



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 静水流深，高端延续

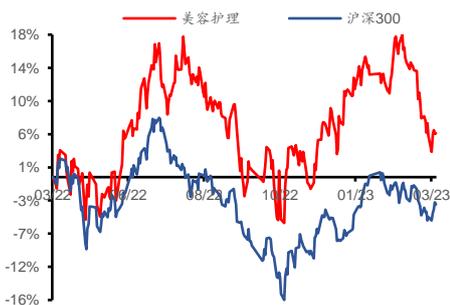
——美妆 23Q2 投资策略报告

### 增持（维持）

行业：美容护理  
日期：2023年03月28日

分析师：彭毅  
Tel: 021-53686136  
E-mail: pengyi@shzq.com  
SAC 编号: S0870521100001  
联系人：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870121120007

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《莹特丽 22 年净利润同比高增 69.5%，福瑞达布局医美》

——2023 年 03 月 19 日

《逸仙电商 22Q4 扭亏为盈，坚定看好美妆护肤板块长期韧性》

——2023 年 03 月 11 日

《医美线下消费持续复苏，看好美妆赛道长期韧性》

——2023 年 03 月 10 日

#### ■ 主要观点

##### 总量承压，国货龙头韧性凸显

行业整体偏弱，化妆品零售额增速下滑。22 M1-M12社零总额增速同比-0.2%，化妆品零售总额同比-4.5%，低于社零总额4.3pcts。整体需求走弱下分化加剧，产业链中国货龙头品牌商彰显更强韧性，爱美客、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅22Q1-Q3分别实现营收14.89、43.20、28.95、39.62亿元，同比分别为45.58%、43.43%、37.05%、31.53%；22Q3营收同比+55.15%、+28.76%、+20.65%、+22.07%，归母净利润同比+41.55%、+4.86%、+35.49%、+43.55%。

##### 医美：高景气度延续，监管趋严优质龙头受益

22年因受疫情影响，医美终端消费有所承压，但医美消费粘性较强，预计疫情缓和后，消费需求有望快速反弹。医美产业链细分赛道仍维持较高景气，多因素驱动医美市场规模与渗透率不断提升。强监管下医美合规化不断提升，龙头企业兼具较强确定性与成长性，头部规范化机构市场份额与集中度不断提升。Z世代、轻医美、低线城市助力医美行业扩容。玻尿酸是注射类医美最受欢迎项目之一，赛道竞争激烈国货不断崛起。再生材料为医美填充剂领域注入新活力，胶原蛋白具有多重功效，行业集中度低，为高潜力成长赛道。

##### 化妆品：国货加码研发，品牌焕新升级，聚焦品质红利

2021年，我国化妆品行业整体市场容量约5726.14亿元（2016-2021年CAGR≈11.10%），其中皮肤学级护肤品约250.60亿元（2016-2021年CAGR≈32.50%）。大众市场国货竞争力强，高端市场海外品牌垄断，功能性护肤赛道国货市占率逐步提高。从渠道驱动到产品、品牌力驱动，功效护肤品、彩妆等细分赛道增速较快。渠道分化明显，优质龙头逆势高增。综合电商平稳增长，直播电商愈发显著，渠道、流量红利减少，企业多要素成长转型。强监管驱动行业合规化发展，消费者对于产品功效与安全性要求日益苛刻，产品力优秀且线上运营能力与效率高的头部美妆龙头企业在运营端优势凸显，强者恒强。

#### ■ 投资建议

出行及服务高频数据显示消费复苏节奏加快，综合医美及化妆品行业节日季节性特征、类刚需消费属性、企业自身边际变化、行业趋势及当下估值，我们建议关注：疫后线下消费场景修复，刚需属性较强，伴随行业景气度变化，估值有望抬升的美护龙头企业。医美板块看好天使针进入放量期、拿证壁垒强、产品布局前瞻丰富、估值较低、PEG1.3X左右的医美针剂龙头**爱美客**；建议关注医美板块业务增长亮眼，管线布局丰富的**华东医药**。看好美妆赛道长期韧性，化妆品板块建议关注卡位高增长高景气赛道，纳入港股通，天花板尚远的胶原蛋白龙头企业**巨子生物**，其具有核心专利技术壁垒，线下渠道及新品增长曲线均有向上优化空间，线上增速强劲。建议关注品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，多维度构建品牌壁垒的**珀莱雅**；关注股价回调幅度较大，人事组织变革，新品AOXMED线下渠道铺设有序

推进的敏感肌护肤龙头贝泰妮，及聚焦专业化、高端化、体验化，持续优化运营模式，降本增效下盈利能力有望改善的上海家化；建议关注商业模式稀缺，连锁化率有望提升的国内领先的一站式美丽与健康服务龙头美丽田园医疗健康；建议关注以玻尿酸为基本盘，医美业务产品管线清晰，研发加码布局合成生物学及胶原蛋白赛道的华熙生物；以及剥离地产，聚焦大健康拓展胶原蛋白业务，估值相对较低的鲁商发展。

#### ■ 风险提示

行业竞争加剧；消费需求不及预期；疫情反复导致消费意愿被抑制；法律诉讼风险；第三方线上数据统计口径差异风险；监管加强风险。

目 录

**1 行业回顾：总量承压，国货龙头韧性凸显.....6**

**2 医美：高景气度延续，监管趋严优质龙头受益.....8**

    2.1 产业链：轻医美持续火热，多因素驱动市场规模与渗透率提升.....9

    2.2 政策：医美监管趋严，合规化龙头集中度有望提升.....9

    2.3 行业：千亿市场，方兴未艾.....14

    2.3.1 优质赛道长坡厚雪，千亿市场方兴未艾.....14

    2.3.2 轻医美项目大众化，产品类型丰富.....18

    2.4 核心公司：龙头确定性与成长性兼具，加速布局高景气赛道.....25

**3 化妆品：国货加码研发，品牌焕新升级，聚焦品质红利.....31**

    3.1 行业：聚焦研发与产品力，品牌竞争格局优化.....31

    3.2 趋势：渠道分化明显，优质龙头逆势高增.....34

    3.3 政策：强监管引导，驱动行业高质量发展.....46

    3.4 海外美妆巨头：分化加剧，中国市场表现低迷.....49

    3.5 建议关注标的：竞争格局优化，龙头彰显成长韧性.....55

**4 投资建议.....64**

**5 风险提示：.....64**

图

图 1: 21 年 12 月-22 年 12 月化妆品社零数据.....6

图 2: 化妆品板块 22 年初至今涨跌幅，%.....7

图 3: 美容护理指数相对沪深 300、上证指数 22 年至今涨跌幅，%.....8

图 4: 部分医美化妆品重点公司 22 年至今涨跌幅，%.....8

图 5: 中国医美行业产业链.....9

图 6: 2020 年每 10 万人口中整形外科医生的数量，人.....10

图 7: 合规医务人员与行业标准存在差距，人.....10

图 8: 国家打击非法医疗美容服务.....11

图 9: 国家查办医美领域不正当竞争.....11

图 10: 医美上中下游监管.....11

图 11: III 类医疗器械注册审批流程图.....12

图 12: 截至 22Q1-Q3 医疗及医疗用品投诉情况.....14

图 13: 行政处罚件数逐年增加.....14

图 14: 2018-2022E 年中国医美市场规模及增速.....15

图 15: 2021 年不同类型医美项目销售占比情况，%.....16

图 16: 医美服务项目.....16

图 17: 中国医美行业复合增长率超全球市场，%.....17

图 18: 2021 年医美各年龄阶段消费者占比，%.....17

图 19: 医美中国区域消费人群占比，%.....17

图 20: 2020-2021 年 Z 时代医美用户情况.....18

图 21: 2020 年全球玻尿酸销量市场竞争格局.....18

图 22: 中国基于透明质酸皮肤填充剂产品市场 (按销售额)	18
图 23: 2016-2020 年全球注射类医美治疗增速对比, %	19
图 24: 2015-2020 中国正规肉毒素市场规模及增速	19
图 25: 2021-2030 年中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模 (按销售额统计)	20
图 26: 胶原蛋白与皮肤老化的关系	21
图 27: 中国胶原蛋白市场技术路径规模, 十亿元	21
图 28: 全球胶原蛋白市场规模, 亿美元	22
图 29: 胶原蛋白在医疗健康领域全球市场规模, 亿美元	22
图 30: 2016-2025 年中国光电类医美市场规模及增长预测	23
图 31: 2016-2030 中国植发医疗市场规模, 十亿元	23
图 32: 2021 年十大困扰问题, %	24
图 33: 平台投诉案件情况	24
图 34: 关于植发行业的监管政策	24
图 35: 中国主要植发机构	25
图 36: 2018-2021 年雍禾医疗研发费用及研发费用率	31
图 37: 2016-2021 中国美容个护行业规模和增速	32
图 38: 2021 年各国人均美容护理消费额对比, 美元	32
图 39: 外资品牌集中度高, %	32
图 40: 2015-2021 年全球抗老市场规模	34
图 41: 消费者开始关注衰老的年龄	34
图 42: 2022 年消费者抗老途径	34
图 43: 2022 年消费者性别比例和年龄构成	34
图 44: 2021-2022 年各类电商平台 GMV 水平及增速	35
图 45: 合成生物示意图	39
图 46: 华熙生物合成生物实验室有效提高产率, 克/升	39
图 47: 巨子生物近年业绩情况	41
图 48: 锦波生物近年业绩情况	42
图 49: 创尔生物近年业绩情况	42
图 50: 上海上美近年业绩情况	43
图 51: 相宜本草 8 大明星产品	44
图 52: 近年来医美化妆品行业投融资数量, 起	45
图 53: 近年来医美化妆品行业投融资金额, 亿元	45
图 54: 化妆品新原料注册规范	47
图 55: 儿童化妆品指导思路	48
图 56: 欧莱雅四大业务产品矩阵	51
图 57: 欧莱雅四大业务增长情况, %	51
图 58: 雅诗兰黛品牌矩阵	52
图 59: 雅诗兰黛收购 TOM FORD	53
图 60: TOM FORD 香水产品	53
图 61: 资生堂旗下美妆个护品牌	54
图 62: 2018-2022 资生堂营收及增速	54
图 63: 怡丽丝尔胶原蛋白技术乳液	54

图 64: 爱茉莉旗下美妆品牌 .....	55
图 65: 爱茉莉太平洋收购 Tata Harper .....	55
图 66: 2018-2022 华熙生物营收及增速 .....	57
图 67: 2018-2022 华熙生物归母净利润及增速 .....	57
图 68: 2018-2022Q1-Q3 贝泰妮营收及增速 .....	59
图 69: 2018-2022Q1-Q3 贝泰妮归母净利润及增速 .....	59
图 70: 贝泰妮双十一业绩排名情况 .....	59
图 71: 2018-2022Q1-Q3 珀莱雅营收及增速 .....	60
图 72: 2018-2022Q1-Q3 珀莱雅归母净利润及增速 .....	60
图 73: 2018-2022Q1-Q3 鲁商发展营收及增速 .....	60
图 74: 2018-2022Q1-Q3 鲁商发展归母净利润及增速 .....	60
图 75: 2018-2022Q1-Q3 上海家化营收及增速 .....	61
图 76: 2018-2022Q1-Q3 上海家化归母净利润及增速 .....	61
图 77: 节气盒子四季主题产品 .....	61
图 78: 2018-2022Q1-Q3 科思股份营收及增速 .....	62
图 79: 2018-2022Q1-Q3 科思股份归母净利润及增速 .....	62
图 80: 2018-2022 年 1-5 月 巨子生物营收及增速 .....	63
图 81: 2018-2022 年 1-5 月 巨子生物净利润及增速 .....	63
图 82: 巨子生物业务范围 .....	64

**表**

表 1: 22Q1-Q3 重点医美化妆品公司业绩指标 .....	7
表 2: 医美化妆品板块估值 .....	8
表 3: 中国医疗美容行业政策出台情况 .....	11
表 4: 医美行业过证产品 .....	13
表 5: 中国获批再生类医美产品 .....	20
表 6: 爱美客产品矩阵 .....	25
表 7: 华东医药医美领域产品研发及注册情况 .....	27
表 8: 江苏吴中医美领域产品情况 .....	28
表 9: 四环医药四大业务板块 .....	29
表 10: 国内四款获批肉毒素品牌 .....	30
表 11: 2019-2022Q1-Q3 年国内美妆公司研发情况, 亿元 .....	33
表 12: 近 8 年天猫双 11 美妆 TOP10 .....	36
表 13: 各公司宣传推广、差异化定位 .....	38
表 14: 瓊尔博士明星产品 .....	40
表 15: 国内外美妆公司布局大健康赛道 .....	40
表 16: 近 10 年化妆品相关企业注册量 .....	46
表 17: 宣布关停/关店的美妆品牌 .....	46
表 18: 22 年以来各电商平台对于化妆品行业的监管 .....	49
表 19: 华熙生物四大业务板块 .....	58

## 1 行业回顾：总量承压，国货龙头韧性凸显

行业整体表现偏弱，化妆品零售额增速下滑。2022年1-12月社零总额增速同比-0.2%，化妆品零售总额同比-4.5%，低于社零总额4.3pcts。22年6-9月化妆品零售总额增速同比分别为+11.86%、+5.73%、-2.04%、+0.19%；社零总额增速同比分别为3.1%、2.7%、5.4%、2.5%。618行业大促拉动下6月化妆品零售额提升显著，9月份相较8月环比边际改善。22年12月化妆品零售总额增速同比为-15.06%，社零总额增速同比为-1.8%，年底受疫情扩散影响短期承压，23年修复弹性可期。

图1: 21年12月-22年12月化妆品社零数据



资料来源: Wind, 上海证券研究所 (获取时间 2023 年 1 月 28 日)

整体需求走弱下分化加剧，国货龙头彰显增长韧性。在整体消费环境走弱的背景下，产业链中品牌商彰显更强韧性，美妆龙头爱美客、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅 22Q1-Q3 分别实现营收 14.89、43.20、28.95、39.62 亿元，同比分别为 45.58%、43.43%、37.05%、31.53%；22Q3 营收同比+55.15%、+28.76%、+20.65%、+22.07%，归母净利润同比+41.55%、+4.86%、+35.49%、+43.55%。人民币贬值叠加欧洲能源危机下的订单转移带动防晒剂龙头科思股份业绩同比大幅增长；化妆品一体化优质供应商嘉亨家化预计在新产能逐步投产背景下，业绩有望打开进一步增长空间。我们认为线上流量驱动平台多元化，线下疫情扰动增长背景下，产品创新、研发驱动的品牌将更获增长潜力。

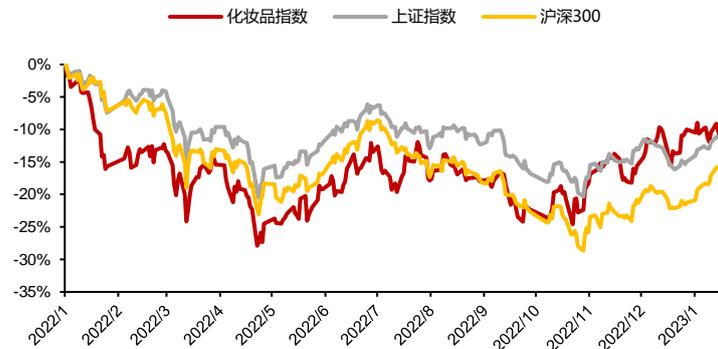
表 1: 22Q1-Q3 重点医美化妆品公司业绩指标

股票代码	上市公司	22年 Q1-Q3 营收 (亿元)	22年 Q1-Q3 营收 YOY (%)	22Q3 营收 (亿元)	22Q3 营收 YOY (%)	22年 Q1-Q3 净利润 (亿元)	22年 Q1-Q3 净利润 YOY (%)	22Q3 净利润 (亿元)	22Q3 净利润 YOY (%)
<b>医美</b>									
300896.SZ	爱美客	14.89	45.58%	6.05	55.15%	9.92	39.96%	4.01	41.55%
0460.HK	四环医药	-	-	-	-	-	-	-	-
000963.SZ	华东医药	278.59	7.45%	96.61	10.43%	19.81	4.54%	6.41	7.71%
600200.SH	江苏吴中	13.80	-5.96%	5.94	37.19%	-0.47	194.81%	-0.27	-35.62%
2279.HK	雍禾医疗	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>化妆品</b>									
688363.SH	华熙生物	43.20	43.43%	13.85	28.76%	6.77	21.99%	2.04	4.86%
300957.SZ	贝泰妮	28.95	37.05%	8.46	20.65%	5.17	45.62%	1.22	35.49%
603605.SH	珀莱雅	39.62	31.53%	13.36	22.07%	4.95	35.96%	1.98	43.55%
600223.SH	鲁商发展	85.29	34.33%	36.94	61.89%	1.54	-69.44%	-0.35	-118.45%
600315.SH	上海家化	53.54	-8.17%	16.39	1.17%	3.13	-25.51%	1.56	15.55%
300856.SZ	科思股份	12.49	68.00%	4.29	82.53%	2.54	127.42%	1.07	324.77%
300955.SZ	嘉亨嘉化	7.63	-8.29%	3.03	-4.58%	0.48	-25.07%	0.22	-20.16%
2367.HK	巨子生物	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 上海证券研究所

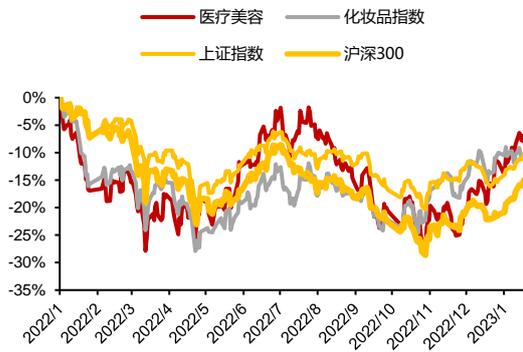
截至 2023 年 1 月 28 日, 化妆品指数 22 年初至今区间涨幅达 -10.28%, 同期沪深 300 累计下跌 15.36%、上证指数累计下跌 10.30%。

图 2: 化妆品板块 22 年初至今涨跌幅, %



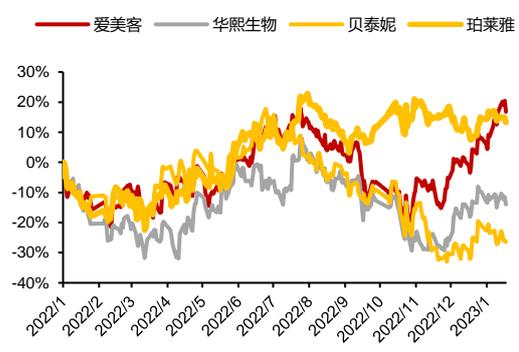
资料来源: Wind, 上海证券研究所 (获取时间 2023 年 1 月 28 日)

图 3: 美容护理指数相对沪深 300、上证指数 22 年至今涨跌幅, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所 (获取时间 2023 年 1 月 28 日)

图 4: 部分医美化妆品重点公司 22 年至今涨跌幅, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所 (获取时间 2023 年 1 月 28 日)

根据 Wind 一致预测, 2022、2023 年板块平均预测 PE 分别为 44X、35X。细分板块中, 医美上游针剂龙头爱美客、华熙生物 2022 年 PE 均在 50 倍以上。敏感肌护肤赛道龙头贝泰妮股价经历回调, 估值略有下降。国货化妆品龙头珀莱雅销售保持高速增长, 股价不断创前期新高, 估值仍处于较高水位。

表 2: 医美化妆品板块估值

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	2022 预测 PE	2023 预测 PE	2024 预测 PE
医美					
300896.SZ	爱美客	1323.91	93.33	64.14	46.00
0460.HK	四环医药	97.96	119.29	256.66	39.76
000963.SZ	华东医药	857.88	32.49	27.08	22.19
600200.SH	江苏吴中	56.27	-242.56	167.48	45.02
2279.HK	雍禾医疗	52.92	45.84	22.04	15.84
化妆品					
688363.SH	华熙生物	620.65	60.61	46.09	35.80
300957.SZ	贝泰妮	588.76	49.79	37.23	28.45
603605.SH	珀莱雅	470.10	62.89	49.73	39.77
600223.SH	鲁商发展	111.52	35.04	22.91	17.52
600315.SH	上海家化	210.38	36.72	26.61	22.27
300856.SZ	科思股份	88.30	26.11	21.17	17.28
300955.SZ	嘉亨家化	26.62	27.96	17.43	13.43
2367.HK	巨子生物	403.47	35.09	26.69	20.52

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (备注: 数据均来自 Wind 一致预测, 获取时间 2023 年 1 月 28 日)

## 2 医美: 高景气度延续, 监管趋严优质龙头受益

## 2.1 产业链：轻医美持续火热，多因素驱动市场规模与渗透率提升

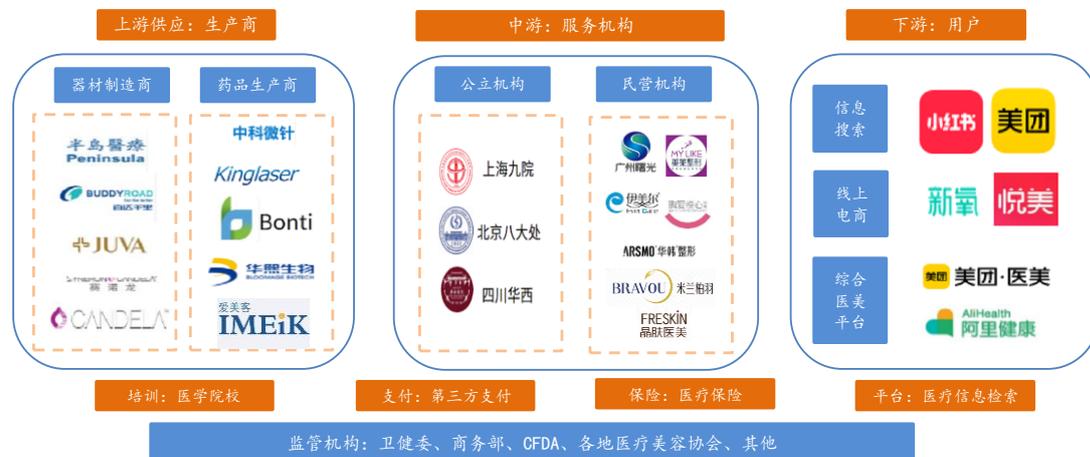
### 透率提升

**上游：**医美耗材、器械、原料生产商从事玻尿酸、胶原蛋白、肉毒素、能量源仪器生产，如爱美客、华熙生物、四环医药、复锐医疗科技等，消费升级背景下人们对于颜值经济更加关注，对于医美的消费不断增加，医美龙头企业积极并购，加大研发不断取得新品获批与上市驱动行业不断发展。

**中游：**医美整形服务机构，涵盖公立医院整形外科及皮肤科，民营医疗美容机构等。医美整形机构地域特征明显，主要集中在一线城市及长三角、珠三角和西南（成都、重庆）等地区。据《中国身体塑形市场行业发展白皮书 2021》整理的沙利文数据显示，中国前五的大型民营医美机构市占率小于 10%，民营市场极为分散，市场存在大量非法经营机构。

**下游：**医美垂直 APP 如新氧、悦美等，医美综合平台如阿里健康、美团医美等，下游机构在整个医美产业链中盈利能力较低。医美企业传统广告形式（户外、搜索引擎等）花费占比最高约 60-90%，互联网平台营销花费占比为 10-40%。

图 5：中国医美行业产业链



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

## 2.2 政策：医美监管趋严，合规化龙头集中度有望提升

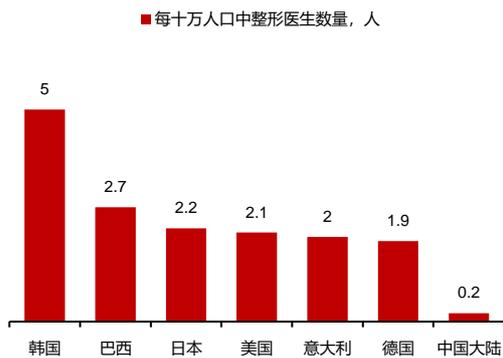
合规机构数量少，合规医生供求不平衡。医美行业违规问题可以概括为“三非”，即非法医美机构、非法医美医生、非法医美产品。根据《中国卫生健康统计年鉴 2021》，2020 年我国整形外科医院含助理医师在内的注册执业医师数量为 2953 人，注册护士为 2135 人，美容医院含助理医师在内的注册执业医师数量为 15348 人，注册护士为 11594 人，合计符合医美行业规范的专业医疗从业人员仅 32030 人。《中国医美行业风险与发展报告（2022）》

请务必阅读尾页重要声明

中指出，中国整形医生仍然供不应求，尤其是优质医生。相比海外其他发达国家，中国的整形外科医生数量严重不足，2020年中国每10万人口中仅有0.2名整形外科医生，而相同人口比例下，韩国、巴西等国家分别拥有5名、2.7名医生，合规从业人员数量存在较大差距，在我国快速发展的医美市场下专业医生存在供求不平衡的情况。

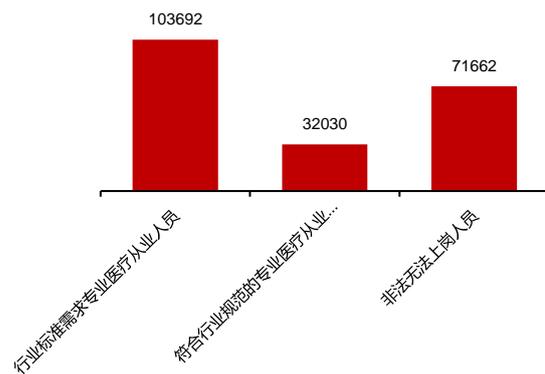
**医美乱象频出，全产业链多重合规问题凸显。**近年来医美行业快速发展，利益驱使不合规产品进入市场，水货、假货泛滥。根据澎湃新闻报道，截止21年5月医美市场上流通的针剂正品率仅为33.3%，即每3支针剂当中就有2支是水货、假货等非法针剂。据21世纪经济报道梳理显示，仅医美机构端就存在六大问题，包括无资质机构、超范围经营、虚假宣传与过度承诺、非法行医、使用假货水货、信息记录不规范不透明等。医美项目高利润催生器械造假、人员资质造假乱象，医美事故频发。

图6：2020年每10万人口中整形外科医生的数量，人



资料来源：德勤，上海证券研究所

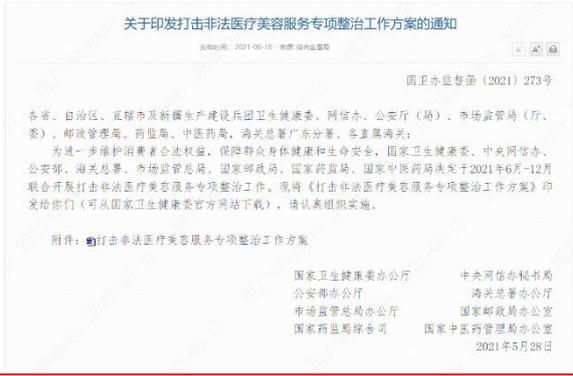
图7：合规医务人员与行业标准存在差距，人



资料来源：德勤，上海证券研究所

**八部委联合出台多项监管政策，推动行业合规性提升。**针对医疗美容行业存在的乱象，中国卫生部联合多部门共同出台了一系列政策规范医疗美容行业。2021年6月，国家卫生健康委、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局等八部门联合印发的《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》以及《国家药监局综合司关于进一步加强可用于医疗美容的医疗器械监管的通知》。2021年1-9月份，全国各级市场监管部门共查办各类不正当竞争案件中涉及医美领域虚假宣传案件71件，罚没金额355万元。2021年11月，市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南》。2022年，市场监管总局联合各部门持之以恒开展“铁拳”行动，严查医美领域虚假宣传。

图 8：国家打击非法医疗美容服务



资料来源：综合监督局，上海证券研究所

图 9：国家查办医美领域不正当竞争



资料来源：市场监督管理总局，上海证券研究所

表 3：中国医疗美容行业政策出台情况

时间	名称	颁布机构
2002/5/1	中华人民共和国卫生部令（第 19 号）——医疗美容服务管理办法	国家卫健委
2002/5/28	《美容医疗机构、医疗美容科（室）基本标准（试行）》	医政医管局
2009/12/25	《医疗美容项目分级管理目录》	卫生部办公厅
2011/1/18	《医疗美容专项整治工作方案》	卫生部办公厅
2018/8/30	《医疗美容服务管理办法》	法规司
2020/7/8	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	医政医管局
2021/6/10	打击非法医疗美容服务专项整治工作方案	综合监督局
2021/11/4	《医疗美容广告执法指南》	市场监督管理总局
2022/12/20	关于印发诊所备案管理暂行办法通知	国家卫健委
2022/3/24	《医疗器械质量管理体系年度自查报告编写指南》	国家药监局
2022/3/29	《医疗机构管理条例》（2022 年修订）	国务院
2022/9/9	国家药监局综合司关于加强医疗器械生产经营分级监管工作的指导意见	国家药监局

资料来源：国家卫健委，医政医管局，卫生部办公厅，法规司，国家药监局，市场监督管理总局，国家法律法规数据库，上海证券研究所

图 10：医美上中下游监管

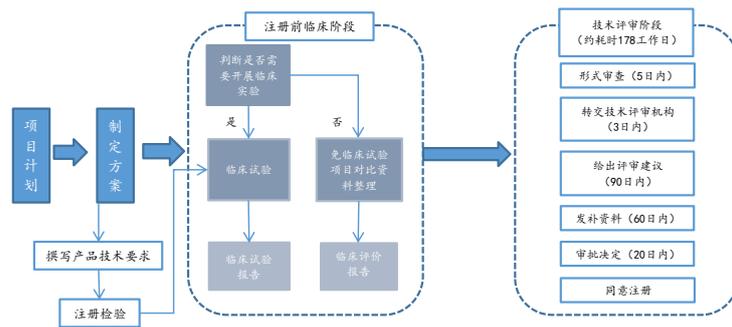


资料来源：德勤，上海证券研究所

**III 类医疗器械拿证审批壁垒较高。**中国药监局在注册申请阶段，首先会对产品是否需要临床试验进行判断，对于 III 类医疗器械的审批较为审慎。首次申请的产品项目存在参考资料较少的问题，使得审批难度增大，专家联合审评与技术审评进一步拉长过批周期。医美终端产品从立项到最后获批至少需要 5 年时间，透明质酸产品相比其他医美细分赛道产品，过证难度稍低，过证产品较多。

肉毒素产品作为毒麻类产品，从临床试验到产品获批时间长达 8 年以上，标准更为严格，国内仅有 4 款过证肉毒素产品，爱美客在研肉毒素产品预计于 23 年上市，有望分享蓝海市场。国家严格把控医美产品的政策使得产品拿证壁垒较高，率先获证企业拥有一定护城河优势。产品率先过证可享受至少三年空白市场红利，具有先发优势与核心定价权，为消费者教育、产品渠道铺垫等市场开拓探索争取时间优势，形成强定价能力进而推高毛利率，为进一步研发投入提供空间，促进良性循环。

图 11：III 类医疗器械注册审批流程图



资料来源：国家药监局，上海证券研究所

**表 4：医美行业过证产品**

类型	生产商	品牌	注册证编号
玻尿酸	爱美客	逸美	国械注准 20173464379
		嗨体	国械注准 20163461804
		宝尼达	国械注准 20163132497
		爱芙莱	国械注准 20153130674
		逸美一加一	国械注准 20163461809
	华熙生物	润致	国械注准 20203130295
		润百颜	国械注准 20143132037
	昊海生科	海薇	国械注准 20173460810
		姣兰	国械注准 2016313149
		海魅	国械注准 20203130314
	蒙博润生科	舒颜	国械注准 20153130014
	协和医疗	欣菲聆	国械注准 20153131332
		欣德美	国械注准 20203130096
	常州药物研究所	碧萃诗	国械注准 20183460109
	凯乐普	玻菲	国械注准 20173463254
	艾尔建 Allergan	乔雅登雅致	国械注进 20153131709
		乔雅登缇颜	国械注进 20203130165
		乔雅登极致	国械注进 20153131708
		乔雅登丰颜	国械注进 20193130410
	Q-Med	Restylane Vital	国械注进 20193130625
		Restylane Lidocaine	国械注进 20203130045
Restylane Perlane		国械注进 20183460227	
Restylane		国械注进 20173646998	
LG	YVOIRE volume s	国械注进 20183461717	
	YVOIRE classic plus	国械注进 20163131014	
	YVOIRE volume plus	国械注进 20153133933	
汇美迪 Humedix	艾莉薇	国械注进 20153460263	
克罗玛 CROMA	Princess	国械注进 20173135168	
DAEWOONG	婕尔	国械注进 20193130095	
童颜针	爱美客	濡白天使	国械注准 20213130460
	长春圣博玛	艾维岚	国械注准 20213130276
肉毒素	Allergan	Botox	国药准字 S20070023
	兰州生物	兰州衡力	国药准字 S10970037
	Ipsen	Dysport	国药准字 S20200018
	四环医药代理	乐提葆	SJ20200024
线雕	爱美客	紧恋	国械注准 20193130294
	恒生	恒生线	国食药监械(准)字 2011 第 3651580 号
	KJ Meditech	美迪塑	国械注进 20143656222
	Hans Biomed Corp	MINT lift	国械注进 20193130311
	Surgical Specialties	快翎	国械注进 20153022919

资料来源：国家药品监督管理局，上海证券研究所

监管营造良好健康行业环境，利好头部优质合规企业。趋严的监管政策规范了行业合规化发展，严厉整顿非法机构，加速合规龙头企业集中。面对日趋严格的监管政策，行业存在以下趋势：

1) 行业体系规范化、专业化。医美行业是医疗与消费的结合，垂直细分领域的医美行业机构（如聚焦抗衰老、口腔护理、植发等细分赛道）深入打造特色产品，走专业化道路，将更好地增强用户黏性。根据消费者协会数据显示，2021年，医药及医疗用品类投诉量对比2020年显著下降70%以上，医疗美容机构的监管已出现效果。对医疗美容机构的监管有利于宣传的规范化，有利于避免虚假宣传和医疗事故，从而提高医疗美容机构的口碑，进而有利于形成良好的行业风气。

2) 龙头企业将不断扩大市场份额。随着“黑医美”和不规范医美机构出清，头部合规医美机构凭借自身良好的口碑将吸引到更多的消费者。当前中国医美行业仍在需求端的上升期，上游产业的供给端改善有利于正规机构和正规产品抢占市场、扩大市场份额。合法合规的医美机构宣传方式将使消费者对广告的信任度逐渐增加，从而扩张市场需求量，进一步传导政策红利至上游具有品牌沉淀的龙头企业。

3) 消费者更加放心的选择产品与服务。政府严厉打击非法医美机构与非法医美产品将使消费者的生命财产安全得到保障。正规的医美广告也使消费者能更准确、放心的选择合规医美机构与医美产品进行理性消费，由此逐步规范医美产品不合理定价行为，推动我国医美市场长期健康发展。

图 12: 截至 22Q1-Q3 医疗及医疗用品投诉情况



资料来源: 中国消费者协会, 上海证券研究所

图 13: 行政处罚件数逐年增加



资料来源: 德勤, 上海证券研究所

## 2.3 行业: 千亿市场, 方兴未艾

### 2.3.1 优质赛道长坡厚雪, 千亿市场方兴未艾

市场前景广阔, 国内医美市场加速扩容。据中商情报网整理的数据显示, 全球医美市场规模预计将从 2021 年的 1417 亿美元增长到 2022 年的 1617 亿美元, 同比增长为 14.11%。根据《更美 2021 医美行业白皮书》, 2021 年中国医美市场规模约 2274 亿元, 预测 2022 年规模约 2643 亿元, 但正规医美市场缺口大。整体而言, 现阶段我国医美行业市场集中度相对较低。根据艾瑞咨询统

请务必阅读尾页重要声明

计，2019 年合法合规医美机构行业占比为 12%，因此实际医美市场规模远高于预测值。

图 14：2018-2022E 年中国医美市场规模及增速

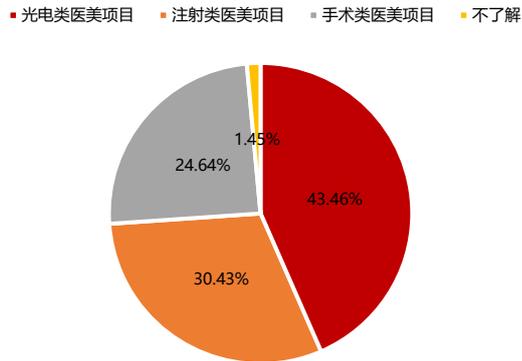


资料来源：更美 APP，北京日报，上海证券研究所

**医美需求呈现多样性，轻医美消费占比不断攀升。** 医美消费贯穿“从头到脚”与“从小到大”，这也意味着相对于眼科与口腔赛道，医美市场的容量空间更大。医美市场涵盖手术类与非手术类轻医美项目。手术类项目典型的包括眼综合、鼻综合等手术，从业人员培训周期长，操作难度高，能较为永久性地改变人体外观。非手术类项目主要包括注射类、能量源类轻医美项目。从强功效性护肤品“升级”到轻医美项目，如透明质酸、胶原蛋白、肉毒素等营养物质注射，效果较为直接，风险相比手术类项目较小。

根据艾媒咨询数据，2021 年中国轻医美用户规模将增至 1813 万人。近年来，以非手术类项目为主的轻医美已逐渐占据主流地位。据财经大健康整理的机构访谈调查显示，2021 年医疗美容机构中销量中非手术和手术类医美项目占比分别为 73.91%、24.64%。其中非手术项目主要为光电类和注射类医美。90.47%的受访医美机构表示当前消费者和市场更倾向于选择非手术类项目，由于轻医美拥有恢复时间快、价格及风险相对较低的特点，市场接受度程度更高。

图 15: 2021 年不同类型医美项目销售占比情况, %



资料来源: 财经大健康, 上海证券研究所 (来源于财经大健康整理的各地头部医美机构访谈结果)

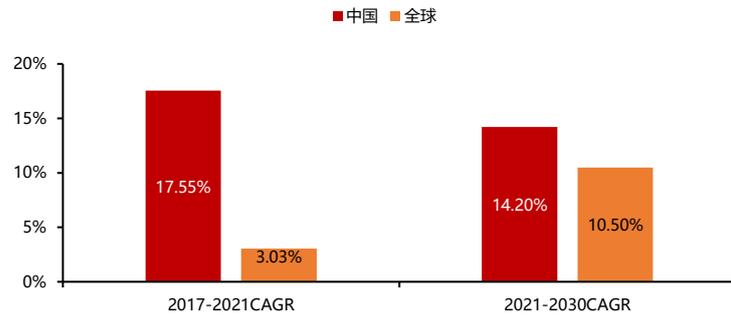
图 16: 医美服务项目



资料来源: ISAPS、医学美容分级管理目录、Frost & Sullivan, 德勤, 上海证券研究所

全球医美市场逐渐复苏, 中国市场潜力凸显。随着疫情边际好转, 全球医美行业增长复苏且趋于稳定; 中国医美市场迎来快速增长, 弗若斯特沙利文数据显示, 2021 年中国医疗美容市场规模为 1891 亿元, 同比增长 22.1%, 预计 2030 年中国医美市场规模将达到 6382 亿元。中国消费需求依旧充分, 预计未来几年仍将保持超 10% 的增速。随着疫情结束, 消费心理和消费需求改变。根据江苏消保委调查数据显示, 近九成受访者会选择补偿性消费, 疫情后存在报复性消费意愿, 80 后、90 后和 00 后消费意愿更为激进。疫情封控导致长时期消费抑制, 消费者渴望社交消费正常化, 美容护理等社交属性较强的行业预计在疫情后需求大量增长。

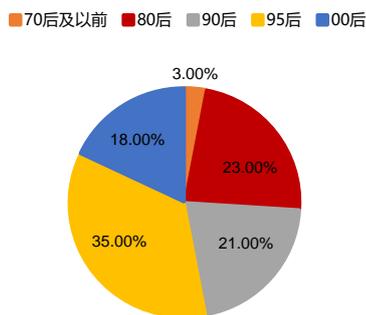
图 17：中国医美行业复合增长率超全球市场，%



资料来源：德勤，上海证券研究所

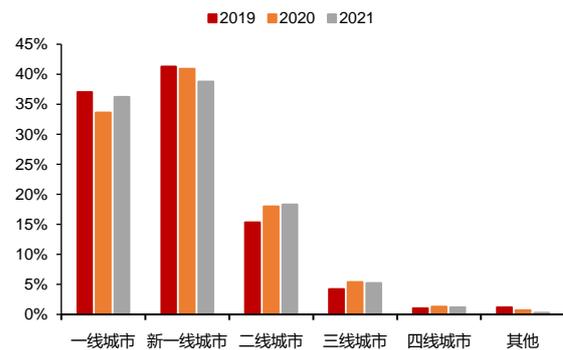
**消费终端年轻化，地域特征明显。**随着医美产品供给迭代升级，低线城市与 90 后人群消费增长，加速促进行业渗透率提升。据头豹研究院数据显示，2021 年，80 后、90 后、95 后和 00 后在医美消费者中占比分别为 23%、21%、35%、18%；70 后及 70 前消费仅占 3%，消费群体年轻化特征明显，成熟用户中 Z 时代人群占比超半数，30 岁以下用户成为消费主力军。据新氧数据显示，2019 年-2021 年，男性消费群体对于美容护肤产品的消费意愿增加，消费者的增长率不断提升。2021 年，其数量增长率为女性增速的 6 倍，达到 65%。市场也出现针对男性护理的美容产品，男性美容市场保持增长。从区域来看，2021 年，北上广深四个一线城市的医美消费人群占比为 36.2%，成都、南京、苏州、重庆等 15 个城市组成的新一线城市的医美消费人群占比为 38.8%。一线、新一线城市仍为医美消费的主战场，2021 年医美消费人群占比高达 75%。

图 18：2021 年医美各年龄阶段消费者占比，%



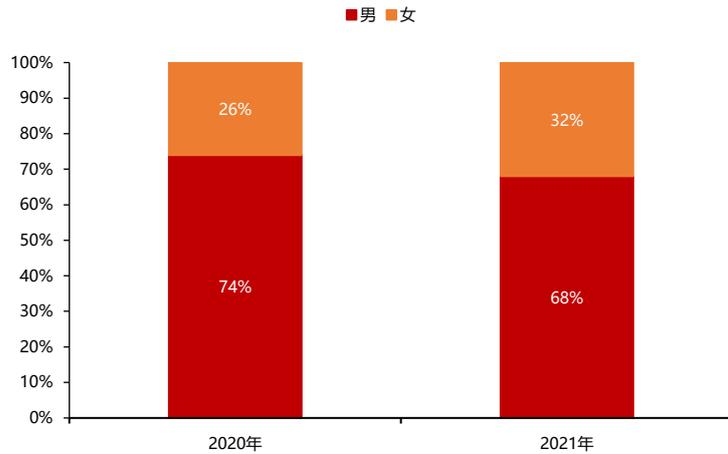
资料来源：头豹研究院，上海证券研究所

图 19：医美中国区域消费人群占比，%



资料来源：新氧 2021 医美行业白皮书，上海证券研究所

图 20: 2020-2021 年 Z 时代医美用户情况

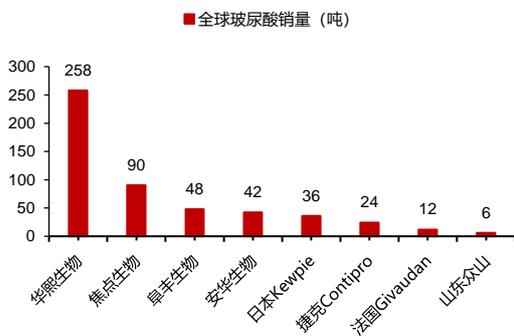


资料来源: 新氧数据研究院数据、Mob 研究院数据, 艾尔建美学&德勤研究上海证券研究所

### 2.3.2 轻医美项目大众化, 产品类型丰富

玻尿酸是注射类医美最受欢迎项目之一, 竞争激烈, 国货不断崛起。玻尿酸是一种人体内正常存在的一种高分子多醣体, 填充在人体的细胞与胶原纤维之间的空间中。现在用作整形美容的注射填充材料, 除了可以进行人体轮廓的塑造以外, 还可以注射到皮肤对皮肤进行保湿, 维持皮肤的良好弹性。玻尿酸在医美领域中主要应用于塑形和填充。根据新氧数据显示, 2021 年, 消费规模占比最大的项目分别是紧致抗衰 (光电)、除皱瘦脸 (肉毒素)、玻尿酸, 在整体市场中占比 14.55%、11.73%、9.53%。由于透明质酸良好的生物相容性及其独特的物理特性, 常用来被作为理想的皮肤填充材料。弗若斯特沙利文数据显示, 以销售额(出厂价)计, 2021 年中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模为人民币 64 亿元, 2017-2021 年的 CAGR 为 19.7%。

图 21: 2020 年全球玻尿酸销量市场竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

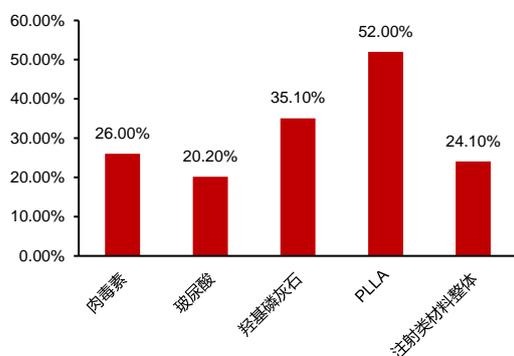
图 22: 中国基于透明质酸皮肤填充剂产品市场 (按销售额)



资料来源: 江苏吴中 22H1 半年报, 弗若斯特沙利文, 上海证券研究所

肉毒素为机构获客引流产品，复购率高。肉毒素技术壁垒高，审核周期长，国内竞争者主要是衡力（兰州生物）、保妥适（艾尔建）、乐提葆（四环医药代理）、吉适（高德美）。在医美领域中主要用于除皱、瘦脸等，还可与其他医美项目结合使用进行联合治疗。肉毒素作为非手术类轻医美，具备单次价格较低、风险相对较小，且维持时间有限，需要复购维持效果。市场获批产品不断增加，渗透率提升空间较大，市场规模可观。据智研咨询数据整理，2021年国内正规肉毒素市场规模达58亿元，较2020年增加13亿元，同比增长28.89%，未来将持续保持增长，预计2025年中国正规肉毒素市场规模将达到143亿元。

图 23：2016-2020 年全球注射类医美治疗增速对比，%



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

图 24：2015-2020 中国正规肉毒素市场规模及增速比，%



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

再生材料是能够刺激人体纤维细胞和胶原蛋白再生的新型材料。相较时效较短的传统填充产品，再生材料由于填充效果自然、渐进且长效而受到广泛关注。早在 2004 年，全球首款聚左旋乳酸填充剂 Sculptra 就已被美国 FDA 批准应用于艾滋病人的面部填充。经多年临床应用，其安全性和有效性得到广泛认可，于 2009 年被 FDA 批准用于人体美学填充。2021 年，聚左旋乳酸作为生物医用高分子再生材料代表，使轻医美从“填充时代”步入“再生时代”。据弗若斯特沙利文预测，2022 年中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模可达 5.21 亿元，同比+214.50%。2021-2025 年年均复合增长率为 75.9%，再生材料市场空间广阔。

图 25: 2021-2030 年中国基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂市场规模 (按销售额统计)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 江苏吴中 22H1 半年报, 上海证券研究所

再生材料为医美填充剂领域注入新活力。对于医美针剂品牌端来说, 透明质酸发展时间久远, 玻尿酸同质化比较严重, 竞争较为激烈, 已处于红海市场。具有市场前景性的医美品牌商, 尝试布局再生材料新赛道, 率先抢占蓝海市场; 对医美机构而言, 伴随监管力度加大, 获客难度与成本均在增加, 需要成分更优、技术更为高端、效果更能持续、利润弹性空间更大的新产品来开拓新客户、留存老客户。

2021 年获 NMPA 批准的再生类医美产品仅有 3 款, 产品壁垒与差异化程度较高, 竞争格局良好, 产品具有高毛利、高技术门槛等优势。爱美客的“濡白天使”于 2021 年 6 月 24 日获 NMPA 批准上市, 核心成分中含有左旋乳酸-乙二醇共聚物微球、交联透明质酸钠和盐酸利多卡因, 具有塑形填充+胶原再生的双重功能, 可以增加皮肤弹性和光泽度, 对衰老组织产生修复效果, 使塑形处于自然平稳状态。该产品维持时间长, 优势明显, 有望推动再生填充类医美市场扩容, 并将为公司高增长延续动力。四环医药、江苏吴中等厂商也先后布局再生材料赛道。

表 5: 中国获批再生类医美产品

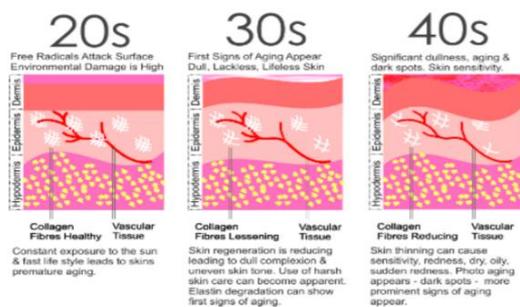
类别	公司	产品	成分	适应症	平均终端价 (支)	获批时间
PLLA 再生类产品(童颜针)	爱美客	濡白天使	透明质酸钠+左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+盐酸利多卡因	真皮深层、皮下浅层及深层注射填充, 纠正中、重度鼻唇沟皱纹	11700+元	2021.6.24
	长春圣博玛	艾维岚	聚乳酸微球+甘露醇+羧甲基纤维素钠	注射到真皮深层, 以纠正中重度鼻唇沟皱纹	17000+元	2021.4.19
少女针	华东医药	Ellanse	聚己内酯微球(PCL)+羧甲基纤维素(CMC)	用于皮下层植入, 以纠正中到重度鼻唇沟皱纹	17100+元	2021.4.8

资料来源: 华东医药官网, 新氧, 上海证券研究所

胶原蛋白具有支撑、修复、保湿、美白等多重功效。胶原蛋白是人体含量最多的蛋白质，主要存在于人体的血管、皮肤、跟腱、韧带、软骨和骨组织中。人皮肤成分中 70%是由胶原蛋白组成。胶原蛋白应用场景广泛，应用于医疗、食品保健品、化妆品、医美、化工、饲料等领域。在医疗美容领域，胶原蛋白被作为组织填充剂注射至面部组织内，可以起到支撑填充的作用，从而达到纠正皱纹的目的。主流的胶原蛋白提取和制备方法包括动物源提取和基因工程法两大类；按技术路径可以分为：提炼型、类人源、重组人源化、重组人源胶原蛋白。

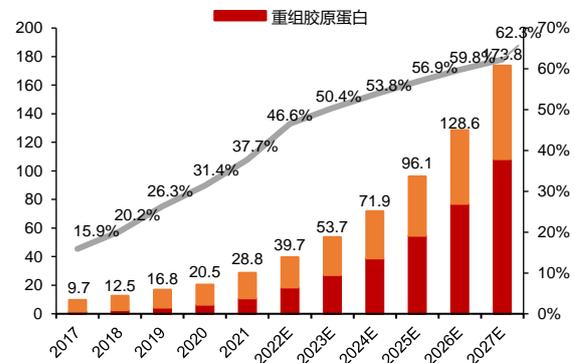
**高潜力细分赛道，技术革新推动发展。**根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国胶原蛋白产品市场规模达 288 亿元，预计 2027 年中国胶原蛋白产品市场为 1738 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 34.3%。重组胶原蛋白市场或成行业主流，2017 年重组胶原蛋白市场渗透率仅 15.9%，2021 年渗透率为 37.7%，预计在 2027 年重组胶原蛋白将达到 62.3% 的市场渗透率，市场规模也将达到 1083 亿元。2021 年 6 月 29 日，锦波生物自主研发的“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”获得 NMPA 批准上市，这是我国自主研发的首个采用新型生物材料的医美产品。据德勤发布的《中国医美行业 2022 年度洞悉报告》数据显示，我国已获批上市的胶原蛋白类填充产品有锦波生物“薇旎美”，中国台湾双美“肤柔美”、“肤丽美”和“肤力原”，博泰“弗缦”，荷兰汉福“爱贝芙”。当前我国重组技术领先于世界水平，巨子生物、创铭医疗、锦波生物等公司陆续切入胶原蛋白赛道，成为国内领先的拥有重组技术的胶原蛋白生产商。巨子生物在研重组胶原蛋白医美类产品预计 2023、2024 陆续获批。江苏吴中引进重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术，截止 22 年 10 月处于研发阶段，产品上市后预计实现重组胶原蛋白的“研-产-销”闭环。

图 26：胶原蛋白与皮肤老化的关系



资料来源：创尔生物招股书，上海证券研究所

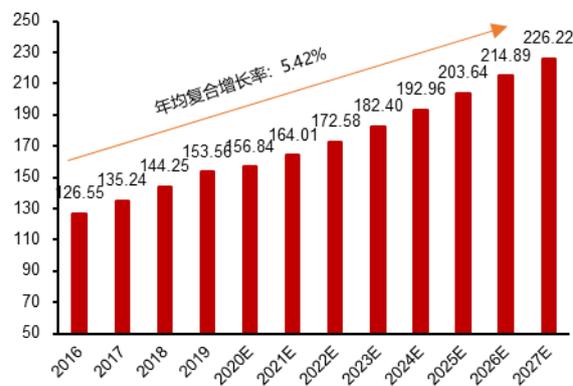
图 27：中国胶原蛋白市场技术路径规模，十亿元



资料来源：巨子生物招股书，弗若斯特沙利文，上海证券研究所

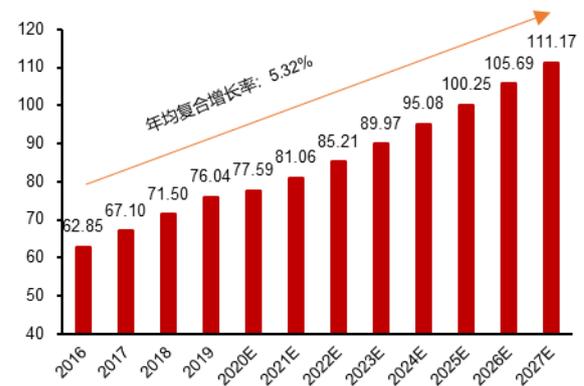
胶原蛋白应用市场发展与区域经济密切相关。以美国、欧洲为主的发达国家胶原蛋白行业起步早应用广，处于行业的第一梯队，以中国、印度为代表的金砖国家构成第二梯队。美国、日本等国已将胶原蛋白应用于医疗、乳品、饮料、膳食补充剂、营养品、护肤品等多个领域，随着国内市场应用场景不断丰富，我国胶原蛋白终端市场规模也将持续扩大。据 Grand View Research 数据，预计 2027 年全球胶原蛋白市场规模将达到 226.22 亿美元，2016-2027 年年均 CAGR 将达到 5.42%，市场规模稳定增长。其中天然胶原规模不断扩大，据中研普华研究院数据显示，2020 年全球天然胶原产量规模达到 3.19 万吨，预计 2021 年将达到 3.33 万吨。

图 28：全球胶原蛋白市场规模，亿美元



资料来源：创尔生物招股书，上海证券研究所

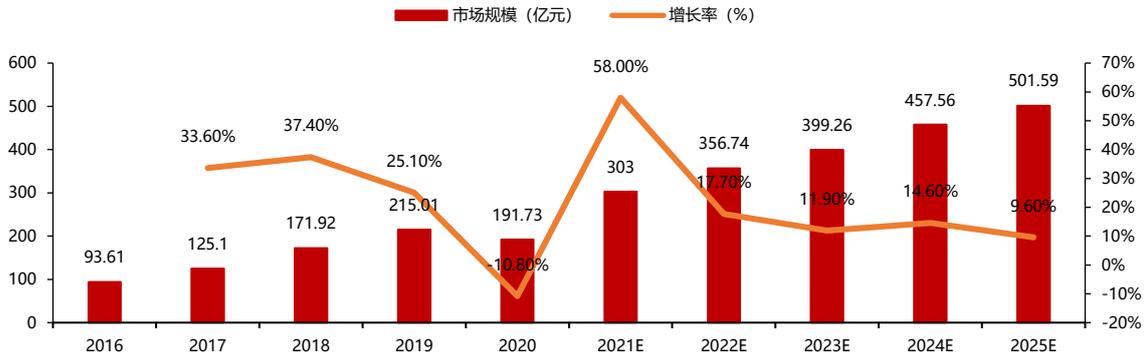
图 29：胶原蛋白在医疗健康领域全球市场规模，亿美元



资料来源：创尔生物招股书，上海证券研究所

能量源医美技术壁垒较高，政策驱动下加速行业洗牌。能量源医美即光电医美，是普通护肤品和功效型护肤品的互补类项目，应用激光、射频、超声等能量实现嫩肤、抗衰、脱毛及皮肤紧致塑型等功效，属于轻医美范畴。光电类医美项目创伤较小，相比手术类项目来说门槛较为简单，属于科技医疗美容和生活医疗美容。根据智研咨询数据，2020 年国内能量源医美项目终端市场规模达 191.73 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 23%，我们预计未来 5 年该细分赛道仍将保持在 20% 以上的年均复合增速。

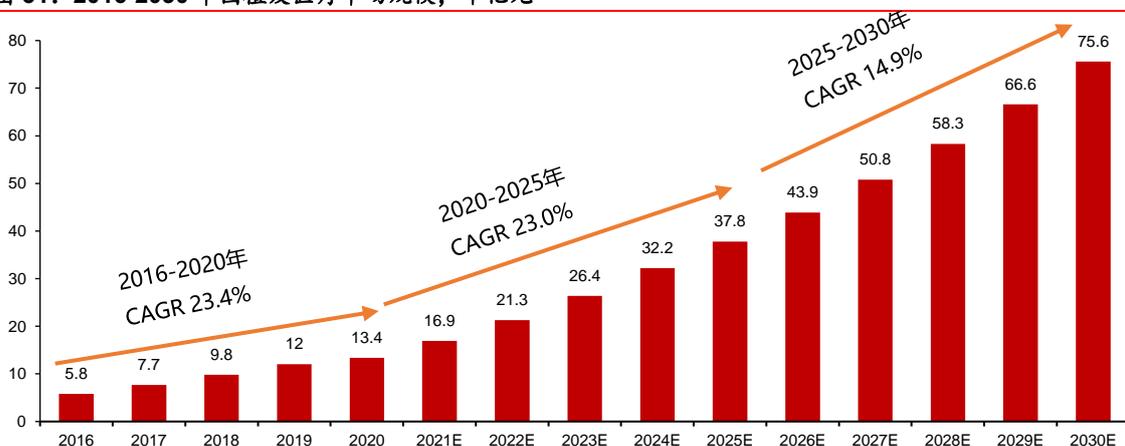
图 30: 2016-2025 年中国光电类医美市场规模及增长预测



资料来源: 智研咨询, 上海证券研究所

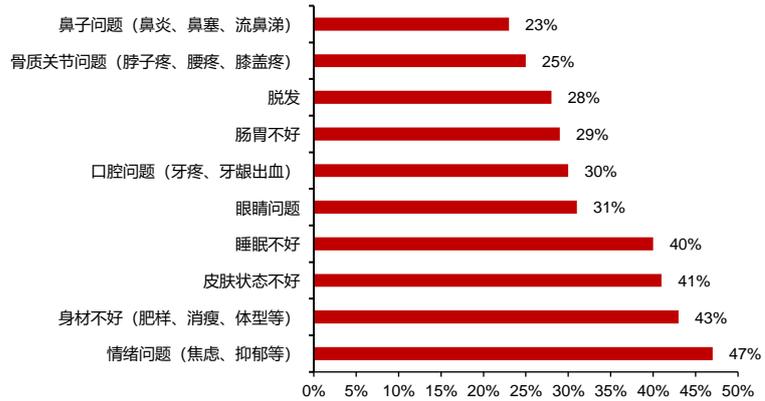
**毛发服务需求旺盛, 消费者年轻化多元化。**毛发服务, 即植发医疗服务, 是一种从根本上解决脱发、秃顶等毛发相关问题的美容外科手术, 主要分为植发医疗市场和医疗养固市场。据弗若斯特沙利文数据显示, 2020 年植发医疗和医疗养固市场占比约为七三分, 2021 年中国毛发医疗服务市场规模预计为 234 亿元, 2030 年我国植发医疗服务规模有望达到 756 亿元, 预估 2025-2030 年复合增长率为 14.9%。据丁香园《2022 国民健康洞察报告》显示, 脱发已成为人们健康困扰第八位, 与上年相比排名前推。据国家卫健委《中国人头皮健康白皮书》数据显示, 我国脱发人数已经超过 2.5 亿人, 占比 17%, 其中男性约 1.63 亿, 女性约 0.88 亿; 脱发日渐呈低龄化趋势, 90 后已超过 80 后成为受脱发问题影响的最主要人群。由于生活习惯和压力的增加, 年轻人受脱发问题困扰越来越显著, 防脱和植发市场的增长有了基础。据新氧数据显示, 2019 年在植发方面消费的男女比例为 95%: 5%, 2020 年变成 60%: 40%, 而美呗数据指出, 2021 年女性植发比例达到 41.2%, 女性植发消费增长态势迅猛, 大有追赶男性植发消费之势。

图 31: 2016-2030 中国植发医疗市场规模, 十亿元



资料来源: 弗若斯特沙利文, 上海证券研究所

图 32: 2021 年十大困扰问题, %



资料来源: 丁香园, 上海证券研究所

“植-养-固”一体化趋势, 监管推动合规化。随着认知和关注的提升, 继植发服务后又催生头皮养护、养发固发等业务。根据弗若斯特沙利文数据, 2020 年中国医疗养固服务市场规模达 50 亿元, 渗透率仅为 1%; 预计至 2025 年市场规模达 185 亿元, CAGR29.8%, 2030 年养固市场规模预计达 625 亿元, 2025-2030 年期间 CAGR27.6%, 有望成为毛发医疗行业又一成长曲线。固发服务中, 医疗养固涉及到激光、药物等治疗, 植发服务与养固服务呈互补关系, 未来有望实协同增长。近年随着植发业务的加速扩展, 投诉事件增加。截至 22 年 12 月, 据黑猫投诉平台显示, 雍禾植发被投诉总数为 45 起, 其中涉虚假宣传、手术效果不佳、欺骗消费者的案例占比很高。22 年 4 月 28 日, 国家市场监督管理总局通知启动 2022 年反不正当竞争专项执法行动, 医美植发行业乱象问题被列为重点整治对象之一, 强监管时代到来, 植发行业或走向更合规的发展路径。

图 33: 平台投诉案件情况



资料来源: 黑猫投诉平台, 上海证券研究所

图 34: 关于植发行业的监管政策



资料来源: 国家市场监督管理总局, 上海证券研究所

毛发服务赛道渗透率低, 集中度有望提升。据雍禾医疗招股书显示, 2020 年中国植发手术数为 51.6 万例, 渗透率仅为 0.2%, 广大的脱发人群对于植发的意识和需求的提升将进一步提升植发

渗透率，未来市场前景广阔。植发行业公立医院占比低，主要构成为连锁民营植发机构、微整形医院等，如雍禾医疗、大麦植发等。植发市场现阶段较为分散，疫情和行业监管合规化叠加影响之下，中小植发机构抵御风险能力差，或将面临店铺关停等出清风险，行业集中度未来有望提升，龙头企业或将抢占更多市场份额。

图 35：中国主要植发机构



资料来源：各机构官网，瑞丽诗官方微信公众号，上海证券研究所

## 2.4 核心公司：龙头确定性与成长性兼具，加速布局高景气赛道

**爱美客：业绩持续放量，核心产品接力构筑增长曲线。**公司 22Q1-Q3 实现营收 14.89 亿元(yoy+45.58%)，归母净利润 9.92 亿元(yoy+39.96%)。其中，22Q3 实现营收 6.05 亿元(yoy+55.15%)，归母净利润 4.01 亿元(yoy+41.55%)，盈利突出、业绩亮眼。公司在研产品组合覆盖医美外科修复以及代谢疾病治疗等多个赛道，拥有 7 款获得三类医疗器械认证的产品，包括 5 款基于透明质酸的皮肤填充剂、1 款童颜针和 1 款 PPDO 面部埋植线产品。

表 6：爱美客产品矩阵

产品	逸美	宝尼达	爱芙莱	嗨体	逸美一加一	紧恋	濡白天使
上市时间	2009 年	2012 年	2015 年	2016 年	2016 年	2019 年	2021 年
产品特性	国内首款透明质酸填充剂	透明质酸钠+PVA 微球	透明质酸钠+利多卡因	透明质酸钠复合溶液	透明质酸钠-羟甲基纤维素	聚对二氧环己酮	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+交联透明质酸钠
技术	多组分复合仿基质水凝胶技术	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	固液渐变互传交联技术	组织液仿生技术	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互传交联技术	锯齿线、非锯齿线	微球技术、SDAM 专利技术
注册证编号	国械注准 20173464379	国械注准 20163462497	国械注准 20153130674	国械注准 20163131804	国械注准 20163131809	国械注准 20193130294	国械注准 20213130460

资料来源：公司官网，公司公告，上海玫瑰医疗美容医院公众号，上海证券研究所

**持续研发，新品接力。**公司产品丰富且具有梯队性，嗨体占据细分市场，先发优势明显，其他医美针剂各有所长，应用于多个场景。公司新品濡白天使推广顺利，医生培训与授权制度结合为新品推广带来先发优势，濡白天使在全国一二线城市已覆盖超过 500 家医疗美容机构，实现快速渗透的同时收获良好效果，预计有望为公司带来较大业绩贡献。**研发方面**，公司重视研发投入，研发费用率保持在 7%左右，与韩国 Huous Global 合作的 A 型肉

毒素注射剂已完成 III 期临床，预计上市后有望带来新的业绩增长点；用于治疗肥胖的利拉鲁肽产品已完成 I 期临床；其余多种医疗器械、生物药品及化学药品等均在研究或临床实验中。长期来看，嗨体-濡白天使-肉毒素等产品接力推动业绩增长，监管趋严背景下龙头壁垒加固。

**华东医药：医药业务转型深化，医美板块增长亮眼。**公司 22Q1-Q3 实现营收 278.59 亿元，同比增长 7.45%；实现归母净利润 19.81 亿元，同比增长 4.54%。**医药工业方面**，前三季度收入 82.2 亿，同比+5.3%；公司持续推动创新药研发，该业务研发支出 8.7 亿元，同比增长 21.5%。利拉鲁肽注射液糖尿病适应症上市许可于 2022 年 8 月完成发补研究资料递交，肥胖或超重适应症上市许可申请于 2022 年 7 月获得受理；司美格鲁肽注射液 GLP-1 受体激动剂已完成 I 期临床试验全部受试者给药及随访。截至 2022H1，公司医药在研项目合计 86 个，其中创新产品及生物类似药项目 43 款，创新转型驱动公司长远发展。公司不断丰富各业务领域高创新性、高技术壁垒、高附加值的产品管线，持续优化产品结构，加速推进创新产品的研究，全面推进产品国际注册工作，积极开拓国际化业务，推动公司医药业务继续稳步增长。

**医美板块方面**，整体继续保持快速增长，创历史同期最高水平，全资子公司英国 Sinclair 保持快速发展，海外各市场拓展及销售持续向好；Sinclair 从爱尔兰 EMA Aesthetics 独家引入能量源设备——多功能面部皮肤管理平台 Pr é ime DermaFacial 已于 2022 年 9 月陆续在欧美等主要医美市场实现商业化销售，并计划于 2023 年在中国上市；Ellans é -M 于 22 年 8 月完成国内注册检测，中国临床试验正有序开展；MaiLi Extreme 透明质酸已于 22 年 9 月完成中国临床试验首例受试者入组。另外，公司正积极推进 Silhouette、Lanluma、Ellans é 系列产品在海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区的特许经营权申请。公司对医美市场不断深耕，核心产品伊妍仕持续放量，市场覆盖和品牌推广力度不断增强；公司其他医美管线不断丰富，持续领跑国内医美再生填充领域高端市场。

**表 7：华东医药医美领域产品研发及注册情况**

类型	产品名称	用途	最新进度
注射剂	MaiLi Extreme 透明质酸	面部填充	已于 2022 年 9 月完成中国临床试验首例受试者入组
注射剂	Ellans é -M	面部填充	已于 2022 年 8 月完成国内注册检测，中国临床试验正有序开展，已获得主研单位伦理批件
注射剂	Perfectha® 双相透明质酸	面部填充	正在准备国内注册相关工作
埋线	Silhouette Instalift®	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组，各时间节点随访正在进展中
能量源设备	Glacial Rx (F1)	祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	Cooltech Define	身体减脂塑形	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	Primelase	脱毛	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	V 系列产品 (V20、V30)	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年轻化、脱毛	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	EnerJet	疤痕修复、面部提拉、真皮增厚等	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	Pr é ime DermaFacial	面部皮肤管理	正在国内进行器械属性界定及配套化妆品的注册工作
能量源设备	Reaction™	身体及面部塑形、皮肤紧致	国内代理人变更于 2022 年 8 月获得批准，国外工厂地址变更注册正在审评中，预计 2023 年 Q1 重新登陆中国市场

资料来源：公司 22 年三季报，上海证券研究所

**江苏吴中：药企转型赋能医美，医美管线不断拓展。**公司成立于 1994 年，其主要业务先后涉及医药、房地产、化工、医美等领域，医药业务为公司核心产业。2019 年公司发布五年规划，在五年规划基础上明确“医药+医美”的发展方向，全面确立了以医药+医美为公司核心业务的发展战略和产业布局。2021 年“吴中美学”成立，一年后，吴中美学（香港）有限公司成立，作为医美战略的海外布局，通过引入海外高端医美产品的独家代理权，结合自身在国内临床注册领域的经验优势，有效切入医美市场，立足高端开展医美产业布局。21 年取得韩国 Humedix 最新一款玻尿酸产品中国区独家代理权；同年 12 月，公司宣布投入 1.66 亿元收购达透医疗 51% 股权，享有韩国 AestheFill 童颜针在中国大陆地区的独家销售代理权。

**短期盈利承压，布局高景气胶原蛋白赛道。**22Q1-Q3 公司营收 13.80 亿元，同比-5.96%；归母净利润-0.47 亿元，同比-194.81%。22Q3 实现营收 5.94 亿元，同比+37.19%；归母净利润-0.27 亿元。近年疫情影响下医药业务和贸易业务收入较上年同期减少，但公司医美板块加速发展。22 年 9 月，AestheFill 的进口上市注册申请正式获得国家药品监督管理局（NMPA）出具的《受理通知书》。

**切入高景气胶原蛋白赛道，助力医美业务持续发展。**22 年 9 月，吴中美学首个自有品牌产品——重组胶原蛋白生物修复敷料

婴芙源正式面世。次月，宣布引进特定重组胶原蛋白生物合成技术，计划将其用于开发具备支撑塑形功能的胶原蛋白填充剂产品。公司医美板块具备完善的组织架构，国际顶尖医美专家团队，并高效率布局胶原蛋白、溶脂针、利丙双卡因乳膏及其他产品管线，实现产品和业务有序落地。胶原蛋白方面，与浙江大学杭州国际科创中心共建联合实验室，从美国引进胶原蛋白生物合成技术。溶脂针方面，公司已经完成脱氧胆酸制剂的内部立项。其他产品方面，22Q3 已经完成利丙双卡因乳膏样品开发，正在准备预 BE 试验。公司自研+并购不断扩充医美管线，逐步形成医药+医美的大健康战略布局。疫情等不利因素减弱下，公司独家代理产品具备一定竞争优势，自研潜力产品上市，有望支撑未来业绩持续增长。

表 8：江苏吴中医美领域产品情况

产品	HARA 玻尿酸	AestheFill 童颜针	重组胶原蛋白
自研/代理	代理：获得韩国医美企业 Humedix（汇美德斯）最新一款注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶产品（玻尿酸）产品中国区独家代理权益	代理：取得韩国公司 Regen Biotech, Inc 一款聚双旋乳酸产品 AestheFill（爱塑美）在中国大陆地区的独家销售代理权	自研：与浙江大学杭州科创中心生物与分子智造研究院达成协议共建“生物与分子智造研究院-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”，美国引进具有三螺旋体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术
目前进度	23 年 2 月 20 日公司发布投资者关系活动表显示，HARA 玻尿酸已于近期在复旦大学附属上海华山医院顺利完成中国临床试验首例受试者入组。	2021 年 12 月，AestheFill 在海南博鳌完成首例注射，已完成临床试验，已按计划向国家药品监督管理局（NMPA）提交注册申请，获得 NMPA 出具的《受理通知书》	处于承接技术阶段
预计上市时间	预计 2025 年上市	预计 2023 年上市	-

资料来源：公司公告，IR 投资者关系活动平台，江苏吴中官网，投资者关系活动表，上海证券研究所

**四环医药：自研产品加速获批，研产销一体化升级发展。**公司医美业务逐步由代理走向自研，打造一体化多产品矩阵。22H1 公司持续在医美领域深耕，布局多元化产品管线。22H1 公司实现营收 14.84 亿元，同比-22.52%；归母净利润 0.40 亿元，同比-93.40%，受政策影响较大的仿制药业务拖累业绩。报告期内，医美板块医美空间收入 0.99 亿元，同比-61.8%，主要系疫情影响下游医美机构营业停摆、消费者消费减少、物流受阻。但公司加大对渠道赋能，与头部机构达成战略合作协议；在保证产品销量的同时给下游机构提供更多的销售支持，并在重点地区举办营销策略会以促进与下游医美机构的沟通交流，降低其消费者教育成本。同时，医美空间对医美产品的销售、品牌宣传、声誉打造、医学内容支持及医生培训等服务内容进行精细化管理。中长期看，公

司医美和生物制药板块有望扭转盈利局面，叠加多个医药产品将在未来几年内获批，有望拉动业绩复苏。

22年3月，公司自主研发的重组III型胶原蛋白凝胶敷料、皮肤修复敷料及医用皮肤修复敷贴三款产品获得国家药监局批准，此三款皮肤修复类产品均为含III型胶原蛋白成分的II类医疗器械，成功进军胶原蛋白蓝海市场。注射用修饰透明质酸钠凝胶（铂安润）于4月获III类医疗器械注册证，其上市有利于推动公司医美业务的深化；其控股子公司通化济达正式启动关于“注射用透明质酸钠复合溶液”的NMPA注册临床试验研究。公司已相继成为SYLFIRM XTM 黄金微针、CELLBOOSTER的中国独家代理，配合公司自主开发的多款潜力产品，预计2023年四环医药将推出第二代少女针等强势新品，多元产品强化协同将进一步巩固公司的医美业务优势。随着公司产品矩阵的进一步扩充，研发、临床及注册的快速推进，销售服务的升级优化，以及“自研+代理”复合业务模式，未来疫情等不利因素减弱下，预计公司医美创新管线与创新药共同发力，中长期业绩有望得以修复。

**表 9：四环医药四大业务板块**

医美业务	创新药业务	仿制药业务	原料药 CDMO 业务
主要平台为漾颜空间	主要平台为轩竹生物和惠升生物	公司现金牛业务	医药中间体和原料药的研发及产业化优势
2014年正式布局医美业务，与韩国生物制药公司Hugel, Inc 签署独家代理协议	轩竹生物：同时具备小分子、大分子创新药开发能力的生物创新药研发平台	为公司两个创新药平台的打造提供了充分的资金和人才方面的支持。高端仿制药研发平台上有数十项在研产品，将陆续走向市场，持续创造新的营收。	2021年成功孵化出一个高质量的“原料药+CDMO”平台，该平台有效保障生产的产品拥有充足并具成本优势的原料药供应，同时也已经与40多个境外的知名医药企业客户建立了多项业务合作。
2021年2月，重磅医美肉毒毒素产品乐提葆正式于中国上市，成为第四个获准在中国上市的A型肉毒毒素	惠升生物：糖尿病和并发症全覆盖的企业，四代胰岛素研发进展领先	22年8月宣布将进行优化整合，包括逐步剥离业绩不达预期的仿制药业务及其他非核心大健康业务，提升运营效率	四环 CDMO 板块目标成为在医药中间体及原料药领域的一体化 CDMO 领先企业

资料来源：公司公告，新京报，界面新闻，上海证券研究所

表 10：国内四款获批肉毒素品牌

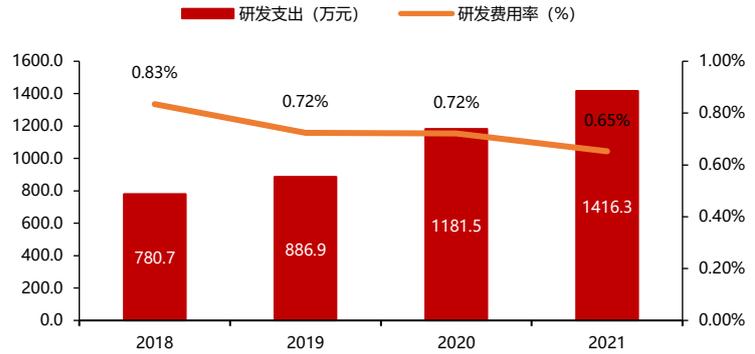
	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo
产品包装				
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	法国 Ipsen	韩国 Hugel
入市时间	1989	1993	1991	2010
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	500/900Kda	900Kda
赋能剂	人血球蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	1-2 天	一至两周
终端价格	高 2500-5000 元 /100 单位	中端	偏高	偏高
		800-2000 元/100 单位	2000 元-4000 元 /100 单位 (单位剂量与其他产品不同)	2000-3000 元/100 单位

资料来源：新氧，四环医药公司官网，上海证券研究所

**雍禾医疗：“植养固”一体化持续推进，关注品质深耕细分市场。** 雍禾植发+史云逊协同发展相互转化，迎合“植养固”一体化趋势、实现业务闭环；同时公司关注女性细分市场，公司推出“发之初”女性植发品牌，已形成“雍禾植发”、“史云逊”医疗养固、“发之初”女性美学植发及“哈发达”医学假发等品牌矩阵，并基于此不断拓宽公司的业务边界。随着行业转型变革，合规、品牌力尤为重要，公司推出“强医计划”，根据市场需求及应用场景从多个维度实现毛发移植技术的复合和多元化应用；并对植发手术中各难点进行攻关与创新，研究多样化解决方案。

**扩张计划有序推进，加速布局全产业链。** 22H1 公司实现营收 7.48 亿元 (yoy-29.06%)；归母净利润 0.18 亿元 (yoy-56.41%)。上半年疫情影响下，公司门店客流受阻，收入端承压明显，但公司坚持稳步推进门店开设计划，大力发展医疗养固业务，公司在全国 56 个城市共有 57 家植发门店。22H1 新增 3 家雍禾植发、1 家发之初女性植发、2 家史云逊养护部门。下半年将稳步加快新店开设速度，预计年底可达 70 家，通过“一城多店”的密度布局提高市场认知，并进一步推动下沉市场拓展。坚持推动毛发全产业链布局，22H1 已建设完成 9 家史云逊独立门店。史云逊业务预计将成为公司第二成长曲线，公司将逐渐从植发领域拓展至毛发全方位服务市场。

图 36：2018-2021 年雍禾医疗研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 化妆品：国货加码研发，品牌焕新升级，聚焦品质红利

化妆品产业链包括原材料生产商、代工厂、品牌商、线上代运营和平台商、线下渠道及营销渠道等关键环节。原料商多为化工企业，供给化妆品生产基础原料及包材，如巴斯夫、亚仕兰、华熙生物。代工厂包括 OEM（自主生产）、ODM（自主设计）与 OBM（自主品牌），环节属性为制造业。品牌商在产业链中掌握产业定价权，处于产业链主导地位，如千亿至万亿级大市值公司欧莱雅、雅诗兰黛等，国货化妆品品牌商贝泰妮、珀莱雅、上海家化等。代运营商如壹网壹创等为国内外知名品牌提供专业的电子商务零售服务。

#### 3.1 行业：聚焦研发与产品力，品牌竞争格局优化

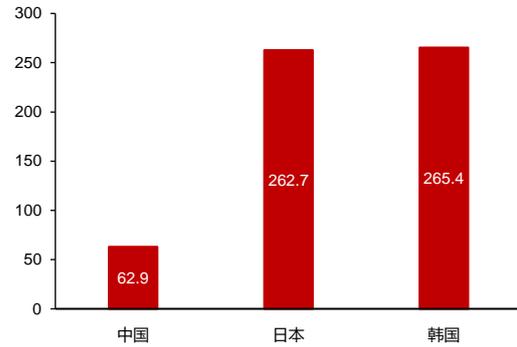
根据 Euromonitor 统计数据，2021 年，我国化妆品行业整体市场容量约 5726.14 亿元（2016-2021 年 CAGR≈11.10%），其中皮肤学级护肤品约 250.60 亿元（2016-2021 年 CAGR≈32.50%）。假设未来 10 年化妆品行业保持 10% 左右增速，2030 年该市场规模有望突破万亿元。对标日本、韩国 2021 年人均美妆个护消费 262.7、265.4 美元，中国人均消费额 62.9 美元，不及日本、韩国人均消费额的 1/4，中国化妆品行业仍有较大的渗透空间。

图 37: 2016-2021 中国美容个护行业规模和增速



资料来源: 欧睿, 上海证券研究所

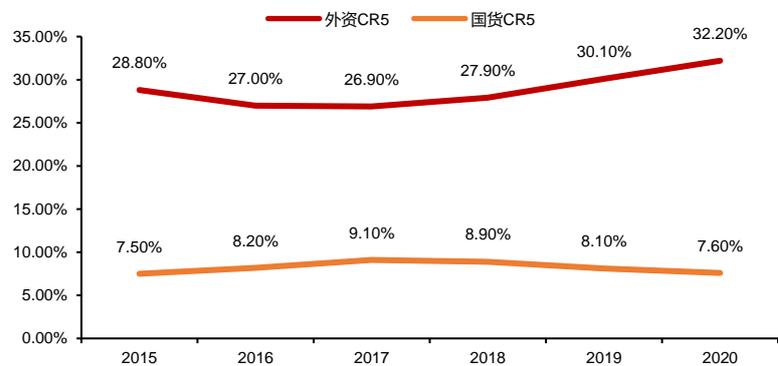
图 38: 2021 年各国人均美容护理消费额对比, 美元



资料来源: 欧睿, 上海证券研究所

大众市场国货竞争力强, 高端市场海外品牌垄断, 功能性护肤赛道国货市占率逐步提高。根据欧睿国际公布的历年数据, 2021 年中国化妆品市场中市占率 TOP10 公司占据 48.8% 市场份额。2016-2020 年, 海外品牌在中国高端护肤市场中占据主导地位, 始终保持 30% 以上市场份额, 而国货品牌不到 4%。国货品牌具有性价比优势, 2020 年, 本土品牌在大众护肤市场中 CR5 市占率达 7.6%。

图 39: 外资品牌集中度高, %



资料来源: 立鼎产业研究网, 上海证券研究所

龙头加码研发投入, 研发团队不断扩充。2019-2022 年前三季度, 9 家美妆企业总研发投入分别为 6.73 亿、7.55 亿、10.3 亿和 9.07 亿元。国货美妆企业在研发投入上, 整体呈增长之势。各头部企业在原料端也不断发力, 其中珀莱雅陆续与巴斯夫、帝斯曼、中科欣扬等多家科研机构 and 原料生产商进行合作, 22 年 4 月与浙江湃肽签订战略合作协议, 加码原料布局。

**表 11：2019-2022Q1-Q3 年国内美妆公司研发情况，亿元**

年份	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 Q1-Q3	
	研发费用投入	占比	研发费用投入	占比	研发费用投入	占比	研发费用投入	占比
华熙生物	0.94	4.98%	1.41	5.36%	2.84	5.75%	2.77	6.42%
贝泰妮	0.54	2.78%	0.63	2.41%	1.13	2.81%	1.26	4.37%
珀莱雅	0.75	2.39%	0.72	1.92%	0.77	1.65%	0.95	2.41%
鲁商发展	0.46	0.45%	0.77	0.57%	1.19	0.96%	0.79	0.93%
丸美股份	0.45	2.49%	0.5	2.87%	0.5	2.83%	0.37	3.26%
水羊股份	0.44	1.82%	0.48	1.28%	0.66	1.32%	0.72	2.16%
上海家化	1.73	2.27%	1.44	2.05%	1.63	2.13%	1.06	1.97%
拉芳家化	0.38	3.96%	0.36	3.66%	0.34	3.12%	0.24	3.89%
青松股份	1.04	3.59%	1.24	3.20%	1.24	3.36%	0.91	4.26%
合计	<b>6.73</b>	/	<b>7.55</b>	/	<b>10.3</b>	/	<b>9.07</b>	/

资料来源：Wind，上海证券研究所

**从营销驱动到产品、品牌力驱动。**国货化妆品在成长初期，渠道和营销成为企业快速提升市占率关键，伴随消费升级，消费者需求和习惯改变，对于“成分”更加关注。化妆品企业关注焦点从营销渠道驱动转为产品驱动。叠加线上多平台互联网渠道兴起，精细化运营也成为品牌运营的主线。线上渠道流量分散化下，化妆品品牌需要具备多维度的运营能力。新锐产品崛起难度加大，伴随成分党、功效党、配方党的兴起，品牌方也将会面临挑战，产品力优秀且线上运营能力与效率高的头部美妆龙头企业优势凸显，强者恒强。

**消费者抗衰老意识增强，女性群体更关注抗衰。**据艾媒咨询数据显示，53.2%的消费者在 26-35 岁时开始注重抗衰老，23.2%的消费者在 18-25 岁时开始注重抗衰老。关注抗衰老的人群年轻化，消费抗衰老产品的群体将不断扩大。2022 年 5 月艾媒咨询调研数据显示，19-35 岁年龄段购买抗衰产品消费者占 56.6%，而 36-50 才购买抗衰产品的消费者为 37.8%，消费抗老意识提前。抗衰老行业消费者中，女性占比高达 70.7%，女性抗衰老护肤品消费需求高。随着人们的抗衰老意识逐渐深化，延缓衰老的需求日益增长，抗衰老行业面向女性消费者存在广阔的发展空间。

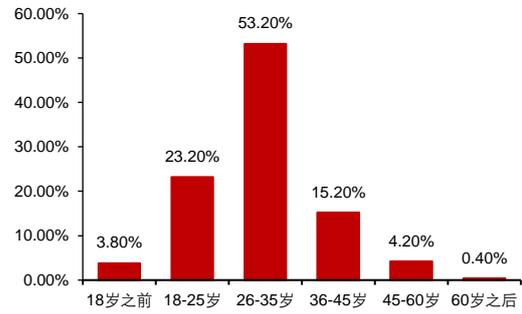
从抗衰途径上看，此次调查中 62.4%的消费者选择使用护肤品抗击衰老，仅次于健身（68.2%）；另外约有 42.8%的消费者也会选择医美项目来进行抗老。随着抗衰老理念的渗透，消费者认知程度加深，抗衰老呈现多元化需求，护肤品将继续成为消费者面部护理核心功能诉求，未来将有望形成科学护肤的抗衰老主流形式。

图 40: 2015-2021 年全球抗老市场规模



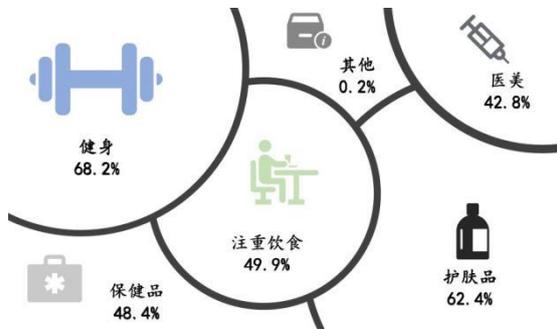
资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

图 41: 消费者开始关注衰老的年龄



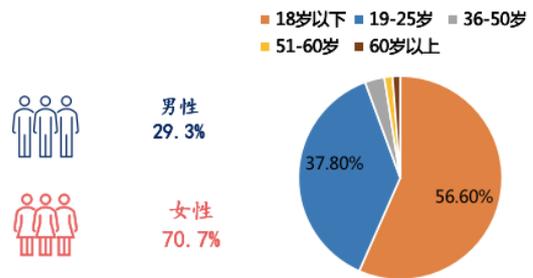
资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

图 42: 2022 年消费者抗老途径



资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

图 43: 2022 年消费者性别比例和年龄构成



资料来源: 艾媒数据中心, 上海证券研究所

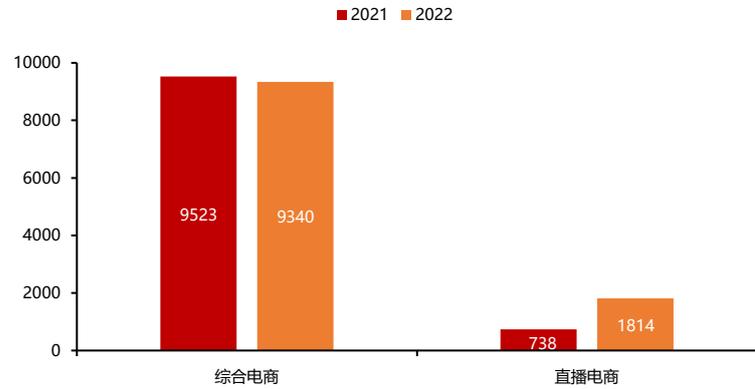
### 3.2 趋势: 渠道分化明显, 优质龙头逆势高增

1) 渠道趋势: 综合电商增长平稳, 直播电商愈发显著。传统电商平台流量增长放缓, 以抖音、快手为代表的直播媒体电商平台成为流量新机会点, 表现亮眼。据星图数据统计, 2022 年双十一期间 (10.31-11.11), 全域电商平台 (综合电商+直播电商平台) 实现 GMV 累计 11154 亿元, 同比+13.7%。其中综合电商累计实现 GMV 9340 亿元, 同比+2.9%; 直播电商平台累计实现 GMV1814 亿元, 同比+146.1%。天猫以 58.03% 的份额稳居综合电商平台榜首位置, 交易规模与上年同比持平; 京东紧随其后, 拼多多排名第三。青眼情报数据显示, 近 5 年来天猫双 11 GMV 增速开始放缓, 特别是在 2020 年 GMV 的体量跃升至近 5000 亿元, 同比增长 85.6% 后, 21 年增速迅速回落到个位数。京东自 2017 年则一直保持 30% 左右增速, 21 年体量已超过 3000 亿元, 渠道增速分化加剧。

直播电商 GMV 1814 亿元, 延续高增同比增速破百, 增速亮眼。抖音略微领先点淘位居直播电商榜首, 快手排名第三。个护美妆双十一期间销售额为 822 亿元, 热门销售品类中排名第四; 其中美

容护肤、香水彩妆品类 GMV 达 606、216 亿元，美容护理品类直播电商渠道地位日益凸显。

图 44：2021-2022 年各类电商平台 GMV 水平及增速



资料来源：星图数据，上海证券研究所

**渠道、流量红利减少，企业多要素成长转型。**近年渠道、营销、品类渗透红利推动美妆行业高增长，新锐国货品牌抓住流量入口，实现快速增长。步入后流量时代，流量红利减少，增长瓶颈、获客成本大大增加。国货化妆品龙头线上  $\beta$  减弱，21 年前三季度及 22 年前三季度贝泰妮、珀莱雅、华熙生物均实现双位数的高增速。我们认为产品品质、企业组织管理能力、精细化运营能力、品牌矩阵打造能力等全要素竞争优势重要性显著提升，未来化妆品企业需要品质提升、结构调整、加快数字化转型等拓展新的发展空间；打造开放生态，形成自身品牌梯队；开拓新赛道，创造新增量等才能在存量时代稳健增长。具备全要素竞争力的龙头企业地位也会抢占更多市场份额，占据更加稳固的行业地位。

**淘系平台：电商平台进入外资寡头时代，国货品牌产品驱动势起。**天猫双 11 美妆品牌的排位争夺经历三个阶段：2013-2015 年，国货品牌主导的阶段；2016-2018 年，国货与外资平分秋色的阶段；以及 2019 至今，进入外资品牌强势霸榜的寡头时代。根据 22 年天猫双 11 美妆店铺销售榜，排名前十的品牌为欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、OLAY、珀莱雅、薇诺娜、海蓝之谜、SK-II、赫莲娜和资生堂。国货品牌中，仅有珀莱雅、薇诺娜、夸迪和自然堂进入了前 20 名；珀莱雅阔别 7 年后，再次登上 TOP10 榜单，且排名第 5，跻身国货美妆第一。薇诺娜则连续 5 年上榜，今年排名第 6，占据敏感肌功效护肤龙头地位。华熙生物旗下国货品牌夸迪在双十一预售期进入 Top10，但最终被挤至 Top20 内。

魔镜市场情报数据显示，22 年双 11 期间天猫彩妆类目销售第一的品牌为海外品牌 MAC，排名第二、第三的分别是国货品牌花西子、韩国品牌 3CE，三者双十一期间销售额分别为 2.72 亿元、2.59 亿元、2.22 亿元。销售额 Top20 中国货品牌占比 35%，其中

花西子、彩棠、Colorkey、blankme、毛戈平以及卡姿兰等均跻身前列。

表 12：近 8 年天猫双 11 美妆 TOP10

近 8 年天猫双 11 美妆 TOP10								
排名	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
1	百雀羚	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅
2	韩束	欧莱雅	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛
3	欧莱雅	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	OLAY	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	WHOO 后	WHOO 后	OLAY
5	御泥坊	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY	资生堂	珀莱雅
6	膜法世家	雅诗兰黛	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜
7	珀莱雅	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	OLAY	海蓝之谜
8	韩后	佰草集	一叶子	HFP	WHOO 后	资生堂	SK-II	SK-II
9	佰草集	OLAY	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜
10	卡姿兰	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂

资料来源：青眼，上海证券研究所

彩妆整体呈压，国货专业彩妆表现优异。天猫双 11 彩妆 TOP10 变化显著。近 3 年来彩妆榜首分别是完美日记、YSL 和花西子；22 年仅 2 个国货品牌登顶榜单，其中除花西子登顶榜首外，另一品牌则是首次上榜的逐本，排名第 6。外资品牌仍旧强势，新兴品牌破圈难度较高。根据双十一预售数据，天猫彩妆预售 TOP10 中，前三均为国际品牌，花西子维持国货领军地位排名第四，国货品牌如 blankme、酵色、毛戈平、Colorkey 等冲入 TOP20，预售业绩良好可能与折扣力度、营销代言活动加大有关，但整体反映了国货彩妆品牌势力突起。但双十一期间除花西子外，其他国货品牌后劲不足，均被外资品牌挤出 Top10。

抖快平台：头部美妆品牌重要阵地，海外巨头占主导。抖音：22 年双十一 TOP3 品牌后、雅诗兰黛、欧莱雅销售额分别为 2.9、2.3、1.5 亿元。快手：排名前三美妆品牌为朵拉朵尚、黛莱皙、韩熙贞。21 年抖音双十一美妆品牌 TOP10 排行榜上，国货和外资品牌各占五席。相比上年，22 年抖音双十一入围 Top10 国货品牌仅有 2 个，分别是花西子和自然堂，均位居末席；韩束、薇诺娜、欧诗漫均未上榜。外资品牌在过去几年强势抢占天猫赛道后，近年来开始入驻抖快平台，逐渐挤压国货美妆市场份额，抖快等直播电商平台竞争日趋激烈。

2) 营销趋势：功效 IP 成国货化妆品突围必选项和营销重要卖点。化妆品行业政策推动产业趋向高质量方向发展，功效性赛道备受青睐，从保证产品安全转变为有效。据沙利文数据统计，2021 年中国功效性护肤品市场规模达 308 亿元，同比增长 32.19%，近 5 年功效概念成为化妆品行业重要推力，预计 2027 年中国功效性护肤品市场规模将达到 2118 亿元。

营销方式各有侧重，目的在于突出品牌调性，加强用户对产品的差异化认知。国货品牌在营销上，有别于广告品牌投机式的流量营销，通过建立品牌文化的心智锚点、持续维系情绪价值红利、或与明星 IP 合作等方式持续创新。薇诺娜专注于纯天然的植物活性成分的敏感肌护肤产品，在代言人上选择了拥有敏感性肌肤的明星舒淇代言，并基于旗舰店和私域等客群，通过一系列医生背书活动等实进行专业化学术营销；珀莱雅年轻化战略中，品牌定位升级为海洋文化护肤理念，从情感和认知上拉近与年轻消费群体的距离，进一步探索“海洋”的内涵，在“趁年轻，去发现”的品牌理念引领下，珀莱雅不断地强化品牌的年轻化形象。在短视频内容宣传上珀莱雅也独具情怀，在母亲节等特殊节日期间推出专题短片，引发用户共鸣，加强情感联系；上海家化参与“新国潮”项目，另外在线下开设快闪店，切入圈层用户心智；华熙生物与京东联手开展新国妆活动，通过透明质酸博物馆打造产品、外延和品牌故事；丸美与新潮传媒合作，线下强势布局广告，全方位覆盖目标受众生活场景。

表 13：各公司宣传推广、差异化定位

	宣传图片	产品定位
贝泰妮		薇诺娜：专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品,重点针对敏感性肌肤。 薇诺娜 Baby：专业婴幼儿肌肤护理品牌，深入研究儿童皮肤脆弱敏感机理。
珀莱雅		珀莱雅：围绕“发现精神”进行品牌塑造，聚焦性别平等、心理健康等社会重要议题及亲密关系等。 彩棠：持续围绕唐毅彩妆理念，加强妆前、底妆、定妆、高光修容等类目，抢占中端彩妆市场份额。 OR：满足中高端消费者的头皮、头发的保养。
上海家化		佰草集：打造“特色草本×科技赋能”的核心竞争力。 玉泽：坚持医研共创的差异化定位，持续深化品牌专业形象。 六神：以场景关联产品功效，面向年轻人群输出六神花露水的多种用法。
华熙生物		润百颜：玻尿酸科技护肤的引领者，主打“HA+X”的智慧配方理念，发挥国民品牌影响力。 夸迪：定位为硬核抗老大师，主打冻龄抗初老市场，围绕核心科技组分5D玻尿酸及核心技术CT50进行高级复配。 BM肌活：以年轻人群为起点，专注于“量肤定制的活性成分”、“靶向传递的管控技术”。 米蓓尔：针对敏感肌人群细分市场，通过多种技术等量肤定制产品。
丸美股份		丸美：聚焦眼部，深耕抗衰，定位中高端。 恋火：新锐彩妆品牌，擅长底妆，崇尚高质和极简。 春纪：以食萃科研，敏肌适用为理念，定位大众化功能性护肤。

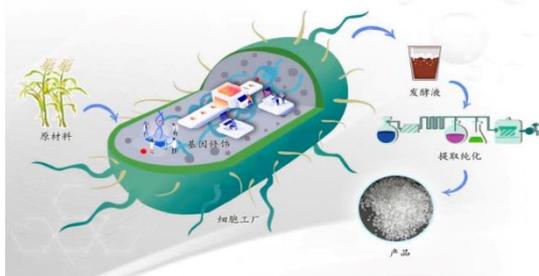
资料来源：各公司公告，薇诺娜 Baby 官网，华熙生物官微，中国日报中文网，聚美丽，上海家化公众号，丸美股份公众号，各公司官网，上海证券研究所

### 3) 产品研发趋势：布局合成生物学，聚焦微生态护肤

化妆品原料是化妆品创新的源头,合成生物学的发展给化妆品中活性成分的获取以及新原料的开发带来无限可能。在化妆品原料生产领域，合成生物技术表现出了三大优势：能够对特定要求

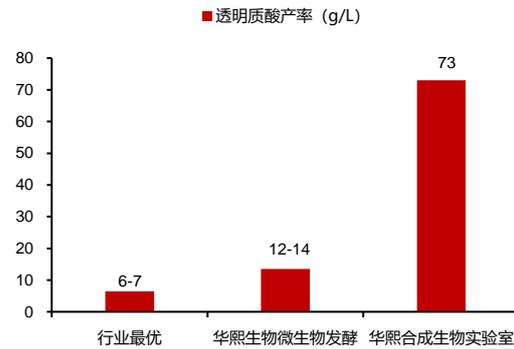
(如皮肤类型、皮肤问题、所处环境等)进行物质和功能的精准化定制;可以提高成分和原料的安全性、稳定性和生物活性。华熙生物通过生物合成技术生产透明质酸的产率为 73g/L,是生物发酵技术的 4.5 倍以上,可以降低生产成本。华恒生物突破厌氧发酵技术瓶颈,构建以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产 L-丙氨酸的微生物细胞工厂,在国际上首次成功实现微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸产品,大幅降低能源消耗及产品成本,促进了产品的规模化应用。

图 45: 合成生物示意图



资料来源: 凯赛生物招股说明书, 上海证券研究所

图 46: 华熙生物合成生物实验室有效提高产率, 克/升



资料来源: 华熙生物 2022 年半年报, 华熙生物招股书, 中国经济网, 上海证券研究所 (截止 22H1 年报)

皮肤微生态系统日益受到行业关注。皮肤微生态是由各类微生物、皮肤表面的组织细胞及各种分泌物、微环境等共同组成的生态系统,它们共同维持着皮肤微生态平衡,在皮肤表面形成第一道生物屏障,具有重要的生理作用。而微生态护肤希望通过改善皮肤菌群组成,调节皮肤表面的菌群平衡,激活肌肤免疫力,增强皮肤屏障功能。目前微生态护肤成分可以分为益生元、益生菌、合生元、后生元四大类。欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛等国际品牌均早已入局,福瑞达生物股份旗下品牌“瑷尔博士”领跑微生态护肤细分赛道,“专研微生态科学护肤”。自 2018 年该品牌成立以来,已推出益生菌系列水乳、面膜、精华等多款产品。逸仙电商、上美股份等公司也陆续进军微生态护肤赛道。

表 14: 瓊尔博士明星产品

产品名称	益生菌水乳	前导精华	益生菌面膜
主要成分	益生元+后生元+益生菌, 神经酰胺等	二裂酵母发酵产物溶胞物、硅烷化透明质酸、肌肽	积雪草提取物、奥婷敏、硅烷化玻尿酸、泛醇、透明质酸钠
产品功效	保湿 舒缓修护	保湿 修护	修护 保湿
产品价格 (元)	238	109/208	119
产品规格	修护乳: 110g/瓶	20g/瓶	10 片/盒
	修护水: 140ml/瓶	45g/瓶	
天猫旗舰店月销量 (单)	20,000+	5,000+	80,000+
产品外观			

资料来源: 瓊尔博士天猫官方旗舰店, 上海证券研究所

#### 4) 产业趋势: 美妆企业跨界布局健康赛道

“生物科技+消费美妆”跨界组合。国内外美妆龙头积极布局医疗大健康领域, 欧莱雅和资生堂相继在中国设立投资基金, 涉及合成生物学、微生物技术、绿色化学、健康管理等赛道, 关注健康前沿市场新兴品牌及其上下游产业链。华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等也相继成立基金重点布局与皮肤科学相关的技术, 其中珀莱雅旗下基金嘉兴沃永投资了合成生物学企业中科欣扬, 中科欣扬作为合成生物学创新智造企业, 立足于化妆品原料产品, 逐步向食品、保健品和医药等行业扩展。国内药企开始逐渐渗透美妆市场, 云南白药、东阿阿胶、同仁堂、片仔癀等在个人洗护、面膜等产品上均有所布局。医疗器械企业也开始深度参与美妆市场, 微创医疗孵化了护肤平台悦肤达, 旗下多个护肤品类。

表 15: 国内外美妆公司布局大健康赛道

公司	投资实体	成立时间	投资规模	投资方向/投资案例
欧莱雅	BOLD 基金	2018 年	/	品牌&品牌服务/技术突破/供应链管理
	上海美次方投资有限公司	2022 年 5 月	注册资本 1 亿元	创新美妆科技
资生堂	Shiseido Venture Partners	2016 年 12 月	/	与美相关的技术、创业或商业模式
	厦门资悦股权投资合伙企业	2022 年 5 月	/	美妆、健康方向前沿科技
贝泰妮	海南贝泰妮投资有限公司	2021 年 10 月	注册资本 6000 万元	深圳原本自然 (营养保健食品)
	海南贝泰妮创业投资私募基金管理有限公司	2021 年 4 月	注册资本 4000 万元	皮肤大健康产业
华熙生物	海南海熙投资有限公司	2021 年 1 月	1.23 亿元	皮肤科学与生命科学领域
珀莱雅	嘉兴沃永投资合伙企业 (有限合伙)	2016 年 7 月	出资 1.35 亿元	中科欣扬 (合成生物学)

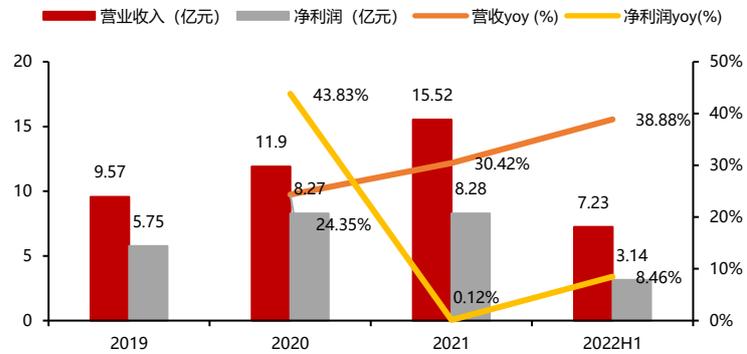
资料来源: 动脉网, 上海证券研究所

5) IPO 上市趋势：22 年医美化妆品企业上市进程加快

22 年医美化妆品企业迎来上市热潮，创尔生物、巨子生物、锦波生物上市进程加快。面对高前景赛道和广阔的国内市场，化妆品企业纷纷通过上市来吸引资本扩充资金，加大研发，开发新品，以巩固市场地位。

**巨子生物：重组胶原蛋白龙头，成功登录港交所。**公司成立于 2000 年，是中国基于生物活性成分的专业皮肤护理产品行业的先行者和领军者。公司自主开发和生产多种类型的重组胶原蛋白和稀有人参皂苷，旗下主要营收支柱可丽金和可复美品牌分别于 2009 年、2011 年推出。可丽金作为中高端皮肤保养品牌，主要功能为抗老、皮肤保养和皮肤修复；可复美产品获得第二类医疗器械注册证，针对皮肤修护需求、皮肤敏感及过敏等问题进行皮肤护理。2019-2022 年 1-5 月年公司实现营业收入分别为 9.57、11.90、15.52、7.23 亿元，同比分别为 24.35%、30.42%、38.88%；净利润分别为 5.75、8.27、8.28、3.14 亿元，同期净利率为 60.1%、69.4%、53.3%和 43.4%。22 年 11 月 4 日，公司在港交所挂牌上市，每股发售股份 24.30 港元，全球发售的发售股份数目 2260.88 万股。上市当日公司以 26.70 港元收盘，涨幅 9.88%，港股市值 264.76 亿港元。

图 47：巨子生物近年业绩情况

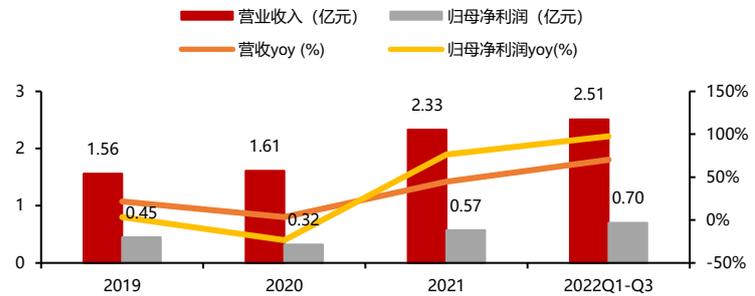


资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

**锦波生物：重组胶原蛋白领域首个获得三类证企业。**公司成立于 2008 年，主营业务以重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品为核心的各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售，已建立了从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能性护肤品等终端产品的全产业链业务体系。旗下重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维“薇旖美”于 2021 年 6 月获国家药品监督管理局批准上市，是国内首款正式获批的重组人源胶原产品。2019-2022Q1-Q3，公司实现营收分别为 1.56、1.61、2.33、2.51 亿元；归母净利润分别为 0.45、0.32、0.57、0.70 亿元。22 年 6 月 6 日，公司申请在

北交所公开发行股票上市，成为了 2022 年继创尔生物、巨子生物后第三家冲刺 IPO 的胶原蛋白行业企业。

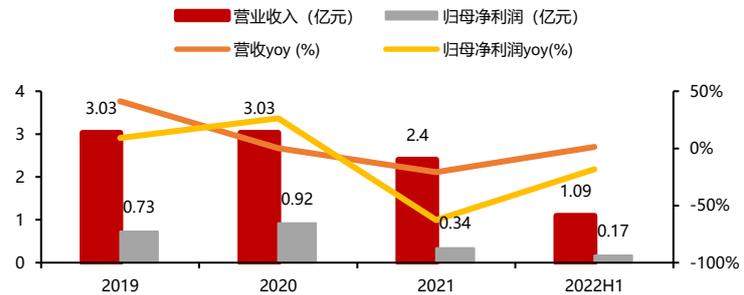
图 48: 锦波生物近年业绩情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

**创尔生物: 撤回科创板申请, 转战北交所。**公司成立于 2002 年 8 月, 主营活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品, 旗下拥有创福康和创尔美两大品牌, 拥有全国首款无菌 III 类胶原贴敷料。创福康品牌主要用于创面的辅助治疗, 促进创面止血和修复, 产品包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等; 创尔美系列主要用于皮肤屏障护理、提升肌肤愈活能力, 产品包括胶原多效修护面膜、胶原多效修护原液等。2019-2022H1, 公司营业收入 3.03、3.03、2.40 亿元、1.09 亿元; 归母净利润分别 0.73、0.92、0.34、0.17 亿元。其中, 2021H1 归母净利润同比下滑 18.39%, 21 年业绩无法满足上市相关规定后, 公司于 21 年 12 月申请主动撤回首次公开发行股票并在科创板上市的申请。22 年年初公司发布公告称将在北交所公开发行股票上市, 并已提交上市辅导备案材料。

图 49: 创尔生物近年业绩情况

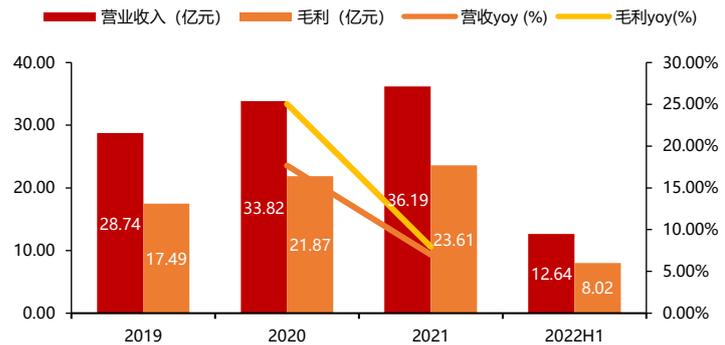


资料来源: Wind, 上海证券研究所

**上美股份: 韩束母公司, 再战 IPO。**上海上美是一家多品牌化妆品公司, 专注于护肤品及母婴护理产品的开发、制造及销售, 为韩束、一叶子等知名品牌的母公司。据弗若斯特沙利文报告, 2021 年, 上海上美是唯一拥有两个护肤品牌年零售额均超过人民

币 15 亿元的国货化妆品公司。公司业绩增长稳定，2019-2022H1 年营业收入分别为 28.74、33.82、36.19、12.64 亿元；毛利分别为 17.49 亿元、21.87 亿元、23.61、8.20 亿元。公司超九成的营收来源于 2003 年上市的韩束，2014 年推出的一叶子以及 2015 年上市的红色小象。2022 年 1 月 17 日，公司向港交所提交了招股书，正式加入国货个护的上市行列。同年 7 月，其申报材料失效，再战 IPO。

图 50：上海上美近年业绩情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

**相宜本草：十年后重启 IPO，扛起国粹大旗抢占高地。**相宜本草诞生于 2000 年，深研中草药组方，用现代科技打造硬实力产品，品类覆盖眼霜、面膜、乳液、面霜、精油、手体护理等产品。2013 年进入品牌规模巅峰时期，销售额高达 23 亿元。公司以红景天品牌 IP 深入消费者心智，同时也加速布局高端化市场。2020 年 5 月，相宜本草推出高端线“相宜本草·唐”，成为少数入驻丝芙兰平台的国货化妆品品牌。2017 年起，公司在产品矩阵上重新梳理定位，优化商超渠道产品线，补充、优化新品类和品牌，开拓三四线城市商超渠道，推出高端线布局丝芙兰，通过多渠道战略触达广大消费群体。

图 51：相宜本草 8 大明星产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

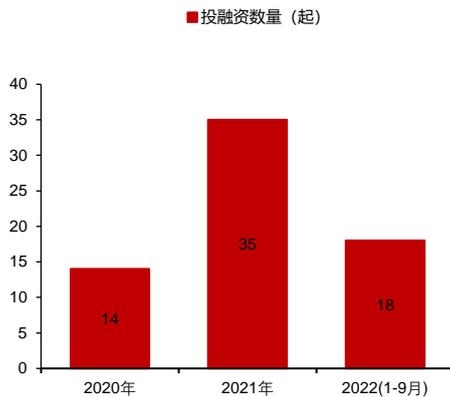
### 6) 美妆一级行业投融资遇冷

不利因素制约，美妆一级行业投融资减少。据医美行业观察公众号指出，2021 年医美领域投融资 35 起，总融资金额达到月 189.34 亿元；而 2022 年 1 月 1 日至 9 月 30 日期间（22 年前三季度），国内医美相关公司的投融资事件共计 18 起，总额约为 11.04 亿元。22 年受俄乌冲突、疫情反复、海外通胀等因素的影响，相比 21 年美妆一级行业融资数量和融资金额都呈现大幅下降趋势。

上游企业融资表现良好，强监管下中游承压。22 年前三季度国内医美相关公司投融资事件中，共有 10 起来自上游企业，融资总金额达到约 7.43 亿元，数量占比大于 1/2，上游企业融资总金额占行业的 67%左右。其中，获得融资的上游企业主要涉及光电器械、胶原蛋白和再生医美领域。随着医美监管政策的陆续颁布，中游企业在近年的投融资市场中表现较弱，合规环境下行业出清加速，合规龙头集中度不断提升。

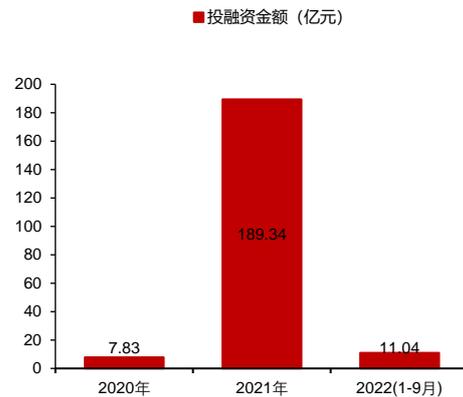
从细分领域看，期间光电医美领域共收获 4 起融资，其中涉及的企业背后控股的公司不乏华东医药、四环医药等上市企业。我国光电类设备约 80%为进口，国产替代空间广阔并成为趋势。初创公司通过吸引投资来加大自研速度和能力，传统龙头通过收购兼并迅速布局新赛道。胶原蛋白赛道中，22 年 1-9 月共实现 2 起投融资，分别是美械宝和益而康。除了熟知的华熙生物收购益而康事件以外，另一家收获融资的企业美械宝为医美化妆品供应链平台，旗下二类医疗器械的胶原蛋白产品 Onlyfun 维壹美“嘭嘭胶原”与国内美莱、朗姿、爱思特、华韩、八大处等 300 余家大型医美机构形成合作，公司服务网络覆盖全国 20 余个省市自治区。

图 52: 近年来医美化妆品行业投融资数量, 起



资料来源: 医美行业观察, 观研报告网, 上海证券研究所

图 53: 近年来医美化妆品行业投融资金额, 亿元



资料来源: 医美行业观察, 观研报告网, 上海证券研究所

### 7) 竞争趋势: 格局分化, 中小企业相继清出

**10 年首次下跌, 中小企业面临倒闭风险。**据青眼 22 年 12 月 2 日发布整理的企查查数据显示, 在严格监管和疫情的反复冲击下, 近一年成立的化妆品相关企业中有 21.14 万家企业的登记状态显示为“注销、吊销”。长时间的疫情影响下, 终端市场表现疲软, 消费者消费欲望不佳。青眼数据显示, 近 3 年内成立的化妆品相关企业中有 187.72 万家企业已注销或吊销, 其中, 将近十分之一的化妆品企业在疫情影响发生后倒闭。近 10 年我国化妆品相关企业注册量中, 2019 年注册量同比增长最高, 为 81.2%。2020 年疫情出现, 近年医美、化妆品新规频出, 监管趋严等因素影响下, 20-22 年整体呈现波动下行趋势, 22 年 (截至 22 年 11 月 17 日) 我国化妆品相关企业注册量近 10 年首次出现负增长情况。从品牌端来看, 据青眼号外不完全统计, 截至 22 年, 国际品牌爱茉莉太平洋旗下伊蒂之屋宣布关停中国线下门店、雅诗兰黛旗下 Too Faced 天猫海外旗舰店停运; 另外, CROXX、雨辑等多个国货品牌也相继倒闭。日趋严格的监管及 22 年上半年疫情反复, 以及电商渠道的价格战都成为中小企业面对的压力。

**表 16: 近 10 年化妆品相关企业注册量**

近 10 年化妆品相关企业注册量		
年份	注册量, 万家	同比增长
2022 年	327.02	-25.26%
2021 年	437.5	56.30%
2020 年	279.8	10.90%
2019 年	252.4	81.20%
2018 年	139.3	32.50%
2017 年	105.1	12.10%
2016 年	93.8	29.30%
2015 年	72.6	48.50%
2014 年	48.8	49.60%
2013 年	32.6	19.50%

资料来源: 青眼, 上海证券研究所 (截至 2022 年 11 月)

**表 17: 宣布关停/关店的美妆品牌**

品牌	赫妍	伊蒂之屋	CROXX	RAINOLO GY 雨辑	H2O 水芝澳	Too Faced	芳玑	YES ! IC
目前状态	关停中国线下门店	关停中国线下门店 天猫旗舰店发布停业公告	关停	关停	关停	天猫海外旗舰店停运	关停	关停

资料来源: 青眼, 上海证券研究所

### 3.3 政策: 强监管引导, 驱动行业高质量发展

行业整体监管趋严, 利于竞争格局重塑。2020 年 6 月, 国务院颁布《化妆品监督管理条例》, 涉及化妆品注册备案、功效宣称、安全评估、生产经营等各方面的管理规范陆续出台。《化妆品生产经营监督管理办法》2022 年 1 月开始执行, 企业申请祛斑美白、防脱发化妆品注册时, 需要提交功效实验报告。《化妆品功效宣称评价规范》要求化妆品注册备案时应按规定要求对其功效宣称进行评价。从原料、生产过程到宣传, 监管部门对化妆品生产的全流程进行规范, 旨在引导化妆品行业规范有序发展。

**化妆品原料管理规范化。**根据《化妆品监督管理条例》规定，国家对风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，对其他化妆品新原料实行备案管理。对于具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料，化妆品销售企业应该严格采取“先注册后使用”的措施；对于上述化妆品新原料以外的其他新原料，应严格采取“先备案后使用”的措施。在办理新原料备案时，应当提交新原料研制报告、安全评估等资料。《化妆品生产质量管理规范》明确了化妆品生产企业质量管理机构与人员、质量保证与控制、厂房设施与设备管理、物料与产品管理、生产过程管理、产品销售管理等要求，明确企业应当对关键原料留样，并保存留样记录等。而针对于化妆品的生产用水上，水质至少要达到生活饮用水的水质。在新规实施初期，可能使上游原材料供应商无法及时提供原料的安全信息资料，导致原料报送码不匹配，从而增加沟通成本和备案难度。

**图 54：化妆品新原料注册规范**



**化妆品新原料安全性评价资料**一般应当包括毒理学安全性评价资料和安全风险评估资料，并按照规定要求进行编制。



**化妆品新原料研制报告**应当包括：原料研发背景、原料基本信息、原料使用信息和功能依据资料等。化妆品新原料功能依据是指能够证明原料具有与使用目的相一致的相关资料，新原料的功能依据资料一般包括科学文献、法规资料、实验室研究数据、人体功效性评价试验资料。



**化妆品新原料制备工艺**简述需要披露新原料生产的主要工艺步骤、工艺参数等，并说明生产过程是否可能引入安全性风险物质及其控制措施。

**资料来源：国家药监局，福建省食品药品监督管理局，上海证券研究所**

**化妆品生产流程规范化。**将于 2022 年 7 月 1 日起实施的《化妆品生产质量管理规范》对化妆品生产企业在质量管理机构与人员、质量保证与控制、厂房设施与设备管理、物料与产品管理、生产过程管理、产品销售管理等做出了明确规定。该规范同时也对化妆品生产销售的全流程均作出了详细规定，要求化妆品注册人、备案人、受托生产企业实现对化妆品物料采购、生产、检验、贮存、销售和召回等全过程的控制和追溯，确保持续稳定地生产出符合质量安全要求的化妆品。

**化妆品宣传推广规范化。**2021 年 5 月 1 日，国家药监局发布的《化妆品功效宣称评价规范》正式施行。规范明确了申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案时，应对化妆品功效宣称进

行评价，并上传产品功效宣称依据的摘要。该条例针对市场上部分化妆品夸大或者虚构产品功效的情况，进行了严格的规范，该规范将会增加新品备案的成本和时间。由于需要对功效宣称进行评价，功效检测时间将会增长，功效监测费用也会有所提升，企业备案成本增加。

**特殊化妆品纳入监管范围。**2022年1月1日，《儿童化妆品监督管理规定》正式实施，该条例规定了儿童化妆品的概念，明确要求须在包装展示面标注国家药品监督管理局规定的儿童化妆品标志、标明警示用语；规定儿童化妆品应当减少配方所用原料的种类，特别是香料香精、着色剂、防腐剂及表面活性剂等原料；明确了儿童化妆品具有清洁、保湿、爽身、防晒等功效，在儿童化妆品配方中不允许使用以祛斑美白、祛痘、脱毛、除臭、去屑、防脱发、染发、烫发等为目的的原料，应当遵循安全优先原则、功效必需原则、配方极简原则。同时，该规定还细化了对儿童化妆品生产与经营行为的要求，对较为集中的化妆品经营者列入重点监管对象，鼓励化妆品生产经营者采用信息化手段采集、保存生产经营信息，建立儿童化妆品质量安全追溯体系。

**图 55：儿童化妆品指导思路**



**3 大研发原则：**

安全优先原则、功效必需原则、配方极简原则



**2 个研发原则：**

遵循科学性、必要性的原则研制开发儿童化妆品



**1 个功效类别：**

儿童化妆品更着重于清洁、保湿、爽身、防晒等满足儿童基本护肤需求的功效类别。

**资料来源：央广网，南方Plus，国家药监局，上海证券研究所**

化妆品行业市场监管加强，产品生产管理趋严，一系列关于化妆品政策文件的密集出台，也预示着我国化妆品行业将迎来更规范发展的新阶段。新规也一定程度上提高化妆品行业的准入门槛，对质量体系不健全的中小化妆品生产经营企业产生较大的影响，利好管理规范、规模较大的化妆品企业，行业集中度有望提升。

**电商平台联合监管，推进线上合规化发展。**近年化妆品市场的细分领域不断扩大，品牌增速持续上涨。因疫情影响，国内外各大品牌也加快线上布局，电商平台早已成为当下最重要的销售渠道。在化妆品行业监管制度趋严的大背景下，主流电商平台也纷纷结合化妆品监管条例来规范平台产品管理，在化妆品产品宣称规范、产品质量认证、标签展示、划分类目等作出了细致规定。

线上+线下监管体系的完善，为美妆行业创造良好的竞争和经营环境，行业内头部合规公司优势更加显著，新兴品牌得以持续健康发展。

22年4月6日，小红书发布《小红书第三方商家儿童化妆品商品发布规范》。其中明确了儿童化妆品应发布类目，同时对商品资质要求、标题发布规范、产品质量规范等方面作出明确规定。同月，抖音电商正式生效《【儿童化妆品商品发布及宣传】实施细则》。重点在适用范围、商品发布规范及宣传规范三方面对儿童化妆品进行了明确细致的规定，并在5月对该实施细则进行了最新修订。5月10日，淘宝也发布《淘宝网化妆品商品品质抽检规范》。新增了化妆品类商品品质抽检相关标准等。除了主流平台，其他电商平台也紧跟化妆品监管政策，全面规范平台管理制度，促进自身可持续良性发展的同时实现线上行业合规化。

表 18：22 年以来各电商平台对于化妆品行业的监管

平台	政策	出台时间
淘宝	《淘宝网化妆品商品品质抽检规范》新增	2022年5月10日公示，2022年5月17日正式生效
	《淘宝网化妆品行业管理规范》调整	2022年5月12日公示，2022年5月19日正式生效
京东	京东开放平台乳液面霜类化妆品品质认证质量标准	2022年4月29日首次发布，2022年5月6日生效
	京东开放平台精华类化妆品品质认证质量标准	2022年4月29日首次发布，2022年5月6日生效
	京东国际买手代购化妆品类商品一致性抽检规范	2022年4月20日修订，2022年4月27日生效
小红书	京东开放平台虚假宣传细则	2022年3月28日发布，2022年4月4日生效
	小红书第三方商家儿童化妆品商品发布规范	2022年3月25日发布，2022年4月1日生效
抖音	《美妆行业宣传规范》修订	2022年5月17日生效
	《商家一虚假宣传》实施细则	2022年5月26日发布
	关于新增《发制品类商品品质抽检项目及违规处理细则》的公示通知	2022年6月2日生效

资料来源：中贸合规中心，上海证券研究所

### 3.4 海外美妆巨头：分化加剧，中国市场表现低迷

据未来迹整理数据显示，22年欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋营收同比分别+18.5%、-7%、+5.7%、-15.6%。欧莱雅、资生堂均为正增速，其中欧莱雅表现出色，同比增速远超其他海外竞争对手，呈双位数增长。而雅诗兰黛和爱茉莉太平洋整体承压，营收利润双降。

**欧莱雅：多品牌差异互补，电商渠道优势凸显。**欧莱雅集团拥有强大的产品矩阵+渠道覆盖+品牌营销，不断渗透各圈层的人群，形成商业闭环；电商+DTC 大力布局，渗透新一代人群/四五线城市的消费渠道，实现规模和效益的双重增长动力。在中国市场三个重点布局：基于公域直播、私域的精细化运营以及 O+O 的服务联动，同时布局抖音等新兴平台，利用 KOL 带货、官方直播

等拉动线上销售额。2022 年欧莱雅集团营收达到 382.6 亿欧元（约合人民币 2803.5 亿元），同比+18.5%，达到集团至少 15 年以来的最高增幅，相比 2019 年增长了 23.4%；利润达到 74.5 亿欧元（约合人民币 546.22 亿元），22 年业绩位列全球美妆集团第一。

**看好新兴市场增长，活性健康化妆品表现优异。**分地区看，在疲软的美妆消费大环境下，欧莱雅海外销售依然坚挺，所在地区均实现不同程度的双位数增长，拉美地区的销售额为 172.9 亿元，同比增速+34.1%，增速为 5 个地区之首。北亚地区的同比+14.8% 高于欧洲地区（+12.3%）。即使在中国大陆受疫情影响较大，集团线上销售额仍然实现了两位数的增长，欧莱雅品牌在天猫多个美容品类的排名中均排名前列。此外，欧莱雅还表示，“尤其在奢侈品领域，欧莱雅在 2022 年的市场份额已超过 30%。”分部门看，2022 年欧莱雅旗下四大部门全部实现双位数的业绩增长。专业美发部销售额为 44.8 亿欧元，同比增长 18.3%；大众化妆品部销售额为 140.2 亿欧元，同比增长 14.6%；高档化妆品部销售额达到 146.4 亿欧元，同比增长 18.6%；活性健康化妆品部销售额达到 51.2 亿欧元，同比增长高达 30.6%，是收入增长最快的部门，部门旗下品牌如修丽可、理肤泉、适乐肤、薇姿等均实现强劲增长，新收购的 Skinbetter Science 也表现出强大的增长潜力。

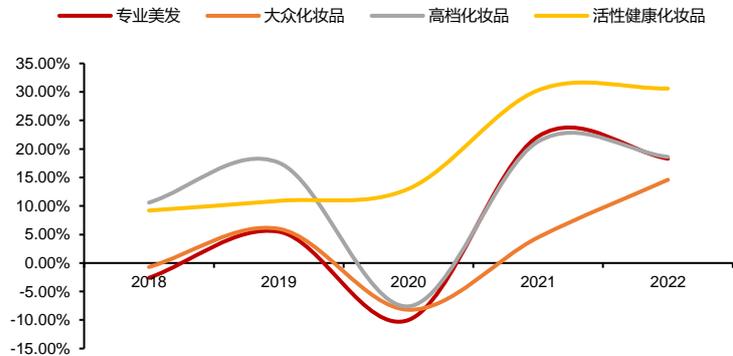
22 年 10 月，欧莱雅集团完成对美国高端院线护肤品牌 Skinbetter Science 的收购。Skinbetter Science 于 2016 年由制药行业专业人士共同创立，是一个以尖端皮肤科学为后盾，将专利有效成分与奢华感官质地相结合的护肤品牌，已成为美国发展最快的医疗配药护肤品牌之一。公司内部认为收购 Skinbetter Science 是对欧莱雅活性健康化妆品事业部品牌组合的完美补充，推动公司进一步开拓健康和美容领域。该品牌已登陆中国市场，入驻天猫开设海外旗舰店，未来增长可期。

图 56: 欧莱雅四大业务产品矩阵



资料来源: 公司官网, skinbetter 官网, 上海证券研究所

图 57: 欧莱雅四大业务增长情况, %



资料来源: 欧莱雅官网, 上海证券研究所

**雅诗兰黛: 不利因素扰动下业绩承压, 美妆巨头静待复苏。**

集团发布 2023H1 财报 (2022 年 7-12 月), 净销售额为 85.5 亿美元 (约合人民币 574.9 亿元), 同比上年同期减少 92 亿, 同比-14%, 创下近 10 年首次跌幅超过 10% 的最低增长; 其中 23Q2 (2022 年 10-12 月), 集团销售额为 46.2 亿美元 (约合人民币 310.64 亿元), 同比-17%; 净收益为 3.9 亿美元 (约合人民币 26.22 亿元), 同比-64%。从 2022 年全年业绩来看 (2022 年 1-12 月), 总销售额为 163.56 亿美元 (约合人民币 1099.78 亿元), 同比-8%; 营业利润

20.34 亿美元（约合人民币 136.77 亿元），同比-36%。业绩下滑主要系受到新冠疫情对市场的负面影响，如消费者的使用需求减少、海南等地的旅游零售渠道的短期压力等。集团预计随着中国消费者逐步恢复国际旅游，以及逐渐回暖的货币环境，集团有信心在 2023 财年第四季度回归增长。

图 58：雅诗兰黛品牌矩阵



资料来源：公司官网，上海证券研究所

美妆护肤板块表现不佳，部分品牌不同程度下滑。按品类分，护肤板块销售额占比仍为最高，23Q2 净销售额为 23.82 亿美元（约合人民币 160.17 亿元），同比-25%。其中，集团热销品牌雅诗兰黛、海蓝之谜、Dr.Jart+和倩碧的销售额均出现下滑，抵消了 The Ordinary 和 Bobbi Brown 销售额增长带来的积极影响。受疫情负面影响，零售商收紧库存、亚洲尤其是中国地区的旅游零售渠道下滑，集团整体护肤板块业绩低迷。2021 年集团收购护肤品牌 The Ordinary，23Q2 在每个销售区都实现了两位数的增长，其新品睫毛+眉毛增长液也取得了不错的市场反馈。Bobbi Brown 的主打产品舒缓卸妆油和面霜的热销也拉动品牌取得销售额增长。

彩妆板块由于疫情扩散以及亚洲等地区旅游限制，使用场景减少，23Q2 彩妆板块净销售额为 12.68 亿美元（约合人民币 85.26 亿元），同比-9%。其中，雅诗兰黛彩妆、TOM FORD 美妆、Too Faced、Smashbox 等均表现不佳。但 MAC 彩妆受益于其 Studio Fix 粉底等主打产品，以及 22 年双 11 推动需求增长，取得了两位数的增长。

收购 TOM FORD 全部业务线，香水业务板块实现快速增长。雅诗兰黛集团宣布以 28 亿美元（约合人民币 197.24 亿元）收购美国设计师品牌 Tom Ford 所有业务，交易预计将在 2023 年上半年完成，是雅诗兰黛集团自成立以来规模最大的一次收购。此前已经处于合作中的美妆、香水业务，现在拓展至时装业务。在美妆

市场整体低迷，高端美妆韧性相对较好的背景下，公司巩固其美妆核心品牌的同时开拓多条业务线。23年上半年（22年7-12月）财报指出，雅诗兰黛品牌和 Tom Ford 在香水板块同 Le Labo 带来不错业绩增长。其中，受 Beautiful Magnolia Intense、Oud Wood、Ombre Leather 等香水的推动，雅诗兰黛品牌和 Tom Ford 美妆净销售额取得了两位数增长；Le Labo 则受益于消费者对该品牌手工产品的持续需求以及假日出行需求，在所有销售区均实现增长。

图 59：雅诗兰黛收购 TOM FORD



资料来源：雅诗兰黛集团官网，上海证券研究所

图 60：TOM FORD 香水产品



资料来源：TF 官网，上海证券研究所

**资生堂：利润承压，中国市场持续低迷。**22 年集团净销售额 10674 亿日元，同比+5.68%；净利润 342 亿日元，同比-27.08%，2022 年资生堂增长缺乏动力。在财报中，集团指出日本国内化妆品市场价格上涨拖累了化妆品购买力；中国上海和海南由于疫情封控导致供应链中断，零售业务受到限制，中国市场环境持续低迷，22 年中国区整体销售额为 134.2 亿元，同比下滑 6%；核心营业利润亏损 2 亿元，在相同可比标准下，去年核心营业利润为 2.1 亿元。据青眼梳理数据指出，2022 年，资生堂中国区销售额出现多年来首次下滑。但中国已然成为资生堂集团最大市场，2022 年中国市场占资生堂集团 24.5%，比日本高出约 2%。

**彩妆香水增势迅猛，海外环境低迷下主品牌承压。**22 年主品牌 SHISEIDO 营收略微承压，同比-3%；高端彩妆 NARS 和香水业务同比实现增长，同比分别为+22%、+12%；集团其他品牌来看，CPB (+6%)、IPSA (-11%)、Elixir (-7%)、ANESSA (+2%)。海外美妆市场方面，疫情防控下中国市场环境低迷，线下零售受阻以及供应链中断影响巨大，欧美美妆市场消费稳步回升，各品类也呈现强劲增长态势。

**加码创新投资，持续深化本土创新。**公司在 150 周年发布会上宣布将设立投资本土创新专项投资基金资悦基金，其规模最高可达 10 亿人民币，旨在在中国布局重组胶原蛋白，计划结合双方产品研发、原料供给和渠道资源等优势，探索功能性护肤产品的合作空间。未来几年内，资生堂集团将持续投资，在中国打造其全球第二大研发中心，持续深化针对中国消费者的皮肤研究、孵化

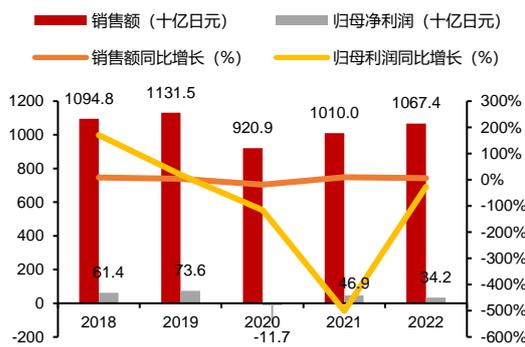
包括医学美容和口服美容在内的本土创新，并携手各方加速开源创新。

图 61：资生堂旗下美妆个护品牌



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 62：2018-2022 资生堂营收及增速



资料来源：公司官网业绩演示材料，上海证券研究所

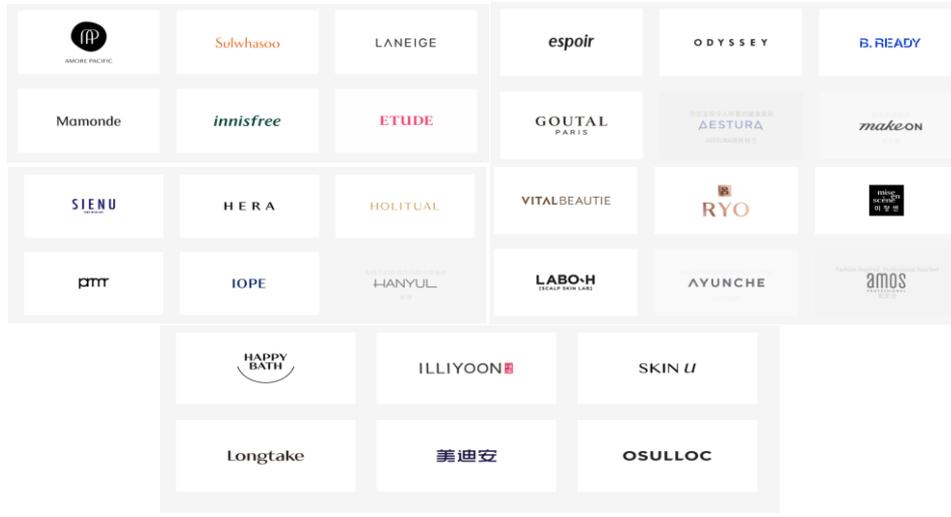
图 63：怡丽丝尔胶原蛋白技术乳液



资料来源：怡丽丝尔官方微博，上海证券研究所

爱茉莉太平洋：营收利润双降，韩系品牌持续低迷。2022 年，爱茉莉太平洋总营收 44950 亿韩元（约合人民币 247.2 亿元），同比-15.6%；净利润 1492 亿韩元（约合人民币 8.2 亿元），同比-48.9%。其中，北美市场和欧洲市场表现强劲，营收分别同比+83%和+37%；但亚太区域营收同比-24%，中国市场占其亚洲市场销售额的 60%，期内营收同比-30%。

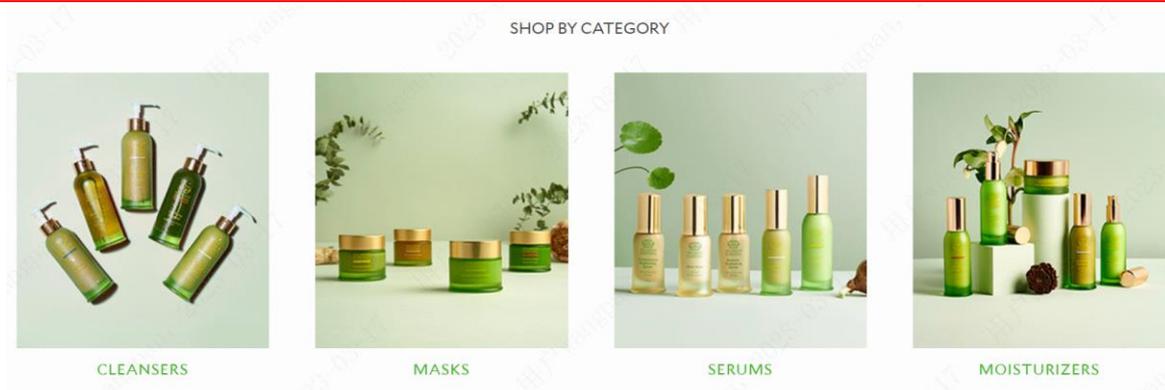
图 64: 爱茉莉旗下美妆品牌



资料来源: 爱茉莉太平洋官网, 上海证券研究所

**亚洲市场碰壁，转战北美。**22 年 9 月公司宣布将向其美国业务投资 1680 亿韩元（约合人民币 8.5 亿元），以收购美国奢侈美容品牌 Tata Harper。Tata Harper 成立于 2010 年，该品牌主打天然有机和纯净护肤，该品牌在美国已拥有 25 家在线商店和 800 多家线下零售渠道，并已进军中国市场，开通天猫官方旗舰店。收购 Tata Harper，集团通过联合研发、改进生产和物流等方式提高 Tata Harper 的营利能力；推动产品线的丰富以及品牌竞争力的提升，业务拓展朝北美和欧洲市场进一步进军，并重新调整战略扩大其在亚洲市场的影响力。收购后，爱茉莉太平洋还将通过针对性的内部流程梳理和规范化管理来提高品牌效益，预计未来疫情等不利影响减弱下，亚洲市场将重拾信心。

图 65: 爱茉莉太平洋收购 Tata Harper



资料来源: Tata Harper 官网, 上海证券研究所

### 3.5 建议关注标的：竞争格局优化，龙头彰显成长韧性

**华熙生物：收入有望持续高增，多品牌多渠道驱动发展。**四轮驱动发展模式下，公司孵化新品与多元业务战略并行推进，营收保持高速稳健增长。22年公司实现营收63.59亿元，同比+28.53%；实现归母净利润9.7亿元，同比+24%；扣非归母净利润为8.63亿元，同比+30.06%。推算22Q4实现营收20.39亿元，同比+5.32%；实现归母净利润2.93亿元，同比+29.07%。

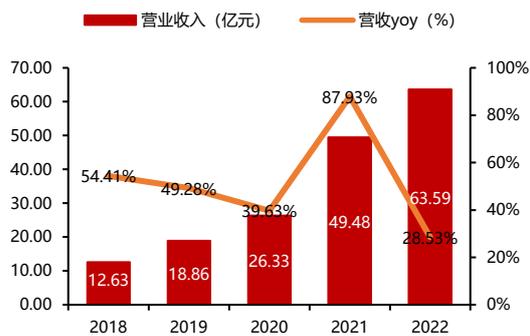
**加码胶原蛋白业务，推动合成生物技术创新。**公司已经搭建合成生物学全产业链平台，合成生物研发产业基地已投入使用。**原料方面**，胶原蛋白项目已进入中试，正在稳步推进，已制备可用于妆品的公斤级原料，推出动物源胶原蛋白、重组人源胶原蛋白、水解胶原蛋白（肽）等原料产品，公司表示将把胶原蛋白打造成继透明质酸之后的第二大战略性生物活性物。多款产品物质已通过合成生物技术完成发酵工艺验证，另外依克多因终端分类界定逐渐明朗，公司多款基于依克多因原料布局的终端产品研发持续推进中，建成了全球分子量覆盖最广的人体三大多糖库。**医美产品方面**，公司两款单相填充剂即将完成注册申报工作，等待取得III类医疗器械注册证；三类医疗器械水光产品已经进入临床试验阶段，研发先发优势提升公司产品在“械III时代”竞争力。**功能性化妆品方面**，22年双十一期间，公司旗下品牌润百颜在天猫、抖音、快手三大电商渠道营收均“破亿”，其屏障调理次抛强势位列天猫护肤必买榜TOP1；夸迪双十一期间荣获天猫美妆美容护肤TOP16、国货排名第三；米蓓尔明星单品“蓝绷带”获得涂抹面膜国货榜单第一，“粉水”位列爽肤水类目国货第一；Bio-MESO肌活“糙米水”期间多次霸榜天猫爽肤水好评榜、加购榜TOP1，多个品牌在双十一期间均获得优异成绩，公司品牌矩阵健康发展、“量肤定制”护肤方案深入消费者内心。**功能性食品方面**，积极研发其他生物活性物原料，食品级GABA完成升级开发，5-ALA成功实现放量生产。长期来看，随着国内加快推进无菌HA项目落地以及海外市场的扩建，合成生物将接力透明质酸，不断提高公司业绩天花板。

**护肤品品牌声量提升，四大品牌品类差异化优势日趋凸显。**以科技赋能底层产品力，“润百颜”、“夸迪”22年线上销售合计超27亿营收量级，“肌活”近10亿，“米蓓尔”超5亿，品牌声量提升。以大单品带动品牌向产品系列化扩展，9个护肤品单品GMV破亿。公司已进入提高收入质量、改善运营效率、深挖目标用户、优化市场渠道、深化品牌根基的精细化运营阶段。四大品牌坚持长期投入，定位清晰，逐步走向正循环。润百颜和夸迪品牌客单价相对更高，米蓓尔和BM肌活核心用户为年轻的Z世代

人群。米蓓尔主打敏感肌修护，38 节前发布 3A 紫精华新品定位敏感肌抗衰，打破敏感肌抗老问题困局。

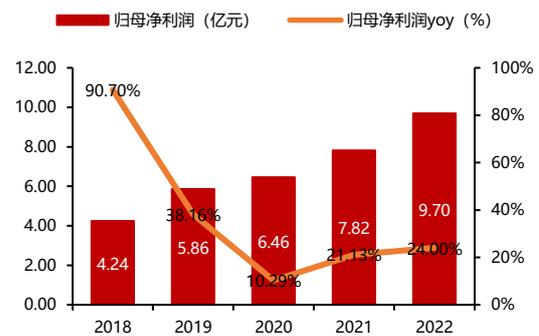
**研发驱动，布局前瞻。**公司高度重视战略性投入，以合成生物为驱动，建设全球最大中试转化平台，提供科研以及产业转化力量支撑；切入细胞培养基赛道，与乐敦制药、BMS 等共同投资成立华熙厚源，进军细胞培养基领域。医疗终端业务方面，22 年 12 月 14 日，申报的“注射用交联透明质酸钠凝胶”成功获得国家药监局批准上市，公司已共计 7 款获国家药监局批准上市的玻尿酸医美填充针剂，润致系列将有望成为未来发展的主要动力。功能性食品方面，收入在低基数下实现大幅增长，持续加强新产品推广力度。原料业务方面，公司积极开拓海外市场，原料海外业务依然保持较高速增长，2022 年已经备案 3 款化妆品新原料。激励机制方面，不断健全长效激励机制，持续推进股权激励深度绑定员工利益，留存核心骨干。

图 66：2018-2022 华熙生物营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 67：2018-2022 华熙生物归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 19：华熙生物四大业务板块

生物活性物原料业务	医疗终端产品	功能性护肤品	功能性食品
滴眼液级、注射级	海力达：骨科注射液（玻璃酸钠注射液）	润百颜：玻尿酸科技护肤的引领者，深耕玻尿酸核心技术外，主打“HA+X”的智慧配方理念。	黑零：已推出 15 个 SKU。
其他生物活性产品：γ-氨基丁酸、聚谷氨酸钠、依克多因、麦角硫因、小核菌胶水凝胶、纳豆提取液、糙米发酵滤液、微美态系列产品等。	海视健：眼科黏弹剂（医用透明质酸钠凝胶）	夸迪：定位为硬核抗老大师，主打冻龄抗初老市场，围绕核心科技组分 5D 玻尿酸及核心技术 CT50 进行高级复配。	水肌泉：推出国内首款玻尿酸水和升级款“水胶囊”。
-	润百颜：软组织填充剂（注射用修饰透明质酸钠凝胶）	米蓓尔：针对敏感肌人群细分市场，量肤定制产品。	休想角落：于 2021 年 8 月正式推向市场，报告期内推出 1.0 系列 3 款创新功能饮品。
-	润致：软组织填充剂（注射用交联透明质酸钠凝胶）	肌活：以年轻人群为起点，专注于“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”二维研发路线。	

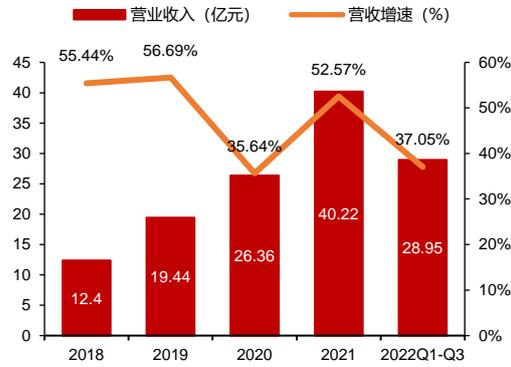
资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

**贝泰妮：敏感肌护肤龙头，加速高端产品线布局。** 专注于敏感肌护肤，不断破圈敏感肌+及功效护肤领域。22Q1-Q3 年公司营收 28.95 亿元，同比+37.05%；归母净利润 5.17 亿元，同比+45.62%。22Q3 延续高增长，实现营收 8.46 亿元，同比+20.65%；归母净利润 1.22 亿元，同比+35.49%。主品牌地位持续凸显，公司加速产品推陈出新，22 年 7 月高端抗衰品牌 AOXMED 上线，并拟拓展功能性食品业务，打造大健康平台。公司稳步推进全渠道布局，注重拓展新兴渠道。

**线上多平台排名靠前，子品牌协同发展。** 22 年天猫美妆双十一预售首日前十品牌中，抖音双十一护肤品销售排行第三，主品牌实力凸显强劲。“薇诺娜冻干面膜”首日破 4 亿，成为天猫预售第一商品。在传统电商天猫、京东、唯品会平台美妆品类中分别位列第 6、2、1 名，兴趣电商抖音、快手平台均排名第 7，连续 5 年霸榜天猫美妆品牌 Top10，主品牌彰显稳健。“特护霜+冻干面膜+防晒乳”三大产品系列销量分别达 400 万瓶、500 万盒、200 万瓶，新品“舒敏保湿特护精华”参与大促首次即取得了 100 万瓶销量，

成绩亮眼，预计成为薇诺娜旗下又一热门单品。子品牌共同发力，薇诺娜 baby 位列天猫婴童护肤榜单第 4。

图 68: 2018-2022Q1-Q3 贝泰妮营收及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 69: 2018-2022Q1-Q3 贝泰妮归母净利润及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 70: 贝泰妮双十一业绩排名情况



资料来源：贝泰妮公众号，上海证券研究所

**珀莱雅：大单品策略逐步兑现，多品牌矩阵成效显著。**公司以产品、内容、运营为主线，构建前中后台高效协同的组织架构，打造“文化-战略-机制-人才”一致性的运营管理体系，在科技研发中持续探索，推出“双抗”、“红宝石”系列大单品，在产品升级创新的同时，继续推行“大单品策略”，完善产品矩阵。22Q1-Q3 年公司营收 39.62 亿元，同比+31.53%；归母净利润 4.95 亿元，同比+35.96%；22Q3 营收 13.36 亿元，同比+22.07%，归母净利润 1.98 亿元，同比+43.55%，多品牌渐入佳境贡献收入增量，盈利维持高增速，强化公司淡季增长韧性。毛利率持续向上，双十一表现亮眼。22Q3 公司毛利率同比提升 5.89pcts 至 71.99%，主品牌和子品牌持续发力，毛利率稳步提升。

**多品牌异军突起，大促表现亮眼。**1) **主品牌珀莱雅：**22 年天猫美妆行业双 11 榜单中，珀莱雅入围美妆行业品牌第五；“双抗面膜”、“红宝石面霜”等在超头直播间备货 25 万组，上架即售罄，品牌势能凸显。2) **彩棠：**22 年双十一期间，抖音平台的 GMV 较同请务必阅读尾页重要声明

比超+380%，抖音彩妆品牌自播账号榜第三位，双十一期间位居天猫彩妆行业位列第10、表现亮眼。

图 71：2018-2022Q1-Q3 珀莱雅营收及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 72：2018-2022Q1-Q3 珀莱雅归母净利润及增速

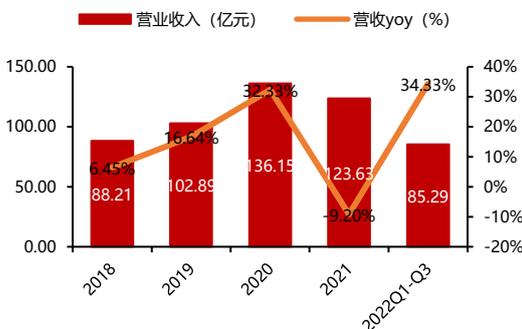


资料来源：公司公告，上海证券研究所

**鲁商发展：拟转让地产业务，聚焦大健康产业提升资产质量。**

公司 11 月 15 日发布公告称拟将所持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至控股股东山东省商业集团或其所属公司。公司构建大健康产品链、大健康服务链、大健康生态链产业生态圈，形成生物医药和生态健康产业双轮驱动，依托“4+N”品牌发展战略，化妆品业务专注微生态护肤、玻尿酸护肤等细分赛道。旗下福瑞达引入优质战投，有望后续在产业资源及品牌营销方面给予公司一定倾斜。22 年归母净利润预计为 0.18-0.54 亿元，与上年同期相比预计减少 3.08-3.44 亿元，同比减少 85%-95%，推算 22Q4 归母净利润亏损 1.0-1.36 亿元，去年同期归母净利润亏损 1.41 亿元，同比亏损收窄。预计 22 年归母扣非净利润 0.36-0.72 亿元，与上年同期相比，将减少 2.88-3.24 亿元，同比减少 80%-90%。瑷尔博士作为公司明星产品，深耕微生态护肤赛道，品牌声量驱动业绩增长。

图 73：2018-2022Q1-Q3 鲁商发展营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 74：2018-2022Q1-Q3 鲁商发展归母净利润及增速



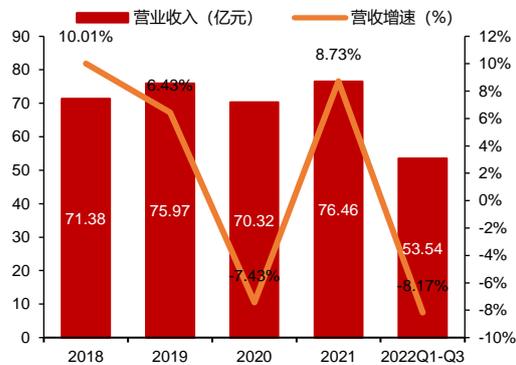
资料来源：Wind，上海证券研究所

**上海家化：疫情拖累业绩，百年日化砥砺前行。**公司业务布局全面，覆盖护肤品、个护家清、母婴等，旗下品牌矩阵丰富。公司重视研发创新，持续缩短新品研发周期，积极促进品牌焕新。

公司工厂地处上海，重要仓库位于江苏昆山和同里等地区，上半年上海疫情对其生产和物流造成较大的不利影响，拖累业绩增长。22Q1-Q3 营收 53.54 亿元，同比-8.17%，归母净利润 3.13 亿元，同比-25.51%，由于低毛利的个护家清品类收入增长，高毛利的护肤品类收入下降，公司整体毛利水平下降。22Q3 营收 16.39 亿元，同比+1.17%；归母净利润 1.56 亿元，同比+15.55%。

**布局香氛赛道，开拓外延增长。**公司不断加快拓展新品类步伐，22Q3 正式投资中国香氛香薰品牌“节气盒子”，官宣进入香氛品类赛道。除资金方面投入，公司还会对“节气盒子”进行全方位、定制式赋能，以大船带小船模式，与品牌共同成长，促进品牌新生。布局新赛道将有利于实现公司产品矩阵的内生外延，持续优化全品牌、全渠道经营。

图 75：2018-2022Q1-Q3 上海家化营收及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 76：2018-2022Q1-Q3 上海家化归母净利润及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 77：节气盒子四季主题产品



资料来源：36 氪，上海证券研究所

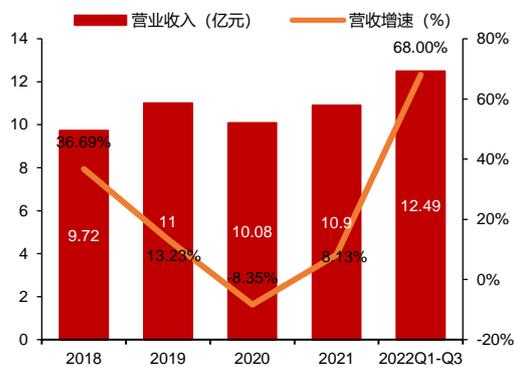
**科思股份：防晒日化小巨人，新品有序推进。**公司是全球领先的日用化学品原料制造商，业务范围涵盖防晒剂等化妆品活性成分及其原料、合成香料。22Q1-Q3 公司实现营收 12.49 亿，yoy+68.0%，归母净利润 2.54 亿元，yoy+127.4%。22Q3 实现营

业收入 4.29 亿元，yoy+82.53%，归母净利润 1.07 亿元，yoy+325%，营收利润同比均高增；盈利能力环比提升并跃居 21 年来的高位水平，主要受益于海外消费需求恢复增长、公司调价措施逐步落地、产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放等因素。以产品为主导，重视产品的研发与产业化，形成了丰富的产品线。防晒剂产品已覆盖现今市场上主要化学防晒剂品类，涵盖 UVA、UVB 所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所需的产品。防晒产品监管政策严格，准入门槛较高，优质供应商能为下游客户提供较为稳定性的合作以及优质的产品。公司已发展成为全球最主要的化学防晒剂制造商，2021 年 5 月防晒剂产品约占全球市场份额的 30%。

22 年预计归母净利润同增 170.95%-201.05%，公司市场地位的稳步提升以及募投项目产品逐步放量，叠加疫后出行需求回暖，竞争对手巴斯夫产能受限。公司自 21Q4 以来基于原材料和海运价格大幅上涨采取产品价格调整措施逐步落地，整体产能利用率提升，新产品产能逐步释放，助力公司主营业务毛利率提升。作为全球最主要的化学防晒剂制造商，形成了从实验室到工业化生产的研发和转化体系，具备完整的产品线和严格的品质管理，与下游客户建立了稳定的合作关系，化妆品防晒行业景气度高，伴随新型防晒剂与化妆品原料工艺取得进展，及品牌矩阵丰富，预计将为公司打开中长期持续成长空间。

**拟发可转债，布局高增长个护原料赛道。**22 年 9 月 9 日公司公告，拟向不特定对象发行可转债不超 8.28 亿元，将投资于安庆科思化学高端个人护理品及合成香料项目（一期）和安庆科思化学年产 2600 吨高端个人护理品项目。该计划的顺利实施有利于公司防晒剂市场龙头地位的夯实，加速对氨基酸表面活性剂和高分子增稠剂等高增长赛道的布局规划，打开公司增长天花板，充分把握防晒剂市场发展节奏和个护市场机遇。

图 78：2018-2022Q1-Q3 科思股份营收及增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 79：2018-2022Q1-Q3 科思股份归母净利润及增速

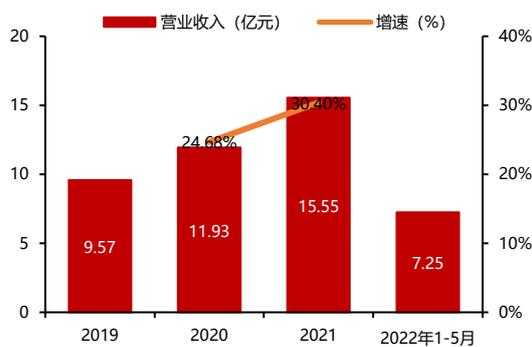


资料来源：公司公告，上海证券研究所

**巨子生物：重组胶原蛋白龙头，核心品牌驱动业绩高增。**公司成立于2000年，2022年11月4日在港交所成功上市。公司深耕功效性护肤品、医用敷料、保健食品等领域，重点布局重组胶原蛋白赛道，持续推进产品研发。公司重组胶原蛋白库中有33种不同类型的重组胶原蛋白，涵盖多种功效，可以通过仿生组合的方式来达到功效加成。21年营收15.55亿元，同比+30.40%；净利润为8.28亿元，同比+0.20%。营收高增主要来自于专业皮肤护理产品旗下可复美、可丽金两大主力品牌。22年1-5月营收7.25亿元，净利润达3.14亿元。可复美以重组胶原蛋白为核心技术成分，以解决敏感、皮炎痤疮、美容项目后护理等肌肤问题为导向，在改善肌肤问题、调节肌肤亚健康状态、修护受损肌肤屏障等方面持续专研；可丽金于2009年推出，定位为中高端多功能功效性皮肤护理品牌。

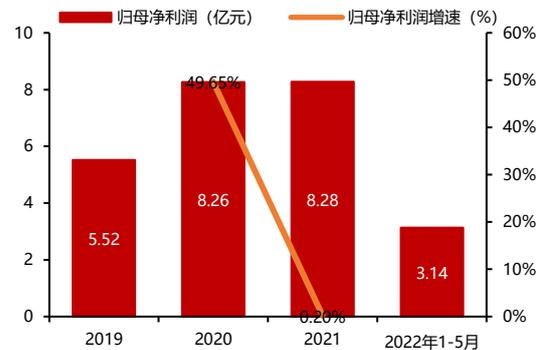
**线上销售三位数增长，胶原蛋白第一股迎来发展黄金期。**22年双十一期间，公司旗下品牌可复美全渠道GMV同比增长超130%，持续领跑行业。据22年双十一数据表现，可复美天猫官旗GMV同比增长125%。可复美多平台高质量增长，其在天猫医疗器械类目销售榜单、面部健康类目、伤口敷料类目、保健用品类目4个销售榜单中均位列Top1；同时斩获京东双十一医用美护类目榜单Top1，彰显品牌实力。未来公司将在支持皮肤管理主营业务的同时，重点布局肌肤焕活市场，有望突破更高成长天花板。

图 80：2018-2022 年 1-5 月巨子生物营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 81：2018-2022 年 1-5 月巨子生物净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 82: 巨子生物业务范围



资料来源: 巨子生物招股书, 上海证券研究所

## 4 投资建议

出行及服务高频数据显示消费复苏节奏加快, 综合医美及化妆品行业节日季节性特征、类刚需消费属性、企业自身边际变化、行业趋势及当下估值, 我们建议关注: 疫后线下消费场景修复, 刚需属性较强, 伴随行业景气度变化, 估值有望抬升的美护龙头企业。医美板块看好天使针进入放量期、拿证壁垒强、产品布局前瞻丰富、估值较低、PEG1.3X左右的医美针剂龙头**爱美客**; 建议关注医美板块业务增长亮眼, 管线布局丰富的**华东医药**。看好美妆赛道长期韧性, 化妆品板块建议关注卡位高增长高景气赛道, 纳入港股通, 天花板尚远的胶原蛋白龙头企业**巨子生物**, 其具有核心专利技术壁垒, 线下渠道及新品增长曲线均有向上优化空间, 线上增速强劲。建议关注品类品牌矩阵完善, 推新速度快且方法论完备, 多维度构建品牌壁垒的**珀莱雅**; 关注股价回调幅度较大, 人事组织变革, 新品AOXMED线下渠道铺设有序推进的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**, 及聚焦专业化、高端化、体验化, 持续优化运营模式, 降本增效下盈利能力有望改善的**上海家化**; 建议关注商业模式稀缺, 连锁化率有望提升的国内领先的一站式美丽与健康服务龙头**美丽田园医疗健康**; 建议关注以玻尿酸为基本盘, 医美业务产品管线清晰, 研发加码布局合成生物学及胶原蛋白赛道的**华熙生物**; 以及剥离地产, 聚焦大健康拓展胶原蛋白业务, 估值相对较低的**鲁商发展**。

## 5 风险提示:

- 1) **行业竞争加剧。**国际国内品牌进入者较多，行业竞争加剧；
- 2) **消费需求不及预期。**若 2023 年宏观经济面临下行趋势，消费者购买力也将下降，需求将受到较大影响，美妆行业盈利能力将面临下行风险；
- 3) **疫情反复导致消费意愿被抑制。**若疫情持续反复，物流受阻，将对消费者消费意愿产生影响，对医美及化妆品行业冲击显著；
- 4) **法律诉讼风险。**由于广告投放审查不当、医疗事故等问题产生的消费者纠纷。
- 5) **第三方线上数据统计口径差异风险。**由于双十一线上销售数据来自第三方平台整理统计，可能存在口径差别和其他人为误差。
- 6) **监管加强风险。**面对日趋严格的行业监管政策，企业若无法及时调整，适应新规要求合规化生产，可能面临被清出市场风险。

### 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。