

## 商贸零售行业2023年中期投资策略

# 把握消费新浪潮，变革拥抱新成长

民生证券商社行业首席分析师 刘文正

## ► 分板块来看：

- **黄金珠宝：**23Q2以来，五一假期“出行潮”带来客流量提升、母亲节与“520”等节假日推升黄金珠宝饰品的送礼需求，黄金珠宝消费市场表现良好，从社零数据及黄金珠宝品类的零售数据来看，2023年4月与5月，黄金珠宝品类零售额同比增速分别为44.7%与24.4%，高于社零总额同比增速18.4%与12.7%，黄金珠宝品类在可选消费中拥有突出表现。头部品牌深耕渠道，提升开店数量及单店绩效，同时布局“618大促”提升品牌曝光度，促进线上对线下的导流；古法金产品的创新与发展迎合“国潮”风的需求，IP联名产品推陈出新，顺应年轻群体对黄金产品的喜爱，建立品牌的差异化，提高品牌的影响力。我们认为受益于珠宝行业集中度上行，推荐渠道拓展与产品创新，品牌力有望不断提升的**潮宏基、周大生、老凤祥、中国黄金及曼卡龙**，建议关注**菜百股份**。
- **跨境电商：**23年以来，欧美地区零售行业去库存周期接近尾声，此外，“一带一路”、东盟国家的电商渗透率不断提升，海外电商需求逐渐释放。从供给端来看，GPT的问世为行业注入新活力，在智能客服、智能调价、智能仓储等方面赋能跨境电商卖家以及平台，助力企业降本增效。短期来看，我们看好GPT应用逐步落地的相关标的，推荐**华凯易佰**。
- **百货零售：**百货行业行至成熟阶段，当前规模增速放缓，市场以主题投资为主。23年以来，三年国改收官，进入新一轮国改周期，国资委提高对企业的盈利能力考核要求，此外，证监会3月发布鼓励消费基础设施REITs的措施，有助于自持优质物业的百货、超市盘活存量资产。我们认为受益于国改和REITs政策的标的有望逐步释放业绩，推荐国企改革+REITs+免税三条主线投资机会，推荐国改即将落地、释放业绩的**重庆百货**，建议关注**百联股份**。推荐三胎政策利好下，基于重度会员服务+数字化运营赋能+较强的仓网物流，市占率有望持续提升的母婴龙头**孩子王**。推荐短期受益于消费需求回补，中长期抖音渠道本地生活业务和加盟渠道的开展打开利润增长空间的**博士眼镜**。推荐积极布局近视防控赛道构筑第二增长曲线，较强的产品力、持续完善的产品矩阵、渠道开拓与品牌建设拉动业绩增长的国产镜片龙头**明月镜片**。
- **医美：**23年以来，随终端客流量恢复，医美行业景气度回弹。医美机构的成本端压力得以摊薄，盈利能力有所改善；轻医美发展势头良好，多样化材料推动行业持续上行。1) 上游厂商方面：积极推荐产品矩阵丰富、持续接棒放量拉动增长的医美行业龙头**爱美客**，建议关注“海薇”、“娇兰”、“海魅”玻尿酸产品组合获得市场广泛认可，旗下欧华美科布局光电医美器械领域的**昊海生科**；外延并购京渝激光与为人光大，自研产品冷拉提丰富光电医美领域产品管线的**普门科技**；在重组人源化胶原蛋白领域具备领先优势的**锦波生物**。2) 医美机构方面：积极推荐区域性医美机构龙头**朗姿股份**以及内生增长与外延收购并行，生美向医美持续导流的美丽田园。
- **美妆：**化妆品行业发展十余年，市场逐步饱和和竞争加剧，行业从高速增长阶段步入平台期，2023年以来行业呈现五大变化趋势：1) 消费稳步复苏，美妆板块边际改善；2) 渠道变革，直播电商崛起；3) 消费者更注重情绪价值，内容营销重要性提升；4) 护肤需求升级，科技产品高速发展；5) 品牌增长分化，国货龙头加速崛起，产品力、品牌力或将超越渠道成为化妆品品牌的主要增长来源。看好国货医美美妆品牌，推荐**巨子生物、珀莱雅、科思股份、贝泰妮、华熙生物、水羊股份、上海家化、福瑞达、青松股份、嘉亨家化**；建议关注**丸美股份**。

## ► 风险提示：

- 1) 宏观经济低迷的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 市场推广不及预期的风险等



01

**黄金珠宝：周期与成长兼备，龙头集中度持续提升**

02

**电商零售：供给端&政策变革，唤醒“沉睡”的传统零售**

03

**医美：轻医美发展势头良好，多样化材料推动行业上行**

04

**美妆：消费边际回暖，国货龙头加速崛起**

05

**投资建议**

06

**风险提示**

# 目录

CONTENTS

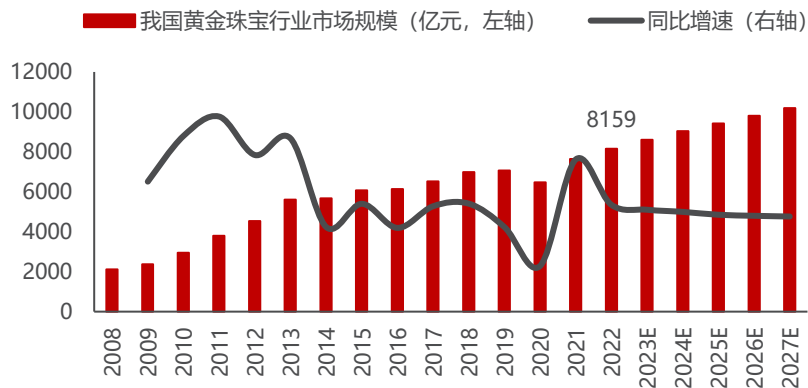




# 01. 黄金珠宝：周期与成长兼备，龙头集中度持续提升

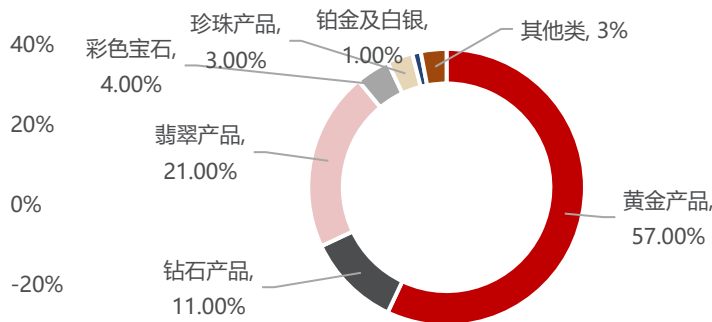
# 1.1 兼具成长与周期属性，国内珠宝市场规模快速扩张

图表：2022年我国珠宝行业市场规模（零售额计）突破8000亿元



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图表：2022年，国内黄金珠宝行业细分品类市场结构



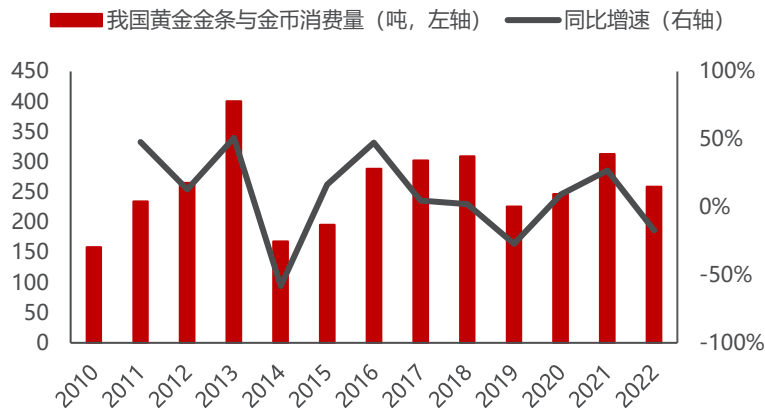
资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

随政策逐步放开，叠加人均可支配收入水平提升，国内珠宝行业市场规模实现快速扩张。据欧睿数据，2008年我国珠宝行业市场仅2119亿元，经过多年的快速发展，至2022年已经达到8159亿元，期间CAGR达到10%

根据中宝协对珠宝行业全品类综合统计，按销售额计算，2022年，黄金产品仍排名最高，占比57%，钻石产品、翡翠产品分别占比11%与21%

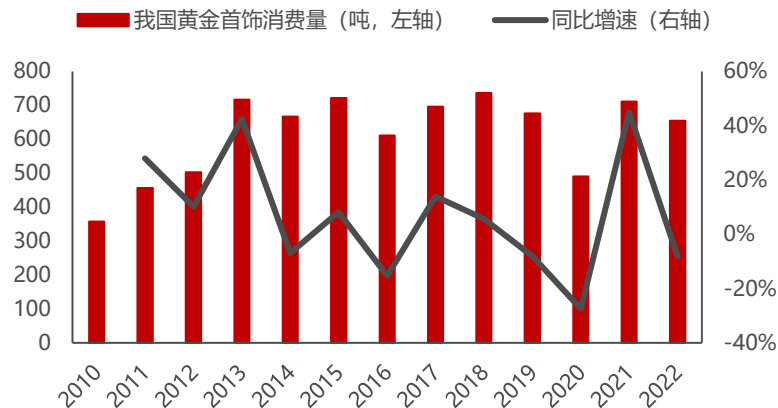
# 1.1 兼具成长与周期属性，国内珠宝市场规模快速扩张

图表：国内黄金消费需求及同比增速



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

图表：国内黄金投资需求量及同比增速



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

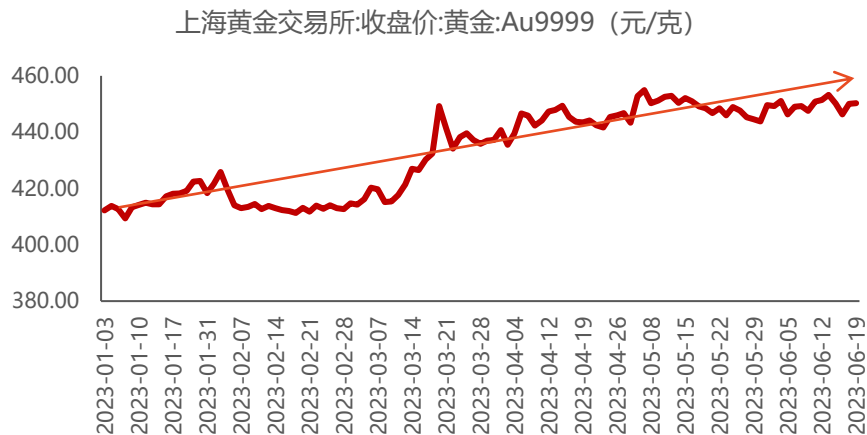
国内黄金市场形成了以消费为主、投资为辅的需求结构。消费需求占比长期在60%以上，投资需求次之，占比在30%左右

黄金需求周期来自于消费需求周期与投资需求周期的叠加。消费需求的可选属性较强，对金价的敏感度较低，投资需求对黄金价格的敏感度较高

# 1.1 社零黄金珠宝品类回暖，金价延续震荡上行趋势

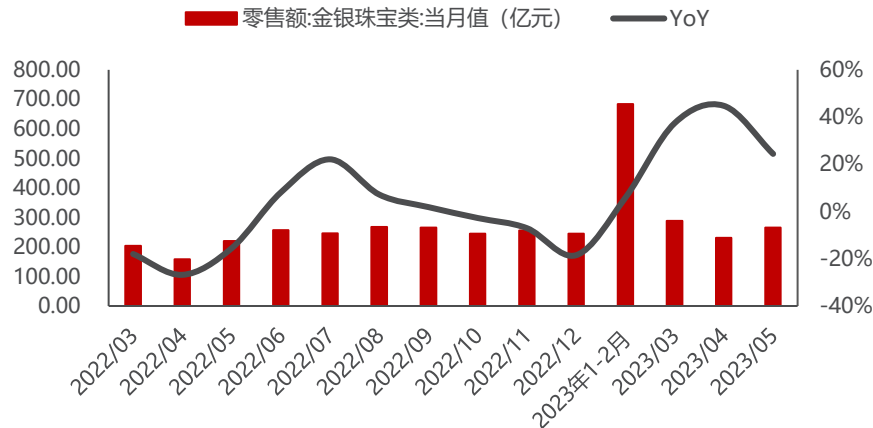
- **黄金价格持续上行趋势**：23年以来，黄金价格震荡上行，避险与保值预期下，金价或将延续上涨趋势
- **黄金珠宝零售额同比增速表现领先社零总额增速**：23年5月黄金珠宝类零售额为266亿元，同比2022年5月增长24.4%，高于社零总额同比增速12.7%，与21年5月黄金珠宝零售额相比增长1.5%（而23年5月社零总额同比21年同期增长5.2%）

图表：上海黄金交易所价格（元/克）



资料来源：上海金交所，民生证券研究院

图表：金银珠宝类零售额（亿元）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

## 1.2 成长空间：消费升级，下沉化+年轻化拉动需求向上

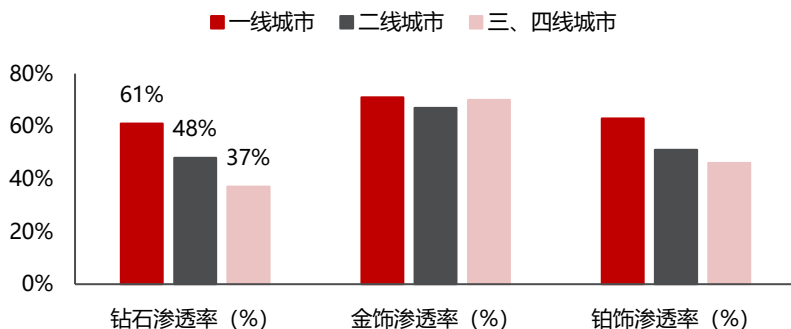
➤ 人均可支配收入带动人均珠宝消费向上，低线城市人口多+人均可支配收入增长更快，持续下沉有望打开更大空间

与发达地区相比，中国内地人均珠宝消费额偏低，中长期提升空间充足。中国内地人均珠宝消费额与美国、中国香港仍有较大差距，随着居民人均可支配收入提升与消费升级，人均珠宝消费额仍有提升空间

钻石类饰品在低线城市仍有较大发展潜力，随珠宝品牌布局深入有望打开更大市场空间。据世界珠宝协会与前瞻产业研究院，2021年，钻石渗透率在一线城市为61%，而在二线城市及三、四线城市分别为48%与37%，仍有提升空间

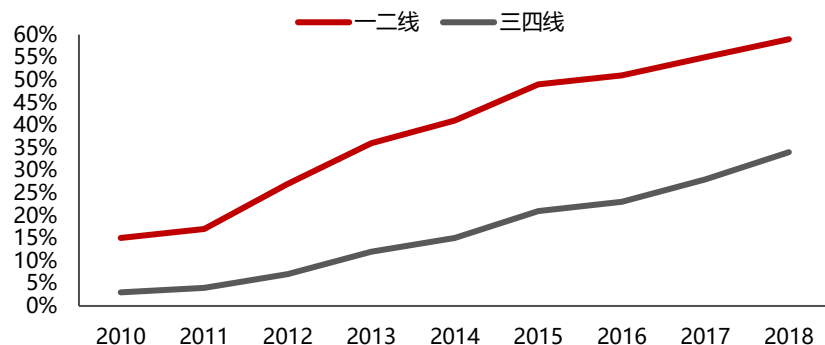
下沉市场的富裕家庭数量增加，推动珠宝首饰消费增长。2010-2018 年三四线城市的宽裕小康和大众富裕家庭（年可支配收入达到 14 万至 30 万人民币）数量增加，占三四线城市人口的比例从 2010 年的 3% 上升至 2018 年的 34%，富裕家庭数量 CAGR 达 38%，高于一二线城市的 23%。低线城市越来越多消费者的收入达到小康和富裕水平，将利好黄金珠宝消费需求提升

图表：不同种类饰品在各城市的渗透率（2021年）



资料来源：世界珠宝协会，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图表：低线城市富裕消费者占比有明显增加趋势



资料来源：麦肯锡全球研究院，立鼎产业研究院，民生证券研究院



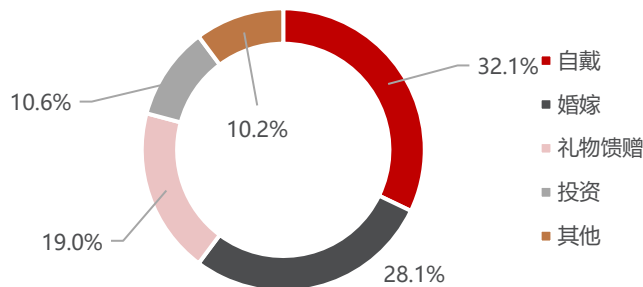
## 1.2 成长空间：消费升级，下沉化+年轻化拉动需求向上

### ➤ “悦己”需求带来行业新增量

自戴用途在黄金饰品需求中占比较高，“悦己”需求有望打开新空间。根据《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，2020年，自戴用途仍在目前黄金珠宝门店消费者购买黄金饰品需求中所占的比例最大，为32.1%，其次是占比28.1%的婚嫁需求，而以礼品馈赠和投资为主要目的购买黄金首饰的消费者分别占比18.96%与10.64%。对于“悦己”需求的重视将让黄金饰品消费摆脱对于婚庆需求的过度依赖，新兴需求将持续打开市场成长空间

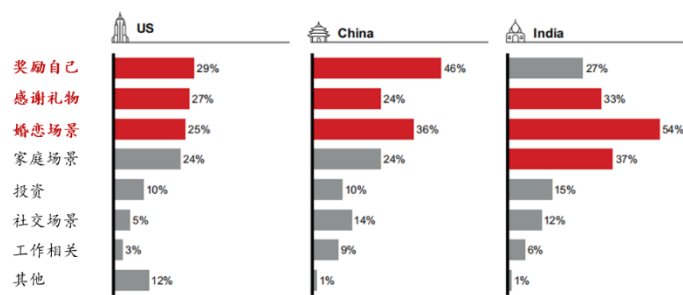
随着生活水平的提高以及消费结构的转变，消费者更加注重消费的情感体验和取悦自我。近年来，年轻消费群体的时尚珠宝需求持续提升，自我表现、为心情买单成为他们重要的消费动因。“悦己消费”逐步成为主流。根据贝恩咨询，在钻石消费的场景中，46%的中国消费者选择购买钻石用于满足“悦己”需求，珠宝作为一种能够带来美丽和更高生活品质的消费品，拥有较大市场发展潜力

图表：2020年黄金珠宝门店消费者购买黄金首饰用途



资料来源：《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》，民生证券研究院

图表：2020年钻石消费主要用途

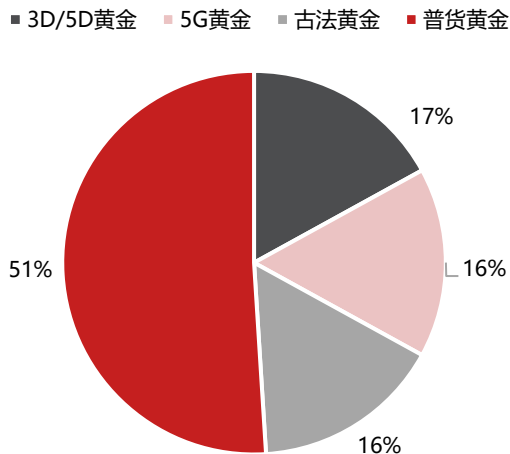


资料来源：贝恩咨询，民生证券研究院

## 1.3 行业趋势：高附加值产品推出，带动公司盈利能力提升

- **产品端：黄金+”或引领未来黄金珠宝新趋势。**“国潮”崛起，发掘并创新应用优秀传统文化，成为国内珠宝品牌于竞争中破局而出的机会。“黄金+培育钻石”、“黄金+和田玉”等产品模式迎合中国人偏好黄金的消费习惯，丰富品类的同时提高产品定价，提升公司综合盈利能力
- **国内珠宝品牌加速产品迭代升级，古法金正当时。**周大福推出古法“传承”系列，周大生推出生肖、麻将等国潮款式，中国黄金推出“故宫金”系列，在迎合中国人“重金”思想的同时将中国文化元素与潮流设计相结合，提高审美价值，适应年轻人的消费偏好与消费习惯。同时，时尚的设计与传统文化内涵结合提高产品附加值，有望提升品牌盈利能力，如周大福2017年推出的古法金系列，显著拉动其黄金产品销售占比

图表：2020年中国黄金首饰不同工艺占比



资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，民生证券研究院

图表：各品牌古法金产品

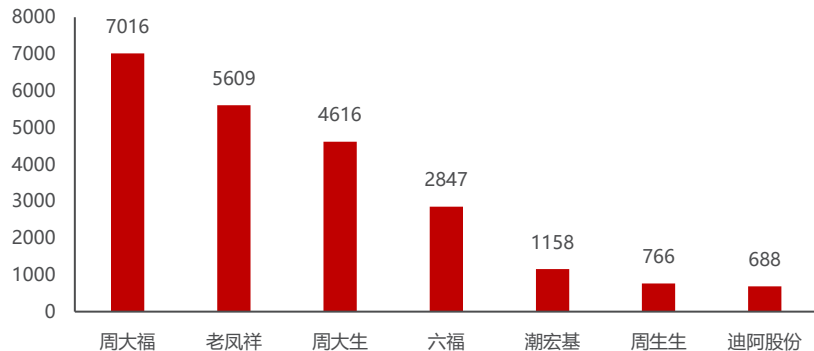
品牌	产品	时间	产品特点	产品图片
老庙	古韵金系列	2018	采用来自古代宫廷的古法铸金工艺，醇厚静美的质感，低调奢华的光彩，尽力还原黄金本色	
明牌珠宝	传家金系列	2018	通过古法金工艺将中国古代文化图腾充分融合，采用高浮雕工艺，回归黄金的古朴浑茂、厚重沉着	
周大福	传承系列	2019	采用中国传统的古法浇铸倒膜工艺制成，多采用厚壁中空或实心设计配以篆刻及浮雕工艺进行表面处理，呈哑光质感，层次丰富	
周生生	文化祝福系列、传奇系列	2019	从象征美好的标志、植物、典故、经文、神话及宗教文化上汲取灵感，将千年的手工匠艺糅合，更具现代感的时尚审美理念	
金一文化	古越金系列	2019	由陈氏四代制金工艺大师传承，将传统巅峰工艺与当今时尚美学高度融合，每件产品都经过十几道工序手工精制而成，加以锤击工艺进行表面肌理处理	
中国黄金	承福金系列	2019	“中国黄金 承福纹样”已申请著作权，该纹样以福字为设计载体，将黄金为民的形象，福多财旺的美好祝愿赋予其中，手绳、戒指内壁、吊坠顶珠、珠串均会雕刻承福纹样，确保产品专利独有唯一性	
周大生	非凡系列、非凡国潮系列	2021	用国家非物质文化遗产的古老铸金工艺，借助花丝、篆刻、锤胎、锤碟、镶嵌、修金等传统加工手法对黄金饰品进行手工的精髓细琢，将源于中国历史长河中的顶尖文化艺术重现鲜活并再创造	
潮宏基	臻金·珍藏系列	2022	回归制金工艺的本质魅力，用诚挚匠心让古法传承，再现高贵且极富质感的黄金风范	

资料来源：各品牌官网，民生证券研究院整理

## 1.3 行业趋势：渠道拓展提高品牌力，产品创新成为角逐核心

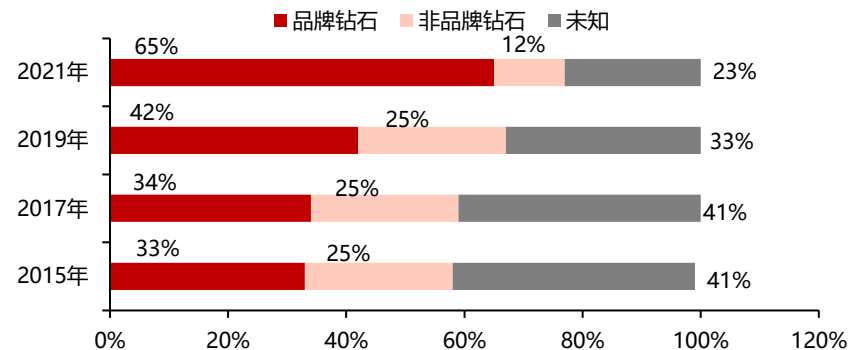
- **渠道拓展与集中度提升是黄金珠宝行业的发展趋势。**在龙头集中度提升阶段，提高门店数量与拓店速度成为珠宝企业快速发展的路径，单店营业额与投资回收期也成为比较盈利能力的标准。随着门店数量增加，触及消费者范围更广，品牌影响力和认可度将随之提高，助力行业竞争从渠道端转向品牌知名度及产品创新角逐。
- **钻石终端消费市场中品牌力的作用更加强劲。**根据《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，美国钻石终端消费市场中“品牌钻石”销量占比稳步提升，由2015年的33%提升至2021年的65%，品牌在消费终端的作用更为突出。随着年轻一代成为消费主力军，产品创新性与品牌影响力成为左右消费者选择的关键，黄金珠宝行业竞争将发展到产品力与品牌力竞争的阶段，公司间的较量将演变为品牌影响力、技术变革与新品推出速度的角逐。

图表：黄金珠宝企业门店数量（截至2022年末，单位：家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：品牌钻石购买量占比逐年提升



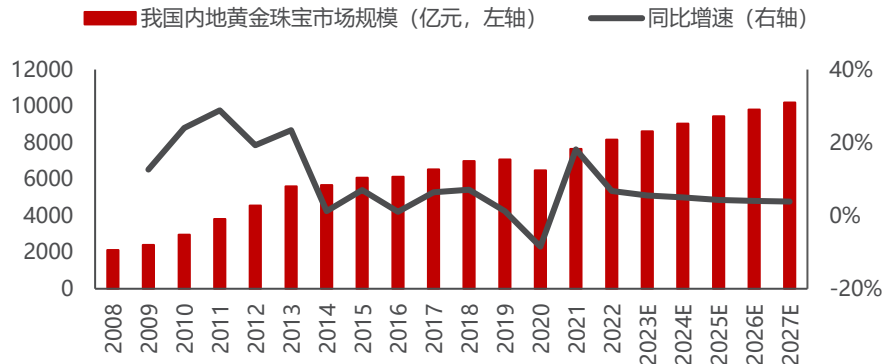
资料来源：《戴比尔斯钻石行业洞察报告》，民生证券研究院

## 1.3 行业趋势：我国黄金珠宝规模持续上行，集中度不断提升

预计我国内地黄金珠宝市场规模稳健增长，产品结构优化带来头部珠宝企业盈利能力提升。据欧睿数据，2022年我国内地黄金珠宝行业规模达8159亿元，同比增长6.8%，彰显行业需求端具备较强的复苏弹性。据欧睿数据预测，2022-2027年我国内地黄金珠宝行业规模将以4.5%的年复合增长率增长至2027年的10185亿元。**1) 消费能力提升带动黄金珠宝渗透率上行。**人均珠宝消费额相较于中国香港仍有提升空间，黄金珠宝的渗透率继续上行；**2) 产品结构优化带动盈利能力提升。**以黄金产品为主要的消费品类，扩展到更高附加值的产品，如黄金+和田玉，培育钻石，古法金等品类，提高黄金珠宝企业盈利能力；**3) 消费场景逐步多元化。**从以婚恋市场为主体，到快速崛起的“悦己”需求，进一步推高行业“天花板”。

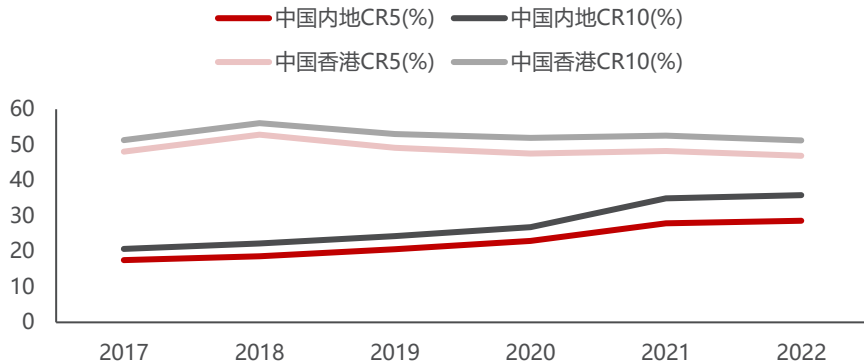
**龙头企业持续深耕渠道下沉，黄金珠宝行业集中度有望进一步提升。**2017年以来，头部黄金珠宝品牌凭借规模优势、较强的综合运营能力不断提升市场份额。据Euromonitor，2022年我国内地黄金珠宝行业的CR5和CR10分别为28.6%和35.8%，低于中国香港的46.9%与51.2%，近年来黄金珠宝品牌持续布局渠道下沉，提高门店的布局深广度，我国内地的黄金珠宝行业集中度有望进一步向黄金珠宝行业更加成熟的中国香港靠拢。

图表：我国内地黄金珠宝行业市场规模及预测



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图表：中国内地与中国香港黄金珠宝行业集中度对比 (%)



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院



## 1.4

# 潮宏基：产品与渠道双发力，未来增长可期

- 以黄金为抓手，深耕单店业绩，加盟快速拓展市场。**

①**渠道端：加快市场开拓与渠道下沉，紧抓线上销售新变化。**在渠道拓展上，2023年计划净开加盟店200-250家，全力推动加盟业务发展；潮宏基珠宝与FION将精准投放等，持续深耕各个平台直播，促进快速增长。

②**产品端：把握国潮机遇，提升产品力。**围绕“时尚东方，精致百搭”打造国潮专区，同时优化IP系列产品规划，在保持18K镶素品类优势基础上，加大特色黄金产品线开发。公司积极探索培育钻石市场，一方面与力量钻石合资公司生而闪耀科技(深圳)有限公司新品牌，将在2023年正式推出，并力争在本年开出线下品牌形象门店，通过线上与线下协同策略；另一方面，旗下品牌“VENTI 梵迪”将继续积极推进培育钻石产品的设计研发。

③**品牌端：强化品牌差异优势，多维度提升品牌影响力。**2023年潮宏基珠宝将以非遗新生为传播主线，以手工花丝为锚定，全力拔高潮宏基在时尚东方的品牌调性。在品牌影响力上，通过搭建更强的内容运营团队和优化新媒体传播矩阵，在社交平台上有效投放来促进单品销量的突破。
- 我们预计2023-2025年公司实现营收56.18、68.75、81.64亿元，分别同比+27.2%、+22.4%与+18.7%；实现归母净利润4.11、5.20、6.34亿元，分别同比+106.5%、+26.4%与+22.0%，维持“推荐”评级。
- 主要看点：**产品力突出，花丝工艺概念店推广，女包业务贡献增长点，培育钻石双品牌布局；积极布局渠道下沉。
- 风险提示：**行业竞争加剧；拓店速度不及预期；终端需求不及预期。

# 1.5 周大生：产品顺势而为，渠道积极变革

图表：公司主营业务拆分与毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	91.55	111.18	142.09	175.36	209.04
YoY	80.07%	21.44%	27.80%	23.41%	19.21%
毛利率 (%)	27.31%	20.78%	20.15%	19.42%	18.88%
线上电商收入	11.48	15.46	21.02	25.65	30.27
YoY	18.17%	34.65%	36.00%	22.00%	18.00%
毛利率 (%)	28.44%	24.30%	28.60%	29.00%	29.50%
线下自营收入	12.60	10.69	12.39	13.69	14.71
YoY	74.96%	-15.13%	15.89%	10.51%	7.44%
毛利率 (%)	30.26%	26.70%	29.57%	29.81%	30.03%
线下加盟收入	65.22	82.96	106.55	133.84	161.84
YoY	103.69%	27.20%	28.43%	25.61%	20.92%
毛利率 (%)	24.25%	17.54%	15.91%	15.31%	14.85%
其他业务收入	2.25	2.07	2.13	2.17	2.22
YoY	18.53%	-8.16%	3.00%	2.00%	2.00%
毛利率 (%)	94.10%	94.10%	94.10%	94.10%	94.10%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

我们预计23-25年公司实现营业总收入142.09、175.36、209.04亿元，分别同比+27.8%、+23.4%、+19.2%，预计23-25年，毛利率分别为20.15%、19.42%、18.88%。

我们预计2023-2025年归母净利润分别为13.63、16.20、18.89亿元，分别同比+25.0%、+18.8%、+16.6%。维持“推荐”评级。

**主要看点：**继续推广渠道下沉，周大生经典店降低开店门槛，与综合店互为补充，利于门店开店提速；产品端，国家宝藏系列，以及新品莫奈系列等。

**风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

## 1.6 老凤祥：栉风沐雨百余载，老字号焕发新活力

图表：公司主营业务拆分与毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	586.91	630.10	742.34	842.48	943.60
YoY	13.47%	7.36%	17.81%	13.49%	12.00%
毛利率	7.77%	7.58%	7.86%	7.96%	8.02%
珠宝首饰	468.60	503.62	600.88	689.92	782.02
YoY	23.06%	7.47%	19.31%	14.82%	13.35%
毛利率	9.02%	9.13%	9.25%	9.30%	9.30%
黄金交易	112.08	120.83	135.32	146.15	154.92
YoY	-13.88%	7.80%	12.00%	8.00%	6.00%
毛利率	0.73%	-0.03%	0.65%	0.65%	0.65%
笔类	2.60	2.22	2.29	2.34	2.39
YoY	6.81%	-14.54%	3.00%	2.50%	2.00%
毛利率	38.37%	32.44%	32.44%	32.44%	32.44%
商贸	0.74	1.10	1.30	1.50	1.68
YoY	-45.86%	49.76%	18.00%	15.00%	12.00%
毛利率	2.23%	0.92%	2.00%	2.00%	2.00%
工艺品销售	0.92	0.92	0.93	0.94	0.95
YoY	9.51%	-0.03%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	21.77%	17.50%	17.80%	17.90%	18.00%
其他业务	1.71	1.42	1.43	1.44	1.46
YoY	24.38%	-17.27%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	70.16%	65.65%	65.00%	65.00%	65.00%
其他主营业务	0.26	0.18	0.19	0.19	0.19
YoY	-0.97%	-30.39%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	37.07%	28.02%	28.02%	28.02%	28.02%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院预测

我们预计23-25年公司实现营业总收入742.34、842.48、943.60亿元，分别同比+17.8%、+13.5%、+12.0%，23-25年，毛利率分别为7.9%、8.0%、8.0%。营业收入稳健增长，费用率控制良好下，我们预计2023-2025年公司的归母净利润分别为21.33、24.91、28.37亿元，分别同比+25.4%、+16.8%、+13.9%。

公司在黄金珠宝行业深耕多年，品牌力较为深厚，在渠道与产品端构筑核心竞争力，随着公司“三年行动计划”的提出，从公司战略层面提出收入与利润端及开店指引的成长目标，为收入和利润带来新的看点。维持“推荐”评级。

**风险提示：**宏观经济低迷、行业竞争加剧、市场推广不及预期等。

## 02. 电商零售：供给端&政策 变革，唤醒“沉睡”的传统零售

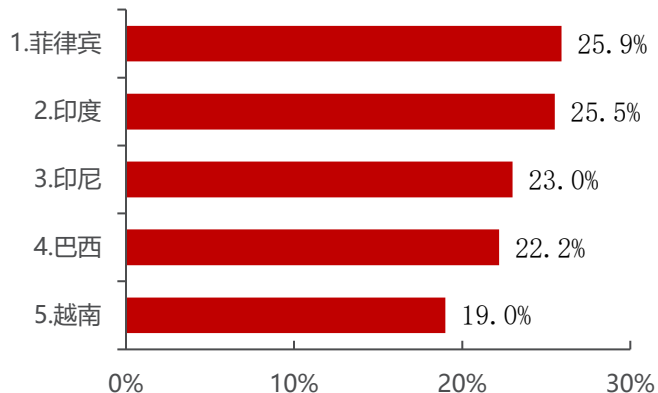


## 2.1

# 跨境电商：“一带一路”市场广阔，AIGC赋能降本增效

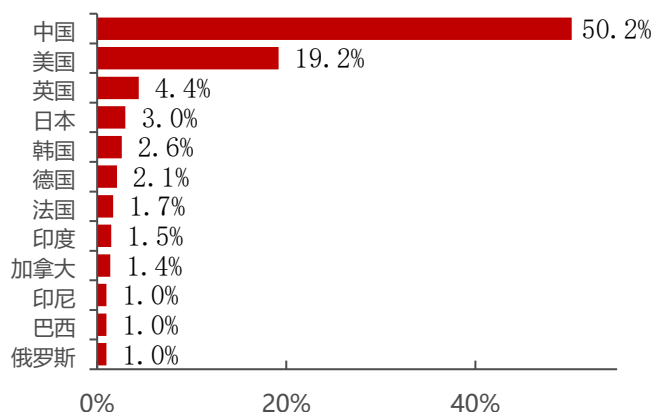
- 欧美市场面临高通胀，“一带一路”国家以及其他发展中国家的电商快速发展。拉美市场以巴西美客多平台为首，23Q1泛品类卖家销售额同比增长257%，利润率超东南亚市场多平台运营。东南亚网红市场巨大，TK直播带货成为很多卖家的必要销售渠道，人口红利，文化相近，大批知名国内抖音运营机构进入东南亚。

图表：2022年零售电商销售额增速前5的国家



资料来源：外跨境，民生证券研究院

图表：2022年电商渗透率前12的国家

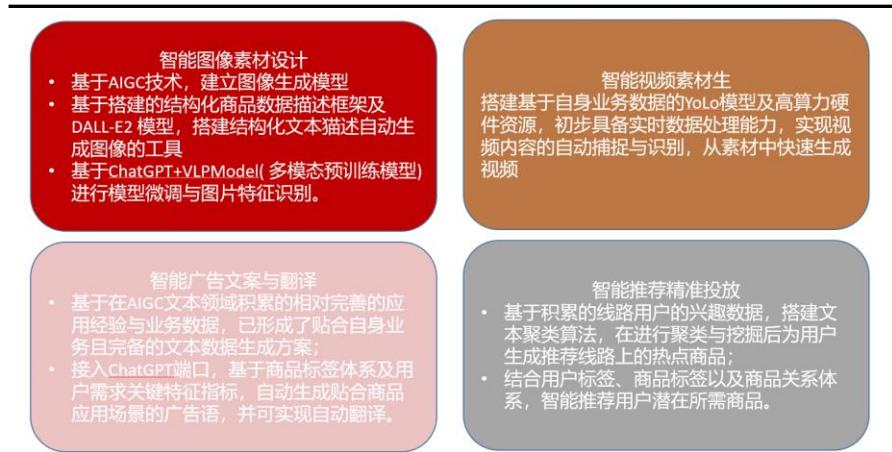


资料来源：外跨境，民生证券研究院

## 2.1 跨境电商：“一带一路”市场广阔，AIGC赋能降本增效

- 美国当地时间3月1日，ChatGPT开发商OpenAI宣布开放API（应用程序接口），允许第三方开发者通过API将ChatGPT集成至他们的应用程序和服务中。已有多家电商相关企业开始接入ChatGPT的API接口，提升运营效率。对于跨境电商来说，ChatGPT主要在①智能客服、②商品推荐、③产品描述、④营销策略、⑤数据分析方面助力效率的提升。
- 短期来看，AI应用助力企业降本增效，提高企业的盈利能力。对于泛品类卖家来说，AI应用有助于提高定价的效率以及管理库存结构，更好地应对风险，实现长期的业绩增长；对于精品类卖家来说，AI应用有助于品牌营销效率提升，降低销售费用率，打造品牌形象。
- 长期来看，跨境电商卖家有望从后台的流量使用者走向电商流量入口，从而带来商业模式升级。

图表：吉宏股份的GPT应用



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：跨境电商的AI应用梳理

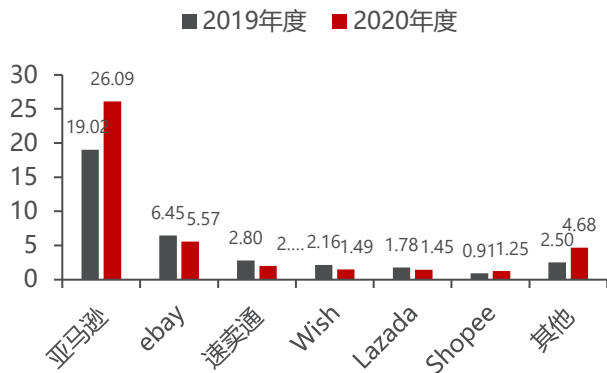
公司名称	AI应用
华凯易佰	智能调价、智能刊登、智能广告、智能仓储
吉宏股份	已在选品、翻译、投放、客服等业务节点布局，现已累计帮助公司上架新品 2w+；再比如通过 ChatGPT 进行有效关系的挖掘，公司利用 ChatGPT 在千万级的商品中新挖掘了 150W（10 倍于电商需求）种商品之间的关系。
乐歌股份	将ChatGPT和文心一言接入公司的智能屏，以提高产品的智能化水平和用户体验，智慧屏接入ChatGPT 3.5的API目前已通过测试，但暂未上市销售。文心一言方面因暂未对外提供API，因此暂无成果转化。
安克创新	开始尝试运用AI提效工具在编程、客服、设计等岗位探索新的解决方案,以期提升运营效率并为用户提供更好的体验。
焦点科技	研发端对接了OpenAI的API接口，正在积极探索ChatGPT的技术应用，在中国制造网(Made-in-China.com)原有的多语网站翻译、智能客服、内容自动生成领域尝试ChatGPT。

资料来源：各公司公告，新浪新闻，格隆汇民生证券研究院

## 2.1 华凯易佰：泛品类跨境电商龙头，积极布局AIGC

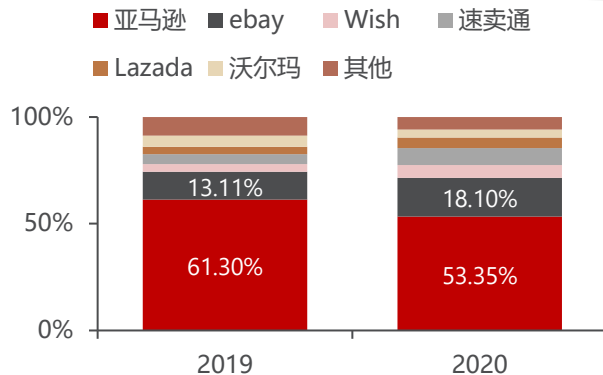
- **跨境电商业务覆盖境外主要第三方购物平台，积极开拓新兴电商平台。**在平台开拓方面，公司在深耕亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada等主流第三方平台的同时，积极拓展新兴第三方电商平台，加大布局Shopee、Mercado Libre等面向东南亚、南美地区的电商平台。其中收入占比最高的平台是亚马逊，22年占比为85%以上。
- **出口市场分布全面，对单个市场不存在依赖情况。**出口地覆盖欧洲、北美洲、大洋洲、亚洲、南美洲、非洲等多个地区，以欧美日本等发达国家为主要销售市场。2018-2019 年美、德、英、法、意销售总占比60%为前五销售市场，其中美国占比 20%。其次是第二梯队的西班牙、加拿大、澳大利亚和墨西哥等新兴市场。

图表：易佰网络各平台收入（亿元）



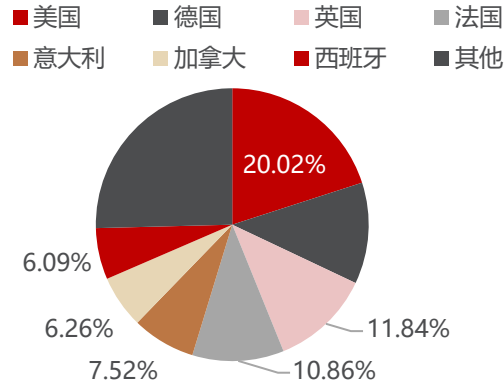
资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

图表：易佰网络各平台收入占比



资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

图表：易佰网络各平台收入占比（2022）



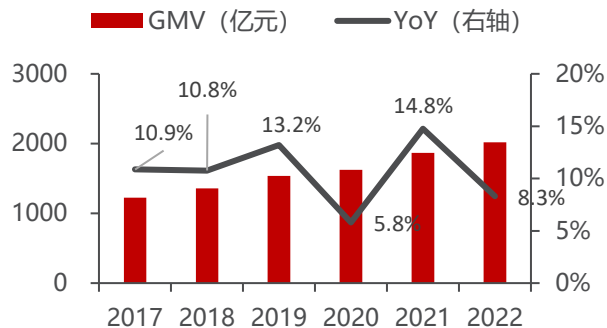
资料来源：公司收购说明书，民生证券研究院

## 2.1 小商品城：打造“一带一路”出海生态圈，实现资金流、信息流、物流三流汇聚

基于义乌小商品，公司完成了线上平台化（Chinagoods）+打造数据中心、数据要素（信息流）+物流（履约端）+资金流（支付牌照）出海生态的闭环和基础设施的建设。除了传统租金业务外，提供了更多增量服务与附加值，进而完成深度变现的可能与盈利模型的上移，同时叠加了“一带一路”政策风口+积极拥抱智能化时代的应用场景，我们看好公司未来的估值空间。

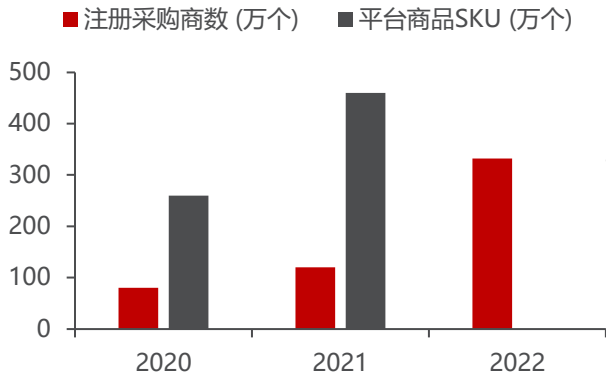
其中Chinagoods平台GMV在21-22年超额完成激励计划考核要求，2022年Chinagoods平台注册采购商，链接外贸公司超 2500 家；支付方面，一季度以来，义乌和一带一路主要国家贸易数据同比都在增长，沙特+50%+，巴西+30%+，以及东南亚东盟这些国家数据持续增长。Yiwupay目前支持16个主流币种的跨境收款，与400家银行签订了合作协议。支付品牌Yiwu Pay自23年2月21日上线以来，实现跨境人民币业务服务客户2604户，跨境清算资金人民币1.3亿元。

图表：2017-2022小商品城市场GMV变化情况



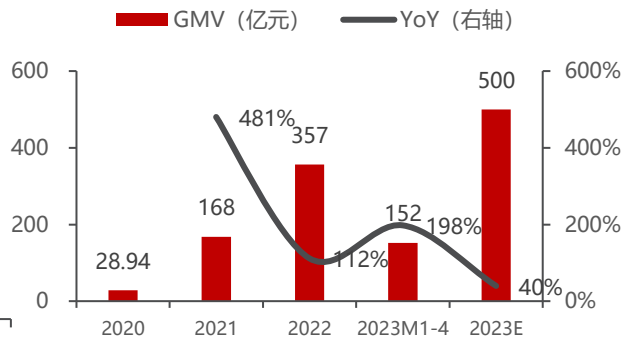
资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：注册采购商数量和SKU数量



资料来源：Wind，民生证券研究院

图表：Chinagoods平台GMV及yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院（2023E对应值为股权激励考核要求）



## 2.2 百货：国企改革+资产证券化+免税牌照，或催化百货板块价值重估

- 关注国企改革+ REITs +免税三条主线投资机会。对于传统零售百货行业，免税转型、国企改革、REITs鼓励政策为行业注入新动力。1) 在国改三年行动收官，23年进入新一轮改革的背景下，我们认为对于积极响应改革重点方向的国企，有望实现管理改善带来的经营效率的提升，从而提高业绩兑现度，同时估值有望重估。2) 上市百货旗下物业资产较为优质，或将成为后续第一批走向证券化/实现价值重估的资产，通过资产证券化，上市百货企业有望改善财务结构、为规模扩张/聚焦资产运营能力带来空间。3) 在免税在市内免税政策加速推出背景下，关注全国性百货龙头及区域性百货龙头获得免税经营资质贡献业绩增量的投资机会，其中北京和上海作为主要出入境人群地区，有望深度受益于市内免税政策。

图表: 国改受益百货标的梳理

公司	经营指标	2018	2019	2020	2021	2022	涉及催化	PE - 2023	PE - 2024	国改成果
重庆百货	营业收入 (亿元)	340.84	345.36	210.77	211.24	183.04	国企改革、 自持物业价 值重估	11	9	重庆商社于2020年3月引入物美津融和深圳步步高作为战略投资者，并实施了重庆商社员工持股计划和上市公司股权激励计划。22年12月开启吸收大股东重庆商社的重组工作，有助于优化公司股权结构、资产质量，落实混改成果。
	yoy		1.33%	-38.97%	0.22%	-13.35%				
	归母净利润 (亿元)	8.31	9.85	10.34	9.80	8.83				
	yoy		18.55%	4.91%	-5.21%	-9.85%				
	毛利率	18.42%	18.08%	25.71%	25.81%	26.11%				
	归母净利率	2.44%	2.85%	4.90%	4.64%	4.83%				
丽尚国潮	营业收入 (亿元)	13.83	18.83	5.99	6.43	7.56	国企改革重 组、新零售 业务快速发 展	28	25	自2020年丽水国资入主以来着力推进战略转型升级，通过成立产业基金、控股子公司等方式，积极拓展新零售业务，其中参股公司丽尚美链积累多年供应链经验，兼具上游采购和下游渠道优势。
	yoy		36.17%	-68.16%	7.23%	17.70%				
	归母净利润 (亿元)	15.84	2.46	0.87	1.55	0.86				
	yoy		-84.46%	-64.81%	78.65%	-44.25%				
	毛利率	34.92%	29.34%	58.72%	69.32%	45.67%				
	归母净利率	114.59%	13.08%	14.46%	24.09%	11.41%				

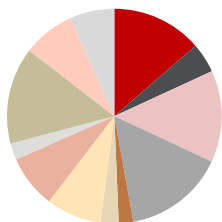
资料来源：Wind，民生证券研究院（注：PE对应股价日期为2023年6月27日，其中，丽尚国潮PE采用wind一致预期）

## 2.2 百货：商业REITs政策快速推进，老牌百货企业有望迎价值重估

- 23年3月24日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，同日发改委发布REITs项目申报推荐工作的通知，提出了一系列措施支持消费基础设施建设，特别是百货商场、购物中心和农贸市场等城乡商业网点项目。
- 国内存量购物中心和百货类资产规模巨大。**从成熟国家的历史数据来看，零售类资产在REITs中占比较高，截至2022年末，美国零售REITs占14%，仅次于基础设施REITs（15%）。国内情况来看，据赢商大数据，2022年全国超过3万平米的购物中心存量项目达5685个，体量超过5.03亿平方米；根据百货商业协会与冯氏集团利丰研究中心的数据，全国有大约8000家百货，假设按照单个商场4万平米计算，涉及3.2亿平米资产；经计算，购物中心及百货总资产规模或在8亿平米以上，以1万/平米（商业营业用房销售均价水平）的价格计算，总资产规模或在8万亿以上。

图表：美国REITs的底层资产结构（截至2023年4月30日；单位：%）

■ 工业类 ■ 办公类 ■ 零售 ■ 住宅 ■ 多元化 ■ 度假村  
■ 医疗健康 ■ 自有仓储 ■ 林场 ■ 自出设施 ■ 数据中心 ■ 专业类



资料来源：NAREIT，民生证券研究院

图表：零售百货标的的自有物业面积及占比

名称	自有面积合计(万平方米)	自有面积占比 (%)	主要自有物业所在地区
富森美	110.00	100.0%	成都
小商品城	640.00	100.0%	义乌
丽尚国潮	15.42	100.0%	兰州、杭州及南京
百大集团	4.20	100.0%	杭州
新世界	21.35	97.0%	上海
中兴商业	24.46	93.3%	沈阳
南京新百	16.91	92.9%	南京、芜湖
大连友谊	7.73	91.9%	大连
文峰股份	65.40	90.8%	南通、上海
欧亚集团	351.32	87.1%	吉林省、内蒙古自治区、辽宁省和山东省
翠微股份	28.57	71.0%	北京市海淀区、北京市丰台区
友阿股份	68.82	67.8%	长沙
国芳集团	23.00	67.7%	甘肃、银川
武商集团	128.70	67.5%	武汉、黄石
中央商场	68.42	66.4%	江苏、山东及河南地区
合肥百货	27.47	64.7%	合肥市、蚌埠市、铜陵市和黄山市
茂业商业	80.09	63.8%	成都、绵阳、南充、深圳、呼和浩特、包头
徐家汇	10.42	61.5%	上海
东百集团	39.24	51.3%	福州、福安和兰州
杭州解百	20.53	50.3%	杭州
百联股份	247.97	48.9%	上海、南京
南宁百货	12.35	48.9%	南宁
广百股份	30.00	45.5%	广州、深圳
大商股份	167.39	44.5%	大连、沈阳、大庆
王府井	182.50	42.1%	北京、湖北、四川等全国主要城市
利群股份	89.14	39.5%	山东、江苏
友好集团	29.30	39.0%	乌鲁木齐、北疆
银座股份	111.53	38.9%	济南、淄博、潍坊、东营、青岛和德州
汇嘉时代	26.10	34.6%	乌鲁木齐、库尔勒
重庆百货	71.26	32.0%	重庆、南充
中百集团	54.00	30.0%	武汉、黄石
美凯龙	640.03	28.7%	全国各地，主要位于华东、华北
新华百货	29.45	24.7%	宁夏、青海
通程控股	10.04	24.3%	长沙
益民集团	0.17	17.5%	上海

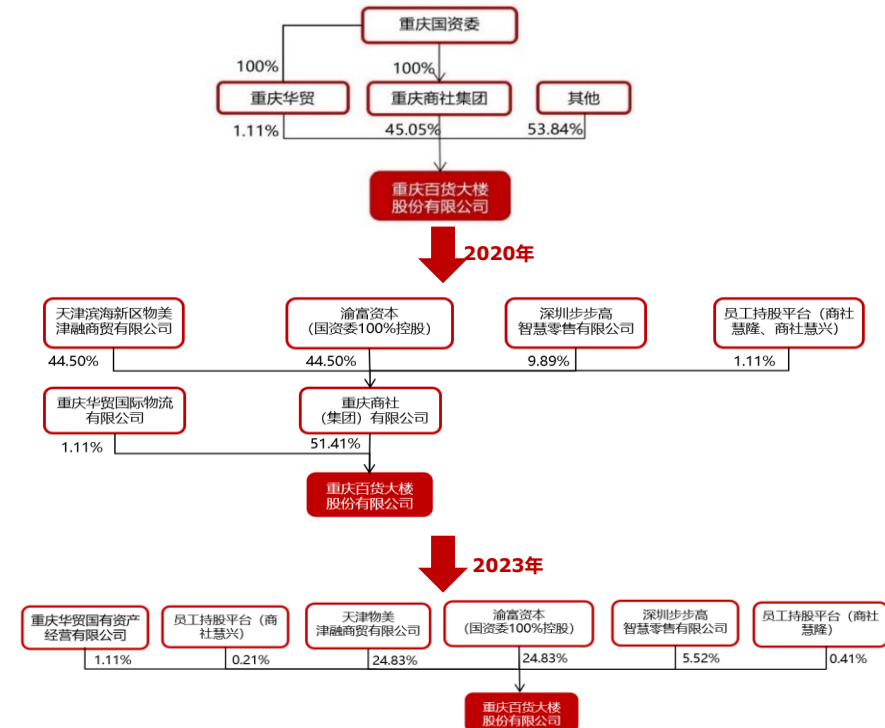
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 重庆百货：混改接近尾声，供应链赋能+决策效率提升

图表：公司的股权变化时间线

### ◆ 重庆百货入选“双百企业”，率先开始国企混改试点

- 混改是国企改革的重要突破口，一方面民营资本经营机制可以提高国有企业的经营效率，另一方面有利解决产权明晰、政企分开的问题。重庆百货的控股股东重庆商社作为区域零售行业龙头企业，是国家发改委确定的混改试点企业和国务院国资委确定的“双百企业”。
- 重庆商社于 2020 年 3 月成功引入物美津融和深圳步步高作为战略投资者，成为混合所有制企业。并通过及时实施重庆商社员工持股计划和上市公司股权激励计划，有效增强了核心骨干人才的凝聚力。22年7月发布激励计划，激励对象合计 51 人，主要包括公司高管和核心骨干。
- 混改对公司的实质性改善：①解决供应链的问题，北方物美、南方步步高、麦德龙。一方面可以获得优惠的政策，另一方面可以大力发展自有品牌；混改进度完成 50%-60%；②决策效率的显著提升，决策周期大大缩短；③激励机制强化：实现三个共同体：命运共同体，事业共同体，活力共同体，员工积极性高，持续降本提效。



图表：各考核期间业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 净利润增长率：2022 年度净利润增长率不低于 5%； (2) 净资产收益率：2022 年度净资产收益率不低于 10%。
第二个解除限售期	(1) 净利润增长率：2023 年度净利润增长率不低于 10%（ (2) 净资产收益率：2022—2023 年度净资产收益率两年加权平均数不低于 10%。
第三个解除限售期	(1) 净利润增长率：2024 年度净利润增长率不低于 15%； (2) 净资产收益率：2022—2024 年度净资产收益率三年加权平均数不低于 10%。

资料来源：wind、民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.3 孩子王：传统主业增速稳健，“收购乐友+可转债项目”逐步落地，母婴龙头未来可期

- 聚焦大店模式，深耕单客经济，加码差异化供应链与本地生活服务，主业稳健发展。**孩子王创新性地采取大店模式，平均单店面积约3000平方米，在提供商品的同时优化服务体验与社交互动，同时加码本地生活服务，着力构造母垂赛道的本地生活服务线上平台，并通过自有品牌及专供商品持续打造差异化供应链。会员方面，孩子王采取重度会员模式，会员可分为普通会员和付费黑金会员。截至2022年底，公司会员数超6000万人，黑金会员22年同比+25%。
- 开设儿童生活馆，打造第二增长曲线。**孩子王计划三年内开设约200家儿童生活馆（不在计划的169家新店中），对3000平米以上的存量门店进行改造。儿童生活馆项目将客群年龄由0-3岁提升至4-6岁，提供包括儿童社交、运动和露营、线上教育场景化、学习区（教辅材料、博物馆主题互动）等服务，对存量服务进行品类扩充，贡献业绩增量。

图表：孩子王本地生活服务

品类	服务
孕产服务	月嫂、产后恢复、乳房护理、育儿嫂、月子中心
婴幼儿服务	宝宝理发、抚触推拿、成长纪念、婴儿游泳、生日布置
亲子游乐	景点旅游、亲子玩学、童乐园、亲子活动
摄影	亲子摄影
教育培训	兴趣启蒙、在线教育、职业培训
健康	儿童健康
生活服务	美容美发、美甲美睫

资料来源：孩子王微商城，民生证券研究院

图表：孩子王儿童生活馆示意图



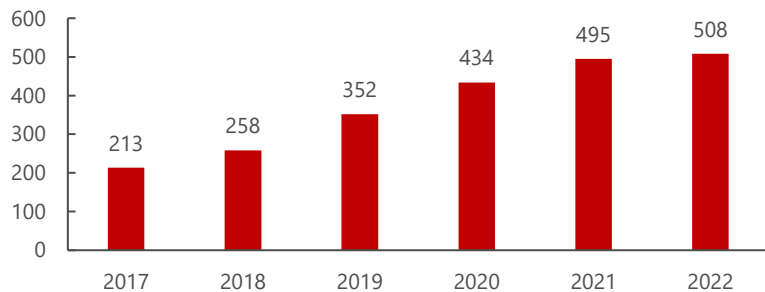
资料来源：孩子王招聘微信公众号，民生证券研究院



## 2.3 孩子王：传统主业增速稳健，“收购乐友+可转债项目”逐步落地，母婴龙头未来可期

- 收购乐友：**孩子王拟以现金10.40亿元收购乐友香港持有的乐友国际65%股权，交易完成后乐友国际将成为公司的控股子公司。此次收购设置业绩承诺，承诺期为2023-2025年，乐友实现的合并报表的税后净利润应分别不低于0.81亿元、1.00亿元、1.18亿元。孩子王收购乐友后有望在利润端直接提升公司业绩。
- 拟发行可转债：**公开发行不超过10.39亿元的可转债，拟用于：1) 零售终端建设项目，计划总投资额为 8.33亿元，其中拟使用募集资金7.64亿元，分36个月投入，公司预计项目建设完成后收入稳定年可实现新增营业收入35.64亿元（不含税），净利润1.18亿元。2) 智能化物流中心建设项目：计划总投资额为2.94亿元，其中拟使用募集资金2.75亿元，分36个月投入。项目逐步落地→公司能更加多元化、差异化、高效的母婴消费服务→强化会员粘性→收入高速增长。

图表：孩子王线下门店数量（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：孩子王仓储物流体系



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.4

# 明月镜片：国产镜片龙头，产品、品牌、渠道多元驱动

- 产品矩阵持续扩充、“零售+医疗”渠道双轮建设、品牌营销稳步推进，国产镜片龙头未来可期。1) 产品方面，传统镜片业务较早主动完成中高端战略转型，卡位中高端蓝海价格带，产品矩阵完善、产品力优异，可较好满足消费者对品质化、功能化镜片的需求升级。青少年近视防控产品方面，“零售端”离焦镜产品线丰富，SKU达10款，覆盖1.60、1.67、1.71等多个折射率；“医疗”渠道铺设淡橙色膜层、透光率与视觉效果更优的8款产品，折射率涵盖1.60及1.67，可满足不同渠道消费者的多元化需求；产品价格带为1500-3000元+，覆盖范围广。2) 渠道方面，公司直接和间接合作的线下终端门店数量达到数万家，离焦镜产品快速铺设，门店销售持续放量爬坡，医疗渠道持续推进，进一步助力离焦镜产品快速放量。3) 品牌建设方面，推行“双代言人”模式，新增品牌代言人刘昊然，助力拓宽青少年市场、实现品牌年轻化。

图表：公司零售渠道功能性镜片产品

技术原理	产品名	原料	阿贝数	折射率	膜层	功能
周边离焦	1.60轻松控	PMC超亮	40	1.603	天视A6膜（可以减少镜片表面的广反射、防水、指纹和油污、减少镜片表面灰尘吸附）	延缓近视加深过快
	1.71轻松控		37	1.701		
	1.60轻松控防蓝光		40	1.603		延缓近视加深过快+防蓝光
	1.71轻松控防蓝光		37	1.701		
多点离焦	1.60轻松控Pro	PMC超亮	40	1.603	天视A6膜（可以减少镜片表面的广反射、防水、指纹和油污、减少镜片表面灰尘吸附）	延缓近视加深过快
	1.67轻松控Pro	KR树脂	32	1.665		
	1.71轻松控 Pro	PMC超亮	37	1.701		
	1.60轻松控Pro防蓝光	PMC超亮	40	1.603		延缓近视加深过快+防蓝光
	1.67轻松控Pro防蓝光	KR树脂	32	1.665		
	1.71轻松控Pro防蓝光	PMC超亮	37	1.701		

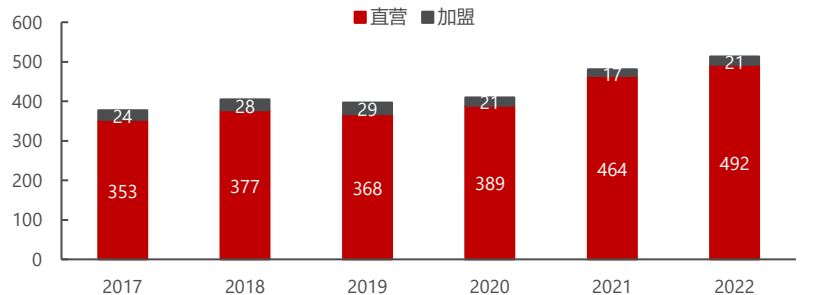
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.5

# 博士眼镜：主业高增，放开加盟渠道构筑新增长极

- 持续丰富产品结构，布局抖音本地生活，主业加速发展。**公司门店以直营模式为主，截至22年，公司拥有直营门店492家，加盟店21家，总门店中，优势区域华南与华东区域门店占比~62%。公司渠道合作深化，与多家大型商超及购物中心建立稳固的合作关系，同时携手多家公立医院推进综合视光服务模式。此外，公司还积极布局青少年离焦镜、成人渐进多焦点镜片等产品，持续丰富产品结构。22年底，公司开始布局抖音本地生活，享受首轮流量红利的同时进一步提升公司主动获客能力，优化公司线下门店销量增长的辅助效应。
- 拓展体系加盟，3年拓展超万家门店，打造新增长极未来可期。**23年2月，公司公告将收购汉高信息68%的股权，并认购镜联易购新增注册资本，开放加盟模式。在此次收购事件中，镜联易购向博士眼镜承诺，23-25 年完成活跃眼镜零售门店在镜联易购平台完成注册和《合作协议书》签署的门店总家数分别不低于4000、7000、10000家；24年、25年需完成活跃眼镜零售门店在镜联易购平台产生的交易额分别不低于1.5、3亿元，高开店目标和业绩目标逐步达成有望拉动利润高速增长。

图表：2017-2022年公司门店数量变化（家）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：镜联易购向博士眼镜做出的业绩承诺

目标	对应措施
累计完成的活跃眼镜零售门店数量或交易额不足其所承诺目标累计值的50%	镜联易购的实控人应按照投资方的认购对价加上该认购对价按 6% 年单利计算的利息（前述利息的计算期间从投资方实际支付认购对价之日起计算至标的公司二向投资方支付全部回购价格之日止）回购该投资方所持有的全部股权。
累计完成的活跃眼镜零售门店数量及交易额均大于其所承诺目标累计值的50%（均大于其所承诺目标累计值的 80% 的情况除外）	博士眼镜或其指定方有权按照镜联易购的认购对价加上该认购对价按 6% 年单利计算的利息（前述利息的计算期间从镜联易购实际支付认购对价之日起计算至业绩承诺期届满止）回购镜联易购所持有的全部股权。
累计完成的活跃眼镜零售门店数量及交易额均大于其所承诺目标累计值的80%	无需执行补偿措施，且博士眼镜或其指定方有权收购业绩承诺期届满时点上镜联易购其他股东的所持有的全部公司股权。

资料来源：公司公告，民生证券研究院



# 医美：轻医美发展势头 03. 良好，多样化材料推动 行业上行

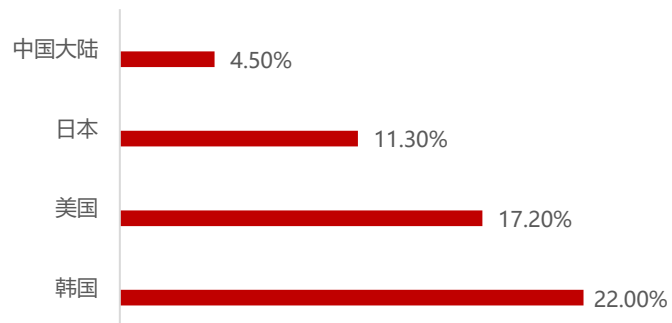


## 3.1 行业未来如何发展？—消费需求角度

### ➤ 医美行业低渗透高景气，用户规模持续向上

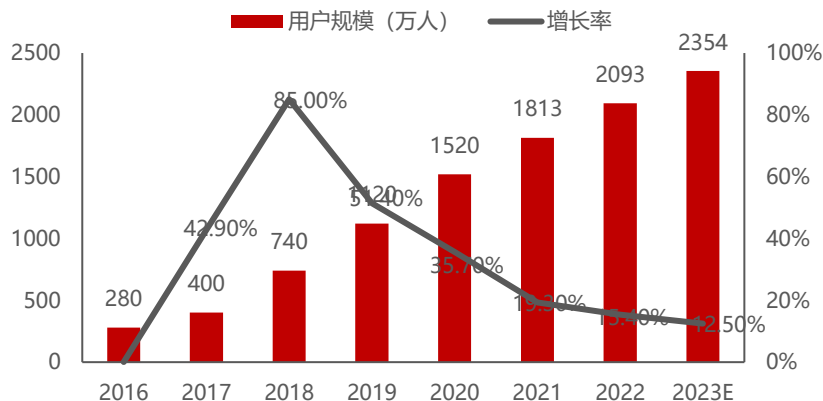
- **中国医美行业渗透率低。**2022年中国医美项目渗透率为4.5%，较日本11.3%、美国17.2%和韩国22.0%仍有较大提升空间。
- **医美行业景气度高，用户规模将持续向上。**据艾媒咨询，预计随着消费者认知改变及收入提高，我国医美渗透率有提升趋势，用户规模有望上行。据艾媒咨询数据显示，2016-2020年，中国医美市场用户规模增长4倍多，预计2023年医美用户将突破2300万人。

图表：2022年全球部分国家医美产品渗透率对比



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

图表：2016-2023年中国医美市场用户规模及预测（万人）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

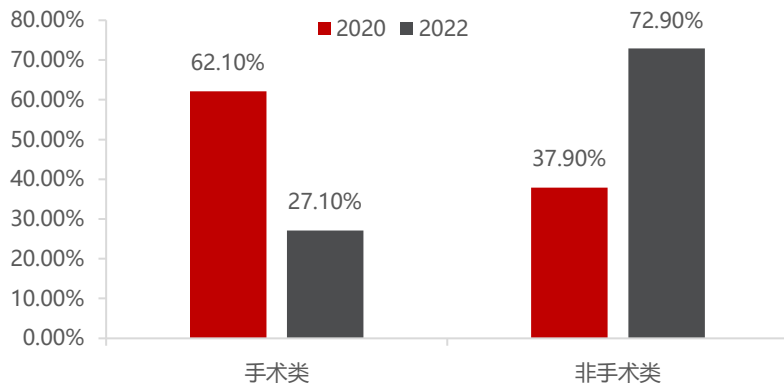


## 3.1 行业未来如何发展？——消费需求角度

### ➤ 轻医美时代加速，供给多样化下，消费需求主导市场趋势

- **2022年，轻医美时代加速发展。**相比于2020年，轻医美因操作简单、创伤小、恢复期短、风险低等优势更受消费者欢迎。同时因产品供给多样、竞争较为激烈，逐步由消费者的实际需求主导市场。

图表：2020年和2022年我国手术类和非手术类医美项目占比情况



资料来源：艾瑞咨询，NMPA，民生证券研究院

图表：国内市场非手术类产品厂商梳理

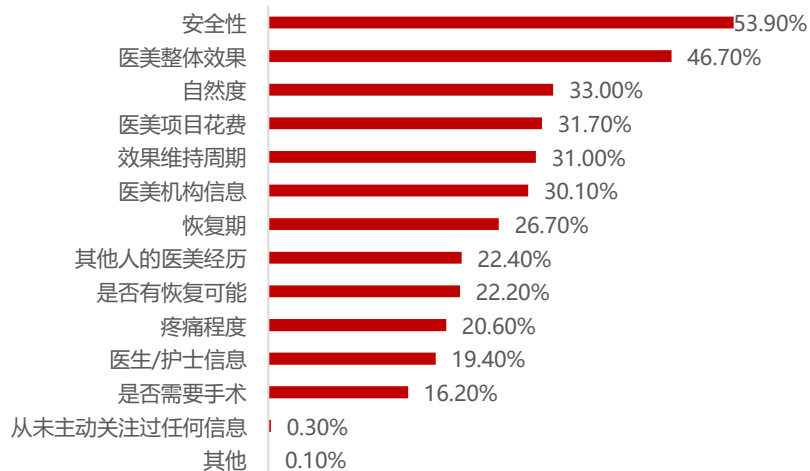
项目类型	产品类型	主要品牌
注射类产品	玻尿酸	艾尔建、爱美客、高德美、华东宁波、华熙生物、昊海生科等约20家
	肉毒素	兰州生物、艾尔建、高德美、四环医药
	胶原蛋白	台湾双美、长春博泰、锦波生物
	再生材料	华东医药、圣博玛、爱美客
光电类产品	光类	飞顿、科医人、赛诺秀、赛诺龙、索塔医疗、盈美特、奇致激光、元泰激光、科英激光、吉斯迪等
	射频类	索塔医疗、飞顿、半岛医疗、盈美特、中科科理等
	超声类	半岛医疗

## 3.1 行业未来如何发展？—消费需求角度

### ➤ 消费者需求聚焦抗衰、自然、安全

- 消费者在项目选择时，安全性为首位，效果上尤其追求紧致抗衰与自然度。安全性始终是医美用户关注的首要因素，占比达到53.9%，此外自然度也是核心考虑因素之一。在效果方面，2022年皮肤美容为主要需求，且对比2020年紧致抗衰需求超过美白亮肤，成为最热门消费项。

图表：2022年中国医美用户主动关注信息



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：2020年 VS 2022年中国医美用户购买情况

	2020年	皮肤美容	面部整形	美体塑形	牙齿美容	私密护理	植发种发
人群占比		69.00%	60.60%	43.90%	39.70%	14.30%	4.30%
TOP 1		美白亮肤	双眼皮	局部吸脂/溶脂			
TOP 2		抗皱抗初老	隆鼻	丰胸			
TOP 3		清洁保湿	瘦脸				
TOP 4			开眼角				
TOP 5			祛眼袋				
	2022年	皮肤美容	面部调整	美体塑形	牙齿美容	私密护理	植发种发
人群占比		75.90%	63.30%	43.80%	30.70%	13.10%	11.20%
TOP 1		紧致抗衰	去皱纹	除腋臭/脱腋毛			
TOP 2		美白亮肤	面颊提升/苹果肌	局部吸脂/溶脂			
TOP 3		补水清洁	双眼皮	隆胸			
TOP 4		祛斑祛痣	祛黑眼圈	全身吸脂/溶脂			
TOP 5		祛疤祛痘	祛眼袋	丰臀			

## 3.2 行业未来如何发展？——关注胶原蛋白改善/增加项目

### ➤ 胶原改善/增加的轻医美项目充分满足消费者需求

- 胶原蛋白广泛分布于人体结缔组织中，与皮肤年轻化状态密不可分。正常人90%的胶原存在于皮肤和骨头中，随着年龄增长，胶原蛋白流失速度快于其再生速度，呈现出皱纹、皮肤松弛等状态，因此皮肤的年轻化与体内的胶原蛋白含量呈现直接相关。
- 胶原蛋白类相关产品同时满足消费者紧致抗老、自然安全等需求。两种途径增加体内胶原蛋白：1) 直接注射增加；2) 刺激再生。通过这两种模式均可达到紧致抗老，同时因均具备刺激再生作用，可实现自然的效果。

图表：胶原改善/增加的轻医美项目梳理

项目类型	直接注射胶原蛋白				刺激再生胶原蛋白				
	动物胶原蛋白	重组胶原蛋白	嗨体	童颜针	少女针	濡白天使	热玛吉	Fotona 4D	超声炮
作用最深层次	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	注射类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美	光电类轻医美
品牌/公司	真皮浅层	真皮浅层	真皮层	真皮深层	皮下及筋膜层	皮下及筋膜层	皮下	皮下	筋膜层
成分/作用	台湾双美、长春博泰	锦波生物	爱美客	圣博玛	华东医药	爱美客	索塔医疗	欧洲之星	半岛医疗
	动物源胶原蛋白	人源化三型胶原蛋白冻干纤维	透明质酸钠+氨基酸+L-肌肽+维生素B2	PLLA	30%PCL微球+70%CMC	70%HA+PLLA微球	单极射频技术加热皮下富胶原层	不同波长、脉宽的激光的热效应刺激纤维细胞产生更多胶原蛋白	大焦域超声技术实现筋膜层的加热，达到胶原蛋白收缩、刺激胶原再生

资料来源：医美部落，新氧，民生证券研究院

# 3.3 行业未来如何发展？——三大注射材料高景气

## ➤ 注射市场中，围绕胶原蛋白的三大类材料处于高景气的不同上行区间

- **蓝海市场中期——活性材料注射剂。**以酶体系列为代表，成分为HA+多种营养物质，主打胶原改善和再生，2019年开始获消费者认知提升、获得热捧，也逐渐成为各医美机构必备医美项目，未来将呈现稳步向上。
- **蓝海市场早期——刺激再生注射剂。**2021年国内三款再生材料的医美产品获批上市，消费者端教育不断强化，同时产品在医美机构的布局端呈现快速向上，加速消费者对于再生材料的认知，也吸引更多企业布局再生材料市场。
- **蓝海市场初期——重组胶原蛋白注射剂。**2022年以来，重组胶原蛋白凭借其相对安全性及自然有效成为大热赛道，医美机构端也开始布局重组胶原蛋白类产品，贡献新增长点。

图表：玻尿酸与其他填充剂品牌榜

玻尿酸三年品牌排行榜				2022年新氧新上架产品订单榜		
排名	2020	2021	2022	产品类型	排名	产品名称
销售榜	1	伊婉	伊婉	嗨体	1	嗨体熊猫针
	2	润百颜	润百颜	玻尿酸	2	润百颜黑金
	3	海薇	嗨体	润百颜	3	润百颜白紫
搜索榜	1	伊婉	伊婉	嗨体	4	艾莉薇
	2	润百颜	嗨体	伊婉	1	Ellanse伊妍仕
	3	海薇	乔雅登	乔雅登	2	艾维岚聚乳酸PLLA面部填充
	4	乔雅登	润百颜	艾莉薇	3	爱贝芙
	5	嗨体	艾莉薇	润百颜	4	薇谛美
						2022年2月11日
						2022年1月24日
						2022年1月14日
						2022年1月12日
						2022年1月6日
						2022年1月19日
						2022年1月19日
						2022年3月2日

资料来源：新氧数据颜究院，医美查，NMPA，各公司公告，民生证券研究院

图表：再生类材料与重组胶原蛋白在研产品

公司	产品名称	研发阶段	预期上市时间
再生材料在研产品			
江苏吴中/韩国 Regen	爱塑美	NMPA获批	2023年
高德美	望然雅Sculptra	临床研究	2024年
尚礼	初代童颜针	临床研究	2025-2026年
四环医药	一代童颜针	临床研究	\
四环医药	二代少女针	临床研究	\
重组胶原蛋白在研产品			
巨子生物	重组胶原蛋白液体试剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白固体试剂	临床研究	2023年后
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	产品开发	2024年后
巨子生物	交联重组胶原蛋白凝胶用	产品开发	2024年后
锦波生物	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	临床研究	\

### 3.3

## 行业未来如何发展？——注射材料存在一定相互替代

### ➤ 注射市场中，新兴注射材料或将部分取代玻尿酸注射剂

- **再生注射类：**从效果角度而言，再生材料围绕皮肤深层塑形，与大分子玻尿酸效果类似，最终呈现为再生注射材料因刺激再生自身胶原蛋白，效果更为自然；从定价角度而言，大分子玻尿酸价位与再生材料接近，随着2023年及后续再生类材料持续推出，消费者认知更进一步，我们认为再生材料有望取代部分大分子玻尿酸市场。
- **重组胶原蛋白类：**因当前技术发展阶段问题，多起到皮肤相对浅层次的填充和补水作用，因其价位暂且处于中高端定位，因此或将替代部分水光针市场。随着未来胶原蛋白技术推进，在分子质地上有所改良，或取代部分填充/塑形玻尿酸市场。

图表：再生类产品与大分子玻尿酸产品的终端价格（元）

再生材料					大分子玻尿酸				
产品名称	伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使针	乔雅登极致	乔雅登丰颜	伊婉致美	瑞蓝•丽堤•丽多	宝尼达	海魅玻尿酸
终端价格	18800	18800	12800	6900	13500	4500	12800	16800	8800

资料来源：新氧、民生证券研究院

图表：胶原蛋白产品与高端水光针终端价格（元）

动物源胶原蛋白			重组胶原蛋白			高端水光针	
产品名称	肤柔美	肤丽美	缬曼	薇旖美	润致娃娃针	冬活泡泡针	瑞蓝•唯琨
终端价格	5300	13800	12800	6800	4980	3980	6800

资料来源：新氧、民生证券研究院

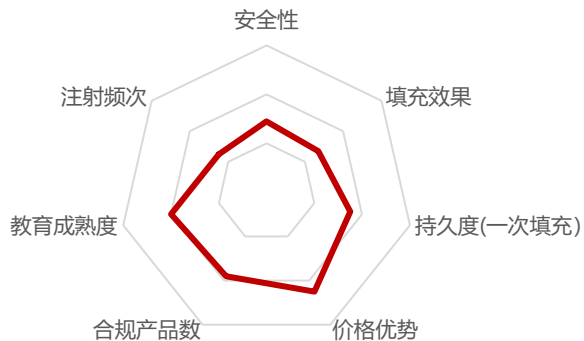


### 3.3 行业未来如何发展？——玻尿酸仍为注射类材料的大盘

#### ➤ 注射市场中，玻尿酸仍为根基

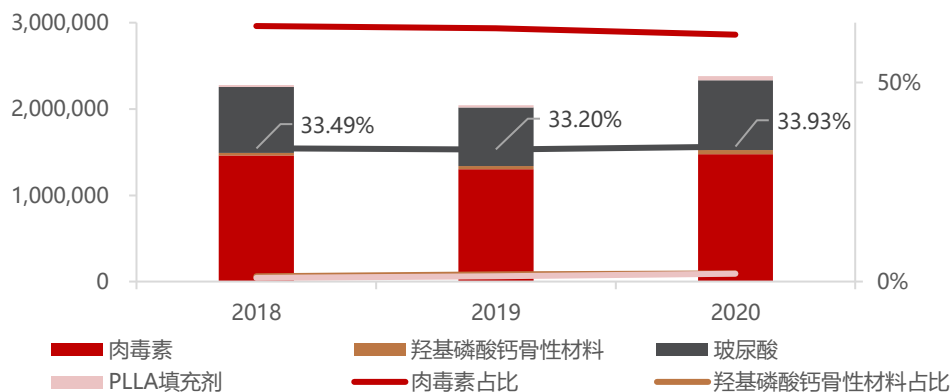
- **从产品和市场教育角度：**虽玻尿酸赛道同质化程度较高，但凭借其积累的市场经验及丰富的合规产品，未来玻尿酸仍将在注射填充市场占有较大份额。
- **参照成熟医美市场发展角度：**美国医美市场起步于1880年，当前已步入成熟期，其注射类产品丰富，包括玻尿酸、肉毒毒素、基于PLLA的填充剂和羟基磷酸钙骨性材料，后两者具备较好的塑形作用，同样对大分子玻尿酸呈现一定程度替代作用，但根据ISAPS统计，即使发展至2020年，美国市场的玻尿酸疗程量仍占据注射类疗程的30%以上。

图表：玻尿酸注射剂优势雷达图（模拟值得分）



资料来源：ISAPS，艾瑞咨询，民生证券研究院

图表：美国医美市场注射类项目疗程数量及其变化情况（个）

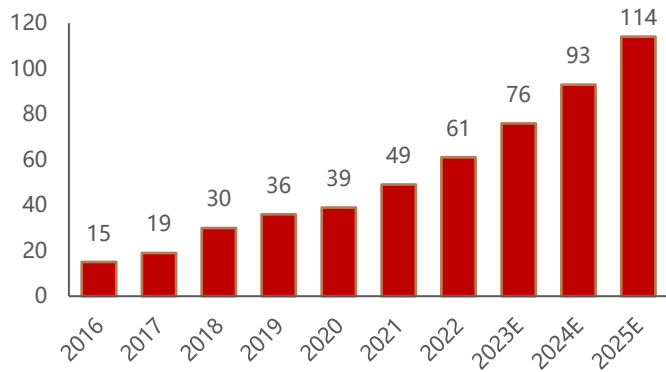


## 3.4 行业未来如何发展？——肉毒素主要玩家陆续入局

### ➤ 海外产品陆续入局，市场广阔

- **肉毒市场规模：**据Frost & Sullivan数据显示，2020年中国医疗美容肉毒素市场规模为人民币39亿元，2016-2020年复合增长率为26.9%。随着轻医美渗透加速，消费者认知上行，  
**2025年出货端销售额有望达114亿元，2020-2025年CAGR为23.9%。**

图表：中国医疗美容肉毒素产品市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

- **当前国内肉毒市场中，各产品加速布局：**1) 德国西马，唯一不含任何辅助蛋白的“裸肉毒素”：去除辅助蛋白的同时仍可保持肉毒素的稳定性，大大降低抗药性（Xeomin 0.6% VS. BOTOX/Dysport 7.0%）；因不含有辅助蛋白故无需冷藏保存，常温（<25摄氏度）环境下可稳定储存48个月；其他产品在2-8℃的环境中储存24个月。2) 韩国的绿毒和爱美客的Hutox定位为较低价格区间，分别适用于面部和身体，有望通过较好的效果抢占衡力的市场份额。

图表：国内已上市肉毒素竞争格局

已上市	商品名	适用部位	定位	价格（元）
艾尔建	保妥适	精细化部位	高端	3000-5000
兰州生物所	衡力	中大部位	低端	800-1500
韩国hugel/ 四环医药	乐提葆	中小部位	轻奢	3000-4000
英国ipsen	吉适	大面积部位	高端	1800-2600

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：国内临床中肉毒素产品

临床中	商品名	适用部位	适应症	定位	进展
Merz	Xeomin	精细化部位	眉间纹	高端	已完成临床试验
韩国大熊制药/绿毒	Nabota	精细化部位	中度至重度眉间纹	低端	III期
韩国Huons/爱美客	Hutox	大面积部位	中度至重度眉间纹	低端	III期
Revance/复星医药	RT002	精细化部位	中度至重度眉间纹	/	III期

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3.5 行业未来如何发展？——光电项目国产加速

### ► 光电类项目需求持续向上，国产替代加速

- **从市场规模角度看**，据头豹研究院数据，2019 年我国光电类医美市场规模已经达到 215.01 亿元，2020 年受疫情影响收缩至 191.72 亿元，**预计 2025 年将增长至 501.59 亿元，2021 年至 2025 年的 CAGR 为 13.43%。**
- **从项目需求看**，光电类项目占比上行，光子嫩肤为 2022 年最热门需求。光电项目因损伤小，恢复快等特点，在国内市场占比上行，22 年非手术市场占比为 53.3%。此外，据艾媒咨询统计，2022 年中国光电类医美消费中光子嫩肤占 61.6%，远高于排名第二的热玛吉。
- **从品牌布局看**，国产品牌多样化战略下加速市场布局。在以光子嫩肤为代表的强脉冲光领域中，外资品牌科医人的 M22 系列产品接受度最高，同时国产品牌奇致皇后凭借低价优势占据一定市场；在射频领域中，截至 2022 年 10 月，通过药监局认证的射频类医美器械共 24 款，国内自主研发的品牌共计 6 款，但 18 款进口设备中，以色列 Alma 等 5 款产品的研发公司已被中国收购，拉动中资份额上行。

图表：2022 年国内光电市场项目消费情况

序号	光电项目	消费占比	序号	光电项目	消费占比
非手术医美市场结构		光电类项目：53.3%	注射类项目：46.7%		
1	光子嫩肤	61.6%	6	皮秒	20.7%
2	热玛吉	39.7%	7	铥激光	16.6%
3	激光脱毛	29.9%	8	冷冻溶脂	16.5%
4	热拉提	23.9%	9	Fotona 4D	7.3%
5	点阵激光	22.3%	10	其他	0.1%

资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院，NMPA 认证器械（截至 2022 年 10 月）

图表：2021 年国内强脉冲光设备和射频设备厂商中资品牌与外资品牌情况

强脉冲光类		市场份额	射频类	NMPA 认证器械占比
中资品牌	以色列 Alma、奇致激光、深圳 GSD	33%	以色列 Alma、半岛医疗、长沙德技、武汉中科科理、武汉光燊、北京天鼎康、湖南热芙美	46%
外资品牌	科医人、赛诺龙、赛诺秀	67%	索塔医疗、盈美特	54%

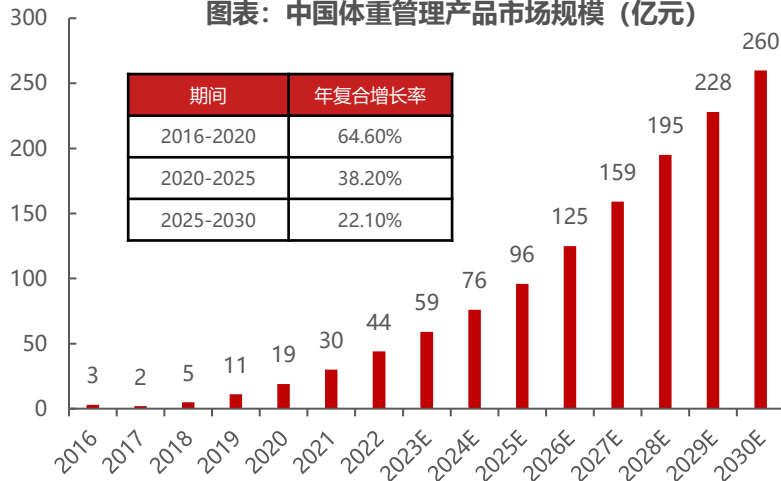
资料来源：艾瑞咨询、民生证券研究院，NMPA 认证器械（截至 2022 年 10 月）

## 3.6 行业如何发展？——关注减重需求市场

### 国内肥胖人群基数大，关注减重需求市场

- 中国肥胖人群数量不容小觑，肥胖症致使多样健康问题出现，当下实验表明GLP-1受体激动剂安全有效，各企业加速布局。据医药魔方，预计2030年国内成年肥胖人群1.12亿、儿童0.61亿，人群基数较大，而糖尿病、高血脂等慢性病发病率与肥胖呈正相关，肥胖问题亟待解决。据弗若斯特沙利文，我国体重管理市场规模已由2016年的3亿元增长至2020年的19亿元，随着肥胖人口增加和体重管理医生增强以及新型体重管理方案出现，**预计2025年市场规模有望达到96亿元，2030年规模有望达到260亿元。**

图表：中国体重管理产品市场规模（亿元）



资料来源：医药魔方、弗若斯特沙利文报告，民生证券研究院

图表：当前国内市场，各企业加速布局GLP-1R

药物类型	药品名称	研发机构	研发阶段（美国）	研发阶段（中国）	上市适应症、III期临床适应症
短效GLP-1R激动剂	艾塞那肽	AZ	上市（2005-04-28）	上市（2009-04-08）	获批：II型糖尿病
	利拉鲁肽	诺和诺德	上市（2010-01-25）	上市（2011-01-17）	获批：II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖
	利司那肽	赛诺菲	上市（2016-07-27）	上市（2017-09-29）	获批：II型糖尿病
	贝那鲁肽	仁会生物	--	上市（2016-12-19）	获批：II型糖尿病
	利拉鲁肽	华东医药	--	NMPA上市申请	申报适应症：糖尿病（2021年8月）、肥胖或超重适应症（2022年7月）
口服GLP-1R（肽类）	利拉鲁肽	爱美客	--	一期临床完成（2021-10-15）	--
	口服司美格鲁肽	诺和诺德	上市（2019-09-20）	NDA（2022-05-27）	获批：II型糖尿病；III期：阿尔茨海默病、肥胖；
	艾塞那肽微球	AZ	上市（2012-01-27）	--	获批：II型糖尿病
长效GLP-1R激动剂	阿必鲁肽	GSK	上市（2014-04-15）	--	获批：II型糖尿病
	度拉糖肽	礼来	上市（2014-09-18）	上市（2019-02-22）	获批：II型糖尿病、伴有心血管疾病的II型糖尿病；
	司美格鲁肽	诺和诺德	上市（2017-12-05） 减肥（2021-06-04）	上市（2021-04-27） 减肥：2022-08-26 III期完成	获批：II型糖尿病、肥胖；III期：NASH、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病；
长效GLP-1R/GIPR激动剂	替尔泊肽	礼来	上市（2022-05-13）	NDA（2022-09-07）	II期：肥胖、伴有心血管疾病的II型糖尿病、肥胖相关疾病；

## 3.7 核心标的

### ➤ 上游厂商：聚焦高需求赛道，同时需要接力式产品布局

- **推荐**产品持续接棒，嗨体颈纹针奠定渠道基础；熊猫针和夸活泡泡针/嗨体2.5ml差异化布局活性材料赛道，持续拓展渠道；濡白天使主打再生，成为又一明星单品的**爱美客**。
- **建议关注**：1) 少女针+酷塑+利拉鲁肽，持续性布局高需求赛道，同时接棒拉动公司成长的**华东医药**；
- 2) 医美设备+家用美容护理+牙科+注射填充业务板块，深化医美业务发展的**复锐医疗科技**；
- 3) “海薇”、“娇兰”、“海魅”玻尿酸产品组合获得市场广泛认可，旗下欧华美科布局光电医美器械领域的**昊海生科**；
- 4) 23年开启再生注射剂布局的**江苏吴中**，以及布局重组胶原蛋白赛道的北交所IPO过会的**锦波生物**。

### ➤ 终端机构方面：把握具备强运营能力+拓店能力企业

- **推荐**：1) 区域性医美机构龙头，具备精细化运营效率显著，通过体内+体外模式加速拓店的**朗姿股份**；
- 2) 门店升级+数量增加带来活跃顾客数量的增加，生美为轻医美与抗衰机构持续导流的**美丽田园**。

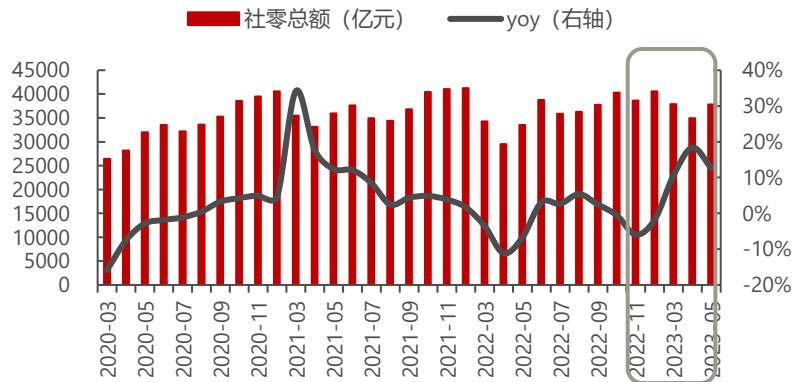


## 04. 美妆：消费边际回暖， 国货龙头加速崛起

## 4.1 规模复盘：消费持续复苏，美妆消费边际改善

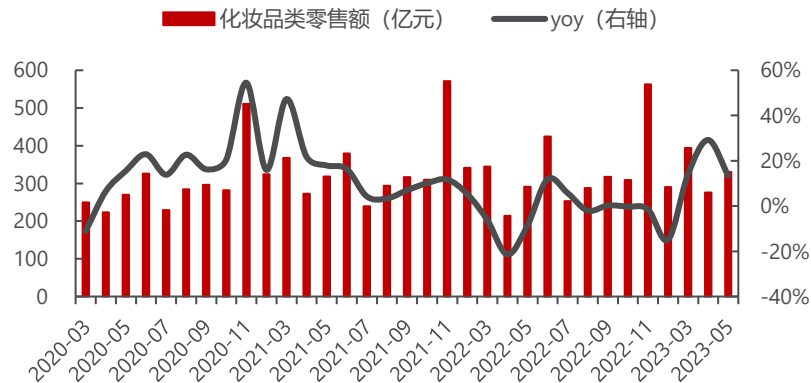
- **社零总额：**23年社零总额同比增长强劲，消费市场持续复苏。2022年12月以来，我国宏观经济回暖，消费者信心恢复、消费意愿回弹。2023年1-5月，我国社零总额累计同比增长9.3%，限额以上零售总额累计同比增长8.7%。
- **化妆品零售总额：**化妆品市场回暖明显，美妆消费边际改善。2023年1-2月，化妆品类零售总额656亿元，同比增长3.8%，实现自2022年8月以来的首次正增长，化妆品市场回暖势头明显。2023年5月，化妆品类销售总额330亿元，同比增长13.44%，增长速度较前略有放缓。

图表：中国社会消费品零售总额（亿元）及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图表：中国化妆品类零售总额（亿元）及增速

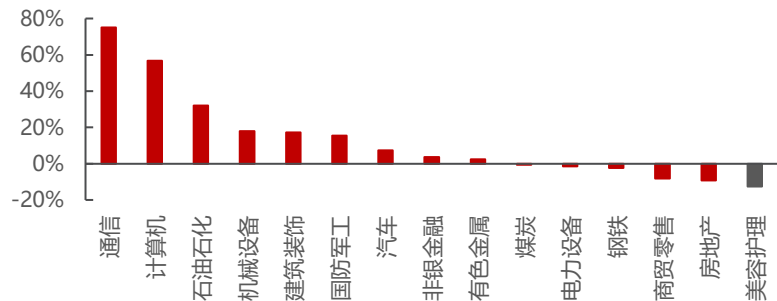


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

## 4.1 行情复盘：跟随大盘走势，行情短期承压

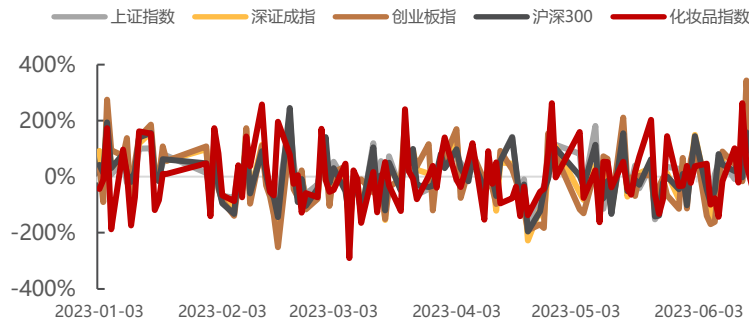
- **大盘：**化妆品指数基本跟随大盘的走势。
- **行业：**2023年初至今申万一级行业累计涨跌幅走势中，美容护理排名31/31，市场消费疲软，美妆行业增速较缓。
- **个股：**从行业代表公司来看，11家代表公司中，具有 $\alpha$ 收益的三个标的实现了上涨。科思股份、水羊股份、拉芳家化，分别上涨45.73%、5.16%、0.19%。科思股份和水羊股份的 $\alpha$ 收益来自产能快速爬坡、业绩增长超预期。

图表：2023年初至今申万行业累计涨跌幅走势（%）



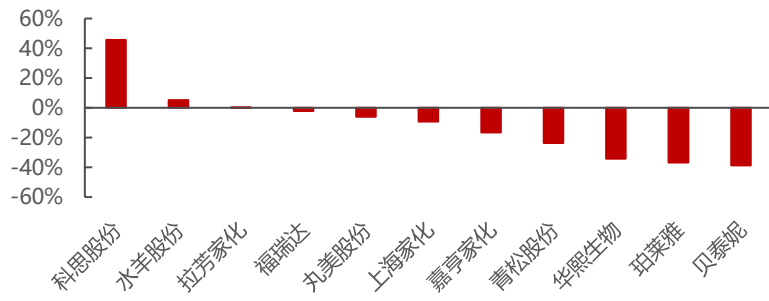
资料来源：ifind，民生证券研究院

图表：2023年初至今化妆品行业和大盘指数累计涨跌幅走势（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：2023年初至今化妆品行业代表上市公司累计涨跌幅走势（%）



资料来源：ifind，民生证券研究院

## 4.2 行业趋势—品牌端：国际大牌占据主导地位，国货品牌强势崛起

- **国际大牌占据主导地位，国货品牌强势崛起。**2023年“618”大促中，各平台美容护肤基本由国际大牌主导，分平台看，1) 天猫平台：护肤TOP5国货仅有珀莱雅入席，持续占据国货第一；彩妆领域国货仅有花西子占据TOP4，较前一年略有掉队。2) 抖音平台：护肤前十榜单中，高端国际大牌占据前四，国货仅占两席（珀莱雅和韩束分别位居第5、第7）；彩妆领域国货表现强劲，前十榜单中国产占比达70%。

图表：2023年“618”各平台美妆品牌榜单

天猫						抖音					
护肤TOP5			彩妆香水TOP5			护肤TOP5			彩妆TOP5		
排名	2023年	2022年	排名	2023年	2022年	排名	2023年	2022年	排名	2023年	2022年
1	欧莱雅	欧莱雅	1	三熹玉	圣罗兰	1	赫莲娜	雅诗兰黛	1	花西子	花西子
2	兰蔻	雅诗兰黛	2	雅诗兰黛	花西子	2	雅诗兰黛	后/WHOO	2	VC美妆	FV
3	雅诗兰黛	兰蔻	3	圣罗兰	珂拉琪	3	海蓝之谜	SK-II	3	AKF	朱莉欧
4	珀莱雅	SK-II	4	花西子	魅可	4	兰蔻	珀莱雅	4	柏瑞美	彩棠
5	玉兰油	珀莱雅	5	阿玛尼	完美日记	5	珀莱雅	巴黎欧莱雅	5	毛戈平	珂拉琪
						6	后/WHOO	兰蔻	6	卡姿兰	肌先知
						7	韩束	赫莲娜	7	圣罗兰	卡姿兰
						8	SK-II	玉兰油	8	彩棠	柏瑞美
						9	巴黎欧莱雅	润百颜	9	朱莉欧	尔木萄
						10	玉兰油	欧诗漫	10	INTO YOU	完美日记

资料来源：品观，民生证券研究院

## 4.2

# 行业趋势—品牌端：国货龙头地位稳固，新锐品牌持续迭代

- **国货龙头地位稳固，新锐品牌持续迭代。**珀莱雅、花西子行业龙头地位稳固：1) 珀莱雅：为23年“618”天猫平台护肤类目榜单占据第二名，排名较22年提升1名，销售额达9.77亿元；在抖音护肤类目榜单占据第五名，为唯一上榜前十的国产品牌。2) 花西子：在天猫、抖音平台彩妆类目榜单均为第一名，在国产美妆品牌中表现强劲。
- 2012-2016年，御泥坊、膜法世家、百雀羚、玛丽黛佳等品牌曾为电商大促榜单中的前十，2016年后，美妆赛道前列品牌新旧交替明显。2018-2019年，完美日记和花西子位居行业前列，而根据23年“618”大促销售情况看，毛戈平、彩棠、INTOYOU等新锐品牌强势崛起，完美日记在22年“双十一”与23年“618”均跌出彩妆类预售TOP10榜单，美妆行业前列新锐品牌竞争激烈。

图表：23年天猫618美妆市场国货排名

天猫							
护肤TOP20中国货排名				彩妆TOP20中国货排名			
排名	品牌	销售额 (亿元)	均价 (元)	排名	品牌	销售额 (亿元)	均价 (元)
2	珀莱雅	9.77	319.9	1	花西子	1.75	137.1
8	薇诺娜	3.30	199.4	6	彩棠	1.05	122.3
17	可复美	1.68	352.1	13	卡姿兰	0.57	73.9
19	自然堂	1.45	114.5	16	毛戈平	0.53	212.4
20	至本	1.39	58.2	18	珂拉琪	0.48	41.6
				19	INTO YOU	0.46	34.3
				20	橘朵	0.46	38.6

资料来源：青眼情报，民生证券研究院

图表：23年抖音618美妆市场国货排名

抖音					
护肤TOP10中国货排名			彩妆TOP10中国货排名		
排名	品牌	均价 (元)	排名	品牌	均价 (元)
5	珀莱雅	246.7	1	花西子	179.9
			2	VC美妆	161.7
			3	AKF	57.1
			4	柏瑞美	63.0
			5	毛戈平	227.2
			6	卡姿兰	90.8
			7	彩棠	165.6
			8	朱莉欧	95.2
			10	INTO YOU	41.1

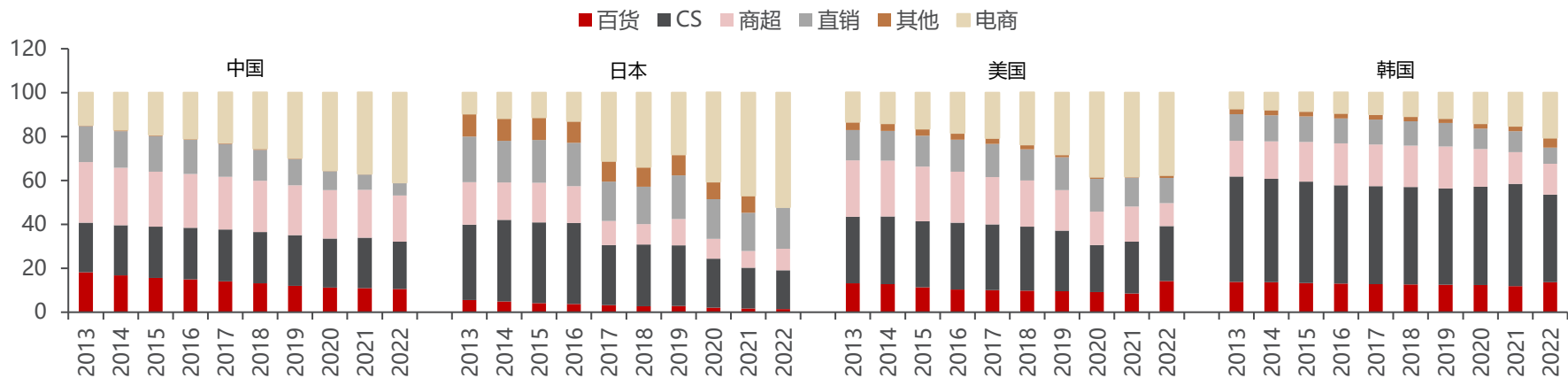
资料来源：青眼情报，民生证券研究院



## 4.2 行业趋势—渠道端：电商占比较高，参考成熟市场线下专业渠道占比有望提升

- 国内护肤品市场主渠道由商超逐渐变为电商，疫情加快其进程。2013-2017年，中国的护肤品市场主渠道仍为商超，其销售额占比逐年递减，由27.5%降至24%。2018年，电商首次成为中国护肤品市场最重要的渠道，其销售额占比为25.6%，2022年提升至41%；其他渠道均呈不同程度的下降趋势。预计防疫政策全面放开下，国内美妆线下渠道将逐步得到修复，参考海外的成熟美妆市场，随着功效性护肤的盛行，线下专业渠道占比有望提升。

图表：2013-2022年中国、日本、美国及韩国护肤品市场各渠道的销售额占比（%）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

## 4.2 行业趋势—渠道端：直播电商方兴未艾，货架电商发力直播领域

- **传统电商发力直播领域，社交平台自建电商实现商业化变现，货架平台与社交平台加速融合。**近年来，随着需求端消费者互动和社交需求增加、供给端流量获取竞争加剧、技术端互联网建设日趋成熟，内容电商高速发展，“内容+直播+电商”的产业链持续完善。23年“618”，天猫以远超之前的投入推进全面内容化，聚焦短视频和直播方面进一步发力，推出“5万名新主播首秀入淘计划”、上线4大专题栏目并对优质达人内容提供流量扶持；京东合作头部直播机构“交个朋友”，全力攻克直播领域；抖音通过多项直播、品类玩法等打通“内容→兴趣→消费”，提高消费者转化；小红书开放“笔记带货”，打通带货和种草链路。星图数据显示，直播电商全网销售额同比增长28%，增速远超其他零售电商平台。

图表：2023年“618”大促中各平台内容化发展措施一览

平台	2023年“618”大促内容化发展措施
天猫	全面内容化成为淘宝天猫618的关键词，而承载这一预期的是 <b>短视频和直播</b> 。 今年淘宝天猫618将迎来超5万名新主播的首次开播，平台还将上线生活新百科、兴趣新文化、特色新场景及新生活方式这4大专题栏目，并对优质达人内容，在信息流、逛逛、会场和站外等，提供流量扶持。
京东	京东合作头部直播机构“交个朋友”，全力攻克 <b>直播领域</b> 。618直播全线升级：圈层多元化、内容IP化、直播专业化。 <b>“1+10+100” IP矩阵</b> ：“1”代表京东直播王牌IP“超级直播间”；“100”代表100+场垂类达人视频号联动直播。 <b>“登陆Z星球”</b> ：有国潮空间站、萌趣空间站、吃货空间站、黑科技空间站、潮店空间站、酷玩空间站、养生空间站等14个空间站，共打造以超级直播间为核心的6场直播活动，以及400多场品类专场直播，点燃Z世代的拔草热情。 <b>联动线下直播</b> ，包括老字号珠宝店、药企工厂溯源、家电超级体验店、京东之家等，让消费者足不出户就能“逛”遍全国好店。
抖音	618大促中货架场景将通过 <b>全域标签、平台补贴、流量奖励</b> 等组合玩法，帮助商家打通“人找货”链路，打造生意增长新引擎，开始步入“FACT+S”全域一体的升级阶段，S则是指搜索（search）、抖音商城（shopping center）与商家店铺（shop）。 内容场景将通过 <b>「好物直播间」</b> 的内容诱发兴趣、兴趣激发消费的顺畅链路，通过多项直播、品类玩法，从种草蓄水到深度激发消费意愿，再到最终完成交易，助力实现高效种草与转化。
小红书	通过 <b>达人直播、店铺直播、商品笔记、笔记带货、商品搜索和商城</b> 等多个交易场域，全面参与今年的618活动。 重要的销售方式是通过 <b>笔记场域</b> 实现，包括商品笔记和笔记带货。这是小红书近年来推出的全新交易场景，进一步融合社区和购物体验，帮助用户在小红书完成首次购买。

资料来源：搜狐网、蓝鲸财经、若一文章网、DoNews、央广网、民生证券研究院

## 4.2

# 行业趋势—品类端：医美消费认知提升+医美需求增长，美容仪器赛道快速升温

- “科技护肤”理念兴起，美容仪器赛道升温。随着“她经济”和“颜值经济”的蓬勃发展，女性对自身外在形象的重视程度持续提升，皮肤管理需求逐步从皮肤表层升华至皮肤质量本身。同时，在社交平台对于医美的技术科普和明星背书宣传的推动下，消费者对医美以及医美产品的认知度提升，消费者护肤产品开始从涂抹式产品进化到射频美容仪、微电流美容仪等能深入表皮甚至作用真皮层的美容仪，美容仪器市场规模高速增长。根据飞瓜数据，在抖音23年“618”大促活动中，美妆市场销售额TOP10榜单中有3个品牌美容仪器SKU上榜，分别位于第1、4、8名，其中雅萌品牌旗下家用美容仪器较受消费者欢迎，有2个SKU上榜。

图表：美妆市场销售额TOP10商品榜单

排名	商品名称	品牌	商品均价（元）
1	Jmoon极萌大芸豆12极射频美容仪器	极萌	1961
2	后天气丹花献光彩紧颜礼盒7件套	后/WHOO	1320
3	韩束红蛮腰紧致抗皱水乳护肤礼盒套装	韩束	389
4	雅萌黄金五环家用美容仪提拉紧致ACE五代	雅萌	4019
5	海蓝之谜奢宠臻享套装 补水保湿抗老修护护肤礼盒	海蓝之谜	8556
6	雅诗兰黛小棕瓶精华+樱花水+胶原乳霜 补水抗皱套装	雅诗兰黛	2339
7	HR赫莲娜黑绷带玻色因面霜	赫莲娜	3772
8	雅萌MAX二代家用美容射频仪器	雅萌	5788
9	可复美胶原棒精华次抛1.5ml*30支 两盒	可复美	792
10	五重维C素颜霜	VC美妆	161

资料来源：《理性回归，消费分级》抖音618好物节电商报告》，民生证券研究院

图表：常见家用美容仪品牌

品牌	产品示例
初普 TRI POLLAR 初普	
雅萌 YAMAN 雅萌	
宙斯 Dr. Arrivo®	
觅光 AMIRO 觅光	

资料来源：初普、雅萌、宙斯、觅光公司官网、民生证券研究院

## 4.3 珀莱雅：大单品战略推行卓有成效，品牌矩阵横纵立体化发展

- **深化大单品策略，纵向持续迭代升级现有大单品。**公司现有大单品围绕抗初老、抗糖及抗氧化功能，定位更具性价比的大众精华市场，并持续对现有的大单品围绕成分、功效、包装等方面进行升级，持续提升产品功效，优化用户体验。2023年年初以来，公司先后推出红宝石面膜2.0和全新双抗精华3.0，通过不断夯实公司产品力和品牌力，赋能业绩持续高增。
- **2023年“618”，公司大单品增长强劲**，其中红宝石面霜GMV同比+333%；双抗面膜GMV同比+317%；源力精华2.0GMV同比+56%；王牌套组早C晚AGMV同比+43%；双抗精华3.0（新品）GMV同比+39%；红宝石精华2.0GMV同比+21%。

图表：珀莱雅持续横向扩充产品品类

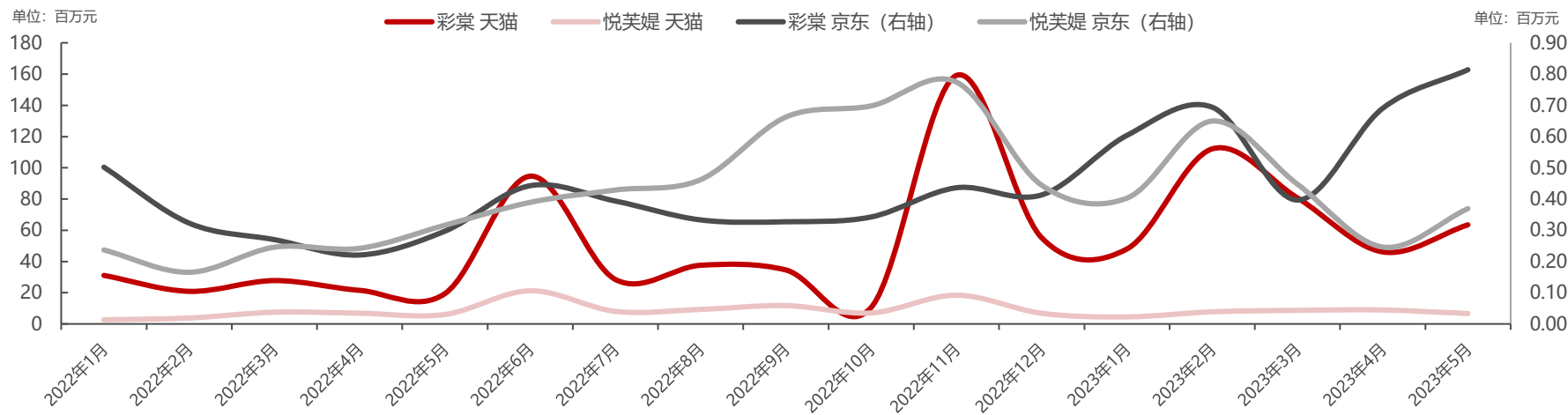


资料来源：珀莱雅天猫官方旗舰店、新浪，民生证券研究院

## 4.3 珀莱雅：大单品战略推行卓有成效，品牌矩阵横纵立体化发展

- **新品牌势能持续释放，业绩维持高增。** 1) **彩棠**：依托修容高光大单品率先破局，陆续布局三色遮瑕盘、妆前隔离乳等面部彩妆产品线，推动品牌成功转型。2023年“618”，彩棠实现天猫旗舰店GMV同比增长50%+，抖音旗舰店GMV同比增长70%+。
- 2) **Off&Relax**：实现天猫官方旗舰店和海外旗舰店双店合计GMV同比增长300%+，抖音整体GMV同比增长60%+，抖音自播GMV同比增长200%+。
- 3) **悦芙媿**：实现天猫旗舰店GMV同比增长30%+，抖音旗舰店GMV同比增长130%+。

图表：彩棠和悦芙媿在天猫渠道和京东渠道的销售情况（单位：百万元）



资料来源：通联数据，民生证券研究院



# 4.3

## 巨子生物：护肤业务高速增长，预计23Q1医美业务陆续贡献新增长极

- 可复美：皮肤学级专业皮肤护理品牌，产品以公司专利成分人胶原蛋白为核心，包括医用敷料和功效性护肤品。**2023年“618”，可复美线上全渠道全周期GMV同比增长165%+，其中天猫旗舰店全周期GMV同比增长180%+，抖音官方旗舰店全周期GMV同比增长165%+（自播GMV同比增长245%+），京东自营旗舰店全周期GMV同比增长80%+，唯品会全周期GMV同比增长75%+。明星单品中，可复美重组胶原蛋白敷料蝉联天猫伤口敷料类目榜单第一、京东医用美护类目榜单第一；胶原棒全渠道销售超3500万支，GMV同比增长700%+；胶原贴全渠道销售超200万片，GMV同比增长130%+；胶原乳排名天猫修护乳液热卖榜第四、京东家庭护理品榜单第四。

图表：可复美23年“618”大促各平台销售情况

品牌	各平台销售业绩		明星单品
可复美	线上全渠道全周期GMV同比增长165%+	天猫旗舰店：全周期GMV同比增长180%+	1) 可复美重组胶原蛋白敷料：蝉联天猫伤口敷料类目榜单第一、京东医用美护类目榜单第一 2) 胶原棒：全渠道销售超3500万支，GMV同比增长700%+ 3) 胶原贴：全渠道销售超200万片，GMV同比增长130%+ 4) 胶原乳：天猫修护乳液热卖榜第四、京东家庭护理品榜单第四
		抖音官方旗舰店全周期GMV同比增长165%+（自播GMV同比增长245%+）	
		京东自营旗舰店：全周期GMV同比增长80%+	
		唯品会：全周期GMV同比增长75%+	

资料来源：可复美官方微信公众号，民生证券研究院

## 4.3 巨子生物：护肤业务高速增长，预计23Q1医美业务陆续贡献新增长极

- 可丽金：定位抗衰的中高端品牌，产品以重组胶原蛋白为核心成分，涵盖面膜、喷雾、水乳、霜、精华全类目，其中嘭嘭次抛、胶原大魔王为可丽金品牌的明星单品，使用了公司专研重组胶原蛋白C5HA仿生组合，促使肌肤弹润、平滑，自推出起备受市场认可。**

2023年“618”，可丽金线上全渠道全周期GMV同比增长70%+，其中天猫旗舰店全周期GMV同比增长135%+，京东旗舰店全周期GMV同比增长50%+，唯品会全周期GMV同比增长60%+，拼多多全周期GMV同比增长170%+。明星单品中，胶原大魔王在天猫平台销售量超210万杯，GMV同比增长120%+，嘭嘭次抛线上全渠道销售170万支，排名京东修护面膜精华榜第八、天猫紧致液态精华热卖榜第十。

图表：可丽金23年“618”大促各平台销售情况

品牌	定位	各平台销售业绩	明星单品
可丽金	定位抗衰 中高端品牌 (明星单品使用公司专研重组胶原蛋白C5HA仿生组合)	线上全渠道全周期GMV同比增长70%+	天猫旗舰店：全周期GMV同比增长135%+
		拼多多：全周期GMV同比增长170%+	1) 胶原大魔王：天猫平台销售量超210万杯，GMV同比增长120%+
		京东自营旗舰店：全周期GMV同比增长50%+	2) 嘭嘭次抛：线上全渠道销售170万支，排名京东修护面膜精华榜第八、天猫紧致液态精华热卖榜第十
		唯品会：全周期GMV同比增长60%+	

资料来源：可丽金官方微信公众号，民生证券研究院

## 4.3 巨子生物：护肤业务高速增长，预计23Q1医美业务陆续贡献新增长极

- 产品管线持续拓宽，在研产品覆盖广泛。公司目前共有102种在研产品，包括：1) 美丽领域产品组合下：49 种功效性护肤品、37种医用敷料及4种肌肤焕活产品；2) 健康领域产品组合下：2种生物医用产品、7种功能性食品及3种特殊医学用途配方食品。预计首批作为**第三类医疗器械产品**的肌肤焕活产品最早将在2023年后获批，骨修复材料和可吸收生物膜预计取证时间分别为2024年和2026年。产品线从功能性护肤向医疗美容拓展，积极探索公司业务第二条增长曲线，巩固行业领先地位。

图表：巨子生物后续产品管线

	类别	具体产品
目前有102种在研产品	美丽领域	1) 49 种功效性护肤品； 2) 37种医用敷料； 3) 4种肌肤焕活产品
	健康领域	1) 2种生物医用产品； 2) 7种功能性食品； 3) 3种特殊医学用途配方食品
	第三类医疗器械产品	1) 肌肤焕活产品最早将在2023年后获批； 2) 骨修复材料预计取证时间为2024年； 3) 可吸收生物膜预计取证时间为2026年

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 4.4 贝泰妮：薇诺娜重点布局抖音渠道，“618”大促各平台表现亮眼

- **薇诺娜：主品牌聚焦核心系列和大单品，推出新品丰富产品品类。**薇诺娜持续聚焦敏感肌产品开发，升级原有经典产品“舒敏保湿特护霜”，持续拓宽产品矩阵，增强品牌向上新动能；新品方面，薇诺娜推出的“赋活修护精华液”系列产品，首创性提出敏感肌衰老肌理；上新产品薇诺娜“小氧泵眼霜”，针对性淡褪黑眼圈；推出院线级修护重建肌肤防御力的薇诺娜“屏障特护霜”。
- **薇诺娜：重点发力布局抖音渠道，“618”期间抖快事业部累计销售额同比+98%。**薇诺娜深耕敏感肌赛道，一方面推出基础款产品满足敏感肌群体共性需求，另一方面聚焦敏感肌分型并挖掘敏感性皮肤发病机制下的靶点通路进行精细化的产品研发，以更精细化的服务推动业绩长期可持续增长。23年天猫“618”期间（5月31日20时至6月20日24时），薇诺娜累计销售额位居天猫美妆行业TOP9，抖快事业部同比增长98%，京东国货美妆品牌排行榜TOP3，唯品会国货美妆排名TOP1，专柜销售同比增长98%，转化效能超行业6倍。其中，王牌产品舒敏保湿特护霜全渠道销售62万支，皮肤学级防晒清透防晒乳全渠道销售110万支，舒缓修护冻干面膜全渠道销售1200万片。

图表：薇诺娜23年“618”大促各平台销售情况

品牌	各平台销售业绩	热销单品
薇诺娜	天猫：累计销售额位居天猫美妆行业TOP9	
	抖音快手：抖快事业部同比+98%	
	京东：京东国货美妆品牌排行榜TOP3	1) 舒敏保湿特护霜：全渠道销售62万支
	唯品会：唯品会国货美妆排名TOP1	2) 皮肤学级防晒清透防晒乳：全渠道销售110万支
	专柜销售：同比+98%，转化效能超行业6倍	3) 舒缓修护冻干面膜：全渠道销售1200万片

资料来源：生意参谋官方数据，民生证券研究院

## 4.4 贝泰妮：薇诺娜稳健发展，薇诺娜宝贝打造第二增长极

- **薇诺娜宝贝：细分领域持续突破，打造业绩新增长点。**品牌以婴童皮肤问题需求为导向，从婴童皮肤学机制和作用靶点入手，打造专业线、婴幼儿线汇合儿童现产品，多方位满足消费者需求，实现突围婴童护肤品类。2023年“618”品牌销售额排名天猫婴童护肤类目第四，有望成为贝泰妮的第二增长曲线。
- **AOXMED：**聚焦高端抗衰需求，持续扩张线下机构合作，今年1月8日，全国首家AOXMED瑗科缦线下门店入驻北京汉光百货；并于3月8日入驻西安赛格国际购物中心。携手“美与健康领航者”美丽田园推出“超活之星”美雅安缇多维抗老护理，实现多维精准抗老与护肤。线上渠道积极推进“美妍系列”销售，新品布局方面，于今年2月推出绿安缇精华，针对性满足脆敏肌的修护型抗老需求；
- **Beforteen：**独创整合性精准治痘的专业祛痘品牌，于今年首发问世。

图表：薇诺娜宝贝产品矩阵

产品线	产品名称	功效	产品示例
专业线	薇诺娜宝贝舒润霜	湿疹宝宝“小救星”，舒润滋养，缓解干痒红	
	薇诺娜宝贝舒润沐浴油	脆弱肌，牛奶浴；遇水化奶，浸润一刻，舒缓修护	
	薇诺娜宝贝特安养护护臀霜	创新舒爽隔离体系；深层养护，抗击红PP	
婴幼儿线	薇诺娜宝贝倍护高保湿霜	72小时长效锁水；即刻保湿，长效水润	
	薇诺娜宝贝特安养护洗沐浴泡	温和沐浴，弱酸性更适肤；非侵入弱酸配方	
	薇诺娜宝贝特安养护身体乳	水润速吸技术；舒缓肌肤干燥，强韧肌肤屏障	
	薇诺娜宝贝特安养护按摩油	99.9%植物油；七重植物精粹，高原液体黄金	
	薇诺娜宝贝特安养护柔湿巾	科学含水配方；柔润舒适，亲肤洁净	
儿童线	薇诺娜宝贝特安养护手口湿巾	99.99%纯棉，7层净化水；安全倍护，手口适用	
	薇诺娜宝贝倍润防护沐浴乳	弱酸性配方；温和洗浴，滋润倍护	
	薇诺娜宝贝倍润防护洗发露	弱酸性配方；温和洁净，柔顺发丝	
	薇诺娜宝贝倍润防护润唇膏	专为宝宝娇嫩唇周设计；安心滋润，舒缓唇周	
	薇诺娜宝贝复合紫草修护膏	双紫油精粹，快速缓解；快速消块，舒痒修护	

资料来源：薇诺娜宝贝官网，民生证券研究院

# 4.5

## 重点公司“618”销售情况

- 1) **巨子生物**：可丽金/可复美线上全渠道全周期GMV同比增长70%+/165%+。
- 2) **珀莱雅**：①珀莱雅：实现天猫/抖音/京东GMV同比增长80%+/80%+/70%+。②彩棠：天猫/抖音GMV同比增长50%+/70%+。③Off&Relax：实现天猫官方旗舰店和海外旗舰店双店合计GMV同比增长300%+，抖音整体GMV同比增长60%+。④悦芙媞：实现天猫旗舰店GMV同比增长30%+，抖音旗舰店GMV同比增长130%+。
- 3) **贝泰妮**：薇诺娜抖快事业部同比增长98%，专柜销售同比增长98%，转化效能超行业6倍。

图表：2023年“618”战报追踪

2023年618战报追踪		
名称	战绩	
巨子生物	可丽金	线上全渠道全周期GMV同比+70%+。胶原大膜王天猫平台销售210w+，GMV同比+120%+；嘭嘭次抛线上全渠道销售170w+，京东修护面部精华榜TOP8，天猫紧致液态精华热卖榜TOP10。
	可复美	线上全渠道GMV同比+165%+。重组胶原蛋白敷料蝉联天猫伤口敷料类目TOP1，蝉联京东医用护肤类目TOP1；胶原棒全渠道销售3500w+支，GMV同比+700%+，抖音年度精华金榜TOP1，京东家庭护理类目TOP1；胶原贴全渠道销售200w+片，GMV同比+130%+；胶原乳天猫修护乳液热卖榜TOP4，京东家庭护理品榜TOP4；
珀莱雅	珀莱雅	红宝石面霜累计销售50万+件，GMV同比+333%；双抗面膜累计销售500万+盒，GMV同比+317%；源力精华2.0累计销售30万+件，GMV同比+56%；王牌套组早C晚A累计销售40万+件，GMV同比+43%；双抗精华3.0（新品）累计销售100万+件，GMV同比+39%；红宝石精华2.0累计销售50万+件，GMV同比+21%。
	彩棠	天猫彩妆行业国货品牌排名NO.2（天猫彩妆NO.6），GMV同比+50%+；抖音彩妆行业品牌排名NO.4，GMV同比+70%+。
	Off&Relax	天猫双店总销售额同比+300%+；抖音头发护理类目品牌排名TOP16，同比+60%+；抖音头发护理类目自播排名TOP16，同比+200%+。
贝泰妮	悦芙媞	天猫旗舰店GMV同比+30%+；抖音旗舰店GMV同比+130%+。
	薇诺娜	天猫美妆行业排名TOP9；京东国货美妆品牌排行榜TOP3；唯品会国货美妆排名TOP1；舒缓修护冻干面膜全渠道爆卖1200万片；清透防晒乳全渠道爆卖110万支；舒敏保湿特护霜全渠道爆卖62万支。薇诺娜宝贝获天猫婴童护肤类目TOP4。

资料来源：可丽金、可复美、珀莱雅官方微信公众号，电商报Pro，民生证券研究院



## 05. 投资建议

零售板块建议关注以下重点子板块：

- ①**电商零售板块**：推荐**重庆百货**、**华凯易佰**、**小商品城**；看好近视防控市场前景，推荐**明月镜片**，推荐专业母婴零售龙头**孩子王**。
- ②**黄金珠宝板块**，推荐**潮宏基**、**周大生**、**老凤祥**、**中国黄金**、**曼卡龙**，建议关注**菜百股份**、**周大福**等。
- ③**医美板块**，推荐医美行业龙头**爱美客**，建议关注**昊海生科**、**普门科技**、**锦波生物**；推荐终端医美机构**朗姿股份**、**美丽田园**。
- ④**美妆板块**，关注底部区域机会及“618”大促催化，推荐**珀莱雅**、**水羊股份**、**巨子生物**、**华熙生物**、**上海家化**、**福瑞达**、**青松股份**、**嘉亨家化**；建议关注**丸美股份**。

图表：重点覆盖公司估值表（截至2023.6.21）

代码	简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
300896.SZ	爱美客	441.40	9.48	12.88	17.15	47	34	26	推荐
300957.SZ	贝泰妮	91.59	3.21	4.06	5.09	29	23	18	推荐
603605.SH	珀莱雅	105.93	3.41	4.32	5.77	31	25	18	推荐
688363.SH	华熙生物	89.17	2.56	3.22	4.14	35	28	22	推荐
600315.SH	上海家化	28.94	1.07	1.34	1.61	27	22	18	推荐
300592.SZ	华凯易佰	27.24	1.15	1.68	2.26	24	16	12	推荐
600415.SH	小商品城	8.57	0.43	0.46	0.51	20	19	17	推荐
301101.SZ	明月镜片	41.95	1.25	1.61	2.28	34	26	18	推荐
300856.SZ	科思股份	76.00	2.89	3.46	4.49	26	22	17	推荐
300955.SZ	嘉亨家化	20.24	1.11	1.55	1.96	18	13	10	推荐
300132.SZ	青松股份	5.33	0.05	0.14	0.24	98	39	22	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年6月21日收盘价）



## 06. 风险提示

- **宏观经济低迷的风险。**如果宏观经济环境存在较大不确定性，可能导致消费低迷，影响居民的消费能力与购买力，尤其是对珠宝类产品影响较大，也将影响到黄金珠宝类公司的收入与业绩。
- **行业竞争加剧的风险。**在各黄金珠宝品牌纷纷加大投入的情况下，市场环境可能出现激烈竞争的情况。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。
- **市场推广不及预期。**若公司的终端门店的布局营销与推广的销售情况未达目标，拓店速度不及预期将会拖累公司的收入与利润，将对公司盈利能力造成一定影响。

# THANKS 致谢

## 民生商社研究团队：



### 分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



### 分析师 郑紫舟

执业证号：S0100522080003

电话：17621823792

邮件：zhengzizhou@mszq.com



### 分析师 解慧新

执业证号：S0100522100001

电话：15051878378

邮件：xiehuixin@mszq.com



### 研究助理 刘彦菁

执业证号：S0100122070036

电话：19521499976

邮件：liuyanjing@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026



## 分析师声明:

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。