



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 医用敷料龙头敷尔佳即将开启申购，关注近期美护公司上市进展

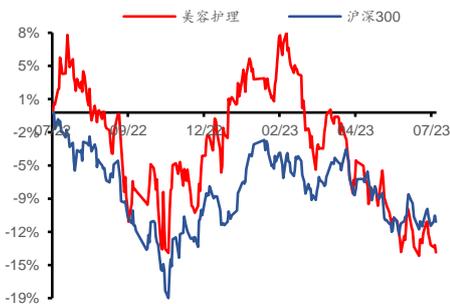
——美妆行业周报（20230710-0714）

### 增持（维持）

行业：美容护理  
日期：2023年07月16日

分析师：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

- 《华东医药利拉鲁肽减重适应症获批，抢占减肥蓝海市场》  
——2023 年 07 月 08 日
- 《关注 Q2 业绩预期与美护原料公司进展》  
——2023 年 07 月 07 日
- 《关注化妆品产业链原料赛道进展》  
——2023 年 07 月 01 日

#### 主要观点

##### 化妆品板块：

##### 敷尔佳：医用敷料龙头，功能性护肤打造第二增长曲线

敷尔佳前身为华信药业，主要从事药品销售。2015年取得敷尔佳商标注册证书，2017年敷尔佳独立运营，专业从事皮肤护理产品运营。股权高度集中，实控人为张立国。公司实控人张立国持股约94%，二股东哈三联持股约5%。此外，12名员工通过股权激励持股合计持股占比约1.2%，主要管理层如副总经理郝庆祝和肖丽、财务负责人邓百娇、董秘沈晓溪等均有持股。

公司营收持续增长，盈利水平较强。营收方面，公司2018-2022年营收分别为3.73/13.42/15.85/16.50/17.69亿元，2019-2022年同比增速分别为259%/18%/4%/7%。利润方面，公司2018年到2022年归母净利润分别为2.0/6.6/6.5/8.1/8.5亿元，2019-2022年同比增速分别为231%/-2%/24%/5%，保持较强的盈利水平。公司以医用敷料起家，2018年医用敷料销售占比达90%。2022年公司医疗器械收入小幅下降，主要系宏观经济波动等因素影响，医疗器械类产品终端销售渠道及物流运输受到一定程度影响。化妆品类产品销售快速增长，2022年营收约为9亿元，占比达51%，主要得益于加大对化妆品的投入。

拓展功能性护肤品，形成医用敷料+功能性护肤的产品矩阵。公司在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等其他形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的II类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。

##### 医美板块：

##### 华东医药：传统国产药企底蕴深厚，全球首创新药产品实现突破性进展

传统国产药企底蕴深厚，创新驱动发展。华东医药是国内的老牌医药工业龙头企业，历经20多年的发展，公司业务已覆盖医药全产业链，拥有医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。业绩稳定增长，经营效率突出。作为医药领域龙头企业，公司营收整体保持较强增长，2011-2021年十年间，公司营业收入由111.31亿元增长至345.63亿元，CAGR为12%；归母净利润由3.81亿元增长至23.02亿元，CAGR为20%。由于集采、疫情以及医保谈判降价等因素影响，2020年业绩呈现负增长，公司加速创新转型，引进优秀人才、加速布局产品管线、提升研发创新能力，业绩逐步回暖，2022年营收达377.15亿元（同比+9.12%），归母净利润达24.99亿元（同比+8.58%），23Q1营收为101.15亿元，同增13.23%，实现双位数增长，归母净利润为7.55亿元，同增7.23%。

**全球首创新药产品实现突破性进展。1) 全球首创ADC新药被CDE纳入优先审评品种名单。**7月11日, 公司发布公告称全资子公司中美华东与美国合作方ImmunoGen公司合作开发的索米妥昔单抗注射液(ELAHERE)被纳入优先审评品种名单。该注射液在中国首个临床试验申请已于21年3月获得国家药品监督管理局(NMPA)批准。另一项中国关键性单臂临床试验也于21年8月获得NMPA批准。截至23年7月11日, 该产品在中国的相关临床及注册工作正按计划推进, 本次被纳入优先审评后, 公司计划将于23Q3正式向NMPA递交产品附条件上市许可申请, 积极推进该产品在海南博鳌乐城先行区的先行先试。**2) 全球首创叶酸受体ADC产品国内首方落地博鳌。**7月12日, 依托海南博鳌乐城先行区“先行先试”特许药械政策, 公司旗下靶向叶酸受体 $\alpha$ (FR $\alpha$ )抗体偶联药物(ADC)MIRV获批先行引入瑞金海南医院, 用于治疗既往接受过1~3种系统治疗的FR $\alpha$ 阳性的铂类耐药的上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌(简称PROC)成年患者, 有望及时解决中国PROC患者的用药难题。这是MIRV在中国PROC患者中的首次临床应用, 也是在国内开出的首批处方。此次试点引入的MIRV是全球首个获批治疗PROC的ADC药物, 标志着中国铂耐药复发卵巢癌治疗正式进入ADC时代。

华东医药全球首创ADC新药产品实现突破性进展, 索米妥昔单抗注射液被纳入优先审评, 将加快其在国内上市许可申请的审评审批, 我们认为产品加速上市有助于早日解决中国铂耐药卵巢癌患者的用药需求, 推动公司肿瘤创新药管线的不断丰富, 拉动业绩实现进一步高增。

#### 新消费板块:

#### 云南白药: 23H1归母净利润预计大幅增长, 百年品牌铸造第二增长曲线

公司以药品、健康品、中药资源、云南省医药有限公司四大事业部为生产经营核心底座, 已经建立了在天然药物、中药材饮片、特色药、医疗器械、健康日化产品、保健食品、医疗美容等多个领域的业务布局。

**23H1 预计归母净利润最高实现 100%增长, 聚焦优势产品、全力深耕存量效果显著。**近十年公司业绩保持稳健增长, 营收由 2013 年的 158.15 亿元增长至 2022 年的 364.88 亿元, 期间年复合增长率为 10%。归母净利润由 2013 年的 23.21 亿元增长至 2022 年 30.01 亿元, 期间年复合增长率为 3%。7 月 13 日, 公司发布 2023 年半年度业绩预告。预计 23H1 归母净利润 26.13-30.06 元, 而 22 年同期盈利 15.00 亿元, 同比增长 74%-100%; 扣非后归母净利润 25.29-29.09 元, 而 22 年同期盈利 16.55 亿元, 同比增长 53%-76%。23H1 公司积极应对外部环境变化, 聚焦优势产品, 全力深耕存量、拓展增量, 实现经营业绩增长。

**积极布局医美领域, 拓展公司增长曲线。**公司推出肌肤护理业务的主打品牌, 并以采之汲品牌为核心, 公司开发了面膜、日常护肤产品以及私人订制型护肤产品等。21 年, 正式推出采之汲线上 APP, 通过 APP 的触达, 输出个性化定制化的肌肤问题解决及护理方案, 持续强化品牌渗透率, 聚焦对肌肤管理有个性化诉求的人群。22 年, 公司稳步推进上游医美产品研发、合理布局中游医美机构建设及运营, 积极推进医美产业链的生态布局, 探索上下游商业成长模式, 快速打通商业

赛道，布局大健康产业全生态链循环，有助于推动公司第二增长曲线的形成。

#### 巨星传奇：明星 IP 加持，登陆港交所

巨星传奇成立于 2017 年，公司业务主要包括新零售、IP 创造及营运。其中，新零售业务主要包括健康管理产品、护肤品，以及其他产品三个收入来源；IP 运营包括活动策划、IP 的许可管理以及文创产品的销售。7 月 13 日，巨星传奇集团正式在港交所挂牌上市。

**周杰伦亲友为主要持股人，四位亲友合计持股 64.4%**。根据招股书，巨星传奇与周杰伦的深度捆绑。一方面是公司股权结构，巨星传奇有马心婷、叶惠美、陈中和杨峻荣 4 位创始人，合计持股 64.4%。其中，叶惠美为周杰伦母亲；杨峻荣为周杰伦经纪人；陈中、马心婷则是周杰伦的长期合作伙伴。

**新零售业务为主要收入来源**。据招股书显示，新零售业务占比总收入从 19 年的 93.3% 下降至 22 年的 69.8%。公司持续加码护肤赛道，拓展第二增长曲线。旗下护肤品业务，则主要包括主品牌达人悦己和摩肌博士（定位成熟年龄问题肌肤）、茶小姐（定位年轻消费群体）两个子品牌。据招股书显示，2019-2022 年，护肤品业务收入分别为 345、2042、2127、1627 万元，占比分别为 4.0%、4.5%、5.8%、4.7%。公司将加码护肤品研发，投资收购拓展化妆品业务。在未来 3 年内，预计推出超 30 款护肤品，将投资 2150 万元用于研发护肤品，计划与 25 年投资约 1050 万元，收购从事活性成分或配方研发的公司。我们认为，公司与明星深度绑定，为公司及品牌前期提供曝光度以及粉丝红利及客户基础，随着公司护肤品业务研发不断投入、投资并购不断加码，有望助力第二增长曲线的形成。

#### ■ 投资建议

考虑到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**看好基本面强韧、天使针进入放量期、拿证壁垒强、产品布局丰富前瞻、估值较低的医美针剂龙头**爱美客**；建议关注公司治理优异，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**；关注高端品牌伊菲丹放量，发力自有品牌，估值相对较低的**水羊股份**；关注股价回调幅度较大，股权激励落地，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 22Q2 同期基数较低，重启超头直播，销售数据边际改善，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**福瑞达**。

新消费板块关注宠物赛道龙头公司中宠股份。

■ 风险提示

消费市场持续低迷；新品推出不及预期；行业需求复苏低于预期；政策推进不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力加大；上市公司治理风险；第三方数据统计口径差异风险；重要股东减持风险。

目录

<b>1 本周市场回顾</b> .....	<b>6</b>
1.1 板块行情回顾.....	6
1.2 个股行情回顾.....	6
<b>2 行业趋势及重点公司跟踪</b> .....	<b>7</b>
2.1 化妆品板块 .....	7
2.2 近期重点品牌新品上市 .....	9
2.3 医美板块.....	10
2.4 新消费板块 .....	14
<b>3 行业要闻及公告</b> .....	<b>18</b>
3.1 行业新闻.....	18
3.2 公司公告.....	22
<b>4 风险提示:</b> .....	<b>23</b>

图

图 1: 本周市场表现 (%) .....	6
图 2: 申万美容护理子行业表现 (%) .....	6
图 3: 申万一级行业表现 (美妆) (%) .....	6
图 4: 指数成分股涨幅 (美妆) (%) .....	7
图 5: 指数成分股跌幅 (美妆) (%) .....	7
图 6: 公司股权结构 (招股书签署日) .....	8
图 7: 敷尔佳营收及增速.....	8
图 8: 敷尔佳归母净利润及增速.....	8
图 9: 敷尔佳分品类收入占比.....	9
图 10: 公司发展历程 .....	11
图 11: 2011-2023Q1 华东医药业绩情况.....	12
图 12: 华东医药按业务拆分营业收入, %.....	12
图 13: ELAHERE 开出首张处方 .....	13
图 14: 云南白药公司发展历程.....	14
图 15: 2013-2023Q1 云南白药业绩情况.....	15
图 16: 中国口腔行业市场规模及增速.....	15
图 17: 中国儿童口腔护理产品规模情况.....	15
图 18: 巨星传奇股权结构.....	17
图 19: 巨星传奇业绩情况.....	18
图 20: 巨星传奇利润率, %.....	18

表

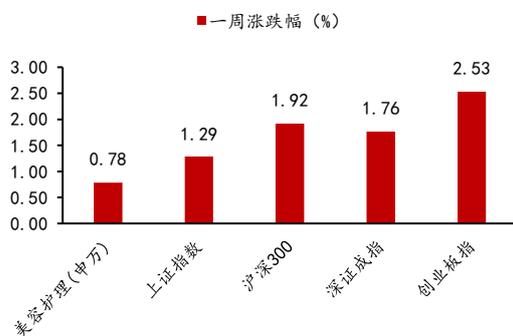
表 1: 近期重点公司新品上市情况 .....	10
表 2: 云南白药牙膏系列产品.....	16

## 1 本周市场回顾

### 1.1 板块行情回顾

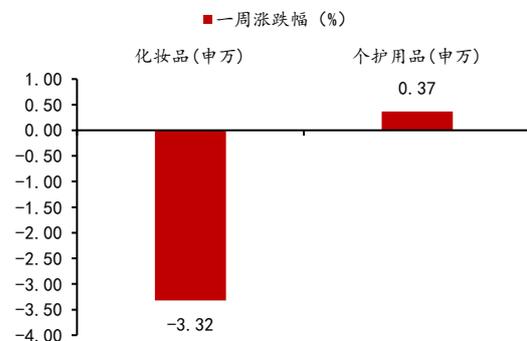
本周申万美容护理行业指数较上周上涨0.78%，板块整体跑输上证指数0.51个百分点；板块整体跑输沪深300指数1.14个百分点。上证指数上涨1.29%，沪深300上涨1.92%，深证成指上涨1.76%，创业板指上涨2.53%。在31个申万一级行业中，美容护理排名第14。本周美容护理各二级行业中，化妆品下跌3.32%，个护用品上涨0.37%。

图 1：本周市场表现 (%)



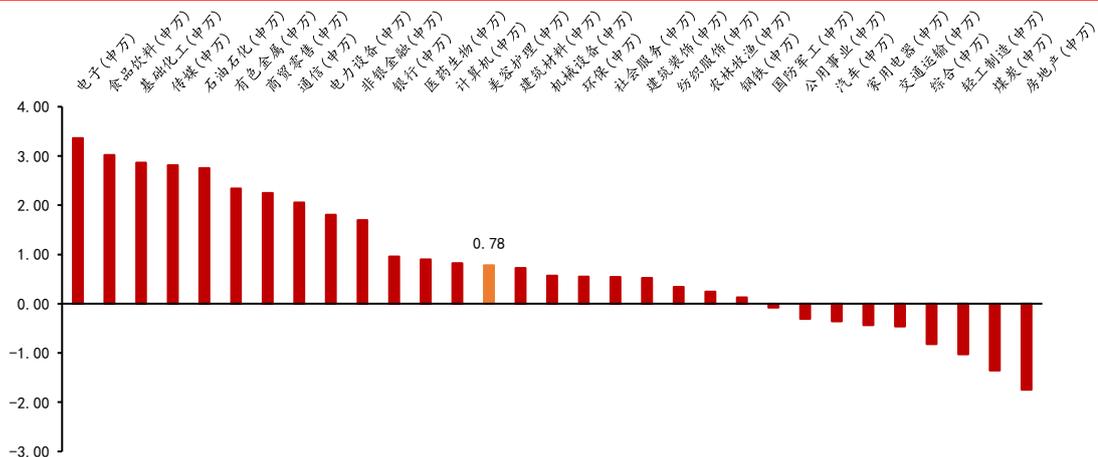
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：申万美容护理子行业表现 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：申万一级行业表现 (美妆) (%)



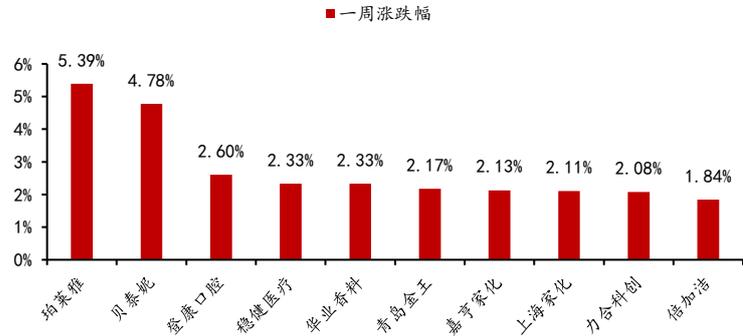
资料来源：Wind，上海证券研究所

### 1.2 个股行情回顾

本周美容护理行业个股涨跌幅中，排名前五的公司分别为珀莱雅上涨5.39%、贝泰妮上涨4.78%、登康口腔上涨2.60%、稳健医疗上涨2.33%、华业香料上涨2.33%；排名后五的个股为百亚

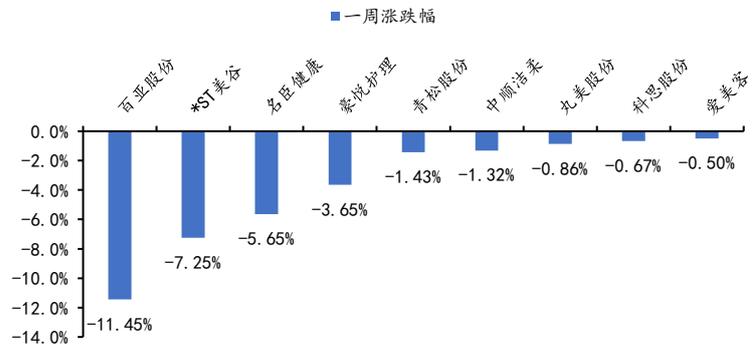
股份下跌 11.45%、\*ST 美谷下跌 7.25%、名臣健康下跌 5.65%、豪悦护理下跌 3.65%、青松股份下跌 1.43%。

图 4：指数成分股涨幅（美妆）（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：指数成分股跌幅（美妆）（%）



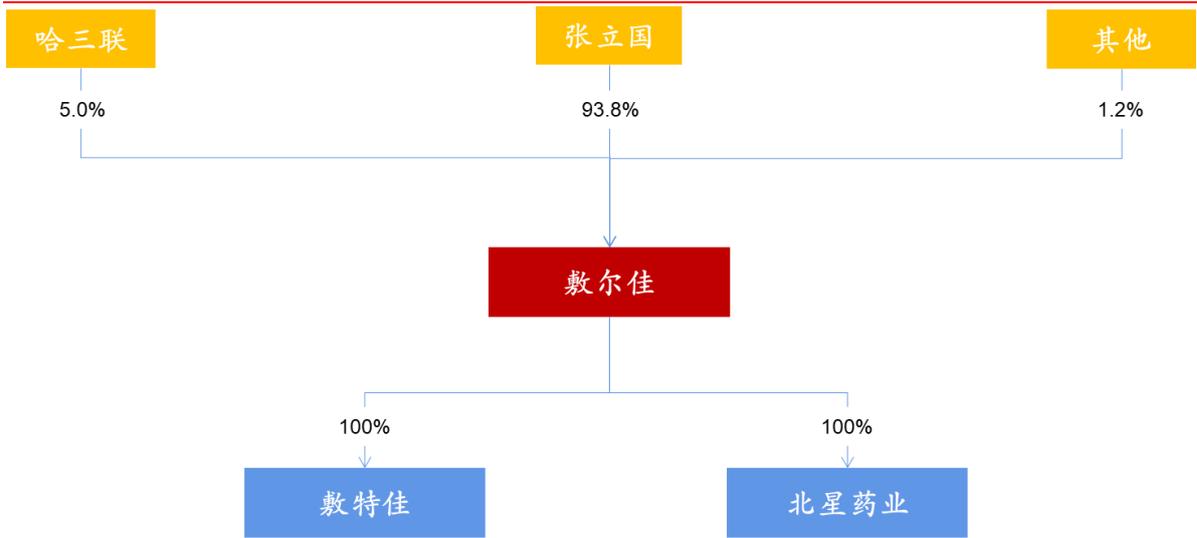
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 行业趋势及重点公司跟踪

### 2.1 化妆品板块

**敷尔佳：医用敷料龙头，功能性护肤打造第二增长曲线。**敷尔佳前身为华信药业，主要从事药品销售。2015 年取得敷尔佳商标注册证书，2017 年敷尔佳独立运营，专业从事皮肤护理产品运营。股权高度集中，实控人为张立国。公司实控人张立国持股约 94%，二股东哈三联持股约 5%。此外，12 名员工通过股权激励持股合计持股占比约 1.2%，主要管理层如副总经理郝庆祝和肖丽、财务负责人邓百娇、董秘沈晓溪等均有持股。

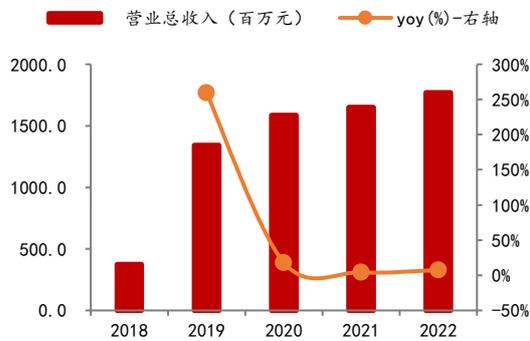
图 6：公司股权结构（招股书签署日）



资料来源：数尔佳招股书，上海证券研究所

公司营收持续增长，盈利水平较强。营收方面，公司 2018-2022 年营收分别为 3.73/13.42/15.85/16.50/17.69 亿元，2019-2022 年同比增速分别为 259%/18%/4%/7%。利润方面，公司 2018 年到 2022 年归母净利润分别为 2.0/6.6/6.5/8.1/8.5 亿元，2019-2022 年同比增速分别为 231%/-2%/24%/5%，保持较强的盈利水平。

图 7：数尔佳营收及增速



资料来源：数尔佳招股书，上海证券研究所

图 8：数尔佳归母净利润及增速



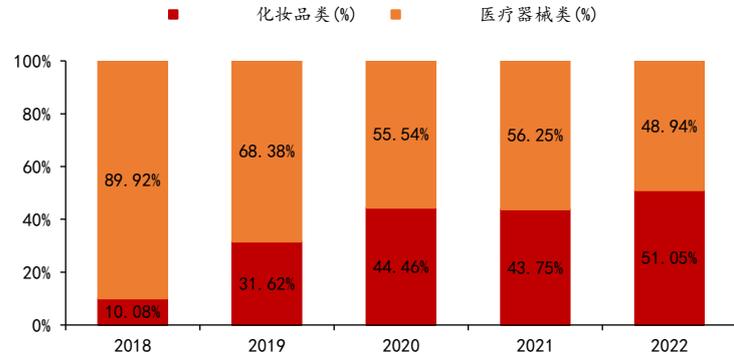
资料来源：数尔佳招股书，上海证券研究所

公司以医用敷料起家，2018 年医用敷料销售占比达 90%。2022 年公司医疗器械收入小幅下降，主要系宏观经济波动等因素影响，医疗器械类产品终端销售渠道及物流运输受到一定程度影响。化妆品类产品销售快速增长，2022 年营收约为 9 亿元，占比达 51%，主要得益于加大对化妆品的投入。

拓展功能性护肤品，形成医用敷料+功能性护肤的产品矩阵。公司在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等

其他形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的 II 类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。

图 9：敷尔佳分品类收入占比



资料来源：同花顺 iFinD，上海证券研究所

## 2.2 近期重点品牌新品上市

表 1：近期重点公司新品上市情况

公司	品牌	产品名称	产品图片	功效特点	售价规格	上市时间
资生堂	CPB	4D 耀白护理组		高能奢润精华舒适润泽，茴香果提取物明晰下颚线，专研美白成分 4MSK 击退黑色素	2200 元/6 片	2023 /7/3
贝纳通	希恩黎	舒护润唇霜		凝汇乳木果油和荷荷巴油，润养舒缓，改善唇部状态，重赋光彩	550 元/9g	2023 /7/2
	希恩黎	魅彩液体眼影		超细粉末丝滑上眼，植物甘油卓效保湿，珠光颜料点缀双眸	390 元/支	2023 /7/2
华熙生物	BM 肌活	水光透亮滋养面膜		亲肤角鲨烷莹润滋养，多重寡肽赋活修护，传明酸多链路改善暗红	149 元/盒	2023 /7/1
	润百颜	润百颜白纱布精华喷雾		分子创合贴形成修护补丁，CB2-skin 广藿香提取物缓解灼热刺痒，Caressence 素馨花提取物放大 CB2-skin 效果	239 元/100ml	2023 /7/6
雅诗兰黛	魅可	MAC 水漾子弹头#567		水光橘咖，浓郁显白，尽释慵懒随性	210 元/支	2023 /7/1 1
雅诗兰黛	魅可	遮瑕笔		玻尿酸丰盈肌肤，维生素 E 深度滋养，高遮瑕因子精细柔焦，水柔磁吸膜 3D 扒肤	330 元/支	2023 /7/1 3
福瑞达	Off&Relax	防脱育发精华		17 型胶原蛋白育发，促进毛发生长。1% 生根酸促进 20% 17 型胶原蛋白表达，提高毛囊干细胞数量	288 元/瓶	2023 /7/1 2

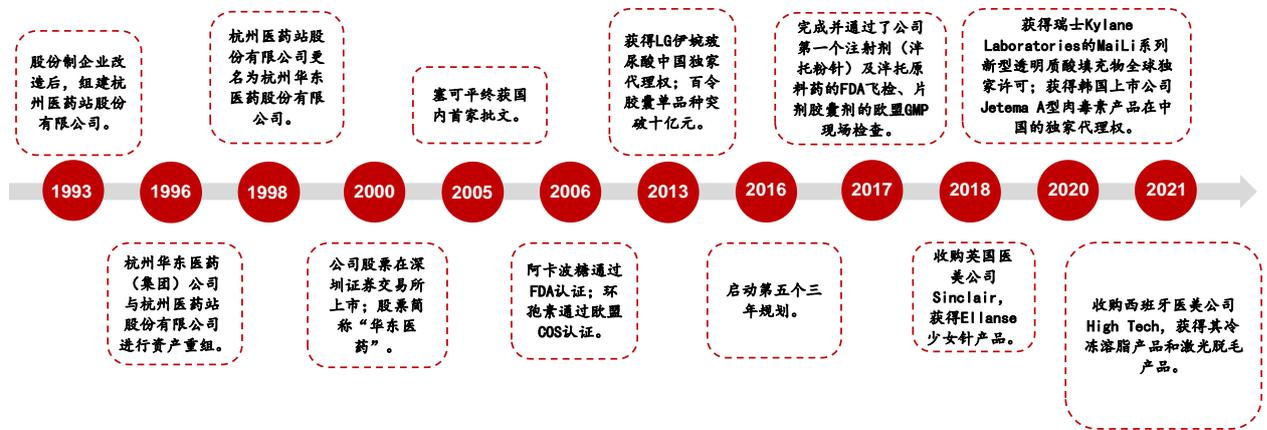
资料来源：各品牌官方微信，各品牌淘宝官方旗舰店，上海证券研究所

## 2.3 医美板块

华东医药：传统国产药企底蕴深厚，全球首创新药产品实现突破性进展

传统国产药企底蕴深厚，创新驱动发展。华东医药是国内的老牌医药工业龙头企业，成立于1993年，总部位于浙江杭州。其前身是杭州医药站股份有限公司，经过资产重组，公司正式更名为华东医药股份有限公司并成功上市。成立初期，公司主要从事药品、医疗器械等产品销售，后1997年开启国际化进程。历经20多年的发展，公司业务已覆盖医药全产业链，拥有医药工业、医药商业、医美、工业微生物四大业务板块，已发展成为集医药研发、生产、经销为一体的大型综合性医药上市公司。

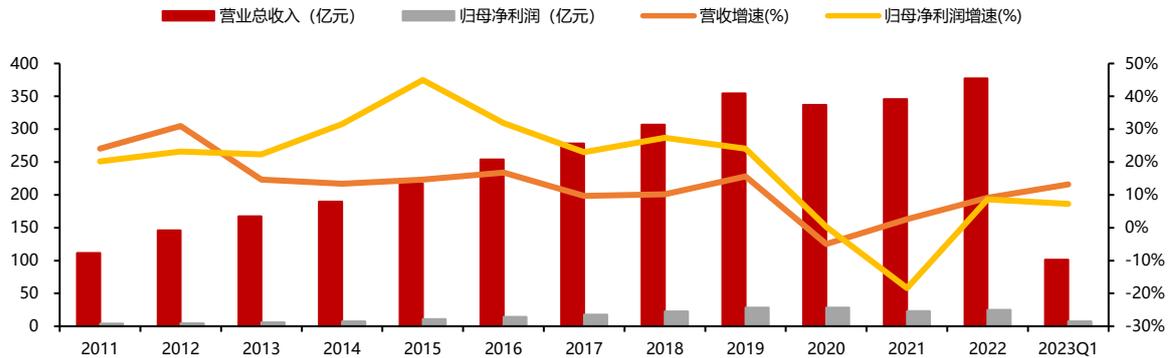
图 10：公司发展历程



资料来源：华东医药官网，中国经营网，时代周报，证券时报，界面新闻，上海证券研究所

业绩稳定增长，经营效率突出。作为医药领域龙头企业，公司营收整体保持较强增长，2011-2021年十年间，公司营业收入由111.31亿元增长至345.63亿元，CAGR为12%；归母净利润由3.81亿元增长至23.02亿元，CAGR为20%。由于集采、疫情以及医保谈判降价等因素影响，2020年业绩呈现负增长，公司加速创新转型，引进优秀人才、加速布局产品管线、提升研发创新能力，业绩逐步回暖，2022年营收达377.15亿元（同比+9.12%），归母净利润达24.99亿元（同比+8.58%），23Q1营收为101.15亿元，同增13.23%，实现双位数增长，归母净利润为7.55亿元，同增7.23%。

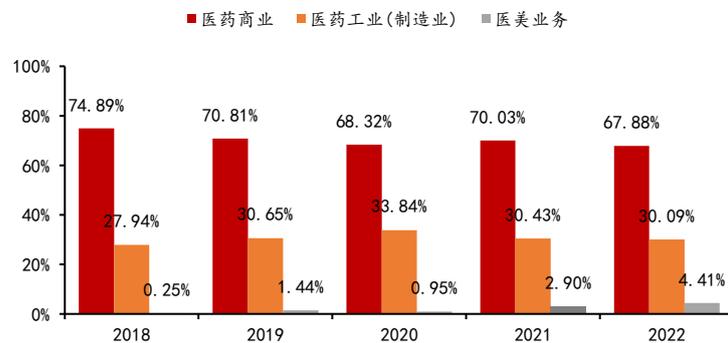
图 11: 2011-2023Q1 华东医药业绩情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

医药占比九成，医美业务循序高增。分业务来看，公司业务板块可分为医药商业、医药制造业和医美业务三个部分。2018-2022 年医药商业持续占据营业收入主导地位但占比波动下降，占比从 18 年的 74.38% 下降至 22 年的 67.88%；18-20 年医药制造业占比逐步上升；医美业务快速增长，占比从 18 年的 0.25% 上升至 22 年的 4.41%。

图 12: 华东医药按业务拆分营业收入，%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

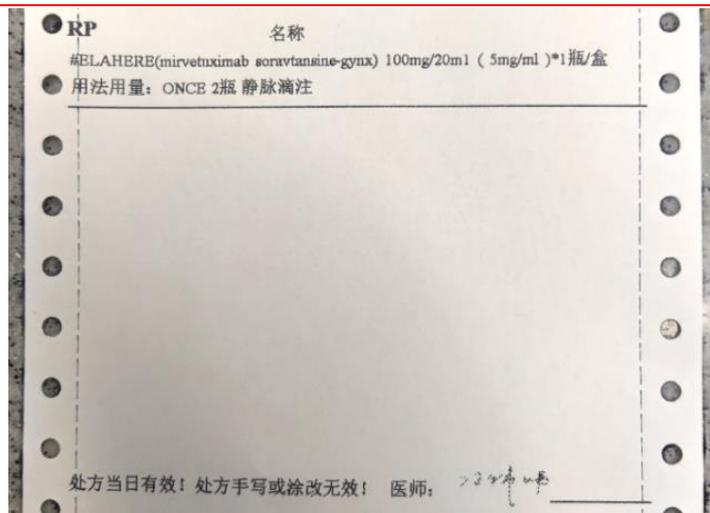
全球首创 ADC 新药被 CDE 纳入优先审评品种名单。7 月 11 日，公司发布公告称全资子公司中美华东与美国合作方 ImmunoGen 公司合作开发的索米妥昔单抗注射液 (ELAHERE) 被纳入优先审评品种名单。索米妥昔单抗注射液为中美华东与 ImmunoGen 合作开发的针对叶酸受体  $\alpha$  (FR  $\alpha$ ，一种在卵巢癌中高表达的细胞表面蛋白) 靶点的全球首创 (first-in-class) ADC 药物，由 FR  $\alpha$  结合抗体、可裂解的连接子和美登木素生物碱 DM4 组成。索米妥昔单抗注射液是美国 FDA 批准的首个用于铂耐药卵巢癌的 ADC 药物，适应症为既往接受过 1-3 种系统治疗的叶酸受体  $\alpha$  (FR  $\alpha$ ) 阳性的铂类耐药的表皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性

腹膜癌成年患者。中美华东拥有该产品在大中华区的独家临床开发及商业化权益。该注射液在中国首个临床试验申请已于 21 年 3 月获得国家药品监督管理局（NMPA）批准。另一项中国关键性单臂临床试验也于 21 年 8 月获得 NMPA 批准。截至 23 年 7 月 11 日，该产品在中国的相关临床及注册工作正按计划推进，本次被纳入优先审评后，公司计划将于 23Q3 正式向 NMPA 递交产品附件上市许可申请，积极推进该产品在海南博鳌乐城先行区的先行先试。

**全球首创叶酸受体 ADC 产品国内首方落地博鳌。**2023 年 7 月 12 日，依托海南博鳌乐城先行区“先行先试”特许药械政策，公司旗下靶向叶酸受体  $\alpha$  (FR $\alpha$ ) 抗体偶联药物 (ADC) MIRV 获批先行引入瑞金海南医院，用于治疗既往接受过 1~3 种系统治疗的 FR $\alpha$  阳性的铂类耐药的表皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌（简称 PROC）成年患者，有望及时解决中国 PROC 患者的用药难题。两位 PROC 患者在瑞金海南医院成功接受了 MIRV 的首次静脉给药治疗。这是 MIRV 在中国 PROC 患者中的首次临床应用，也是在国内开出的首批处方。此次试点引入的 MIRV 是全球首个获批治疗 PROC 的 ADC 药物，标志着中国铂耐药复发卵巢癌治疗正式进入 ADC 时代。

华东医药全球首创 ADC 新药产品实现突破性进展，索米妥昔单抗注射液被纳入优先审评，将加快其在国内上市许可申请的审评审批，我们认为产品加速上市有助于早日解决中国铂耐药卵巢癌患者的用药需求，推动公司肿瘤创新药管线的不断丰富，拉动业绩实现进一步高增。

图 13: ELAHERE 开出首张处方



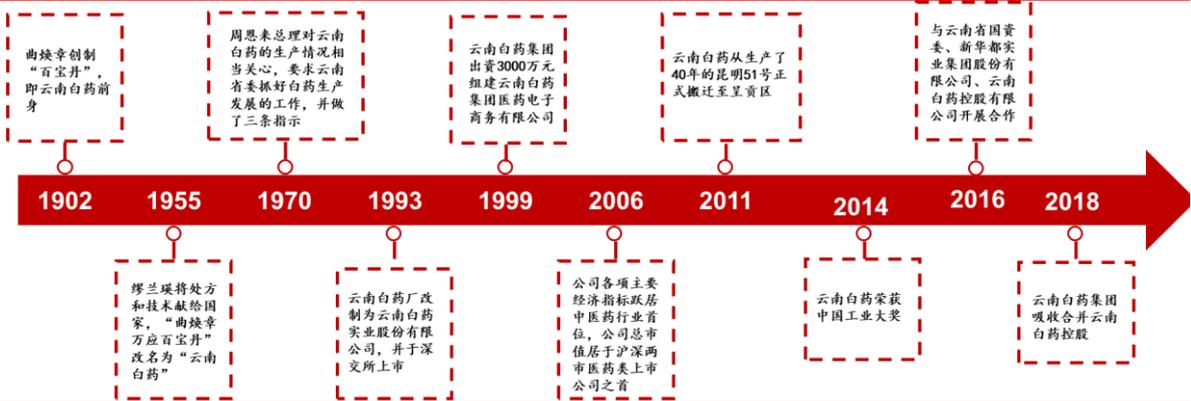
资料来源：华东医药官方微信公众号，上海证券研究所

## 2.4 新消费板块

### 1) 云南白药：23H1 归母净利润预计大幅增长，百年品牌铸造第二增长曲线

云南白药品牌创制于 1902 年，1971 年公司正式成立，1993 年成功上市。公司以药品、健康品、中药资源、云南省医药有限公司四大事业部为生产经营核心底座，在药品领域以传承百年的云南白药散剂为起点，不断开拓创新，逐渐形成了涵盖气雾剂、膏贴剂、酊剂、创可贴多种产品形态的云南白药核心药品系列产品；健康品事业部以牙膏品类为业务核心，依托人/货/场的品牌基建赋能营销，以用户为中心探索新消费场景，开拓口腔护理、养元青防脱洗护新品类。公司已经建立了在天然药物、中药材饮片、特色药、医疗器械、健康日化产品、保健食品、医疗美容等多个领域的业务布局。

图 14：云南白药公司发展历程



资料来源：云南白药官网，上海证券研究所

**23H1 预计归母净利润最高实现 100%增长，聚焦优势产品、全力深耕存量效果显著。**近十年公司业绩保持稳健增长，营收由 2013 年的 158.15 亿元增长至 2022 年的 364.88 亿元，期间年复合增长率为 10%。归母净利润由 2013 年的 23.21 亿元增长至 2022 年 30.01 亿元，期间年复合增长率为 3%。7 月 13 日，公司发布 2023 年半年度业绩预告。预计 23H1 归母净利润 26.13-30.06 元，而 22 年同期盈利 15.00 亿元，同比增长 74%-100%；扣非后归母净利润 25.29-29.09 元，而 22 年同期盈利 16.55 亿元，同比增长 53%-76%。23H1 公司积极应对外部环境变化，聚焦优势产品，全力深耕存量、拓展增量，实现经营业绩增长。

图 15: 2013-2023Q1 云南白药业绩情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

以药品业务为基础，健康事业提供优质增长，加码打造第二增长曲线。2011 年公司确立“新白药，大健康”战略。四大事业部主营业务持续领跑，全力拓展增量发展空间。22 年，药品事业部实现收入 59.83 亿元，销售过亿产品 10 个。白药系列核心产品取得高速增长，云南白药气雾剂收入贡献超过 15 亿元，同比增长 20%。健康品事业部实现收入 60 亿元的突破。在个人护理领域，公司以用户为核心，以数据为导向，沉淀人群资产，探索新消费场景，口腔护理、养元青品牌产品逆势增长，牙膏市场份额突破 24.4%，继续保持市场份额第一。养元青品牌天猫双十一上榜国防脱 NO.1。

图 16: 中国口腔行业市场规模及增速



资料来源: 华经情报网, 上海证券研究所

图 17: 中国儿童口腔护理产品规模情况



资料来源: 华经情报网, 上海证券研究所

IP 联合造势、专业品牌背书，持续打造专业口腔护理品牌形象。云南白药口腔健康围绕“修护+”核心功效，牢牢把握“治愈感、功效强、专业化”的品牌超级符号，实现年度总曝光 23.28 亿次，总触达 5.99 亿人。公司瞄准不同目标人群，与多位知名国民艺人合作，结合“夏日毕业歌会”“脱口秀大会”等 IP、漱口水复古露营新品发布会等事件，持续提升品牌影响力；另外联合渠道需求，

对儿童牙膏、国粹及 CC 牙膏套装包装进行升级，推出敦煌 IP 设计款。在医疗美护产品中，公司致力于将养元青打造为控油防脱第一品牌，做强品牌影响力，建立“养元青防脱管理局”自主知识 IP，树立专业背书；官宣产品代言人，拉动品牌认知。

表 2：云南白药牙膏系列产品

产品系列	产品特点	零售价	图片
云南白药牙膏主品牌	减轻牙龈出血、肿痛，修护粘膜损伤，清新口气	38.9 元/210g	
金口健系列	缓解口腔异味、有助平衡口腔菌群、帮助提升口腔自我清新能力	18 元/105g	
益齿白	减轻牙龈出血、肿痛、修护粘膜损伤、清新口气，温和美白	26.6 元/120g	
朗健系列	可有效吸附、祛除牙达表面牙渍，减轻牙结石、牙菌斑形成，不损伤牙釉质	55.8 元/120g	
双效抗敏系列	双效抗敏、减少刺激、长效防护。舒缓加防护，双效缓解牙齿敏感	49 元/110g	
儿童系列	平衡宝贝口腔菌群、提高口腔抵抗力	52 元/60g	
活性肽系列	帮助修复黏膜损伤，提升口腔细胞自我修复力	89 元/135g	

资料来源：云南白药官网，云南白药官方旗舰店，上海证券研究所

积极布局医美领域，拓展公司增长曲线。公司推出肌肤护理业务的主打品牌，并以采之汲品牌为核心，公司开发了面膜、日常护肤产品以及私人订制型护肤产品等。21 年，正式推出采之汲线上 APP，通过 APP 的触达，输出个性化定制化的肌肤问题解决及护理方案，持续强化品牌渗透率，聚焦对肌肤管理有个性化诉求

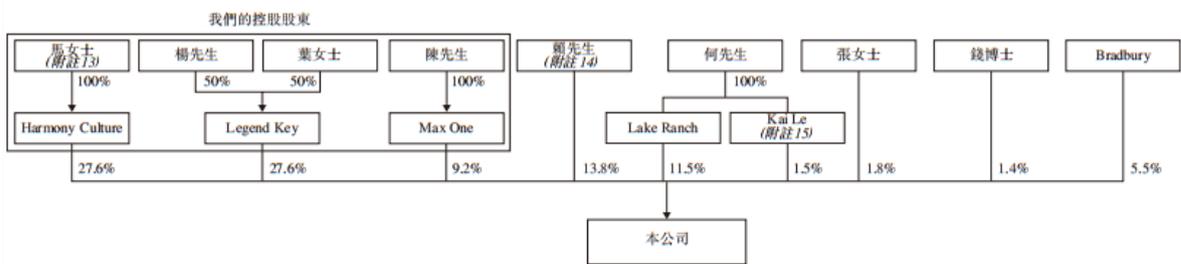
的人群。22 年，公司稳步推进上游医美产品研发、合理布局中游医美机构建设及运营。上游产品层面，涵盖具有创新原料及特色透皮吸收技术的功效型护肤品、功效型敷料、中胚层产品、再生类产品 and 线雕等品类，后期叠加更多在研与引入的产品。中游医美机构建设运营方面，上海云臻妮医疗美容门诊部、昆明云臻医疗科技有限公司呈贡综合门诊部进入营业阶段；北京、上海机构建设正在稳步推进中。公司积极推进医美产业链的生态布局，探索上下游商业成长模式，快速打通商业赛道，布局大健康产业全生态链循环，推动公司第二增长曲线的形成。

## 2) 巨星传奇：明星 IP 加持，登陆港交所

巨星传奇成立于 2017 年，公司业务主要包括新零售、IP 创造及营运。其中，新零售业务主要包括健康管理产品、护肤品，以及其他产品三个收入来源；IP 运营包括活动策划、IP 的许可管理以及文创产品的销售。7 月 13 日，巨星传奇集团正式在港交所挂牌上市。

周杰伦亲友为主要持股人，四位亲友合计持股 64.4%。根据招股书，巨星传奇与周杰伦的深度捆绑。一方面是公司股权结构，巨星传奇有马心婷、叶惠美、陈中和杨峻荣 4 位创始人，合计持股 64.4%。其中，叶惠美为周杰伦母亲；杨峻荣为周杰伦经纪人；陈中、马心婷则是周杰伦的长期合作伙伴。

图 18：巨星传奇股权结构



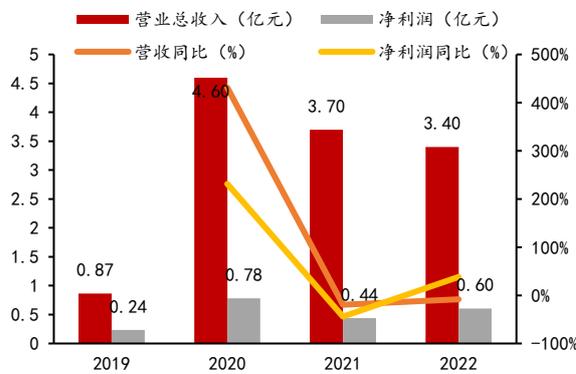
资料来源：巨星传奇招股书，青眼，上海证券研究所

公司业绩波动增长，毛利率持续提升。2019-2022 年，巨星传奇分别实现收入 0.87、4.6、3.7、3.4 亿元。归母净利润分别为 0.24、0.78、0.44、0.60 亿元，业绩波动增长。在经营指标方面，2019-2022 年，公司毛利率分别为 65.4%、50.9%、62.2%、64.7%，从 20 年开始公司毛利率持续稳定提升。

新零售业务为主要收入来源。据招股书显示，2019-2022 年，公司新零售业务收入为 0.81、3.65、3.01、2.4 亿元，占比总收入从 19 年的 93.3% 下降至 22 年的 69.8%。持续加码护肤赛道，拓

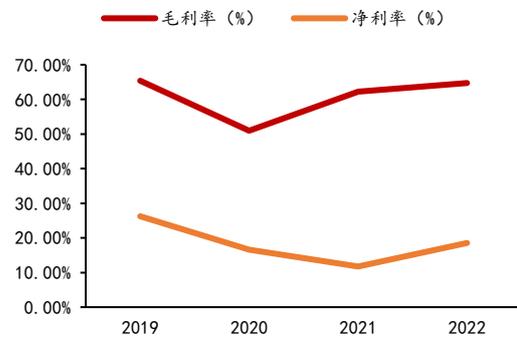
展第二增长曲线。旗下护肤品业务，则主要包括主品牌达人悦己和摩肌博士（定位成熟年龄问题肌肤）、茶小姐（定位年轻消费群体）两个子品牌。据招股书显示，2019-2022年，护肤品业务收入分别为 345、2042、2127、1627 万元，占比分别为 4.0%、4.5%、5.8%、4.7%。公司未来将加码护肤品研发，投资收购拓展化妆品业务。在未来 3 年内，预计推出超 30 款护肤品，将投资 2150 万元用于研发护肤品，还计划在 2025 年投资约 1050 万元，收购从事活性成分或配方研发的公司。我们认为，公司与明星深度绑定，为公司及品牌前期提供曝光度以及粉丝红利及客户基础，随着公司护肤品业务研发不断投入、投资并购不断加码，有望助力第二增长曲线的形成。

图 19: 巨星传奇业绩情况



资料来源: 巨星传奇招股书, 上海证券研究所

图 20: 巨星传奇利润率, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3 行业要闻及公告

#### 3.1 行业新闻

- 化妆品行业新闻:

1. 开云集团 35 亿欧元收购香氛品牌 Creed

7 月 10 日，法国开云集团对高端独立香氛品牌 Creed 的收购价格为 35 亿欧元（约合人民币 277.44 亿元）。据此前报道，开云集团宣布收购香水品牌 Creed 全部股权，彼时交易细节未公开的部分原因是，两家公司不希望公布 Creed 的高利润率。公开资料显示，Creed 是由 JamesHenryCreed 于 1760 年在英国伦敦创立的家族品牌，主打男士香水。是高端香水领域规模最大的独立企业，在全球拥有逾 1400 个销售点，22 年收入超 2.5 亿欧元，该品牌旗下 Aventus（拿破仑之水）、Silvermountainwater（银色山泉）等产品。（来源：中国化妆品）

## 2. 国产纯净彩妆品牌“朱栈”获千万元融资

7月10日，据媒体消息，国产可持续纯净彩妆品牌“REDCHAMBER 朱栈”完成数千万元融资，由新宜资本领投，水羊股份跟投，老股东普曼创投持续追投。本轮融资将加速纯净配方研发，稳固供应链，并持续驱动品牌建设及推广。朱栈创立于2020年，可持续是品牌核心理念，产品涵盖粉底液、妆前啫喱、腮红眼影多用膏等。（来源：中国化妆品）

## 3. InterParfums 拿下 Cavalli 香水的全球独家授权

7月11日，据外媒消息，香水制造商 InterParfums 拿下 RobertoCavalli 香水的全球独家授权，该授权此前由科蒂集团持有，并未公开任何交易条款，相关授权自7月6日起生效。据业内人士估计，Cavalli 香水业务在全球的营业额约为4000万美元（约合人民币2.89亿元）。InterParfums 董事长、联合创始人兼首席执行官 JeanMadar 表示有信心“在合理的时间内”将业务翻一番。公开资料显示，InterParfums 公司成立于1982年，旗下拥有 Guess、万宝龙、JimmyChoo、蔻驰、AF (Abercrombie&Fitch)、安娜苏 (AnnaSui)、菲拉格慕 (Ferragamo) 等品牌。（来源：中国化妆品）

## 4. 宝格丽发布致歉声明

7月11日，LVMH 旗下奢侈珠宝品牌宝格丽通过官方微博发布声明，就“官网把台湾列为国家”事件致歉，强调品牌一如既往地尊重中国主权和领土完整的立场，品牌在海外官网上因管理疏忽发生的店铺地址和地图标识误注在消费者指出后已立即纠正，并正在联动第三方国际服务商确保正确标示海外官网上的国家和地区。对此回应，人民日报发文评【宝格丽道歉别弄成专供中国大陆】，人民网评官方微博也发文【宝格丽的道歉含“诚”量不够高】，相关舆论仍在持续发酵，微博话题阅读讨论量已超过5亿。（来源：中国化妆品）

## 5. 资生堂投资藻类生物公司

7月11日，资生堂在官网宣布投资生物科技公司千岁集团并签署战略合作协议，资生堂本次向“MATSURI”项目责任公司千岁集团投资10亿日元（约合人民币5125.47万元），以建立基于藻类的可持续新产业，并签订以研究和开发为中心的战略合作协议。“MATSURI”项目是一个以藻类为基础的可持续产业项目，推进多种藻类应用的研发和规模化生产，从而将藻类日用品推向全社会。

资生堂表示，二者将最大限度地发挥“藻类”的潜力，在不消耗资源的情况下构建环境友好型的回收模式，共同加速资源循环型制造，以开发和大规模生产藻类的化妆品和化妆品包装的原材料，以及开发未来可用于食品工业的原材料。（来源：中国化妆品）

#### 6. 中检院公开征求《化妆品中壬二酸等 2 种原料的检验方法》等的意见

7 月 12 日，中检院发布关于公开征求《化妆品中壬二酸等 2 种原料的检验方法》等意见的通知。其中，《化妆品中壬二酸等 2 种原料的检验方法》规定了高效液相色谱法测定化妆品中壬二酸和壬二酰二甘氨酸钾的含量。适用于膏霜乳类、液体类、凝胶类、粉剂类、泥类、贴膜类化妆品中壬二酸和壬二酰二甘氨酸钾的测定；《光反应性活性氧（ROS）测定试验》规定了化妆品用化学原料光反应性活性氧（ROS）测定试验的基本要求和方法。适用于评价化妆品用化学原料的潜在光毒性；《化妆品中二硫化硒的测定》规定了氢化物原子荧光光度法测定化妆品中二硫化硒的含量。适用于含二硫化硒的去屑洗发类化妆品中二硫化硒含量的测定。（来源：中国化妆品）

#### 7. 珀莱雅发布 2023 年半年度业绩预告

7 月 13 日，珀莱雅发布了 2023 年半年度业绩预告。预告显示，公司 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，归属于母公司所有者的净利润为 4.6 亿-4.9 亿元，与上年同期相比，将增加 1.63 亿-1.93 亿元，同比增加 55%-65%。预计 2023 年半年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 4.35 亿-4.65 亿元，与上年同期相比，将增加 1.54 亿-1.84 亿元，同比增加 55%-66%。（来源：中国化妆品）

#### 8. 云南白药发布 2023 年半年度业绩预告

7 月 13 日，云南白药发布 2023 年半年度业绩预告。经过公司财务部门初步测算，云南白药预计上半年归属于上市公司股东净利润在 26.1 亿-30.0 亿元之间，而 22 年同期盈利 15.0 亿元，同比增长 74%-100%。预计上半年扣除非经常性损益后的净利润在 25.29 亿-29.09 亿元之间，22 年同期盈利 16.55 亿元，同比增长 53%-76%。此外，预告显示，23 年上半年基本的每股盈利在 1.46-1.68 元/股，上年同期每股盈利为 1.10 元/股。（来源：中国化妆品）

#### 9. 巴斯夫 Q2 营收下滑下调全年业绩指引

7月13日，巴斯夫发布公告，下调全年销售指引和调整后的EBIT（息税前利润）指引。据初步估算，公司二季度调整后EBIT为10亿欧元（约合人民币79.84亿元），分析师预期10.6亿欧元；二季度销售173亿欧元（约合人民币1381亿元），分析师预期194.3亿欧元。二季度业绩逊于预期的原因在于，产品的价格和成交量双双显著下滑。巴斯夫表示，将下调全年业绩指引，预计全年调整后EBIT为40亿-44亿欧元（约合人民币319.51亿-351.46亿元），而公司原本预计48亿-54亿欧元（约合人民币383.26亿-431.2亿元）。同时，预计全年销售额为730亿-760亿欧元（约合人民币5828亿-6067亿元），公司原本预计840亿-870亿欧元（约合人民币6706亿-6946亿元）。（来源：中国化妆品）

### 10. 丽尚国潮发布2023年半年度业绩预告

7月13日，A股上市公司丽尚国潮发布半年度业绩预告，公司预计2023年1-6月业绩大幅下降，归属于上市公司股东的净利润为3300万-4600万元，与上年同期相比，将减少1.25亿-1.12亿元，同比下降79.06%-70.81%。兰州丽尚国潮实业集团股份有限公司主营业务为专业市场管理、商贸百货零售和新消费新零售业务。其中，新消费新零售业务包括境内及跨境电商业务，产品主要涉及一线欧美日韩大牌美妆产品、进口食品、母婴类等；商贸百货零售业务经营主体是兰州亚欧商厦，美妆品牌兰蔻、雅诗兰黛、SKII等国际知名品牌均已入驻多年。（来源：中国化妆品）

#### ● 医美行业新闻：

##### 1. 锦波生物北交所IPO开启申购

北交所打新股锦波生物（832982）将于7月10日申购，发行价格为49.00元/股，发行市盈率为32.44倍，发行代码为“889799”。本次登陆北交所，公司公开发行股票数量为500万股，募资总额为2.45亿元；若超额配售选择权全额行使，则发行总股数将扩大至575万股，募资约2.8亿元，募资用于重组人源胶原蛋白新材料及注射剂产品研发项目、品牌建设及市场推广项目、补充流动资金。（来源：医美行业观察）

##### 2. 敷尔佳发布2023年半年度业绩预告

7月11日，敷尔佳发布2023年半年度业绩预告，预计2023年1-6月归属于上市公司股东的净利润盈利：32,500万-36,500万元，同比上年变动：-9.1%~2.1%。公司持续推出新品，并积极拓宽线上

销售渠道,宣传推广费用相应增加,因而净利润增速预计略缓于收入增速。(来源:医美行业观察)

### 3. 上海市药监局发布《上海市创新医疗器械注册指导服务工作规范》通告

7月10日,上海市药品监督管理局对外发布《上海市创新医疗器械注册指导服务工作规范》,进一步深化医疗器械审评审批制度改革。(来源:医美行业观察)

## 3.2 公司公告

**【嘉必优】**7月10日,公司发布2022年度权益分派实施公告。本次利润分配及转增股本以总股本1.2亿股为基数,每股派发现金红利0.3元(含税),以资本公积金向全体股东每股转增0.4股,共计派发现金红利0.36亿元,转增0.48亿股,本次分配后总股本为1.68亿股。

**【巨子生物】**7月10日,公司发布关于执行董事范代娣女士辞任和董事名单及其角色、职能的公告。范代娣女士因工作安排就其执行董事之职务提出辞呈,自23年7月7日起生效。并公布现任董事名单:执行董事严建亚先生(董事长)、叶娟女士、方娟女士,非执行董事陈锦浩先生,独立非执行董事黄进先生、单文华先生、黄斯颖女士。

**【华东医药】**7月11日,公司发布全资子公司合作开发产品被纳入优先审评的公告。国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)发布的公示信息显示,华东医药全资子公司中美华东与美国合作方ImmunoGen合作开发的索米妥昔单抗注射液被纳入优先审评品种名单。

**【丸美股份】**7月11日,公司发布2022年年度权益分派实施公告。本次利润分配以方案实施前的公司总股本4.01亿股为基数,每股派发现金红利0.25元,共计派发现金红利1亿元。现金红利发放日2023/7/19。

**【丽人丽妆】**7月12日,公司发布关于股东减持计划公告。截至本公告披露日,CrescentLily持有公司无限售流通股约1747万股,占公司总股本的4.36%。在遵守相关规定的前提下,

CrescentLily 拟通过大宗交易和/或集中竞价方式合计减持公司股份数量不超过总股份数的 0.36%，即 144 万股。

**【珀莱雅】**7 月 13 日，公司发布 2023 年半年度业绩预告。公司预计 2023 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润为 4.6-4.9 亿元，与上年同期相比，将增加约 1.63 亿-1.93 亿元，同比增加 55%-65%。预计 2023 年半年度实现归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 4.35 亿-4.65 亿元，与上年同期相比将增加约 1.54 亿-1.84 亿元，同比增加 55%-66%。

**【江苏吴中】**7 月 13 日，公司发布关于部分限制性股票回购注销实施的公告。鉴于公司 2021 年限制性股票激励计划中的首次授予激励对象中有 2 名激励对象主动离职，根据相关规定，公司将对上述对象已获授但尚未解除限售的限售性股票进行回购注销，合计拟回购 3.8 万股，本次回购注销完成后，本激励计划剩余限制性股票约 273 万股。

**【中宠股份】**7 月 13 日，公司发布 2023 年半年度业绩预告。公司预计 2023 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润为 8500 万-10300 万元，同比增加 24.37%-50.71%。预计 2023 年半年度实现归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 8121 万-9921 万元，同比增加 21.41%-48.32%。

**【华东医药】**7 月 13 日，公司发布关于调整公司 2022 年限制性股票激励计划预留授予价格和向 2022 年限制性股票激励计划激励对象授予预留限制性股票的公告。公司对 2022 年限制性股票激励计划预留部分限制性股票授予价格进行调整，授予价格由 25.00 元/股调整为 24.71 元/股。以 2023 年 7 月 12 日为预留授予日，向符合授予条件的 23 名激励对象授予 46.00 万股限制性股票。

#### 4 风险提示：

消费市场持续低迷；新品推出不及预期；行业需求复苏低于预期；政策推进不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力加大；上市公司治理风险；第三方数据统计口径差异风险；重要股东减持风险。

### 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。