

# 美妆&零售行业2024年投资策略

## 竞短争长，乘机应变

西南证券研究发展中心  
美妆&零售研究团队  
2023年12月

# 化妆品核心观点

## ● 回溯2023：

2023年截至10月，化妆品零售额累计同比+6.2%，在去年低基数效应下有所恢复，但相比20年之前年均双位数以上的增长复苏趋势较为平缓，行业整体表现不如年初预期。另外**从消费结构来看**，化妆品高端化趋势显著放缓，中高端价格带产品增长承压甚至出现下滑，而中低端产品普遍实现快速增长，化妆品行业消费结构在经历一段时间的高端化趋势后又回到性价比主导阶段，预计短期内将会持续。**渠道方面**，受消费降级影响，以大牌为主的淘系持续下滑，价格带更低的抖音快速增长，体量正稳步扩张；另外受超头舆论事件催化，达播有所降温，自播趋势加速，美妆消费渠道或即将进入变革期。

## ● 展望2024：

目前来看**短期内美妆性价比需求仍将会持续**，国货替代逻辑也会加速兑现，利好目前本就定位中低端的国货品牌；但**长期来看高端化趋势不可避免**，因此在这段时间内能突破价格上限推出与高价匹配的高端化妆品将成为本土品牌的重要发力点。另外渠道结构或将发生巨大改变，在中低端产品当道的趋势下抖音将延续增长，体量或将持平淘系；直播方面超头份额被逐渐瓜分，品牌自播和中腰部达播成为主流，中小品牌需要开发新的营销手段，具有营销优势的品牌将更容易出头。

## ● 投资逻辑：短期定位中低端+营销创新的平价品牌，长期具有研发+产品优势的一线品牌

短期化妆品高端化趋势放缓，性价比需求凸显，具备极致性价比的平价品牌充分受益，在此逻辑下我们推荐关注营销能力突出，产品定位契合，充分享受抖音增长红利**的上美股份（2145.HK）**；定位高性价比，日妆直接替代，管理层调整后着重发力化妆品业务的**福瑞达（600223）**。长期来看产品力和研发能力仍然是第一竞争力，有研发优势的公司能够持续推出好的成分、功效、产品，且能够更好拓宽产品线，在此逻辑下我们推荐关注产品、运营、管理、研发等能力均处于国货领先地位的**珀莱雅（603605）**；重组胶原蛋白领军者，品牌力强，医美业务有望打开新增量的**巨子生物（2367.HK）**。

## ● 风险提示：新品推出不及预期、行业竞争加剧、终端需求疲软等风险。

# 商贸零售核心观点

## ● 回溯2023：

2023年截至10月，社会消费品零售总额累计同比+6.9%，从单月同比来看，2023年1-10月社零呈现“勺状”特征，消费持续复苏进程中Q3季度社零同比增速则体现出逐月上升态势。**从线下客流来看**，相较于2019年情况，自今年二季度起购物中心客流已基本恢复至2019年水平，三季度同比2019年涨幅高达20.9%，客流恢复程度超预期。**从消费力来看**，受经济不确定性等多因素影响，虽线下客流已先行恢复，但消费信心仍处于恢复进程中，线下消费呈现“高客流，低消费力”的特征。**从海外市场来看**，海运费回落叠加AIGC新技术注入，跨境电商实现较好发展。

## ● 展望2024：

预计2024年消费信心将持续温和恢复，零售业从粗犷的“跑马圈地”转变为“圈地赛马”，修炼内功体现在区域聚焦、品类聚焦、规模效应增强。同时，在经济不确定性带来的**性价比需求**之下，“服务溢价”取代“渠道溢价”，推荐关注能够在商品销售过程中，融入更多“**服务溢价**”的零售商如红旗连锁等。跨境电商方面，B2C模式持续崛起，在众多跨境电商企业中，需要考虑**新业务、新市场、新生产要素**介入所带来的红利效应。

## ● 投资逻辑：存量竞争下核心壁垒强的零售商，引入新业务、新市场、新技术的跨境电商

在消费信心温和复苏背景下，线下零售市场逐渐转为存量竞争，各大零售商扩张速度放缓，更加关注自身供应链建设、门店调改等方面，零售商商业模式逐渐从“渠道溢价”转为“服务溢价”，在此逻辑下我们推荐关注聚焦成都市场，门店点位分散且贴近消费者，供应链优势显著的**红旗连锁（002697.SZ）**；此外，海外市场需求表现优于国内，海外新兴市场增速亮眼，AIGC技术有效赋能内容生成，在此逻辑下我们推荐关注基于内容推流的东南亚跨境电商**吉宏股份（002803.SZ）**，以及基于小商品城线下市场，持续拓宽业务边界，引入AI和数据资产的小商品城（600415.SH）。

● 风险提示：消费复苏不及预期、产品放量不及预期、海外需求不及预期、门店调改不及预期。

# 目录

---

## ◆ 2023年行业回顾

### 板块回顾

化妆品：终端需求平淡，消费结构调整

零售：基数效应下，内需温和复苏，海外表现更优

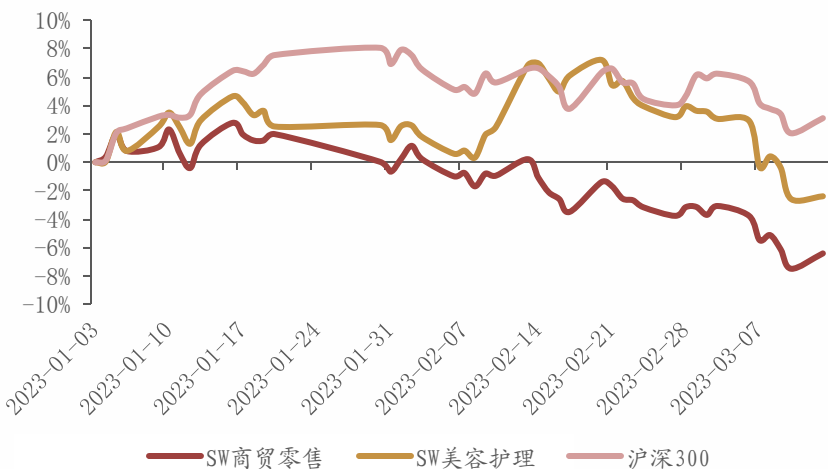
## ◆ 2024年行业展望及投资策略

## ◆ 2024年重点推荐投资标的

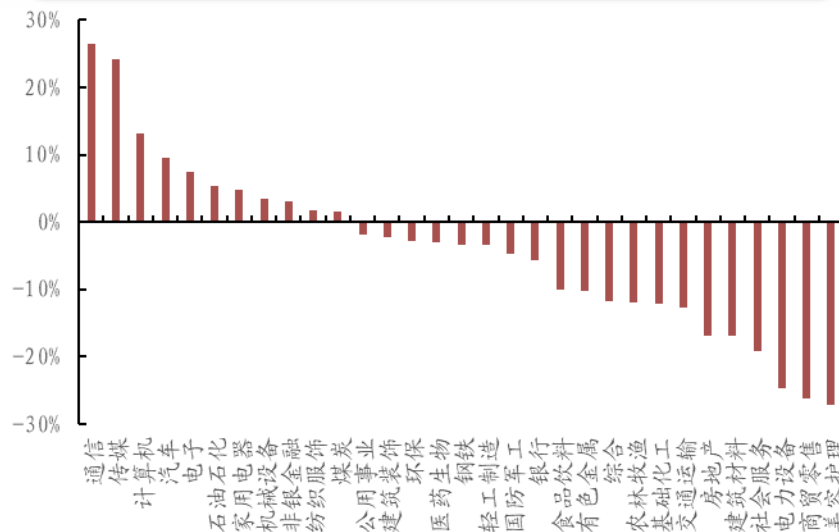
# 温和复苏背景下，商贸零售&美容护理涨跌幅靠后

- 自2023年初至2023年11月26日，申万商贸零售指数下跌25.8%，美容护理指数下跌26.7%，弱于沪深300指数下跌9%。SW商贸零售在31个申万行业中涨跌幅排名第30，SW美容护理排名第31。
- 2023年M1-10我国经济形势表现为常态化管理下的客流修复、消费复苏。消费复苏的市场预期在2022年底已进行部分反映，2023年以来市场更为关注数据、业绩对前期预期的验证。但2023年整体消费复苏节奏有所拉长，呈现温和复苏态势，故整体表现偏弱，因此商贸零售与化妆品的市场表现不佳，而美容护理相较于商贸零售具有更强的可选属性，表现相对更弱。

### 相对指数表现



### 2023年申万行业涨跌幅排名



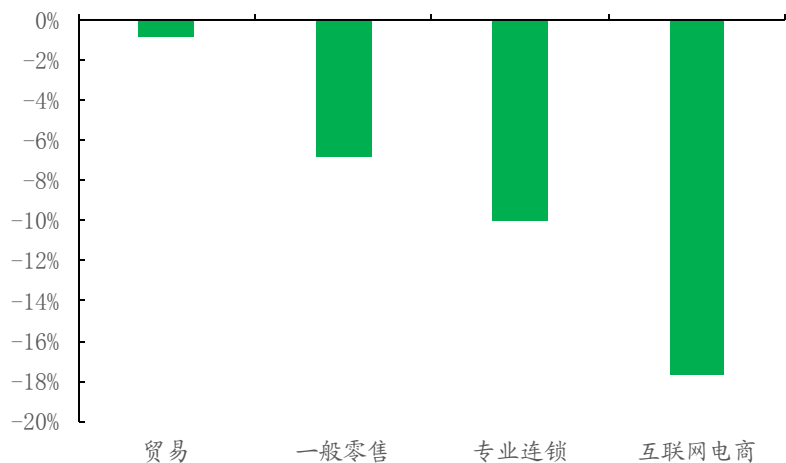
数据来源: wind, 西南证券整理 (数据截止2023年11月26日)

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

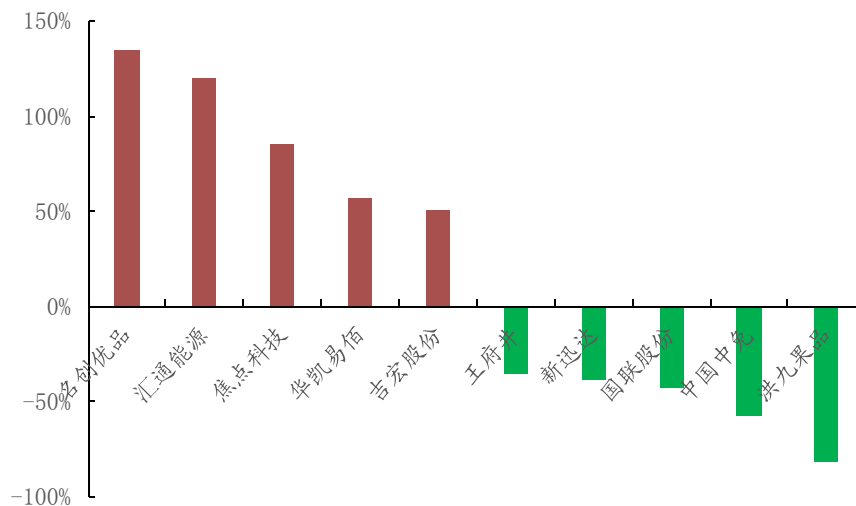
## 子板块&个股涨跌幅：内需仍处于恢复进程中，海外市场表现亮眼

- 分板块来看，子板块中贸易下跌0.8%，一般零售下跌6.8%，专业连锁下跌10%、互联网电商下跌17.7%。具体到个股来看，领涨居前的多为跨境电商相关公司；此外还有进行海外市场扩张的线下零售公司名创优品。
- 整体来看，2023年常态化管理之下，线下客流已恢复至2019年疫情前水平，但国内消费者消费信心仍处于恢复进程中，故2023年M1-10内需消费恢复较慢，以海外需求为基础经营的跨境电商相关标的表现更优。此外，2023年上半年ChatGpt推出，AI在应用层面对跨境电商公司形成赋能，助力相关标的实现较高涨幅。

### 一般零售领涨



### 商贸零售行业个股涨跌幅前十



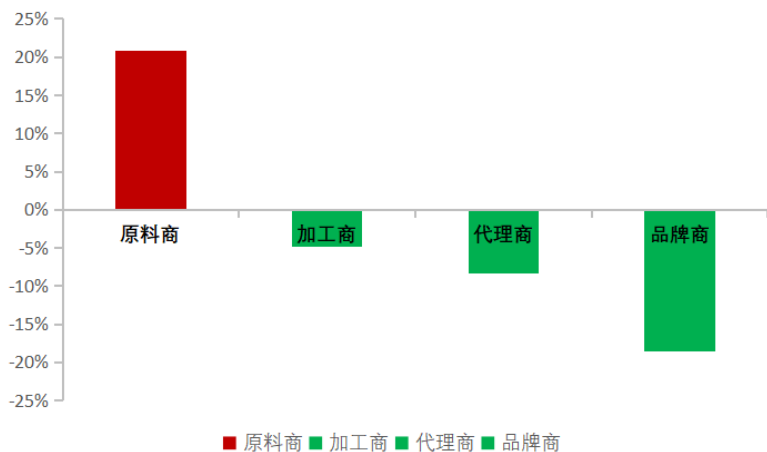
数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2023年11月26日）

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

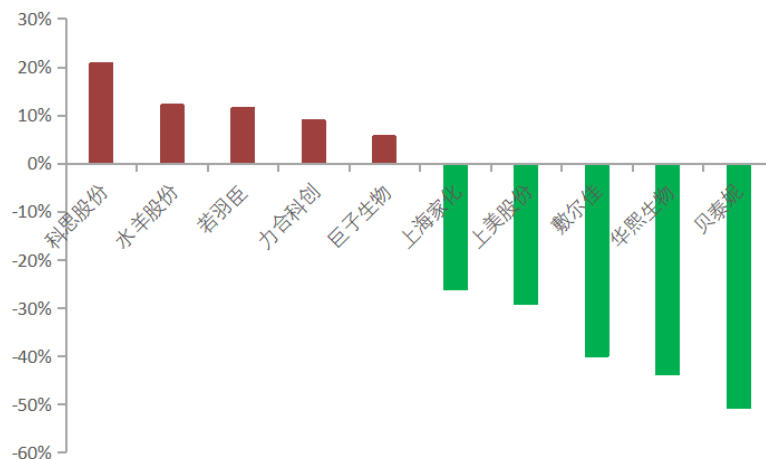
## 子板块&个股涨跌幅：原料环节涨幅较好，下游品牌商跌幅较大

- 分产业链来看，原料商科思股份受益终端需求向好、业绩表现亮眼，涨幅20.8%成为唯一上涨的子板块；加工商、代理商、品牌商分别下跌4.9%、8.4%、18.6%，下游品牌商下跌幅度较大，终端消费恢复较弱。
- 从个股角度来看，涨幅居前的主要是中上游原料加工商和代理商，其中科思股份以20.8%的涨幅位居第一，而水羊股份作为品牌商在今年收购伊菲丹后表现出业绩高弹性修复趋势，涨幅第二。而跌幅居前的则多为品牌商，其中贝泰妮以50.7%的跌幅领跌，华熙生物、敷尔佳、上美股份和上海家化也出现较大幅度下跌。

### 化妆品整体表现较弱



### 化妆品板块个股涨跌幅前十



数据来源：wind，西南证券整理（数据截止2023年11月26日）

# 目录

---

## ◆ 2023年行业回顾

### 板块回顾

**化妆品：终端需求平淡，消费结构调整**

**零售：基数效应下，内需温和复苏，海外表现更优**

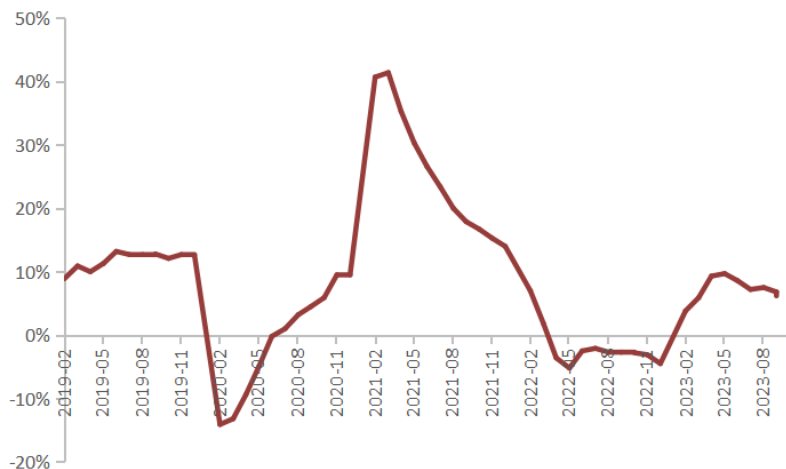
## ◆ 2024年行业展望及投资策略

## ◆ 2024年重点推荐投资标的

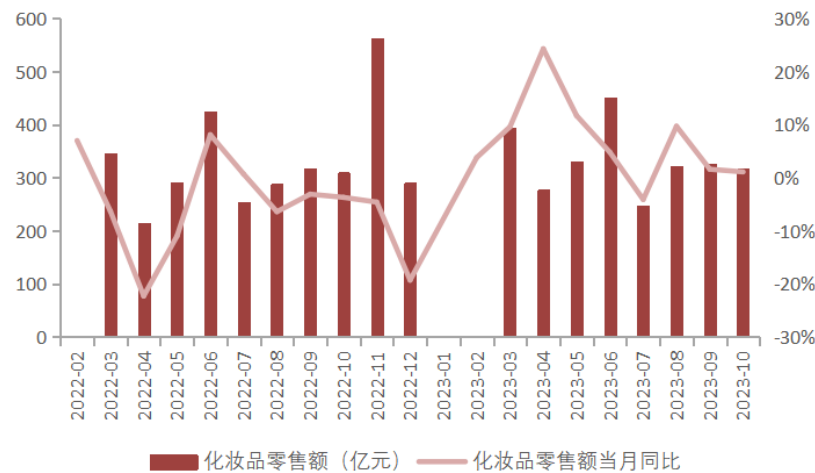
# 化妆品大盘：上半年有所修复，下半年增速放缓

- 23M1-4化妆品零售额实现大幅回升，截至4月累计增速达18.4%，为全年最高增速，主要因为去年同期低基数效应影响。5月开始增速逐渐回落，下半年累计增速仅为个位数，未恢复至19-20年的双位数增长。
- 分月份来看，4月为全年最高增速，单月增长24.3%，下半年则表现较为平淡，7-9月淡季尤甚，7月单月下滑4.1%。整体来看，全年呈弱复苏趋势，下半年增长势头较上半年明显放缓。

## 化妆品零售额累计同比增速



## 化妆品月零售额及增速

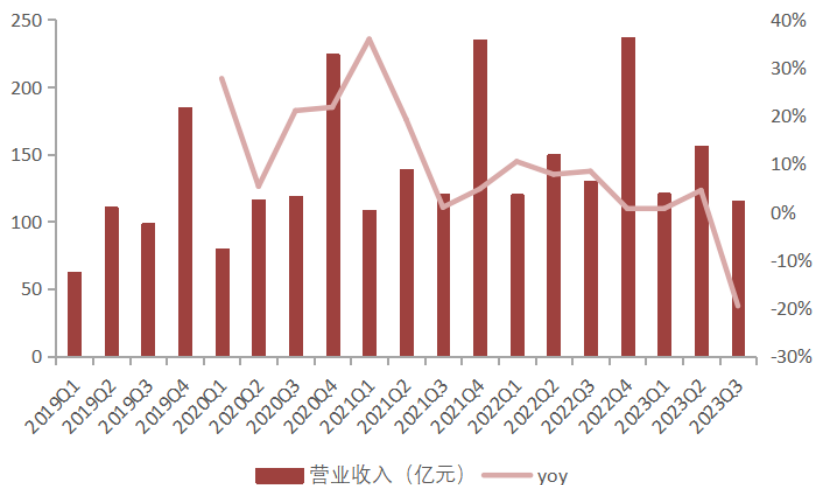


数据来源: wind, 西南证券整理

## 上市企业经营：收入端承压，利润端显著改善

- ❑ 化妆品板块企业23Q1-3营业收入分别同比变动+0.7%、+4.5%、-11.5%，Q3收入端有所承压，作为传统淡季，受宏观经济环境影响，今年Q3化妆品市场较为低迷，高端化趋势放缓，性价比需求重新占据主导，因此终端销售收入增长不及上半年。
- ❑ 化妆品板块企业23Q1-3归母净利润增速分别为+29.9%、+49.3%、+186.3%，增速逐渐加快，利润端实现高弹性修复，主要因为去年同期受宏观环境影响为低基数，去年亏损的企业今年大部分实现扭亏，另外在完成对产品系列、渠道结构、组织架构等的优化调整后，不少企业盈利能力得到明显提升，利润端整体大幅增长。

### 化妆品板块营业收入



### 化妆品板块归母净利润



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 上市企业经营：头部品牌出现分化，二线品牌弹性修复

- ❑ 复盘股价走势及经营业绩，化妆品板块主要上市公司今年股价走势均不太理想，多以下跌和回调为主，承压明显。
- ❑ 从经营角度看，头部品牌出现分化，国货龙头珀莱雅延续强势表现，营收业绩持续增长；贝泰妮、华熙生物增速有所放缓，甚至出现负增长；二线品牌如丸美股份、上海家化等在低基数效应下实现高弹性修复；另外水羊股份、福瑞达因外延收购和资产剥离等原因化妆品业务同样表现亮眼；原料商科思股份作为细分赛道龙头，受益供需两旺经营持续向好。

### 主要化妆品公司经营数据

股票代码	股票名称	市值(亿元)	年初至今涨跌幅	23Q1-3 营收(亿元)	yoy	23Q1-3 归母 净利(亿元)	yoy
600315.SH	上海家化	160	-25.33%	50.91	-4.91%	3.94	25.83%
603605.SH	珀莱雅	404	-14.03%	52.49	32.47%	7.46	50.60%
688363.SH	华熙生物	367	-43.3%	42.21	-2.29%	5.14	-24.07%
300957.SZ	贝泰妮	311	-50.37%	34.31	18.51%	5.79	11.96%
300740.SZ	水羊股份	65	10.7%	33.77	1.04%	1.80	51.36%
603983.SH	丸美股份	107	-20.18%	15.36	34.34%	1.74	44.84%
301371.SZ	敷尔佳	173	-45.89%	13.39	1.86%	5.36	-17.33%
300856.SZ	科思股份	108	24.08%	17.74	42.07%	5.36	110.99%
600223.SH	福瑞达	106	-1.32%	16.54	15.75%	2.38	54.79%

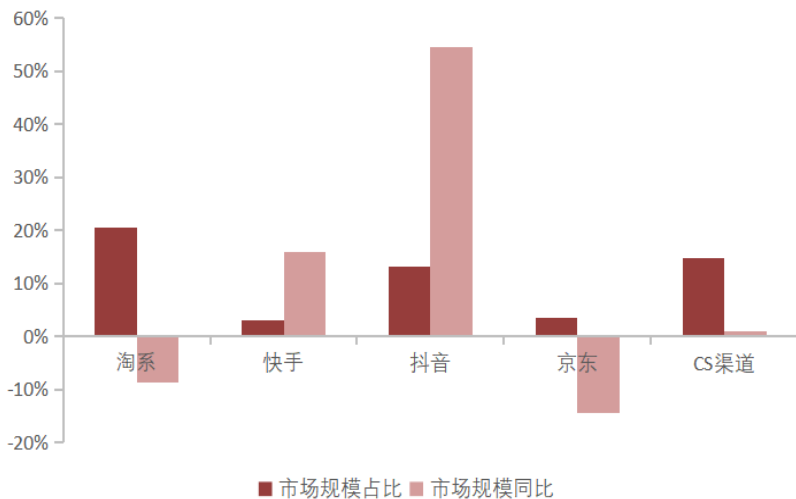
数据来源：wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

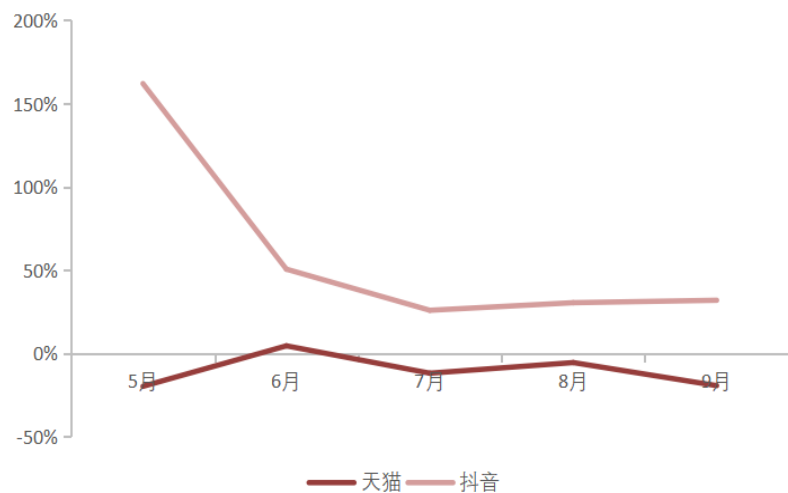
## 渠道结构：淘系降温，抖音加速

□ **淘系持续下滑，抖音奋起直追。**分渠道来看，淘系仍然是销售额占比最大的美妆销售渠道，今年上半年销售规模占比约20.6%；第二是线下CS渠道，占比约14.7%；抖音作为近年来新兴的内容电商平台，打通种草+下单的闭环后销售额快速提升，占比已达到13.1%，成为仅次于淘宝的第二大线上美妆销售渠道。另一方面，从增速来看以淘宝和京东为代表的平台电商均出现负增长；而以抖音为代表的 content 电商则实现高速增长，上半年GMV同比增长54.5%，5月更是同增162%。如果维持今年以来的增长趋势，抖音的销售额将有望超越淘系成为美妆第一大消费渠道。

### 上半年各渠道市场规模占比及增速



### 2023M5-9天猫和抖音销售额增速



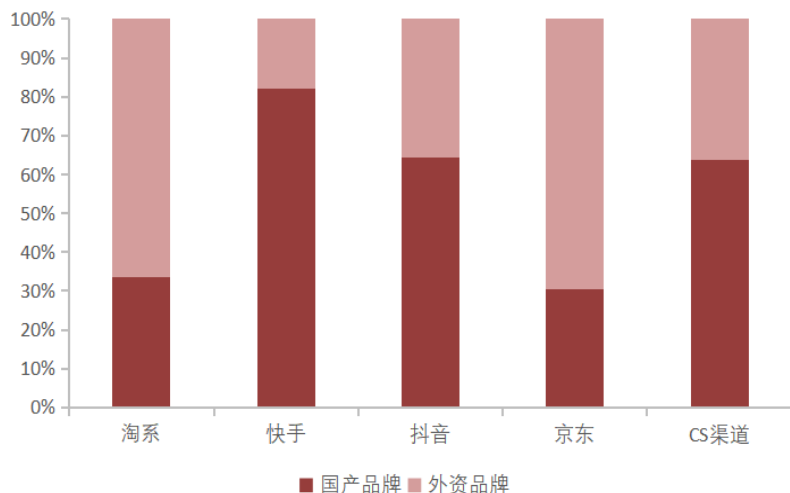
数据来源：青眼情报，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 渠道结构：抖音国货比例高于淘系

- **抖音国货占比显著高于淘系，中低端品牌成功突围。**据青眼情报统计，各渠道国货品牌比例出现明显分化，淘系和京东以外资品牌为主，国产品牌占比仅30%左右，中高端的国际大牌在更具有权威意义的淘系平台市场份额较大。而作为新兴内容电商的抖音和快手则是以本土品牌为主，其中抖音国货品牌占比约65%，且多为中低端品牌和白牌，与渠道面向的下沉市场人群相匹配。从9月天猫和抖音的美妆品牌销售额TOP10可以看出，抖音前十中国货品牌占比70%，平均价位低于天猫。

### 上半年各渠道本土&外资品牌占比



### 2023M9天猫和抖音美妆销售额TOP10

排名	天猫	抖音
1	珀莱雅	韩束
2	欧莱雅	娇润泉
3	OLAY	珀莱雅
4	薇诺娜	雅诗兰黛
5	至本	欧莱雅
6	修丽可	谷雨
7	兰蔻	仁和匠心
8	自然堂	欧诗漫
9	雅诗兰黛	可复美
10	decorrack	海蓝之谜

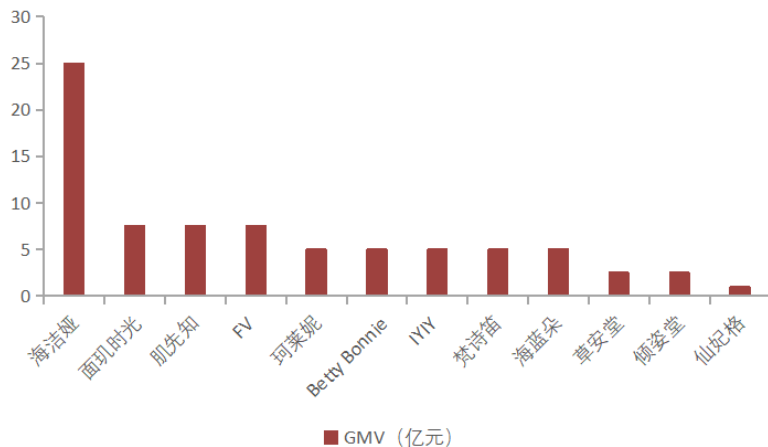
数据来源：青眼情报，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 渠道结构：充分受益抖音红利，白牌崛起

- 随着抖音平台的快速崛起，一大批白牌也随之崭露头角，甚至仅通过2-3个月时间就能做到破亿销售额。白牌指渠道商或平台商自有品牌，而非厂家品牌，这类品牌的共同点是对消费者洞察非常敏锐、对于渠道运营驾轻就熟，多采取打造强人设IP、“日不落直播间”、深度绑定头部达播三种营销打法，进行另外主打极致性价比的大单品，与抖音的内容属性和消费者群体高度契合，抖音崛起了大量破亿体量的白牌，今年双11白牌VC甚至登顶抖音彩妆销售额榜首。
- 但与之高举高打的营销相比，白牌们的产品力则显得捉襟见肘，被诟病多为代工、产品功效夸大或不符、无核心成分或技术等，因此白牌们多为昙花一现，一旦巨额的营销投入跟不上，品牌也将随之消失，比如曾风靡一时的肌先知被爆资金链断裂，多个账号已停止运营，销声匿迹。

### 抖音破亿的白牌（GMV为开店至2023年6月）



数据来源：聚美丽，西南证券整理

www.swsc.com.cn

### 抖音白牌主要打法

类型	形式	代表	品类
人设 IP	通过强人设的内容来吸引精准用户；低客单转高客单直播模式	IYIY、面肌时光、五个女博士、珂莱妮、海蓝朵、Betty Bonnie、梵诗笛、黛安蒂	功效护肤
店播矩阵	培育成熟的主播矩阵，通过机械化、模板化讲解，打造“日不落直播间”	肌先知、草安堂、FV、倾姿堂、仙妃格	彩妆日化
头部达播合作	与头部账号高佣合作，精准触达达播账号的粉丝群体	海洁娅	

## 消费新趋势：双11销售额同比下滑，国货登顶

- 据星图数据，今年双11期间，美妆个护全网销售额786亿元，同比下滑4.38%。分平台来看，抖音销售额215亿元，同比增长38.87%；天猫共有402各品牌成交破亿，其中有243个国货品牌破亿。
- 珀莱雅力压三巨头登顶天猫、抖音双平台，GMV同增18.12%，国货首次登顶。欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻分别下滑14.69%、24.42%、16.9%。分渠道来看，抖音国货比例高于天猫，护肤类天猫有2个品牌进入前十（珀莱雅、薇诺娜），抖音有3个（珀莱雅、韩束、可复美），彩妆类天猫有2个品牌进入前十（彩棠、花西子），抖音有6个（VC、彩棠、卡姿兰、方里、毛戈平、柏瑞美）。

### 2023双11护肤榜

	天猫	抖音
1	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	韩束
3	兰蔻	雅诗兰黛
4	雅诗兰黛	欧莱雅
5	薇诺娜	海蓝之谜
6	海蓝之谜	赫莲娜
7	OLAY	兰蔻
8	修丽可	后
9	赫莲娜	可复美
10	娇兰	SK-II

### 2023双11彩妆榜

	天猫	抖音
1	YSL	VC 美妆
2	彩棠	彩棠
3	NARS	YSL
4	CPB	花西子
5	3CE	卡姿兰
6	雅诗兰黛	方里
7	魅可	3CE
8	兰蔻	AKF
9	花西子	毛戈平
10	玫珂菲	柏瑞美

数据来源：青眼情报，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 消费新趋势：日妆遇冷，跌出前10

- 日本宣布排放核废水之后，引发国内强烈舆论谴责，消费者对于产地位于日本的商品质量问题充满担忧，其中以化妆品为主，如SK-II、资生堂、CPB等知名国际品牌都原产于日本，原料取自日本，因此质量问题遭到严重质疑。自宣布排放核废水后一个月内，即8.27-9.25，日系品牌或产地位于日本的品牌GMV环比出现大幅下滑，SK-II更下滑超50%。双11日妆同样遇冷，往年火爆的日系品牌今年无一进入前10，仅2个品牌进入前20，日妆遭到较大冲击。

### 双11日妆品牌GMV排名

排名	品牌
11	SK-II
14	资生堂
21	CPB
35	美丽芳丝
36	珂润
39	黛珂
41	欧珀莱
51	怡丽丝尔
53	植村秀

### 日本排放核废水后一个月内日妆GMV环比

品牌	GMV 环比
SK-II	-50.5%
资生堂	-24.9%
美丽芳丝	-35.8%
珂润	-25.7%
安热沙	-48.1%
CPB	-15.8%
黛珂	-31.3%

数据来源：青眼情报，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目录

---

## ◆ 2023年行业回顾

### 板块回顾

化妆品：终端需求平淡，消费结构调整

零售：基数效应下，内需温和复苏，海外表现更优

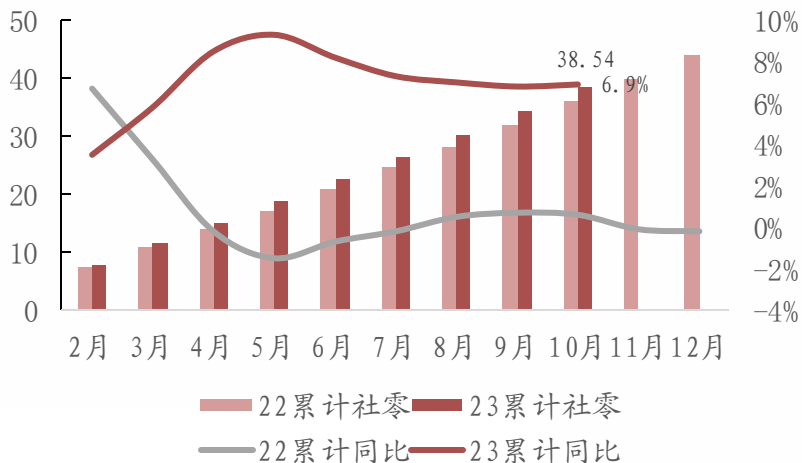
## ◆ 2024年行业展望及投资策略

## ◆ 2024年重点推荐投资标的

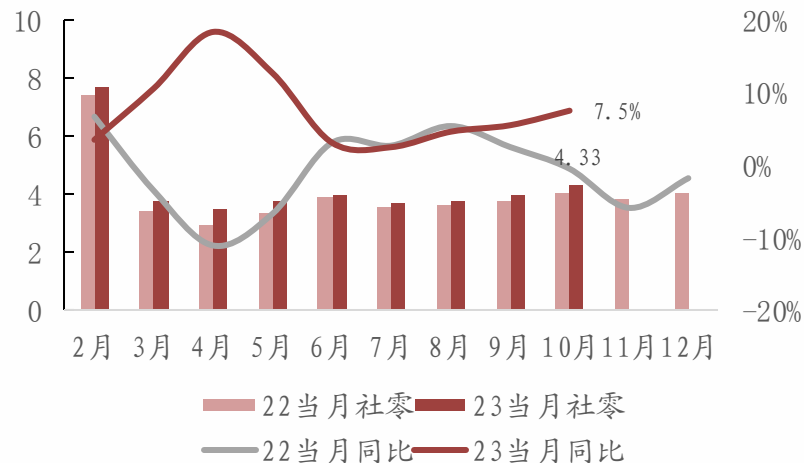
## 社零表现：基数效应下呈“勺状”结构，增速拐点已至

- 2023年M1-10，社零总额为38.5万亿元，同比增长6.9%，累计同比增速环比上升0.1pp。
- 从单季同比来看，其中Q1社零总额为11.5万亿元，同比增长5.8%，Q2社零总额为11.3万亿元，在去年同期低基数影响下同比增长10.7%，Q3社零总额为11.5万亿元，同比增长4.2%，10月社零总额为4.3万亿元，同比增长7.5%；
- 从单月同比来看，2023年1-10月社零呈现“勺状”特征，一方面源自于2023年生产生活秩序恢复后，消费温和复苏带来的整体同比增长，另一方面则源自于2022年Q2疫情扰动下的低基数影响使得2023年Q2同比增速显著拔高，消费持续复苏进程中Q3季度社零同比增速则体现出逐月上升态势。

### 社会消费品零售额累计同比（万亿元，%）



### 社会消费品零售额当月同比（万亿元，%）



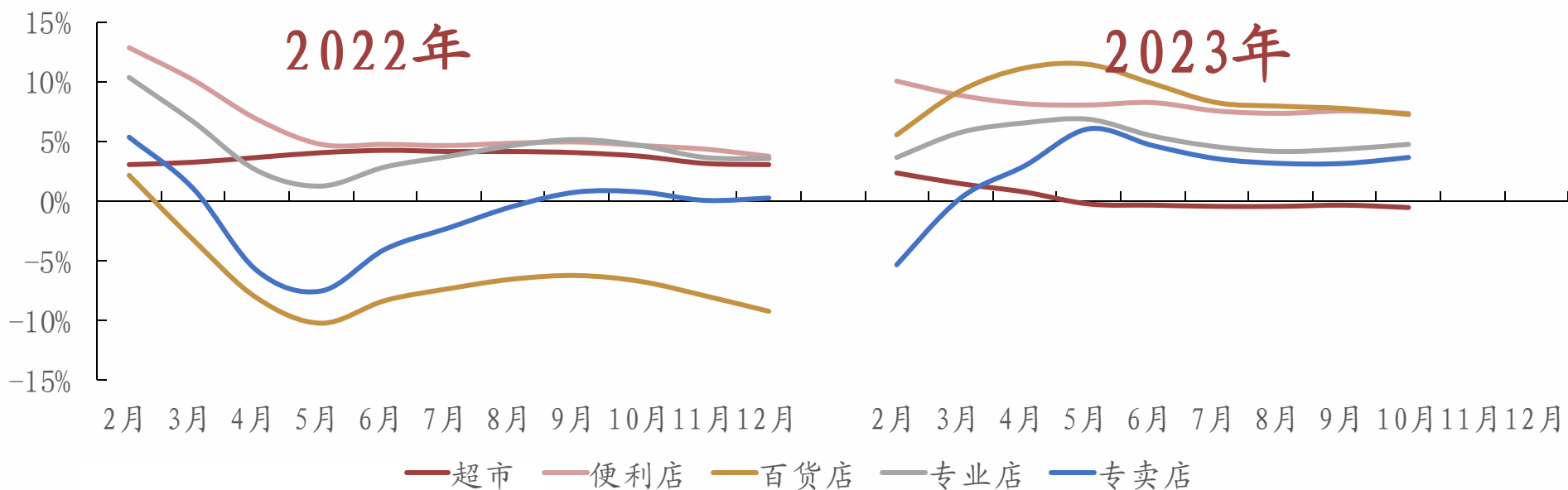
数据来源：wind，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 分业态社零：前期分化表现开始收敛

- 分业态社零前期分化表现开始收敛。分业态来看，2023年上半年因各业态对于客流依赖度区别，在线下客流快速恢复进程中各业态零售额表现有所分化；进入Q3以来，业态分化开始出现收敛，截至2023年10月，百货店、便利店、专业店、专卖店零售额分别同比增长7.2%、7.3%、4.7%、3.6%，超市零售额同比下降0.6%。

分业态社零累计同比增速



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 分产品社零：基数效应扰动

- 分产品来看，低基数影响下使得2023年可选消费中的服装类、珠宝类产品实现优于其他品类的同比增长，线下客流恢复带动烟酒类产品增速亮眼。
- 排除基数效应的影响，利用截至10月的2年复合增长率来观察：必选消费中的**粮油、食品、烟酒**等产品表现较好，可选消费中的**珠宝类**产品表现较好，均实现约7%左右的年复合增长率。建材、家具品类受地产行业景气度影响，零售额有所下降。

### 分产品累计同比增速

限额以上单位商品零售累计同比		2022										2023										2年CAGR (截至10月)
		2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	
必选	粮油、食品类	7.90%	9.35%	9.50%	10.00%	9.90%	9.40%	9.20%	9.10%	9.00%	8.50%	8.70%	9.00%	7.50%	6.00%	4.70%	4.80%	4.90%	4.90%	5.30%	5.20%	7.08%
	饮料类	11.40%	11.82%	10.40%	9.80%	8.20%	7.40%	7.20%	6.90%	6.60%	5.30%	5.30%	5.20%	1.80%	0.60%	0.40%	1.00%	1.30%	1.20%	2.00%	2.40%	4.48%
	烟酒类	13.60%	11.75%	7.80%	7.10%	6.70%	6.90%	7.00%	4.70%	4.20%	3.50%	2.30%	6.10%	6.80%	8.30%	8.30%	8.60%	8.40%	7.90%	9.80%	10.30%	7.21%
	日用品类	10.70%	6.62%	2.50%	0.60%	1.30%	1.30%	1.50%	2.00%	1.60%	0.30%	-0.70%	3.90%	5.10%	6.20%	6.80%	5.00%	4.20%	3.90%	3.50%	3.60%	2.60%
可选	服装类	3.70%	-2.21%	-7.50%	-10.10%	-8.00%	-6.90%	-5.50%	-5.00%	-5.50%	-6.90%	-7.70%	6.40%	11.40%	16.60%	17.40%	15.50%	13.80%	12.90%	12.80%	12.30%	3.02%
	化妆品类	7.00%	1.81%	-3.60%	-5.20%	-2.50%	-2.10%	-2.70%	-2.70%	-2.80%	-3.10%	-4.50%	3.80%	5.90%	9.30%	9.70%	8.60%	7.20%	7.50%	6.80%	6.20%	1.60%
	金银珠宝类	19.50%	7.59%	0.20%	-3.10%	-1.30%	1.50%	2.20%	2.20%	1.70%	0.80%	-1.10%	5.90%	13.60%	18.50%	19.50%	17.50%	13.60%	12.80%	12.20%	12.00%	6.73%
	通讯器材类	4.80%	4.30%	-1.60%	-2.70%	-0.60%	0.00%	-0.50%	0.20%	-0.90%	-3.30%	-3.40%	-8.20%	-5.10%	-1.50%	3.30%	4.10%	4.00%	4.40%	3.90%	5.20%	2.10%
地产链	家用电器和音像器材类	12.70%	5.85%	2.40%	-0.50%	0.40%	1.40%	1.60%	0.70%	-0.80%	-3.00%	-3.90%	-1.90%	-1.70%	-0.30%	-0.20%	1.00%	0.00%	-0.40%	-0.60%	0.30%	-0.25%
	家具类	-6.00%	-7.05%	-8.90%	-9.60%	-9.00%	-8.60%	-8.50%	-8.40%	-8.20%	-7.70%	-7.50%	5.20%	4.60%	4.30%	4.50%	3.80%	3.20%	3.40%	3.10%	2.90%	-2.81%
	建筑及装潢材料类	6.20%	3.79%	-0.70%	-2.40%	-2.90%	-3.60%	-4.40%	-4.90%	-5.30%	-5.80%	-6.20%	-0.90%	-2.40%	-4.50%	-6.60%	-6.70%	-7.30%	-7.80%	-7.90%	-7.50%	-6.41%
其他	体育、娱乐用品类	1.60%	-2.02%	-4.50%	-3.80%	-0.80%	0.60%	1.00%	1.30%	1.30%	0.10%	-1.20%	1.00%	5.80%	10.10%	11.00%	10.50%	9.40%	8.00%	8.30%	9.90%	5.51%
	中西药品类	7.50%	9.08%	8.80%	9.20%	9.70%	9.40%	9.40%	9.40%	9.30%	9.20%	12.40%	19.30%	16.50%	13.30%	12.00%	11.10%	10.10%	9.30%	8.70%	8.70%	9.00%
	文化办公用品类	11.10%	10.62%	6.70%	4.70%	5.70%	6.60%	6.50%	6.80%	5.90%	4.90%	4.40%	-1.10%	-1.40%	-2.20%	-2.00%	-3.90%	-5.30%	-5.70%	-6.80%	-5.50%	0.04%
	石油及制品类	25.60%	19.74%	15.70%	14.10%	14.20%	14.20%	14.50%	14.00%	12.50%	11.00%	9.70%	10.90%	10.30%	11.00%	9.60%	7.50%	6.20%	6.20%	6.50%	6.40%	9.41%
	汽车类	3.90%	-0.30%	-8.40%	-9.90%	-5.70%	-3.60%	-1.30%	0.40%	0.80%	0.30%	0.70%	-9.40%	-2.30%	5.40%	8.90%	6.80%	5.50%	4.90%	4.60%	5.30%	3.03%

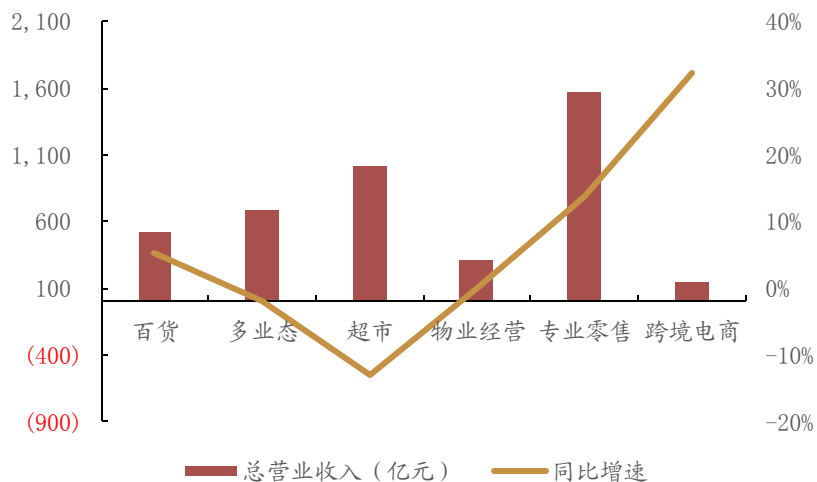
数据来源：wind，西南证券整理

WWW.SWSC.COM.CN

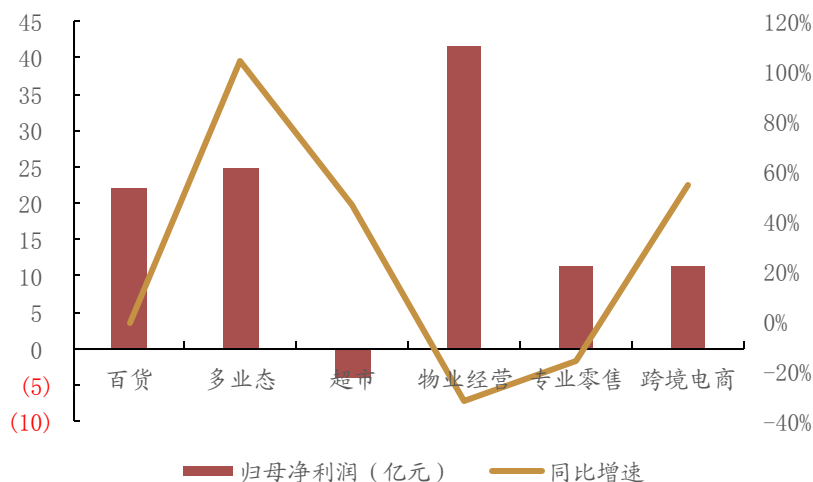
## 分板块看各企业前三季度经营情况

- 营收端来看，23年前三季度百货、多业态、超市、物业经营、专业零售、跨境电商板块营业收入分别同比+5.2%、-1.9%、-13.1%、-0.1%、+13.7%、+32.4%。
- 利润端来看，23年前三季度百货、多业态、超市、物业经营、专业零售、跨境电商板块归母净利润分别同比-0.6%、+104.2%、+46.4%、-32.2%、-15.9%、+54.4%。
- 分板块来看，百货板块表现平稳；超市板块在营收承压情况下实现减亏；物业经营停止减租实现营收增长，但受地产拖累导致利润端下降；专业零售客流恢复下营收实现增长，但盈利能力承压；跨境电商实现规模业绩双增。

### 23Q1-3各板块营业收入



### 23Q1-3各板块归母净利润



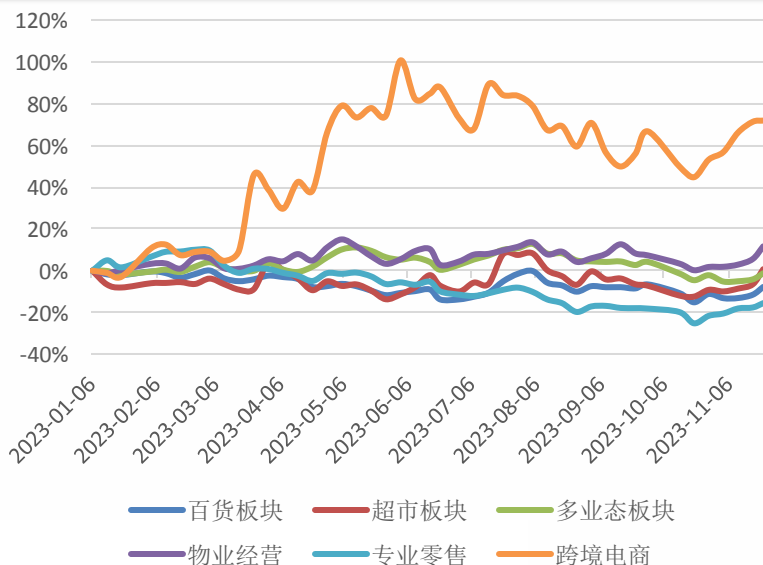
数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

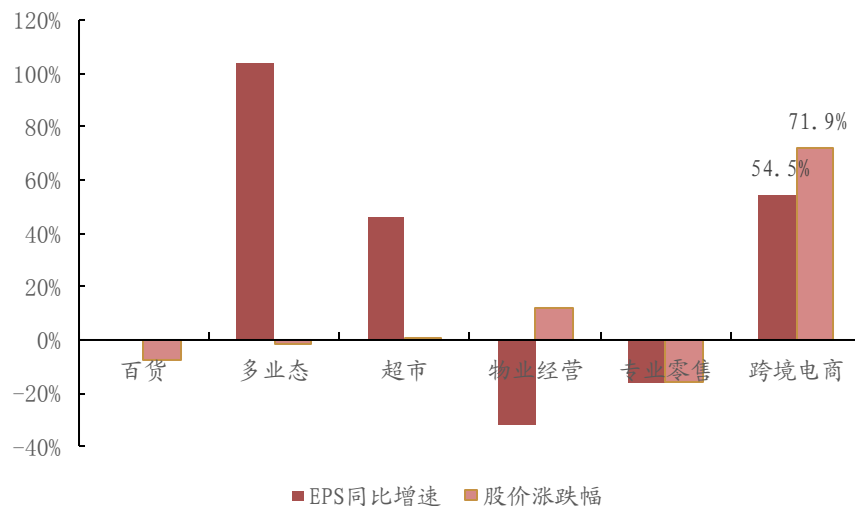
## 股价表现：业绩支撑跨境电商，涨势亮眼

- 自年初至2023年11月22日，百货、多业态、超市、物业经营、专业零售、跨境电商板块股价分别-7.8%、-1.2%、+0.7%、+11.7%、-15.6%、+71.9%。
- 其中百货、多业态、超市板块股价走势相对表现稳定；物业经营板块EPS受地产景气度拖累，但小商品城股价表现亮眼（涨幅50%）；专业零售估计与业绩走势保持一致；跨境电商板块涨幅达71.9%，主要来自于业绩驱动（前三季度业绩同比增长54.5%）。

### 各板块股价走势图



### 各板块业绩及股价走势对比



数据来源：wind，西南证券整理（采取算术平均）

# 目 录

---

## ◆ 2023年行业回顾

## ◆ 2024年行业展望及投资策略

**化妆品：短期重视内容电商红利，长期多品牌+产品力取胜**

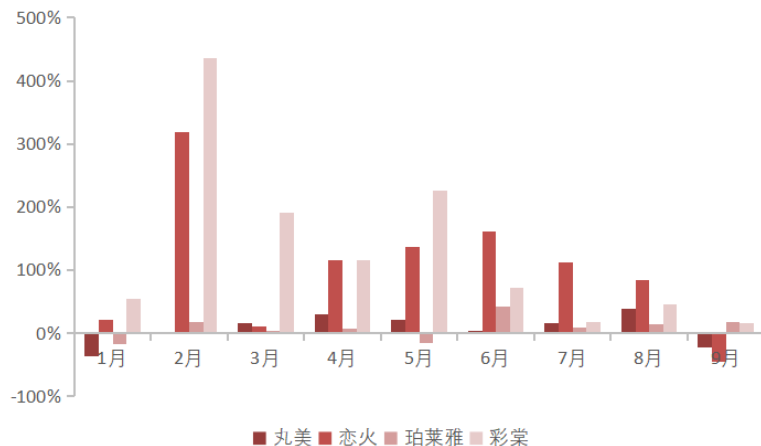
**零售：存量竞争下，新业态、新市场、新生产要素**

## ◆ 2024年重点推荐投资标的

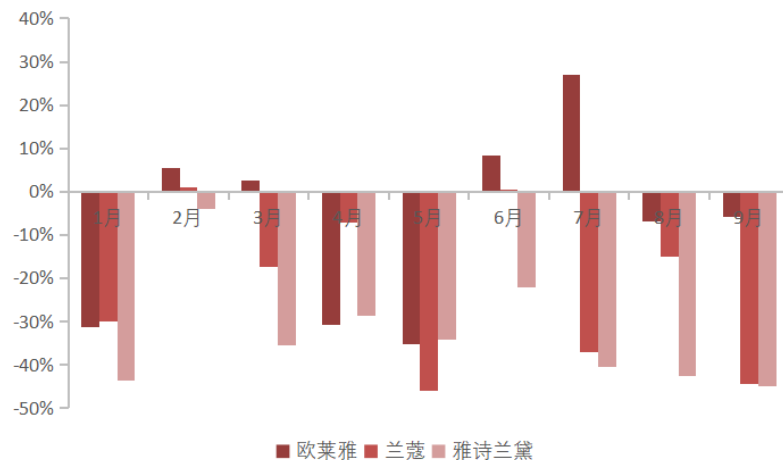
## 投资主线一：高端化趋势减缓，优质国货经营向好

- 今年以来化妆品品牌表现出现分化，国际品牌如欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻等巨头出现连续下滑，高端品牌如SK-II、海蓝之谜、CPB等同样表现较为疲软，相对应的，定位中端、相较国际大牌价格更友好的本土品牌则在今年逆势增长，其中经营管理完善、组织架构体系优秀的公司显示出较好韧性，如丸美股份旗下的丸美、恋火，珀莱雅旗下的珀莱雅、彩棠等，均实现连续多月正增长，化妆品消费结构及趋势正逐渐倾斜。

### 本土品牌淘系月销售额增速



### 国际大牌淘系月销售额增速



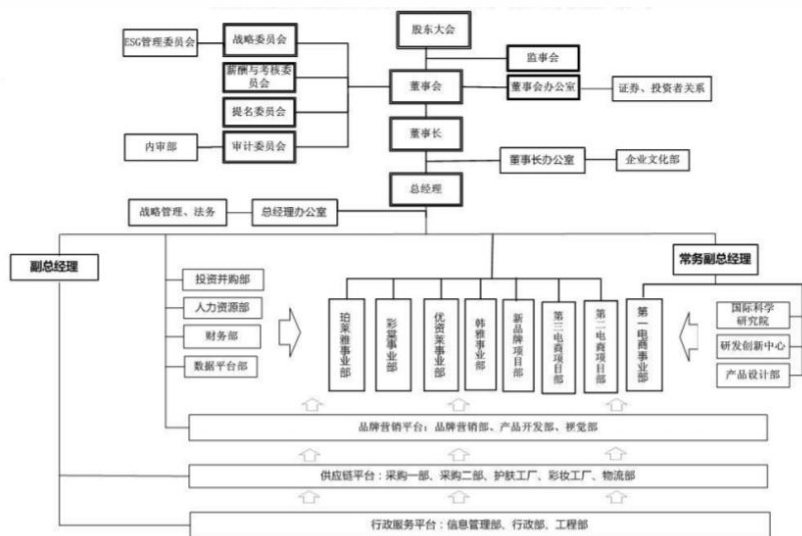
数据来源：魔镜，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

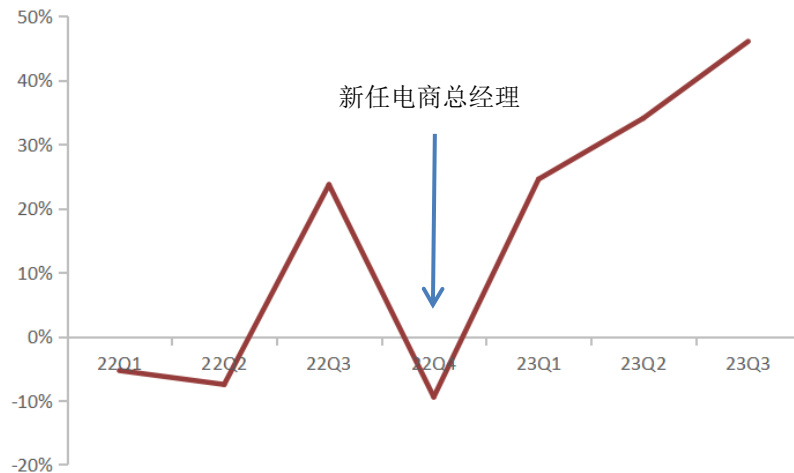
## 投资主线一：高端化趋势减缓，优质国货经营向好

- 国内化妆品市场经历过渠道驱动、营销驱动等阶段之后，竞争格局日趋激烈，在渠道、营销、产品等多方面均需要全面发力。在电商流量红利边际递减的背景下，具备更优组织架构体系，对于市场格局变化和消费者洞察更快速和敏锐的公司能够占得先机。如珀莱雅采取矩阵式组织架构，相比垂直型组织架构更加灵活，消费者反馈更加及时；而丸美股份在22年11月官宣王熙雯出任电商总经理后营收实现节节高升，王熙雯曾任当当网、天猫美妆、贝泰妮等电商运营相关工作，彰显公司对于电商渠道的重视和发展决心。
- 推荐关注产品矩阵丰富、护肤+彩妆均有良好表现，企业管理经营向好的珀莱雅、丸美股份。

### 珀莱雅组织架构



### 丸美股份营收增速

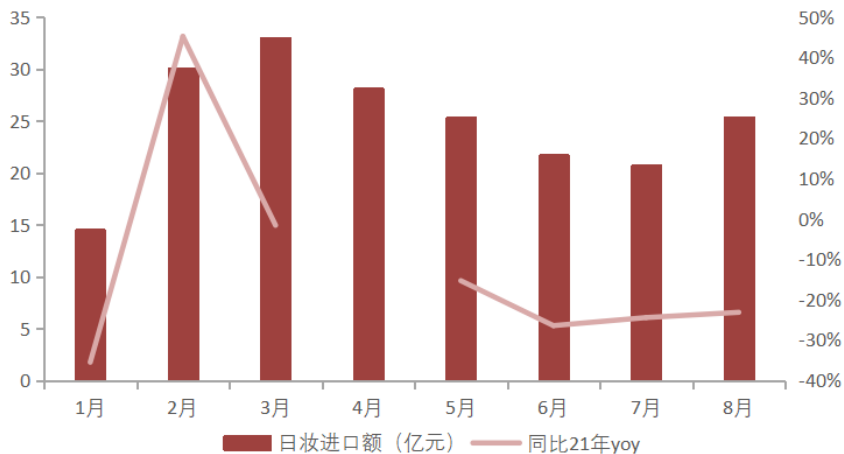


数据来源：公司公告，西南证券整理

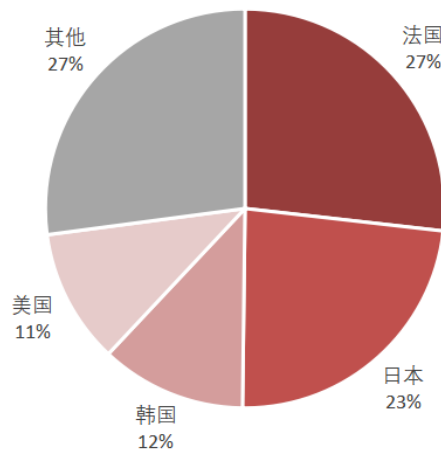
## 投资主线二：日妆进口额连续下滑，较大市场空间待瓜分

- 据海关总署统计数据，今年日妆进口我国数据呈先增后降趋势，3月时进口额达到峰值，进口金额33亿元，同比增长29.4%。4月开始进口额逐渐回落，增速也逐渐下滑，5-7月出现负增长，其中7月进口额20.7亿元，同比下降30%。
- 今年1-5月我国化妆品主要进口国包括法国、日本、韩国、美国等，其中法国为第一大进口国，占比达27%，日本为第二大进口国，占比23%，今年1-7月化妆品总进口额约757亿元，日本进口额约174亿元，若日本排放核废水导致日妆进口持续缩水，将会有较大的市场空间空缺。

### 今年日妆进口额及增速



### 2023年1-8月主要国家化妆品进口占比



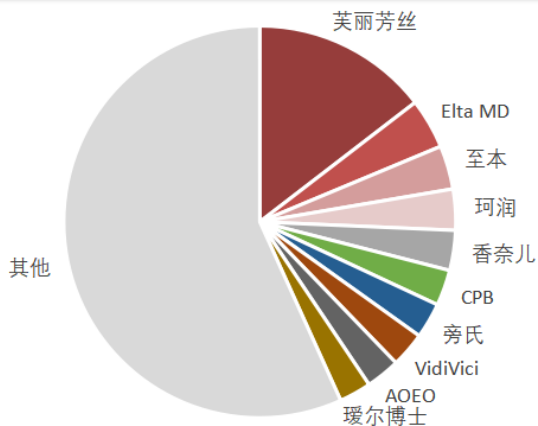
数据来源：海关总署，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

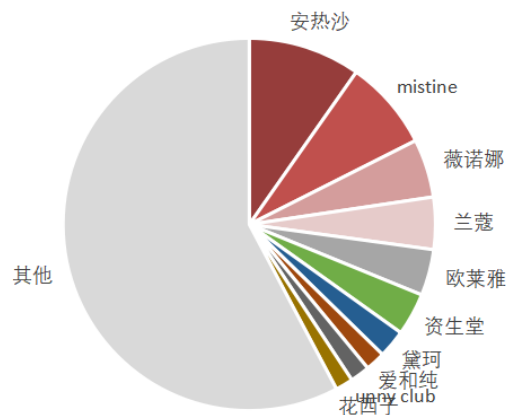
## 投资主线二：日妆进口额连续下滑，较大市场空间待瓜分

- 分品类来看，日妆主要在洁面、防晒、基础护理等品类上具备较强优势，功效主要以植物提取、敏感肌护理、温和无添加为卖点。天猫渠道来看，2021-2022天猫洁面类产品中**freeplus占比达到14.6%，珂润占比为3.9%**，freeplus长期占据天猫洁肤产品榜首的位置；防晒类产品**安热沙占比9.7%，资生堂占比3.7%，黛珂占比2.4%**，日系防晒市占率遥遥领先，销售额前十中超过半数为日系品牌。另外珂润、资生堂等品牌在敏感肌护理、基础方式等功效诉求方向也占据一定市场份额。
- 对标日系化妆品来看，国货在洁面、防晒、基础护理等品类上与珂润、芙丽芳丝等品牌存在直接竞争关系的有薇诺娜、瑗尔博士等，其中洁面品类中国货代表为**至本市占率3.6%，瑗尔博士市占率2.6%**，防晒类目国货代表为**薇诺娜5.1%，花西子市占率1.3%**。与日系品牌相比，国货普遍单价较低，且大单品集中度较高，市占率略低于日系品牌。

### 洁面品牌市占率



### 防晒品牌市占率



数据来源：用户说数据，西南证券整理

## 投资主线二：日妆进口额连续下滑，较大市场空间待瓜分

- 从目前国货和日系品牌结构，以及以往演变规律来看，国货在中低端的优势比较突出，且该价格带产品可替代性较强。推荐关注贝泰妮、福瑞达等对于日妆竞争力较强的品牌。

洁面

**美丽芳丝**  
价格160元  
功效：绵密霜状质地



**瓊尔博士**  
价格63元  
功效：氨基酸，泡沫绵密细腻

面霜

**珂润**  
价格170元/40g  
功效：敏感肌滋润保湿补水



**薇诺娜**  
价格268元/50g  
功效：敏感肌补水舒缓修护

防晒

**安热沙**  
价格218元/60ml  
功效：高倍防晒力，不惧水汗热



**薇诺娜**  
价格188元/50g  
功效：敏感肌防晒

数据来源：品牌淘宝旗舰店，西南证券整理

## 投资主线三：渠道变革时代，内容营销为王

- 随着抖音平台的爆发，内容电商份额正快速提升，抖音已成为继淘宝之后第二大美妆销售渠道。而因为抖音天然的内容属性，与淘系等货架电商的平台式营销投放打法有较大差异，因此品牌商在抖音渠道的投放策略也会相应作出调整，能够快速顺应渠道变革并探索出创新打法的品牌能够在抖音平台实现快速积累和迅速爆发。

### 短视频、短剧、内容广告



数据来源：抖音，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 投资主线三：渠道变革时代，内容营销为王

短剧形式突出重围，或是下一营销热点。国货品牌在抖音上的营销打法多以内容营销为主，而在趋同与内卷的竞争环境中短剧形式突出重围，典型如韩束联合抖音达人姜十七合作推出的短剧，每部剧16集，每集5分钟左右，短平快的节奏适合当前大众碎片化的时间，与普通短视频相比又兼具了逻辑型和连续性，同时内容围绕独立女性，精准契合目标消费群体，吸引了大量流量，5部短剧累计播放量近50亿，带动韩束在抖音实现快速爆发。推荐关注抖音快速增长、营销能力突出的上美股份。

## 韩束与姜十七合作短剧



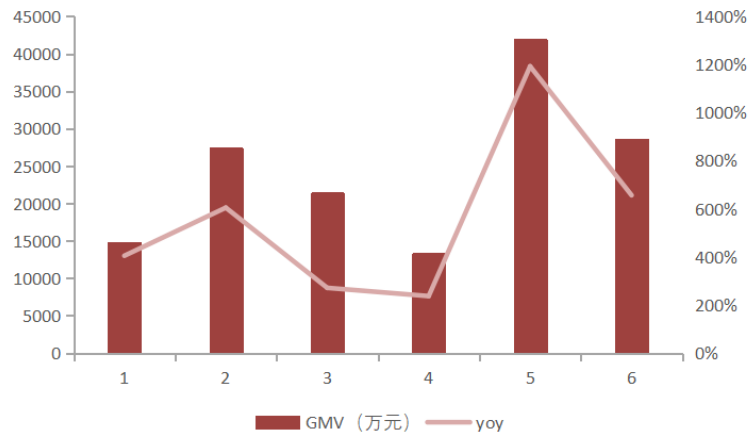
数据来源：抖音，西南证券整理

www.swsc.com.cn

## 投资主线三：渠道变革时代，内容营销为王

□ **短剧+自播，抖音新解法。**通过新颖的形式、贴合的内容导向、精准的爽点，韩束联合姜十七制作的短剧播出后吸引了大量观看和流量，韩束紧接着采取自播+达播双管齐下的承接并转化这些流量。韩束主要以自播形式为主，与其他品牌不同的是，韩束将直播间进行了按品类、功效、系列等进行细分，各直播间销售产品各有侧重，配合精准触达，有效提高单直播间成交转化率。

### 韩束抖音GMV及增速



### 抖音护肤品牌销售额榜单

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
1	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	赫莲娜	花西子	韩束
2	谷雨	珀莱雅	雅诗兰黛	韩束	韩束	雅诗兰黛	里季	欧莱雅
3	珀莱雅	欧诗漫	韩束	珀莱雅	珀莱雅	海蓝之谜	娇润泉	SK-II
4	韩束	SK-II	欧莱雅	赫拉	海蓝之谜	兰蔻	兰蔻	珀莱雅
5	后	海蓝之谜	赫莲娜	面玑时光	SK-II	后	肌肤未来	娇润泉
6	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧诗漫	谷雨	赫莲娜	韩束	AKF	海蓝之谜
7	SK-II	兰蔻	HBN	雅诗兰黛	兰蔻	SK-II	VC	花西子
8	兰蔻	谷雨	兰蔻	蜜丝婷	雅诗兰黛	珀莱雅	薇诺娜	极萌
9	海蓝之谜	赫莲娜	蜜丝婷	海蓝之谜	欧诗漫	欧莱雅	韩束	YSL
10	奥伦纳素	IYIY	SK-II	奥伦纳素	OLAY	OLAY	毛戈平	赫莲娜

数据来源：飞瓜，西南证券整理

www.swsc.com.cn

# 长期主义：功效诉求多元化，国产成分弯道超车

- 我国化妆品市场起步较晚，在成分和原料研发方面相较于国外大型企业上半年的发展历程来说，显得不够完善和成熟，本土品牌更多发力营销和渠道端。近年来，国货品牌开始更多在成分和原料端加码研发，并成功实现了多种成分和原料的全球领先的技术突破，如重组胶原蛋白、中国特色植物提取物、蓝铜胜肽等新成分，中国企业均走在世界前列。推荐关注巨子生物、贝泰妮、华熙生物、福瑞达等研发实力较强、有核心成分优势的企业。



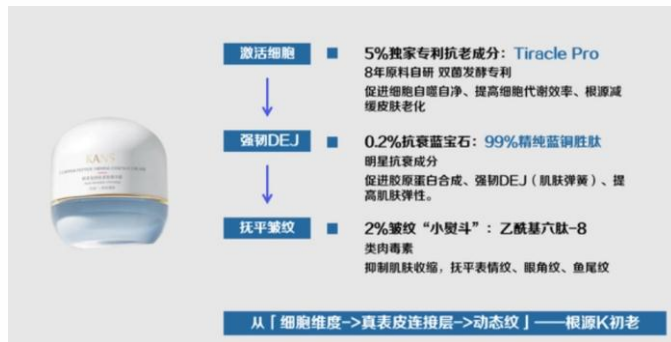
巨子生物 Human-like®  
重组胶原蛋白**仿生组合**

重组I型人胶原蛋白      Mini小分子重组胶原蛋白肽

重组类人胶原蛋白      重组III型人胶原蛋白

巨子生物专利研发**22**年 相关国家发明专利**75+**

Human-like®重组胶原蛋白仿生组合



从「细胞维度→真表皮连接层→动态纹」——根源K初老

- 激活细胞** ■ 5%独家专利抗老成分: **Tiracle Pro**  
8年原料自研 双菌发酵专利  
促进细胞自噬自净、提高细胞代谢效率、根源减缓皮肤老化
- 强韧DEJ** ■ 0.2%抗衰蓝宝石: **99%精纯蓝铜胜肽**  
明星抗衰成分  
促进胶原蛋白合成、强韧DEJ(肌肤弹黄)、提高肌肤弹性。
- 抚平皱纹** ■ 2%皱纹“小熨斗”: **乙酰基六肽-8**  
类肉毒素  
抑制肌肤收缩, 抚平表情纹、眼角纹、鱼尾纹



数据来源：巨子生物、上美股份、贝泰妮微信公众号，西南证券整理



## 长期主义：多品牌战略或是大势所趋

- **本土品牌同样在寻求多品牌发展。**主品牌在发展到一定规模和体量时增速放缓已是行业共识，那么在主品牌之外积极拓展孵化新品牌以谋求第二、三增长曲线成为本土化妆品公司的重要必修课，无论是从护肤向彩妆拓展，还是从低端向高端、从单一功效向复合功效、从成人向儿童拓展等等，多品牌战略或是国货未来发展大势所趋。

### 国货企业多品牌战略



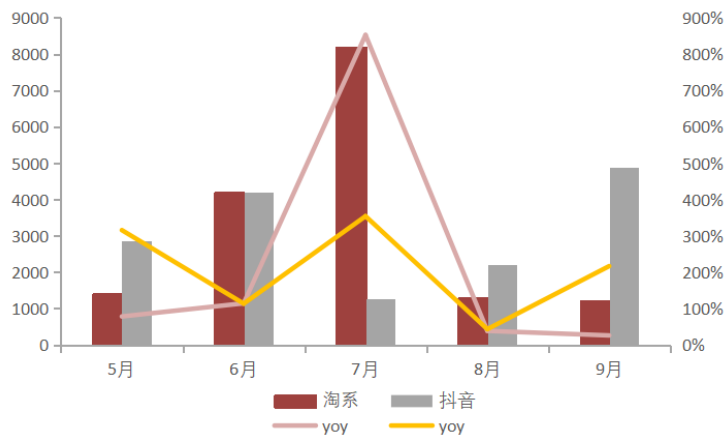
数据来源：各品牌官网，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 长期主义：出海+收并购，版图扩张进行时

- 随着国货在国内市场的份额逐渐提高，不少企业开始寻求海外市场机会，出海成为优秀国货的下一步关键布局，东南亚市场则是试水的首选。东南亚相比欧美和日韩来说本土品牌不强势，另外电商发展加快带动化妆品消费旺盛，对于刚开始出海的国货来说是个不错的选择；但国际大牌依旧占据主导，国货进入市场仍需要一定时间。推荐关注已经进入东南亚市场进行布局的珀莱雅
- **另外收并购也是国货扩张版图的一大趋势。**多品牌战略是国际化妆品巨头的成功路径，国货在打响主品牌之后也会寻求拓展品牌矩阵，通过收并购国内国际品牌，在产品形态、品牌价格带、细分赛道、面向人群等多方面进行补足和扩充。如水羊股份收购法国品牌伊菲丹，伊菲丹定位贵妇级护肤，自身具有较强品牌心智、定位清晰，结合水羊自身在国内积累的运营和渠道能力，迅速打开国内市场，实现快速增长。推荐关注代运营能力优秀的水羊股份、积极推进多品牌战略的贝泰妮。

### 伊菲丹GMV（万元）



### 贝泰妮收购姬芮、泊美



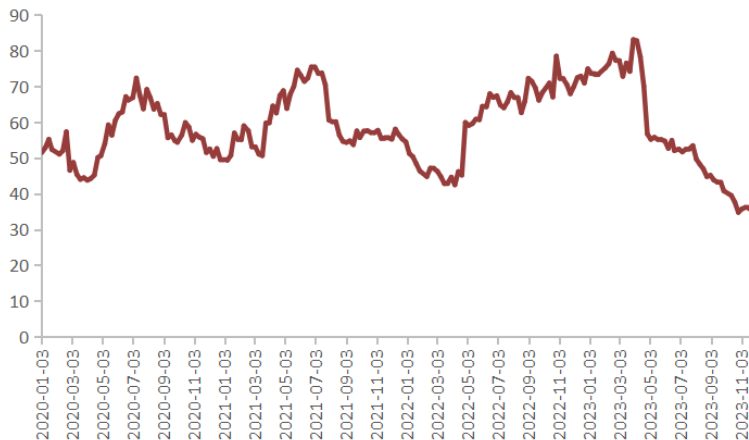
数据来源：魔镜、蝉妈妈，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

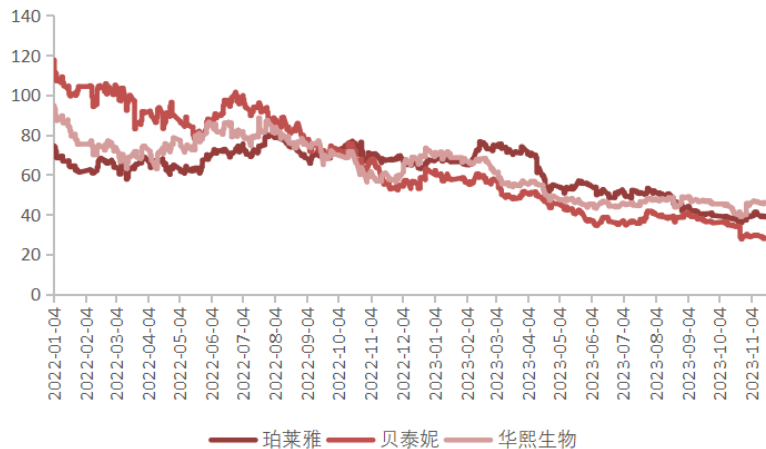
## 板块估值回落，龙头估值处于低位

- ❑ 回顾化妆品板块历史估值，自2020年起，板块市盈率始终处于50-70倍之间，22年3月下降至40-45倍，至23年3月回升至80倍左右，达到近年来行业最高估值。只有板块估值大幅回落，至23年11月行业整体估值仅35倍左右，为近年来最低值。
- ❑ 选取珀莱雅、贝泰妮、华熙生物作为国货化妆品龙头企业代表，自2022年初以来三家公司估值持续下行，其中贝泰妮估值下行幅度最大，珀莱雅相对较稳定。至2023年11月龙头估值处于近年来低位，长期来看国货替代趋势确定性强、龙头公司长期成长动力充足，当前时点投资性价比及长期布局价值较大。

### 化妆品PE(TTM)



### 龙头化妆品公司PE(TTM)



数据来源: wind, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 目录

---

## ◆ 2023年行业回顾

## ◆ 2024年行业展望及投资策略

化妆品：短期重视内容电商红利，长期多品牌+产品力取胜

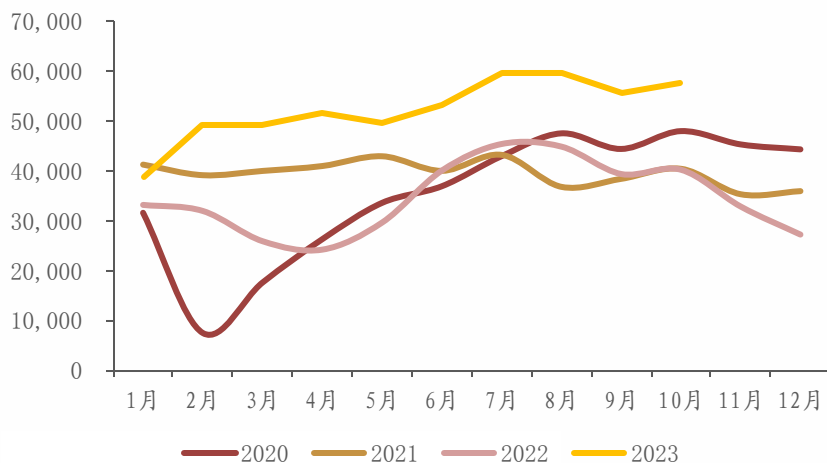
零售：存量竞争下，新业态、新市场、新生产要素

## ◆ 2024年重点推荐投资标的

# 线下零售：客流恢复先行，但消费信心仍在恢复中

- **客流恢复先行**：2023年线下客流恢复良好，根据赢商网数据，2023年10月购物中心客流同比增长约43%；相较于2019年情况，自今年二季度起，购物中心客流已基本恢复至2019年水平，三季度同比2019年涨幅高达20.9%，客流恢复程度超预期。
- **消费信心仍在恢复中**：受经济不确定性等多因素影响，虽线下客流已先行恢复，但消费信心仍处于恢复进程中，线下消费呈现“**高客流，低消费力**”的特征。我们认为，消费信心恢复力度温和，预计2024年将持续恢复，恢复过程中“**兴趣消费**”和“**性价比消费**”成为主流。

## 购物中心客流表现（场日均人数）



## 消费信心有待恢复



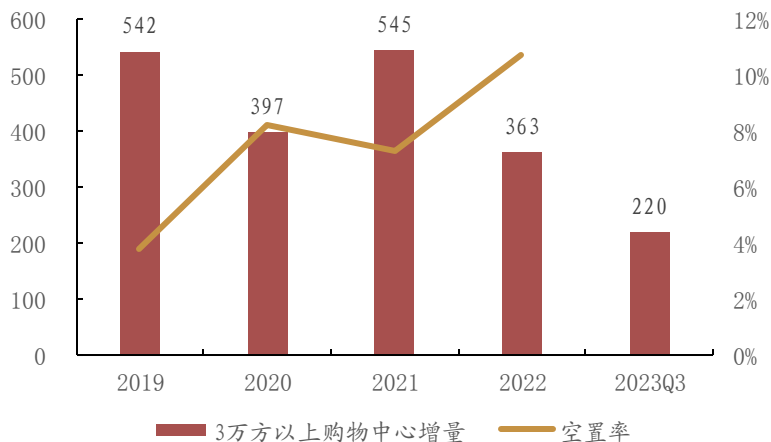
数据来源: wind, 赢商网, 西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

## 存量竞争：“跑马圈地”停滞

- ❑ **线下消费设施投资收缩**：根据赢商网数据，在消费承压、城镇化进程放缓等多因素影响下，近年来3万方以上购物中心增量相较于疫情前有所收缩，2020及2022年在疫情影响下每年新增购物中心不到400家，2023年前三季度全国新增3万方以上购物中心共220家，相较于2019年全年新增542家，线下消费设施投资收缩明显。
- ❑ **线上渗透放缓**：在各类反垄断政策出台下，线上平台对线下的渗透速度放缓，各类互联网公司“补贴战”受阻，社区团购业务相继收缩或关停。
- ❑ 我们认为，线下经营主体异地扩张、新建项目收缩，线上主体对线下渗透力度减弱，皆反映出针对线下消费市场进行“跑马圈地”的放缓，进入存量竞争阶段。

### 购物中心项目收缩



### 社区团购收缩

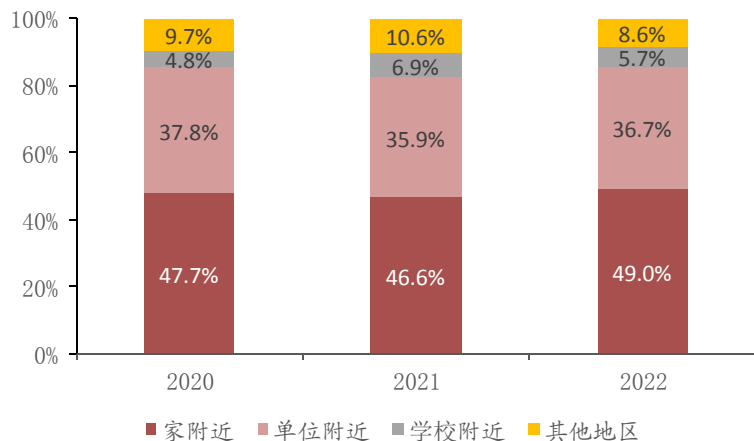
平台	社区团购变动情况
美团优选	2022年4月撤出甘肃、青海、宁夏、新疆等省份
多多买菜	2022年2月，快递代收点业务在厦门等地区被监管部门叫停
兴盛优选	2021年9月起暂不开通新城市，2023年撤出广东
十荟团	2021年8月开始退出部分省份，2022年3月全面关停
橙心优选	2021年9月开始退出部分省份，2022年3月全面关停
同程生活	2021年7月申请破产

数据来源：赢商网，数位大数据，界面新闻，西南证券整理

# 存量竞争：“圈地赛马”盛行

- ❑ **消费半径收缩凸显点位重要性。**根据数位大数据，疫情期间消费者的消费习惯有所改变，线下消费半径有所收缩，线下零售经营**核心点位重要性凸显**。
- ❑ **收购整合，修炼内功。**存量竞争之下，零售经营主体的收并购、调改事件频发。例如重庆百货收购重客隆、整合四大业态；家家悦收购维乐惠、启动超市改造；红旗连锁2022年改造门店400家；万辰集团整合四大零食折扣店品牌等。
- ❑ 我们认为零售业从粗犷的“跑马圈地”转变为“圈地赛马”，本质上是**聚焦区域、聚焦品类**，以获取**更优秀的门店点位、更垂直的供应链优势、更大的规模效应**。

## 消费半径收缩



## 收购整合事件频发

平台	收并购事件	调改情况
重庆百货	收购重客隆	四大业态整合、升级
家家悦	收购维乐惠	启动社区生鲜食品超市示范点改造项目
红旗连锁	收购成都红艳超市、9010便利店等	2022年改造门店400家
零食很忙	合并赵一鸣	
万辰集团	整合路小馋、来优品、好想来、叮滴叮滴	
家乐福、沃尔玛	退出各省市	

数据来源：数位大数据，零售圈，西南证券整理

# 服务为王：更小、更近、更细分的门店满足需求

- ❑ 从渠道溢价转为服务溢价。传统零售作为各类商品销售的渠道，过去的利润主要来自于“渠道溢价”。
- ❑ 在电商等线上平台的冲击之下，在经济不确定性带来的性价比需求之下，渠道的溢价权降低，与之对应的是“服务溢价”的兴起。
- ❑ 新兴零售商的服务溢价可以表现为**选品服务、供应链折扣服务、社区店的便捷服务**等。
- ❑ 推荐关注能够在商品销售过程中，融入更多“服务溢价”的标的如红旗连锁等。

## 新业态涌现

美妆集合店



零食折扣店



火锅食材店



## 新零售业态的服务属性更强

传统零售		新零售	
人	销售人员引导消费	品类聚焦 减少消费者采购时间	销
货	供应链优势 高频低毛利带低频高毛利	品类细分打造垂直供应链 库存运转效率提升 打造自有品牌	产
场	百货、超市 大半径覆盖周边人群	便利店、社区店 满足自然客流下消费需求	供

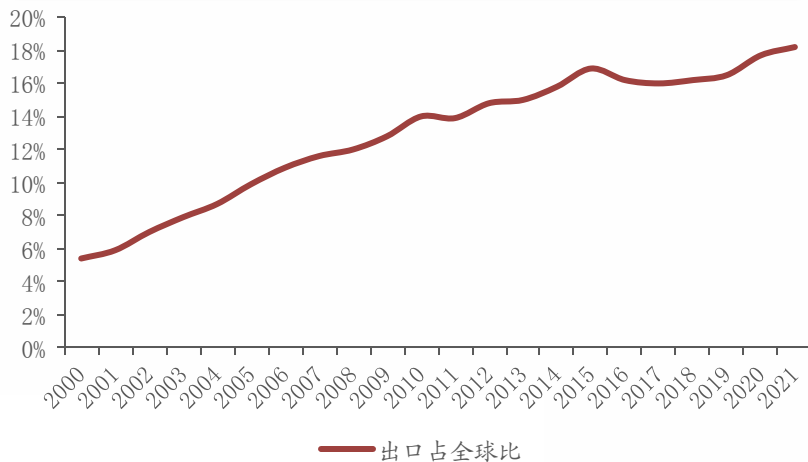
数据来源：西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

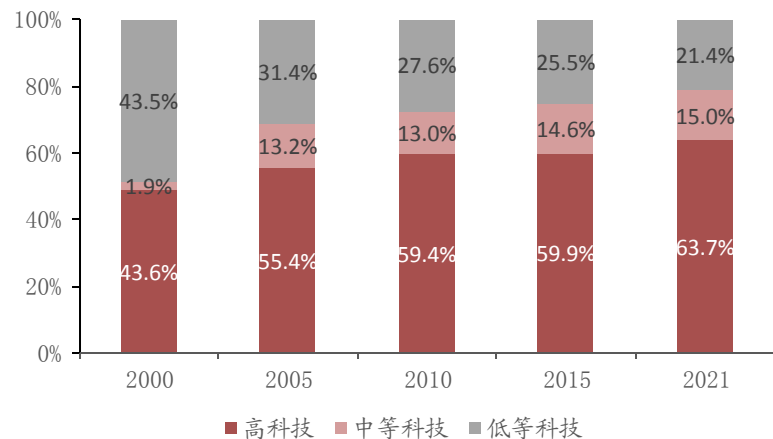
## 跨境电商：中国供应链优势为底层逻辑

- ❑ **出口全球占比不断提升**：自中国加入世贸组织以来，中国出口额全球占比不断提升，历经十年时间成为全球第一大出口国，全球出口占比自2000年的5.4%提升至2021年的18.2%。
- ❑ **技术竞争力不断增强**：在出口占比持续提升进程中，中国出口技术竞争力不断增强，高科技产品占比自2000年的43.6%提升至2021年的63.7%，中等科技制品占比自2000年的1.9%提升至2021年的15.0%。
- ❑ 我们认为，供应链优势是中国出口增长的支撑，也是助力我国跨境电商持续发展的长逻辑所在。

### 出口全球占比不断提升



### 技术竞争力不断增强

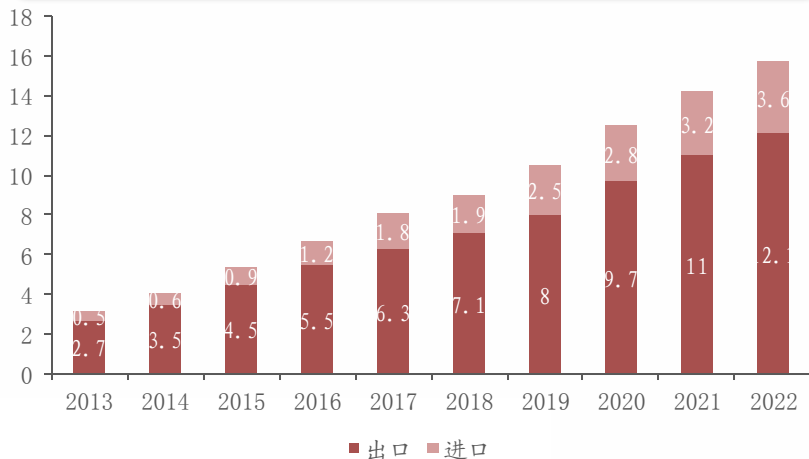


数据来源：联合国工业发展组织，西南证券整理

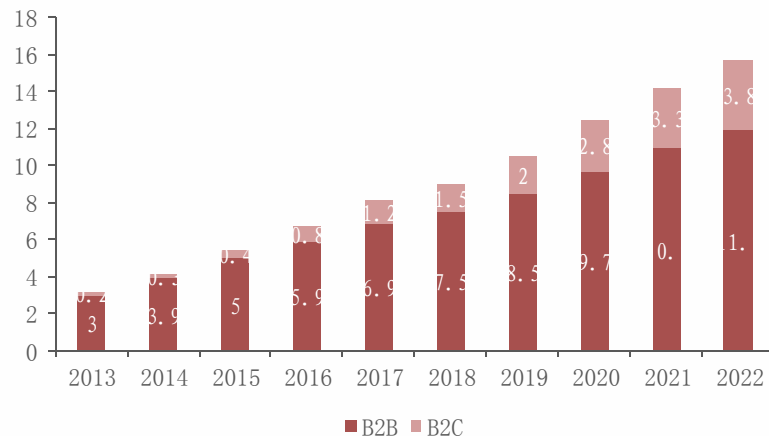
## 结构变化：出口与B2B为主流，B2C强势崛起

- 从进出口结构来看，出口占比较大，但进口增速更快。根据网经社数据，2022年，中国出口跨境电商交易规模12.1万亿元，同比增长10%；进口跨境电商交易规模3.6万亿元，同比增长12.5%。
- 从交易模式来看，B2B占比较大，但B2C增速更快。根据网经社数据，2022年，中国B2B跨境电商交易规模11.9万亿元，同比增长9.2%；B2C跨境电商交易规模3.8万亿元，同比增长15.2%。2013-2022年，B2C模式的交易规模CAGR达38.7%，远高于B2B模式的交易规模CAGR（16.5%）。
- 我们认为，进出口的结构性分化主要来自于供应链竞争格局以及居民消费力水平变化，而B2C模式的崛起则是因为**支付、物流、售后**等配套服务的完善，高增的态势也将更为持久。

### 出口为主



### B2B为主



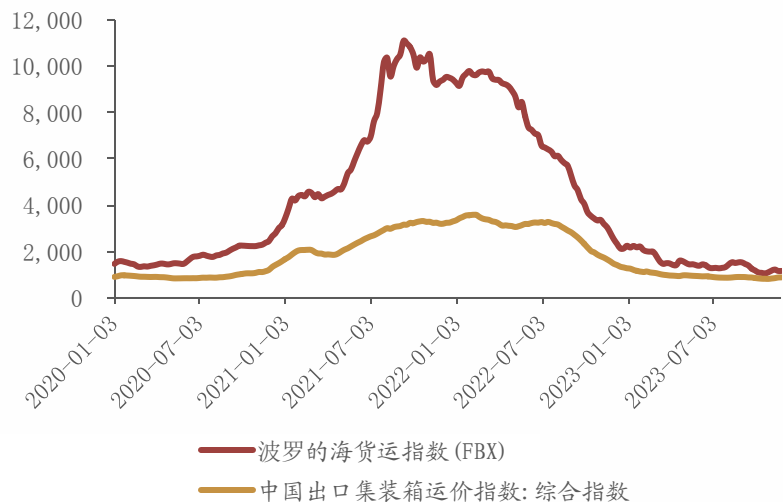
数据来源：网经社，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

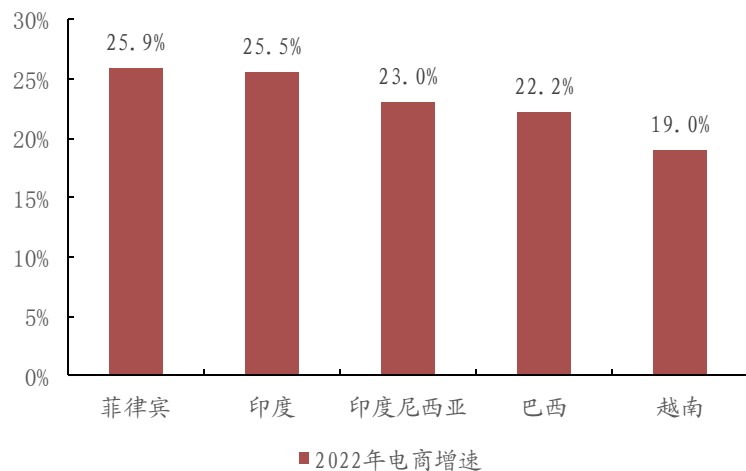
## 发展机遇：海运费回落，新兴市场增长显著

- **海运费有所回落。**2022年以来，随海运物流链条逐步畅通，集装箱运输量表现疲软，海运费整体呈现回落态势，自2023年下半年起，已基本回落至2020年低位水平，物流费成本约占B2C跨境电商的20%-25%，海运费的回落有助于释放跨境电商的盈利空间。
- **新兴市场注入发展动力。**根据eMarketer测算，2022年北美、亚太、西欧等主流电商市场增速放缓，东南亚和拉美地区电商增速超过20%，分别达到26.2%和20.4%，远高于全球电商增速（12.2%），其中菲律宾、印度、印度尼西亚、巴西、越南、马来西亚和泰国电商增速进入全球前十名。

### 海运费持续回落



### 新兴市场增速表现亮眼



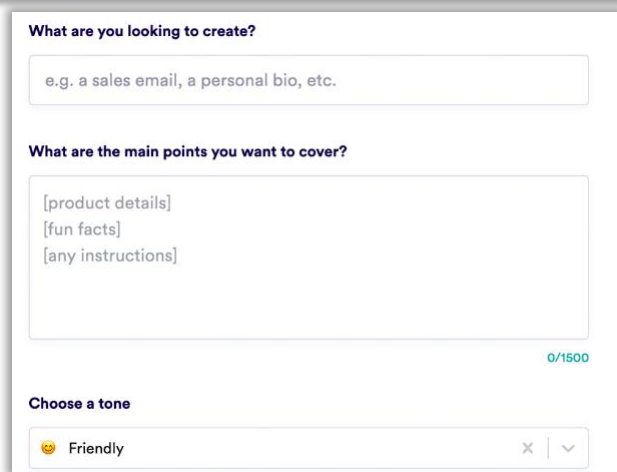
数据来源: eMarketer, Wind, 西南证券整理  
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 新生产要素：AIGC、数据资产值得关注

**AIGC**：( AI Generated Content ) 能够根据用户需求智能生成文本、图像、视频、音频等内容，可广泛用于跨境电商业务扩展。

- ❑ **短期实现降本增效**：AIGC目前可以通过**智能客服回复**、**智能选品**、**生成宣传文案**、**图片**等方式实现跨境电商行业的降本增效。AIGC主要应用场景为**内容生成**，推荐基于内容推流的跨境电商标的吉宏股份。
- ❑ **长期加速行业集中度提升**：中长期来看，AIGC所提供的文本、图像、视频、音频等内容创作功能，能够帮助公司加快选品、上新速度，进一步放大行业马太效应，行业集中度有望加速提升。

## 营销文本自动生成



What are you looking to create?

e.g. a sales email, a personal bio, etc.

What are the main points you want to cover?

[product details]  
[fun facts]  
[any instructions]

0/1500

Choose a tone

Friendly

## AIGC绘画工具



数据来源：Copy.ai，来画，西南证券整理

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

# 新生产要素：AIGC、数据资产值得关注

**数据资产：**随“数据二十条”推出，国家数据局于10月25日正式成立，数据资产逐渐作为新生产要素纳入考量。推荐积累大量贸易数据，获得数据第一证标的小商品城。

- ❑ **数据第一证颁布：**2023年10月21日，在第29届中国义乌国际小商品（标准）博览会上，“小商品数据第一证”亮相，正式加入人民网数据产业生态。“第一证”涉及义乌小商品贸易数据的持有权、使用权和经营权，确权主体为小商品城(600415)，颁证时间为2023年10月。
- ❑ **人民网合作：**人民数据与浙江中国小商品城集团股份有限公司达成战略合作，打造新时代小商品义乌指数。

## 小商品行业大模型



## 小商品城数贸中心项目



# 目 录

---

◆ 2023行业回顾

◆ 2024年行业投资策略

◆ 2024年重点推荐投资标的

# 珀莱雅 ( 603605.SH ) : 国货龙头地位坚实 , 长期成长动力充足

## □ 投资逻辑 :

1) 国货化妆品龙头地位稳固, 主打产品表现亮眼、持续高增, 市场份额长期保持行业领先。2) 大单品策略卓有成效, 且逐渐扩充产品系列矩阵, 已有红宝石、双抗、源力三大系列, 即将推出第四大系列能量系列; 同时产品向面膜、防晒、眼霜等多元形态延展。3) 彩妆品牌彩棠、护发品牌OR、年轻肌肤品牌悦芙媞等多品牌协同发力, 品牌矩阵持续完善, 有望走出新的增长曲线。

## □ 业绩预测与投资建议 :

考虑到公司国货龙头地位坚实, 经营稳健、业绩增长稳定, 已形成较强品牌力, 预计2023-2025年EPS分别为2.85、3.58、4.32元, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

化妆品消费需求疲软、国内市场竞争加剧、新品迭代进程不及预期等风险。

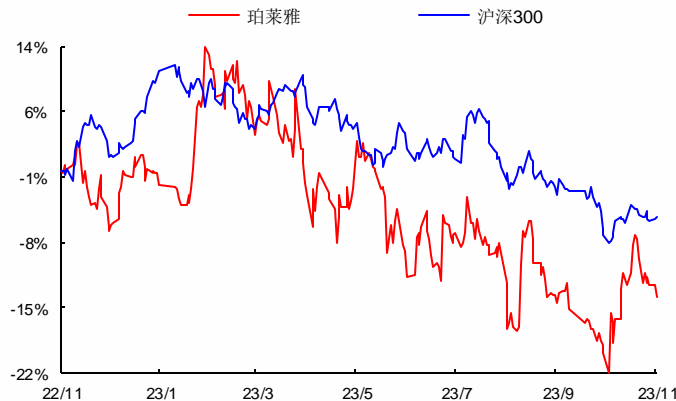
### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	20223E	2024E	2025E
营业收入 ( 百万元 )	6385.45	8538.77	10308.04	11969.81
营业收入增长率	37.82%	33.72%	20.72%	16.12%
归母净利润 ( 百万元 )	817.40	1132.80	1418.98	1715.25
净利润增长率	41.88%	38.59%	25.26%	20.88%
EPS ( 元 )	2.06	2.85	3.58	4.32
P/E	50	36	29	24

数据来源 : Wind , 西南证券

[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

### 股价表现



数据来源 : Wind , 西南证券整理

# 福瑞达（600223.SH）：剥离地产聚焦主业，化妆品业务蓄势待发

## □ 投资逻辑：

1) 剥离地产轻装上阵，内部调整优化已完成，更有利于全力聚焦化妆品主业。2) 研发实力雄厚，品牌力较强，作为国内玻尿酸龙头，公司产品主打玻尿酸成分，发展历史长、市场认可度高，将持续推出更多形态产品。3) 品牌定位高性价比，契合当前化妆品消费趋势，且有望快速抢占日妆份额。

## □ 业绩预测与投资建议：

考虑到公司内部组织调整基本落地，将全面发力化妆品主业，同时具备较强的研发实力和产品力，预计2023-2025年EPS分别为0.37、0.52、0.61元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

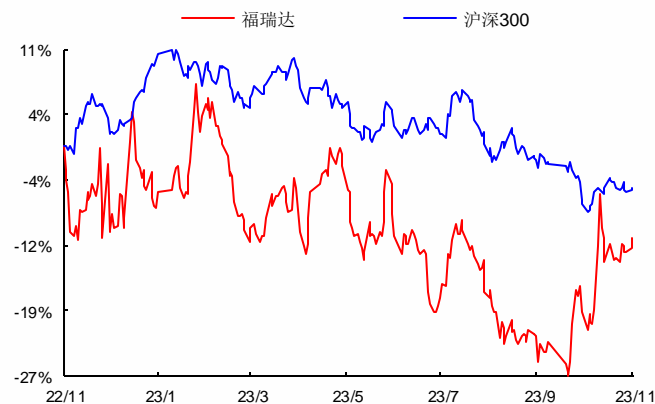
化妆品消费需求疲软、国内市场竞争加剧、新品推出不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	20223E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	12951.44	4703.68	4908.68	5810.64
营业收入增长率	4.76%	-63.68%	4.36%	18.37%
归母净利润（百万元）	45.46	376.99	523.84	617.51
净利润增长率	-87.44%	729.36%	38.95%	17.88%
EPS（元）	0.04	0.37	0.52	0.61
P/E	227	25	18	15

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 巨子生物 (2367.HK) : 主品牌持续增长, 胶原赛道方兴未艾

## □ 投资逻辑 :

- 1) 重组胶原蛋白成分仍处于上升通道, 多家企业积极布局, 应用场景与使用功效有望持续升级和拓宽。
- 2) 公司具备先发优势, 可复美和可丽金两大主品牌已具备较高市场声量, 增长势头仍然强劲。
- 3) 布局医美领域, 未来有医美注射类产品逐步面世, 有望带动第二增长曲线。

## □ 业绩预测与投资建议 :

考虑到公司率先布局重组胶原蛋白赛道, 且品牌力强劲、增长动力充足, 预计2023-2025年EPS分别为1.33、1.72、2.19元, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

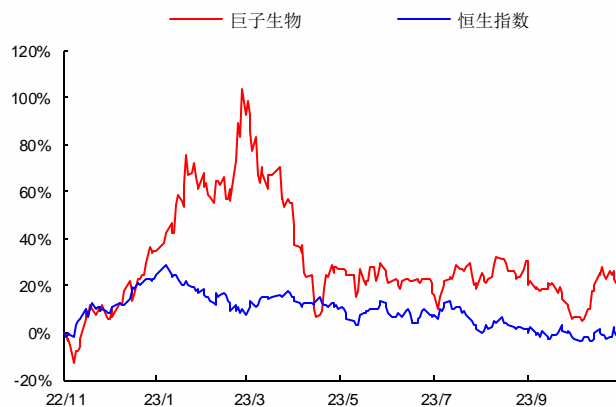
国内市场竞争加剧、新产品市场接受度不及预期、医美产品推出进程不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2364.45	3309.22	4379.62	5545.69
营业收入增长率	52.30%	39.96%	32.35%	26.62%
归母净利润 (百万元)	1002.03	1320.76	1709.84	2175.01
净利润增长率	21.00%	31.81%	29.46%	27.21%
EPS (元)	1.01	1.33	1.72	2.19
P/E	32	25	19	16

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 部分化妆品公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603605	珀莱雅	103.40	2.06	2.85	3.58	50.21	36.23	28.92	买入
603983	丸美股份	26.50	0.43	0.69	0.92	61.01	38.20	28.95	持有
688363	华熙生物	71.21	2.02	1.71	2.08	35.33	41.68	34.28	持有
300957	贝泰妮	71.46	2.48	3.13	3.98	28.80	22.83	17.97	持有
600223	福瑞达	10.16	0.04	0.37	0.52	227.22	25.21	18.14	买入
300856	科思股份	64.50	2.29	4.25	5.59	28.14	15.19	11.53	买入
301371	敷尔佳	41.16	2.12	2.12	2.36	19.44	19.45	17.46	持有
600315	上海家化	23.15	0.70	0.96	1.13	33.16	24.05	20.58	持有
300740	水羊股份	16.39	0.32	0.79	1.03	51.15	20.66	15.85	买入
2145.HK	上美股份	20.33	0.37	0.56	0.72	55.01	36.51	28.27	持有
2367.HK	巨子生物	32.62	1.01	1.33	1.72	32.39	24.57	18.98	买入

# 红旗连锁 (002697.SZ) : 区域龙头地位牢固, 积极求新求变

## □ 投资逻辑 :

1) 公司作为成都地区零售龙头企业, 门店分布广泛, 主要依靠自然客流, 消费半径收缩背景下, 营收具有韧性; 2) 公司积极整合门店, 低效门店退出有利于公司实现降本增效, 此外成都市人口持续净流入带来展店空间; 3) 公司2023年前三季度投资新网银行、甘肃红旗实现投资收益同比增长61.4%, 成为业绩贡献增量。

## □ 业绩预测与投资建议 :

公司作为区域型便利店龙头, 已形成深厚竞争壁垒, 预计2023-2025年EPS分别为0.39、0.43、0.47元, 维持“买入”评级。

## □ 风险提示 :

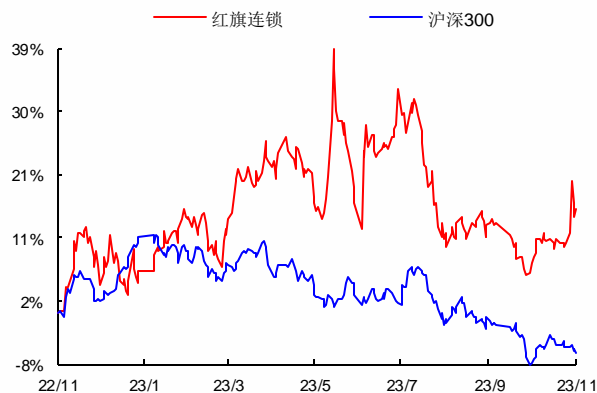
消费复苏不及预期、便利店竞争加剧、门店调改不及预期等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	10020.09	10727.50	11398.68	12018.93
营业收入增长率	7.15%	7.06%	6.26%	5.44%
归母净利润 (百万元)	485.67	533.80	574.57	637.06
净利润增长率	0.90%	9.91%	7.64%	10.88%
EPS (元)	0.36	0.39	0.43	0.47
P/E	15	14	13	12

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 小商品城（600415.SH）：主业增长可持续，新业务快速放量，合作开发数据价值

### □ 投资逻辑：

1) 2023年以来，公司实体市场景气度显著提升，日均客流量、日均入场海外采购商人数超过2019年同期水平，同时利用二区东市场—存量商位提租—数贸中心项目贡献主业增长势能；2) Chinagoods平台GMV高速放量，2023年前三季度实现GMV超500亿元，同比增长112%；3) 获得小商数据第一证，与浙江联通、人民数据进行战略合作，充分开发数据价值，有望迎来价值重估。

### □ 业绩预测与投资建议：

公司运营全球最大小商品集散地，在数字化进程中逐步实现小商品产业“从玩家到平台”的身份转变，预计2023-2025年EPS分别为0.47、0.56、0.65元，维持“持有”评级。

### □ 风险提示：

海外出口需求不及预期、Chinagoods发展不及预期、义支付放量不及预期等风险。

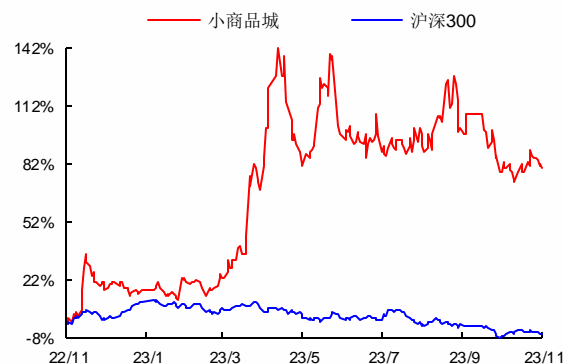
### 业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7619.69	10958.47	12980.96	14540.60
营业收入增长率	26.28%	43.82%	18.46%	12.01%
归母净利润（百万元）	1104.72	2566.03	3064.51	3556.17
净利润增长率	-17.19%	132.28%	19.43%	16.04%
EPS（元）	0.20	0.47	0.56	0.65
P/E	39	17	15	12

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

### 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 吉宏股份 ( 002803.SZ ) : 跨境电商与印刷齐向好, 充分享受新市场、新技术红利

## □ 投资逻辑 :

1) 跨境电商业务仍维持高增态势, 公司作为依靠内容生成的跨境社交电商公司, 有望持续在AIGC的迭代中享受降本增效红利; 2) 公司包装业务围绕纯纸包装展开, 预计2023年Q3收入端在“酱香拿铁”风潮中实现较好增长, 叠加成本端原纸价格的下行, 利润端预计表现亮眼; 3) 深耕东南亚跨境电商市场, “数据为轴, 技术驱动” 战略指引下享受新兴市场发展红利, 公司全年业绩有望实现高增。

## □ 业绩预测与投资建议 :

公司作为基于内容推流的东南亚跨境电商, 充分享受新市场、新技术红利, 预计2023-2025年EPS分别为1.38、1.61、1.96元, 维持“持有”评级。

## □ 风险提示 :

海外需求不及预期、商品销售不及预期、流量成本增加等风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5375.88	6361.04	7175.98	8100.38
营业收入增长率	3.83%	18.33%	12.81%	12.88%
归母净利润 (百万元)	183.98	521.05	608.25	730.65
净利润增长率	-19.05%	183.21%	16.74%	20.12%
EPS (元)	0.48	1.38	1.61	1.96
P/E	49	17	15	12

数据来源: Wind, 西南证券

www.swsc.com.cn

## 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

## 部分商贸零售公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600861	北京人力	20.60	-0.68	1.08	1.73	-54.20	19.07	11.91	买入
002697	红旗连锁	5.42	0.36	0.39	0.43	15.18	13.90	12.90	买入
300592	华凯易佰	27.63	0.75	1.37	1.91	36.95	20.17	14.47	买入
600710	苏美达	7.37	0.70	0.82	0.97	10.52	8.99	7.60	买入
6689.HK	洪九果品	4.87	1.02	1.52	2.41	4.66	3.20	2.02	买入
002803	吉宏股份	23.68	0.48	1.38	1.61	49.55	17.16	14.71	持有
600415	小商品城	7.77	0.20	0.47	0.56	38.57	16.53	14.94	持有
2517.HK	锅圈	7.20	0.09	0.14	0.19	84.44	51.44	37.90	持有
600859	王府井	16.82	0.17	0.88	1.00	97.95	19.11	16.82	持有
300755	华致酒行	18.55	0.88	1.03	1.50	21.11	18.01	12.37	持有



**西南证券**  
SOUTHWEST SECURITIES

**分析师：龚梦泓**  
**执业证号：S1250518090001**  
**电话：023-63786049**  
**邮箱：gmh@swsc.com.cn**

**分析师：谭陈渝**  
**执业证号：S1250523030003**  
**电话：17782333081**  
**邮箱：tchy@swsc.com.cn**

**联系人：方建钊**  
**电话：18428374714**  
**邮箱：fjz@swsc.com.cn**

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				