

社服化妆品行业

重组胶原蛋白植入剂先发者锦波生物，高研发护航

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势

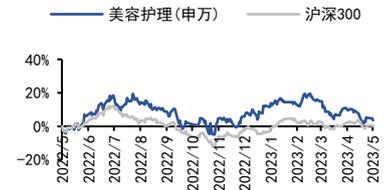
投资要点:

➤ **锦波生物：抗毒蛋白到重组胶原蛋白，敷料、护肤、植入剂全面布局。**公司2008年成立，2014年突破重组胶原蛋白，2021年市面唯一重组胶原蛋白三类械产品薇旎美冻干纤维获批上市，2022年公司营收3.9亿元同增67%、归母净利润破亿同增90%，2023年3月24日北交所过会。2021-2022年薇旎美带动公司毛净利率显著回升，毛利率分别为82.3%/85.4%，归母净利率分别为24.6%/28.0%。2015-2022年销售费用率由15.5%提升至26.9%，但相较于行业水平仍较低，留有充足营销空间；2017-2022年研发费用率从5.1%攀升至11.6%，持续加大研发投入，且处于行业领先地位。产品结构优化拉升公司整体盈利能力，2022年重组胶原蛋白产品营收3.34亿元，占比增长至85.6%，毛利率提升至86.1%。多品牌策略构建品牌梯度，薇旎美22H1品牌营收6228万元，占比40.4%。自有品牌线下直销占比提升，薇旎美带动医美机构渠道放量。自主研发+产学研合作，生产按月度计划高效执行，研发人员、研发投入、发明专利数量不断攀升，支撑长期技术优势。本次发行拟募资4.7亿元，其中研发端拟投入2.3亿元支持重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发，销售端拟投入1.5亿元进行品牌建设及市场推广，夯实长期经营的关键环节。

➤ **化妆品：4月，淘系化妆品GMV168.51亿元/yoy+3.9%，其中护肤121.07亿元/yoy+0.5%，彩妆47.44亿元/yoy+13.7%；4月抖音美妆护肤GMV94.08亿元/yoy+50.53%，占淘系化妆品GMV55.83%。**4月化妆品线上销售回暖，彩妆表现更为突出，抖音延续高增。推荐巨子生物，深耕重组胶原蛋白高成长赛道，研发和品牌优势领先，妆字号产品放量逻辑顺畅，渠道发力线上直销。推荐珀莱雅，公司大单品策略持续提升盈利能力，运营和组织优势保障业绩持续兑现。推荐丸美股份，主品牌线上转型成效显著，第二品牌恋火放量。建议关注拟剥离地产业务聚焦大健康产业的鲁商发展，以及国货化妆品龙头贝泰妮、华熙生物。

➤ **免税：2023年Q1海南离岛免税销售额168.70亿元，同比+15%；免税购物实际人次223.6万人次，同比+27%；客单价7544元/人，同比-10%。**开年以来海南线下流量迅速复苏，疫后客流回补叠加春节活动共同拉动离岛免税购物人次增长，但客单价下滑消费力仍有承压。推荐王府井，全牌照免税运营商即将成型，兼顾疫情后线下场景消费复苏+市内免税巨大空间。建议关注中国中免，公司在各渠道和格局端均维持优势，具备价值属性同时存在一定的弹性。关注海南国资背景物业主在商业环境改善、行业正规化过程中的红利释放，建议关注海南机场。

➤ **风险提示：供应链和终端消费需求复苏不及预期，化妆品行业竞争加剧，线下流量恢复不及预期。**



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号：S0210522050006
 邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠
 执业证书编号：S0210523040002
 邮箱：lsl3916@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《月度专题：大师级专业彩妆毛戈平传承东方美学》— 2023.04.06
- 2、《月度专题：“38”大促有望助推化妆品景气度》— 2023.03.05
- 3、《月度专题：掘金功效护肤时代——抗衰篇》— 2023.02.07

正文目录

1.	锦波生物：重组胶原蛋白植入剂先发者，高研发护航.....	1
1.1	历程：抗毒蛋白到重组胶原蛋白，敷料、护肤、植入剂全面布局.....	1
1.2	股权及高管：管理层经验丰富，总经理为华熙生物原 CEO.....	1
1.3	优质财务：高研发费用率保障技术领先，低销售费用率留有营销空间.....	3
1.4	全品类产品：重组胶原蛋白突破，二三类器械、护肤品全面布局.....	4
1.5	多品牌：构建品牌梯度，薇旖美占比四成.....	5
1.6	灵活渠道：高度匹配产品结构变化.....	7
1.7	先发优势：率先获批重组三类械，护肤级原料实现突破.....	8
1.8	研发：组织明晰，流程高效，按月度计划生产.....	11
1.9	生产及募资：核心原料产能提升，募资进行研发及品牌建设.....	13
2.	化妆品行业跟踪.....	13
2.1	化妆品行业数据跟踪.....	14
2.2	化妆品板块行情回顾.....	15
2.3	化妆品行业重点公司公告.....	17
2.4	化妆品行业动态.....	18
3.	免税行业跟踪.....	19
3.1	免税行业数据跟踪.....	19
3.2	免税板块行情回顾.....	23
3.3	免税行业重点公司公告.....	24
3.4	免税行业动态.....	24
4.	风险提示.....	25

图表目录

图表 1:	锦波生物发展历程.....	1
图表 2:	股权结构集中，实控人持股 64%.....	1
图表 3:	核心高管研发背景突出.....	2
图表 4:	21-22 年毛利率回升.....	3
图表 5:	21-22 年归母净利率显著提升.....	3
图表 6:	销售费用率处于行业中等水平.....	3
图表 7:	22 年管理费用率明显下降.....	3
图表 8:	研发费用率行业领先.....	3
图表 9:	22 年平均 ROE28%.....	3
图表 10:	重组胶原蛋白医疗器械产品占比提升.....	4
图表 11:	分产品营收占比.....	5
图表 12:	分产品毛利率.....	5
图表 13:	自有品牌品类布局全面，薇旖美 22H1 占比 40%.....	5
图表 14:	自有品牌营收结构.....	6
图表 15:	贴牌品牌营收结构.....	6
图表 16:	规格与价格形成差异化布局.....	6
图表 17:	分品牌类型的渠道拆分.....	7
图表 18:	公司整体按终端客户划分的渠道结构.....	8
图表 19:	三类械按终端客户划分的渠道结构.....	8
图表 20:	二类械按终端客户划分的渠道结构.....	8
图表 21:	功能性护肤品按终端客户划分的渠道结构.....	8
图表 22:	薇旖美竞品对比.....	9

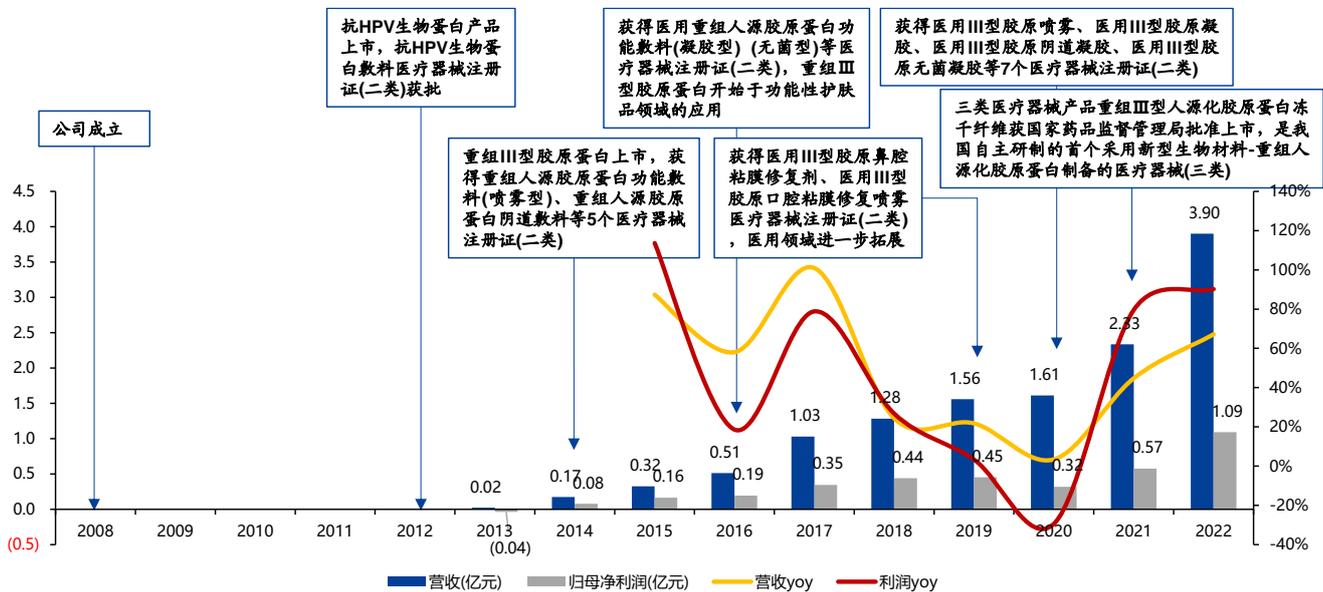
图表 23: 市场唯一重组胶原蛋白三类械薇美快速起量	10
图表 24: 重组III型人源化胶原蛋白创新点	10
图表 25: micoreCol.III成分样品人体测试体现抗衰功效	10
图表 26: 锦波生物护肤品牌	11
图表 27: 研发流程高效	12
图表 28: 研发部门职能清晰	12
图表 29: 五大核心技术	12
图表 30: 发明专利数量稳步上升	12
图表 31: 研发人员规模扩张	12
图表 32: 2022 年研发支出金额 0.5 亿元	12
图表 33: 原料端产能及利用率	13
图表 34: 产品端产量及产销率	13
图表 35: 募资投入重组胶原蛋白研发&品牌建设级市场推广	13
图表 36: 4 月淘系化妆品大盘 GMV 转正	14
图表 37: 主要品牌 4 月线上销售数据	15
图表 38: 2023 年 4 月申万一级行业涨跌幅排名	16
图表 39: 4 月美容护理涨跌幅变化与超额收益率变动	16
图表 40: 化妆品行业个股 4 月涨跌幅	16
图表 41: 化妆品重点关注公司月度涨跌幅	17
图表 42: 化妆品重点公司 4 月公告	17
图表 43: 海南省离岛免税销售额及同比	20
图表 44: 海南省离岛免税购物人次及客单价情况	20
图表 45: 分国别韩国免税店销售额 (亿美元)	20
图表 46: 分国别韩国免税店购物人次 (万人)	20
图表 47: 分国别韩国免税店客单价 (美元/人)	21
图表 48: 分地区韩国免税店销售额情况 (亿美元)	21
图表 49: 分地区韩国免税店客单价情况 (美元/人)	21
图表 50: 分渠道韩国免税店销售额情况 (亿美元)	22
图表 51: 分渠道韩国免税店客单价情况 (美元/人)	22
图表 52: 三亚凤凰机场累计旅客吞吐量	22
图表 53: 海口美兰机场累计旅客吞吐量	22
图表 54: 国内主要一线城市机场累计旅客吞吐量	23
图表 55: 免税行业个股 4 涨跌幅	23
图表 56: 免税重点关注公司月度涨跌幅	23
图表 57: 免税重点公司 2023 年 4 月公告	24

1. 锦波生物：重组胶原蛋白植入剂先发者，高研发护航

1.1 历程：抗毒蛋白到重组胶原蛋白，敷料、护肤、植入剂全面布局

率先突破重组胶原蛋白植入剂。公司 2008 年成立，核心产品涵盖两大生物蛋白原料，以抗 HPV 生物蛋白起家，2014 年突破重组胶原蛋白，2021 年三类医疗器械产品“重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维”获国家药品监督管理局批准上市，是我国自主研制的首个重组人源化胶原蛋白三类医疗器械，2022 年营收 3.9 亿元同增 67%、净利破亿同增 90%，2023 年 3 月 24 日北交所过会。

图表 1：锦波生物发展历程

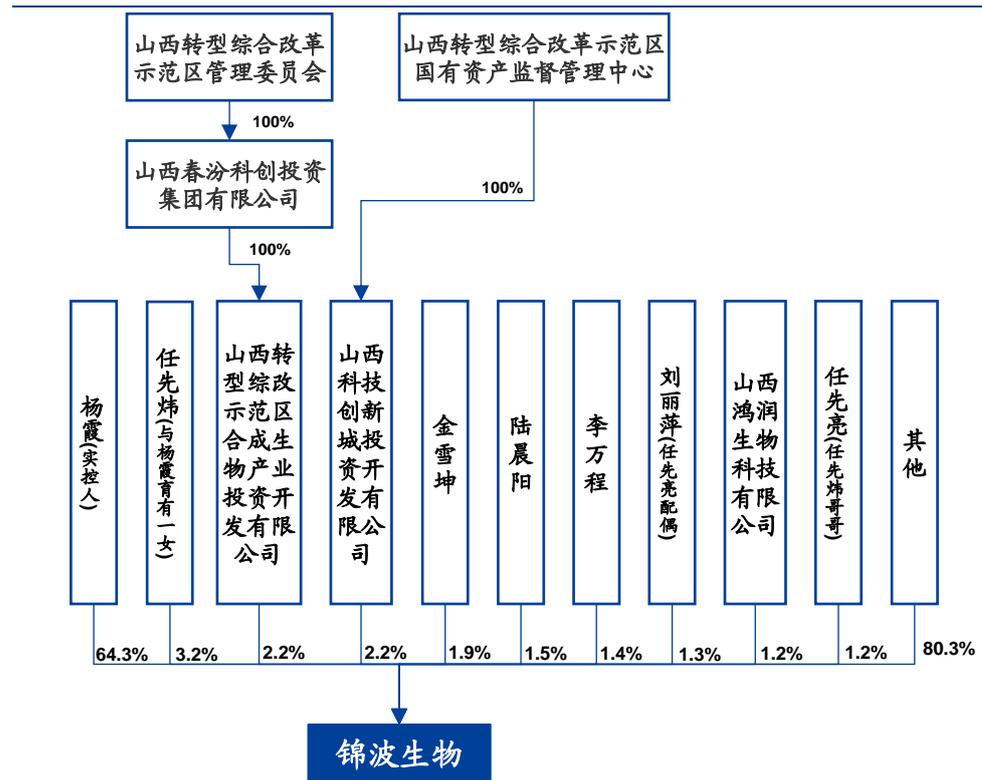


数据来源：Wind，招股书，华福证券研究所

1.2 股权及高管：管理层经验丰富，总经理为华熙生物原 CEO

股权高度集中，核心高管研发经验突出。董事长杨霞为生物工程高级工程师，持股 64.3%，为实际控制人。总经理金雪坤为华熙原 CEO，销售副总为锦波原董事长，现专注销售条线，核心技术人员稳定。

图表 2：股权结构集中，实控人持股 64%



数据来源：招股书，华福证券研究所

图表 3：核心高管研发背景突出

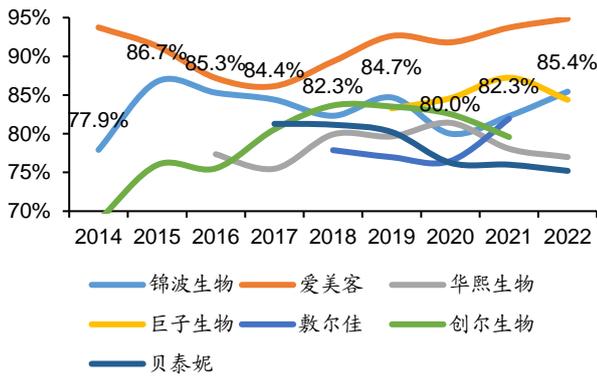
	姓名	职务	学历	年龄	简历
核心技术 人员	杨霞	董事长	硕士	49	曾任妇产科主治医师，2008-2016 年任山西医科大学讲师，2008-2011 年任锦波有限执行董事，2011-2015 年任锦波有限监事，2016 年至今任锦波生物董事长
	金雪坤	董事、总经理	硕士	58	2006-2012 年任百胜（深圳）医疗设备中国区总经理，2012-2018 年任华熙生物 CEO，2021 年至今任锦波生物总经理
核心技术 人员	陆晨阳	董事、副总	本科	55	研发： 曾任太原制药厂研究员、山西省制药工业公司第二制药厂副厂长、山西省医药集团科技质量部部长、华北制药集团山西博康药业总工程师副总，2013-2015 年任锦波有限核心技术人员，2015-2016 年任锦波生物核心技术人员，2016 年至今任锦波生物副总
	李万程	董事、副总	专科	57	销售： 曾任山西博康药业副总，2014-2015 年任锦波有限销售总监、副总， 2015-2016 年任锦波生物董事长、总经理、销售总监 ，2016 年至今任锦波生物副总
	唐梦华	董事、副总、 董秘	硕士	36	董秘： 曾就职于中原证券投行部，2019 年至今任锦波生物副总，2020 年直接任锦波生物董秘
核心技术 人员	兰小宾	副总	硕士	36	研发： 2008-2015 年任锦波有限研发部经理，2015 年至今任锦波生物研发二部经理
	薛芳琴	副总、CFO	本科	52	财务： 注会、税务师，曾任水产公司会计主管、会计师事务所项目经理、中煤集团部门财总，2017 年至今任锦波生物 CFO
核心技术 人员	何振瑞	职工监事	硕士	40	研发： 2009-2015 年任锦波有限研发部副经理，2015 年至今任锦波生物研发一部经理

数据来源：Wind，招股书，华福证券研究所

1.3 优质财务：高研发费用率保障技术领先，低销售费用率留有营销空间

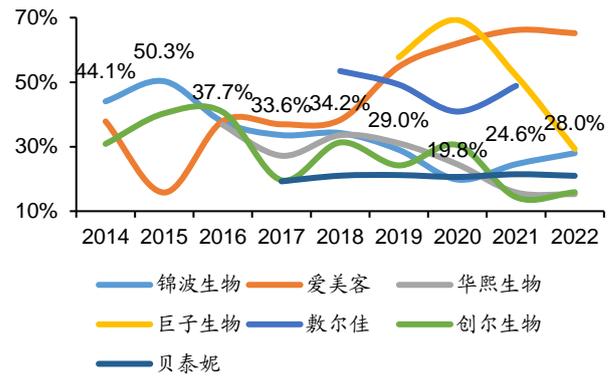
毛利率稳中上升，归母净利率总体下降略有回升。2015-2020年，公司毛利率从86.7%下降至80.0%，归母净利率从50.3%降至19.8%；2021-2022年薇旻美致毛净利率显著回升，毛利率分别为82.3%/85.4%，归母净利率分别为24.6%/28.0%；与同类公司相比毛利率领先，归母净利率处于中等水平。

图表 4：21-22 年毛利率回升



数据来源：Wind，华福证券研究所

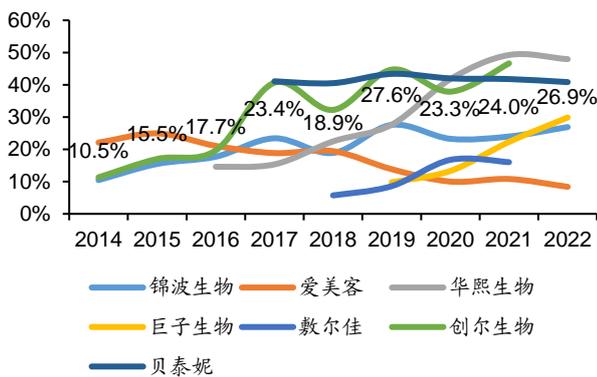
图表 5：21-22 年归母净利率显著提升



数据来源：Wind，华福证券研究所

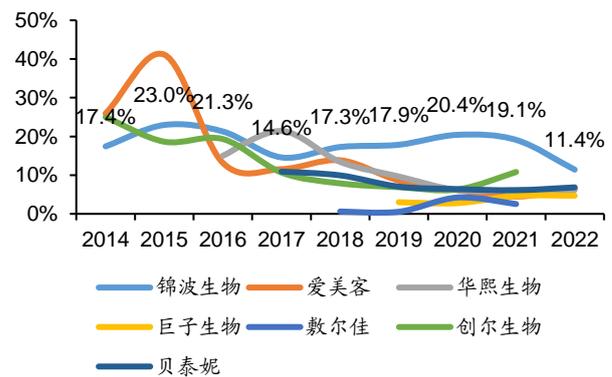
管理费用率下行，研发费用率行业领先，增长期销售费用率提升空间充足。2015-2022年，销售费用率上行，由15.5%提升至26.9%，但相较于行业水平较低，仍留有充足营销空间；管理费用率由23.0%降至11.4%，规模效应有所显现。2017-2022年研发费用率从5.1%攀升至11.6%，持续加大研发投入，且处于行业领先地位。

图表 6：销售费用率处于行业中等水平



数据来源：Wind，华福证券研究所

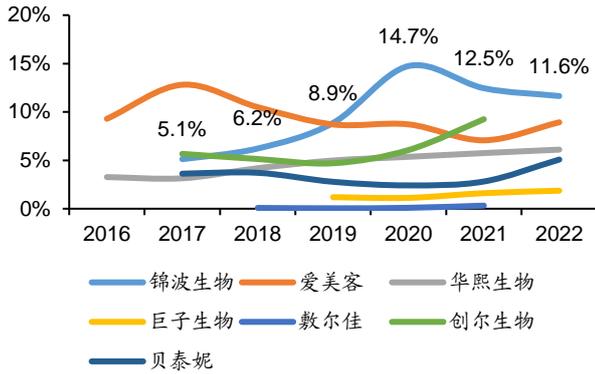
图表 7：22 年管理费用率明显下降



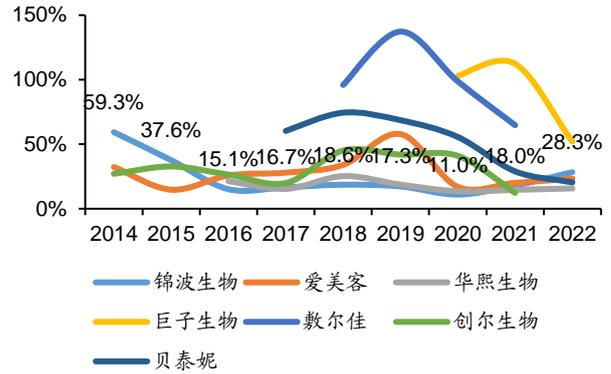
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 8：研发费用率行业领先

图表 9：22 年平均 ROE28%



数据来源: Wind, 华福证券研究所



数据来源: Wind, 华福证券研究所

1.4 全品类产品：重组胶原蛋白突破，二三类器械、护肤品全面布局

重组胶原蛋白产品营收占比大，抗 HPV 生物蛋白毛利率高。重组胶原蛋白以敷料起家，拓展至化妆品，2021 年推出明星产品薇旖美，为市面唯一重组胶原蛋白植入剂，产品结构优化拉升公司整体盈利能力，2022 年重组胶原蛋白产品营收 3.34 亿元，占比增长至 85.6%，毛利率提升至 86.1%，长期看重重组胶原蛋白在医用领域储备丰富。抗 HPV 生物蛋白为公司起家业务，2019 年以来维持 86% 以上的高毛利率，以金波品牌为主，主要应用于医用妇科领域。

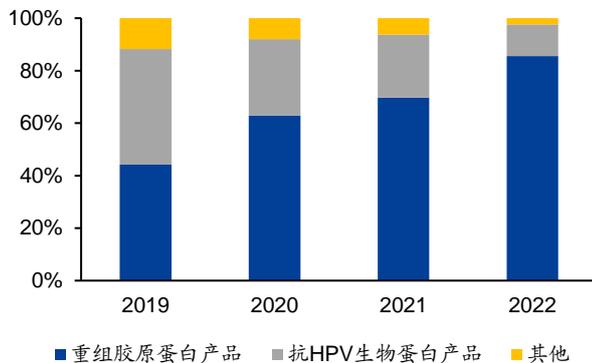
图表 10: 重组胶原蛋白医疗器械产品占比提升

产品分类	产品类别	产品	代表品牌	代表细分产品	应用领域	终端客户	2021 年	2022H1	2022 年
重组胶原蛋白产品	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	薇旖美	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	皮肤科	医疗机构	营收 8148 万元，占比 35%	营收 8990 万元，占比 58%	营收 3.34 亿元，占比 86%
		重组胶原蛋白皮肤修复敷料	薇旖美	医用 III 型胶原蛋白溶液	外科				
		重组胶原蛋白黏膜修复敷料	薇旖美	医用重组人源胶原蛋白功能敷料(凝胶型)(无菌型)	外科				
	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	肌频	164.88 肌频活性蛋白面部精华原液	日用护肤	终端消费者	营收 7024 万元，占比 30%	营收 2946 万元，占比 19%	
		胶原蛋白面膜	肌频	肌频 164.88 生物蛋白面膜					
抗 HPV 生物蛋白产品	医疗器械	抗 HPV 生物蛋白敷料/膜	金波	抗 HPV 生物蛋白敷料	妇科	医疗机构	营收 5573 万元，占比 24%	营收 4670 万元，占比 12%	
			新洛	抗 HPV 生物蛋白隐形膜					

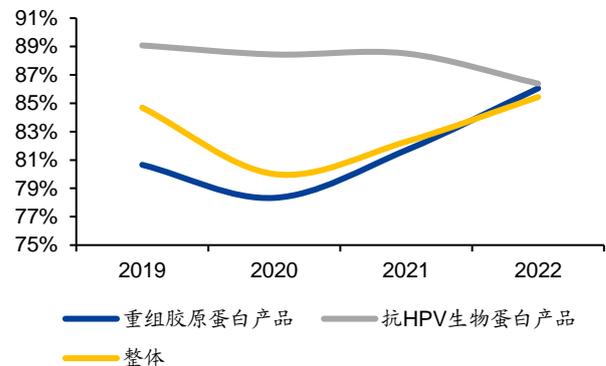
数据来源: Wind, 招股书, 华福证券研究所

重组胶原蛋白产品毛利率攀升，抗 HPV 生物蛋白产品毛利率居高。重组胶原蛋白产品毛利率 2020-2022 年由 78.3% 升至 86.1%，预计仍将保持高毛利率；抗 HPV 生物蛋白产品 2019-2022 年维持 86% 以上的高毛利率。重组胶原蛋白产品占比提升拉升公司整体毛利率，19-22 年公司毛利率分别为 84.7%/80.0%/82.3%/85.4%。

83.4%。

图表 11: 分产品营收占比


数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 12: 分产品毛利率


数据来源: Wind, 华福证券研究所

1.5 多品牌: 构建品牌梯度, 薇旖美占比四成

多品牌策略构建品牌梯度, 薇旖美 22H1 表现亮眼。锦波生物自有品牌品类布局全面, 薇旖美 22H1 品牌营收 6228 万元, 占比 40.4%; 薇芙美 22H1 营收 646 万元, 占比 4.2%; 肌频 22H1 品牌营收 1188 万元, 占比 7.7%; 金波 22H1 品牌营收 2186 万元, 占比 14.2%。贴牌品牌方面, 博纳赫在 22H1 品牌营收 868 万元, 占比 5.6%。

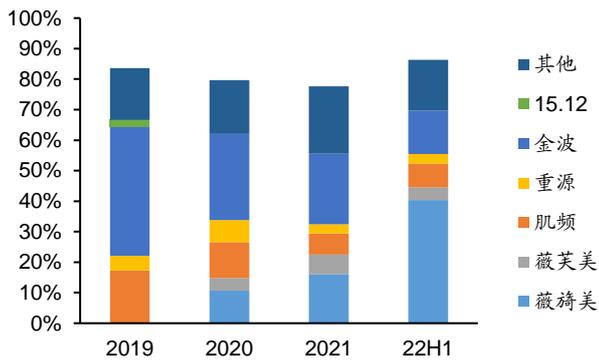
图表 13: 自有品牌品类布局全面, 薇旖美 22H1 占比 40%

产品大类	细分品牌	产品细类	产品名称	22H1 营收 (万元)	产品占比	22H1 品牌营收(万元)	品牌占比
重组胶原蛋白产品	薇旖美	医疗器械	重组人源化胶原蛋白植入剂	4,435	28.8%	6,228	40.4%
			重组胶原蛋白皮肤修复敷料	1,790	11.6%		
		功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	3	0.0%		
	薇芙美	医疗器械	重组胶原蛋白皮肤修复敷料	646	4.2%	646	4.2%
	164.88° 肌频	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	667	4.3%	1,188	7.7%
			重组胶原蛋白面膜	427	2.8%		
			重组胶原蛋白水	94	0.6%		
	重源	功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	239	1.6%	492	3.2%
			重组胶原蛋白面膜	230	1.5%		
			重组胶原蛋白水	23	0.2%		
			重组胶原蛋白乳液	0	0.0%		
	其他	医疗器械	重组胶原蛋白皮肤修复敷料	447	2.9%	2,038	13.2%
			重组胶原蛋白黏膜修复敷料	316	2.1%		
		功能性护肤品	重组胶原蛋白精华液	336	2.2%		
重组胶原蛋白面膜			143	0.9%			
重组胶原蛋白膏霜			15	0.1%			

			重组胶原蛋白水	9	0.1%		
			其他	146	1.0%		
		原料	重组胶原蛋白原料	529	3.4%		
		卫生用品	重组胶原蛋白消毒洗护产品	96	0.6%		
抗 HPV 生物蛋白产品	金波	医疗器械	抗 HPV 生物蛋白敷料/膜	2,186	14.2%	2,186	14.2%
		其他	医疗器械	抗 HPV 生物蛋白敷料/膜	79		
	其他	卫生用品	抗 HPV 生物蛋白消毒洗护产品	31	0.2%	109	0.7%
其他产品	其他	医疗器械	其他	259	1.7%	412	2.7%
		功能性护肤品	其他	39	0.3%		
		原料	多肽类产品原料	49	0.3%		
		卫生用品	其他	65	0.4%		
合计				13,302	86.3%	1	86.3%

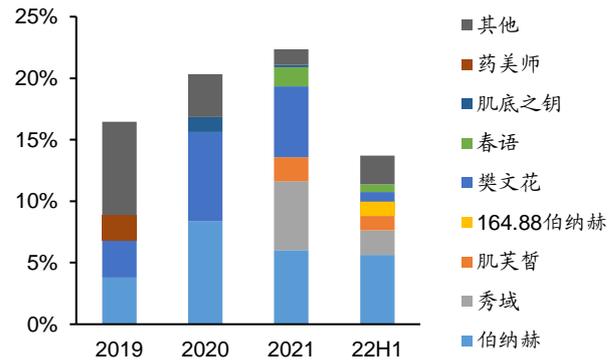
数据来源: Wind, 招股书, 华福证券研究所

图表 14: 自有品牌营收结构



数据来源: 招股书, 华福证券研究所

图表 15: 贴牌品牌营收结构



数据来源: 招股书, 华福证券研究所

以差异化价格和浓度, 提供阶梯式产品, 匹配不同消费层级的需求。其中, 二类械品牌薇琦美与薇芙美, 通过减少薇芙美的胶原蛋白浓度并添加透明质酸钠成分, 与薇琦美做出价格与定位差异化薇琦美终端价格 3800 元/2g, 薇芙美 2000 元/5g。同样策略应用在功能性护肤品中, 通过调整胶原浓度, 将肌频与重源做出差异化, 终端价格肌频 419 元/5 支, 重源 429 元/7 支。

图表 16: 规格与价格形成差异化布局

二类械品牌-薇琦美 VS 薇芙美: 核心差异在成分和浓度					
品牌	二类械浓度	终端价格	单 mg 胶原价格	产品名称	成分
薇琦美	10mg 胶原/2g	3800 元/2g	380 元	医用 III 型胶原蛋白溶液	重组人源胶原蛋白 (III 型)
薇芙美	5mg 胶原/5g	2000 元/5g	400 元	医用重组人源胶原蛋白功能敷料 (凝胶型)(无菌型)	胶原蛋白, 透明质酸钠, 防腐剂
功能性护肤品牌-肌频 VS 重源: 核心差异在浓度					

品牌	5ml 款原液浓度	终端价格	单 mg 胶原价格	产品名称	成分
肌频	2mg 胶原/ml	419 元/5 支	41.9 元	164.88° 肌频活性蛋白面部精华原液	水, 透明质酸钠, 胶原, 聚谷氨酸钠, 羟乙基纤维素
重源	1mg 胶原/ml	429 元/7 瓶	61.3 元	重源胶原蛋白修护精华液	水, 透明质酸钠, 聚谷氨酸钠, 氯化钠, 羟乙基纤维素, 磷酸二氢钠, 胶原

数据来源: 招股书, NMPA, 新氧, 天猫官旗, 华福证券研究所

1.6 灵活渠道: 高度匹配产品结构变化

自有品牌线下直销占比提升, 薇旻美带动医美机构渠道放量。自有品牌线下直销占比从 2019-2022H1 逐步增长, 分别为 5%/26%/27%/31%。薇旻美自上市以来, 带动了医疗美容机构渠道的放量, 2019-2022H1 民营医美机构渠道营收分别为 17/2111/3816/3670 万元。

图表 17: 分品牌类型的渠道拆分

单位: 万元	2019	2020	2021	2022H1
主营业务收入	14,152	16,076	23,337	15,415
yoy		14%	45%	
毛利率	84.7%	80.0%	82.3%	83.4%
OBM	11,824	12,808	18,123	13,302
yoy		8%	41%	
占比	84%	80%	78%	86%
毛利率	85.1%	82.2%	85.6%	86.5%
直销	2,503.74	5,192.46	7,814.98	5,930.44
yoy		107%	51%	
占比	18%	32%	33%	38%
毛利率	83.8%	86.5%	88.2%	88.8%
线下	666.11	4,200.00	6,361.69	4,827.45
yoy		531%	51%	
占比	5%	26%	27%	31%
毛利率	77.7%	87.3%	90.4%	91.8%
民营医疗美容机构	17	2,111	3,816	3,670
美容院及连锁机构	209	1,261	1,059	283
化妆品生产企业	22	277	937	389
其他私立医院诊所	67	143	241	235
个人	262	322	144	35
药店	19	0	1	0
公立医院其他科室(非整形科)	-	2	-	-
其他	71	83	163	215
线上	1837.62	992.46	1,453.29	1,102.98
yoy		-46%	46%	
占比	13%	6%	6%	7%
毛利率	86.1%	83.2%	78.7%	75.6%
经销	9,320.57	7,615.77	10,308.26	7,371.82
yoy		-18%	35%	
占比	66%	47%	44%	48%
毛利率	85.4%	79.2%	83.5%	84.6%
ODM	2,327	3,268	5,214	2,113
yoy		40%	60%	

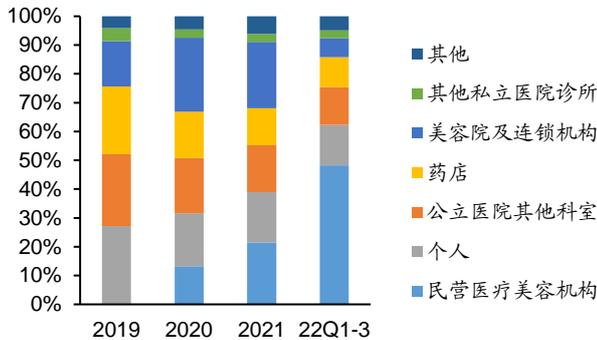
占比	16%	20%	22%	14%
毛利率	74.2%	71.7%	71.1%	64.2%

数据来源：招股书，华福证券研究所

二类械品牌产品结构发生变化，渠道由妇科主导向皮肤科医美机构转型。二类械终端客户从 2019 年至 2022 年 Q1-3 在妇科占比逐年下降，分别为 80.4%/68.3%/60.5%/49.3%。同时皮肤科总占比自 2019 年 15.6%提升至 2022 年 Q1-3 的 70.6%，其中民营医美机构 2022 年 Q1-3 占比 42.8%。

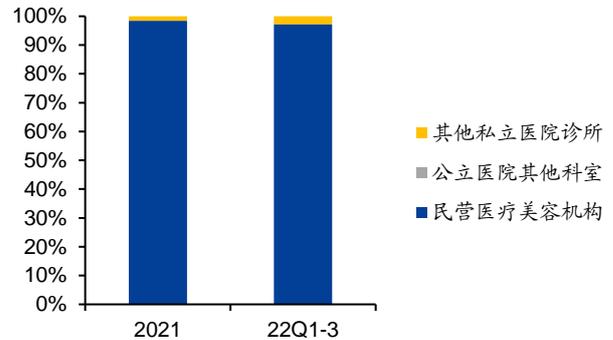
功能性护肤品 C 端客户占比提升至六成。2019-2021 年功能性护肤品终端客户个人占比自 59.6%降至 30%，2022 年 Q1-3 护肤品 C 端占比提升至 64%，渠道结构更加大众化。

图表 18：公司整体按终端客户划分的渠道结构



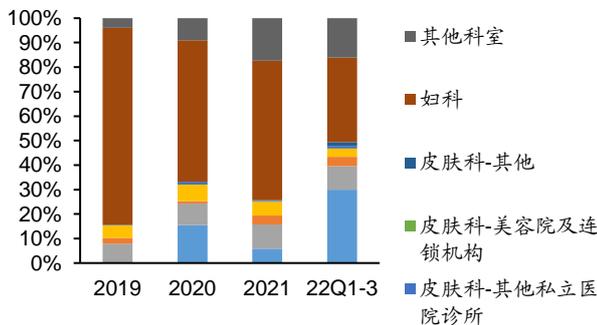
数据来源：招股书，华福证券研究所

图表 19：三类械按终端客户划分的渠道结构



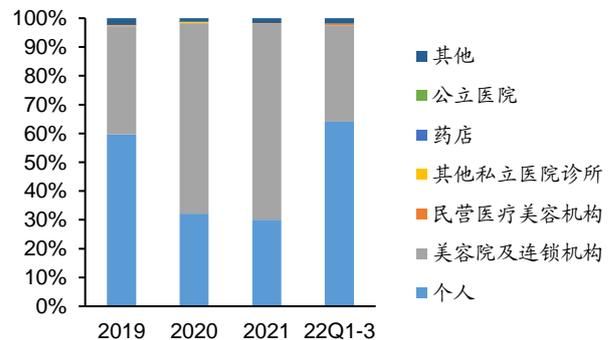
数据来源：招股书，华福证券研究所

图表 20：二类械按终端客户划分的渠道结构



数据来源：招股书，华福证券研究所

图表 21：功能性护肤品按终端客户划分的渠道结构



数据来源：招股书，华福证券研究所

1.7 先发优势：率先获批重组三类械，护肤级原料实现突破

重组胶原蛋白在注射剂中价格带处于中间层，薇旖美具有稀缺性。截止 2023 年，

国内胶原蛋白注射剂仅 6 款获批，其中薇旖美是唯一重组胶原蛋白产品。重组胶原蛋白同类竞品获批在即，预计将驱动行业整体需求扩容。竞争定位方面，价格和持续时长均为再生类>胶原蛋白>玻尿酸，胶原蛋白处于中间地带，若后续市场供给扩容顺利，有望形成价格优势。

图表 22：薇旖美竞品对比

原料种类	品牌	公司	核心成分	产品名称	主打面部部位	适用项目	产品规格	终端价格	有效时长
重组胶原蛋白	薇旖美	山西锦波生物	重组 III 型人源化胶原蛋白	极纯 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维	全脸，眼周	水光	4mg	6800/4mg	3-6 个月
动物源胶原蛋白	双美	台湾双美生物	I 型猪胶原蛋白	肤丽美（凝固性胶原蛋白）	全脸，眼周，轮廓	填充	1ml	8000/一支	8-12 个月
			I 型猪胶原蛋白	肤柔美（非凝固性胶原蛋白）	全脸，额头	水光	0.5ml	4000/一支	3 个月
			I 型猪胶原蛋白	肤莱美（含利多卡因凝固型胶原蛋白）	全脸	填充	0.5ml	16800/一支	8-12 个月
	爱贝芙	荷兰汉福生物	牛胶原蛋白，PMMA，利多卡因	整形用胶原和 PMMA 皮下植入物系统	全脸	填充	0.5ml	10000 元以上/一支	5-10 年
弗缦	长春博泰	牛胶原蛋白（I 型，III 型）	弗缦	苹果肌，泪沟	填充	1ml	6000/一支	3-6 个月	
透明质酸	菲欧曼(原菲洛嘉)	FILLMED 实验室	抗衰再生型透明质酸	ArtfillerUniversal 玻尿酸	面颊，额头，鼻基底	填充	1.2ml	8800/一支	18 个月
	乔雅登	艾尔建	交联透明质酸钠	乔雅登极致玻尿酸	全脸，眼部	填充	0.8ml	6900/一支	1-2 年
	姣兰	昊海生物	交联透明质酸钠，游离透明质酸钠	姣兰玻尿酸	眼唇专用	填充	1ml	3500/一支	10-12 个月
	润百颜	华熙生物	交联透明质酸钠，利多卡因	润百颜白紫	全脸，鼻基底，下巴，眉弓，苹果肌	填充	1ml	1150/一支	6 个月
	润致	华熙生物	透明质酸钠，利多卡因	润致熨斗针	眼周，唇周	填充	1.5ml	2330/一支	3-6 个月
	润致	华熙生物	透明质酸钠，利多卡因	润致注射用透明质酸钠凝胶	全脸	水光	2ml	4980/一支	3-6 个月
	宝尼达	爱美客	交联透明质酸钠	宝尼达玻尿酸	全脸，眉弓，太阳穴，鼻部，下巴	填充	0.5ml	16800/一支	8-10 年
	爱芙莱	爱美客	透明质酸钠，利多卡因	爱芙莱玻尿酸	全脸	填充	1ml	1980/一支	6 个月
	嗨体	爱美客	嗨体熊猫针	透明质酸、氨基酸、肌肽、维生素 B	泪沟	填充	1ml	2300 元/支	6-12 个月
	瑞蓝	科医 Q-Med AB	透明质酸钠，利多卡因	瑞蓝丽瑅丽多	全脸，鼻基底，下巴	填充	1ml	12800/一支	1 年
	瑞蓝	科医 Q-Med AB	交联透明质酸钠	瑞蓝唯瑅 TM	全脸	水光	1ml	6800/一支	12-15 个月
	伊婉	LG	透明质酸钠，利多卡因	伊婉致柔玻尿酸	全脸	填充	1ml	3250/一支	6-9 个月
再生类	艾维岚	长春圣博玛生物	左旋聚乳酸	艾维岚聚乳酸面部填充剂	面颊，苹果肌	填充	340mg	18800/340mg	30 个月
	濡白天使	爱美客	左旋乳酸，透明质酸钠，利多卡因	濡白天使针	全脸	填充	1ml	12800/一支	2 年左右
	伊妍仕	华东医药	PCL 微球	伊妍仕注射用聚己内酯微球面部填充剂	全脸	填充	1ml	18800/一支	12 个月

数据来源：NMPA，公司官网，新氧，华福证券研究所

薇旖美于 2021 年 6 月 29 日获批重组 III 型人源化胶原蛋白植入剂，于 9 月上市，基于产品的稀缺性及新材料的成长性，实现快速放量，机构端品牌力已建立，有望维持竞争优势。

图表 23: 市场唯一重组胶原蛋白三类械薇旻美快速起量

	单位	21H2	22H1	22 单 Q3	22 单 Q4	2021	22Q1-3	2022
薇旻美收入	万元	2,842	4,435	2,960	-	2,842	7,395	-
营收占比	%	21.7%	28.8%	30.4%	-	12.2%	29.4%	-
薇旻美销量	支	25,086	44,142	47,101	72,531	25,086	91,243	163,774
薇旻美均价	元/支	1,133	1,005	628	-	1,133	810	-
薇旻美毛利	万元	2,712	4,158	-	-	2,712	-	-
薇旻美毛利率	%	95.4%	93.8%	-	-	95.4%	-	-
毛利占比	%	24.9%	32.3%	-	-	14.1%	-	-



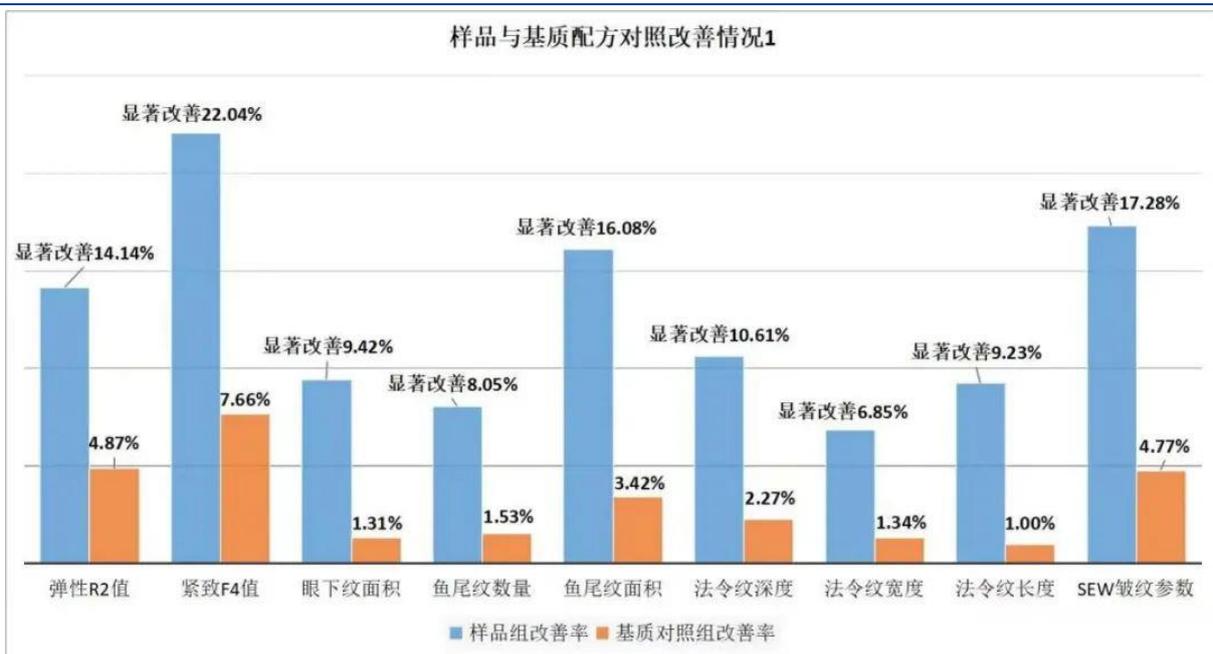
数据来源: 招股书, 公司公告, 华福证券研究所

图表 24: 重组III型人源化胶原蛋白创新点

序列	100%匹配氨基酸序列	国际首次高通量筛选出人III型胶原蛋白核心区; 通过生物合成制备出氨基酸序列的重复单元与人胶原蛋白功能区 100%相同
结构	三螺旋胶原纤维网	锦波生物联合中科院生物物理所, 国际首次解析出人III型胶原蛋白功能区原子结构, 结构特征且呈 164.88° 柔性弯曲。
活性	183%天然高活性	高细胞黏附性, 是评价胶原蛋白结合细胞的能力。重组III型人源化胶原蛋白, 细胞黏附性是自身胶原蛋白的 183%; 有利于细胞粘附、发挥细胞修复和再生作用
安全	0 标签蛋白	不含标签蛋白 (异源氨基酸序列), 无免疫风险

数据来源: 招股书, 公司公告, 华福证券研究所

原料方面, 锦波于 2023 年 2 月 15 日首发护肤级原料 3kDa 小分子 micoreCol.III 产品-薇核 Col.III, 属 A 型重组III型人源化胶原蛋白, 4 小时透皮率 33%, 12 小时透皮率高达 86%, 支持分子量的定制, 实现重组胶原蛋白原料端的技术突破。

图表 25: micoreCol.III 成分样品人体测试体现抗衰功效


数据来源: 公司官方公众号, 华福证券研究所

敷料顺应医美术后修复，市场竞争较为激烈，巨子生物、敷尔佳地位领先。2021年敷尔佳和巨子生物敷料零售额分别为26亿元与23亿元，占比10.1%与9.0%。护肤品受益敏感肌人群增长，竞争格局相对集中。竞争加剧后考验公司消费品品牌力打造、化妆品运营、To C 端营销能力。锦波旗下肌频、重源品牌，以高价值量精华为核心产品，两品牌之间以浓度和价格形成差异化层级，目前处于培育期，C 端运营能力仍待观察。

图表 26: 锦波生物护肤品牌

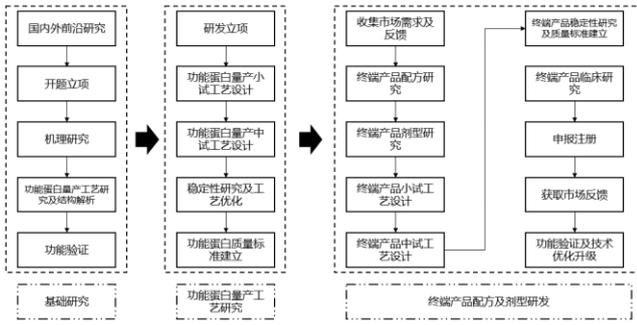
品牌	164.88° 肌频			重源			
天猫官旗粉丝数	16.5 万			7.7 万			
产品名称	精华液	面膜	水	精华液	面膜	水	乳
图示							
天猫官旗价格	419 元/5ml*5 支	279 元/25ml5 片	159 元/20ml	429 元/5ml*7 瓶	219 元/25ml*5 片	219 元/120ml	439 元/80g
22H1 营收(万元)	667	427	94	239	230	23	0
占营收比	4.3%	2.8%	0.6%	1.6%	1.5%	0.2%	0.0%

数据来源：天猫官旗，公司公告，华福证券研究所

1.8 研发：组织明晰，流程高效，按月度计划生产

自主研发+产学研合作，产业布局丰富，省级重点实验室+多院校研发合作。公司与复旦大学、四川大学及重庆医科大学第二附属医院等多所国内外知名院校及医疗机构长期保持合作，并分别成立了“复旦—锦波功能蛋白联合研究中心”、“川大—锦波功能蛋白联合实验室”以及“功能蛋白临床转化研究中心”。

研发组织及生产流程清晰。研发部门职能明确，配合高效，研发流程清晰。生产模式按计划高效执行，公司确定年度销售计划-生产部门确定年度生产计划并分摊到每月-生产部门每月按照库存情况调整月度生产计划-生产部门按照月度生产计划组织实施生产。

图表 27: 研发流程高效


数据来源: 招股书, 华福证券研究所

图表 28: 研发部门职能清晰

研究院	部门名称	主要职能
人体结构材料研究院	功能蛋白山西省重点实验室	负责围绕重组人源化胶原蛋白新材料及病毒进入抑制剂进行基础研究
	生物合成人体结构性材料研究部	负责人体生物材料的功能筛选、生物合成路径设计、功能蛋白小试、中试和规模化研究
	质量研究部	负责开发蛋白原料质量检测方法以及产品质量检验新方法
	法规注册与知识产权部	负责产品审评和注册; 负责知识产权管理
	应用转化部	负责终端产品的设计开发
新药研究院	医学部	负责产品的临床研究
	新药研究院	负责公司创新性药物的研发、注册及申报工作

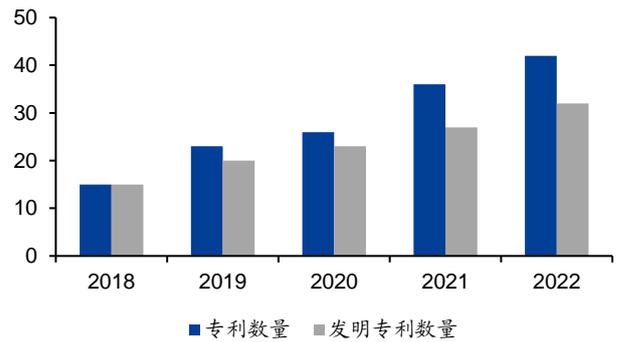
数据来源: 招股书, 华福证券研究所

五大核心技术保障产品制备。五大核心技术涵盖重组胶原蛋白产品制备的全流程, 对应专利包含原始取得及与复旦合作取得 (合作部分 70% 为原始取得, 复旦的 30% 专利权益已由锦波继受)。

图表 29: 五大核心技术

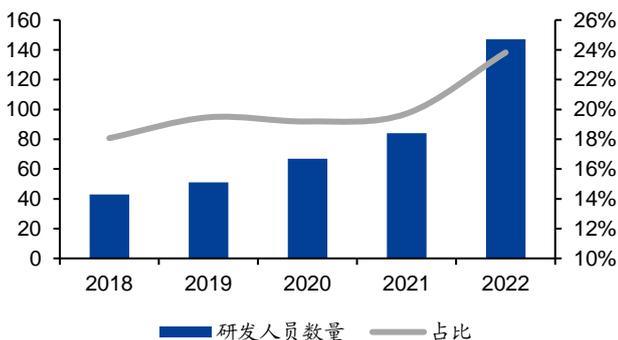
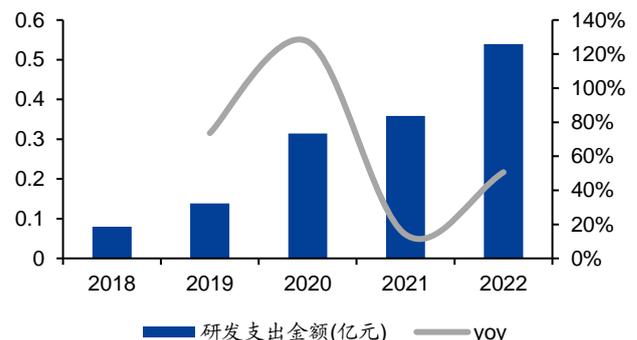
核心技术	在主营业务及产品中的应用
蛋白结构研究及功能区筛选技术	重组胶原蛋白产品的结构研究及功能区筛选技术
功能蛋白高效生物合成及转化技术	重组胶原蛋白产品的产业化
功能蛋白标准化注射剂研究平台	重组胶原蛋白植入剂产品的生物合成及纯化
功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室	重组胶原蛋白产品的功能检测
	抗 HPV 生物蛋白产品的活性检测
临床前应用平台	重组胶原蛋白产品的临床前预试验

数据来源: 招股书, 华福证券研究所

图表 30: 发明专利数量稳步上升


数据来源: 招股书, 华福证券研究所

研发投入保障技术竞争力。锦波研发人员 (2022 年末 147 人, 占比 23.8%)、研发支出金额 (2022 年末 0.54 亿元)、发明专利规模 (2022 年末 42 项, 发明专利 32 项) 稳步增长, 有望在后续新材料蓝海竞争中维持行业前列地位。

图表 31: 研发人员规模扩张

图表 32: 2022 年研发支出金额 0.5 亿元


数据来源：招股书，华福证券研究所

数据来源：招股书，华福证券研究所

1.9 生产及募资：核心原料产能提升，募资进行研发及品牌建设

重组胶原蛋白产量提升，21年起新增产线、生产工艺改进、生产效率提升。新建产线方面，公司目前在建工程主要为锦波产业园相关产线的建设，计划在锦波产业园设置5条终端产品产线、7条原料产线。新增产线将覆盖从原料到终端产品的生产，计划达到年产注射级重组胶原蛋白原料200千克，功能性护肤品1,300万支、二类医疗器械150万支和三类医疗器械300万支。新增产能将帮助公司进一步扩大业务规模，提高市场占有率及竞争优势。

图表 33：原料端产能及利用率

		2019	2020	2021	2022H1
重组Ⅲ型胶原蛋白	产能(kg)	101.20	101.20	101.78	58.62
	产量(kg)	69.45	93.69	131.88	55.03
	产能利用率	68.6%	92.6%	129.6%	93.9%
酸酐化牛β-乳球蛋白	产能(kg)	4.95	4.95	4.95	5.70
	产量(kg)	4.62	4.03	4.25	5.12
	产能利用率	93.3%	81.3%	85.8%	89.8%

数据来源：招股书，华福证券研究所

图表 34：产品端产量及产销率

		2019	2020	2021	2022H1
重组胶原蛋白产品	产量(万)	279.69	430.66	616.13	311.99
	销量(万)	226.03	390.86	570.18	307.59
	产销率	80.8%	90.8%	92.5%	98.6%
抗HPV生物蛋白产品	产量(万)	214.75	169.54	196.82	89.2
	销量(万)	216.73	161.33	193.43	79.88
	产销率	100.9%	95.2%	98.3%	89.6%

数据来源：招股书，华福证券研究所

募资投入研发及品宣。本次发行拟募资4.7亿元，其中研发端拟投入2.3亿元支持重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发，销售端拟投入1.5亿元进行品牌建设及市场推广，夯实长期经营的关键环节。

图表 35：募资投入重组胶原蛋白研发&品牌建设级市场推广

项目名称	具体内容	投资金额(亿元)	项目总投资(亿元)	募集资金投入额(亿元)	募资投入占比
重组人源化胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目	研发投资	2.30	2.32	2.00	42.6%
	铺底流动资金	0.02			
品牌建设及市场推广项目	线上品牌宣传投入	1.04	1.50	1.50	31.9%
	线下品牌及市场推广活动	0.20			
	品牌建设	0.25			
补充流动资金			1.20	1.20	25.5%
合计			5.02	4.70	-

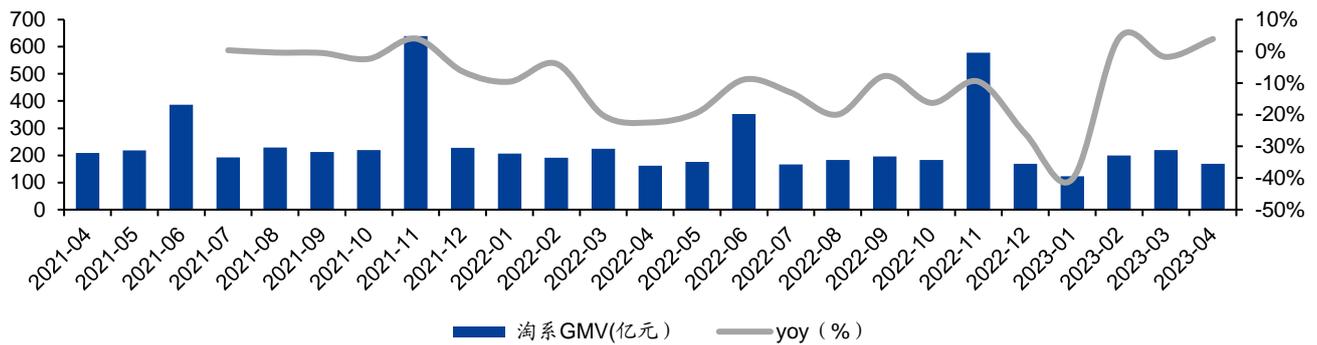
数据来源：天猫官旗，华福证券研究所

2. 化妆品行业跟踪

2.1 化妆品行业数据跟踪

从行业整体来看：4月，淘系化妆品 GMV168.51 亿元/yoy+3.9%，其中护肤 121.07 亿元/yoy+0.5%，彩妆 47.44 亿元/yoy+13.7%；4月抖音美妆护肤 GMV94.08 亿元/yoy+50.53%，占淘系化妆品 GMV55.83%。4月化妆品线上销售回暖，彩妆表现更为突出，抖音延续高增。

图表 36: 4月淘系化妆品大盘 GMV 转正



数据来源：魔镜，华福证券研究所

分公司品牌来看：

- 1) 珀莱雅：**4月珀莱雅淘系 GMV2.49 亿元/yoy7.1%，抖音 GMV10700 万元/yoy17.1%；彩棠淘系 GMV0.46 亿元/yoy115.6%，抖音 GMV2697.6 万元/yoy85.1%。
- 2) 贝泰妮：**4月薇诺娜淘系 GMV1.38 亿元/yoy-16.0%，抖音 GMV3487 万元/yoy27.8%。
- 3) 华熙生物：**4月润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活淘系 GMV 分别 0.45/0.15/0.23/0.17 亿元，yoy 分别-4.3%/-70.3%/-33.9%/-31.1%；抖音 GMV 分别 1412.6/1818.6/872.2/2223.8 万元，yoy 分别-65.0%/81.8%/-38.9%/-12.4%。
- 4) 鲁商发展：**4月颐莲淘系 GMV0.36 亿元/yoy-3.6%，抖音 GMV1809.5 万元/yoy-17.4%；瑗尔博士淘系 GMV0.56 亿元/yoy20.1%，抖音 GMV2681.7 万元/yoy-19.0%。
- 5) 丸美股份：**4月丸美淘系 GMV0.31 亿元/yoy30.6%，抖音 GMV4426.8 万元/yoy170.5%；恋火淘系 GMV0.21 亿元/yoy115.9%，抖音 GMV2994.9 万元/yoy306.6%。
- 6) 巨子生物：**4月可复美淘系 GMV0.47 亿元/yoy93.7%，抖音 GMV3838 万元/yoy78.3%；可丽金淘系 GMV0.16 亿元/yoy79.2%，抖音 GMV282 万元/yoy-60.0%。

图表 37: 主要品牌 4 月线上销售数据

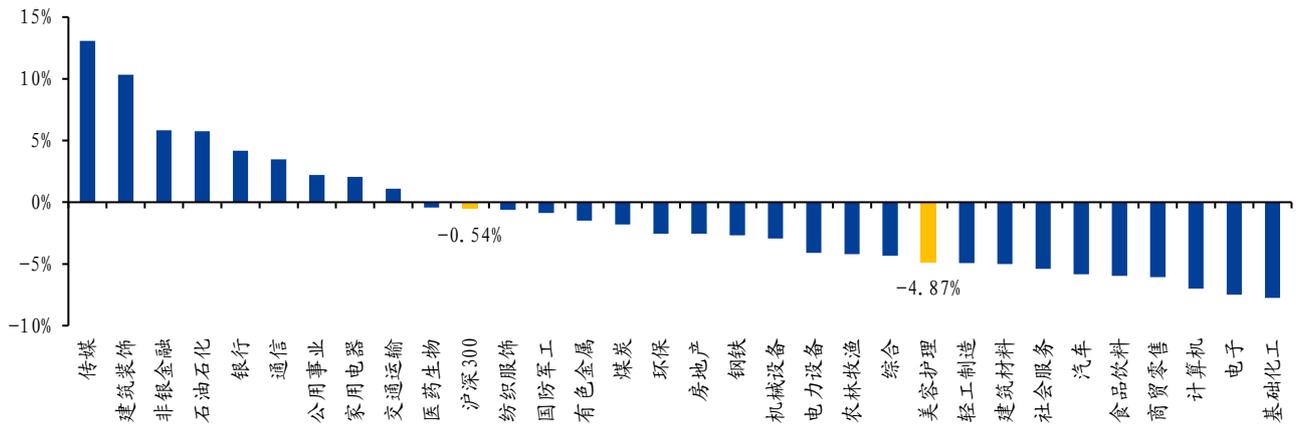
主要品牌4月线上数据												
公司	品牌	淘系4月 GMV(亿元)	yoy	淘系4月 销售量(万件)	yoy	淘系1-4月 GMV(亿元)	yoy	淘系1-4月 销售量(万件)	yoy	抖音4月 GMV(万元)	yoy	抖音自播 占比
上市公司												
珀莱雅	珀莱雅	2.49	7.1%	166.09	19.4%	10.57	3.2%	620.57	10.1%	10,700	17.1%	69.9%
	彩棠	0.46	115.6%	41.26	183.8%	2.87	183.3%	159.57	132.3%	2,698	85.1%	58.4%
贝泰妮	薇诺娜	1.38	-16.0%	123.94	9.7%	5.51	-25.9%	460.33	-4.9%	3,487	27.8%	70.9%
	润百颜	0.45	-4.3%	46.36	47.1%	1.83	-19.5%	181.50	7.2%	1,413	-65.0%	73.8%
华熙生物	夸迪	0.15	-70.3%	16.72	-1.1%	1.41	-28.1%	76.28	13.0%	1,819	81.8%	33.4%
	米蓓尔	0.23	-33.9%	18.87	-61.2%	0.77	-50.2%	71.86	-61.7%	872	-38.9%	51.6%
	BM肌活	0.17	-31.1%	11.56	-26.0%	0.95	-15.7%	56.17	-14.5%	2,224	-12.4%	38.4%
鲁商发展	颐莲	0.36	-3.6%	39.06	-18.4%	1.33	5.4%	142.69	-7.6%	1,810	-17.4%	43.4%
	瑗尔博士	0.56	20.1%	50.44	36.0%	2.19	9.0%	199.72	36.7%	2,682	-19.0%	65.0%
上海家化	玉泽	0.38	21.0%	23.81	29.9%	1.14	-35.7%	74.10	-33.9%	1,677	261.4%	32.8%
	佰草集	0.26	176.7%	10.28	32.7%	0.74	22.1%	35.85	-16.8%	416	214.7%	27.5%
	美加净	0.04	36.1%	10.96	26.5%	0.20	8.8%	57.41	8.4%	0	-	6.3%
	高夫	0.05	9.4%	5.70	15.6%	0.23	-23.6%	20.12	-27.2%	242	783.3%	99.3%
水羊股份	御泥坊	0.16	-52.2%	17.31	-31.4%	0.60	-50.3%	60.51	-36.5%	860	26.9%	34.6%
	小迷糊	0.04	-25.3%	5.30	-29.9%	0.18	-31.8%	21.74	-36.8%	62	-66.0%	79.6%
	阿芙	0.17	-4.8%	11.34	-16.5%	0.64	-24.1%	43.68	-35.5%	455	-91.7%	71.0%
	KIKO	0.26	67.3%	23.29	84.5%	0.86	-9.6%	82.80	-11.9%	953	145.8%	24.3%
	大水滴	0.11	23.1%	10.07	45.4%	0.47	52.5%	40.73	78.9%	765	47.0%	38.1%
	伊菲丹	0.16	129.4%	3.56	167.0%	0.57	23.1%	11.88	29.0%	938	-16.0%	45.9%
丸美股份	丸美	0.31	30.6%	14.07	24.6%	1.42	1.4%	60.19	-13.0%	4,427	170.5%	44.1%
	恋火	0.21	115.9%	11.58	99.5%	0.99	71.8%	51.16	54.5%	2,995	306.6%	53.9%
巨子生物	可复美	0.47	93.7%	38.34	106.6%	1.74	165.1%	123.07	136.2%	3,838	78.3%	52.5%
	可丽金	0.16	79.2%	12.22	85.7%	0.53	32.4%	42.63	72.4%	282	-60.0%	50.8%
上美股份	韩束	0.39	15.1%	33.19	3.9%	1.40	-39.0%	113.93	-38.0%	14,800	404.7%	34.6%
	一叶子	0.18	-29.1%	22.11	-28.6%	0.77	-41.3%	92.53	-41.8%	150	69.5%	79.6%
	红色小象	0.01	-35.7%	8.19	711.5%	0.03	-11.9%	11.79	237.8%	204	-	71.0%
拟上市公司												
敷尔佳	敷尔佳	0.33	110.2%	31.12	49.3%	1.02	17.8%	104.16	19.2%	1,747	267.9%	80.6%
创尔生物	创尔美	0.01	-48.7%	1.32	-35.9%	0.05	-68.7%	4.24	-61.1%	7	-90.4%	21.1%
毛戈平	毛戈平	0.42	45.2%	26.96	36.2%	2.60	37.0%	130.16	6.0%	4,318	411.4%	53.3%
国际品牌												
欧莱雅	欧莱雅	2.13	-30.7%	187.81	2.2%	12.03	-11.1%	803.30	2.4%	26,500	208.6%	23.3%
	兰蔻	3.14	-7.2%	145.58	-7.2%	15.92	-14.1%	595.71	-21.8%	5,908	198.9%	59.8%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	2.43	-28.8%	116.90	-13.3%	13.60	-30.0%	519.43	-23.6%	7,753	56.6%	67.1%
	海蓝之谜	1.44	-1.9%	24.62	-0.7%	7.56	-20.8%	110.62	-25.9%	6,957	159.6%	51.1%
宝洁	SK-II	1.34	-22.8%	34.55	18.0%	7.46	-18.0%	120.25	-21.8%	3,983	-14.8%	45.1%
	玉兰油	1.51	-10.7%	80.67	9.6%	7.76	-1.5%	341.21	0.1%	6,972	81.1%	49.2%
资生堂	资生堂	1.52	-2.7%	91.39	21.9%	6.50	-22.1%	349.27	-15.7%	2,039	66.7%	20.5%
爱茉莉	雪花秀	0.45	-42.2%	25.79	-18.0%	2.13	-49.3%	102.63	-42.4%	1,026	210.7%	43.5%

数据来源: 魔镜, 第三方爬虫, 华福证券研究所

2.2 化妆品板块行情回顾

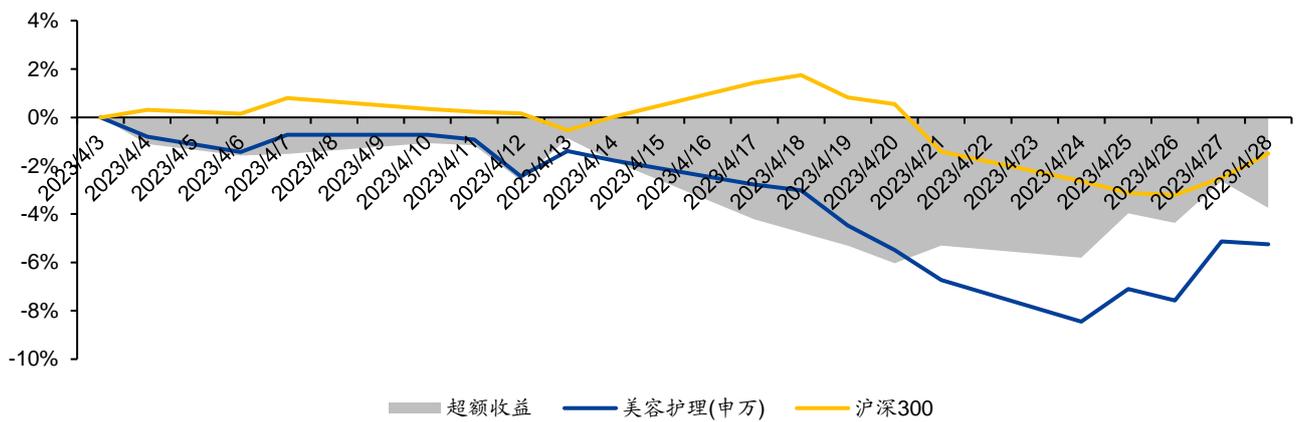
2023年4月份, 申万美容护理指数(801980)下跌4.87%, 沪深300指数下跌0.54%, 相较于沪深300指数-4.33pct, 在31个申万一级行业中排名第22, 行业整体表现弱于大盘。

图表 38: 2023 年 4 月申万一级行业涨跌幅排名



数据来源: Wind, 华福证券研究所

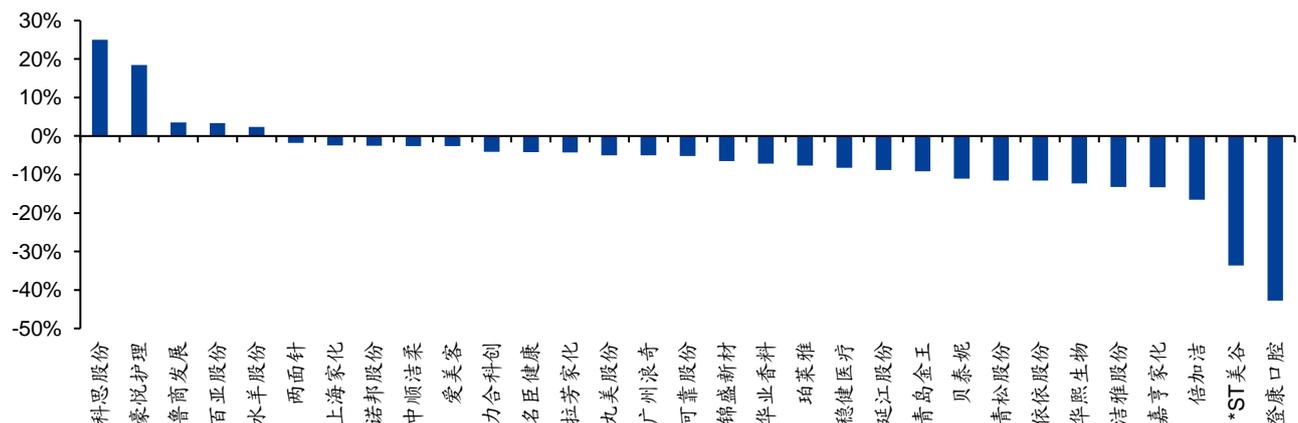
图表 39: 4 月美容护理涨跌幅变化与超额收益率变动



数据来源: Wind, 华福证券研究所

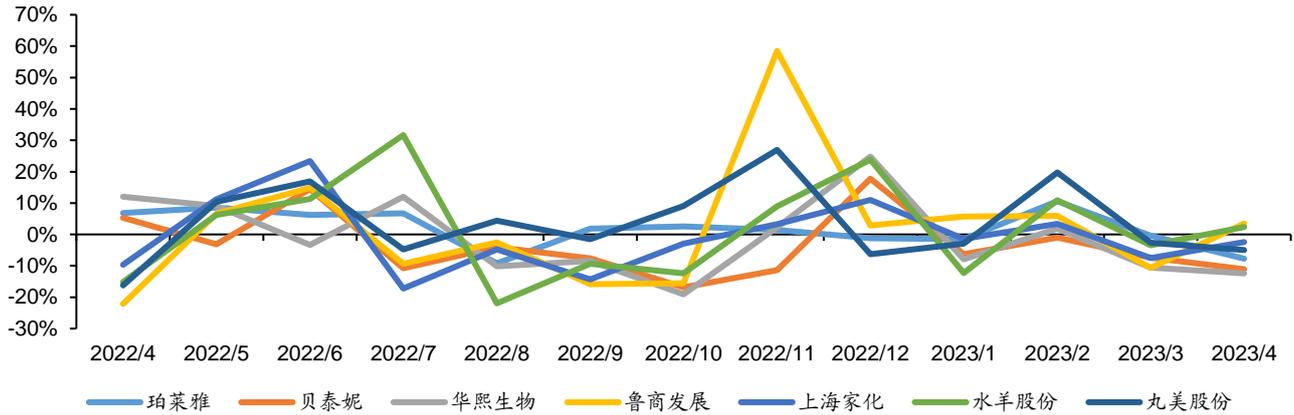
个股细分来看: 4 月份共有 5 家公司上涨, 25 家公司下跌, 其中涨幅最大的为科思股份 (+25.04%), 跌幅最大的为登康口腔 (-42.74%)。

图表 40: 化妆品行业个股 4 月涨跌幅



数据来源: Wind, 华福证券研究所

重点公司跟踪: 4月,跟踪股票仅鲁商发展、水羊股份上涨,其中珀莱雅(-7.67%/同比-14.53pct),贝泰妮(-11.07%/同比-16.36pct)、华熙生物(-12.35%/同比-24.35pct)、鲁商发展(+3.49%/同比+25.63pct)、上海家化(-2.47%/同比+7.19pct)、水羊股份(+2.39%/同比+17.50pct)、九美股份(-5.01%/同比+11.24pct)。

图表 41: 化妆品重点关注公司月度涨跌幅


数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.3 化妆品行业重点公司公告

图表 42: 化妆品重点公司 4 月公告

时间	代码	公司	公告
2023/4/7	603983.SH	九美股份	为扩大基金在美丽消费事业相关产业领域的投资布局,青岛茂达股权投资合伙企业总规模拟由原来 4000 万元增至 1 亿元,其中公司作为有限合伙人认缴出资总额由原来 3990 万元增至 9990 万元,所占份额由原来 99.75%增至 99.90%,普通合伙人北京纵横金鼎投资管理有限公司认缴出资额不变,不涉及新增合伙人。
2023/4/20	300856.SZ	科思股份	2022 年年度报告: 公司报告期内营业收入 17.65 亿元,同比增长 61.85%;归属于上市公司股东的净利润 3.88 亿元,同比增长 192.13%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.78 亿元,同比增长 229.25%;基本每股收益 2.2924 元。
2023/4/21	603605.SH	珀莱雅	2022 年年度报告: 报告期公司实现营收 63.85 亿元,同比增长 37.82%;归母净利润 8.17 亿元,同比增长 41.88%;扣非净利润 7.89 亿元,同比增长 38.8%;基本每股收益 2.9 元。公司拟每 10 股派发 8.7 元现金股利(含税),每 10 股以资本公积金转增 4 股。
2023/4/21	603605.SH	珀莱雅	2023 年第一季度报告: 报告期公司实现营收 16.22 亿元,同比增长 29.27%;归母净利润 2.08 亿元,同比增长 31.32%;扣非净利润 1.98 亿元,同比增长 34.93%;基本每股收益 0.73 元。
2023/4/25	600315.SH	上海家化	2022 年度报告: 2022 年归属于母公司所有者的净利润 4.72 亿元,同比减少 27.29%;营业收入 71.06 亿元,同比减少 7.06%;基本每股收益 0.7 元,同比减少 27.84%。
2023/4/25	600315.SH	上海家化	2023 年第一季度报告: 一季度归属于母公司所有者的净利润 2.3 亿元,同比增长 15.59%;营业收入 19.8 亿元,同比减少 6.49%;基本每股收益 0.34 元,同比增长 13.33%。

2023/4/26	300957.SZ	贝泰妮	2023年第一季度报告: 一季度归属于母公司所有者的净利润 1.58 亿元, 同比增长 8.41%; 营业收入 8.63 亿元, 同比增长 6.78%; 基本每股收益 0.37 元, 同比增长 8.82%。
2023/4/27	300740.SZ	水羊股份	2022 年度报告: 2022 年归属于母公司所有者的净利润 1.25 亿元, 同比减少 47.22%; 营业收入 47.22 亿元, 同比减少 5.74%; 基本每股收益 0.32 元, 同比减少 48.39%。
2023/4/27	300740.SZ	水羊股份	2023年第一季度报告: 一季度归属于母公司所有者的净利润 5213.83 万元, 同比增长 25.38%; 营业收入 10.46 亿元, 同比增长 0.05%; 基本每股收益 0.134 元, 同比增长 21.82%。
2023/4/27	600223.SH	鲁商发展	2023年第一季度报告: 一季度归属于母公司所有者的净利润 1.29 亿元, 同比增长 95.09%; 营业收入 12.72 亿元, 同比减少 14.17%; 基本每股收益 0.13 元, 同比增长 85.71%。
2023/4/28	603983.SH	九美股份	2022 年度报告: 报告期内, 公司实现营业收入 17.32 亿元, 同比下降 3.1%; ; 归属于上市公司股东的净利润为 1.74 亿元, 同比下降 29.74%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 1.36 亿元, 同比下降 24.03%。
2023/4/28	603983.SH	九美股份	2023年第一季度报告: 一季度归属于母公司所有者的净利润 7866.98 万元, 同比增长 20.15%; 营业收入 4.77 亿元, 同比增长 24.58%; 基本每股收益 0.2 元, 同比增长 25.0%。

数据来源: Wind, 华福证券研究所

2.4 化妆品行业动态

欧莱雅收购高端美妆品牌 Aesop 伊索。根据欧莱雅官网披露, 当地时间 4 月 3 日, 欧莱雅同巴西美妆集团 Natura&Co 达成协议, 收购其旗下高端美妆品牌 Aesop (伊索), 这笔交易估值达到 25.25 亿美元 (约合人民币 173.74 亿)。欧莱雅还提到, Aesop 在 2022 年的销售额为 5.37 亿美元 (约合人民币 36.95 亿), 该交易仍需获得监管部门批准, 预计将在 2023 年第三季度完成。此轮交易敲定前, 包括资生堂、私募股权公司 Permira 和中国投资公司 Primavera Capital 等多家公司均表示有兴趣收购 Aesop。基于已公开的信息统计, 这将是欧莱雅集团迄今最大手笔收购。(化妆品观察)

美妆电商基本法来了。4 月 4 日, 国家药监局发布了《化妆品网络经营监督管理办法》, 自 2023 年 9 月 1 日起施行, 共计 5 章 35 条, 对化妆品电子商务平台经营者管理、平台内化妆品经营者管理以及监督管理等方面都做了详细的规定。相较于《意见稿》, 《办法》明确了公示对象, 涉及禁用原料或有害物质的化妆品以及儿童化妆品; 明确了公示时间, “相关信息应当持续公示一年”; 且明确规定电商平台需配备质量安全管理人员。此次《办法》的出台, 将进一步压实平台管理责任, 电商平台将告别野蛮生长时代。(化妆品观察)

“冷酸灵”母公司敲钟。4 月 10 日, 重庆登康口腔护理用品股份有限公司顺利登陆 A 股。公开资料显示, 登康口腔旗下拥有“登康”“冷酸灵”等知名口腔护理品牌。近三年, “冷酸灵”牙膏在抗牙齿敏感市场拥有 60% 左右的市场份额。2022 年, 登康口腔营收达 13.13 亿元, 净利润为 1.35 亿元。截至 4 月 10 日收盘, 登康口腔市值涨幅 173.89%, 报 56.64 元/股, 总市值 97.52 亿元。根据尼尔森零售研究数据, 报告期内, 登康口腔在线下销售渠道中, 牙膏产品的零售额市场份额占比为 6.83%、销量市场份额占比 9.95%, 行业排名位居第四、本土品牌第二。(化妆品观察)

3月化妆品零售总额同比增长9.6%。4月18日，国家统计局公布了2023年3月社会消费品零售数据。3月份，社会消费品零售总额37855亿元，同比增长10.6%；化妆品类零售总额为393亿元，同比增长9.6%，零售总额达近五年峰值。1-3月份，社会消费品零售总额114922亿元，同比增长5.8%；化妆品类零售总额为1043亿元，同比增长5.9%，跑赢了大盘。（化妆品观察）

强生2023年一季度营收同比增长5.6%。4月19日，强生公布了2023年第一季度业绩报告。财报显示，强生一季度营收为247亿美元（约合人民币1700亿元），同比增长5.6%。但由于“一项特殊的一次性费用”，公司净收益亏损6800万美元（约合人民币4.68亿元），上年同期净利润为51.49亿美元（约合人民币354亿元），同比下降101.3%。按业务划分，皮肤健康美容业务销售额为11.1亿美元（约合人民币76.4亿元），同比增长9.7%。同时，强生上调了业绩预期，预计2023年全年销售额为979亿-989亿美元（约合人民币6739-6808亿元），市场预期为977.3亿美元（约合人民币6727.6亿元）。（化妆品观察）

欧莱雅一季度销售额同比增长13%。4月20日，欧莱雅集团发布了2023年第一季度财报。报告显示，欧莱雅一季度销售额为103.8亿欧元（约合人民币783.5亿元），同比增长13%，按固定汇率计算同比增长14.6%。其中，大众化妆品部销售额同比增长14.7%至38.21亿欧元（约人民币288.4亿元）；高档化妆品部销售额同比增长6.5%至37.3亿欧元（约人民币281.5亿元）；皮肤美容部销售额同比增长30.6%至16.85亿欧元（约人民币127.2亿元），集团所有部门均实现增长，除北亚地区受年初中国大陆影响导致1月库存减少外，其它区域都呈两位数增长。（化妆品观察）

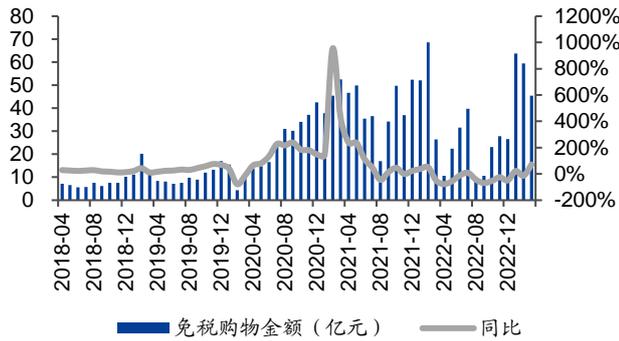
3. 免税行业跟踪

3.1 免税行业数据跟踪

（1）海南离岛免税

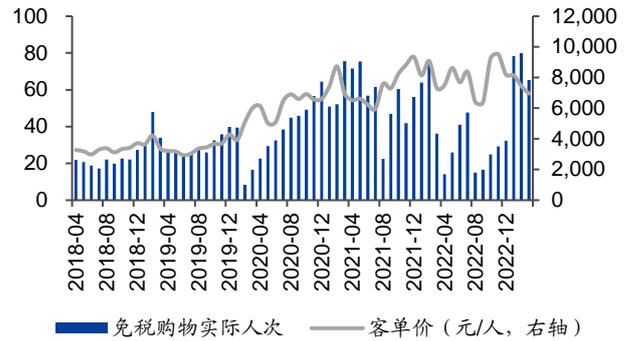
2023年Q1海南离岛免税销售额168.70亿元，同比+15%；免税购物实际人次223.6万人次，同比+27%；客单价7544元/人，同比-10%。开年以来海南线下流量迅速复苏，疫后客流回补叠加春节活动共同拉动离岛免税购物人次增长，但客单价下滑消费力仍有承压。

图表 43: 海南省离岛免税销售额及同比



数据来源: 海口海关, 华福证券研究所

图表 44: 海南省离岛免税购物人次及客单价情况



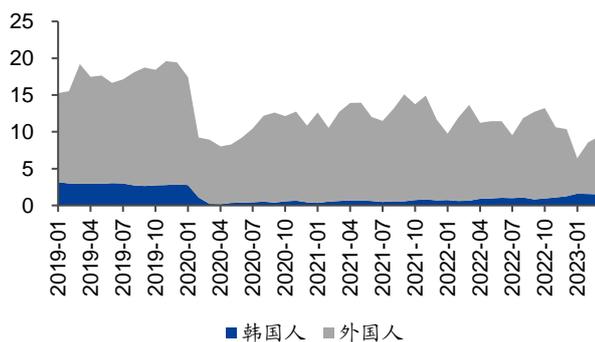
数据来源: 海口海关, 华福证券研究所

(2) 韩国免税业

根据韩国免税店协会数据, 2023 年 3 月韩国免税店销售额 9.36 亿美元/yoy-31.5%, 恢复至 2019 年同期的 48.8%; 购物人次 147.09 万人次/yoy+153.2%, 恢复至 2019 年同期的 35.6%; 客单价 636.35 美元/yoy-73.0%。

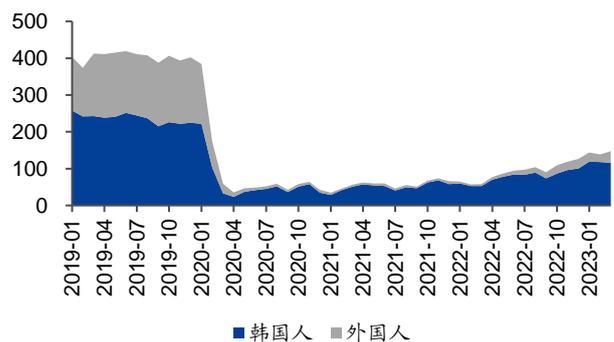
分国别来看: 国内/国外销售额分别为 1.50/7.86 亿美元, yoy+138.3%/-39.7%, 恢复至 2019 年同期的 50.8%/48.4%; 购物人次 115.62/31.47 万人次, yoy+117.7%/+531.3%, 恢复至 2019 年同期的 47.6%/18.6%; 客单价 1294.7/2497.62 美元, yoy+9.5%/-90.5%。

图表 45: 分国别韩国免税店销售额 (亿美元)



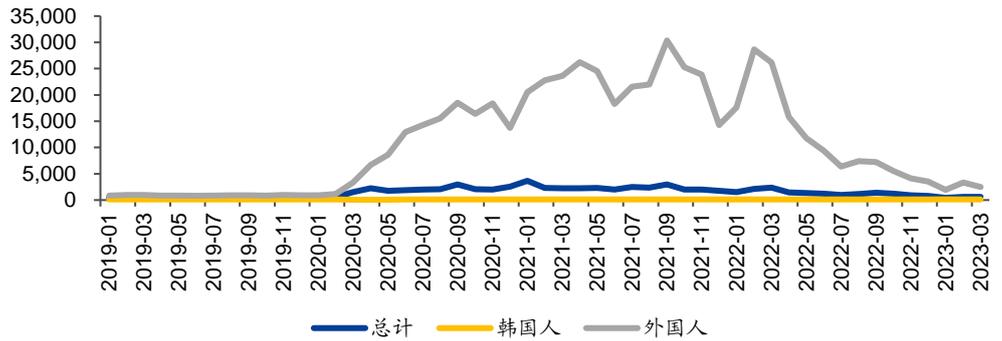
数据来源: KDFA, 华福证券研究所

图表 46: 分国别韩国免税店购物人次 (万人)



数据来源: KDFA, 华福证券研究所

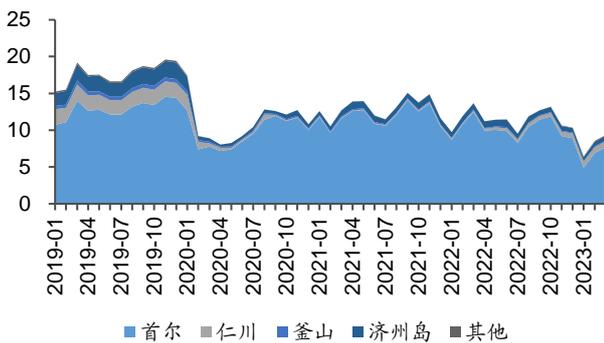
图表 47: 分国别韩国免税店客单价 (美元/人)



数据来源: K DFA, 华福证券研究所

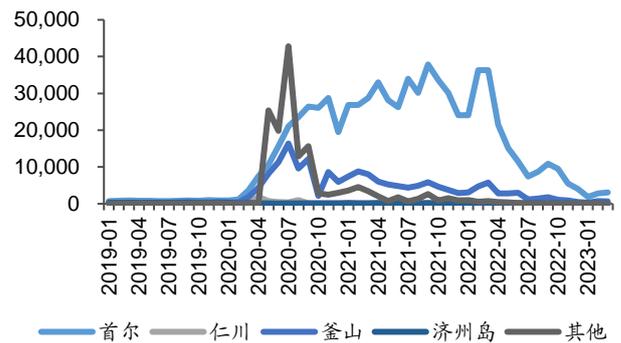
分地区来看: 2023年3月, 首尔/仁川/釜山/济州岛/其他地区免税销售额分别为 7.67/0.82/0.15/0.62/0.11 亿美元, 各地区免税购物总人数分别为 24.82/63.94/2.34/42.65/13.34 万人次, 各地区免税购物客单价分别为 3089/128/655/145/83 美元。

图表 48: 分地区韩国免税店销售额情况 (亿美元)



数据来源: K DFA, 华福证券研究所

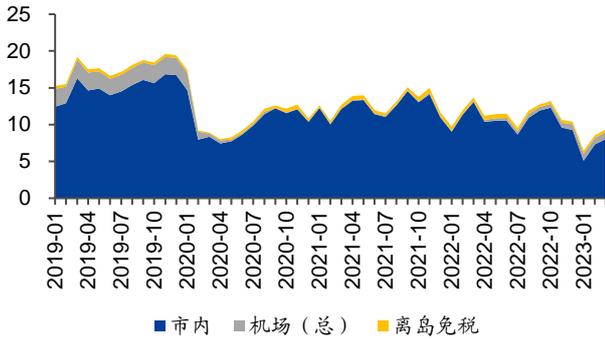
图表 49: 分地区韩国免税店客单价情况 (美元/人)



数据来源: K DFA, 华福证券研究所

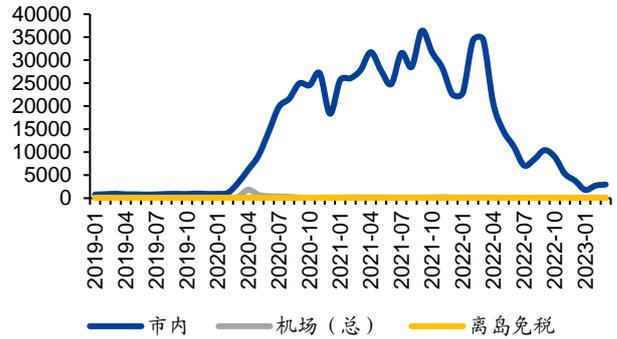
分渠道来看: 2023年3月, 韩国市内店/机场店/离岛店免税销售额分别为 8.06/0.92/0.39 亿美元, 各渠道免税购物总人数分别为 27.16/78.03/41.90 万人次, 各地区免税购物客单价分别为 2967/118/92 美元。

图表 50: 分渠道韩国免税店销售额情况 (亿美元)



数据来源: KDFA, 华福证券研究所

图表 51: 分渠道韩国免税店客单价情况 (美元/人)

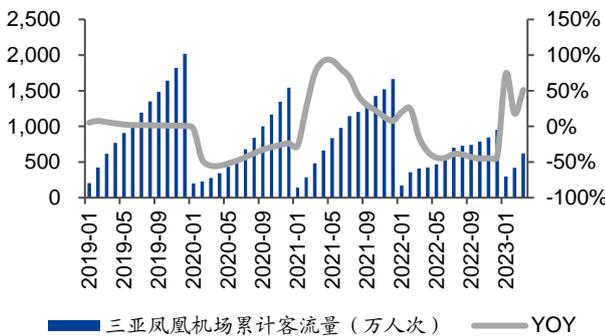


数据来源: KDFA, 华福证券研究所

(3) 机场客流量情况

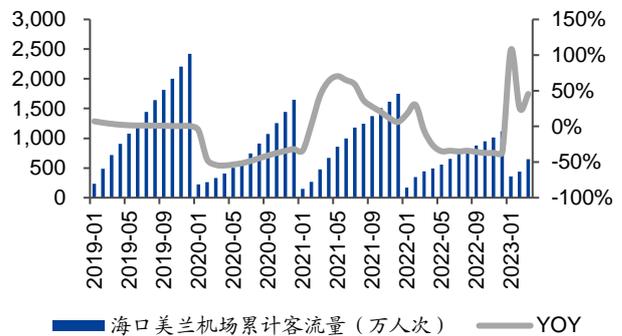
三亚凤凰机场: 2023 年 1-3 月累计旅客吞吐量 620 万人次, yoy+51.2%, 恢复至 2019 年同期的 100.6%。**海口美兰机场:** 2023 年 1-3 月累计旅客吞吐量 648 万人次, yoy+45.5%, 恢复至 2019 年同期的 90.0%。

图表 52: 三亚凤凰机场累计旅客吞吐量



数据来源: wind, 华福证券研究所

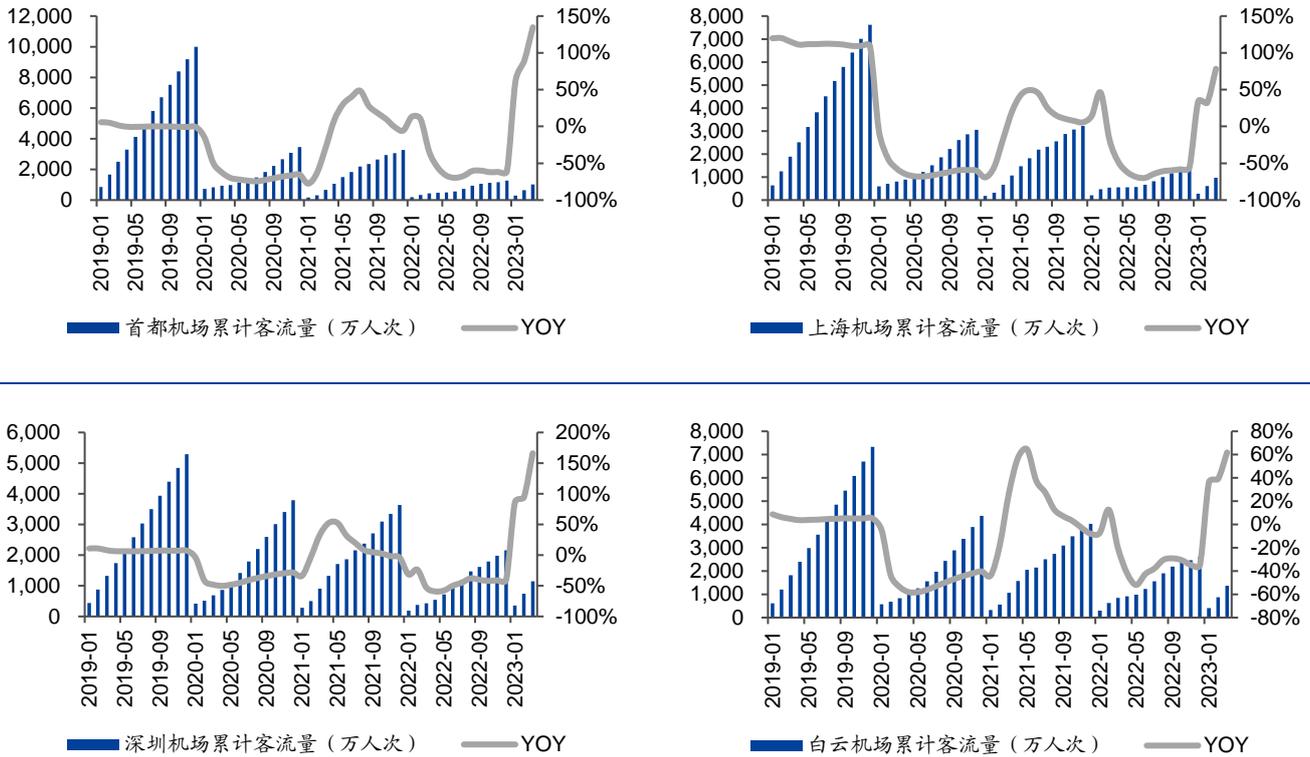
图表 53: 海口美兰机场累计旅客吞吐量



数据来源: wind, 华福证券研究所

国内主要一线城市客流量情况: 选取北京首都国际机场、上海虹桥机场、深圳机场、白云机场进行统计, 2023 年 1-3 月四大机场累计旅客吞吐量分别为 1017/978/1145/1369 万人次, yoy+134.7%/+78.3%/+166.1%/+61.8%。其中 1-3 月国际航线旅客累计吞吐量分别为 40/96/18/80 万人次, 同比增长 598%/419%/1268%/545%, 国内一线城市国际航线人数回升明显。

图表 54: 国内主要一线城市机场累计旅客吞吐量

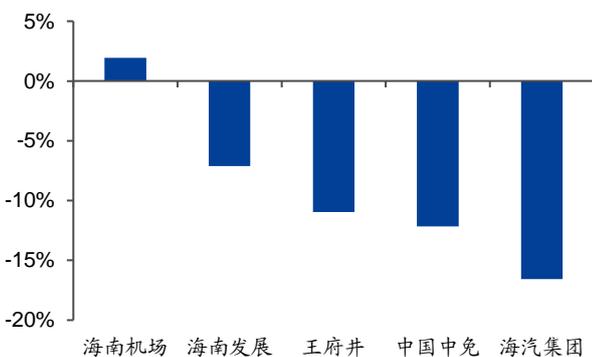


数据来源: wind, 华福证券研究所

3.2 免税板块行情回顾

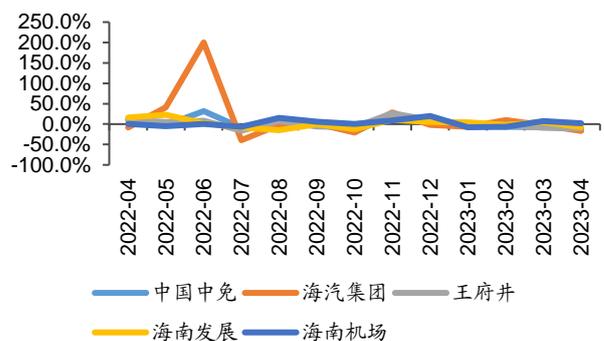
重点公司跟踪: 4月,跟踪股票仅海南机场上涨,其中中国中免(-12.15%/-4.89pct)、海汽集团(-16.58%/-13.81pct)、王府井(-10.96%/-1.71pct)、海南发展(-7.13%/-12.11pct)、海南机场(+1.95%/-5.24pct)。

图表 55: 免税行业个股 4 涨跌幅



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 56: 免税重点关注公司月度涨跌幅



数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 免税行业重点公司公告

图表 57: 免税重点公司 2023 年 4 月公告

时间	代码	公司	公司公告
2023/4/15	600859.SH	王府井	2022 年年度报告 , 2022 年营业收入 107.9 亿元/-15.32%、归属于上市公司股东的净利润 1.949 亿元/-85.45%。单季来看, 22Q1-Q4 毛利率营业收入分别为 33.14/24.29/27.22/23.33 亿元、受消费需求下降、到店客流不足、旗下门店不同程度闭店或缩短营业时间及特殊期间为商户减租让利等因素共同影响, 公司全年业绩较去年同期大幅下降。截止至报告期末, 免税公司共计 780 人; 招商采购团队全年共深入对接 823 个免税品牌, 涉及香化、精品等, 8 大业态 29 个细分品类; 持续构建保、免、跨一体化仓储物流体系。
2023/4/22	600515.SH	海南机场	2022 年年度报告 , 2022 年收入 47 亿元/3.89%、归母净利润 18.56 亿元。单季来看, 22Q1-Q4 营业收入分别为 11.89/10.75/6.88/17.47 亿元。截至目前, 公司整体离岛免税租赁面积 7.19 万平方米, 免税和商业业务实现营业收入 2.70 亿元。报告期内, 公司通过参股投资、提供场地租赁的方式参与的 5 家免税店线下销售额约 75 亿元, 占海南岛内 12 家免税店免税销售额比例约 21.5%。
2023/4/26	600515.SH	海南机场	2023 年第一季度报告 , 营业收入 12.59 亿元/5.9%, 归属于上市公司股东的净利润 2.32 亿元/209.73%, 经营活动产生的现金流量净额-1.29 亿元。
2023/4/27	002163.SZ	海南发展	2023 年一季度报告 , 营业收入 7.47 亿元/41.59%, 归属于上市公司股东的净利润-3.4 亿元/19.97%, 经营活动产生的现金流量净额-2.67 亿元/22.52%。在 2021 年非公开发行完成后三年内通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体全球消费精品(海南)贸易有限公司控股权注入公司的相关工作。2022 年 5 月本次非公开发行已完成, 该事项进入承诺履行期间。
2023/4/27	002163.SZ	海南发展	2022 年年度报告 , 营业收入 36.16 亿元/-17.17%, 归属于上市公司股东的净利润-1.44 亿元/-238.73%。2022 年完成非公开发行股票项目, 成功募集资金 6 亿元。公司幕墙与内装工程产业形成以海南和粤港澳大湾区的“双区域”为重点的目标市场, 光伏玻璃产业进一步优化深加工产品结构。2022 年中标重点工程项目 19 个, 其中上亿项目 11 个, 较上年大幅增长, 创历史新高。
2023/4/28	603069.SH	海汽集团	2022 年年度报告 , 2022 年营业收入 7.39/1.06 亿元, 归母净利润 0.39 亿元。按季度看, 分别为 1.92/1.70/1.27/2.49 亿元。2022 年 2 月, 国家发展改革委联合多部门印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》的通知, 2022 年免征公交客运、出租车、长途客运、班车等公共交通运输服务增值税。
2023/4/28	601888.SH	中国中免	2023 年第一季度报告 , 营业收入 207.6 亿元/23.76%, 归属于上市公司股东的净利润 2.30 亿元/-10.25%, 经营活动产生的现金流量净额 7.42 亿元。
2023/4/29	600859.SH	王府井	2023 年第一季度报告 , 营业收入 33.66 亿元/1.58%, 归属于上市公司股东的净利润 2.26 亿元/-39.77%。营业利润变动-38.98%, 主要是其他非流动金融资产公允价值变动及同期收购北京王府井购物中心管理有限责任公司 12%股权确认投资收益影响所致。

数据来源: Wind, 华福证券研究所

3.4 免税行业动态

王府井国际免税港在海南万宁正式开业。4月9日, 王府井国际免税港以“春生万物 夏花绚烂”为主题的启幕仪式在海南万宁盛大启幕。北京市和海南省政府一行相关领导, 首旅集团总经理、王府井集团董事长白凡, 王府井集团总裁尚喜平, 王府井集团副总裁曾群, 王府井国际免税港总经理孙凌凌, 以及品牌方嘉宾和全国各地的媒体共同出席并参加了开业活动。(腾讯)

海口有你——路易威登（Louis Vuitton）即将登陆海口万象城，海南高奢零售突破性升级。近日，LVMH 集团旗下的法国奢侈品牌 Louis Vuitton（路易威登，LV）在海口万象城拉起了围挡，进入施工阶段，围挡上标有“Louis Vuitton 路易威登即将开幕”的字样，LV 进驻海南的消息就此落定。（免税零售专家）

拉加代尔旅游零售一季度营收增长 44.2%，全领域扩张业绩增长可期。在拉加代尔旅游零售业务强劲增长势头的推动下，拉加代尔集团营收有了显著的增长，一季度实现同比增长 24.4%，达到 16.75 亿欧元。（免税零售专家）

4. 风险提示

供应链和终端消费需求复苏不及预期，化妆品行业竞争加剧，线下流量恢复不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn