

大而优坚韧，小而美出奇

——2023年美护行业中期策略

行业评级：看好

2023年6月15日

分析师 马莉

分析师 汤秀洁

分析师 王长龙

分析师 周明蕊

证书编号 S1230520070002

证书编号 S1230522070001

证书编号 S1230521020001

证书编号 S1230523060002

医美低渗透高增长→赛道β凸显；化妆品格局分化→α凸显

1、23年年初至今美容护理跑输大盘，行业优质龙头估值已至历史低位。

23年年初至23年6月12日，申万美容护理跌幅13.6%，跑输沪深300指数13pcts主要系：①化妆品：电商增速放缓+行业竞争加剧，个股业绩分化+行业估值中枢下挫；②医美：业绩稳健但月度有波动，例如五一假期出行分流5月医美需求；新入局者多，龙头竞争格局担忧等。

2、医美复盘：仍处发展黄金期，低渗透+高成长、龙头业绩兑现确定性强；再生、胶原蛋白、水光、肉毒等细分赛道仍有强挖掘潜力。

行业仍处红利期，低渗透+高成长+水货出清。中长期核心驱动仍为渗透率+消费频次的双升。

龙头业绩兑现能力强。爱美客23Q1收入同增46%超预期；华东医药少女针23Q1收入超2亿符合预期；朗姿股份23Q1医美收入4.6亿超预期。

拓赛道+稀缺大单品+合规化是决定性因素。1) 看好再生注射、胶原蛋白、水光针、肉毒素等蓝海赛道；2) 稀缺性体现在“竞品数量”+“产品定位”；3) 医美监管趋严，对上游厂商来说，合规重要性凸显。对终端机构而言，强管理能力（精细化、数字化）可有效把控服务质量，降低合规成本。

3、化妆品复盘：个股来看，估值、业绩分化加剧，究其原因，行业从低渗透高增长逻辑已经演绎到格局优化逻辑。

化妆品增速特别是电商增速略放缓。22年限额以上社零/化妆品社零同比+1.4%/-4.5%，行业红利走弱+营销成本高企，精细化运营是保持势头的基础。

行业短板效应显现已迎来格局优化。国货全能型龙头崛起+国际大牌中规中矩+中小品牌淘汰率高，要求愈发严苛，营销/产品力/架构/供应链缺一不可。

推新品+子品牌是成长决定性因素。1) 推新品在精不再多，精准结合消费趋势+品牌势能是核心；2) 主品牌增速放缓不可避免，子品牌孵化时不我待。

4、投资逻辑：大而优坚韧，小而美出奇

主线一：基本面优秀且估值处于低位的龙头。业绩确定性和成长性突出，建议关注爱美客、珀莱雅、巨子生物、科思股份、华东医药、朗姿股份等。

主线二：低估值低预期低机构持仓且边际有改善。建议关注水羊股份、福瑞达、上海家化等。

主线三：困境反转，密切跟踪数据验证拐点。建议关注贝泰妮、华熙生物等。

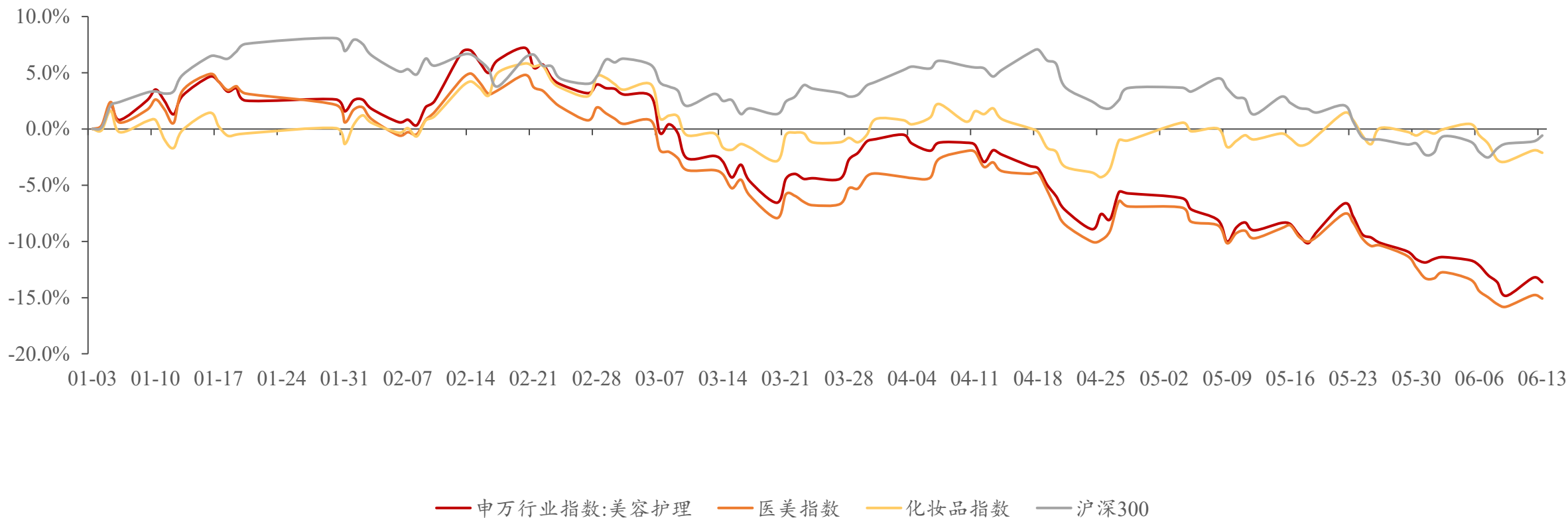
01

复盘

1.1 行情复盘：医美化妆品跑输行业，主要系五一出行分流需求/电商增速放缓

□ 23年初以来医美化妆品跑输大盘。美容护理行业指数、医美行业指数、化妆品行业指数均有不同下滑，涨跌幅分别为-13.6%、-15.1%、-2.1%。同期沪深300涨跌幅为-0.6%，申万美容护理、wind医美指数、化妆品指数分别跑输13pcts、14.5pcts、1.5pcts。

图1：23年以来累计涨跌幅——美容护理、医美、化妆品行业指数 V.S 沪深300

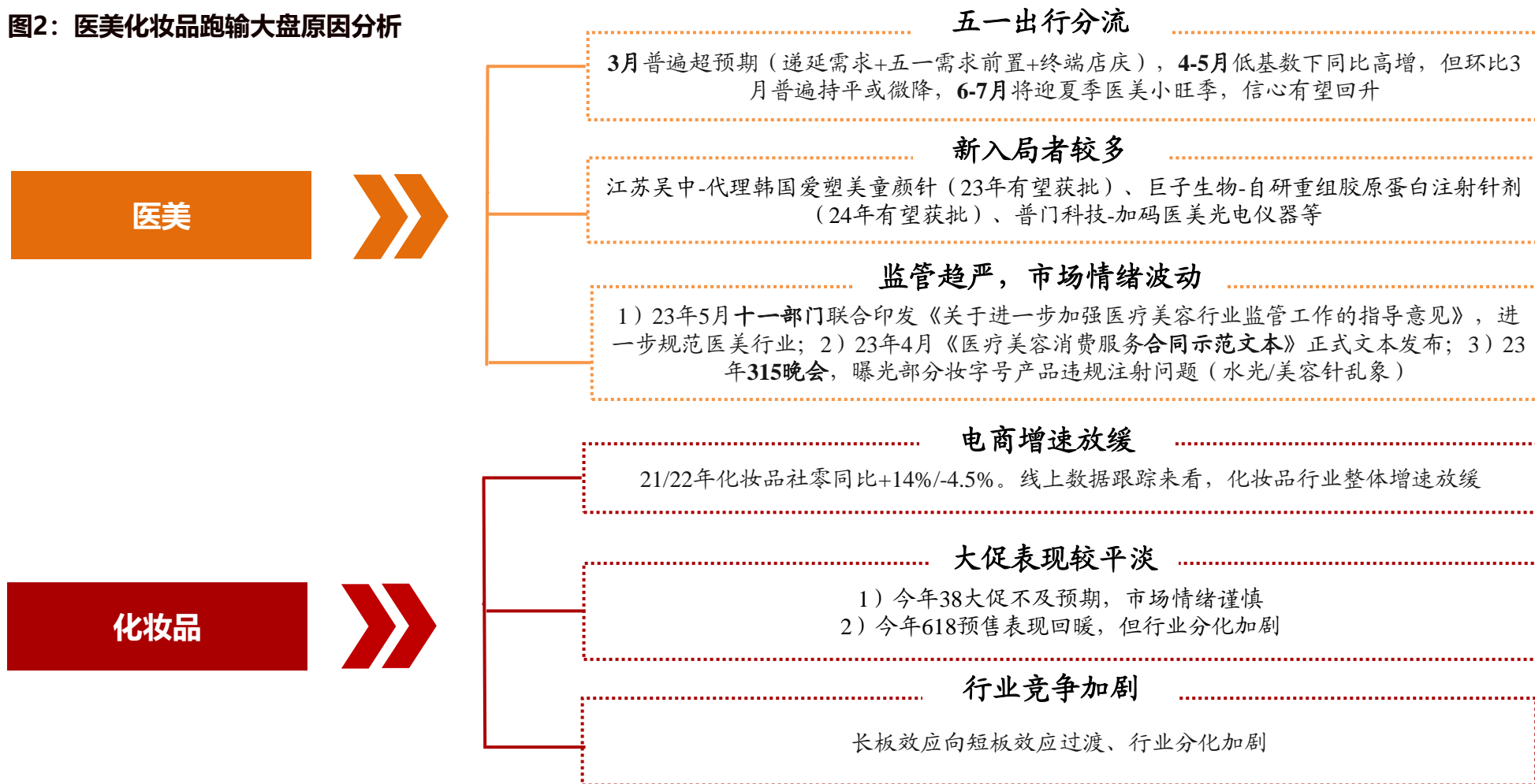


数据来源：Wind、浙商证券研究所
注：数据截至23年6月13日

1.2 行情复盘：医美化妆品跑输行业，主要系五一出行分流需求/电商增速放缓

- 我们分析医美化妆品跑输大盘主要系：①**化妆品**：电商增速放缓+行业竞争加剧+大促表现平缓，个别公司业绩增速偏弱+行业整体估值中枢下挫；②**医美**：业绩稳健但月度有波动，例如五一假期出行分流5月医美需求；新入局者多，龙头竞争格局担忧等；监管趋严，中长期利好行业龙头，但短期或引起市场情绪波动。

图2：医美化妆品跑输大盘原因分析



1.3 业绩复盘：23Q1医美龙头个股业绩靓丽；化妆品龙头稳定发挥

23Q1按增速

- 归母净利润同比增速超过30%：珀莱雅 (+31%)、鲁商发展 (+95%)、爱美客 (+51%)、朗姿股份 (+6985%)
- 归母净利润同比增速0%-30%：贝泰妮 (+8%)、上海家化 (+16%)、丸美股份 (+20%)、华东医药 (+7%)
- 个股归母净利润均实现正增长，个别扣非归母净利润同比下滑：华熙生物 (-17%)、鲁商发展 (-76%)

23Q1按预期

- 超预期：爱美客、科思股份、上海家化、鲁商发展（化妆品业务）等
- 符合预期：珀莱雅（预期上限）、贝泰妮（预期上限）、华东医药等

表1：医美化妆品行业2022-2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速

亿元	公司	收入		收入YOY		归母净利润		归母净利YOY		扣非归母		扣非归母YOY		毛利率		净利率	
		2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1
化妆品-品牌																	
603605.SH	珀莱雅	63.9	16.2	38%	29%	8.2	2.1	42%	31%	7.9	2.0	39%	35%	69.7%	70.0%	13.0%	13.7%
688363.SH	华熙生物	63.6	13.1	29%	4%	9.7	2.0	24%	0%	8.5	1.5	28%	-17%	77.0%	73.8%	15.1%	15.4%
300957.SZ	贝泰妮	50.1	8.6	25%	7%	10.5	1.6	22%	8%	9.5	1.3	17%	2%	75.2%	76.1%	21.0%	18.0%
2367.HK	巨子生物	23.8	0.0	53%	0%	10.0	0.0	21%	0%	0.0	0.0	22%	0%	84.4%	0.0%	42.2%	0.0%
600315.SH	上海家化	71.1	19.8	-7%	-6%	4.7	2.3	-27%	16%	5.4	2.3	-20%	7%	57.1%	61.2%	6.6%	11.6%
603983.SH	丸美股份	17.3	4.8	-3%	25%	1.7	0.8	-30%	20%	1.4	0.7	-24%	29%	68.4%	68.7%	9.7%	16.5%
600223.SH	鲁商发展	129.5	12.7	5%	-14%	0.5	1.3	-87%	95%	0.6	0.2	-84%	-76%	24.6%	39.4%	0.5%	12.1%
2145.HK	上美股份	27.1	0.0	-25%	0%	1.5	0.0	-57%	0%	0.0	0.0	-78%	0%	63.5%	0.0%	5.1%	0.0%
300740.SZ	水羊股份	47.2	10.5	-6%	0%	1.2	0.5	-47%	25%	1.0	0.4	-55%	11%	53.1%	53.7%	2.6%	5.2%
603630.SH	拉芳家化	8.9	1.9	-19%	-3%	0.6	0.4	-14%	1523%	0.2	0.4	347%	1356%	47.2%	42.2%	6.5%	18.0%
化妆品-制造																	
300856.SZ	科思股份	17.6	5.9	62%	42%	3.9	1.6	192%	176%	3.8	1.6	229%	198%	36.7%	49.0%	22.0%	27.3%
300132.SZ	青松股份	29.2	4.0	-21%	-42%	(7.4)	(0.5)	19%	22%	(7.6)	(0.5)	17%	18%	5.7%	2.5%	-25.4%	-12.0%
300955.SZ	嘉亨家化	10.5	2.2	-9%	-15%	0.7	0.1	-28%	-67%	0.7	0.1	-28%	-69%	24.0%	23.0%	6.6%	2.5%
医美-上游																	
300896.SZ	爱美客	19.4	6.3	34%	46%	12.6	4.1	32%	51%	12.0	3.9	31%	49%	94.8%	95.3%	65.4%	65.5%
000963.SZ	华东医药	377.1	101.1	9%	13%	25.0	7.6	9%	7%	24.1	7.6	10%	8%	31.9%	32.9%	6.7%	7.5%
688366.SH	昊海生科	21.3	6.1	21%	29%	1.8	0.8	-49%	33%	1.6	0.7	-52%	21%	69.0%	71.5%	8.9%	13.9%
1696.HK	复锐医疗科技	3.6		21%		0.4		29%				31%		57.0%		11.3%	
医美-下游																	
002612.SZ	朗姿股份	38.8	11.4	1%	21%	0.2	0.6	-91%	6985%	0.0	0.6	-99%	7861%	57.5%	56.4%	0.9%	5.0%
2279.HK	雍禾医疗	14.1		-35%		(0.9)		-171%				-183%		61.8%		-6.1%	

资料来源：Wind、浙商证券研究所；注：复锐医疗科技采用美元为单位

02

医美趋势展望

2.1 医美行业：仍处发展黄金期，中长期视角兼具成长性和确定性

□ 坚定看好医美赛道成长性。

- ✓ **短期视角：**23Q1龙头公司已验证增长逻辑，疫后修复确定性强，速度快。轻医美项目多疗程、高复购、高粘性，且核心客户面向收入稳定的中高消费人群，消费力更有保障。
- ✓ **中长期视角：**渗透率和消费频次的双重提升。中国医美渗透率仍为个位数，在市场教育、消费习惯、技术升级、消费下沉等驱动下保持高增。

图3：中国医美渗透率多倍提升空间

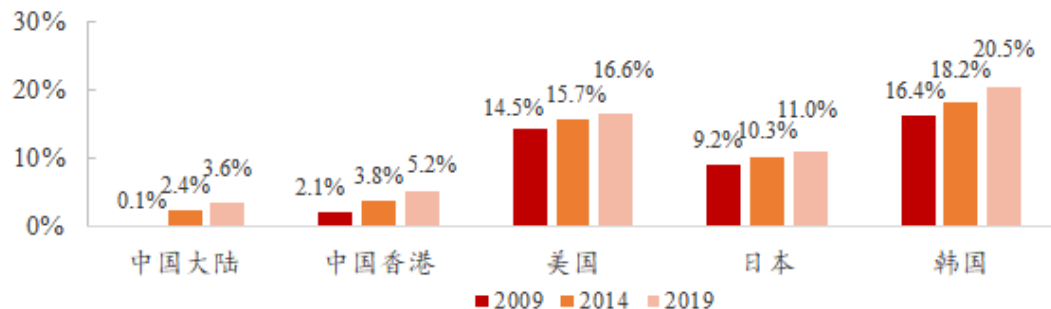


图4：21年中国按城市等级划分的医疗美容渗透率

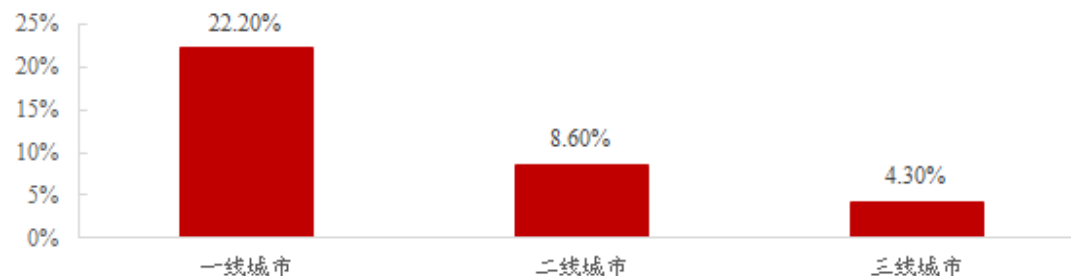


图5：22年中国医美客户第一次尝试医美的年龄

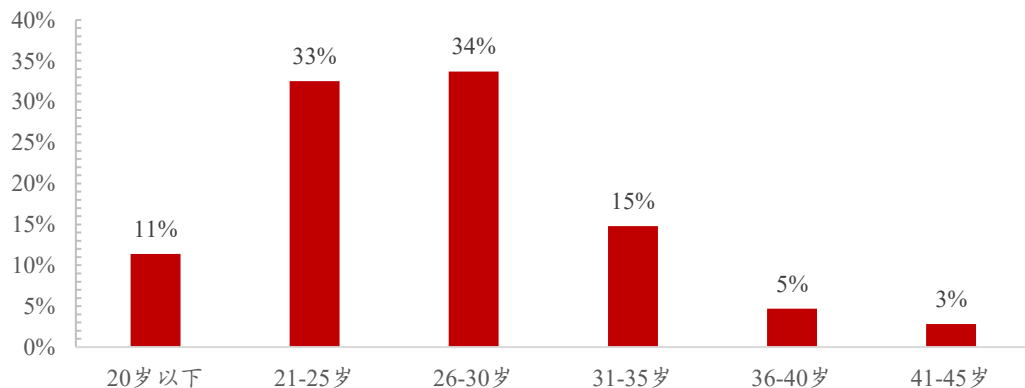
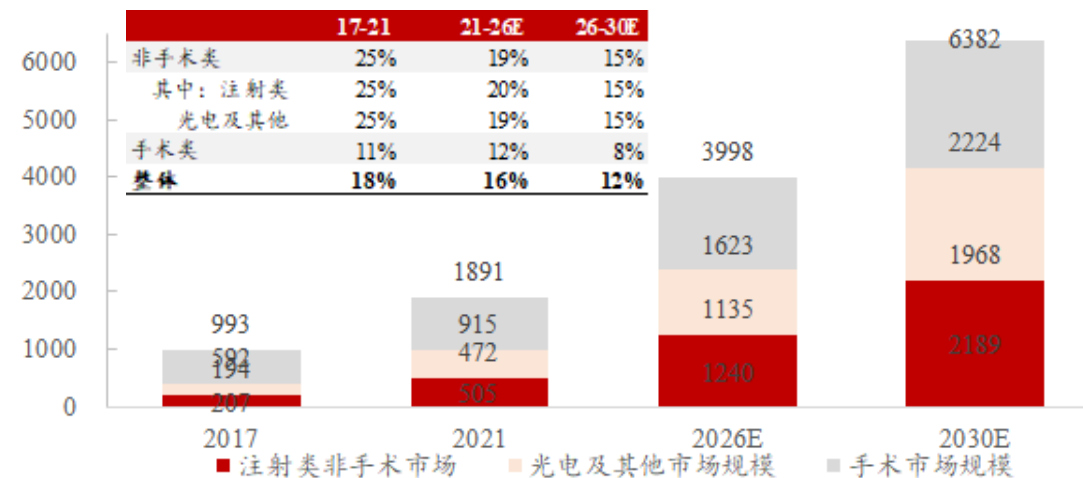


图6：中国医美终端市场规模（亿元）



2.2 医美龙头：低基数+线下推广重启+新老需求回补，龙头有韧性

- 23Q1医美龙头展现强业绩韧性。** 上游龙头爱美客23Q1收入/归母净利同增46%/51%，均超预期；终端龙头朗姿股份23Q1医美收入/归母净利4.6亿/2778万，同比+31%/633%，均超预期；华东医药少女针23Q1收入超2亿符合预期。
- 展望Q2：预期6月起环比向好。** ①4-5月：五一需求前置+出行高峰影响，客流有所分散，4-5月行业普遍与3月持平或略降；但考虑到去年低基数，夏季来临+机构端大力推广，同比增速仍然可观。②**展望6月**：轻医美复购周期普遍在3-6个月，3月医美旺季客户第一波复购需求有望陆续释放。
- 展望23年全年：低基数+新品/次新品重启线下推广+新老需求回补，看好龙头业绩兑现。**
 - 爱美客**：上游针剂龙头，股权激励锚定22-25年利润CAGR 35%，我们预计实际复合增速明显超股权激励，驱动来自传统产品稳增长/新品如濡白放量/潜在新品获批或外延并购完善产品矩阵。
 - 华东医药**：上游厂商龙头，少女针业绩稳健兑现，23年年内利拉鲁肽减肥针有望获批布局新蓝海，明后年待获批冷冻溶脂、Maili玻尿酸等值得期待。
 - 朗姿股份**：终端医美龙头，内生经营向好+外延并购拓展双轨运行，预计23年利润显著释放（23Q1归母净利达6205万/22年全年仅1608万）。
 - 复锐医疗科技**：上游光电龙头，供应链基本恢复+收购飞顿整合中国渠道+推新品，预计23年收入增速不低于15%-25%（内生，不考虑飞顿并表）。

表2：医美公司2022-2023Q1收入、归母净利润、扣非归母净利润增速

单位：亿元		收入		收入YOY		归母净利润		归母净利YOY		扣非归母		扣非归母YOY		毛利率		净利率	
代码	公司	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1
300896.SZ	爱美客	19.4	6.3	34%	46%	12.6	4.1	32%	51%	12.0	3.9	31%	49%	94.8%	95.3%	65.4%	65.5%
000963.SZ	华东医药	377.1	101.1	9%	13%	25.0	7.6	9%	7%	24.1	7.6	10%	8%	31.9%	32.9%	6.7%	7.5%
002612.SZ	朗姿股份	38.8	11.4	1%	21%	0.2	0.6	-91%	6985%	0.0	0.6	-99%	7861%	57.5%	56.4%	0.9%	5.0%
688366.SH	昊海生科	21.3	6.1	21%	29%	1.8	0.8	-49%	33%	1.6	0.7	-52%	21%	69.0%	71.5%	8.9%	13.9%
1696.HK	复锐医疗科技	3.5		20%		0.4		29%				31%		57.0%		11.3%	
2279.HK	雍禾医疗	14.1		-35%		-0.9		-171%				-183%		61.8%		-6.1%	
2138.HK	医思健康	29.2		40%		2.0		2%				76%		0.0%		9.2%	

2.3 医美赛道：看好合规水光、再生注射、胶原蛋白和减肥

表3：医美主要细分赛道一览

	玻尿酸注射	水光针注射	肉毒素注射	再生注射	胶原蛋白注射	GLP-1减肥	
中国市场竞争格局	红海市场，未来竞争更激烈	当前不合规市场为主，合规水光未来蓝海	过去为蓝海，应用空间重叠，即将红海	蓝海市场	蓝海市场	国内尚未有产品获批，目前主要为糖尿病司美格鲁肽产品超适应症使用	
竞争格局	布局公司、产品数量	超50款产品，几十家公司	3家公司，5款产品	4款产品，4家公司	3款产品，3家公司	6款产品，4家公司	无
23-25年待上市核心产品	昊海生科-第四代玻尿酸	华熙生物-第二代微交联、复锐医疗科技-Profilo	爱美客-橙毒、复锐-Daxxify、大熊制药-绿毒、Merz肉毒素	江苏吴中-爱塑美高德美-塑然雅	巨子生物-4款胶原蛋白产品	华东医药-利拉鲁肽 诺和诺德-司美格鲁肽 礼来-替尔泊肽	
行业痛点	1) 产品同质化 2) 主流适应症开拓完毕，竞争激烈	1) 水货市场挤占合规； 2) 强效、复合型水光获批难 3) 基础水光价格低	获证难，只能通过参股、代理海外产品入局	1) 对医生培训要求高 2) 有栓塞的医疗风险	1) 支撑力不够，应用局限在眼周（重组胶原无色，不能打黑眼圈）、水光、细纹 2) 代谢快 3) 价格高，仅面向中高端客户	1) 利拉鲁肽需每日注射，门槛高、依从性较差 2) 利拉鲁肽较为同质化，华东医药仅有先发优势，但难获技术/品牌壁垒	
壁垒	评级 ** 壁垒性质 稀缺适应症的壁垒>品牌认知>技术壁垒	*** III类械资质	**** 先发优势、品牌沉淀>技术壁垒	**** III类械资质>营销推广定位>医生培训>技术壁垒	**** 技术壁垒（动物源的免疫原性/病毒问题；重组的支撑性难点）>III类械资质>品牌认知	**** 资质壁垒和技术壁垒兼具 后续偏仿制药逻辑	
成长性	评级 中低端：* 中高端：*** 排序 合规水光、再生注射、胶原蛋白>GLP-1>中高端玻尿酸、中高端肉毒素>性价比肉毒素>中低端玻尿酸、非合规水光	合规水光：**** 非合规水光：*	性价比肉毒素：** 高端肉毒素：***	再生-水光：**** 再生-塑形：****	动物源：**** 重组胶原蛋白：****	利拉鲁肽：** 司美格鲁肽：****	
成长性来源	1) 高端化、产品技术升级（交联技术、或无交联剂） 2) 小众适应症拓展（纯面部→颈部、眼周、唇部、身体等）	1) 终端需求爆发+机构拓客引流，渗透率、消费频次、客单价均有向上空间； 2) 监管趋严，水货市场出清	1) 新品上市（主要通过参股/代理海外产品） 2) 技术升级（更长效，常温保存等）	1) 水光+面部塑性市场最重要的增量，供给创造需求 3) 市场教育，全脸注射，提升消费频次和单次客单价	1) 技术升级，重组胶原蛋白新品推出 2) 锁定高端客户，更精细地改善皮肤、达到抗衰老效果 3) 提升渗透率和消费频次，一次注射多支	1) 合规产品上市 2) 技术升级（每日注射→每周注射→口服）	

资料来源：NMPA、公司公告、浙商证券研究所

2.3.1 玻尿酸：红海市场，未来增量主要来自技术迭代、小众适应症拓展

□ **玻尿酸填充塑形：总体为红海市场竞争激烈，部分差异化适应症为蓝海；核心竞争壁垒为稀缺适应症。**

- 1) **竞争格局**：爱美客龙一；低端/高端的面部填充塑形红海竞争、部分差异化适应症蓝海。据沙利文，21年爱美客以销售额计市占率21%；以22年爱美客收入估算，预计22年其市占率已提升至约24%。当前玻尿酸市场主要分为3类，1) 韩系、国货中低端性价比产品；2) 海外中高端大牌；3) 差异化适应症产品（e.g 爱美客嗨体颈纹针/熊猫针）。其中前两类均竞争激烈，第三类差异化适应症如定位颈纹、眼周赛道，仍为蓝海市场。
- 2) **市场规模**：据沙利文，22年玻尿酸注射填充入院价市场规模82亿，未来增速25%，与轻医美整体增速相近。
- 3) **竞争壁垒**：1) 核心为稀缺的适应症，稀缺性体现在产品定位差异化+竞品少。2) 品牌积淀：海外大牌进驻国内多年，医生、消费者信任度高；3) 技术壁垒：交联技术有一定壁垒。

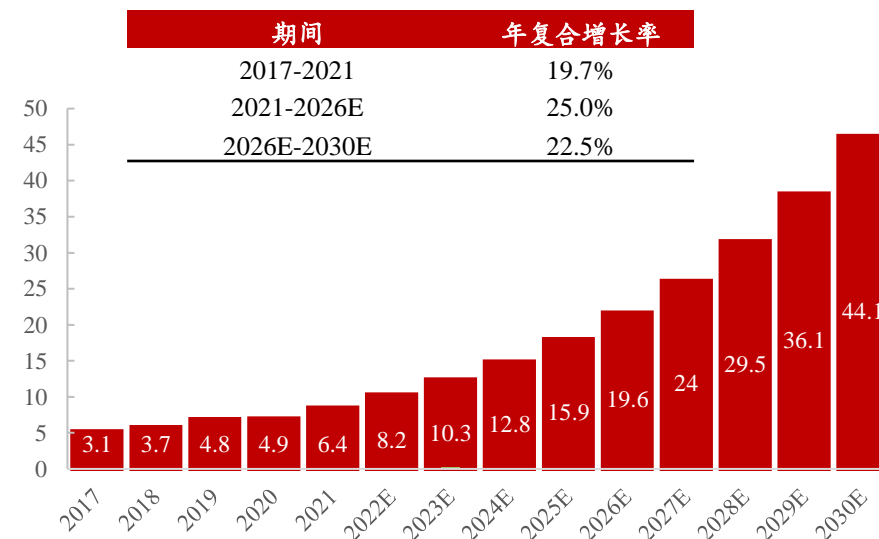
□ **未来成长性：增量主要来自医美整体渗透率提升+少数产品技术升级走高端化路线+拓展小众新适应症。**

- ✓ **成长点1**：深耕交联技术，走高端化。e.g 昊海生科第四代天然交联产品（BDDE交联剂→天然交联剂）
- ✓ **成长点2**：未来挖掘身体、面部其他小众适应症需求。小众市场受关注，如唇部（e.g 乔雅登质颜、昊海娇兰）。
- ✓ **成长点3**：玻尿酸注射在医美人群中的渗透率相对较高，但未来医美人口仍有多倍成长空间。

图7：玻尿酸注射的三种类型及竞争格局



图8：中国玻尿酸注射市场规模（入院价，十亿元）



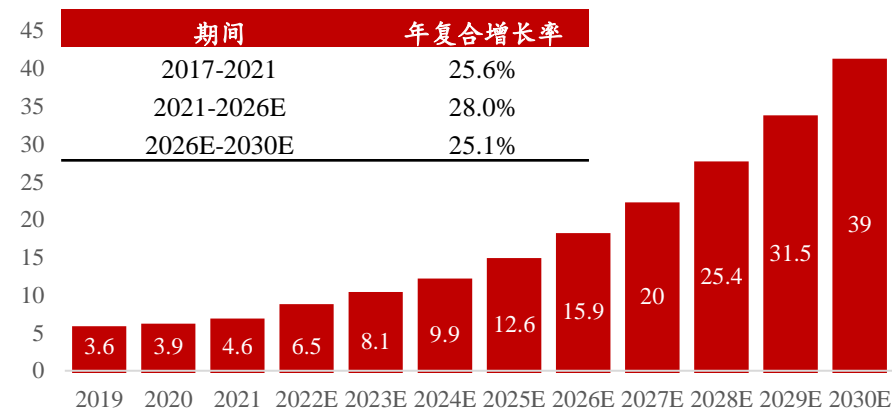
2.3.2 肉毒素：当前蓝海，医美渗透率/消费频次提升驱动，未来产品两级分化

- **肉毒素注射：经典产品入门刚需，行业天花板高；当前仍为蓝海，预计24年起竞争逐渐激烈。**
- ✓ 医美入门标配+机构拓客/产品组合刚需，整体市场高增有确定性。22年中国肉毒素市场入院价规模65亿，25年126亿，CAGR 25%。
- ✓ 竞争壁垒主要来自过证能力和品牌沉淀。毒麻药类药品资质（通常5-7年拿证）、品牌沉淀（保妥适和衡力品牌沉淀极强）、技术壁垒（弥散度、效果维持时间、运输条件等）
- ✓ 24年起随着新品进入，蓝海逐渐走向竞争激烈。当前4款产品，其中艾尔建+衡力预计仍占据约8-9成市场，24-25年由4款产品可能增至7-8款。
- **成长性：主要来自医美行业整体β，医美渗透率提升、消费频次提升；深耕高性价比/技术流产品有望跑出。**
- ✓ **成长点1：**量为主要驱动——医美渗透率、项目渗透率、消费频次提升。肉毒素为消费者入门项目/机构拓新客项目首选之一，受益于行业β。
- ✓ **成长点2：**未来两级分化加剧，极致性价比/高端技术流产品跑出。一类走极致性价比，e.g 韩系肉毒素/国产衡力，终端百元-小千元价格带；一类走高端路线，升级维持时间/优化运输储存条件（e.g 复锐代理美国Revance旗下Daxxify），终端售价或较高。

表4：中国肉毒素已上市及待上市产品

国家	公司	品牌名	昵称	产品定位及基本情况	合作代理商	中国上市时间
中国	兰州生物	衡力	-	高性价比、大部位注射、品牌成熟、认可度高	-	2012
美国	艾尔建	保妥适	-	高端、小范围精细化注射、品牌成熟，认可度高	-	2009
英国	Ipsen	吉适	-	规格差异化、小众中高端产品，价格仅次于保妥适	-	2020
韩国	Hugel	乐提葆	白毒	定位年轻群体，中端价格带	四环医药	2021
韩国	大熊制药	-	绿毒	韩系、高性价比	-	-
韩国	Huons	-	橙毒	韩系、高性价比	爱美客	2023-2024E
德国	Merz	西马	-	定位高端、抗药性弱	精鼎医药	2023-2024E
美国	Revance	Daxxify	-	长效肉毒素（维持6个月+），高端定位	复锐医疗科技	2024E

图9：中国肉毒素注射市场规模（入院价，十亿元）



2.3.3 再生针剂：抗衰核心赛道，高端填充塑形的升级赛道

□ **再生系列（胶原蛋白刺激类产品）：定位高端抗衰黄金赛道，有望成为继玻尿酸和肉毒素的注射轻医美第三巨头。**

1) **强功效。**再生系列兼具填充+刺激胶原蛋白再生的双重功效，且通常持续时间较普通玻尿酸更长。

2) **高壁垒，高盈利。**产品稀缺+定位高端抗衰赛道+新品上市溢价，高毛利。当前国内仅3款产品，终端销售价均在10-20k元/支。预计23年江苏吴中独家代理的韩国爱塑美童颜针AestheFill有望上市，国内上市产品增至4家。

□ **成长性：为高端水光+面部塑形市场创造新客；提升注射支数及频次，实现量价双升。**

✓ **成长点1：供给创造需求，为高端塑形/中重度凹陷填充/面部抗衰等需求创造增量市场。**增量客户或来自“排斥玻尿酸交联剂”、喜欢“内生胶原蛋白再生”概念的群体。

✓ **成长点2：提客单价。**推出全面部解决方案，由单部位注射→“一次多针”面部多部位注射。

图10：再生类新品推广进度（均在21H1中国获批，21H2中国上市）

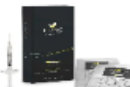


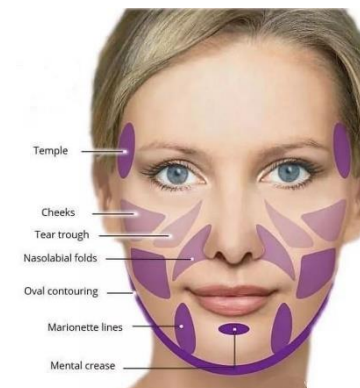
	华东医药-少女针	爱美客-濡白天使	长春圣博玛-艾维岚
图例			
出厂价	约4000元	约3000元	
终端销售价	15000-18600元/针	10000-12800元/针	18000-19000元/针
核心成分	30% PCL+70% CMC	交联玻尿酸+ 左旋乳酸-乙二醇共聚物微球微球	PLLA聚左旋乳酸
国内贡献收入	21年/22年 1.85亿/6.3亿		
医生/机构覆盖	截至22年 签约500家机构，培训1100+ 个医生，合作40家美业机构。	截至22年 覆盖600+家机构，授权700+ 个医生	

图11：全面部组合抗衰



2.3.4 胶原蛋白注射：深耕中高端市场，眼周/细纹/水光市场大有可。

□ 胶原蛋白注射医美产品：技术壁垒高+获批产品少，当前仍为蓝海市场；眼周/细纹/水光市场大有可为。

- ✓ 眼周泪沟和黑眼圈&水光针&细纹填充市场大有可为。胶原蛋白支撑性、价格、消费者教育方面与玻尿酸存在差距，但其具备自身修复（刺激胶原蛋白生成）、不易肿胀（吸水性低）、无丁达尔现象以及一定的美白功效（呈乳白色非透明）等优势。据沙利文，17-21年中国注射医美胶原蛋白市场37亿元（占注射医美的9%），预计27年以27%的CAGR增至137亿元。
- ✓ 当前仍为蓝海市场，仅4家公司获批。动物源胶原蛋白难在解决过敏问题，重组胶原蛋白难在攻克较好的生物活性和支撑性，当前NMPA获批III类械的胶原蛋白医美产品仅6款，其中台湾双美占据主要市场。
- ✓ 多款重组胶原蛋白新品可期，预计主要聚焦在水光针&细纹填充赛道。1) 21年锦波生物薇旖美获批，国内首款重组III型人源化胶原冻干纤维医美产品。2) 预计24年后巨子生物也将推出胶原蛋白医美产品，主要布局抗衰+补水保湿+改善面部细纹赛道。

□ 成长性：技术升级拓展适应症，挖掘高净值客户需求。

- ✓ 成长点：深挖高净值客户需求，加强市场教育和方案设计，通过单次多支注射/高频复购提升壳客单价及消费频次。

表5：国内医美注射类胶原蛋白获批产品

产品	公司	获批时间	主打成分	实际价格区间	维持时间
肤柔美		2009	I型胶原蛋白（猪皮）	4000-7000元/ml	3个月
肤丽美	台湾双美	2012	I型胶原蛋白（猪皮）	7000-13000元/ml	8-12个月
肤莱美		2019	I型胶原蛋白（猪皮）+利卡多因	—	8-12个月
弗缦胶娇针	长春博泰	2016	3.5%牛胶原（I型+III型）+0.3%盐酸利多卡因悬浮液	6000-8000元/ml	3-6个月
薇旖美	锦波生物	2021	重组人源III型胶原蛋白冻干纤维	6000-8000/瓶	3-6个月
爱贝芙	汉福生物科技	2012	80%牛胶原溶液+20%PMMA微球+0.3%利卡多因	15000-20000元/0.5ml	6-12个月

表6：巨子生物医美胶原蛋白产品规划

类别/产品	适应症	目前进度	预计获批时间
重组胶原蛋白液体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老+滋润保湿，主要针对面部皮肤	临床试验	24Q1
重组胶原蛋白固体制剂	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对面部皱纹（抬头纹、鱼尾纹）	临床试验	24Q1
重组胶原蛋白凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度的皱纹	产品开发	25年
交联重组胶原蛋白凝胶	用于皮下/皮内肌肤抗衰老，主要针对中度至重度法令纹	产品开发	25年

数据来源：巨子生物招股书、大众点评、Frost&Sullivan、台湾双美官网、NMPA、浙商证券研究所

2.3.5 水光针：入门刚需，水货出清+消费人数/消费频次增长驱动

- ❑ **水光针赛道：定位皮肤补水/抗衰/美白/综合护理等“刚需”赛道，3-4个月复购周期+可搭配其他医美注射/光电类项目，行业天花板高。**
- ✓ 水光为不合规重灾区，随监管趋严，国产合规品牌率先受益于水货出清。NMPA明确水光为械III，具械III批文水光产品的公司有望加速跑出。
- ✓ 多家公司筹备水光针产品。1) 基础水光：华熙生物第二代微交联产品进入临床；艾尔建volite长效水光进入海南博鳌先试先行。2) 胶原水光：巨子生物24年有望获批2款胶原蛋白水光类产品。3) 动能素类：华熙生物17年收购法国Revitacare公司，旗下丝丽动能素已进入海南先试先行。
- ❑ **成长性：高成长确定性强；主要受不合规产品出清、注射频次提升驱动。**
- ✓ 成长点1：水货出清，合规产品放量。此前主要市场被海外妆字号产品占据；监管趋严后，国产合规品牌率先受益，e.g 爱美客、华熙生物。
- ✓ 成长点2：量为主要驱动，医美渗透率、项目渗透率、消费频次提升驱动。1) 医美渗透率/项目渗透率：消费者入门项目/机构拓新客项目首选之一；2) 产品本身代谢快+易搭配其他注射/光电仪器项目+市场教育消费习惯养成：注射频次有较强提升空间。

表7：水光针产品分类

类型	1) 玻尿酸水光	2) 胶原蛋白类	3) 动能素类	4) 三文鱼类	5) 聚能素类
核心成分	小分子透明质酸	胶原蛋白	氨基酸/维生素为主等几十种成分	鲑鱼提取物(PDRN/PN)	
主要功效	基础补水、淡化细纹、和其他水光针/光子嫩肤等项目搭配使用	补水、淡化细纹、提亮肤色	抗衰/美白，功效性较基础水光更强	抗炎舒敏、抗衰	特定功效，如提亮
械III产品	爱美客嗨体、华熙生物双子针、瑞蓝唯琨等	锦波生物薇旖美；台湾双美肤柔美	无合规产品		
国内未获批产品举例	韩国嗨注水光针	意大利GUNA胶原蛋白	FillMed(原菲洛嘉动能素)	丽珠兰黑盒普利兰婴儿针；氏殊婴儿针	英诺小棕瓶

表8：国内可应用于基础水光针领域的产品一览

公司	产品	图例	获批时间	上市时间	主要成分	实际销售价
爱美客	嗨体2.5ml			2017	透明质酸钠、L-肌肽、甘氨酸、丙氨酸、脯氨酸、维生素B2	400~1000元
	太活泡泡针		2016	2021		1600~2600元
华熙生物	润致娃娃针			2020		2000~3000元
	润致熨纹针		2020	2021	透明质酸钠、盐酸司多卡因、氯化钠、磷酸盐缓冲液	2000~3000元
瑞蓝	唯琨		2019	2020	透明质酸钠、氯化钠、磷酸二氢钾、磷酸氢二钠	6000~6800元

数据来源：健康中国、艾瑞咨询、观研、大众点评信息整理、NMPA、浙商证券研究所

2.3.6 减肥：GLP-1+冷冻溶脂等蓄势待发，华东医药+爱美客+复锐医疗科技

- ❑ **华东医药**：减肥适应症有望于23年年内获批；冷冻溶脂有望于2024年获批。
- ❑ **爱美客**：利拉鲁肽减肥适应症已完成I期临床；布局司美格鲁肽。
- ❑ **复锐医疗科技**：5G天使光减脂塑形仪器国内销售良好；未来加码身体塑形。
- ✓ **GLP-1注射产品**：主要用于糖尿病患者和肥胖症患者。1) 降糖：饮食→血糖↑→胰腺的β细胞产生胰岛素→血糖↓，其中GLP-1以葡萄糖依赖的方式促进β细胞产生胰岛素，从而达到降低血糖的效果。2) 减肥：抑制胃肠道蠕动和胃液分泌，抑制食欲及摄食，延缓胃内容物排空；此外还作用于中枢神经系统（特别是下丘脑）→产生饱胀感和食欲下降。
- ✓ **冷冻溶脂仪器**：无创 + 局部瘦身。采用低温冷冻技术，将冷冻溶脂仪置于人体皮肤表面，使皮下组织冷却到约5℃，脂肪细胞提前老化，并陆续死亡，通过新陈代谢排泄出体外，达到减少脂肪细胞数量的效果。

注：1) 表10，光电塑形CAGR统计口径为18-20年的订单量
2) 表11，标蓝表示多靶点；标黄表示长效

资料来源：药物临床试验平台、各公司官网、各公司公告、《中国身体塑形市场行业发展白皮书2021》，浙商证券研究所

表9：光电设备塑型产品一览

分类	项目	18-20年CAGR	特点	公司-产品举例
非侵入式医美塑型(非手术)	冷冻减脂	318%	不易反弹；术后1-2周有疼痛感；2-4个月脂肪才能代谢完毕；费用较高	艾尔建-酷塑、华东医药High Tech旗下cooltech define
	超声减脂	216%	损伤小，出血少；安全；不易反弹；有疼痛感；2个月左右才会看到明显的效果	热立塑liposonix, 优立塑等
	射频减脂	158%	只能溶解浅层脂肪细胞；易烫伤皮肤；需多次治疗	Cutera-既塑；赛诺龙-超凡微拉；
	激光减脂	/	效果均匀；对橘皮脂肪和松弛皮肤效果好；恢复时间短	赛诺秀-塑可秀；欧洲之星-火凤凰；复锐-5G天使光
	磁波减脂	/	非创伤性；在刺激肌肉生长的同时促进脂肪分解	英国BTL-Emsculpt磁波塑肌
手术	吸脂 环吸脂	204%	定位准；效果明显；维持时间长；面积大；恢复时间长；有一定风险；会留有疤痕	水动力吸脂：Body-jet水动力吸脂；负压吸脂

表10：中国注射类GLP-1减肥适应症一览

序号	公司名称	药品名称	作用靶点	注射频次	研发进度
1	华东医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	预计23年年内获批
2	仁会生物	贝那鲁肽注射液	GLP1R	3次/日	上市许可申请获得审批
3	诺和诺德	Semaglutide注射液	GLP1R	1次/周	上市许可申请获得受理
4	礼来(LILLY ELI)	Tirzepatide注射液	GIPR, GLP1R	1次/周	III期临床获积极结果
5	复星医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	III期临床
6	信达生物	IBI362注射液	GCGR, GLP1R	1次/周	III期临床(招募中)
7	勃林格殷格翰	BI 456906注射液	GCGR, GLP1R	1次/周	II期临床
8	恒瑞医药	诺利糖肽注射液	GLP1R	1次/周	III期临床
9	石药集团	TG103注射液	GLP1R		II期临床(招募中)
10	鸿运华宁	重组抗人GLP-1受体人源化单克隆抗体注射液(GMA105)	GLP1R	1次/周	II期临床
11	甘李药业	GZR18注射液	GLP1R	1次/周	II期临床
12	四环医药	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	I期临床完成
13	爱美客	利拉鲁肽注射液	GLP1R	1次/日	I期临床完成
15	礼来(LILLY ELI)	注射用LY3437943	GIPR, GCGR, GLP1R	1次/周	III期临床
16	先为达生物	利拉鲁肽类似药注射液(XW003注射液)	GLP1R	1次/周	II期临床
17	东阳光药	HEC88473注射液	GLP1R, FGFR21		I期临床(尚未招募)

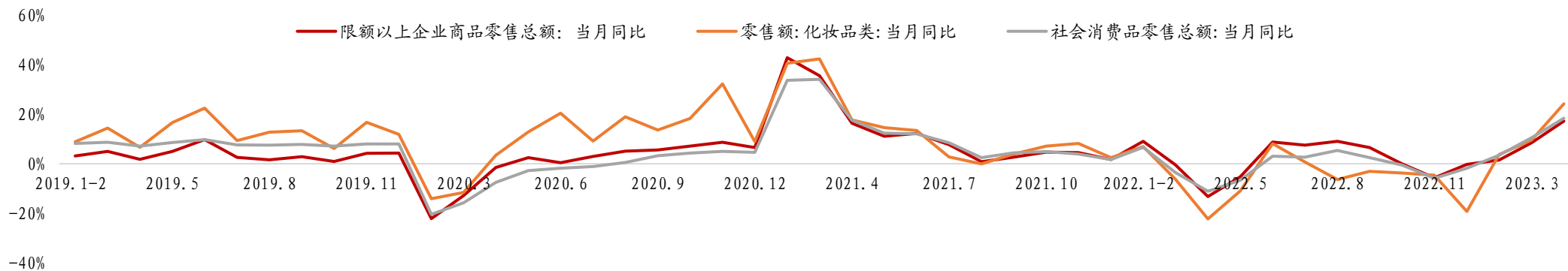
03

化妆品趋势展望

3.1 化妆品趋势之大盘：电商增速略放缓，格局初步企稳，行业已至“半决赛”

- 高线上占比+大促虹吸效应，电商增速略放缓且愈加集中618、双11等大促
- 化妆品线上化率较高，疫情期间受冲击较其他消费领域更小，20年中国化妆品社零全年累计同比增速9.5%，高于限额以上社零/整体社零10.5pp/13.4pp；21年化妆品社零全年累计同比增速为14.0%，高于限额以上社零/整体社零1.2pp/1.5pp，连续两年明显跑赢大盘。至22年，在其他消费疫后修复+自身高基数背景下，化妆品社零增速逐渐跑输整体，截至22年12月，限额以上社零/化妆品累计+1.4%/-4.5%。
- 电商大促升级与化妆品线上化进程相伴相生，当前全年多个大促节点虹吸作用愈发明显。我们认为，流量红利弱化致新锐白牌等难以跑出，强者恒强背景下品牌端格局已较为稳定，美妆赛道竞争或已进入“半决赛”阶段。

图12：2022年以来化妆品社零增速大多慢于整体社零增速



	22.3	22.4	22.5	22.6	22.7	22.8	22.9	22.1	22.11	22.12	23.1-2	23.3	23.4
限额以上企业商品零售总额: 当月同比	-0.4%	-13.3%	-5.3%	8.8%	7.5%	9.1%	6.6%	0.0%	-5.7%	-0.2%	1.5%	8.5%	17.3%
零售额:化妆品类:当月同比	-6.3%	-22.3%	-11.0%	8.1%	0.7%	-6.4%	-3.1%	-3.7%	-4.6%	-19.3%	3.8%	9.6%	24.3%
社会消费品零售总额:当月同比	-3.5%	-11.1%	-6.7%	3.1%	2.7%	5.4%	2.5%	-0.5%	-5.9%	-1.8%	3.5%	10.6%	18.4%

3.2 化妆品趋势之渠道：淘系流量红利趋顶+抖音竞争升级，品牌竞争全面升级

□ 行业从低渗透高增长向α逻辑切换

- **淘系增速明显：**据Quest mobile，23Q1淘宝月均MAU达8.9亿人，几乎接近中国互联网的“总人口”；据阿里财报，其中国零售分部客户管理收入（该指标反映淘系电商变现水平）在22财年增速大幅收窄至3%，23财年已出现下滑。
- **大牌入局，抖音竞争激烈：**抖音美妆增速相对较快。据第三方平台跟踪，抖音电商兴起初期本土品牌先发优势明显，对应21年1月抖音美妆GMV前10中国际品牌仅占1席。但近半年以来美妆榜前10国际品牌日常已基本可占据5席，大促期间甚至可占7席，其凭借强有力的品牌势能和差异化的产品策略（如雅诗兰黛天猫主推精华、面霜产品，抖音则降维发力水乳），已迅速切入并适应新兴渠道。预计未来抖快等渠道竞争也将日趋激烈，高投放换销量难以为继，精准营销和优秀的选品及活动策划将成为核心竞争力。

图13：阿里近年来中国零售客户管理收入增速下滑明显

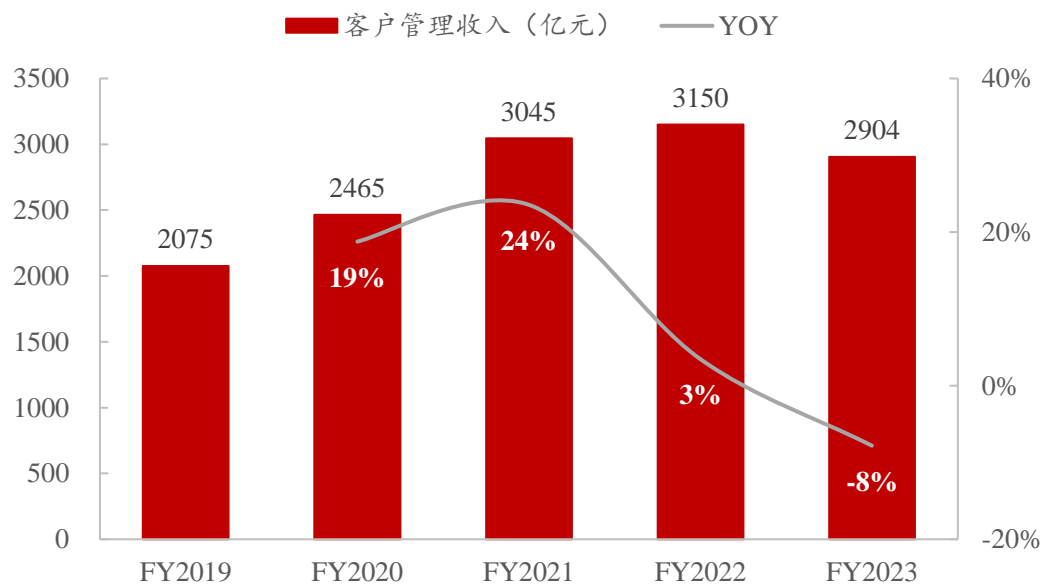


表11：21年1月及近半年月度抖音美妆前十品牌对比（GMV口径，填充色块为国产品牌）

	2021.01	2022.12	2023.01	2023.02	2023.03	2023.04	2023.05
1	后	雅诗兰黛	兰蔻	欧莱雅	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅
2	珀莱雅	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	雅诗兰黛	韩束	韩束
3	自然堂	珀莱雅	花西子	欧诗漫	韩束	珀莱雅	珀莱雅
4	AOEO	后	珀莱雅	花西子	欧莱雅	面玑时光	海蓝之谜
5	欧诗漫	兰蔻	韩束	SK-II	欧诗漫	蜜丝婷	SK-II
6	薇诺娜	海蓝之谜	AKF	兰蔻	素说美丽	雅诗兰黛	赫莲娜
7	云锦熙	SK-II	雅诗兰黛	雅诗兰黛	赫莲娜	谷雨	兰蔻
8	韩熙	花西子	后	面玑时光	HBN	海蓝之谜	欧诗漫
9	肌司研	FV	SK-II	海蓝之谜	兰蔻	赫拉	雅诗兰黛
10	皙玥	韩束	谷雨	谷雨	蜜丝婷	欧诗漫	OLAY

3.3 化妆品趋势之产品：延展夯实矩阵+精准定位推新，以点带面打开天花板

□ 推新在精不在多，精准结合消费趋势+品牌势能为胜负之要

- 国货品牌多采取大单品策略，即“跑出大单品 → 开拓产品系列 → 沉淀品牌认知 → 突破渠道壁垒 → 塑造强品牌”发展路径。而在行业流量趋顶背景下，产品端“品类拓展”及“功效拓展”重要性进一步提升，成为客群开拓的有效途径。
- 推新品的本质是品牌向外部市场延展，因此需较好结合自身优势和市场消费需求。例如珀莱雅夯实抗衰赛道并逐步向修护及美白管线延伸，实现客单价及业绩表现的提升；丸美立足自身眼部抗衰强心智，结合胶原蛋白市场热点，推出双胶原系列产品勾勒第二曲线。预计未来更精准的市场洞察、更扎实的产品打磨将成为品牌推新的核心策略，而对品牌调性的把握及对优势客群的精细切割也将使得这一进程更加事半功倍。

图14：以珀莱雅为例看产品矩阵打造及功效赛道拓展



04

投资主线

4.1 主线一：业绩稳健兑现龙头且位于近2年估值底部，具高性价比

- 把握业绩兑现能力强，具强 α +强性价比的龙头。建议关注：珀莱雅、爱美客、科思股份、华东医药、朗姿股份等。
- 从估值分位数来看，关注高估值性价比龙头。爱美客0.2%、珀莱雅0.3%、科思股份4.9%等已处于历史绝对低位，投资价值凸显。

图15：化妆品&医美龙头公司当前处于近两年来估值低位



表12：化妆品&医美龙头公司当前处于近两年来估值低位

代码	公司	估值分位数
801980.SI	美容护理(申万)	29.3%
化妆品		
8841109.WI	化妆品指数	0.5%
603605.SH	珀莱雅	0.3%
688363.SH	华熙生物	2.2%
300957.SZ	贝泰妮	0.7%
300856.SZ	科思股份	4.9%
医美		
8841418.WI	医美指数	12.7%
300896.SZ	爱美客	0.2%
000963.SZ	华东医药	40.0%
1696.HK	复锐医疗科技	14.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：最新行情数据截至2023年6月9日收盘，市盈率数据为PE-TTM口径；近3年估值分位数统计区间为21年年初至23年6月12日

4.1 主线一：爱美客 珀莱雅 科思股份 华东医药 朗姿股份 复锐医疗科技等

- 把握业绩兑现能力强，具强 α +强性价比的龙头。
- 从基本面来看，部分龙头公司业绩兑现确定性强，表现出强 α ，后续有持续超预期兑现潜力。
 - ✓ **爱美客**：23Q1收入和利润均超预期，Q2延续高增趋势+近期发布股权回购提振信心。此前股权激励锚定22-25年利润CAGR下限35%，我们预计实际复合增速达45%，驱动来自传统产品稳增长/新品如濡白放量/潜在外延并购完善产品矩阵。
当前市值对应23/24年PE为 49/34X。
 - ✓ **珀莱雅**：此前618预售超预期，首登天猫护肤NO.1。中长期看，公司基本面扎实（大单品战略成功+拓赛道拓客群+子品牌孵化卓有成效），长期估值中枢40-60X。
当前市值对应23/24年PE为 42/33X。
 - ✓ **科思股份**：23Q1业绩超预期持续演绎。业绩向上驱动来自：1) 22年涨价订单落地叠加近期原油价格回落；2) 疫后防晒需求恢复叠加巴斯夫等供给收紧+公司产能释放，市占率向上；3) 高毛利新型防晒剂占比提升+新产能爬坡期。估值向上来自：1) 传统防晒→高毛利新型防晒；2) 化学防晒剂→物理防晒剂；3) 防晒剂→个护原料平台。
当前市值对应23/24年PE为 24/20X。
 - ✓ **华东医药**：少女针业绩稳健兑现，23年年内利拉鲁肽减肥针有望获批，明后年待获批冷冻溶脂、Maili玻尿酸等值得期待。
当前市值对应23/24年PE为 24/20X。
 - ✓ **朗姿股份**：终端医美龙头，23Q1医美收入利润均超预期。随着内生经营向好+外延并购拓展双轨运行，预计23年利润显著释放（23Q1归母净利达6205万/22年全年仅1608万）。近期公告拟收购武汉两家医美机构，有望进一步催化。
当前市值对应23/24年PE为 58/40X。
 - ✓ **复锐医疗科技**：上游光电仪器龙头，供应链已基本恢复+收购飞顿整合中国渠道+新品推广，预计23年收入增速不低于15%-25%（仅内生，不考虑飞顿并表）。
当前市值对应23/24年PE为 11/9X。

4.2 主线二：低关注度+低估值+边际改善；水羊股份+上海家化+福瑞达等

□ 类型一：22Q2低基数，23Q2迎增速拐点。

22Q2疫情影响+原料涨价，部分位于上海（如上海家化、上美股份）、广东（如丸美股份）等地的公司超低基数，主要系：1) 生产端工厂停工、供应受阻；2) 物流受限致成本提升、退货比例提升；3) 线下退件影响动销/线上品牌招新和蓄水受阻；4) 新品推广延后。

建议关注：

- 1) 上海家化：低基数；23Q1超预期，费率压缩带动盈利能力提升预计可持续。
- 2) 上美股份：低基数；韩束618超头直播+抖音渠道均表现靓丽。
- 3) 丸美股份：低基数；年初至今线上增速靓丽。

□ 类型二：低关注度+低估值标的，基本面边际改善+事件催化+关注度提升。

建议关注：

- 1) 水羊股份。子品牌伊菲丹&大水滴放量、618伊菲丹大单品超级面膜首次上李佳琦直播。
- 2) 福瑞达：原名鲁商发展，出置地产业务，积极转型大健康产业，化妆品业务扬帆起航，有望迎来估值体系重塑。

图16：全国&广东化妆品公司数量（个）、广东化妆品公司数量全国占比

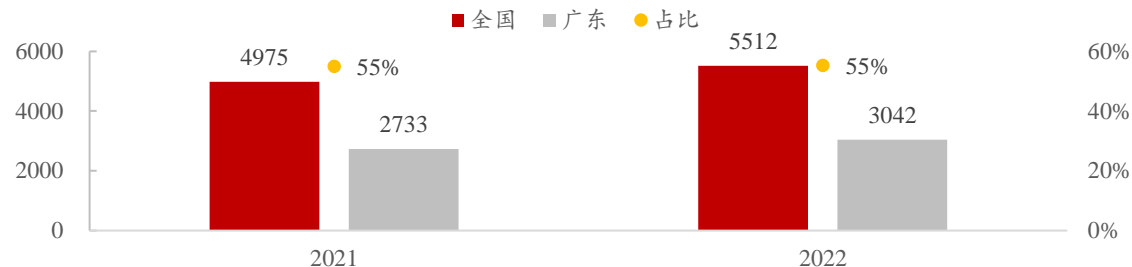


图17：丸美股份、上美股份机构机构持仓占比较低

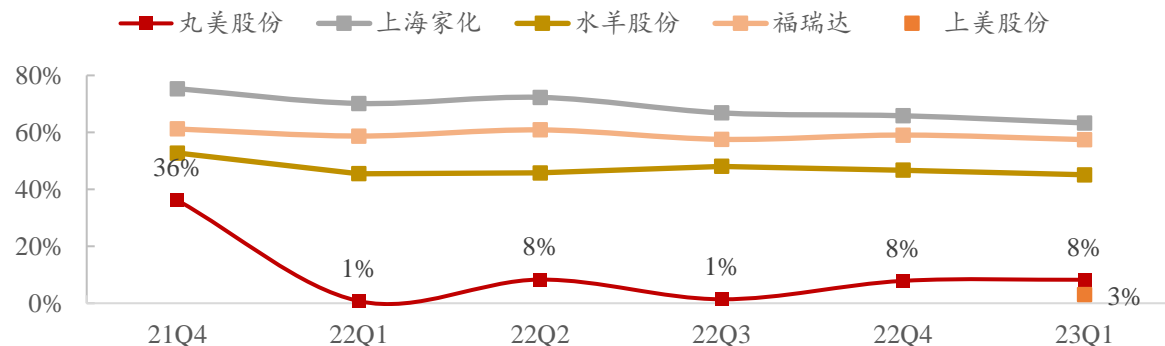


表13：部分公司22Q2超低基数

亿元	收入			归母净利润			净利率		
	22Q1	22Q2	23Q1	22Q1	22Q2	23Q1	22Q1	22Q2	23Q1
上海家化	21.17	37.15	19.80	1.99	1.58	2.30	9%	-3%	12%
YOY	0%	-24%	-6%	18%	-136%	16%	+1pcts	-8pcts	+2pcts
丸美股份	3.83	8.17	4.77	0.65	1.17	0.79	17%	11%	17%
YOY	-5%	-7%	25%	-35%	-42%	20%	-8pcts	-7pcts	持平
上美股份	12.82	-	-	0.65	-	-	5%	-	-
YOY	-30%	-	-	-63%	-	-	-5pcts	-	-
水羊股份	10.46	22.01	10.46	0.42	0.83	0.52	4%	4%	5%
YOY	28%	-11%	0%	36%	-29%	25%	+4pcts	-1pcts	+5pcts

4.3 主线三：困境反转，密切跟踪数据验证拐点

□ 把握困境反转机遇，密切跟踪数据，静待拐点布局。

- ✓ 贝泰妮：博弈底部反转，4月以来电商数据改善。618预售同比稳步增长。Q3-Q4低基数背景下有望再逐季提速。预计23-24年净利润分别为12.5、16.2亿元（考虑股权激励费用计提，如剔除则净利润更可观）
- ✓ 华熙生物：化妆品静待拐点，医美拐点已现。1) 化妆品：年初以来电商跟踪数据承压，预计23Q3起逐季改善。2) 医美拐点已现，产品矩阵、组织架构调整成效初显，23Q1增长靓丽，全年预计保持稳健增长。

图18：华熙生物、贝泰妮估值均处历史低位



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所
市盈率数据为PE-TTM口径

05

重点公司一览

表14: 医美&化妆品公司盈利预测与估值

上市公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)			收入YOY			归母净利润			归母净利润YOY			PE			PEG
		2022	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E
化妆品																	
华熙生物	443	63.6	82.8	105.6	28%	30%	28%	9.7	12.6	16.0	24%	29%	28%	46	35	28	1.3
珀莱雅	438	63.9	80.0	99.7	38%	25%	25%	8.2	10.5	13.2	42%	28%	26%	54	42	33	1.6
贝泰妮	386	50.1	64.7	80.6	25%	29%	25%	10.5	12.5	16.2	22%	19%	29%	37	31	24	1.0
巨子生物	347	23.6	31.9	42.9	52%	35%	34%	10.0	13.1	16.9	21%	30%	29%	35	27	21	0.9
上海家化	195	71.1	84.4	94.6	-7%	19%	12%	4.7	7.7	9.0	-27%	62%	18%	41	25	22	1.4
丸美股份	134	17.3	22.1	26.8	-3%	27%	21%	2.1	3.1	3.9	-30%	46%	25%	63	43	34	1.7
科思股份	132	17.6	25.0	33.1	62%	42%	33%	2.1	5.4	6.6	192%	154%	22%	62	24	20	1.1
福瑞达	105	129.5	44.2	52.8	5%	-66%	19%	0.5	4.0	4.9	-87%	782%	23%	232	26	21	1.2
上美股份	101	26.8	36.3	45.8	-25%	36%	26%	1.5	3.8	5.3	-57%	160%	38%	69	27	19	0.7
医美																	
爱美客	935	19.4	29.8	44.0	34%	54%	47%	12.6	19.2	27.7	32%	52%	44%	74	49	34	1.1
华东医药	710	377.1	419.3	463.1	9%	11%	10%	25.0	29.3	35.2	9%	17%	20%	28	24	20	1.2
朗姿股份	104	38.8	45.7	53.2	1%	18%	16%	0.2	1.8	2.6	-91%	1012%	46%	645	58	40	1.3
医思健康	57	37.1	49.7	61.3	40%	34%	23%	1.0	3.5	5.1	2%	266%	47%	60	16	11	0.4
雍禾医疗	37	14.1	22.0	28.0	-35%	56%	27%	-0.9	1.1	2.0	-171%	/	92%		35	18	0.4
复锐医疗科技	6	3.5	4.4	5.7	21%	24%	30%	0.4	0.5	0.7	29%	27%	27%	14	11	9	0.4

数据来源: Wind一致预测、浙商证券研究所预测; 27

注: 1) 数据截至23年6月13日; 2) 复锐医疗科技采用美元为单位; 3) 医思健康采用港币为单位, 且表中的22-24年均为预测值, 对应医思健康财年的23-25年
 4) 上美股份、丸美股份、巨子生物采用Wind一致预测; 其余为浙商证券研究所预测

- 1、竞争格局加剧风险。
- 2、行业监管政策调整的风险。
- 3、产品研发风险
- 4、医疗安全事故，产品质量控制等风险。
- 5、企业人才流失，战略失误等风险。
- 6、企业营销模式无法顺应市场变化的风险。
- 7、上游产品增速不及预期的风险。
- 8、下游机构内生增速或拓店不及预期的风险。
- 9、其他风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>