肤品类以及海外成熟市场具备广阔空间。整体来看，目前我国布局出海的美妆品牌以新锐彩妆品牌为主，包括完美日记、花西子、滋色、珂拉琪、花知晓、INTO YOU 等，出海时间集中在 2020 年先后。护肤品类中，片仔癀、佰草集等基础护肤品类较早出海，功效护肤品牌中薇诺娜、润百颜已通过电商渠道布局多个海外市场。国内美妆品牌在制造端以及价格端具备明显优势。在多年国际大牌代工经验积累下，国内已经形成完整的美妆供应链，集群效应下成本优势显著，并能够通过产业链灵活调整对本土化、定制化需求做出快速响应。从区域来看，东南亚由于人口结构年轻化、电商渗透空间广阔以及与国内相对较小的文化差异成为国货出海的最热门市场。未来，护肤品类以及海外成熟市场具备广阔空间。

表 9：国货美妆品牌出海情况

品牌	出海时间	出海市场范围	出海方式	核心产品	品牌	出海时间	出海市场范围	出海方式	核心产品
薇诺娜	/	多地区	电商	特护霜	稚优泉	2020	东南亚、中国台湾	电商	唇釉
百植萃	2021	东南亚	电商	精华、防晒	滋色	2019	日本、美国	电商、线下门店	粉饼
一叶子	2019	东南亚	电商	面膜	珂拉琪	2020	东南亚、日本、中国台湾	电商	唇釉
润百颜	/	多地区	电商	面膜、精华	卡姿兰	2019	近乎全覆盖	电商	眉粉
佰草集	2008	多地区	丝芙兰、海外旗舰店	面霜	Hedone	2020	东南亚	电商	眼影
自然堂	2018	澳洲、越南美国	电商	面膜	INTO YOU	/	东南亚	电商、线下渠道	唇釉
御泥坊	2013	东南亚	电商	清洁面膜	诗佩妮	2020	东南亚、中东	电商	腮红
植物医生	2019	日本、新加坡、中国香港、东南亚	单品牌店	水乳	花知晓	2019	日本、东南亚	美妆集合店	腮红、口红
片仔癀化妆品	上世纪80年代	多地区	/	珍珠膏	菲鹿儿	2016	东南亚、中东、北美	电商	眼影
养生堂	2017	日本	KIMURASAE代理	补水喷雾面膜	她素	/	东南亚	电商	眼影
麦吉丽	/	全球	云仓、免税店	贵妇膏 平衡水等	VNK	2020	东南亚	电商	口红
相宜本草	2019	法国等	/	红景天面霜 龙胆冻干面膜	候爱/holdlive	2020	东南亚	电商	眼影
纽西之谜	2019	东南亚	电商	面膜等	玛丽黛佳	2017	泰国、马来西亚、新加坡	丝芙兰	气垫
完美日记	2020	东南亚、日本、中国台湾	海外官网、电商	口红	Yes! IC	2018	日本	丝芙兰	眼影
花西子	2019	日本、东南亚	电商，快闪店	散粉	Girlcult	2020	日本、中国台湾	线下门店	腮红
橘朵	/	东南亚、日本、澳洲	电商、海外旗舰店	腮红	戈戈舞	/	美国、中国台湾	电商	唇釉
酵色	2022	加拿大	线下集合店	唇釉	卡婷	2019	加拿大、墨西哥、东南亚、日本、俄罗斯、中东、欧洲、中国台湾	海外官网、电商	唇釉
毛戈平	2020	近乎全覆盖	丝芙兰	粉膏	美康粉黛	2019	美国	电商	粉底
彩棠	/	多地区	电商	修容	火烈鸟	2019	东南亚、美国	电商	睫毛膏

资料来源：聚美丽公众号，国元证券研究所

总结来看，2023年1-11月化妆品社零增速4.70%，未能跑赢消费大盘，相较于2017-2021双位数以上的行业增长，景气度有所回落。趋势上看，整体价格中枢有所下移，结构上国货凭借价格及性价比优势市场份额提升。展望2024年我们看好：

1) 上游：原料重要性在化妆品产业链中凸显，政策+资本双重赋能，关注国内头部原料商“中国成分”的开发以及合成生物等技术落地。

2) 品牌商：国货品牌市场份额持续提升，抖音渠道依然是明年品牌增长“胜负手”的关键渠道，其月活跃用户达到7.43亿，用户数量庞大，人群资产具备较大挖掘空间，重点关注人群运营和营销破圈综合打法。同时头部品牌积极探索出海赛道，开辟更广阔的市场，出海的机会值得关注。

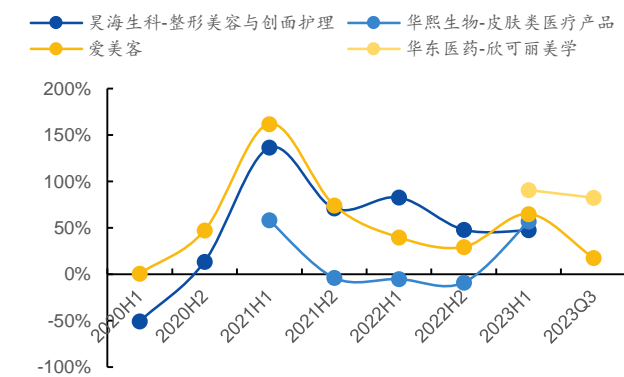
3. 医美：机构老客重要性凸显，上游关注新产品新材料新适应症

3.1 医美行业：老客经济重要性凸显，长期渗透率提升逻辑不改

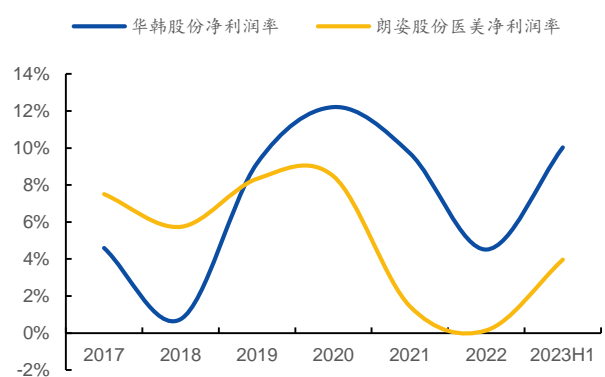
复盘 2023 年医美行业，低基数下今年整体医美行业增长良好。疫后整体医美上下游在去年低基数下回暖明显，上游药械厂商方面，前三季度爱美客/昊海生物玻尿酸产品/华东医药国内医美分别增长 45.71%/50%+/88.79%，上半年华熙生物皮肤类医疗产品实现收入 3.26 亿元，同比增长 56.76%。机构端来看，上半年华韩股份及朗姿医美业务增速分别达到 27.10%/44.12%，同时利润率修复明显，上半年华韩及朗姿医美业务净利润率分别为 10.02%/ 3.97%，较去年同期提升 1.24pct.及 4.49pct.。

图 42：医美上游代表上市公司收入增长情况

图 43：华韩股份及朗姿股份医美业务净利润率



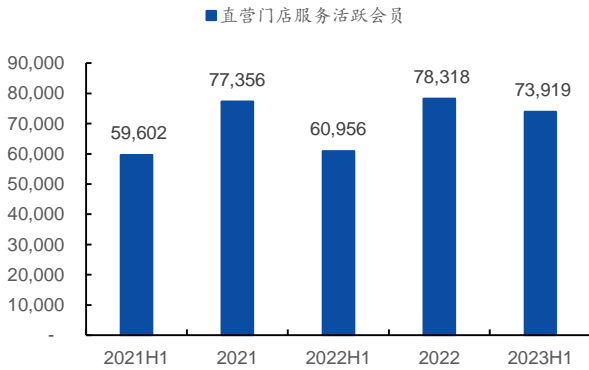
资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：公司公告，国元证券研究所

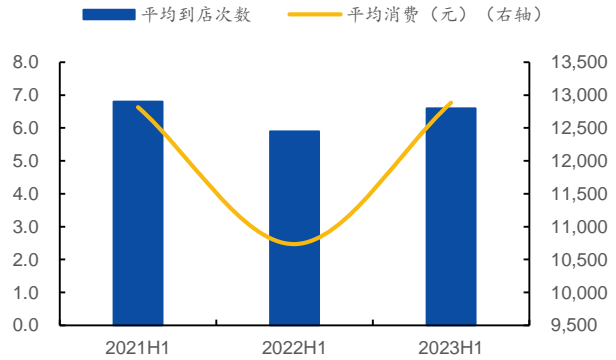
对于机构来说，老客运营重要性持续凸显，新客拓展放缓，但行业长期渗透率提升趋势不改。受到监管以及消费趋势的影响，医美行业在获取新客方面依然有所压力。从新氧的 MAU 情况来看，整体活跃用户数自 22 年来有所下滑。根据美丽田园公告的客流数据，23H1 直营门店服务活跃会员数较 22 年略有下滑，但客户的平均到店次数以及平均消费较 2022 年同期均有明显回暖。在这一背景下存量客户运营重要性凸显，根据艾尔建联合德勤的调研数据，2021-2022 年间，年消费 5 万元以上老客的消费意愿不降反升，整体消费展现出较强韧性。2024 年来看我们认为“老客经济”重要性依然突出，存量客户的消费韧性有望支撑终端机构的稳定经营。从长期来看，目前我国医美的人群渗透率相较医美发达国家仍有巨大提升空间，需求端人群渗透率提升逻辑仍然不变，根据 Frost & Sullivan 预测 2025 年市场规模有望达到 3529 亿元。

图 44：美丽田园直营门店服务会员数



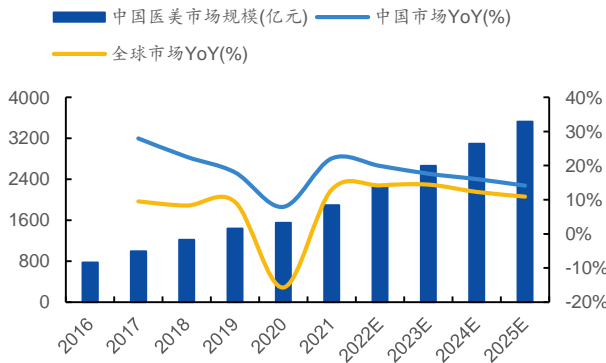
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 45：美丽田园直营门店顾客平均到店次数及平均消费



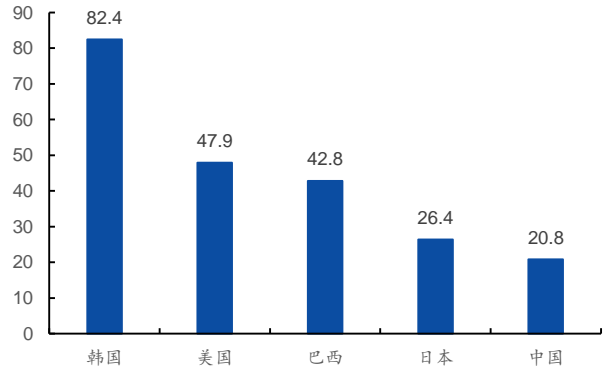
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 46：2016-2025E 中国医美市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所

图 47：代表国家每千人医疗美容治疗次数（2020 年）



资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所
注：包括医疗美容手术类和非手术类治疗

监管规则逐步细化完善，行业进入体系化高质量合规发展阶段。自 2021 年 5 月，国家卫健委等 8 部委发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，医美行业对于合规性的监管愈发强化。今年以来看，药监局共发布了三次医疗分类界定结果汇总，新增约 77 项产品界定，针对市面上热度较高的肉毒素、胶原蛋白、透明质酸钠以及射频美容设备等上游药械产品，在药械分类、注册审查、追溯体系建设等方面均进行了细化和完善。以水光针为例，2021 年 11 月被纳入三类械监管，今年 5 月对于技术审评要点进一步明确，建议可用于评价产品安全有效的受试者数量不少于 400 例。与此同时对于下游医美机构以及宣传平台的监管也在稳步推进，立法执法机关都已逐步从由被动治理转为主动出击，行业步入高质量展快车道。

表 10：2023 年中国医美相关监管活动梳理

时间	发布部门	政策名称	政策内容
2023/1/19	国家药监局	《关于加快推进注射用 A 型肉毒毒素追溯体系建设工作的通知》	在销售注射用 A 型肉毒毒素时，应通过追溯系统向下游企业提供相关追溯信息。
2023/1/28	国家药监局	《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准的公告	规定了重组人源化胶原蛋白的质量控制、技术要求、试验方法、稳定性、生物学评价以及包装、运输和贮存等
2023/3/3	国家药监局	《加快推进注射用 A 型肉毒毒素追溯体系建设》	2023 年 5 月 31 日前完成追溯系统基础信息的维护
2023/4/12	国家药监局器审中心	《射频美容设备注册审查指导原则》	指导注册申请人对射频美容设备注册申报资料的准备及撰写，为技术审评部门审查注册申报资料提供参考。
2023/4/18	国家市监总局	《医疗美容消费服务合同(示范文本)》	明示查证溯源渠道，加强对机构经营行为的规范。引导机构规范。示范文本专门提示消费者理性消费。
2023/5/4	国家市监总局等十一部门联合印发	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	强调跨部门综合监管，在现有法律法规框架下从登记管理、资质审核、联合抽查检查、协同监管、行刑衔接等多个维度同时发力
2023/5/17	国家药监局器审中心	《透明质酸钠复合溶液临床试验技术审评要点(征求意见稿)》	明确了复配型水光针的临床注册路径、临床试验设计路径，对照组路径，入选标准及评价指标、临床试验样本量和随访时间，建议可用于评价产品安全有效的受试者数量不少于 400 例（试验组和对照组各 200 例）
2023/5/23	国家药监局器审中心	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则》、《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	明确了重组人源化胶原蛋白原材料性能研究、材料免疫学安全性研究、材料生物学风险评估、稳定性研究与直接接触性容器/材料研究等评价要点
2023/5/29	国家市监总局	《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理办法(征求意见稿)》	完善优化“三品一械”广告审查制度，进一步落实企业主体责任，便利企业经营活动，激发企业发展活力
2023/5/30	国家药监局	《医疗器械经营质量管理规范(修订草案征求意见稿)》	从事医疗器械经营活动，应当在医疗器械采购、验收、贮存、销售、运输、售后服务等全过程采取有效的质量管理措施
2023/8/10	国家药监局标管中心	《医用敷料类产品分类界定指导原则(征求意见稿)》	明确了 18 类“医用敷料”产品的监管类别，按照三类器械管理的医用敷料有 3 类，分别为成分可被人体全部或部分吸收的医用敷料、具有防粘连功能的医用敷料、用于体表慢性创面或是用于体内创面护理的医用敷料。
2023/11/23	国家药监局标管中心	《美容用途超声器械分类界定指导原则(征求意见稿)》	利用高频超声波使人体组织变性，实现美容抗衰作用的超声类设备将划分为第三类医疗器械。

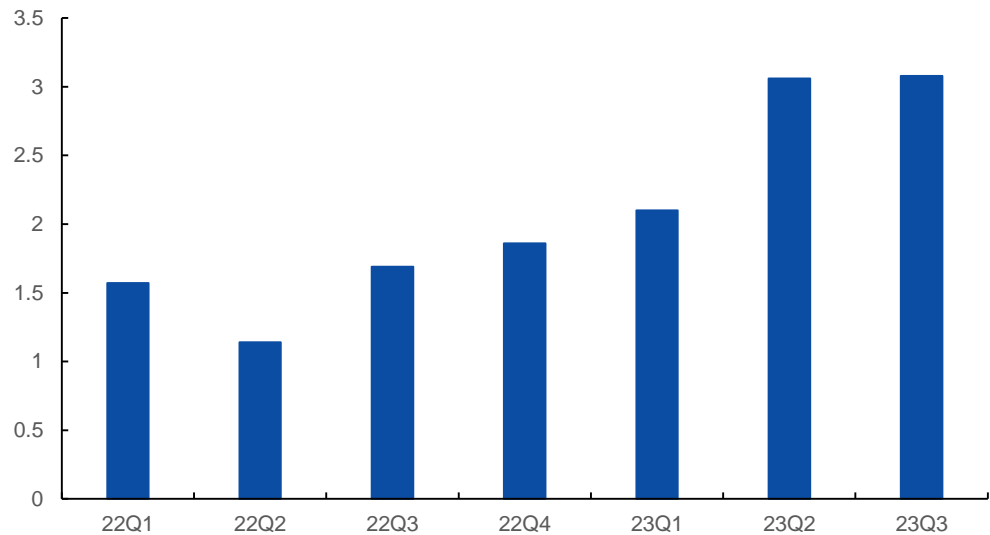
资料来源：NMPA，国家市场监督管理总局官网，国元证券研究所

3.2 产品端：关注再生、重组胶原蛋白、减重、光电等潜力赛道

再生类产品进入第三年放量良好，24 年预计有新品获批，老产品关注系列化、新剂型、新适应症开发。2021 年是国内再生元年，华东医药的少女针（CMC+PCL）、长春圣博玛的童颜针（PLLA）、爱美客的濡白天使（PLLA+HA）三款再生类医美产品获批。2023 年是再生类产品运营的第三年，2021-2023 市场尚未有其他产品获批，红利期再生类产品整体放量良好，2024 年市场有望迎来新品，我们认为老产品后续需要重点关注系列化、新剂型以及新适应症的开发。分产品看，华东医药欣可丽美学（少女针）22 年实现营业收入 6.26 亿元，23 年 1-9 月实现营业收入 8.24 亿元，同比增长 88.79%，单季度收入超过 3 亿。新剂型方面，少女针 Ellansé-M，已于 2023 年 3 月完成中国临床试验全部受试者入组，正在进行随访。爱美客方面，受濡白天使迅速增长的带动，2022 年凝胶类注射产品实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 65.61%。今年持续放量，半年度来看公司凝胶类注射产品实现营收 5.66 亿，同比增长 139.00%。系列化开发方面，2023 年 7 月 27 日，爱美客“如生天使”新品发布，采用了独家 SDAM-VAB 专利技术，通过氢键调控+预处理工艺的工艺改进降低微球和凝胶内聚力，具备高柔软性和高延展性，“濡白”精致塑形，深层韧带固定；“如生”柔美轮廓，浅层紧致收紧，濡白和如生作为国内首个上市的“双生天

使”产品，在施打部位及效果上可形成有效互补，满足更多元的医美诉求，目前“如生”处于产品爬坡阶段。明年新品方面，江苏吴中 AestheFill 童颜针有望在 2024 年 Q1 取证，预计 Q2 上市，根据医与美前沿报道，高德美旗下塑然雅、普丽妍医疗普丽妍童颜针、兴科蓉医药少女针也有望陆续在 24 年获批，后续包括杭盖生物、四环医药、西宏生物等多家再生产品储备中。

图 48：华东医药旗下欣可丽美学季度收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

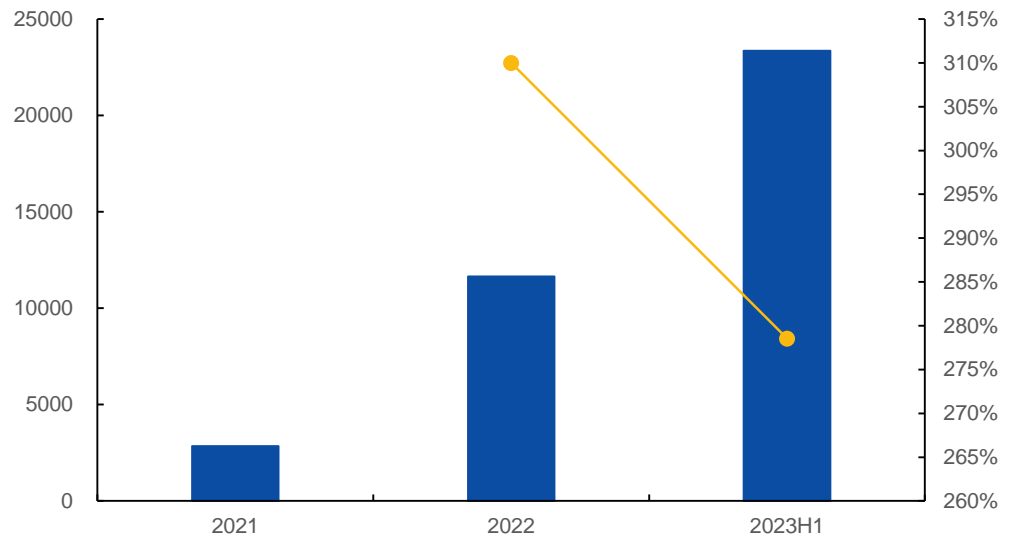
重组胶原蛋白方面，仅锦波生物两款产品获批，目前功效偏重眼周和面部焕新及补充胶原。胶原蛋白填充剂不仅可以通过物理填充除皱，还能够增强组织活性，促进胶原蛋白再生，对比玻尿酸填充，具有效果自然、带有美白功效的优点。重组胶原相对动物胶原排异反应小，安全系数高。目前重组胶原蛋白可注射医美三类医疗器械仅有锦波生物的两款，分别是 21 年 6 月获批的重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维以及 23 年 8 月获批的注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液，适应症均为用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）。锦波旗下品牌薇旖美针对重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维推出极纯和至真两款三类产品，其中至真规格更大，在原有 164.88° 三螺旋结构上，采用 NSA 纳米微距自组装技术，通过缩短蛋白分子间纳米级微距，形成更致密的胶原纤维网。主要功效上，极纯针对眼周，至真聚焦面部胶原新生；治疗周期官方建议一个疗程 3 次，间隔分别 1 个月和 1.5 个月，频次较高，复购率较高，产品粘性强。今年上半年锦波生物单一材料医疗器械（主要为薇旖美）销售收入达到 2.34 亿元，同比增长 278.53%。

表 11：薇旖美产品情况

产品展示	规格	技术原理	主要功效	治疗周期
薇旖美极纯 III 型	4mg	采用 RSA 重组人源化自组装技术，形成 164.88° 三螺旋结构，支持成纤维细胞合成各种型别胶原蛋白和透明质酸发挥作用。经超滤纯化后胶原纯度超 99%，生物活性是人胎盘提取胶原蛋白的近 2 倍。	温和补充眼周所需胶原，同时重建皮肤功能，组织多重新生，焕发眼周新活力。有效应对眼周三大困扰：细纹、松弛、暗沉。	建议一个疗程 3 次，间隔一个月治疗，疗程后根据改善情况，2 至 3 个月治疗一次
薇旖美至真 III 型	10mg	采用 NSA 纳米微距自组装技术，将多个三螺旋结构组成致密胶原纤维。2.5 倍活性胶原纤维，牢牢束紧胶原蛋白网，直接补充细胞外基质，有效实现胶原直补和新生。	作用于面部多层次，可以使皮肤、脂肪、肌肉、带全层次得到改善。胶原持续新生，有效解决面部弹性缺失、皱纹增多、脂肪流失、肌肉松垂等衰老问题，实现全面抗衰逆龄。	建议一个疗程 3 次，间隔 1.5 月治疗，疗程后根据改善情况，3 至 5 个月治疗一次

资料来源：官方公众号，国元证券研究所

图 49：锦波生物-重组 III 型人源化胶原蛋白植入剂收入/单一材料医疗器械（万）及增速



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：2023H1 数据为公司披露的单一材料医疗器械营业收入及增速

重组胶原蛋白原料端难点包括产率和收率、全长链条的制备以及三螺旋结构的攻克。从制备的表达体系来看，重组胶原蛋白的研发经历了从哺乳动物细胞到昆虫细胞、植物细胞，到现在的以大肠杆菌、毕赤酵母为主的这个微生物发酵来获取的历史过程。目前重组胶原蛋白原料的几大难点包括：(1) **产率和收率**，以巨子为例，巨子生物拥有行业领先的纯化和回收率，通过高密度发酵策略及高效分离纯化工艺，其重组胶原蛋白靶蛋白在经过一轮加工后重组胶原蛋白的回收率达到 90%。(2) **全长链条**，发酵环境中，蛋白需要酶催化但又容易被酶分解，做到全长链技术壁垒高，同时全长链意味着和人体氨基酸序列完全一致，功效更全面。(3) **三螺旋结构**：一方面可以通过全长单链羟基化等过程合成，另一方面可以通过哺乳动物细胞获得全

长三螺旋结构。目前三螺旋结构各大厂商还在持续研发攻克阶段，江苏吴中与东万生物合作采用哺乳动物细胞表达体系，其重组人胶原蛋白是唯一获得中检院三螺旋检测认证的，分子量达到 300kDa，表观形状接近动物源胶原蛋白。

I/III 型胶原蛋白应用较为广泛，XVII 型抗衰及生发应用受关注，联合方案前景可期。 XVII 型胶原蛋白是一种跨膜型非成纤维胶原蛋白，可由毛囊干细胞分泌表达，是维护毛囊干细胞的关键分子，在头皮护理和生发领域具备重要功效。此外，XVII 型胶原作为基底膜上的跨膜蛋白，可同时修复基底膜带、促进 I 型、III 型等真皮层胶原新生，日前锦波生物旗下薇旖美已推出 3+17 型重组胶原蛋白联合治疗方案新品项。

表 12: XVII 型胶原蛋白与 I 型、III 型胶原蛋白对比

图示	成分	17 型胶原	1、3 型胶原	
	结构	钥匙状	三螺旋	
	功能类型	信号调控型		直补营养剂
	主要作用层次	表皮-基底膜带		真皮
	功效	通过调控细胞自净，修复基底膜带，促进表皮再生，对抗皮肤衰老		通过营养补给支撑达到紧致饱满皮肤的作用
	联系	17 型胶原可同时促进 1 型、3 型、4 型、7 型胶原蛋白的再生		

资料来源：米兰柏羽公众号，国元证券研究所

整体重组胶原蛋白赛道市场空间广阔，目前仍处于发展的早期阶段，新品有望充分享受红利期，除了锦波以外，巨子、创健等多个国内厂商加速布局，明年有望迎来新品上市，其中重组胶原蛋白肌肤焕活类产品进展快于填充类产品。从产品管线来看包括巨子生物、江苏创健、华熙生物、聚源生物、福瑞达等多家厂商均有三类械布局。其中巨子生物重组胶原蛋白液体制剂以及重组胶原蛋白固体制剂已经进入临床阶段，预计 2024 上半年获批；江苏创健在研三类医疗器械管线 10 余个，其中已有 5 个产品进入临床试验阶段。预计 2024-2025 年重组胶原蛋白三类械将迎来拿证高峰期。类型上来看，偏肌肤焕活类的产品更为成熟获批进展更快，偏填充类则相对慢一些，需要通过交联的方法或者攻克三螺旋结构达到更好的支撑和抗降解性效果。

表 13：重组胶原蛋白行业重点公司布局

公司	表达体系	产能	已有业务布局	胶原蛋白类型	三类械管线布局
巨子生物	毕赤酵母菌、大肠杆菌	10.9 吨，募投扩产 212.5 吨	原料+自主品牌(功效护肤品+二医用敷料)	I 型、III 型	两款产品预计 2024 上半年获批；两款 2025 年获批
锦波生物	大肠杆菌	注射级重组胶原蛋白原料 118 千克，募投扩产 200 千克	原料+代工+自主品牌(三类植入剂、医用敷料、功效护肤品)	I 型、III 型、XVII 型	两款面部填充产品获批，女性私密三类医疗器械 7 月已提交注册
创健医疗	毕赤酵母菌	2.5 吨+	原料+代工+自主品牌(二类医用敷料)	I 型、II 型、III 型、XVII 型	NMPA 已申报
聚源生物	毕赤酵母菌	重组胶原蛋白高纯粉末年产能达 20 吨	原料+代工(功效护肤品)+自主品牌	I、III 型	在研
江苏吴中	毕赤酵母菌、大肠杆菌、哺乳动物细胞(东万生物)	/	原料+代工+自主品牌(二类医用敷料)	I、III 型	两款产品预计 2026 获批
福瑞达	/	/	自主品牌(功效护肤品+二类医用敷料)	III 型	在研

资料来源：公司公众号，公司官网，巨子生物、锦波生物招股书，国元证券研究所

减重赛道备受关注，国内 2023 年两款 GLP-1RA 减重适应症药物获批，看好相关公司布局。2023 年华东医药利拉鲁肽注射液以及仁会生物贝那鲁肽注射液相继于 5 月和 7 月获批肥胖或超重适应症。6 月诺和诺德 Wegovy 申报上市获 CDE 受理，10 月更新补充申请动态。江苏万邦、珠海联邦均有减重适应症研发布局，国内在研 GLP-1RA 减重适应症相关产品约 12 个。此外，爱美客利拉鲁肽注射液已完成 I 期临床试验，司美格鲁肽注射液处于临床前阶段，与质肽生物达成共同开发战略合作，获得诺和诺德司美格鲁肽生物类似药 ZT001 减重适应症大中华区权益，目前 ZT001 已进入三期临床。

光电方面，国内厂商研发创新以及资本化提速，关注具备核心技术和孵化爆品能力的头部厂商以及外延布局能量源医美赛道的美护上市标的。国内产能量源设备厂商早先多聚焦中低端市场，凭借价格优势抢占市场，近年来半岛医疗、奇致激光、吉斯迪、科英激光等经过多年发展已经进入行业靠前位置。2023 年 2 月科英激光申报的飞秒激光治疗产品获批上市，成为目前获批的四大产品中唯一国产品牌。随着国产品牌研发创新提速，产品线不断向中高端拓展。同时资本化提速，23 年奇致激光 IPO 申请已获得北交所受理。外延方面，各大医美厂商通过收购和投资的方式加速光电布局，2013 年复锐医疗收购飞顿，2021 年华东医药陆续收购西班牙 High Tech 及美国 Viora，昊海投资欧华美科 (EndyMed)，新氧收购奇致激光。2023 年贝泰妮集团投资威脉医疗 (Youmagic)，爱美客引入 Jeisys 旗下射频设备 Density 和超声设备 LinearZ。

表 14: 2023 年贝泰妮及爱美客光电医美布局

厂商	投资方	设备	能量源	功效	对标产品
威脉医疗	贝泰妮	YOUMAGIC	射频	单极射频，对面颈部进行无创抗衰紧致操作，深层刺激皮下胶原蛋白再生，解决因衰老导致的皱纹、松垮、下垂等皮肤问题。	-
Jeisys	爱美客	DENSITY	射频	单极射频+双极射频，单极高频传递到皮下脂肪层和筋膜层，双极高频传递分别到表皮和真皮层的上层，起到刺激胶原再生，紧致、除皱、提升的效果。	热玛吉
Jeisys	爱美客	LINEARZ	超声	高强度聚焦超声，深度可调，可治疗不同皮肤层。分为点模式和线模式，可用于面部提升、祛皱等。	超声刀

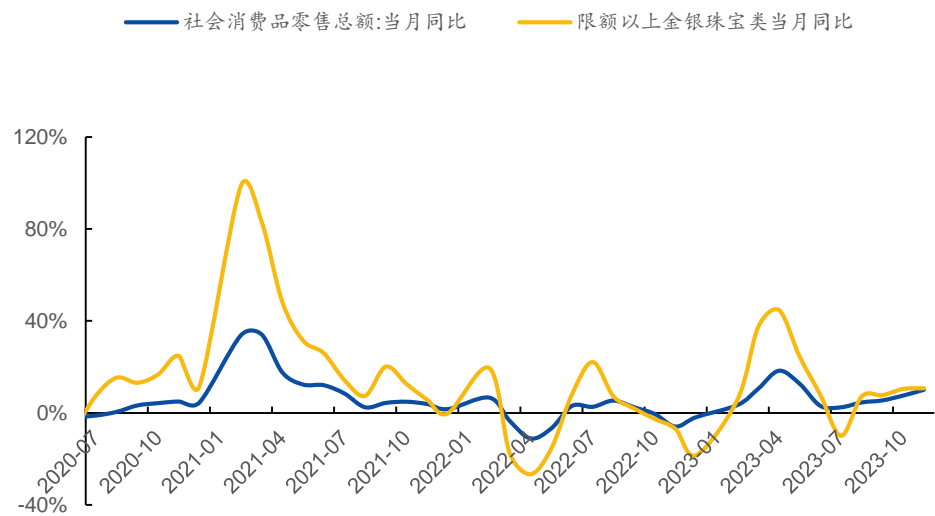
资料来源：YOUMAGIC 公众号，FDA，DENSITY 官网，LINEARZ 官网，国元证券研究所

医美行业 2023 在去年低基数下行业增长良好，对于终端机构来看，老客运营重要性持续凸显，新客拓展放缓，但行业长期渗透率提升趋势不改；监管方面，监管规则逐步细化完善，行业进入体系化高质量合规发展阶段。上游方面，重点关注再生、重组胶原蛋白、减重、光电等潜力赛道。（1）再生产品：进入第三年放量良好，24 年预计有新品获批，老产品关注系列化、新剂型、新适应症开发（2）重组胶原蛋白：市场上仅锦波生物两款产品获批，目前功效偏重眼周和面部焕新及补充胶原，消费频次较高，复购率较高，产品粘性强，增长亮眼。整体重组胶原蛋白赛道市场空间广阔，目前仍处于发展的早期阶段，新品有望充分享受红利期，除了锦波以外，巨子、创健等多个国内厂商加速布局，明年有望迎来新品上市，其中重组胶原蛋白肌肤焕活类产品进展快于填充类产品。（3）光电方面，国内厂商研发创新以及资本化提速，关注具备核心技术和孵化爆品能力的头部厂商以及外延布局能量源医美赛道的美护上市标的。

4.黄金珠宝：景气度有望延续，头部品牌集中度提升

投资+消费双重驱动下，2023年黄金珠宝消费维持高景气，增速优于社零大盘。2023年我国金银珠宝消费维持较高景气度，增速优于社零大盘，1-11月限额以上金银珠宝类零售额3024亿，同比增长11.9%，同期社会消费品零售总额增长7.2%。全年来看金价上行及地缘政治冲突引发宏观环境不确定性催生消费者投资保值需求。消费需求方面来看，1-3月在春节、元宵节、情人节多个节日催化下，需求集中释放，4月低基数效应下黄金珠宝社零同比增速达44.7%，7月黄金珠宝消费淡季增速出现回落，中秋国庆后逐步进入旺季，10月/11月，行业增速回暖，分别增长10.40%/10.70%。

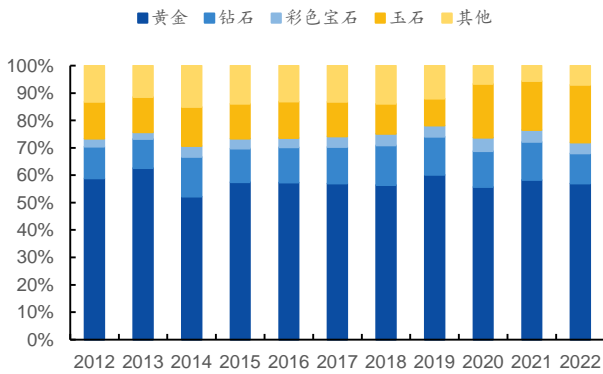
图 50：限额以上金银珠宝类当月同比变化情况



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

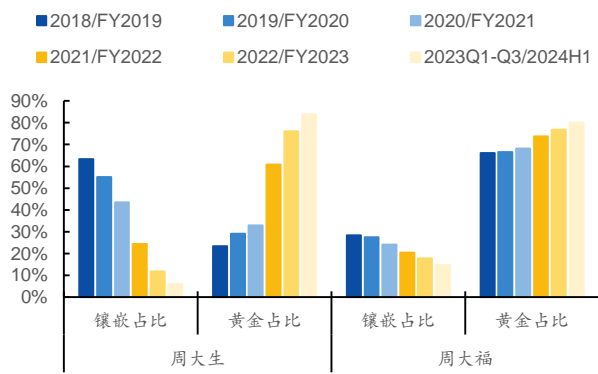
分品类来看，黄金占据主导地位，头部品牌商黄金占比持续提升，镶嵌占比继续回落。2022年黄金占珠宝首饰行业比重为57%，其次为玉石，占比21%，较2020年增加3.2个百分点，钻石占比11%，下滑2.9个百分点。零售终端来看，2023年4-9月周大福黄金产品占营收比重提升至80.1%，较去年同期增加12.8个百分点。周大生自营门店黄金占比达到83.83%，较年初提升7.66个百分点。

图 51：中国珠宝首饰行业细分品类占比



资料来源：中宝协，国元证券研究所

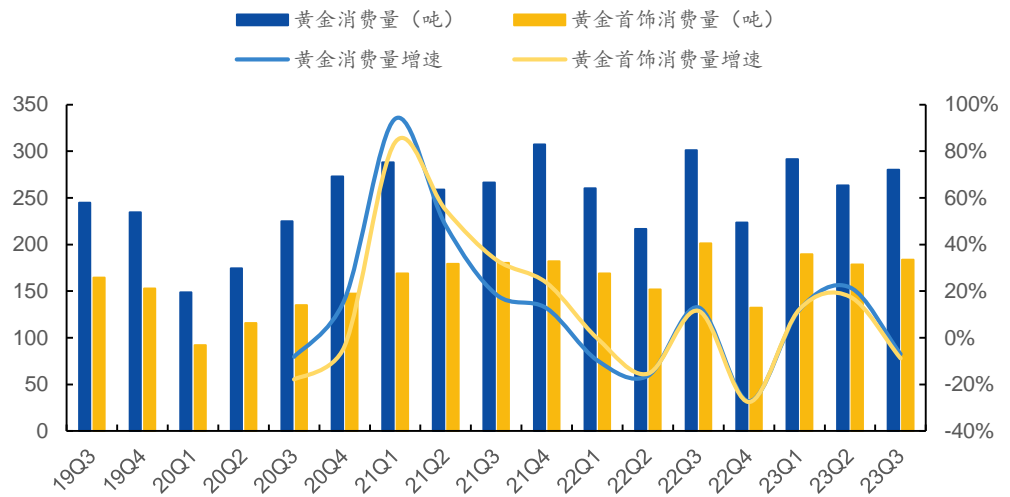
图 52：周大福/周大生（直营门店）镶嵌类及黄金类产品销售占比 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所
注：周大福财年年度为截止 3 月 31 止年度

金价持续走高，黄金消费量前三季度同比增长 7.32%。2023 年黄金价格震荡上涨，受人民币汇率影响国内黄金价格表现持续优于国际均价，10 月 7 日巴以冲突爆发全球避险情绪升温再度推升金价。截至 12 月 1 日沪金加权平均价格为 474.71 元/克，相比年初上涨约 16%。根据中国黄金协会，2023 年前三季度，全国黄金消费量 835.07 吨，与 2022 年同期相比增长 7.32%。其中：黄金首饰 552.04 吨，同比增长 5.72%；金条及金币 222.37 吨，同比增长 15.98%。

图 53：我国黄金消费量及黄金首饰消费量季度情况及增速



资料来源：中国黄金协会，国元证券研究所

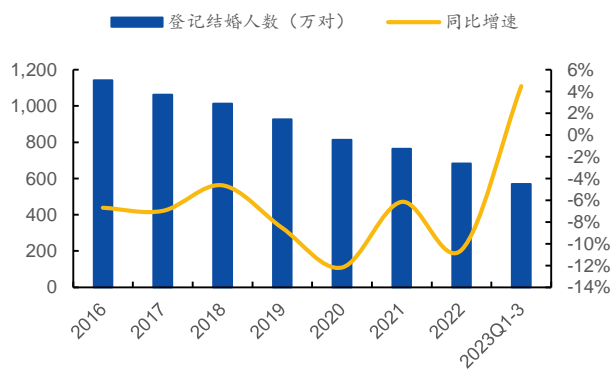
图 54：国内黄金价格和国际黄金价格变化情况



资料来源：上海黄金交易所，伦敦金银市场协会，国元证券研究所

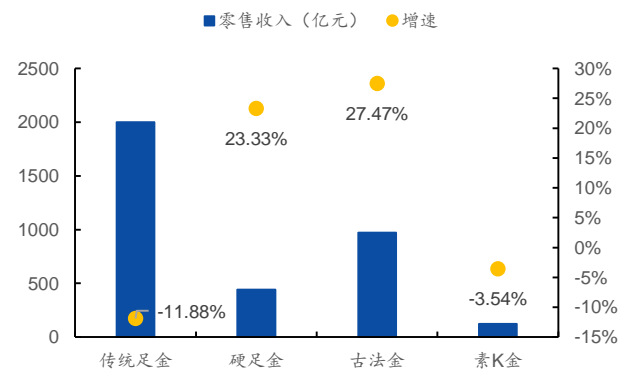
需求趋势来看，金价上行预期未改支撑投资需求，消费需求在新工艺以及悦己消费、国潮驱动下持续提升。黄金饰品在中国有坚实的文化基础，兼具消费及投资属性。投资方面来看，2024 金价上行预期未改，支撑投资需求。从消费方面来看，工艺改进叠加国潮兴起带动整体黄金佩戴需求提升。分消费场景来看，婚庆方面，结婚金饰是金饰消费的主要动力之一，自 2014 年起我国登记结婚人数连续下滑，2023 年前三季度，累计登记结婚人数 569 万对，同比增长 4.5%。日常佩戴方面，黄金产品工艺改进叠加国潮兴起，硬足金、古法金带动配饰需求增长。据中国黄金协会数据，2022 年硬足金、古法金零售收入同比增速达到 23.33% 及 27.47%。

图 55：我国登记结婚人数（万对）及增速（%）



资料来源：民政部，国元证券研究所

图 56：黄金产品中不同工艺黄金饰品收入及增速

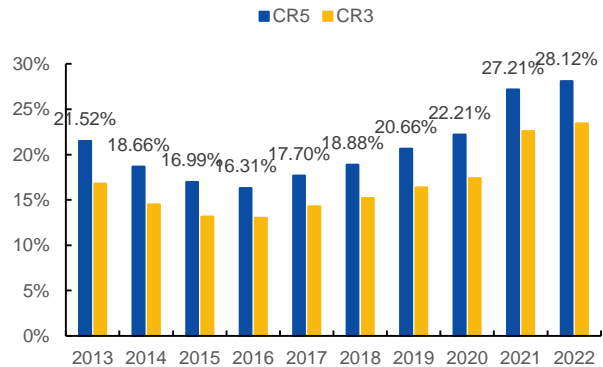
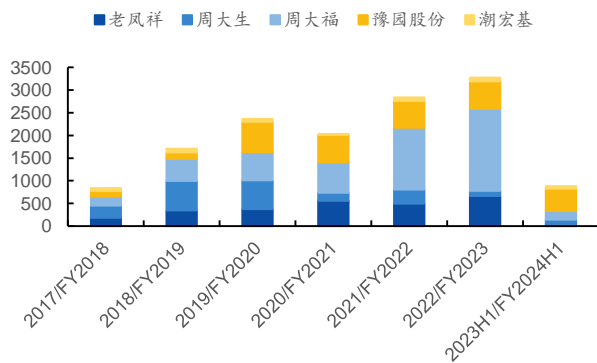


资料来源：《中国黄金首饰市场报告 2023》，国元证券研究所

渠道上，头部品牌门店持续扩张，行业集中度提升明显，看好头部品牌市场份额的持续扩大。周大福 2023 财报（截止到 2023.3.31）显示过去 12 个月净增 1631 家，大陆门店总数达到 7269 家，已超越 2025 财年度 7000 家的开店目标，预计 2024 财年净开设 300-400 个零售点，同时专注提升店铺生产力及资本效益。潮宏基珠宝 23H1 净增加盟店 89 家，合计拥有门店 1218 家，未来有望加速下沉到三线城市，并加大中西部布局，今年全年净开店目标维持在 200-250 家，未来两年计划每年净增 300 家，预计 2025 年总门店达到 2000 家。周大生今年 H1 净增 86 家加盟店，全年预计开店 400 家，采用省代模式对经典店和综合店两种店型进行开拓，赋能渠道下沉加密拓展。从行业集中度来看，2019-2022 年国内黄金珠宝市场 CR5 由 20.66%提升至 28.12%，CR3 由 16.38%提升至 23.45%，行业集中度持续提升。

图 57：2017-2023H1 珠宝行业主要上市公司门店变化情况

图 58：2013-2022 国内黄金珠宝行业集中度



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：欧睿，国元证券研究所

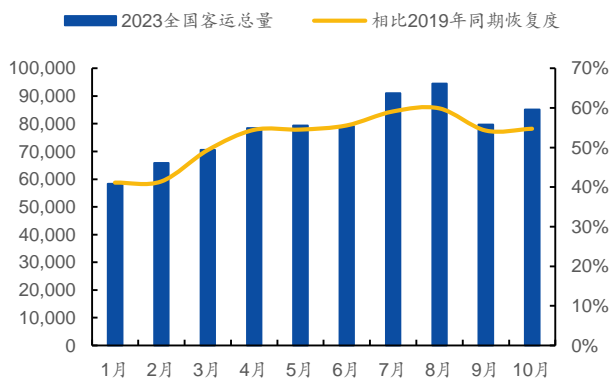
注：潮宏基、老凤祥、周大生统计截至 2023H1，其余公司截至 2023Q3

2023 年投资与消费需求共振，整体黄金珠宝特别是黄金品类展现了较好的景气度。展望 2024 年，我们认为金价上涨预期未改支撑投资需求，悦己需求+国潮+工艺迭代支撑佩戴需求的提升。头部品牌门店持续扩张，行业集中度提升明显，看好头部品牌市场份额的持续扩大。

5.酒店旅游：酒店估值低位预期有望改善，关注出境游

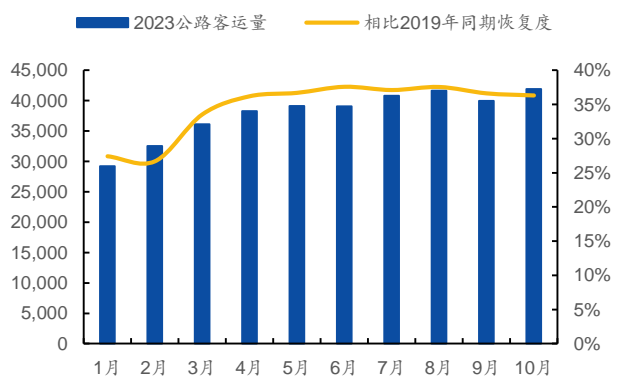
出行数据持续复苏，铁路客运量达到 2019 年 105.09%，民航客运量达到 2019 年的 93.75%，国际航班执飞量恢复至 2019 年 50% 以上水平。2023 出行数据持续复苏，1-10 月全国客运总量为 78.20 亿次，恢复至 2019 年的 52.50%；其中铁路客运量恢复最好，1-10 月铁路累计客运总量 32.85 亿人，为 2019 年同期的 105.09%，从 3 月起月度铁路客运量均超 2019 年同期；民航客运量 1-10 月累计 5.19 亿人，是 2019 年的 93.75%，其中暑假旺季的 7/8 月民航客运量达到 2019 年的 105.27% 及 104.44%；国际航班执行航班量方面，整体恢复度由年初的不到 10% 提升至 2019 年同期 50% 以上水平。

图 59：全国客运总量（万）及恢复度（%）



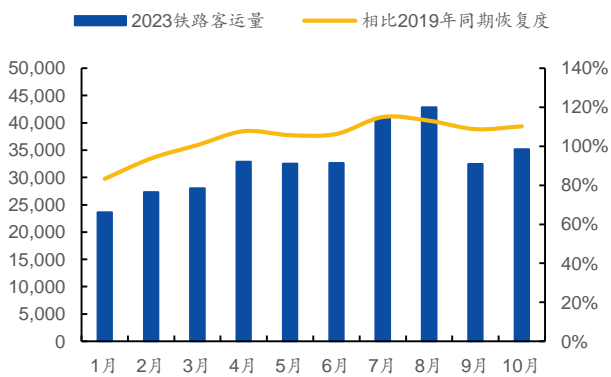
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 60：公路客运量（万）及恢复度（%）



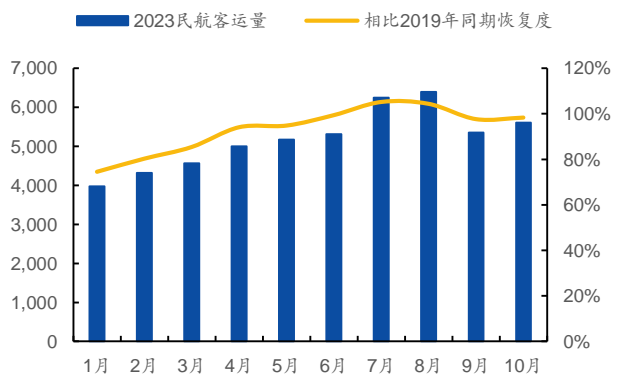
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 61：铁路客运量（万）及恢复度（%）



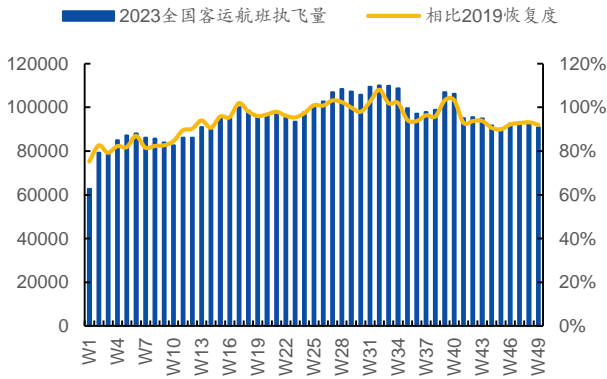
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 62：民航客运量（万）及恢复度（%）



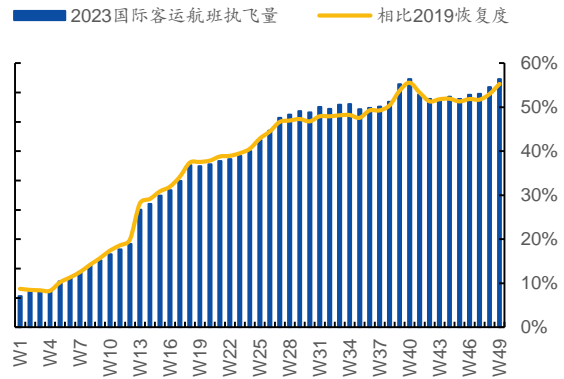
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 63：2023 全国客运航班执飞量及恢复度 (%)



资料来源：航班管家，国元证券研究所

图 64：2023 国际客运航班执飞量及恢复度 (%)

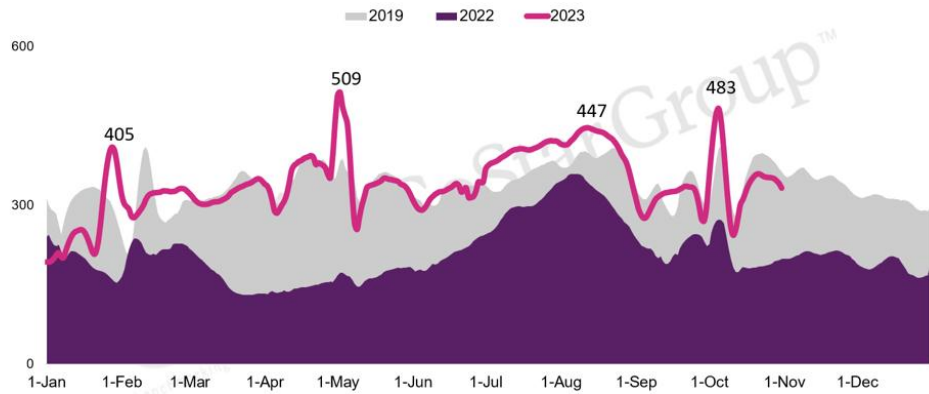


资料来源：航班管家，国元证券研究所

5.1 酒店：估值低位，关注头部酒店集团

疫后酒店 RevPAR 超疫情前，前三季度逐季提升。疫后居出行需求集中释放，春节后商旅需求带动 RevPAR 增长，进入到二季度休闲需求驱动更为显著，特别是五一、十一等小长假及暑期期间 RevPAR 相比 2019 年的增长更为显著。分季度来看，以三大酒店集团为例，Q1 锦江/华住/首旅国内 RevPAR 分别恢复到 2019 年同期的 103%/118%/98%；Q2 分别恢复至 109%/121%/100%；Q3 恢复至 113%/129%/106%，逐季度改善。根据华住财报会预测，由于 Q4 在十一黄金周后进入行业淡季，预计其 Q4 RevPAR 相比于 2019 恢复度为 115%-120%，相较于 Q3 恢复度有所回落。

图 65：2023 年 1-10 月中国内地 RevPAR 表现情况

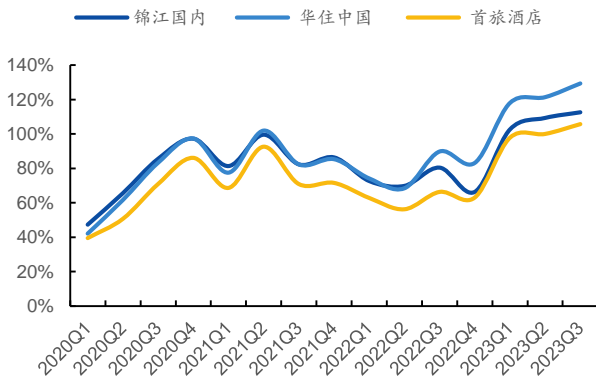


中国内地，近七天每房收益均值，2019年1月1日-2023年10月31日
Mainland China, R7 RevPAR, 1 Jan 2019 - 31 Oct 2023

Source: STR, © 2023 Cestar Group

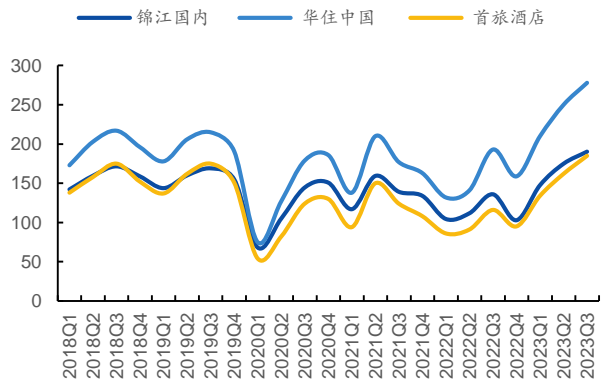
资料来源：STR，国元证券研究所

图 66：三大酒店集团 RevPAR 恢复度 (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

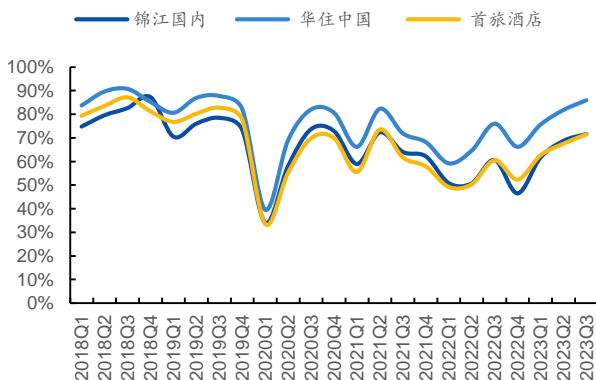
图 67：三大酒店集团 RevPAR (元)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

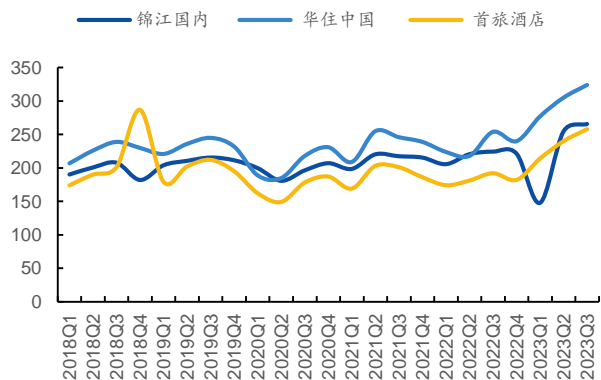
量价方面，ADR 引领 RevPAR，OCC 尚未恢复至疫情前。以三大酒店集团为例，锦江国内/华住中国/首旅酒店 Q3 ADR 分别恢复至 2019 年同期的 123%/132%/122%，OCC 分别恢复至 2019 年同期的 91%/98%/86%，RevPAR 主要由 ADR 带动，OCC 尚未恢复到疫情前。

图 68：三大酒店集团 OCC (%)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

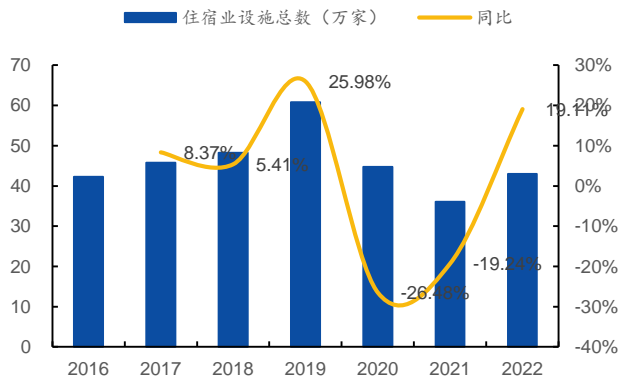
图 69：三大酒店集团 ADR (元)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

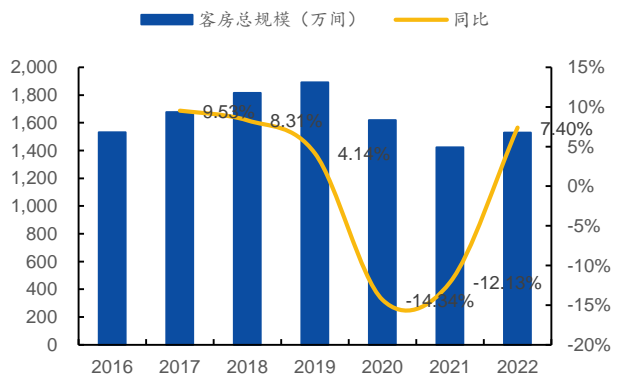
供给端来看，22 年整体客房规模较疫情前下滑 19%，23 年供给恢复有所加快，考虑到地产周期下行，未来新增酒店物业供给有限，整体供给有望趋于稳定。从总量上看，受到疫情影响 2020 年是整个酒店行业收缩最为剧烈的一年，住宿业设施总数同比下滑 26.48%；客房总规模下滑-14.34%；2021 年继续收缩，但有所放缓；2022 年企稳有所回升，2022 年全国住宿业设施总数/客房总规模为 43.9 万家/1529.1 万间，同比增长 21.52%/7.40%，但较 2019 年疫情前依然分别下降 27.80%/19.17%。2023 年根据同程数科及酒店之家数据，行业整体供给增速有加快趋势，但其中经济型依然较疫情前有较大缺口，而中档型酒店供给表现较好。我们认为当前房地产开发处于下行周期，未来新增酒店物业供给有限，更多集中于存量物业的改造，未来供给端将趋于稳定。

图 70：全国住宿业设施数量（万家）



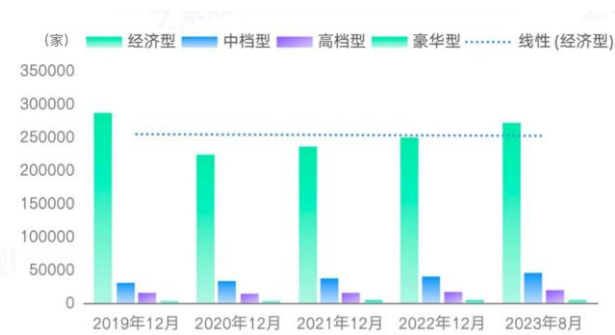
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，国元证券研究所

图 71：全国住宿业设施数量（万间）



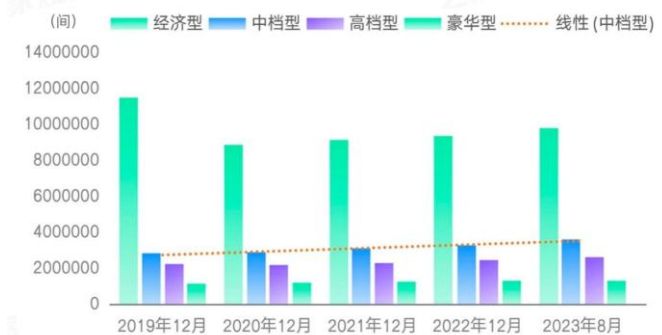
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，国元证券研究所

图 72：近几年住宿市场不同档位酒店存量变化情况（家）



资料来源：同程数科，酒店之家，国元证券研究所

图 73：近几年住宿市场不同档位酒店客房存量变化图（间）



资料来源：同程数科，酒店之家，国元证券研究所

连锁化率持续上行，2022 年达到 39%，较疫情前中高端连锁化提升最为显著。根据饭店业协会数据，2022 年全国酒店业连锁化率达到 39%，快速提升，分结构来看，经济型（二星级及以下）/中档酒店（三星级）/高档（四星级）/豪华（五星级）连锁化率分别为 30%/40%/54%/60%，其中高档及中档酒店较疫情前连锁化率提升最为明显分别提升 19/18 个百分点。分城市等级来看，一线城市/副省级城市及省会城市/其他城市连锁化率分别为 61%/49%/31%，其中一线城市较疫情前连锁化率提升幅度最大，达到 23 个百分点。

图 74：国内连锁化率及分档次连锁化率变动情况 (%)

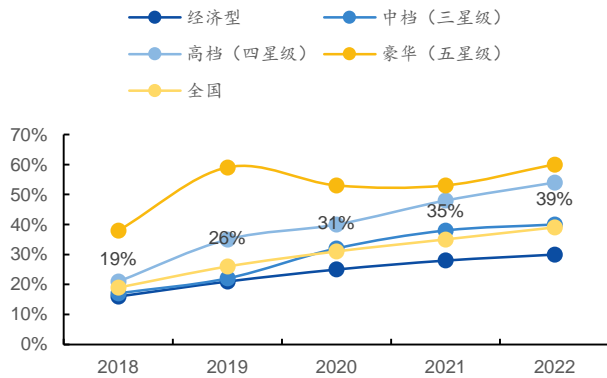
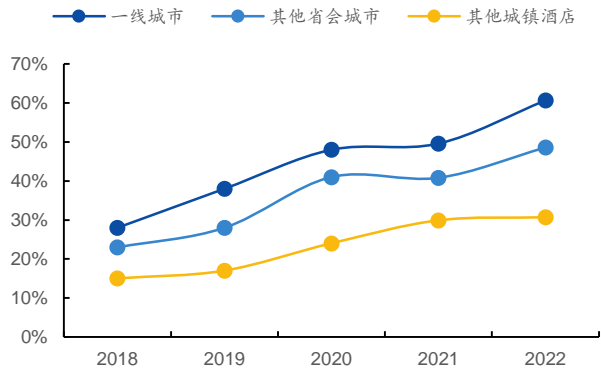


图 75：分城市等级连锁化率变化情况 (%)



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，国元证券研究所

资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，国元证券研究所

头部酒店集团开店由量转质，轻资产化不断推进，中高端酒店占比持续提升。前三季度锦江酒店/华住集团/首旅酒店已开业酒店分别达到 12138/9157/6242 家，较疫情前分别增加了 42.57%/62.99%/40.27%，华住的规模扩张幅度最大；今年前三季度锦江酒店/华住集团/首旅酒店新开门店 898/1181/863 家，关闭门店 320/564/604 家，净增门店分别为 578/614/235 家，储备酒店数量分别为 4146/2970/2051 家，今年整体关店处在高位，各大酒店集团针对不达标及老旧产品持续迭代，提升产品质量。同时，各家加强推动商业模式不断轻资产化，截止 23Q3 三大锦江酒店/华住集团/首旅酒店加盟酒店数量占比分别为 94%/92%/90%，较 2019 年末分别提升 5/5/9 个百分点。另外头部集团中高端占比持续提升，截止 23Q3，锦江酒店/华住中国/首旅酒店中端及以上酒店占比分别为 58%/45%/26%，头部品牌聚焦中高端，持续调整门店结构。

图 76：三大酒店集团酒店数量 (家) 及增速 (%)

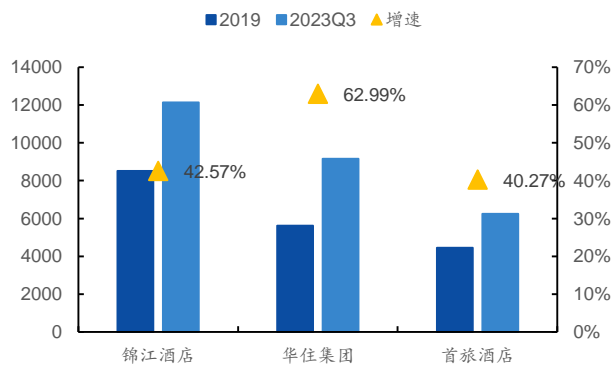
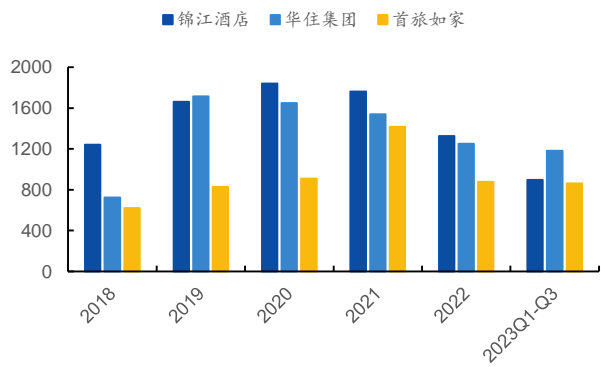


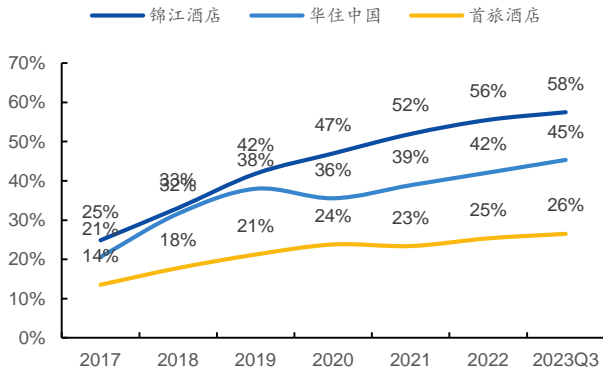
图 77：三大酒店集团新开酒店数量 (家)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

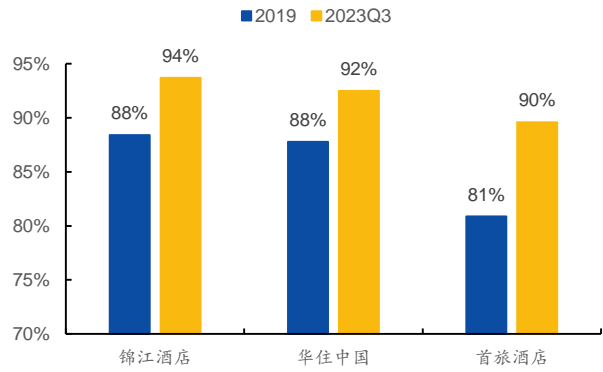
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 78：三大酒店集团中端及以上酒店占比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

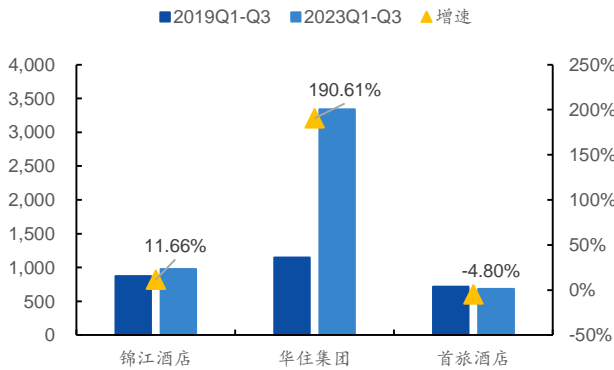
图 79：三大酒店集团加盟酒店数量占比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

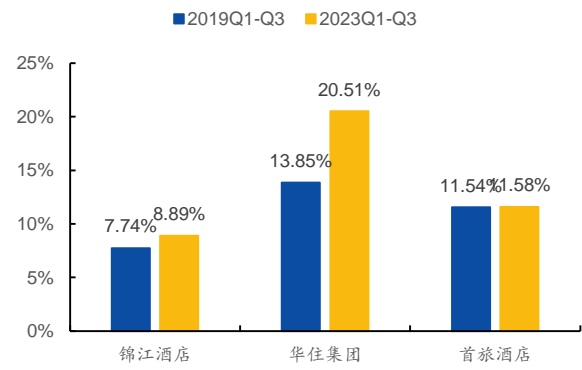
经营层面来看，今年整体 RevPAR 的恢复度华住>亚朵>君亭>锦江>首旅，头部酒店集团盈利能力超疫情前。今年整体 RevPAR 的恢复度华住>亚朵>君亭>锦江>首旅，华住中国前三季度 RevPAR 相较于 2019 恢复度为 118%/121%/129%；亚朵为 118%/115%/118%，君亭酒店直营店为 108%/117%/125%；锦江中国区 103%/109%/113%；首旅酒店 98%/100%/106%，差距整体主要受门店质量、运营管理效率以及门店区域分布等因素的影响。从财务数据上来看，前三季度华住集团、锦江酒店利润已超 2019 年，其中华住集团利润表现尤为亮眼，首旅酒店受到上半年减值损失等因素的影响较 2019 年前三季度有所下滑，不过三季度归母净利润较 2019 年同期增长 15%。

图 80：三大酒店集团前三季度归母净利润（百万元）及相对 2019 同期增长情况（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

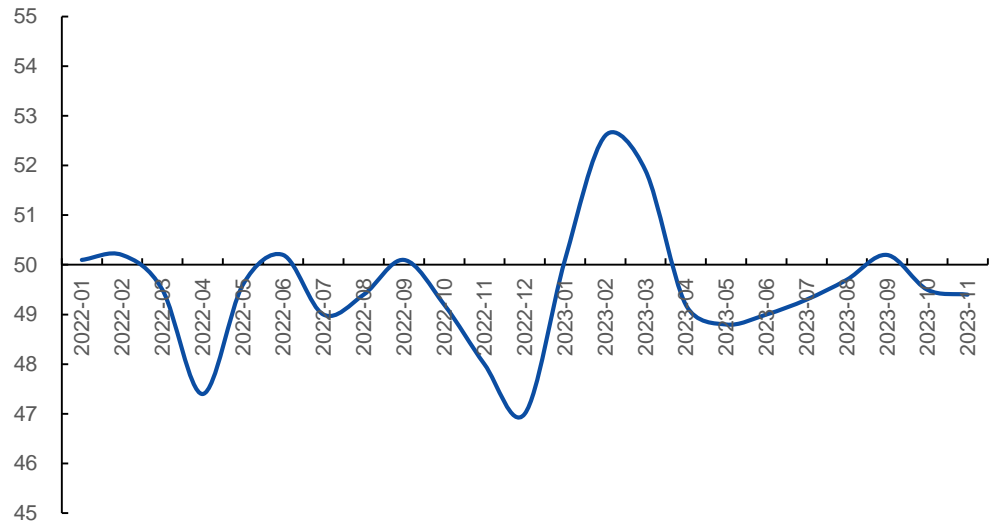
图 81：三大酒店集团前三季度归母净利润率（%）及 2019 同期情况（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

需求端来看，我们预计明年休闲需求将更加均衡，商旅需求有望低基数下持续复苏。从休闲需求来看，23 年疫后休闲需求爆发，出境游尚处于持续恢复中，国内休闲需求特别是长线游需求高增，且集中于小长假以及暑期时段，呈现出阶段性的几个高点，预计 2024 年整体休闲需求将更加均衡。而商旅需求与宏观经济恢复高端相关，今年一季度商旅需求相对较好而后走弱。复盘商旅需求，其数据和 PMI 表现高度相关，展望 2024 年宏观经济有望稳中有进带动商旅需求在低基数下持续复苏。

图 82：制造业 PMI



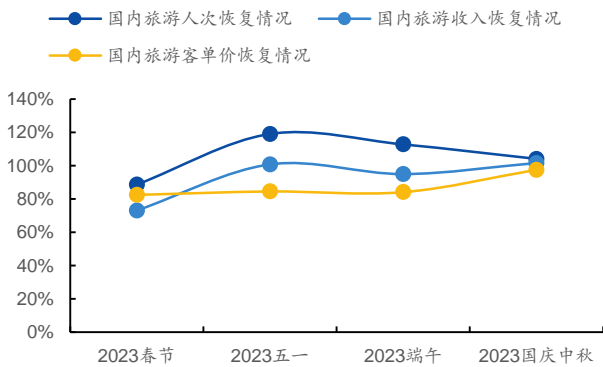
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

展望 2024，酒店头部公司目前股价已经回到 2020 年上半年水平，市场对于明年行业景气度保持谨慎态度，存在可能的预期差。我们认为 2024 休闲需求将更加均衡，商旅需求有望随宏观经济复苏稳步向好；供给方面，疫情三年供给端收缩明显，2022 年客房规模较疫情前下滑 19%，2023 年整体供给虽有加速趋势，但考虑到地产周期下行，未来新增酒店物业供给有限，整体供给有望趋于稳定。经过疫情三年，行业连锁化率提升快速，2022 年底达到 39%，供给收缩下头部公司逆势扩张且不断提高经营效率迭代产品，议价能力和品牌及集团化优势不断凸显。

5.2 旅游景区：国内景区业绩亮眼，关注出境游的恢复

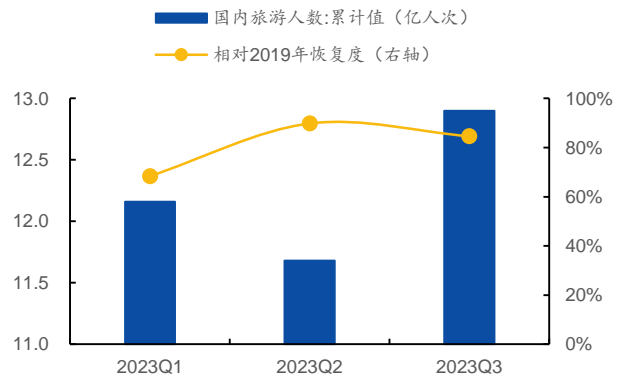
疫后旅游需求集中释放，人次复苏快于客单价恢复。疫后旅游需求集中释放，出行距离和人次快速提升，五一/端午/国庆中秋，人次恢复到 2019 年的 119%/113%/104%，客单价的恢复度弱于人次恢复，五一/端午/国庆中秋客单价分别恢复到 2019 年同期的 85%/84%/98%，五一及国庆中秋国内旅游收入超过 2019 年。前三季度国内旅游人次 36.7 亿，实现旅游收入 3.7 万亿，分别增长 75%及 114%。

图 83: 小长假旅游人次/收入/客单价较疫情前恢复情况 (%)



资料来源: 文旅部, 国元证券研究所

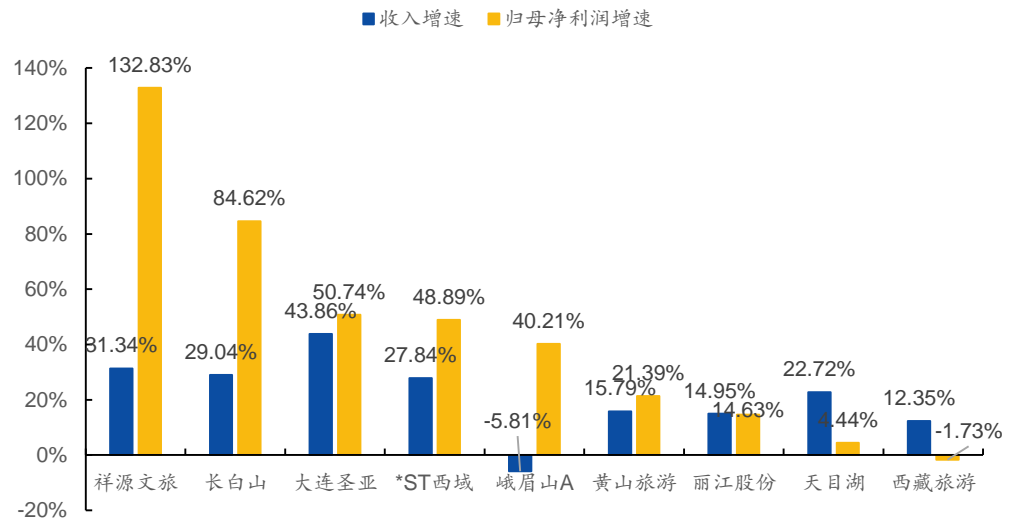
图 84: 2023 前三季度国内旅游人次 (亿人) 及相比 2019 年恢复度



资料来源: 文旅部, 国元证券研究所

今年国内旅游市场的复苏带动景区类上市公司业绩, 特别是自然景区类上市公司表现亮眼, 不少上市公司前三季度业绩超疫情前, 关注后续景区类上市公司交通改善和项目拓展增量。疫情期间不少景区类上市公司降本增效提升运营效率, 费用率优化, 同时自然景区的成本端相对刚性, 客流的恢复带来利润弹性, 在今年旅游市场复苏的带动下业绩表现良好, 其中三特索道、祥源文旅、长白山、九华旅游、峨眉山、黄山旅游等业绩增速居前。关注景区类上市公司交通改善和项目拓展增量。

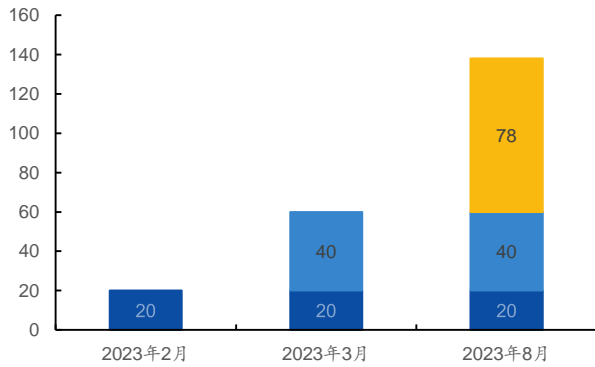
图 85: 部分景区类上市公司 2023 前三季度和 2019 年前三季度对比收入和归母净利润增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

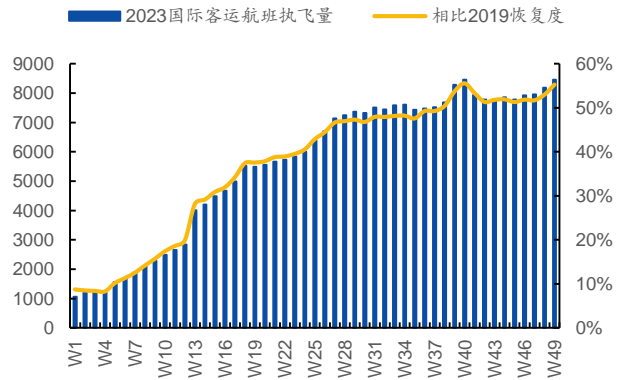
出境游方面, 年初以来境外游持续恢复, 出境团队游目的地扩展至 138 个, 同时航班量恢复至 2019 的 50% 以上, 我们看好明年出境游的表现。今年出境游弱于国内旅游市场的恢复, 主要受到签证以及航班等限制因素影响。随着文化和旅游部第三批恢复出境游国家和地区名单的发布, 出境团队游目的地由年初的 20 个扩展至 138 个。航班量从年初 2019 年同期的 10%, 目前也逐渐恢复至 50%+, 2024 我们看好出境游的边际改善。

图 86：三批恢复出境游国家和地区数量



资料来源：文旅部，国元证券研究所

图 87：2023 国际客运航班执飞量及恢复情况



资料来源：航班管家，国元证券研究所

展望 2024 年，我们认为国内景区板块重点关注交通改善以及有项目拓展预期的上市公司，同时出境游今年主要受到供给端的压制，目前签证和航班等供给因素逐渐改善，看好明年出境游的恢复。

6. 投资建议

我们认为 2024 年消费有望温和增长，受基数影响，增速前低后高，居民收入及未来预期有待修复，展望 2024 平价消费、国货头部品牌崛起、跨境电商及品牌出海等方向值得关注。我们认为明年板块需要把握变化，积极布局结构性机会。维持行业“推荐”评级。

具体来看：**1、化妆品：**趋势上看，整体行业价格中枢有所下移，结构上国货凭借价格及性价比优势市场份额提升。展望 2024 年我们看好：1) 上游：原料重要性在化妆品产业链中凸显，政策+资本双重赋能，关注国内头部原料商“中国成分”的开发以及合成生物等技术落地。2) 品牌商：国货品牌市场份额持续提升，抖音渠道依然是明年品牌增长“胜负手”的关键渠道，其月活跃用户达到 7.43 亿，人群资产具备较大挖掘空间，重点关注人群运营和营销破圈综合打法。同时头部品牌积极探索出海赛道，开辟更广阔的市场，出海的机会值得关注。**2、医美：**医美行业 2023 在去年低基数下行业增长良好，对于终端机构来看，老客运营重要性持续凸显，新客拓展放缓，但行业长期渗透率提升趋势不改；监管方面，监管规则逐步细化完善，行业进入体系化高质量合规发展阶段。上游方面，重点关注再生、重组胶原蛋白、减重、光电等潜力赛道。**3、黄金珠宝：**2023 年投资与消费需求共振，整体黄金珠宝特别是黄金品类展现了较好的景气度。展望 2024 年，我们认为金价上涨预期未改支撑投资需求，悦己需求+国潮+工艺迭代支撑佩戴需求的提升。头部品牌门店持续扩张，行业集中度提升明显，看好头部品牌市场份额的持续扩大。**4、酒店旅游：**酒店目前头部公司股价已经回到 2020 年上半年水平，市场对于明年行业景气度保持谨慎态度，存在可能的预期差。我们认为 2024 休闲需求将更加均衡，商旅需求有望随宏观经济复苏稳步向好；供给方面，疫情三年供给端收缩明显，2023 年整体供给虽有加速趋势，但考虑到地产周期下行，未来新增酒店物业供给有限，整体供给有望趋于稳定。头部公司逆势扩张且不断提高经营效率迭代产品，议价能力和品牌及集团化优势不断凸显。旅游方面，国内景区板块重点关注交通改善以及有项目拓展预期的上市公司，同时出境游今年主要受到供给端的压制，目前签证和航班等供给因素逐渐改善，看好明年出境游的恢复。

表 15：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603605	珀莱雅	买入	99.40	39448.11	2.06	2.67	3.36	48.27	37.19	29.58
300957	贝泰妮	买入	68.17	28876.81	2.48	3.14	3.96	27.47	21.68	17.20
688363	华熙生物	增持	66.93	32238.72	2.02	1.70	2.08	33.16	39.30	32.11
600223	福瑞达	买入	9.63	9789.56	0.04	0.37	0.48	215.37	25.74	20.27
603983	丸美股份	买入	25.27	10133.27	0.43	0.69	0.92	58.24	36.78	27.53
600315	上海家化	增持	21.18	14322.42	0.70	0.87	1.05	30.46	24.34	20.18
300740	水羊股份	增持	16.67	6492.39	0.32	0.77	1.01	51.97	21.73	16.49
300856	科思股份	买入	62.23	10536.78	2.29	4.48	5.87	27.17	13.89	10.60
300955	嘉亨家化	增持	22.11	2228.69	0.69	0.58	1.14	31.99	38.43	19.40
603059	倍加洁	买入	22.56	2262.75	0.97	1.35	1.67	23.18	16.68	13.51
301108	洁雅股份	买入	34.54	2804.99	1.74	1.52	1.81	19.90	22.76	19.13
002612	朗姿股份	买入	19.23	8508.22	0.04	0.58	0.73	529.25	33.44	26.19
300896	爱美客	买入	294.33	63681.24	5.84	8.68	11.97	50.40	33.90	24.58
2367.HK	巨子生物	买入	35.60	35422.00	1.01	1.35	1.74	29.93	22.34	17.28
832982.BJ	锦波生物	买入	261.27	17788.83	1.75	4.02	6.34	149.18	65.04	41.19
300888	稳健医疗	增持	37.25	22140.93	2.76	3.91	1.97	13.47	9.53	18.88
002867	周大生	增持	15.18	16636.16	1.00	1.24	1.49	15.25	12.21	10.21
002345	潮宏基	增持	6.81	6050.77	0.22	0.45	0.55	30.39	15.08	12.31
600916	中国黄金	增持	9.87	16581.60	0.46	0.61	0.72	21.46	16.18	13.71
600612	老凤祥	增持	69.00	26915.90	3.25	4.47	5.00	21.23	15.45	13.80
301078	孩子王	增持	8.21	9110.97	0.11	0.19	0.35	74.64	43.21	23.46
600861	北京人力	买入	18.74	10608.95	-0.38	1.08	1.83	-49.30	17.33	10.26
605098	行动教育	买入	38.55	4551.93	0.94	1.90	2.30	41.01	20.29	16.76
600258	首旅酒店	增持	15.62	17441.34	-0.52	0.69	0.97	-30.02	22.67	16.07
600754	锦江酒店	增持	29.90	28720.99	0.11	1.32	1.89	281.92	22.61	15.81
301073	君亭酒店	增持	22.69	4412.09	0.15	0.28	0.75	150.48	82.78	30.58
300144	宋城演艺	增持	9.87	25860.33	0.00	0.35	0.50	2672.10	28.33	19.61
603136	天目湖	增持	18.37	3422.23	0.11	0.87	1.15	169.35	21.21	16.00
9922.HK	九毛九	增持	6.10	8763.06	0.03	0.39	0.63	15.27	9.50	7.10
2150.HK	奈雪的茶	增持	3.17	5436.95	-0.27	0.14	0.32	-10.78	20.79	9.13

资料来源：Wind, 国元证券研究所
 注：收盘价截至 2023.12.31

7.风险提示

复苏不及预期，行业竞争加剧，地缘政治风险

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188